行业观点

- **消费**

眼科行业深度：眼科黄金，正在冶炼

小眼睛，大世界—具有庞大的人群基础和多年龄段需求

眼科行业在过去受到一定的忽视，主要是因为（1）眼科专病高度细分：技术要求较高；（2）国内眼科渗透率处在较低水平：和“牙疼不是病”类似，对于眼睛干涩、中轻度近视、中轻度白内障等认知不清；（3）国产眼科药品和器械发展处于初期阶段。而实质上眼科具有庞大的患者群体基础及上升的患病率趋势，不同生命阶段均有不同需求：

青少年：认知度和渗透率提升是视光行业发展的主要引擎。未来 5 年屈光不正青少年患者预计达到 1 亿人。目前渗透率仅为 1.5%，预计有望在未来 3 年内提升到 3%，市场空间有望达到 200 亿元。

中青年：存量近视人群数量达到 4.5 亿人，屈光手术渗透率仅为 0.33%，相较于近视发病率低、近视较为不重视的美国地区，仍有一倍渗透率提升空间。术式引领行业变革，以 SMILE 和 Trans-PRK 为主流的手术方式更为标准化，恢复快、副作用可控，替代原有的术式方法，推动消费者接受度提升，引领屈光手术市场量价齐升，预计市场有望达到 300 亿规模。

中老年：中老年常见眼科疾病主要是白内障、黄斑病变及干眼症，预计患者群体对应为 1.7 亿人、6400 万人和 8000 万人。白内障术式进入成熟期，人工晶体有望随带量采购带来渗透率提升拐点、促进国产进程加快。黄斑病变、干眼症药物可及性仍有提升空间。

眼服务：优质赛车道，优秀赛车手

眼科服务赛道具有极强的可复制性和龙头效应：从政策影响来看，民营眼科服务则不受到严苛的牌照束缚；从资金门槛来看，眼科资金投入处在恰当的中间位置，不受制于超过上亿的资本扩张压力（如精神科、妇产科等），又不羁绊于成本太低而造成医生自主执业（如牙科）。从业务模式上来看，受益于术式的发展，眼科服务易实现标准化、流程化推广。医生是稀缺资源，具有获医能力的赛道才具有长期扩张的基石，民营更具优势。

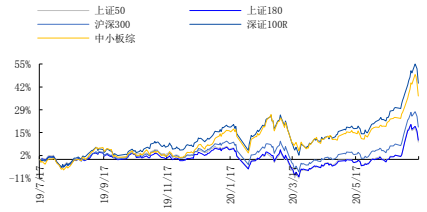
投资建议

推荐先天赛道优异+后天经营兼备的王者爱尔眼科、人工晶体有望随集采放量的爱博诺德、昊海生科；建议关注青少年视光龙头企业及具有重磅眼药布局的康弘药业、兴齐眼药、欧康维视。

风险提示

新药获批失败、行业安全事件、行业竞争者增多、并购失败等。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
中芯国际	150.46	447.92	0.00	0.00
慧辰资讯	174.80	410.96	0.00	0.00
同庆楼	31.40	88.02	0.00	0.00
温州宏丰	5.24	20.18	16.96	16.99
新强联	41.11	20.03	0.00	27.51

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
神雾环保	0.20	-23.08	-37.50	-87.95
盛运环保	0.20	-23.08	-37.50	-85.19
沪硅产业	40.61	-20.62	-13.58	145.82
君实生物	120.30	-20.33	0.00	-61.38
兰石重装	4.69	-20.10	-5.44	-20.10

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏、汤芬芬、刘巧

- **电新**

亿纬锂能（300014）系列二：电子烟浪潮兴起，思摩尔中长期空间巨大

电子烟具备减害作用，政策风险无忧。市场对电子烟行业最大的担心主要在于政策风险，我们认为政策风险无忧：1）电子烟具备减害作用，既满足用户尼古丁成瘾，又可以减少肺病概率；从而国家肺病医保支出也会相应减少；2）电子烟扭转烟草销量下滑，利于扩大行业规模和国家财政收入， 2019 年中国烟草销量 4735 万箱，同比下滑 0.2%；全球（不含中国卷烟）销量 6000 万箱，同比下滑 2%；电子烟用户在快速增长，2011 年电子烟用户仅为 700 万人，2018 年电子烟用户达到 4100 万人，7 年复合增速 29%；3）各国监管政策逐步完善，电子烟有望规范化发展，美国 FDA 推出 PMTA 法案，电子烟有法可依，IQOS 正式当做减害产品销售；日本对 HNB 政策宽容，替代性需求催生第一大消费国；中国将 HNB 纳入烟草制品范畴，并且中烟积极布局 HNB，未来监管政策有望逐步完善。

电子烟 2019 年渗透率 4.9%，2024 年预计达到 12%，远期或将全部替代传统卷烟。根据弗若斯特沙利文统计，2019 年全球雾化电子烟市场规模达 367 亿美元，同比增速为 28.3%，雾化电子烟占整个烟草行业的渗透率为 4.2%；加热不燃烧电子烟市场规模 61 亿美元，渗透率为 0.7%；弗若斯特沙利文预计，2024 年雾化电子烟市场规模有望达到 1115 亿美元，2019-2024CAGR 为 24.9% ，雾化电子烟渗透率增长至 9.3%；加热不燃烧电子烟市场规模达到 325 亿美元， 2019-2024CAGR 为 39.7% ，渗透率达到 2.7%。考虑电子烟具备减害作用，并且利于行业与税收，未来或将全部替代传统卷烟，具备 20 倍提升空间。

思摩尔是电子烟里的高通+富士康，雾化芯和代工制造全球领先，2019 年市占率 16.5%。凭借领先的 FeeIm 雾化芯，思摩尔成功进入全球烟草巨头供应链，下游客户包括日本烟草、英美烟草、RELX 及 NJOY 等 。2019 年思摩尔实现营收 76.11 亿元，同比增长 121.6%；2016-2019 年营收 CAGR 为 119.2%；2019 年归母净利润为 21.74 亿元，同比增长 196.18%；2016-2019 年归母净利润 CAGR 为 174%。思摩尔 2019 年市占率达到 16.5%，领先第二名 10 个百分点，当前思摩尔总设计产能 15.6 亿 pcs，伴随 IPO 募资扩产到 2024 年将总共新增 31.4 亿 pcs，此外思摩尔募资对原产线自动化升级，未来思摩尔成本和规模优势持续增强，市占率将持续上升。

投资建议：

亿纬锂能，持有思摩尔 33.11%股权，我们认为这部分股权在 2025 年市值 1491 亿元（中性情况）。另外公司动力电池进入盈利期，TWS 电池进入三星供应链，预计公司 2020-2022 年营收分别为 106.9/145.2/195.2 亿元，同比增长 66.73%/35.83%/34.42%，归母净利润分别为 23.86/33.06/45.21 亿元，同比增长 56.77%/38.56%/36.76%，EPS 分别为 1.30/1.79/2.45 元，维持买入评级。

风险提示：新能源汽车销量不达预期，电子烟销量不达预期，TWS 电池销量不达预期，电子烟政策监管风险等。

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

- **消费**

瓶装水行业系列报告一（行业篇）：乘风破浪的瓶装水

高回报：生意模式简单需求刚性，链路短规模强回报高

瓶装水是一门高 ROE 的生意，经营特点为高毛利、中净利和高周转。从供需角度看高盈利来源，①需求侧上水是人体刚性需求同时又能提供健康和便捷的附加功能，产品具备溢价能力；②供给侧上生产工艺简单产业链上下链路短，主要成本来源 PET 材料，叠加制造上的强规模效应，生产成本低。综合表现为 0.02 元/瓶的水成本终端定价 2 元（溢价百倍），可形象类比为下游按消费品定价的矿产企业。

可集中：低迭代高忠诚饮品，品宣力紧铸护城河

①国际经验看，多寡头或一超多强格局普遍存在，消费者可容忍 1-3 个大品牌的心智占领，横向对比我国集中度仍有提升空间。②分价格结构看，外资偏爱高端自上而下，内资稳坐中端自下而上，2 元市场占比 50%以上为消费主流但同时格局也最为固化，高端水和低价水仍存整合空间。③格局集中路径，一方面瓶装水需求简单、产品迭代慢、生命周期长，品牌投入下有利于赢者滚雪球。另一方面不存在较强区域市场隔离条件，瓶装水龙头开发区域市场遭受地方品牌狙击阻力小于啤酒和低温鲜奶。最后在环保的压力下水源的稀缺性凸显，水源网络和优质水点向龙头逐步集中。

高成长：量价齐升绽芳华，千亿雪坡厚且长

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水仍拥有近 10%的稀缺高增速。展望未来，伴随着水污染趋严、居民肥胖率提高和出行增多，安全便捷无糖的的基础需求将有效驱动瓶装水消费量增长；同时，在收入不断提高下人们对健康、口感、功能的附加属性要求增多，高端矿泉水、气泡水等各式高价新水种快速增长将有效拉动消费价格提升。最后从国际对比来看，合理对标对象为韩国，我国人均消费量还有约有 50%提升空间，单价还有约 60%提升空间，瓶装水在白水中的渗透率还有 50%提升空间，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示

食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

2、瓶装水行业系列报告二（公司篇）：问瓶装水谁主沉浮，新王旧主各领风骚

瓶装水千亿市场正逢时，高忠诚饮品格局可集中

瓶装水为饮品类第一赛道，15 年超即饮茶成为最大品类，19 年零售终端规模达 2 千亿。与其他快消品横向比较看，瓶装水企业仍处在量价同步增长状态，14-19 年复合增速 10%。除此之外与饮料不同的是瓶装水作为百年生意，消费属性简单导致产品迭代慢生命周期长，伴随品牌投入赢家滚雪球效应强，消费者逐步形成极高品牌忠诚度。展望未来，量、价和渗透率拆分，我国瓶装水潜在空间还有 2-3 倍。

农夫 VS 怡宝：天才的农夫，优越的怡宝

从历史成绩、背后禀赋和未来发展 3 维度以及下属 11 方面和 40 个具体内容展开全方位对比。每项给分

1-10，不同权重下主观打分，最终结果农夫 9 分，怡宝 8 分。

①历史成绩，发家史上农夫历经厮杀商战经验丰富，怡宝厚积薄发稍显顺利。体量规模上农夫收入为怡宝 2 倍，利润为怡宝 5 倍。赚钱能力上二者回报率均在 30%，但剔除资本结构影响农夫略高于怡宝。

②背后禀赋，产品对比上农夫产品多元，产品品牌梯队成熟，整体价格结构更高。怡宝大单品依赖大。研发迭代上农夫研发体制市场化。决策反馈自下而上，研发投入大，梳理历史产品迭代更快。怡宝消费者洞察稍弱，组织协调不够充分。渠道管理上农夫管理精细开启升级，渠道利润高管理严格，公司直控终端业务团队战斗力强。怡宝大商制，人员配置和下沉力度不及农夫。营销品牌上农夫重视水种营销，善于内容创造和情怀营销，品牌传播力更广。怡宝侧重场景营销，体育+公益营销是高空投放主要方式，渠道促销做市场仍为工作重点。管理激励上农夫民营体制灵活，公司在集团为灵魂位置，员工激励上充足业务员待遇高但流动性大，供应链和质控上信息化系统做的较好。怡宝为国有控股合资企业，利益或存在上层冲突，但集团背景实力雄厚强于农夫，员工待遇行业中上但预期稳定流动性较低。

②未来方向，产能扩建上，农夫率先融资，但怡宝 OEM 代工转身灵活。主业发展上，农夫高端水布局前瞻目前市场重点在做基础。怡宝大包装领先，目前重点在做市场。其它业务发展上，农夫全产业链经营迈向大健康品牌。怡宝尚在补短板中。

其他企业梳理：群星璀璨熠生辉，百花齐放春满园

梳理行业历史玩家多样，国际巨头雀巢和达能通过外延式的并购完成全球扩张，三得利、康师傅以及娃哈哈则更多采取内生战略，通过完善渠道和产品创新稳固行业地位。在我国市场中，①雀巢扮演“高端水引领者”，同时也依靠雀巢优活入驻中国低端水市场。②达能从国际引入到合作娃哈哈收购伊利、乐百氏等，渠道力强劲是当之无愧的“隐形王者”。③三得利坚持培育“天然水森林”，多年蝉联日本第一，堪称日本的“水中贵族”。④康师傅依靠 1 元水起家，后顺应潮流革故鼎新，“昔日王者”卷土重来。⑤娃哈哈经典联销体模式底蕴深厚，现不断寻求产品升级和品牌年轻化，“饮品巨头”正待老树换新芽。

投资建议

推荐“天赋异禀”的瓶装水龙头企业农夫山泉，公司优势尽显最先受益瓶装水消费浪潮。关注兼具品牌和渠道壁垒的乳品龙头伊利股份的瓶装水跨界机会，关注经营阶段性承压但深耕高端矿泉水的优质品牌西藏水资源。

风险提示：食品安全问题，原材料价格波动风险，疫情影响超预期

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

- **计算机**

寒武纪(688256)首次覆盖报告：云、边、端全面布局的 AI 芯片龙头企业

云、边、端全面布局的 AI 芯片独角兽

寒武纪是具备深厚积累的 AI 芯片独角兽。公司坐拥中科院计算所的强大背景，依托主营产品终端智能处理器 IP、云端智能芯片及加速卡、边缘智能芯片及加速卡以及智能计算集群系统，实现了端、边、云的全面布局，是少数几家全面系统掌握通用型智能芯片及其基础系统软件研发和产品化核心技术的企业之一。未来，在自身高研发的加持下，公司技术实力和市场竞争力有望实现新的突破。

前景广阔的 AI 芯片是公司发展的驱动力

公司的 AI 芯片及相关产品服务的业绩将广泛受益于下游应用场景的发展。终端智能处理器 IP、云端智能芯片及加速卡的市场需求将随下游消费电子、物联网、智能驾驶以及 5G 等的发展实现持续增长；边端智能芯片及加速卡也在紧密布局中，未来有望成为营收重要组成；在智能计算集群系统方面，公司未来有望接到多个先进智能计算平台的加速卡及软件系统的产品采购订单，从而保障公司业绩的稳定增长。

公司作为 AI 芯片新锐有望实现破局

寒武纪的市场认可度与生态建设尚处建设初期，但公司的主要产品的性能在与国内外主要竞争对手 ARM、英伟达、英特尔以及华为海思的对比中不分上下，部分指标甚至领先对手。未来依托高效的云、边、终端的全面布局，在自身先进软件系统的加持下，公司的 AI 生态建设将实现逐步完善和拓展，市场影响力也将随之逐步扩大，从而不断拓展新的客户，未来的发展将极具想象力。

投资建议与盈利预测

未来随着人工智能的不断升级发展，在国家政策的加持下，AI 芯片市场将迎来红利期。以公司已获得的订单以及潜在订单为出发点，综合考虑毛利和三费的情况下，预计公司 2020-2022 三年营收分别为 6.27 亿、9.12 亿和 13.28 亿，给与“增持”评级。

风险提示

创新研发不足风险，持续亏损的风险，市场竞争加剧风险。

重点报告

移远通信(603236)首次覆盖报告：物联网模组龙头，开启 5G 新征程

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：刘慧敏，杨柳，刘巧

十年磨一剑，飞速发展终成行业第一

公司成立于 2010 年 10 月。伴随蜂窝通信技术的快速迭代，物联网行业不断涌现出新的应用场景，公司抓住机会发展壮大，收入从 2014 年的 1.79 亿增长至 2019 年的 41.30 亿，CAGR 高达 87.33%；净利润由 2014 年 0.13 亿增长至 2019 年的 1.48 亿，CAGR 高达 62.65%。2019 年公司累计出货模组超过 7500 万片，占据全球第一位置，为全球 5500 多家客户提供产品和服务，销往欧洲、美洲、澳洲、东南亚等地 150 多个国家和地区。

技术升级/政策推动/场景渗透驱动行业高增长，国内厂商成为主力军

自 4G 以来，共享经济、移动支付等物联网应用场景快速发展，随着 5G 网络的逐渐完善，万物互联的时代逐渐来临。通信模组是物联网行业当前确定性最高、落地最早的产业链环节。技术升级（2G/3G 逐渐退网，驱动存量和增量设备向 NB-IoT/4G 迁移）、政策推动（工信部发文定调物联网为新基建组成部分，引导产业发展）、场景渗透（物联网渗透率逐渐提高，5G 时代应用场景极大丰富）推动模组行业快速发展。国内厂商凭借工程师红利，成本控制能力逐渐成为行业主力军，不断压缩海外厂商市场份额。

研发、产品、生产、市场多重优势造就模块龙头，5G 时代延续辉煌

模组产品整体毛利率不高，需要收入规模的快速提升带动利润释放。考虑到物联网场景呈现碎片化，不同应用场景对通信模组的要求不同，需要企业在研发上的大力投入来丰富自身产品种类。同时，遍布全球的

销售网络则是实现市场扩张的必要手段。移远凭借强大的研发团队和投入、丰富的产品种类、规模化的生产优势、全球化的市场布局，不断强化公司行业领头羊的地位。面对 5G 万物互联带来的巨大机遇，公司持续高研发投入，保持行业领跑者的地位，有望在 5G 时代延续辉煌。

投资建议与盈利预测

公司是物联网模组龙头企业，快速扩张的背景下费用升高导致利润增长与收入增长出现脱节，随着行业竞争程度趋缓以及人员扩张放缓，费用率将得到改善，规模效应则将逐步体现，进而带动利润的释放。预计 2020-2022 年公司收入分别为 59.12 亿、81.93 亿、108.83 亿，净利润为 2.60 亿、4.07 亿、5.94 亿，对应当前股价的 PE 为 94.40、60.37、41.39，给予 2020 年 PS5.23 倍，目标价 289 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险、海外疫情控制不力的风险、汇率变动的风险

化妆品行业深度报告之四：从薇诺娜、玉泽和润百颜看功能性护肤品赛道

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：刘慧敏，杨柳，刘巧

*消费群体变化+营销触达加速，促进功能性护肤品需求释放

近年来功能性护肤品市场快速崛起，其中细分的皮肤学级市场空间 2019 年达到 135.51 亿元，2014-2019 年均复合增长率达到 23.2%，增速远高于化妆品行业的整体增速。国产品牌中，以成分原料为主导的护肤品牌 HomefacialPro、华熙生物旗下润百颜、以及皮肤学级护肤品牌薇诺娜、玉泽等品牌均实现强势爆发。我们认为，功能性护肤品赛道快速爆发的主要原因有二：一方面，90 后为核心的年轻消费群体在化妆品消费领域增速最快，他们对于美妆消费的需求更加细分；另一方面，功能性护肤品的品牌故事（医研共创、成分故事）在 90 后消费群体中的认可度更高，同时内容营销与直播电商成为品牌 “放大器”，一批功能性护肤品牌快速成长。

*功能性护肤品信任背书强，自带自然流量，后续盈利提升空间大

功能性护肤品产品门槛较高，研发周期与研发投入通常高于大众护肤品，但对于消费者而言具备更强的信任背书，品牌自带自然流量，从欧莱雅集团各部门的营业利润率对比中可以看出，活性健康化妆品部平均比大众化妆品部高 3pct，同时国产化妆品公司中贝泰妮的盈利能力显著领先，长期看这一赛道品牌盈利空间大。此外，对标国际头部功能性护肤品牌雅漾、理肤泉 80-100 亿的规模，国内仅有薇诺娜收入规模接近 20 亿，其余规模均在 5 亿以下，目前仍处于高速成长期。

*投资建议与盈利预测

功能性护肤已成为当前美妆消费的风口之一，预计在消费者代际切换、美妆消费持续升级的情况下，行业仍将保持快速增长。同时因功能性护肤的医研背景或原料背景，天然具备强大背书，年轻群体认可度高；并且品牌本身具备强内容属性，在内容营销和直播电商的红利期下，销售额迅速被放大。建议关注：上海家化：国内日化用品龙头，具备多品牌多渠道矩阵，2019 年在自有电商团队运营下，推动功能性护肤品牌玉泽异军突起，2020 年管理层换帅有望为公司经营效率、盈利能力带来边际改善；华熙生物：全球透明质酸龙头，在原料、医疗终端、护肤品等板块全产业链布局，2018 年发力功能性护肤品板块后推出多个差异化定位的品牌，在强大原料优势下有望顺应行业趋势快速增长；贝泰妮：旗下主品牌薇诺娜为国内 TOP1 功能性护肤品牌，近年在电商渠道与线下医药渠道均有良好表现，当前 IPO 正式获深交所受理。

*风险提示

品牌市场竞争加剧，行业景气度下滑，新冠疫情影响具有不确定性。

潮流玩具行业深度报告：直击 Z 世代消费心理，盲盒出圈时

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

*国内潮玩市场：高潜力成长赛道，盲盒品类出圈

中国潮流玩具市场处于高速成长期，市场规模自 2015 年的 63 亿元增长至 2019 年的 207 亿，4 年复合增长率高达 34.6%，预计 2022 年翻倍至 478 亿。其中，盲盒品类由于强情感联结、低门槛叠加惊喜感和收集欲直击年轻消费群体，呈现爆发式增长。潮玩产业链由 IP 方、IP 运营方以及渠道商共同构成。其中 IP 是产业核心，IP 提供者如潮玩设计师、IP 授权方负责初始的 IP 培育和设计；IP 运营方负责 IP 的潮玩属性再设计以及产品化，一款成功的盲盒产品，不仅需要知名热门或小众吸睛的 IP 形象，也需要符合市场审美的产品化设计与制造。渠道方面，潮玩产品的渠道不断多元化，从线下零售店到无人零售机，再到线上商城、微信小程序、二手交易平台、展览会等，产品和渠道扩张推动潮玩从小众走向主流。竞争格局来看，2019 年龙头泡泡玛特市占率 8.5%，市场份额持续提升，前 5 的公司市场份额达到 23%。

*泡泡玛特：国内潮玩龙头，持续高增长

泡泡玛特是国内最大潮流玩具公司，2019 年公司营收 16.8 亿，净利润 4.5 亿，毛利率和净利率分别达到 64.8%和 26.8%，平台化运营优势显著。强大的 IP 孵化运营能力以及渠道价值是公司核心竞争优势。公司目前共运营 85 个 IP，其中自有 IP 12 个（Molly、Dimoo 等）、独家 IP 22 个（PUCKY、the Monsters 等）、非独家 IP 51 个。2020 年，预计新增运营 30 多个 IP。泡泡玛特拥有全渠道销售网络，包括 114 家线下实体零售店、825 家机器人商店、线上商城（天猫、微信小程序以及自有社区 App）、分销商网络等。渠道优势凸出，2019 年公司全渠道均高增长，线下零售店收入占比最高，增长接近 2 倍，线上渠道增速超 4 倍。

*金运激光：收购无人零售店渠道商玩偶一号，定增加码 IP 运营业务

2020 年 6 月，公司公告拟收购无人零售渠道商玩偶一号，并定增募集 4.7 亿用于 IP 衍生品运营，IP 业务将主要聚焦盲盒。截至 5 月底，公司共引进开发 12 个 IP 盲盒系列，1 款原创。

投资建议：

国内潮玩市场迅速崛起，潮玩概念推广与渠道扩张正在使潮玩从小众走向大众，而潮流玩具的主要受众——热衷追求个性、展现自我的年轻一代成为消费主力，国内潮玩市场规模增长潜力大，其中盲盒玩具成为潮流玩具最热门品类。建议关注泡泡玛特、金运激光、奥飞娱乐。

风险提示：

潮玩行业规模增长不及预期，行业竞争加剧，渠道拓展不及预期。

半导体专题研究系列之一：晶圆代工行业密码

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

台积电制胜关键

（1）纯代工策略。在上世纪 80-90 年代，台积电和联电是全球晶圆代工双雄，台积电专注于晶圆代工模式，联电在早期兼做晶圆代工及自有芯片设计业务。在 90 年代，台积电一骑绝尘，逐步拉大相对联电的

领先优势。摒弃向上游芯片设计延伸业务，专注于晶圆代工生产环节是台积电制胜关键。

（2）规模领先策略，在各个制程节点上率先获得规模效应。在单个制程节点率先实现规模效应，降低运营成本、设备材料成本、研发成本。

（3）创新驱动，新制程竞赛中保持领先优势。摩尔定律下，半导体制程节点每 18 个月向前演进一代。公司沿着摩尔定律曲线不断开发出新制程节点。

行业格局变迁

（1）在 10 纳米及以下，晶圆代工市场参与企业数量减少，目前仅有台积电、三星等参与。随着竞争强度减弱，10 纳米及以下的盈利格局有望得到改善。

（2）台积电在先进制程竞赛中逐渐显现出优势，在 5 纳米、3 纳米节点有望拉大对三星、英特尔等的领先优势。

（3）随着摩尔定律演进到 14 纳米以后，单个制程节点的研发费用、建厂成本大幅上升。中芯国际是全球仍在持续投入先进制程领域的少数企业之一。

晶圆代工行业景气度如何

（1）晶圆代工行业处于高景气度。2020 年 6 月， 台积电单月收入达 287 亿元，同比增长 41%，环比增长 29%，晶圆代工产业处于高景气度。

（2）受益于晶圆代工转单趋势，中芯国际在 19Q4、20Q1 连续保持产能满载，产能利用率分别为 98.8%、98.5%。

中芯国际成长机遇

（1）摩尔定律放缓，中芯国际有望缩短半导体制程竞赛差距。在过去 20 年，台积电保持全球第一地位，核心原因在技术垄断、产能规模效应两方面的统治性优势。摩尔定律放缓，更有利于中芯等后来者追赶领导者。

（2）中芯国际加速产能扩张，规模优势逐步强化。先进制程的高研发成本、高建厂成本不会阻止中芯国际向科技前沿进军的决心。过去十年，中国大陆在电子终端系统领域获得了飞速的发展，在全球占据一定的市场份额，我们认为本土半导体产业将获得与下游终端相匹配的市场份额。

（3）产能持续满载，公司处于高景气度周期。中芯国际 20Q1 产能利用率达 98.5%，晶圆代工产业处于高景气度，有望持续保持产能满载。

投资建议：关注晶圆代工板块性投资机会

（1）中芯国际：中国大陆晶圆代工龙头企业。展望未来，AI、5G、IoT 提供增长新引擎，传统制程的需求持续扩张，同时中美贸易摩擦有望带来转单效应。14 纳米是晶圆代工产业分水岭，14 纳米制程的市场空间、竞争格局远远优于 28 纳米制程。在 14 纳米及以下制程节点，公司迎来价值扩张、格局改善共振机遇。

（2）华虹半导体：大陆最赚钱的特色工艺代工企业。在 IGBT、MOSFET、嵌入式存储领域，公司晶圆制造的技术实力、产能规模处于国内领先地位。过去五年公司始终保持高盈利能力，利润率达 15-20%，是中国大陆最赚钱的晶圆代工企业。

（3）华润微：功率、模拟工艺代工头部企业。公司是中国大陆第三大晶圆代工企业，在模拟、功率、

MEMS 等晶圆代工领域处于国内领先地位。

（4）三安光电：化合物半导体代工龙头。公司全资子公司三安集成是中国大陆化合物半导体代工龙头企业。产品覆盖砷化镓、氮化镓晶圆代工。

恒生电子(600570.SH)：全球领先，行稳致远

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002）

公司是中国唯一的全领域金融 IT 服务商，行业地位突出

公司是国内领先的金融科技产品与服务提供商，致力于为证券、期货、公募、信托、保险、私募、银行与产业、交易所以及新兴行业等提供解决方案和服务，同时积极开拓中前台、数据、风险管理等方面的创新解决方案。公司以技术服务为核心，凭借多年建设经验和对互联网的深刻洞察，持续驱动金融机构创新发展。2010 年以来，公司呈现稳健发展态势，营业收入 CAGR 为 18.09%，扣非归母净利润 CAGR 为 19.28%。2015-2019 年，经营性净现金流持续高于扣非归母净利润，体现公司在产业链中较高的地位。

政策护航，金融 IT 行业迎来全新发展机遇

近年来，我国金融改革持续推进，一系列政策持续落地，带动金融 IT 行业快速发展。根据中商产业研究院的数据，金融 IT 解决方案行业的市场规模从 2014 年的 358 亿元增至 2019 年的 949 亿元，CAGR 为 21.53%，到 2023 年将达到 2010 亿元。2019 年 8 月，中国人民银行印发《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》，到 2021 年，建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，实现金融与科技深度融合、协调发展。在证券基金行业，资管新规、科创板、注册制、沪伦通、“T+0”等不断推出，IT 建设需求持续释放。

前瞻布局未来，坚定推进金融 IT 创新

展望未来，金融业务和科技加速融合，金融科技将成为核心竞争力。公司形成由恒生研究院、研发中心以及业务部门平台研发组成的三级架构。恒生研究院是公司前沿技术的先驱，负责 FinTech 前沿技术和创新应用的研究，覆盖区块链、高性能计算、大数据、人工智能、金融工程等前沿技术。研发中心聚焦技术平台和底层平台，重点推出 JRES3.0 技术平台，全面满足互联网云服务架构的新一代技术框架，满足金融领域全业务场景的需要。

投资建议与盈利预测

金融 IT 行业已经迎来高成长周期，公司有望充分受益。预计公司 2020-2022 年营业收入为 46.37、54.88、64.68 亿元，归母净利润为 12.04、14.11、17.09 亿元，EPS 为 1.15、1.35、1.64 元/股。公司研发投入较多且全部费用化，净利润率偏低，采用 PS 估值较为合理。过去五年，公司 PS 主要运行在 10-30 倍之间，行业将保持高景气，估值水平有望维持，给予公司 2020 年 28 倍的目标 PS，目标价为 124.35 元。首次推荐，给予“增持”评级。

风险提示

宏观经济下行影响下游客户的 IT 投入；金融科技政策落地低于预期；新产品研发及市场推广低于预期；行业竞争加剧，行业整体盈利能力下降。

重要新闻

- 商务部回应“英国计划封禁华为”：中方对此坚决反对，英方歧视性做法严重违反世贸组织规则，严重削弱中方在英投资信心。对于英方背弃自由贸易政策的做法，中方正在进行评估，将采取必要措施，坚决维护中国企业合法权益。
- 商务部等 7 部门启动小店经济推进行动，培育一批试点城市，推动社区、批发市场、商圈、特色街等小店集聚区转型升级，到 2025 年形成人气旺、“烟火气”浓的小店集聚区 1000 个，达到“百城千区亿店”目标。
- 国资委：下半年将力争中央企业总体效益实现正增长，将在业绩考核等方面加大对中央企业稳增长的鼓励和支持力度；坚决守住不发生系统性风险的底线，继续严控非主业投资比例和投向，持续加大金融、房地产等高风险领域项目的监管力度。
- 国家电影局：低风险地区在电影院各项防控措施有效落实到位的前提下，可于 7 月 20 日有序恢复开放营业，中高风险地区暂不开放营业；实行交叉隔座售票，每场上座率不得超过 30%；日排片减至正常时期的一半，观影时间每场不超过两个小时。
- 央视举行 3.15 消费者晚会，曝光趣头条广告乱象、万科尚城精装房漏成水帘洞、春秋华庭问题房被强制收房；宝骏汽车、嗨学网、汉堡王等亦被点名。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188