2021 年 01 月 31 日

中小盘研究团队

次新股说：本批华康股份和菱电电控等值得关注（2021 批次 03、04）

——中小盘 IPO 专题

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● **本批核发新股 7 家，科创板和创业板注册 16 家**

证监会本批核发新股 7 家（上批 4 家），科创板和创业板注册 16 家（上批 10 家），核发速度与注册速度有所加快。**主板和中小板：华康股份、李子园**、中金珠宝、三和股份、崃泰工业、王力安防、太和水。**科创板：美迪凯、菱电电控、罗普特**、纵横股份、海泰新光、华锐工具、金盘科技、爱科科技。**创业板：创识科技**、曼卡龙、春晖智控、易瑞生物、德固特、冠中生态、恒而达、德必文化。**其中华康股份和菱电电控等值得关注：**

华康股份是功能性糖醇龙头，其木糖醇产量约占国内的 48%（排名第一），占全球产量的 18.9%（排名第二）。据 Meticulous Research 数据，目前全球功能性糖醇市场规模近 33 亿美元，2017 至 2022 年复合增长率为 4.8%，其中全球木糖醇市场规模约 9 亿美元，预计 2018-2023 年复合增长率约 5.6%。功能性糖醇具有低热量、不致龋齿、有益健康的优点，可满足肥胖和糖尿病患者人群对无糖食品的需求，并有望在日常烘焙、糖果及保健食品等领域实现对食糖的进一步替代。菱电电控是本土汽车动力电子控制系统领先企业，覆盖汽油机 EMS、纯电动汽车 VCU 和 MCU 等全产品线。汽车电控系统市场空间广阔，但国内市场长期被德国德世等跨国 EMS 厂商垄断。而公司凭借强大的技术研发团队，在国六排放 N1 类等汽车市场已处于优势地位，未来有望在纯电动和混合动力汽车电子控制系统方面实现进口替代。

● **本期科创板和创业板上会 20 家，主板和中小板上会 9 家，速达工业等被否**

本期科创板和创业板上会 20 家，较上期 23 家有所减少，过会率为 94.44%，速达工业被否。主板和中小板上会 9 家，较上期 8 家有所增加，过会率为 88.89%，九恒条码被否。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 8.60 亿元，高于上期的 5.91 亿元。本期主板和中小板平均募资约 19.20 亿元，高于上期的 15.22 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 99.6%，低于上期的 163.3%。本期创业板上市首日平均涨幅 173.4%，低于上期的 175.4%。主板和中小板本期开板新股 5 只，开板平均涨幅为 195.3%，高于上期的 159.5%。

● **开源中小盘次新股重点跟踪组合**

恒玄科技（智能音频 SoC 芯片设计龙头，长期有望受益于可穿戴设备等的消费升级）、**航亚科技**（航空发动机精锻叶片及骨科锻件生产领先企业，受益于国内航发产业链高速发展）、**中控技术**（国产工业控制软件龙头，长期受益于进口替代）、**火星人**（高端集成灶领先企业，行业渗透空间广阔）、**派能科技**（全球领先的储能电池系统提供商，充分受益于可再生能源发展）、**泰坦科技**（综合性科研服务商，平台高速扩张）、**阿拉丁**（高端科研试剂研发商，国产替代空间广阔）。

● **风险提示：**宏观经济风险、新股发行制度变化。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：A 股首例分拆上市生益电子 IPO 获科创板注册（2021 批次 01、02）》-2021.1.16

《中小盘 IPO 专题-股权融资大时代，密切关注解禁节奏》-2021.1.3

《中小盘 IPO 专题-次新股说：退市新规正式落地，重大财务造假退市标准大幅收紧（2020 批次 50、51）》-2021.1.3

目 录

1、 深次新股指数本期下跌 2.85%，表现不及沪深两市 4
2、 华康股份（605077.SH） 8
2.1、 功能性糖醇龙头，归母净利润高速增长 8
2.2、 公司亮点：功能性糖醇产品结构丰富，木糖醇销量全球第二 9
2.3、 行业大观：受益健康生活趋势，功能性糖醇需求持续增长 9
3、 美迪凯（A20113.SH） 11
3.1、 国内领先的光学光电子元器供应商，营业收入小幅下滑 11
3.2、 公司亮点：苹果 3D 结构光模组独家供应，光学光电子技术先进 11
3.3、 行业大观：光学元器件应用领域广阔，摄像头模组规模快速提升 12
4、 创识科技（A19273.SZ） 13
4.1、 电子支付 IT 方案商，收入、利润持续提升 13
4.2、 公司亮点：银行客户资源优势广泛，区域纵深发展未来可期 14
4.3、 行业大观：政策支持电子支付迅速发展，市场空间达百万亿元 15
5、 李子园（605337.SH） 16
5.1、 国内知名甜牛奶乳饮供应商，收入、利润快速提升 16
5.2、 公司亮点：“李子园”品牌深入人心，经销体系辐射全国 17
5.3、 行业大观：含乳饮料千亿级规模，健康化、营养化需求不断提升 17
6、 菱电电控（A20155.SH） 18
6.1、 汽车动力电子控制系统提供商，收入、利润持续提升 18
6.2、 公司亮点：混动电控技术先进，汽车产品线齐全 19
6.3、 行业大观：新能源汽车快速普及，电控系统需求保持高位 20
7、 罗普特（688619.SH） 21
7.1、 治安系统解决方案提供商，业务快速扩张 21
7.2、 公司亮点：社会安全系统模块化管理，服务群体覆盖广泛 21
7.3、 行业大观：AI 等新兴产业技术日益成熟，社会安全建设持续推进 22
8、 风险提示 23

图表目录

图 1： 深次新股指数本期下跌 2.85%，表现不及沪深两市 4
图 2： 华康股份归母净利润高速增长 8
图 3： 华康股份盈利能力持续提升 8
图 4： 美迪凯利润回升 11
图 5： 美迪凯盈利能力较强 11
图 6： 创识科技归母净利润持续提升 14
图 7： 创识科技盈利能力高 14
图 8： 李子园收入、利润快速提升 16
图 9： 李子园盈利能力较稳定 16
图 10： 菱电电控收入和利润快速提升 19
图 11： 菱电电控盈利能力提升 19
图 12： 罗普特收入、利润快速扩张 21
图 13： 罗普特盈利能力整体提升 21

表 1： 本期主板和中小板共开板新股 5 只，平均开板涨幅 195.3% 4
表 2： 本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 99.6% 4
表 3： 本期创业板 10 家新股上市，上市首日涨幅 173.4% 5
表 4： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 5： 本批科创板注册新股基本面一览 6
表 6： 本批创业板注册新股基本面一览 6
表 7： 下周科创板询价新股基本面一览 7
表 8： 下周创业板询价新股基本面一览 7
表 9： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 7
表 10： 华康股份募集资金的主要用途 8
表 11： 可比公司对比（2017-2019）：华康股份盈利能力高于行业平均 10
表 12： 美迪凯募集资金的主要用途 11
表 13： 可比公司对比（2019）：美迪凯成长性和盈利能力高于行业平均 13
表 14： 创识科技募集资金的主要用途 14
表 15： 可比公司对比（2017-2019）：创识科技盈利能力高于行业平均 15
表 16： 李子园募集资金的主要用途 16
表 17： 可比公司对比（2016-2018）：李子园盈利能力高于行业平均 18
表 18： 菱电电控募集资金的主要用途 19
表 19： 可比公司对比（2019）：菱电电控盈利能力高于行业平均 20
表 20： 罗普特募集资金的主要用途 21
表 21： 可比公司对比（2019）：罗普特盈利能力显著高于行业平均 23

1、 深次新股指数本期下跌 2.85%，表现不及沪深两市

本期（2021 年 1 月 18 日至 1 月 29 日，下同）深证次新股指数下跌 2.85%，表现不及上证指数（-2.34%）、沪深 300 指数（-1.94%）、创业扳指（+1.26%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 5 只，开板平均涨幅为 195.3%，高于上期的 159.5%。本期科创板共有 6 家公司上市，上市首日平均涨幅 99.6%，低于上期的 163.3%。本期创业板共有 10 家公司上市，上市首日平均涨幅 173.4%，低于上期的 175.4%。

图1：深次新股指数本期下跌 2.85%，表现不及沪深两市



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：本期主板和中小板共开板新股 5 只，平均开板涨幅 195.3%

证券代码	证券简称	上市日期	开板日	首发价格（元）	开板价格（元）	未开板涨停板天数（天）	破板涨幅
605005.SH	合兴股份	2021-01-19	2021-01-29	6.38	16.12	8	152.66%
605398.SH	新炬网络	2021-01-21	2021-01-28	37.61	71.37	5	89.76%
605228.SH	神通科技	2021-01-20	2021-01-28	5.89	12.29	6	108.66%
003031.SZ	中瓷电子	2021-01-04	2021-01-25	15.27	87.50	15	473.02%
003032.SZ	传智教育	2021-01-12	2021-01-22	8.46	21.36	8	152.48%
					均值	**8**	**195.3%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 99.6%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格（元）	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发 PE/行业平均 PE	上市首日涨幅
688350.SH	富淼科技	2021-01-28	13.58	20.1	30.1	67%	94.0%
688689.SH	银河微电	2021-01-27	14.01	36.3	51.6	70%	128.9%
688669.SH	聚石化学	2021-01-25	36.65	36.3	41.6	87%	42.8%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格（元）	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发 PE/行业平均 PE	上市首日涨幅
688680.SH	海优新材	2021-01-22	69.94	96.8	41.6	233%	211.7%
688317.SH	之江生物	2021-01-18	43.22	189.9	51.2	371%	73.3%
688819.SH	天能股份	2021-01-18	41.79	31.0	36.8	84%	47.1%
			均值	**68.4**	**42.1**	**152%**	**99.6%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板 10 家新股上市，上市首日涨幅 173.4%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格（元）	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发 PE/行业平均 PE	上市首日涨幅
300939.SZ	秋田微	2021-01-28	37.18	40.0	52.2	77%	67.4%
300937.SZ	药易购	2021-01-27	12.25	18.7	18.4	102%	226.0%
300938.SZ	信测标准	2021-01-27	37.28	36.0	36.1	100%	48.1%
300936.SZ	中英科技	2021-01-26	30.39	51.0	51.5	99%	119.6%
300932.SZ	三友联众	2021-01-22	24.69	33.6	38.6	87%	117.7%
300933.SZ	中辰股份	2021-01-22	3.37	18.2	38.3	48%	284.6%
300930.SZ	屹通新材	2021-01-21	13.11	25.2	31.7	80%	178.3%
300931.SZ	通用电梯	2021-01-21	4.31	17.4	36.3	48%	275.9%
300929.SZ	华骐环保	2021-01-20	13.87	17.3	24.4	71%	243.1%
300935.SZ	盈建科	2021-01-20	56.96	49.7	62.2	80%	188.8%
			均值	**28.6**	**36.4**	**79%**	**173.4%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：本批核发批文新股基本面一览

证券代码	证券简称	2019 年营业收入（亿元）	近 3 年平均毛利率（%）	近 3 年营业总收入复合年增长率（%）	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	ROE 均值（%）	主营业务	A 股可比公司
605337.SH	**李子园**	**9.75**	**37.76**	**27.23**	**41.93**	**29.67**	**区域风味乳龙头**	**光明乳业、新乳业、燕塘乳业**
605077.SH	**华康股份**	**15.11**	**28.47**	**27.83**	**119.74**	**38.15**	**木糖醇等龙头**	**晨光生物、保龄宝、量子生物**
605133.SH	嵘泰工业	9.91	35.54	20.51	29.89	18.73	铝合金精密压铸件的研发、生产与销售	文灿股份、爱柯迪、旭升股份
605268.SH	王力安防	19.51	30.19	6.66	0.92	23.03	安全门、机械锁及智能锁	嘉寓股份、顶固集创、江山欧派
605081.SH	太和水	5.32	63.90	39.16	45.15	16.77	水环境生态治理	德林海、东方园林、美尚生态
600916.SH	中金珠宝	382.74	3.74	16.40	22.93	8.61	“中国黄金”销售商	周大生、明牌珠宝、老凤祥
003037.SZ	三和股份	60.89	19.85	18.10	-2.17	22.14	预应力混凝土管桩产品研发、生产、销售	双建科技、泰林科建

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：本批科创板注册新股基本面一览

证券代码	证券简称	2019 年营业收入（亿元）	近 3 年平均毛利率（%）	近 3 年营业总收入复合年增长率（%）	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	ROE 均值（%）	主营业务	A 股可比公司
A20113.SH	**美迪凯**	**3.04**	**52.07**	**21.82**	**13.56**	**49.47**	**光学光电子元器供应商**	**水晶光电、五方光电**
A20155.SH	**菱电电控**	**5.36**	**28.19**	**48.37**	**49.62**	**24.32**	**汽车动力电子控制系统**	**蓝海华腾、均胜电子、德赛西威**
688619.SH	**罗普特**	**5.07**	**40.73**	**61.02**	**70.14**	**18.31**	**治安综合服务商**	**千方科技、易华录、浩云科技**
688070.SH	**纵横股份**	**2.11**	**63.82**	**42.78**	**69.60**	**16.16**	**垂直起降固定翼无人机综合服务商**	**航天彩虹、华测导航、中海达**
A20082.SH	爱科科技	2.11	49.07	9.39	21.25	25.43	定制化智能切割设备供应商	拓斯达、铂力特、杰克股份
688677.SH	海泰新光	2.53	58.40	18.19	18.65	27.79	医用成像器械行业高新技术企业	开立医疗、迈瑞医疗、万东医疗
A20220.SH	华锐工具	2.59	49.91	38.92	51.51	21.66	硬质合金切削刀具制造商	株洲钻石、厦门金鹭、沃尔德
A20112.SH	金盘科技	22.44	26.78	5.64	85.31	9.61	输配电及控制设备产品的研发、生产和销售	顺钠股份、特变电工、伊戈尔

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：本批创业板注册新股基本面一览

证券代码	证券简称	2019 年营业收入（亿元）	近 3 年平均毛利率（%）	近 3 年营业总收入复合年增长率（%）	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	ROE 均值（%）	主营业务	A 股可比公司
300941.SZ	**创识科技**	**5.42**	**30.17**	**32.97**	**34.39**	**30.25**	**电子移动支付 IT 方案商**	**新大陆、新国都、航天信息**
A19467.SZ	德固特	2.64	41.78	10.06	26.32	15.42	节能环保装备制造商	蓝科高新、杭锅股份、海陆重工
300948.SZ	冠中生态	2.78	39.48	20.53	31.24	17.51	以植被恢复为主的生态修复	铁汉生态、美尚生态、绿茵生态
300946.SZ	恒而达	3.77	27.56	9.85	8.58	21.95	装备配套一体化的切削加工方案	恒锋工具、博深股份、泰嘉股份
300947.SZ	德必文化	9.10	30.64	22.55	103.68	8.99	文化创意产业园区的定位、设计、改造	锦和商业、圣博华康
300945.SZ	曼卡龙	8.97	24.41	3.47	21.71	12.71	宝首饰创意、销售、品牌管理一体化服务	老凤祥、潮宏基、明牌珠宝
300943.SZ	春晖智控	5.03	28.98	-10.00	0.40	19.70	流体控制阀和控制系统供应商	纽威股份、三花智控、派思股份
300942.SZ	易瑞生物	2.39	72.11	31.70	53.27	28.31	食品安全精准快速检测	食安科技、迪恩生物

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：下周科创板询价新股基本面一览

初步询价日	证券代码	证券简称	2019 年营业收入（亿元）	近 3 年平均毛利率（%）	近 3 年营业总收入复合增长率（%）	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	ROE 均值	主营业务	A 股可比公司
2021/2/1	688619.SH	罗普特	5.07	40.73	61.02	70.14	18.31	社会安全综合服务商	千方科技、易华录、浩云科技
2021/2/3	688183.SH	生益电子	30.96	26.52	34.51	78.50	17.23	中高端印制电路板供应商	深南电路、沪电股份、崇达技术
2021/2/4	688677.SH	海泰新光	2.53	58.40	18.19	18.65	27.79	医用成像器械行业高新技术企业	开立医疗、迈瑞医疗、万东医疗

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：下周创业板询价新股基本面一览

初步询价日	证券代码	证券简称	2019 年营业收入（亿元）	近 3 年平均毛利率（%）	近 3 年营业总收入复合增长率（%）	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	ROE 均值	主营业务	A 股可比公司
2021/2/3	300932.SZ	冠中生态	11.09	25.67	11.32	51.76	11.84	以植被恢复为主的生态修复	铁汉生态、美尚生态、绿茵生态

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：开源中小盘次新股重点跟踪组合

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
688608.SH	恒玄科技	333.00	285	智能音频 SoC 芯片设计龙头
688510.SH	航亚科技	25.35	139	航空发动机精锻叶片及骨科锻件生产
688777.SH	中控技术	83.38	106	本土工业控制软件龙头
300894.SZ	火星人	59.18	95	高端集成灶领先企业
688063.SH	派能科技	238.00	136	家用储能行业引领者
688133.SH	泰坦科技	117.90	112	科研产品一站式服务提供商
688179.SH	阿拉丁	85.33	130	本土高端科研试剂制造商

数据来源：Wind、开源证券研究所

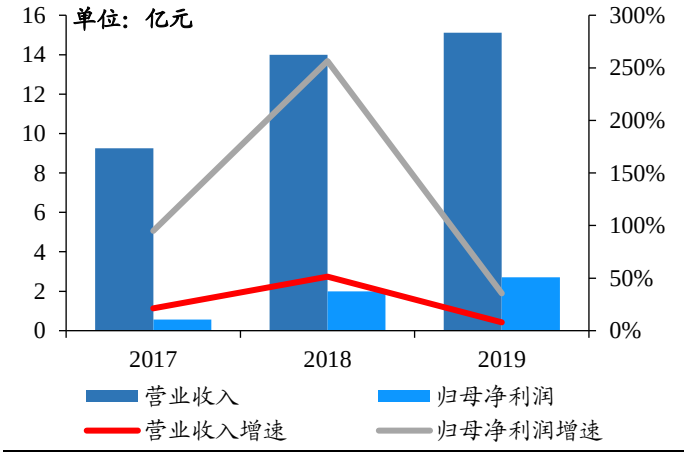
2、 华康股份（605077.SH）

2.1、 功能性糖醇龙头，归母净利润高速增长

公司是一家主要从事木糖醇、果葡糖浆、山梨糖醇、麦芽糖醇等多种功能性糖醇、淀粉糖产品研发、生产、销售的高新技术企业。2019 年公司上述业务收入分别为 9.4、2.5、1.8、0.8 亿元，占总收入的比重分别为 62.2%、16.6%、11.7%和 5.5%。

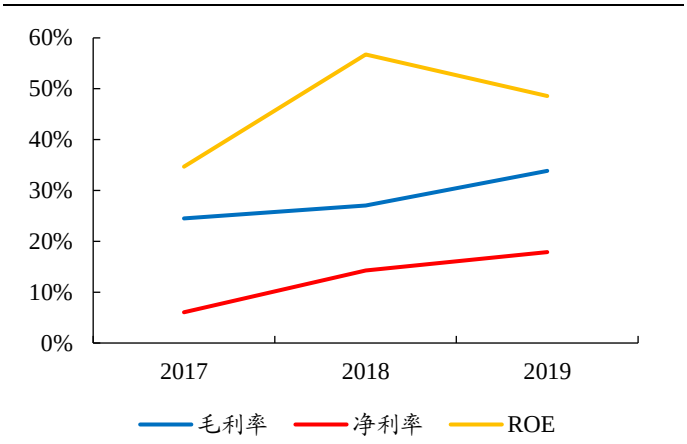
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 9.2、14.0、15.1 亿元，CAGR 为 27.8%，对应归母净利分别为 0.6、2.0、2.7 亿元，CAGR 为 119.7%。归母净利润高速增长，主要系木糖醇营收快速提升且公司产能利用率保持较高水平，单位固定成本有所下降。2017 至 2019 年毛利率分别为 24.5%、27.0%、33.9%，净利率分别为 6.0%、14.2%、17.9%，ROE 分别为 34.7%、56.7%、48.6%。

图2：华康股份归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：华康股份盈利能力持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：华康股份募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
年产 3 万吨木糖醇技改项目	27,057.96	本项目预计内部收益率（所得税后）22.68%、投资回收期（所得税后）4.90 年
年产 3 万吨山梨糖醇技改项目	20,694.67	本项目预计内部收益率（所得税后）13.58%、投资回收期（所得税后）6.30 年
粘胶纤维压榨液综合利用产业化项目	37,570.00	本项目预计内部收益率（所得税后）18.96%、投资回收期（所得税后）5.48 年
功能性糖醇技术研发中心建设项目	15,810.41	本项目将优化现有生产工艺，提升公司检测能力，加速技术成果转化
全厂节能节水减排绿色发展综合升级改造项目	30,226.00	本项目预计内部收益率（所得税后）16.30%、投资回收期（所得税后）7.83 年
补充流动资金及偿还贷款	8,000.00	本项目可降低财务费用，优化财务结构，降低短期偿债压力
合计	139,359.04	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：功能性糖醇产品结构丰富，木糖醇销量全球第二

公司可提供山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇及淀粉糖产品，在满足客户多样性需求的同时降低了自身经营风险。通过对行业的多年深耕，公司持续研发、投产新产品，不断完善和丰富产品线，积极拓展山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆等多种功能性糖醇及淀粉糖产品的生产。公司不断优化产品结构，在晶体木糖醇、晶体山梨糖醇、晶体麦芽糖醇等高技术含量、高附加值的领域布局发力，提升高附加值产品在收入中的占比，从而有效提升公司的盈利水平。丰富而优化的产品结构，使得公司可根据客户的需求提供差异化的产品，充分满足全球客户和合作伙伴多样化的产品需求，增强为下游客户的服务能力，提升公司的综合竞争力。木糖醇、山梨糖醇、麦芽糖醇、果葡糖浆虽然均为功能性糖醇、淀粉糖产品，但市场价格的波动趋势并不完全相同。公司通过多元化的产品结构，尽量避免企业营收随单一产品价格的变化而出现剧烈波动，有助于降低经营风险，增强持续盈利能力，为公司的稳健发展提供了有力支持。

公司是全球主要的木糖醇和晶体山梨糖醇生产企业之一，与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时等国内外知名食品饮料行业企业合作关系密切。公司在功能性糖醇行业内拥有良好口碑，具有较强的品牌优势，是功能性糖醇产业领域的领先企业。2017 年、2018 年、2019 年，公司木糖醇产量分别为 21,043.20 吨、34,183.62 吨、34,931.82 吨。其中，2018 年公司木糖醇产量约占同期国内木糖醇产量的 48%（排名第一），占同期全球木糖醇产量的 18.9%（排名第二）。凭借木糖醇产品的市场优势以及领先的市场占有率，公司 2018 年成功入选工业和信息化部及中国工业经济联合会发布的《第三批制造业单项冠军企业和单项冠军产品名单》，其生产的食品用木糖醇被评为“单项冠军产品”。凭借良好的产品质量及品牌形象，公司与玛氏箭牌、亿滋、不凡帝、费列罗、好时、好丽友、可口可乐、百事可乐、康师傅、农夫山泉、娃哈哈、蒙牛等国内外知名食品饮料行业企业建立了良好的长期合作关系。该等客户作为行业领先企业，品牌知名度高，业务规模大，其在选择供应商时更加注重供应商的综合实力，注重功能性糖醇质量的稳定性及供货的可靠性，而非完全追求采购成本的最低化。因此，与该等客户建立长期合作关系将有利于公司进行新产品的市场拓展，提高持续盈利能力。

2.3、 行业大观：受益健康生活趋势，功能性糖醇需求持续增长

行业全景：上游玉米芯、淀粉等原材料价格波动对行业利润水平有一定影响，下游消费者健康意识增强，拉动行业持续发展。公司所在行业系功能性糖醇行业，上游为淀粉、玉米芯、半纤维素等原料。淀粉、玉米芯的价格受玉米主要产地的播种面积、受灾程度、当年产量及国际市场行情等多方面因素影响。目前，我国淀粉供应充足，系充分竞争市场；玉米芯供应量稳定，价格主要受原材料运输半径范围内的需求变化所影响。近年来，淀粉、玉米芯等原材料的价格有所波动，对功能性糖醇企业的利润水平有一定影响。下游包括食品、饮料、医药、日化等行业制造商、贸易客户及终端消费者。随着社会整体食品安全意识的增强，下游食品、饮料、医药、日化行业对上游功能性糖醇行业的原料采购、生产、销售等各个环节提出了更高的要求，促使功能性糖醇生产企业不断提升质量控制水平。未来随着人们生活水平的不断提升和健康意识的持续增强，食品、饮料、医药、日化用品消费将不断增长，从而刺激和推动上游功能性糖醇行业的持续健康发展。

行业趋势：（1）功能性糖醇生产设备的绿色节能化、自动化、智能化。在国家大力推进环境保护、节能减排及市场竞争日益激烈的背景下，功能性糖醇行业生产企业必须高度重视生产线的节能技改，不断淘汰高耗能工艺、技术和设备，采用节能环保的新技术、新工艺，促进煤、电、水资源的有效利用，进一步提高自动化水平，降低消耗及成本。因此，开发高性能的原料预处理绿色装备、节能减排的深度净化装置以及与各种功能性糖醇生产工艺相匹配的精细分离提取装备、高效集成反应分离装备和柔性多级耦合晶型控制装备，构建能效管理和设备维护的一体化平台，打造贴合符合工业 4.0 国际标准的绿色制造生产线，实现远程故障诊断和智能化运维，已经成为行业发展的必然趋势。**（2）原料资源综合化利用，产业向“全生物利用、全过程利用、高值化利用”方向发展。**在原料方面，目前部分功能性糖醇生产企业已开始尝试进一步拓展功能性糖醇的生产原料来源，在原先以淀粉、玉米芯主要原料的基础上，进一步开发以半纤维素等为原料的功能性糖醇生产技术。在副产品方面，目前部分功能性糖醇生产企业已开始尝试利用功能性糖醇生产过程中产生的玉米芯废渣，木糖母液等副产品为原料，开发生物质燃料、焦糖色素、新型生物基化学品的生物合成途径等，实现对资源“全生物利用、全过程利用、高值化利用”。

市场容量：全球功能性糖醇市场空间超 30 亿美元，木糖醇作为最主流产品市场需求量大。据国外权威市场研究机构 Meticulous Research 的数据预测，2022 年全球功能性糖醇市场规模将达 32.68 亿美元，2017 年至 2022 年期间的年复合增长率为 4.80%，保持稳定增长态势。木糖醇作为市场上最主流的功能性糖醇产品之一，在全球市场广受消费者欢迎，市场需求量巨大。根据国际市场调研公司 Imarc 的数据显示，2017 年全球木糖醇市场规模 8.00 亿美元。2018-2023 年，全球木糖醇市场规模预计年均复合增长率约 5.60%，预计 2023 年全球木糖醇市场规模将达到 11.10 亿美元。**从地区分布上看**，全球木糖醇市场主要集中于亚太、欧洲和北美地区。根据 Imarc 数据，2017 年亚太地区木糖醇市场规模达 3.38 亿美元，占全球总市场规模的 42.2%，位居第一；欧洲、北美紧随其后，2017 年木糖醇市场规模分别为 1.84 亿美元、1.54 亿美元，全球占比分别为 23.0%、19.2%。除此之外，拉美、中东及非洲地区的木糖醇市场规模分别为 0.74 亿美元、0.51 亿美元，全球占比分别为 9.2%、6.4%。**从下游应用领域来看**，口香糖应用处于主导地位。根据 Imarc 数据，2017 年口香糖行业木糖醇的市场需求为 5.30 亿美元，占木糖醇总市场规模的 66.3%；其次是糖果、巧克力等甜食行业，市场需求为 1.22 亿美元，占比为 15.3%；再次是医药及个人护理行业，市场需求为 0.90 亿美元，占比为 11.2%。除此之外，其他领域木糖醇市场需求为 0.58 亿美元，占比为 7.2%。

表11：可比公司对比（2017-2019）：华康股份盈利能力高于行业平均

公司名称	近 3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
晨光生物	8.53	17.80	5.81	10.65
保龄宝	6.45	14.85	1.93	2.27
量子生物	119.60	38.18	10.24	6.20
平均	44.86	23.61	6.00	6.37
华康股份	27.83	33.85	17.88	48.55

数据来源：Wind、开源证券研究所

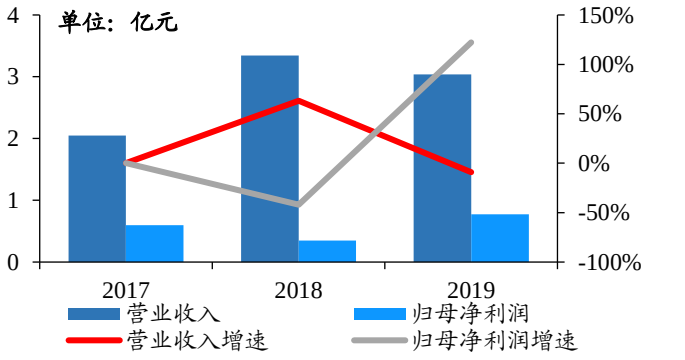
3、 美迪凯（A20113.SH）

3.1、 国内领先的光学光电子元器供应商，营业收入小幅下滑

公司是一家主要从事各类光学光电子元器件的研发、制造和销售及提供光学光电子产品精密加工制造服务的高新技术企业。2019 年公司半导体零部件及精密加工服务、生物识别零部件及精密加工服务、影像光学零部件收入分别为 1.0、0.8、1.1 亿元，占总收入的比重分别为 31.46%、27.82%、37.80%。

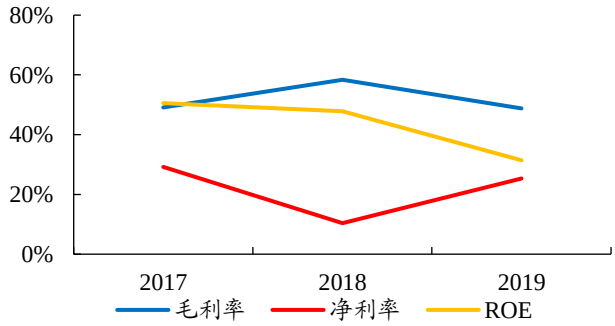
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.0、3.3、3.0 亿元，CAGR 为 21.8%。对应归母净利润分别为 0.6、0.3、0.8 亿元，CAGR 为 13.6%。2017 至 2019 年公司毛利率分别为 49.1%、58.4%、48.8%，净利率分别为 29.2%、10.4%、25.3%，ROE 分别为 50.6%、47.8%、31.4%。

图4：美迪凯利润回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：美迪凯盈利能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：美迪凯募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
光学光电子元器件生产基地建设项目	65826.26	本项目将实现核心技术的成果转化与新工艺新产品的量产，从而优化产品结构，丰富和完善产品系列
研发中心建设项目	15285.01	本项目将引进行业内更先进的研发、检测设备，为研发工作开展提供有效的场地和硬件支撑，进而吸引更多高端人才
合计	81111.27	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：苹果 3D 结构光模组独家供应，光学光电子技术先进

光学光电子技术先进，可提供从元器件研发、制造、销售及精密加工服务为一体的完整加工工序。公司自成立以来专注于光学光电子元器件的研发和生产，在超精密加工技术、晶圆加工技术、光学薄膜设计及精密镀膜技术等领域均具有核心技术及自主知识产权，得到了国际一流客户的广泛认可。此外，公司立足自身核心技术平台，深度布局生物识别和光学成像这两个领域，并将半导体制造工艺不断融入光学光电子加工技术，这使得公司取得的技术成果与下游光学光电子行业达成深度融合，这也使得下游国际知名企业如苹果、京瓷集团等不断扩大与公司的合作范围及深度。先进的光学光电子技术也促使公司形成了集光学光电子元器件研发、制造、销售与

提供精密加工服务为一体的完整业务体系。依托核心技术，公司建立起了包括超精密加工、晶圆加工、光学膜系设计及镀膜、等新材料应用，精密模组组装、精密检测在内的全制程工艺平台。平台特征使得公司可以通过对多项核心技术进行整合，实现多领域多产品的加工应用，为客户提供多类型、定制化的光学光电子元器件产品及服务。

公司可快速响应下游客户脸部识别、屏下指纹识别等技术需求，是苹果 3D 结构光模组独家供应商以及京瓷集团、AMS、汇顶科技、舜宇光学等龙头企业的核心供应商。公司在光学光电子元器件研发的过程中，结合自身生产研发特点，面向客户需求和下游市场趋势研发产品，充分响应现阶段智能手机厂商重点关注领域包括光学成像，如多摄像头、超高像素摄像头、脸部识别等技术。公司及时而精准地获得客户对公司产品的反馈意见和下游市场的走向，不仅第一时间反应并解决客户对于公司产品的各类需求，且有效满足了客户对于光学光电子元器件产品的需求。这更有利于公司将市场战略聚焦于下游行业的龙头厂商。目前对公司收入贡献较大的下游客户主要为京瓷集团、AMS、汇顶科技、舜宇光学等；此外，公司与松下、理光、索尼、AGC、基恩士、三星等知名企业也建立了业务合作关系。公司与优质客户的合作有力地推动了公司技术水平的不断提高和服务质量的不断改进，为公司持续稳定发展奠定了坚实的市场基础。在下游客户及终端客户的市场集中度日益提高的趋势下，公司稳定而优质的客户群体使得公司能保持强大的综合竞争力，占据优势地位。

3.3、 行业大观：光学元器件应用领域广阔，摄像头模组规模快速提升

行业全景：上游材料及设备制造行业适应性强，下游光学光产品应用领域和终端对上游光学电子元器件要求更复杂，且协同效应增强。公司所处行业为光学光电子元器件制造业，上游为光学原辅材料、光学加工设备等产业，下游为智能手机等智能终端。下游智能手机摄像、识别模组的升级、自动驾驶技术的成熟、安防监控摄像机的智能化到无人机的普及，直接带动光学光电子元器件的市场需求。与此同时，光学光电子行业技术与下游行业技术在不断地进行协同创新发展。光学光电子领域技术创新能促使智能终端产品性能提升、功能演进、体验提升，成为各终端厂商及供应商进行差异化竞争的焦点。与此同时，下游行业的创新方向推动了超精密加工、光学膜系设计及加工、半导体制程在光学领域的应用等技术创新。

行业趋势：国际高端光学电子产业链向中国转移，半导体制程技术与光学光电子领域生产技术不断进行嫁接、融合。高端光学光电子产业链已由欧美、日韩、中国台湾等地区逐渐转移至我国大陆地区，国内光学光电子元器件行业的技术发展明显提速，部分高端光学光电子元件加工制造能力正已处于国际先进水平。随着我国光学光电子产业布局的逐步完善、国内对高端精密制造等相关基础性产业支持政策不断出台。国内企业生产技术的提升及上下游配套产业的协同发展，国内光学光电子元器件企业在国内外市场竞争力大幅提升。随着各类智能终端行业的功能不断演进、性能不断提升，对光学光电子元器件提出了更高精度、更高生产效率的要求，而半导体制程技术可以满足相关要求。因此，半导体制程技术与光学光电子领域的精密加工制造是未来发展的前沿趋势。

市场容量：脸部识别的应用场景不断拓展，拉动摄像头模组规模快速提升。脸部识别技术是全球范围内第二大生物识别市场，技术已较为成熟，识别准确率高，并且更符合用户使用习惯。近年来脸部识别技术快速普及，市场规模大幅增长，其不仅仅应用在以智能手机为代表的智能终端上，更广泛应用于城市管理、安防监控、教育、金

融等领域。根据研究机构 Markets and Market 数据，2019 年的脸部识别市场的规模为 32 亿美元，2024 年该市场规模将达到 79 亿美元，未来五年的复合年增长率为 16.6%。随着信息技术、机器人技术的发展，智能手机、数码相机、平板电脑、视频监控系统、PC 摄像头和汽车摄像头等消费电子类产品呈现数字化、高清化、网络化、智能化的发展趋势。决定成像灵敏度、分辨率、噪声的摄像头模组是消费电子产业链上的重要一环。全球智能手机、智能平板电脑、视频监控系统和智能汽车摄像头市场快速发展，摄像头模组出货量实现大幅度增长。根据 Yole Development 的数据，2018 年，全球摄像头模组的市场规模已达到 271 亿美元，并预计在未来 5 年以 9.1%的年复合增速持续增长至 2024 年的 457 亿美元。

表13：可比公司对比（2019）：美迪凯成长性和盈利能力高于行业平均

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
水晶光电	18.24	27.81	16.64	12.02
五方光电	7.92	34.09	21.85	14.85
平均	13.08	30.95	19.25	13.44
美迪凯	21.82	48.78	25.29	31.43

数据来源：Wind、开源证券研究所

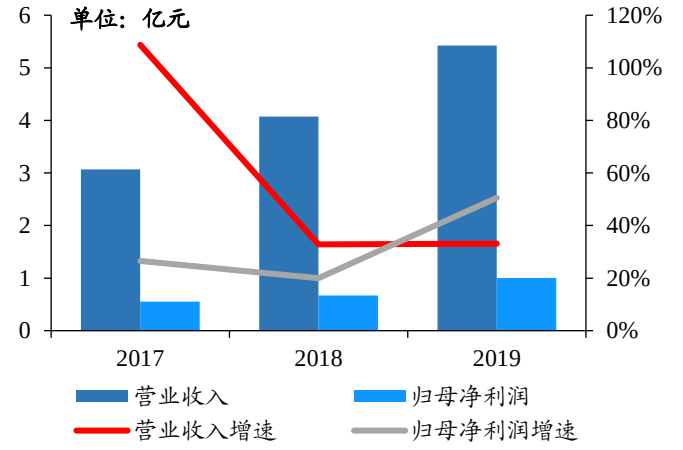
4、 创识科技（A19273.SZ）

4.1、 电子支付 IT 方案商，收入、利润持续提升

公司是一家电子支付 IT 方案商，主营业务为提供电子支付 IT 解决方案，公司产品是为商户及银行提供电子支付涉及的软硬件产品及服务。公司以软件及云平台为驱动，以终端设备为载体，聚合各种支付渠道，为商户实现统一支付统一对账，并结合行业特色应用，提升商户数字化水平。2019 年公司商户端支付解决方案、银行端产品及服务收入分别为 5.0、0.4 亿元，占总收入比重分别为 92.93%、6.71%。

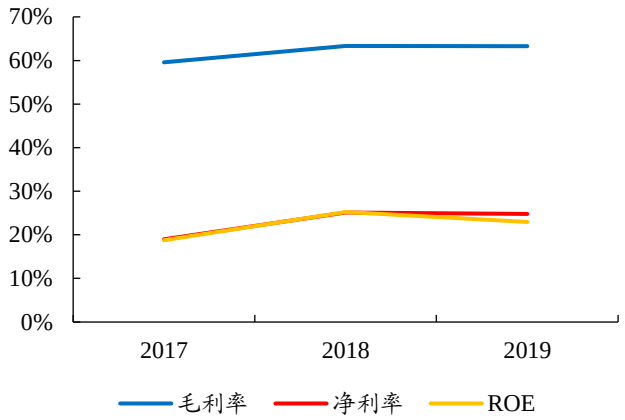
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 3.1、4.1、5.4 亿元，CAGR 为 33.0%，对应归母净利分别为 0.6、0.7、1.0 亿元，CAGR 为 34.4%。归母净利润高速增长，主要因公司依靠农行品牌及渠道优势，管理费用率、销售费用率增速放缓。2017 至 2019 年毛利率分别为 31.7%、28.6%、30.1%，净利率分别为 18.1%、16.3%、18.5%，ROE 分别为 34.4%、32.4%、36.7%。

图6：创识科技归母净利润持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：创识科技盈利能力高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：创识科技募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
行业电子支付解决方案升级项目	22636.52	本项目将进一步增强公司电子支付类软件竞争力、提高支付类硬件产品的研发设计能力，强化云服务、新兴支付等技术能力
商户服务网络建设项目	11714.35	本项目可满足未来大量终端设备的服务需求，增强 POS 专业化服务，商户增值服务，扩大公司服务对象，完善服务类型，增强服务能力
研发中心建设项目	10084.03	本项目使公司未来能够及时推出创新产品，并为行业电子支付解决方案升级及商户服务网络项目的实施提供基础技术支持

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：银行客户资源优势广泛，区域纵深发展未来可期

公司与大型银行全国各区域分支机构合作，使产品及服务可以迅速触及各地域、各行业，为未来在各地区、行业不断向纵深领域发展打下基础。公司自成立以来，一直专注于为银行提供电子支付产品及服务，长期稳定的合作、产品技术的积淀、双方积累下来的信任，使公司具有行业先入优势，这是其他希望进入这个行业的潜在竞争者无法通过短时间的投入所能达到的。目前，公司已经建立辐射全国的服务网络，每个服务网点均拥有丰富商户、银行合作经验的技术人员，是公司持续深耕区域市场的有力武器。公司服务近 30 个行业、3000 多家大型商户、百万量级中小微商户群体，具有发掘商户需求、把握行业最新发展趋势、试点落地新兴技术的天然优势。

公司与农行、建行等国有大行及商户建立长期稳定关系，客户资源丰富。银行客户方面，公司与国内多个大型银行，特别是与农行保持 20 多年稳定的合作关系，自公司成立以来基本每年都和农行在支付领域有重大合作。与此同时，作为建总行的 MIS（BMP）服务商，公司已经与建行河南分行、安徽分行、湖北分行、上海分行、四川分行、黑龙江分行、江苏分行、陕西分行、甘肃分行 等开展合作，将进一步加强与建行的全面深入合作。**商户方面，**公司多年来与商户在技术及服务上深度合作，与商户形成了稳定的合作关系。商户在使用公司产品后，由于使用习惯、更换成本、替换风险等原因，倾向于持续使用公司产品及服务，如河南永辉超市、杭州万象城在更换收单行后，仍然继续推荐公司作为新收单行的支付 IT 方案商。

4.3、 行业大观：政策支持电子支付迅速发展，市场空间达百万亿元

行业全景：行业上游的政策监管严格、标准引导充分、三方机构支撑强劲；下游受众数量庞大，支付载体丰富多样。公司所在行业系电子支付行业，行业上游有严格的监督管理、标准引导，庞大的支付系统组成的支付清算，实力强劲的三方机构支撑。下游移动支付业务市场受众基础庞大，且有丰富的支付载体作为支撑。支付机构、电子支付技术服务商、软硬件开发商推动了支付载体、支付方式、支付场景的不断丰富，保证了支付交易的安全性、快捷性，不断改善用户体验，降低商户经营成本、改变商户经营方式，是推动电子支付行业革新的中坚力量。

行业趋势：（1）政策环境优质，银行卡收单费率改革，商户经营成本下降。国家发改委、中国人民银行联合下发的《关于完善银行卡刷卡手续费定价机制的通知》于 2016 年 9 月 6 日起正式实施。费率改革降低了商户运营成本，扩大银行卡及第三方支付的使用范围，为 POS 收单营造了良好的市场环境；对于收单机构而言，由于收单服务费改为市场定价，普遍为 0.45%~0.55%扣除 0.35%的发卡服务费和 0.0325%的清算机构网络服务费 4，第三方支付机构收单利润直线下降，商业银行线下收单优势显现。**（2）二维码支付开闸，带动移动支付发展**。2016 年 12 月 12 日，中国银联正式推出银联二维码支付标准，“银联二维码支付标准”主要包括《中国银联二维码支付安全规范》和《中国银联二维码支付应用规范》两个规范，该标准遵循现有银行卡支付的四方模式（卡组织、发卡行、收单行、商户），以支付安全为底线，确保持卡人账户、资金等关键要素的安全。随着移动互联网的快速发展，二维码在金融、物流、交通、军事、医疗和商业各领域得到更广泛的应用，未来在商业信息化、移动营销、移动商务（移动支付、电子票务、移动社交）等领域还将大有作为。

市场容量：我国电子移动支付体系发展迅猛，扫码支付不断普及，电子支付百万亿级空间。2017 年、2018 年、2019 年，我国银行卡交易金额分别为 761.65 万亿元、862.10 万亿元、886.39 万亿元，同比增长 3%、13%、2.82%。截至 2019 年末，银行卡跨行支付系统联网商户 2,362.96 万户，联网 POS 机具 3,089.28 万台，ATM 机具 109.77 万台，较 2018 年分别减少 370.04 万户、325.54 万台和 1.31 万台。根据中国人民银行发布的历年《支付体系运行总体情况》，2017 年、2018 年、2019 年，移动支付金额分别为 202.93 万亿元、277.39 万亿元、347.11 万亿元，同比增长 29%、37%、25%。根据中国互联网信息中心发布的《第 45 次中国互联网发展概况统计报告》，截至 2020 年 3 月，我国网民规模达 9.04 亿，较 2018 年底增长 7,508 万，互联网普及率达 64.5%。手机网络支付用户规模达 7.65 亿，较 2018 年增长 1.82 亿，占手机网民总体的 85.3%。二维码作为简单、快捷的支付方式，以其推广成本低，受众面广的特点，在消费者、商户、商业银行的接受程度不断提高，已经成为当前移动支付小额高频领域的重要工具，随着二维码线下支付地位的确立，银行及银联加入线下二维码支付争夺战，移动支付线下支付场景覆盖将不断丰富。

表15：可比公司对比（2017-2019）：创识科技盈利能力高于行业平均

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
新大陆	12.09	33.52	12.84	12.41
新国都	56.46	28.13	8.03	10.77
航天信息	6.75	15.86	7.12	12.71
平均	25.10	25.84	9.33	11.96

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
创识科技	32.97	30.12	18.48	36.65

数据来源：Wind、开源证券研究所

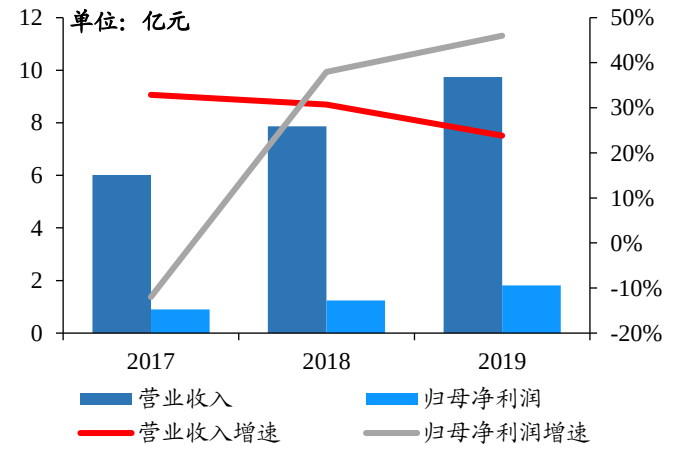
5、 李子园（605337.SH）

5.1、 国内知名甜牛奶乳饮供应商，收入、利润快速提升

公司致力于甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，主要产品包括配制型含乳饮料、乳味风味饮料、复合蛋白饮料等，其中甜牛奶乳饮料系列是公司畅销 20 余年的经典产品。2019 年公司收入分别为 9.29、0.14、0.08 亿元，占总收入的比重分别为 95.3%、1.5%、0.7%。

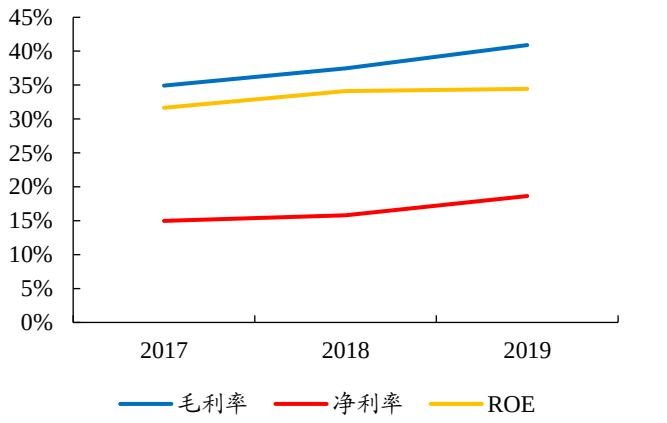
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 6.0、7.9、9.7 亿元，CAGR 为 27.2%，对应归母净利分别为 0.9、1.2、1.8 元，CAGR 为 41.9%。收入、利润快速提升，主要因公司进行销售渠道下沉与精细化分类建设，营销网络不断扩大和完善使得营业收入快速增加。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 34.9%、37.5%、40.9%，净利率分别为 15.0%、15.8%、18.6%，ROE 分别为 31.7%、34.1%、34.5%。

图8：李子园收入、利润快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：李子园盈利能力较稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：李子园募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
年产 10.4 万吨含乳饮料生产项目	40,000.00	本项目预计内部收益率（所得税后）19.78%、投资回收期（所得税后）6.41 年
年产 7 万吨含乳饮料生产项目	28,000.00	本项目预计内部收益率（所得税后）19.72%、投资回收期（所得税后）6.50 年
浙江李子园食品股份有限公司技术创新中心项目	6,244.57	本项目有助于培养出更多专业水平高、贴近终端消费市场的复合型人才，提升公司技术研发水平和综合实力
合计	74,244.57	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：“李子园”品牌深入人心，经销体系辐射全国

公司专注于甜味含乳饮料细分领域，“李子园”在消费者心中形成良好的品牌形象。公司自设立起，一直专注于甜牛奶乳饮料系列等含乳饮料和其他饮料的研发、生产与销售，在长期的市场竞争中逐步形成了品牌优势。与主要竞争对手生产多种食品饮料产品及经营多个品牌的策略不同，公司将主要精力投向于甜味含乳饮料细分领域，集中力量打造“李子园”含乳饮料品牌，在甜味含乳饮料细分领域建立了强大的品牌优势。凭借持续的品牌建设、较完善的营销体系和合理的产业布局，公司在重点区域市场赢得了消费者的广泛认可，市场竞争优势明显。2015 年 11 月，公司产品“李子园”牌甜牛奶含乳饮料、牛奶煮椰子含乳饮料被浙江省食品工业协会、江苏省食品工业协会和上海市食品协会联合评定为“长江三角洲地区名优食品”。2017 年 12 月，公司被浙江省工商行政管理局评为“浙江省商标品牌示范企业”。经过二十余年的发展，公司已成为根植核心区域，布局全国的知名含乳饮料企业。公司坚持专业专注，以“成为全国含乳饮料行业引领者”为发展愿景，已在消费者心中形成良好的品牌形象。

公司以深耕重点核心市场并逐步辐射带动周边区域市场的“区域经销模式”，建立了完善的市场营销网络和市场服务体系。经过多年的开拓，公司已建立起覆盖全国大部分地区、营销渠道立体、稳定通畅的销售网络。报告期内，公司经销商数量逐渐增加，经销范围逐渐增大。公司销售区域已基本覆盖浙江、江苏、云南、江西、上海、河南、安徽、湖南、山东、湖北、四川等地。公司在重点开发县域市场的基础上，往上巩固地、市、省会城市市场，往下渗透至广大乡、镇、村市场。公司营销渠道立体，销售手段多样。公司产品既向包括大型商超卖场、连锁系统以及批发部、中小型商场超市等传统渠道供货，也向包括学校、企事业单位食堂、酒店、网吧等特供渠道供货。同时，公司还通过天猫超市、京东超市、天猫旗舰店、京东旗舰店、淘宝企业店等网络平台直销产品。通过对传统和特供渠道、直销平台的持续建设和维护，公司与经销商、各渠道消费者建立了良好的战略合作关系和持续稳定的沟通，进一步增强了对零售终端的掌控能力。

5.3、 行业大观：含乳饮料千亿级规模，健康化、营养化需求不断提升

行业全景：上游乳制品原料持续保持供应充足、市场竞争充分；下游终端消费者数量较大且分布广泛，对含乳饮料需求持续提升。公司所在行业系含乳饮料制造行业，上游为乳制品加工业。近年来，国家对乳制品行业的支持力度持续加强，乳制品价格保持小幅波动的态势。同时，随着欧盟取消牛奶生产配额、中国—新西兰自贸区乳制品关税继续减让和中国—澳大利亚自贸区协定的全面实施，行业主要原材料将持续保持供应充足、市场竞争充分的现状。此外，国内白砂糖制造业和包装物制造业已经十分成熟，行业内生产厂家众多，对含乳饮料行业企业形成了持续稳定的市场供应。下游终端消费者数量较大且分布广泛，随着中国消费者的收入水平和消费能力增长显著，其对于食品饮料的诉求出现多元化，消费者开始关注产品的健康、营养、休闲等属性。含乳饮料作为安全健康、营养便利快速消费品的代表之一，深刻契合消费者新时代的消费理念。在消费观念和消费结构升级的背景下，消费者需求将保持持续增长，含乳饮料行业将迎来广阔的发展空间。

行业趋势：（1）营养、健康成为行业发展趋势。在国家实施的“三品”战略中，与“品牌”相比较，饮料行业更需要的是提升品质和增加品种。2016 年以来，植物蛋白饮料、燕麦等粗粮饮料、低糖无糖饮料、发酵饮料、营养素强化饮料等高价值新

品不断推出，特别是生物发酵技术在饮料中的应用正在成为很多企业和研究机构的热门项目。随着整个现代社会工作、生活节奏的加快，生活水平的提高，消费者更加注重饮料消费对于生活品质和生活满足感的提升，其对食品饮料产品的需求也从低层次向高品质升级。消费者越来越注重食品饮料的品质、健康、体验等因素，传统的碳酸饮料等产品份额快速下滑，各类具有一定营养价值或健康性的饮料在未来饮料市场中将占据更大份额。**（2）消费群体年轻化**。为满足年轻消费群体更丰富的风味需求，饮料企业多在品类、口感上进行产品创新。如伊利股份、蒙牛乳业分别推出 QQ 星和未来星儿童成长牛奶，光明乳业推出萌小团牛奶饮品，均瑶乳业推出奇梦星乳酸菌饮品。饮料行业一直精准定位年轻消费群体，在产品形象、品牌定位、营销模式等方面着力突破，使产品理念与消费群体的消费理念紧密结合。

市场容量：我国含乳饮料市场千亿级规模，整体市场前景可观。根据中国食品工业协会数据统计，2014 年至 2018 年我国含乳饮料行业的产值不断增加，其中 2018 年含乳饮料行业规模以上企业总产值为 898.60 亿元，同比 2017 年增长 71.36 亿元，2014 年至 2018 年年均复合增长率为 10.38%。随着我国人民生活水平的不断提高，消费者的营养、健康意识不断增强，含乳饮料的消费需求预计也将同步提升。2019 年到 2023 年，我国含乳饮料行业将继续保持稳定增长，预计增长率基本维持在 6%-8%，含乳饮料行业规模以上企业总产值将从 2019 年的 973.50 亿元增长至 2023 年的 1,314.40 亿元。

表17：可比公司对比（2016-2018）：李子园盈利能力高于行业平均

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
光明乳业	1.91	33.32	2.51	6.28
新乳业	10.76	33.85	4.96	18.00
香飘飘	16.64	40.39	9.68	15.26
平均	6.33	33.58	3.73	12.14
李子园	31.80	37.45	15.81	34.10

数据来源：Wind、开源证券研究所

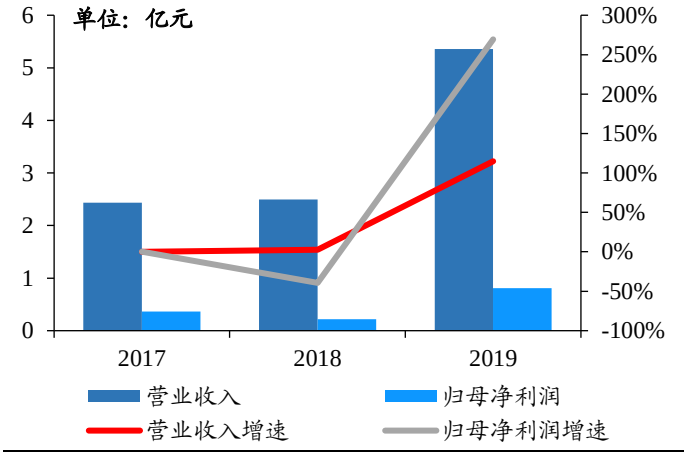
6、 菱电电控（A20155.SH）

6.1、 汽车动力电子控制系统提供商，收入、利润持续提升

公司为汽车动力电子控制系统提供商，是获得汽油车国六车型公告的两家中国自主电控企业之一。2019 年公司汽车 EMS 产品、摩托车 EMS 产品收入分别为 4.5、0.3 亿元，占总收入的比重分别为 84.63%、4.95%。

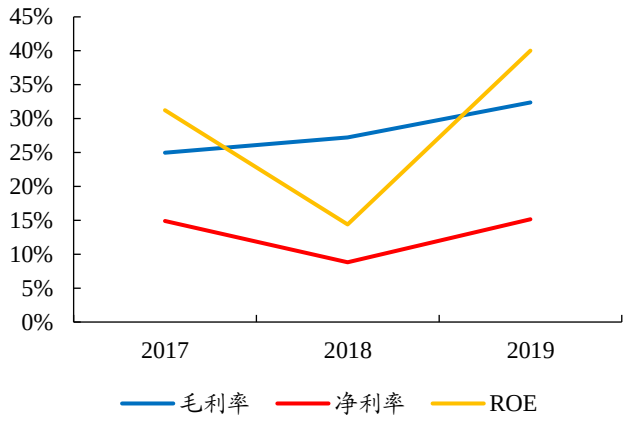
公司 2017、2018 和 2019 年营业收入分别为 2.4、2.5、5.4 亿元，CAGR 为 48.4%，对应归母净利分别为 0.4、0.2 和 0.8 亿元，CAGR 为 49.6%。收入、利润稳固提升，主要因公司新车型匹配开发阶段的技术服务收入以及新车型匹配开发成功后电控系统的销售收入稳定。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 25.0%、27.2%、32.4%，净利率分别为 14.9%、8.8%、15.2%，ROE 分别为 31.3%、14.4%和 40.0%。

图10：菱电电控收入和利润快速提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：菱电电控盈利能力提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表18：菱电电控募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
菱电电控汽车动力控制系统产业化项目	34048.46	本项目有利于国六新车型开发及研发项目验证，实现国六项目大规模投产
研发中心平台建设项目	5680.47	本项目可提高研发效率和软件开发质量，满足国六排放 RDE（实际行驶污染物排放）以及在线标定、远程标定等提高标定效率的需求
补充流动资金项目	15000.00	本项目将优化财务结构，防范经营风险
合计	54728.93	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、公司亮点：混动电控技术先进，汽车产品线齐全

EMS 及混合动力汽车电控系统方面的人才优势明显。软件开发中底层程序、控制策略、功能测试等软件工程师，硬件中的电路设计、防电磁干扰设计的硬件工程师，以及熟练了解系统平台性能的标定工程师是 EMS 企业不可或缺的人才。跨国公司在占据中国 EMS 绝大部分市场份额的同时，将 EMS 的软件开发环节放在本国，以避免技术泄露的风险。因此，国内有 EMS 程序开发经验的软件工程师极为稀缺。公司自 2005 年成立以来软件核心技术骨干从未流失，且公司较早实施了员工持股计划，保持了核心技术骨干的稳定。公司自创立之初就确立自主研发的技术路径，软件开发平台的程序均由本公司研发人员自己编写，通过车辆测试发现问题，逐步改进，形成经验积累优势。公司的软件平台之所以能不断进行功能扩展也能不断地升级换代，是因为软件程序代码是公司研发人员在长期的实验验证和大规模实车使用过程中一点一滴积累、改进和提高形成的。

公司专注于电控系统控制策略研发，具有汽油机 EMS、纯电动汽车 VCU 等齐全的产品线。公司产品线涵盖汽油机 EMS、纯电动汽车 VCU 和 MCU、混合动力汽车的 EMS、VCU、MCU 和 GCU，汽油机 EMS 包括汽车 EMS、摩托车 EMS 以及汽油与 CNG 两用燃料 EMS，是国内产品线最全的自主电控系统厂商。公司长期将研发聚焦在先进 EMS 控制技术和混合动力电控系统控制策略研发上，重点研发了缸内直喷发动机管理系统、阿特金森发动机管理系统、BSG 电机控制器、功率分流式控制策略、

增程式电动车的控制策略、混合动力汽车的 OBD 控制策略、自动启停控制策略、制动能量回收策略等发动机高效化、电动化、混动化的控制技术，为未来汽车电动化作了较好的技术储备。

6.3、 行业大观：新能源汽车快速普及，电控系统需求保持高位

行业全景：上游 CPU、功能芯片等原材料对海外依赖较大；下游汽车行业景气周期波动程度对行业影响显著。公司所在行业系汽车动力电子控制系统行业，上游包括 CPU、喷油、点火、高低边驱动、控制电子节气门、控制宽域氧传感器的功能芯片等。芯片、喷油器、氧传感器等核心零部件配套体系的缺乏给中国自主电控企业带来威胁。下游为整车行业，随着竞争车型的更新换代，汽车销售价格将呈现出下降趋势，从而影响到上游各个零部件行业。整车厂会利用其产业链优势地位，将整车市场价格下跌的负面影响转移至上游汽车电控系统供应商。另外，近年来随着国内汽车电控系统企业的快速发展，开始有能力进入乘用车领域，外资或合资汽车电控系统供应商为保持自身的垄断市场地位，如果采取降价策略，将进一步挤压国内供应商的盈利空间。产品价格的下行将对行业盈利水平带来不利影响。

行业趋势：汽车电子行业作为我国新兴产业重点领域获得国家政策大力支持。汽车电子行业是我国确立的七大战略新兴产业和《中国制造 2025》支持的十大重点领域。新能源汽车方面，国家 863 计划“电动汽车重大科技专项”确立了以混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车为“三纵”，以多能源动力总成控制系统、电机驱动系统和控制单元、动力电池和电池管理系统为“三横”的研发布局，为电动汽车发展奠定技术基础。在具体政策上，我国是世界上对新能源汽车政策支持力度最大的国家，已经出台多项支持和激励政策，包括购置补贴、购置税减免、车船税优惠、在限行限购城市降低新能汽车上牌难度及限行要求。在补贴逐步退出后，国家转向以双积分政策、路权以及建设充电网络来扶持新能源汽车的发展。

市场容量：发动机或汽车与 EMS 的配比关系为 1:1，乘用车及商用车产量保持高位，对 EMS 需求稳定。（1）乘用车市场。我国乘用车产量在 2018 年以前一直呈上升趋势，但 2018 年和 2019 年有所下降。2017 年至 2020 年上半年，我国乘用车产量分别为 2,480.67 万辆、2,352.94 万辆、2,136.02 万辆和 775.36 万辆，占汽车总产量的比例较高，占比分别为 85.90%、83.79%和 82.89%和 76.67%。**（2）商用车市场。**商用载货汽车产量占商用车总产量的比例较高，长期维持在 80%～90%。2017 年至 2020 年上半年，商用载货汽车产量分别为 368.27 万辆、379.07 万辆、388.84 万辆和 217.34 万辆。商用载客汽车年产量占商用车总产量的比例较小。2020 年上半年，商用载客汽车年产量为 18.54 万辆，占商用车的比例为 7.86%。

表19：可比公司对比（2019）：菱电电控盈利能力高于行业平均

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
均胜电子	52.28	16.00	2.35	7.52
蓝海华腾	-25.65	34.89	-47.72	-24.39
德赛西威	-5.77	22.75	5.48	7.13
平均	6.96	24.55	-13.30	-3.25
菱电电控	48.37	32.38	15.15	40.02

数据来源：Wind、开源证券研究所

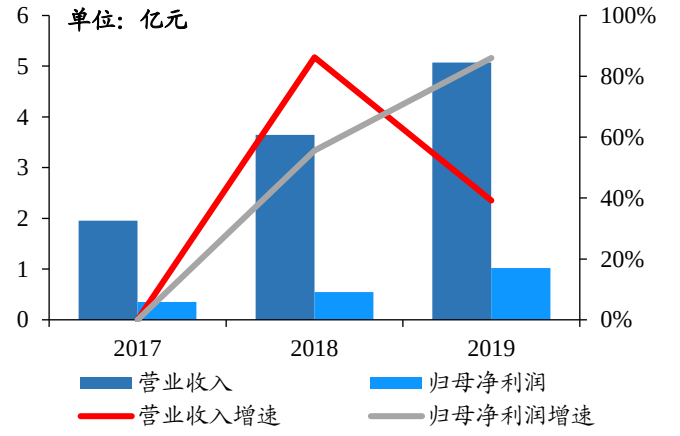
7、 罗普特（688619.SH）

7.1、 治安系统解决方案提供商，业务快速扩张

公司是一家专注于视频智能分析技术、数据感知及计算技术在社会安全领域开发及应用的安全综合服务商和解决方案提供商。2019 年公司社会安全系统解决方案、安防视频监控产品销售、维保及其他服务收入分别为 3.9、1.1、0.1 亿元，占总收入的比重分别为 75.92%、22.65%和 1.42%。

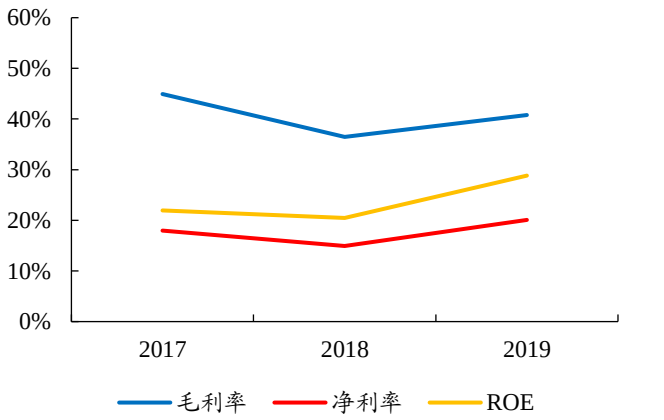
公司 2017、2018 和 2019 年营业收入分别为 2.0、3.6、5.1 亿元，CAGR 为 61.0%，对应归母净利分别为 0.4、0.5 和 1.0 亿元，CAGR 为 70.1%。在业务体量快速扩张的同时，公司盈利能力持续提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 44.9%、36.5%、40.8%，净利率分别为 17.9%、14.9%、20.1%，ROE 分别为 21.9%、20.5%和 28.8%。

图12：罗普特收入、利润快速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：罗普特盈利能力整体提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表20：罗普特募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
厦门研发中心建设项目	16466.64	本项目一方面可丰富研发及测试手段，完善公司现有研发体系，另一方面将充实技术人才团队，加强新技术的储备
市场拓展及运维服务网点建设项目	20917.11	本项目将形成以厦门为核心、覆盖全国的战略布局，不断提升公司品牌形象，促进公司全国业务量的增加
补充营运资金项目	30000.00	本项目有助于公司进一步优化资本结构，降低财务费用
合计	67383.75	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.2、 公司亮点：社会安全系统模块化管理，服务群体覆盖广泛

公司具备标准化、模块化管理系统，可快速响应客户需求。公司社会安全业务所用的最核心的社会安全系统智能化管理平台、管理系统及配套的图像融合、智能分析、智能监控、行为分析、三维成像、大数据等相关软件主要由公司自主研发完成，辅以部分外购软件或外购技术开发服务。在十多年的持续经营过程中，公司成功完成了

涉及多个领域的标杆性安全项目，公司研发与技术部门积累了丰富的行业经验，并通过持续实践储备了可以适用于多个领域的众多成熟的技术模块、软件版本或标准化/类标准化的管理系统，公司也据此申请了超过 200 项软件著作权。公司根据最终用户的不同需求对这些成熟的技术模块和软件进行组合化应用，并搭配硬件设备后形成成套的安全产品，或者根据客户的个性化需求在这些成熟的技术模块、标准化/类标准化管理系统基础上进行二次开发后快速推广至各个项目。这些成熟的技术模块、软件、标准化/类标准化管理系统的储备和二次应用，一方面可以有效降低公司项目推广的成本、设计开发及实施周期，有助于公司保持较高的利润空间；另一方面，模块化的技术体系、标准/类标准化的管理系统平台的储备，有助于项目团队快速为客户提供设计方案，显著提升公司对于客户需求的响应速度。

公司系统集成服务客户群体覆盖广泛，包括公安、边防、司法、教育等政府机构，在福建、黑龙江、新疆等 20 多个省市均有分布。公司产品及系统集成服务的最终用户以公安、武警、边防、海防、边检、监所、司法、政法、城建、电力、教育等各级政府及政府下属机构为主。通过多年的持续经营，公司业务已经覆盖福建、黑龙江、新疆、江西、广东、四川、北京、重庆等超过 20 个省、自治区和直辖市，储备了覆盖广泛的客户群体，形成了较高的行业影响力。公司凭借丰富的客户资源优势和标杆性的社会安全典型项目优势，通过持续的市场开拓，不断巩固行业竞争地位。一方面，公司不断夯实在公安、武警、边防、海防、边检、监所等“警用”、“政法”领域的市场基础，并持续开拓城建、电力、教育、金融、海洋、环保等市政常规应用和“民用”市场；另一方面，公司通过持续的技术研发和产品升级，不断拓展“军用”市场，加快军事领域应用，在分享我国军工行业快速成长收益的同时，为我国国防事业贡献力量。

7.3、 行业大观：AI 等新兴产业技术日益成熟，社会安全建设持续推进

行业全景：上游硬件设备产能充足，引领社会安全行业技术革新；下游客户分属武警、政法等不同领域，产生需求差异化。公司所在行业系社会安全行业，上游硬件设备如摄像机、服务器、存储设备等产能充足，硬件生产技术成熟。下游客户分属不同行业、不同领域，对于产品和服务的需求也会产生较多差异，这要求企业对客户所在行业的业务规则、业务流程、管理模式及应用环境有深刻的理解，具备较为丰富的行业经验，特别是公安、武警、军队、边海防、政法等领域的大型客户，其对系统的安全性、稳定性要求较高，更加关注企业过往的行业成功案例及标杆性项目。同时，更多的业务经验也为社会安全企业的系统提供更多的实操应用及场景学习机会，优化产品实战表现。

行业趋势：人工智能、生物特征识别技术日益成熟，拉动社会安全行业快速发展。近年来，我国人工智能发展迅猛，应用范围不断扩大，社会安全行业作为人工智能应用的重要领域，其理论基础和技术应用日益成熟。被誉为人工智能第一“着陆场”的智能安防已经开启了新一轮的成长周期，一批龙头骨干企业先后布局人工智能市场，发布新产品、新理念，打造产业新生态，在智能化产品落地方面持续取得突破。人工智能在公安行业、交通行业、智能楼宇、教育行业、金融行业、工厂园区、民用安防、医疗行业、零售行业的应用，对社会安全行业的影响是革命性的，其推动力比视频编解码技术、H.265 技术、传输高清等技术对行业的影响都更巨大而深远，市场前景广阔。此外，生物特征识别技术作为社会安全行业中的焦点应用，在技术安全与市场应用层面远远优于传统密码、刷卡等方式。随着生物特征识别技术的日渐成熟以及消费者认知度的不断提高，生物特征识别技术的应用更加广泛，其在社会安全业务领

域的应用主要包括考勤设备、物理门禁产品、电子锁具产品、视频监控系统等四类。近年来，随着全社会安全意识和安全需求的提升，生物特征识别技术应用市场快速扩大，为社会安全业务带来潜在的增长机会。

市场容量：我国对社会安全行业指导力度加大，平安城市、智慧城市规模快速提升。近年来国家在维护社会治安方面提高重视，对社会安全行业的扶持和指导力度不断加大，提出并建设平安城市、天网工程、雪亮工程、智慧城市等全国性工程。根据 IDC 预计，我国平安城市建设市场规模将从 2018 年的 286.15 亿元增长至 2021 年的 428.24 亿元，年均复合增长率达 14.4%；我国智慧城市市场规模将从 2018 年的 7.9 万亿元增长至 2022 年的 25 万亿元，年均复合增长率达 33.38%。另一方面，大数据、云计算、人工智能、物联网等社会安全领域相关新兴技术飞速发展，为社会安全行业产品的升级换代提供了技术基础。在国家政策支持以及相关产业技术快速发展的背景下，预计未来社会安全行业将维持较长时间的增长势头，行业未来的市场空间较大、客户需求较多。

表21：可比公司对比（2019）：罗普特盈利能力显著高于行业平均

公司名称	3 年营业收入年均复合增速（%）	2019 年毛利率（%）	2019 年净利率（%）	2019 年 ROE（%）
千方科技	86.63	30.99	12.30	11.93
易华录	11.84	35.82	11.16	12.14
浩云科技	17.33	49.53	22.21	11.56
数字政通	2.24	32.91	10.33	5.74
平均	29.51	37.31	14.00	10.34
罗普特	61.02	40.78	20.07	28.82

数据来源：Wind、开源证券研究所

8、 风险提示

由于市场环境的变化，新股发行制度可能出现调整。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn