2021 年 01 月 03 日

中小盘研究团队

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）

——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 12 家**

证监会本批核发新股 7 家（上批 8 家），科创板和创业板注册 12 家（上批 12 家），核发速度与注册速度保持稳定。**主板和中小板：传智教育、南网能源**、重庆银行、新炬网络、征和工业、神通科技、合兴股份。**科创板：浩欧博**、天能股份、海优新材、聚石化学、富淼科技、银河微电。**创业板：药易购**、华安鑫创、屹通新材、华骐环保、通用电梯、中辰电缆。

2020 年 12 月 31 日，上交所和深交所分别发布正式的退市新规及配套制度。相比此前的征求意见稿，退市新规主要在以下几个方面进行了调整和完善：**（1）大幅下调财务造假导致的重大违法退市标准。**一是将造假年限由 3 年减少为 2 年；二是将造假金额占利润的比例由 100%降至 50%；三是将净利润、利润总额或资产负债表各科目造假金额合计数由 10 亿元降为 5 亿元；四是新增营业收入造假指标。这一调整很好的体现了监管层对造假行为“零容忍”的态度，有利于更有力地约束上市公司违法行为；**（2）完善“扣非净利润+营业收入”组合类财务退市指标的相关表述，**使其中营业收入的扣除范围更为明确和规范；**（3）完善重大违法类退市的限制减持情形。**退市新规正式稿新增触及重大违法类强制退市公司的控股股东、实际控制人、董监高等特定主体，自相关行政处罚决定事先告知书或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市并摘牌前，不得减持公司股份。

● **本期科创板和创业板上会 22 家，主板和中小板上会 8 家，驰田汽车、前进暖通被否**

本期科创板和创业板上会 22 家，较上期 32 家有所减少，过会率为 95.45%。前进暖通被否。主板和中小板上会 8 家，较上期 7 家有所增加，过会率为 87.50%，驰田汽车被否。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 10.81 亿元，低于上期的 8.02 亿元。本期主板和中小板平均募资约 9.72 亿元，高于上期的 12.72 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 115.9%，低于上期的 154.7%。本期创业板上市首日平均涨幅 158.8%，低于上期的 237.9%。主板和中小板本期开板新股 5 只，开板平均涨幅为 74.0%，低于上期的 87.5%。

● **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，积极布局 AIoT 市场）、**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：退市新规出炉，改革进展超预期（2020 批次 48、49）》-2020.12.20

《中小盘 IPO 专题-退市新规出炉，进一步强化优胜劣汰的市场生态》-2020.12.15

《中小盘 IPO 专题-次新股说：精选层转板上市制度出炉（2020 批次 46、47）》-2020.12.8

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 0.39%，表现不及沪深两市 4
2、 浩欧博（688656.SH） 8
2.1、 国内过敏原检测领先企业，营收、利润高速增长 8
2.2、 公司亮点：过敏原检测先发优势明显，产品梯度丰富 9
2.3、 行业大观：过敏检测定量化发展趋势明显，国内市场规模持续增加 9
3、 传智教育（003032.SZ） 10
3.1、 国内领先的 IT 技术培训企业，收入、利润持续增长 10
3.2、 公司亮点：IT 教育领域品牌形象良好，营销渠道高效稳定 11
3.3、 行业大观：新兴 IT 技术蓬勃发展，拉动国内 IT 培训行业快速成长 11
4、 南网能源（003035.SZ） 12
4.1、 一站式综合节能服务商，利润高速增长 12
4.2、 公司亮点：节能系统解决方案行业领先，品牌形象良好 13
4.3、 行业大观：节能标准体系逐渐完善，行业产值持续提升 14
5、 药易购（A19384.SZ） 15
5.1、 “院外市场”药物流通综合服务商，营收、利润持续增长 15
5.2、 公司亮点：医药品种体系完善，线上线下销售渠道丰富 16
5.3、 行业大观：医药流通平台中心价值凸显，院外市场占比快速提升 16
6、 聚石化学（A17284.SH） 17
6.1、 改性塑料制品生产商，收入、利润高速增长 17
6.2、 公司亮点：产业链融合服务能力突出，改性塑料客户资源优质 18
6.3、 行业大观：改性塑料制品应用广阔，行业规模持续增长 19
7、 风险提示 20

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 0.39%，表现不及沪深两市 4
图 2： 浩欧博营收、利润高速增长 8
图 3： 浩欧博盈利能力有所提升 8
图 4： 传智教育营收、利润持续增长 10
图 5： 传智教育净利率持续提升，但 ROE 有所下滑 10
图 6： 南网能源归母净利润高速增长 13
图 7： 南网能源盈利能力突出 13
图 8： 药易购营收、利润持续增长 15
图 9： 药易购毛利、净利保持平稳，ROE 小幅下滑 15
图 10： 聚石化学收入、利润高速增长 18
图 11： 聚石化学盈利能力显著提升 18

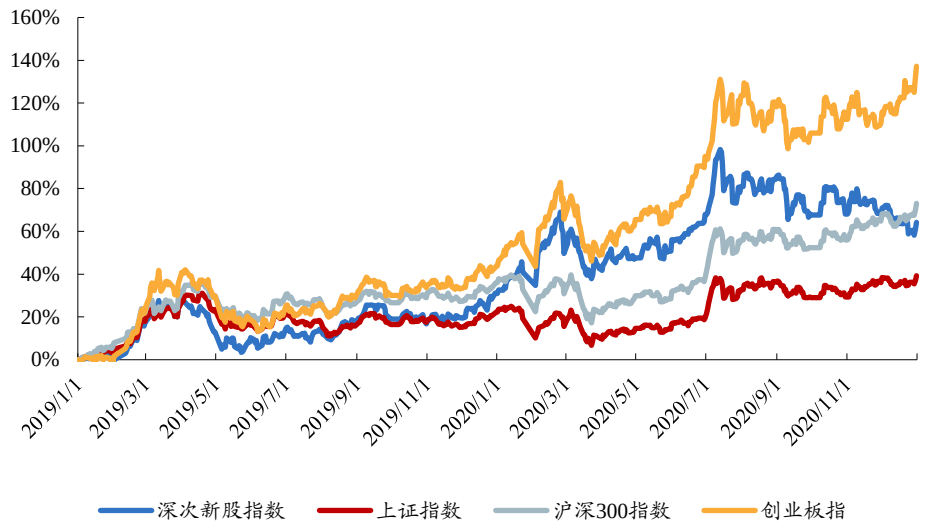
表 1： 本期主板和中小板共开板新股 5 只，平均开板涨幅 74.0% 4
表 2： 本期科创板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 115.9% 4
表 3： 本期创业板 9 家新股上市，上市首日涨幅 158.8% 5
表 4： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 5： 本批科创板注册新股基本面一览 6

表 6: 本批创业板注册新股基本面一览 6
表 7: 下周创业板询价新股基本面一览 7
表 8: 开源中小盘次新股重点跟踪组合 7
表 9: 浩欧博募集资金的主要用途 8
表 10: 可比公司对比（2017-2019）：浩欧博盈利能力与行业平均持平 10
表 11: 传智教育募集资金的主要用途 11
表 12: 可比公司对比（2017-2019）：传智教育盈利能力与行业平均持平 12
表 13: 南网能源募集资金的主要用途 13
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：南网能源盈利能力显著高于行业平均 15
表 15: 药易购募集资金的主要用途 16
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：药易购盈利能力略高于行业平均 17
表 17: 聚石化学募集资金的主要用途 18
表 18: 可比公司对比（2017-2019）：聚石化学盈利能力与行业平均持平 20

1、 深次新股指数本期上涨 0.39%，表现不及沪深两市

本期（2020 年 12 月 21 日至 12 月 31 日，下同）深证次新股指数上涨 0.39%，表现不及上证指数（+2.30%）、沪深 300 指数（+4.23%）、创业板指（+6.67%）。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 74.0%，低于上期的 87.5%。本期科创板共有 9 家公司上市，上市首日平均涨幅 115.9%，低于上期的 154.7%。本期创业板共有 9 家公司上市，上市首日平均涨幅 158.8%，低于上期的 237.9%。

图1：深次新股指数本期上涨 0.39%，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 74.0%

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
605186.SH	健麾信息	2020-12-22	2020-12-30	14.20	30.15	6	112.32%
605500.SH	森林包装	2020-12-22	2020-12-23	18.97	24.59	1	29.63%
605299.SH	舒华体育	2020-12-15	2020-12-22	7.27	13.80	5	89.82%
003027.SZ	同兴环保	2020-12-18	2020-12-21	40.11	51.98	1	29.59%
003025.SZ	思进智能	2020-12-11	2020-12-21	21.34	44.54	6	108.72%
					均值	4	74.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 115.9%

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
688686.SH	奥普特	2020-12-31	78.49	31.5	36.0	87%	176.2%
688063.SH	派能科技	2020-12-30	56.00	60.2	35.7	169%	320.2%
688618.SH	三旺通信	2020-12-30	34.08	31.8	51.4	62%	79.5%

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
688698.SH	伟创电气	2020-12-29	10.75	33.6	36.3	93%	86.2%
688679.SH	通源环境	2020-12-25	12.05	18.9	25.5	74%	57.8%
688560.SH	明冠新材	2020-12-24	15.87	32.1	39.8	81%	109.7%
688658.SH	悦康药业	2020-12-24	24.36	40.8	50.1	81%	29.9%
688678.SH	福立旺	2020-12-23	18.05	30.0	36.4	82%	59.9%
688668.SH	鼎通科技	2020-12-21	20.07	33.3	51.7	64%	123.7%
			均值	34.7	40.3	88%	115.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板 9 家新股上市，上市首日涨幅 158.8%

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
300894.SZ	火星人	2020-12-31	14.07	25.8	35.8	72%	248.3%
300925.SZ	法本信息	2020-12-30	20.08	28.9	63.4	45%	164.0%
300920.SZ	润阳科技	2020-12-25	26.93	26.1	39.8	66%	66.6%
300922.SZ	天秦装备	2020-12-25	16.05	35.8	38.8	92%	132.4%
300923.SZ	研奥股份	2020-12-24	28.28	38.0	39.8	96%	76.3%
300919.SZ	中伟股份	2020-12-23	24.60	115.6	51.7	223%	245.5%
300918.SZ	南山智尚	2020-12-22	4.97	16.4	27.6	59%	254.1%
300921.SZ	南凌科技	2020-12-22	32.54	34.7	34.7	100%	88.7%
300917.SZ	特发服务	2020-12-21	18.78	28.8	8.3	345%	153.5%
			均值	38.9	37.8	122%	158.8%

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
003032.SZ	**传智教育**	**9.24**	**47.58**	**14.96**	**14.91**	**27.01**	**国内领先的 IT 技术培训机构**	**中公教育、全通教育、昂立教育**
003035.SZ	**南网能源**	**15.08**	**37.91**	**26.93**	**47.80**	**10.51**	**一站式综合节能服务商**	**中材节能、天壕环境、聆达股份**
003033.SZ	征和工业	8.06	25.61	9.91	41.40	21.33	链传动系统的研发、制造和销售	精锻科技、德恩精工、龙溪股份
601963.SH	重庆银行	119.48	0.00	8.52	6.27	11.61	长江上游最早的地方性股份制商业银行	成都银行、贵阳银行、长沙银行
A19196.SH	新炬网络	5.28	47.64	34.70	16.38	44.22	第三方 IT 系统运营维护服务商	海量数据、天玑科技、银信科技
605228.SH	神通科技	15.90	25.61	-2.99	-16.61	18.67	汽车动力系统零部件及膜具	新泉股份、宁波华翔、

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
							供应商	常熟汽饰
605005.SH	合兴股份	11.77	32.57	4.19	-8.26	18.10	汽车电子系统及关键零部件的生产销售	云意电气、永贵电器、电连技术

数据来源：Wind、开源证券研究（注：新炬网络为 2018 年数据）

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
688656.SH	**浩欧博**	**2.59**	**69.48**	**33.08**	**72.90**	**33.28**	**敏性疾病和自身免疫性疾病的体外诊断**	**热景生物、安图生物、硕世生物**
A17284.SH	**聚石化学**	**14.74**	**16.88**	**29.40**	**58.90**	**14.19**	**阻燃剂、改性塑料粒子及制品的研发、生产和销售**	**雅克科技、万盛股份、金发科技**
A17147.SH	富淼科技	11.30	24.41	6.63	5.26	8.83	功能性单体、水溶性高分子、水处理膜及膜应用	宝莫股份、清水源、泰和科技
A20129.SH	银河微电	5.28	26.77	-7.10	-1.74	11.78	半导体分立器件的封装测试	杨杰科技、士兰微、华润微
688819.SH	天能股份	427.44	16.50	23.44	15.27	29.63	电动轻型车动力电池供应商	南都电源、骆驼股份、圣阳股份
A20117.SH	海优新材	10.63	14.86	28.51	37.59	8.92	中高端特种高分子薄膜研发、生产和销售	福斯特、东方日升、上海天洋

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
A19384.SZ	**药易购**	**22.89**	**8.91**	**20.12**	**20.41**	**14.21**	**“院外市场”医药流通综合服务商**	**九州通、同济堂**
300928.SZ	华安鑫创	8.56	15.74	1.25	35.20	13.79	汽车座舱电子软硬件配套供应商	韦尔股份、润鑫科技、诚迈科技
300930.SZ	屹通新材	3.06	28.95	9.61	12.42	21.13	高品质铁基粉体制造商	安泰科技、黄河旋风、格林美
300929.SZ	华骐环保	5.53	26.76	27.95	63.33	13.73	基于 BAF 工艺的水环境治理服务	中环环保、国祯环保、国中水务
A19290.SZ	中辰电缆	20.94	15.85	3.57	41.47	9.27	电力电缆、裸导线和电气装备	汉缆股份、杭电股

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
							用电线电缆	份、尚纬股份
300931.SZ	通用电梯	4.56	31.75	8.13	7.86	14.54	电梯、自动扶梯、自动人行道解决方案	康力电梯、快意电梯、梅轮电梯

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：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
2021/1/5	300929.SZ	华骐环保	5.53	26.76	27.95	63.33	13.73	基于 BAF 工艺的水环境治理服务	中环环保、国祯环保、国中水务
2021/1/6	300930.SZ	屹通新材	3.06	28.95	9.61	12.42	21.13	高品质铁基粉体制造商	安泰科技、黄河旋风、格林美
2021/1/6	300931.SZ	通用电梯	4.56	31.75	8.13	7.86	14.54	电梯、自动扶梯、自动人行道解决方案	康力电梯、快意电梯、梅轮电梯

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：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	331.00	283	智能音频 SoC 芯片设计龙头
688510.SH	航亚科技	35.43	194	航空发动机精锻叶片及骨科锻件生产
688777.SH	中控技术	100.20	126	本土工业控制软件龙头
300894.SZ	火星人	49.00	79	高端集成灶领先企业
688063.SH	派能科技	258.62	148	家用储能行业引领者
688133.SH	泰坦科技	133.73	127	科研产品一站式服务提供商
688179.SH	阿拉丁	79.80	122	本土高端科研试剂制造商

数据来源：Wind、开源证券研究所

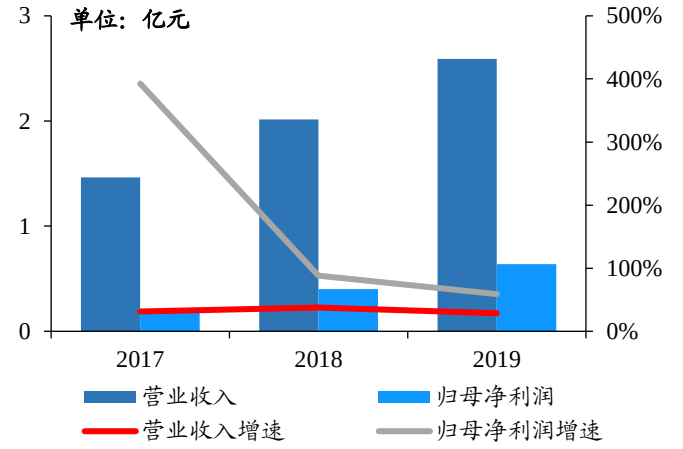
2、 浩欧博（688656.SH）

2.1、 国内过敏原检测领先企业，营收、利润高速增长

公司系国内较早从事过敏原检测的企业之一，在国内过敏检测领域享有较高美誉度和市场占有率。公司主营产品包括过敏检测试剂和自免检测试剂等。2019 年上述产品营业收入分别为 1.7、0.7 亿元，占总收入的比重分别为 67.0%、26.3%。

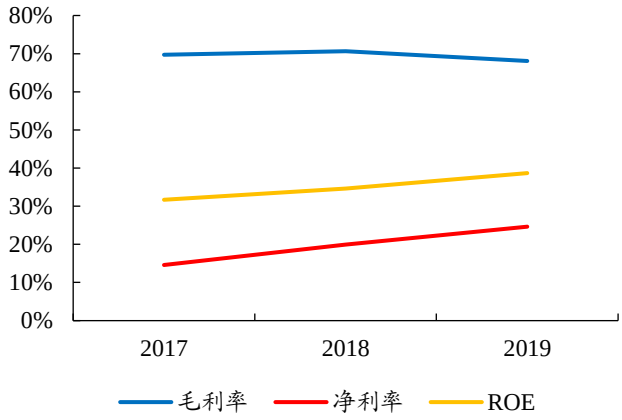
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.5、2.0、2.6 亿元，CAGR 为 33.1%，对应归母净利分别为 0.2、0.4、0.6 亿元，CAGR 为 72.9%，收入、利润均保持高速增长，主要因公司检测产品不断实现进口替代、销售收入持续增加。与此同时，公司费用控制得当、期间费用增速低于收入增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 69.7%、70.6%、68.1%，净利率分别为 14.6%、19.9%、24.6%，ROE 分别为 31.7%、34.6%、38.7%。

图2：浩欧博营收、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：浩欧博盈利能力有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：浩欧博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
新建年产 120 万盒自身免疫性疾病体外诊断试剂项目	26,315.30	本项目预计投资财务净现值为 24,542.28 万元（所得税后），投资回收期为 6.06 年（所得税后）
新建年产 90 万盒过敏性疾病体外诊断试剂项目	21,981.07	本项目预计财务内部收益率 30.82%（所得税后），投资回收期 5.36 年（所得税后）
新建体外诊断试剂研发中心项目	9,661.20	本项目将提升发行人的研发能力，增强技术和产品的持续创新能力，进一步优化现有产品的功能和质量
营销及服务网络平台扩建项目	3,924.22	本项目有利于进一步完善国内市场网络布局，巩固市场地位
合计	61,881.79	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：过敏原检测先发优势明显，产品梯度丰富

公司较早打破欧美过敏原检测垄断，其相关产品在国内市占率较高，先发优势明显。过敏检测的主要市场为 IgE 检测领域，由于人体血液中 IgE 免疫球蛋白的含量仅为 IgG 免疫球蛋白的四万分之一，导致过敏 IgE 检测难度较大，过敏原检测技术存在一定壁垒。公司酶联免疫法产品技术成熟、质量稳定、使用方便，配套仪器要求不高，打破了欧美进口产品在国内过敏原检测领域的垄断地位，为国内过敏原检测的普及和发展做出了贡献，在国内取得较高的市场占有率。**在食物特异性 IgG 检测领域**，公司是较早推出食物特异性 IgG 检测产品的国内厂家，打破了欧美进口产品的垄断，取得了较大的市场份额。**在体外检测领域**，先发优势对于企业间竞争具有非常重要的意义，医院由于使用习惯、进院流程复杂、品牌忠诚度等众多因素的影响，通常不会轻易替换原有品牌，公司作为国内较早从事过敏检测的企业，先发优势明显，为企业后续的市场竞争奠定了良好的基础。

公司在过敏、自免领域产品线丰富，在众多三甲医院得到广泛应用，客户资源优质。公司高度重视新产品、新技术的研发，目前在过敏、自免领域分别形成“酶联免疫法+捕获法”、“酶联免疫法+化学发光法”的“成熟主流产品+新产品”的产品组合，产品梯度丰富，可以满足各级医疗机构对过敏检测、自免检测实施定性检测或定量检测的多样化需求。凭借丰富高质的产品及良好的售后服务，公司产品在全国各级医疗机构特别是众多大型三甲医院得到广泛的应用。大型三甲医院的进入门槛较高，对供应商从产品到服务均有较高的要求，大型三甲医院客户的开发为公司在市场上树立了良好的品牌形象，在国家分级诊疗的政策导向下，基层医院的检测量会逐步上升，基层医院产品选择一定程度会参考上级医院的选择，众多知名三甲医院客户的开拓给公司带来较强的示范性效应，并对公司产品质量形成有力背书，有利于后续的市场开拓。

2.3、 行业大观：过敏检测定量化发展趋势明显，国内市场规模持续增加

行业趋势：技术升级推动过敏和自免检测由定性化向定量化转变。我国过敏检测产业起步较晚。发展初期，我国过敏检测以过敏原定性筛查为主。过敏原定量检测对于过敏诊断以及治疗效果的跟踪和判断具有重要意义。近年来，越来越多的临床医生开始意识到过敏原定量检测的重要临床意义和价值。2014 年以中华医学会风湿病分会组织和发起的《自身抗体检测在自身免疫病中的临床应用专家建议和共识》已经明确提出“自身抗体检测结果建议以定量或半定量的方式表达”。行业专家已形成共识，并清晰指明了未来自身抗体检测由定性检测向定量检测的发展趋势。化学发光定量检测技术在自免检测领域的推出，将加快定量检测在自免检测领域的应用。目前，受到终端使用习惯、收费政策、仪器采购预算、招标周期等诸多因素的限制，目前国内过敏和自免检测仍以定性、半定量为主，定量产品市场占有率的提升将是一个逐步渐进的过程。同时，分级诊疗的实施将直接推动体外诊断产品在基层医疗机构的使用。由于基层医疗机构数量较大，单个医疗机构样本量不大，而价格敏感性较高，性价比高的定性、半定量产品在基层医疗机构存在较大市场空间。

市场容量：过敏疾病诊断、自免疾病诊断需求不断增加，拉动相关检测试剂销售规模持续增长。（1）过敏疾病诊断市场：根据 MARKETS AND MARKETS 发布的《全球过敏诊断市场报告》，2017 年全球过敏诊断市场的规模为 34.9 亿美元。过敏诊断市场以产品和服务为基础，可分为诊断试剂、仪器和服务三大部分，其中诊断试剂在全球过敏诊断市场中占主导地位。预计全球过敏诊断市场将以 10.5%的平均增长率

增长，2022 年规模达到 57.4 亿美元。标点信息在我国过敏诊断市场现状及研发现状基础上，结合我国人口总数、人口结构等各方面因素，结合市场过去发展速度，预计到 2023 年我国过敏诊断市场规模在 9.3 亿元左右，2018~2023 年复合增长率在 15%左右。**（2）自身免疫性疾病诊断市场**：MARKETS AND MARKETS 预计全球自身抗体检测市场将以 8.9%的平均增长率增长，2022 年规模可达到 47.33 亿美元。标点信息预计到 2023 年我国自身抗体检测市场规模在 22.28 亿元左右，2018～2023 年复合增长率在 14%左右。

表10：可比公司对比（2017-2019）：浩欧博盈利能力与行业平均持平

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（%）
热景生物	21.69	73.12	16.04	10.38
安图生物	38.34	66.57	29.37	34.81
硕世生物	24.18	81.76	29.00	20.08
平均	28.07	73.82	24.80	21.76
浩欧博	33.08	68.07	24.64	38.68

数据来源：Wind、开源证券研究所

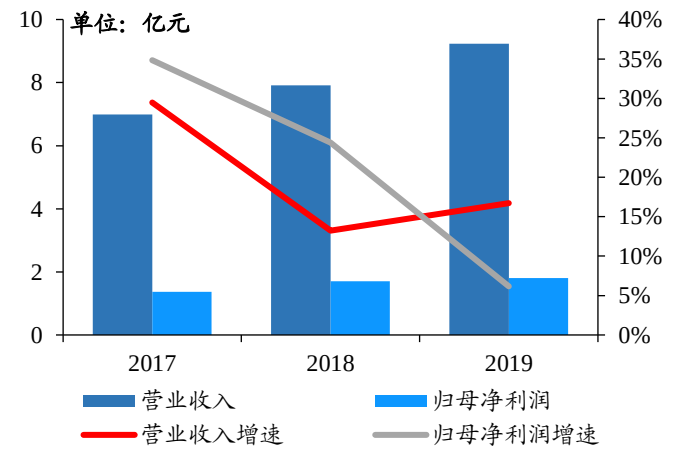
3、 传智教育（003032.SZ）

3.1、 国内领先的 IT 技术培训企业，收入、利润持续增长

公司是一家国内领先的从事非学历、应用型计算机信息技术教育培训的高新技术企业，其主营业务包括 IT 短期培训、IT 非学历高等教育培训等。2019 年公司相关收入分别为 8.5、0.4 亿元，占总收入的比重分别为 92.0%、3.8%。

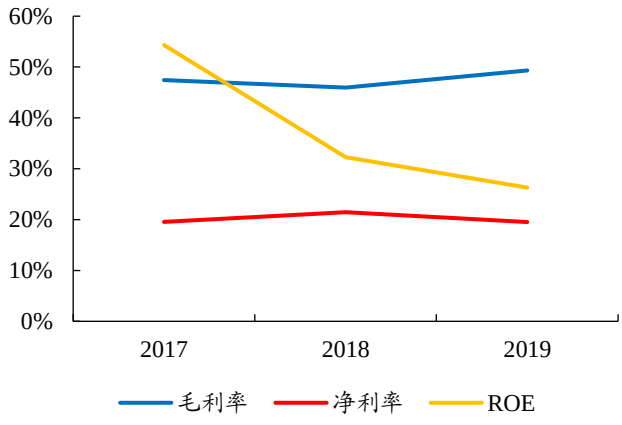
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 7.0、7.9、9.2 亿元，CAGR 为 15.0%，对应归母净利分别为 1.4、1.7、1.8 亿元，CAGR 为 14.9%。收入、利润持续增长主要受益于招生人数的增长以及管理能力的提升。2017 至 2019 年毛利率分别为 47.4%、46.0%、49.3%，净利率分别为 19.5%、21.5%、19.5%，ROE 分别为 54.3%、32.3%、26.3%。

图4：传智教育营收、利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：传智教育净利率持续提升，但 ROE 有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：传智教育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
IT 职业培训能力拓展项目	28,266.84	本项目将进一步扩大公司培训网络的覆盖范围，完善公司的营销、培训、服务体系
IT 培训研究院建设项目	11,242.59	本项目将持续对公司课程体系进行完善和创新，进而扩大公司的主营业务收入和范围，扩大公司服务受众群体，提升公司的核心竞争力
合计	39,509.43	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：IT 教育领域品牌形象良好，营销渠道高效稳定

公司课程内容紧跟当下热点，符合市场实用需求，在 IT 教育领域树立了良好的品牌形象。凭借科学有效的课程研发体系，公司紧跟行业热点自主设计、编制培训课程内容，使培训课程内容具有符合市场实用需求、涵盖最新技术内容、激发学员学习兴趣的特点，有效保障学员能够在培训中获得符合市场需求的技术能力，从而实现其获得更好工作岗位的培训目标。公司通过对学员数据的精准分析，为学员培训初期测评、培训模式及培训课程选择、日常培训管理、未达目标学员重点帮辅、就业指导咨询、就业后持续服务等六个方面提供个性化服务方案，有效提升了培训效果和学员满意度。公司先后荣获腾讯网教育 2016 年度总评榜“公信力教育品牌”、百度教育 2017 年度盛典“年度品牌视频机构奖”、百度教育 2017 年度盛典“知名 IT 教育品牌奖”、2017 新浪教育盛典“中国品牌实力教育集团奖”、新华网“2018 年度影响力教育集团奖”、2019 教育产业未来峰会“2019 教育产业影响力企业 TOP50” 等奖项，良好的品牌形象与行业口碑是公司保持良好经营业绩的重要支撑。

公司建立了口碑营销、高校合作营销、网络营销三种高效的营销渠道，为公司持续获得客户资源提供保障。（1）口碑营销：公司采用学员亲身体验营销、全方位培训服务体系营销、就业成果输出营销等策略，建立了行业内独有的口碑营销体系。该种营销渠道可信度高、成本低，目前公司大部分客户均来自于老用户的口碑推荐；**（2）高校合作营销：**依托多年的行业培训经验和优质的教学资源积累，公司从高校、教师和学生的不同需求出发，为高校提供全方位的教学内容资源、教学支持平台和就学实训服务等支持，从而与高校建立了稳固的合作关系。目前，公司已与 1,700 余所高校达成课程内容及教学支持合作，与 400 余所高校达成就业实训合作，形成了公司全方位高校合作系统，有效提升了公司在高校中的知名度和影响力；**（3）网络营销：**通过行业论坛、外部新兴媒体平台、微博及微信矩阵号、自制短视频、动画节目、视频营销、口碑营销等多种营销方式持续引入潜在用户，再通过自建营销平台、流量平台、社群运营精细化分类潜在用户，构建了传智教育特有的网络整合营销体系。该体系辐射用户超过千万，大幅提升了潜在用户对传智教育的品牌认知度及知名度。

3.3、 行业大观：新兴 IT 技术蓬勃发展，拉动国内 IT 培训行业快速成长

行业趋势：下游人工智能、云计算、物联网等新一代信息技术快速发展，对 IT 相关岗位人才需求进一步增加，从而带动 IT 教育培训向专业化、精细化发展。随着人工智能、云计算、物联网、智能终端、大数据等新一代信息技术的发展，以及与各产业的深度融合形成的各行业信息化、互联化趋势，IT 产业应用领域将更广泛，IT 相关岗位的人才需求将进一步增加，从而将带动 IT 教育培训行业快速发展。受 IT 技术应用领域广泛、不同技术交互促进的影响，近年来 IT 技术变革加快，用人

单位对 IT 人才的专业化、精细化要求不断提高，这就要求 IT 教育培训企业不断更新授课内容，使之符合 IT 行业实践的发展，对不同的人才因材施教，提升培训课程的专业化、精细化。

市场容量：IT 行业的景气使得 IT 人才需求持续增长，从而促进 IT 教育培训行业的快速发展。2018 年我国 IT 培训行业规模约达 500 亿，发展潜力较大。根据工信部统计数据，2012-2018 年中国 IT 行业整体收入和利润高速增长，IT 行业整体收入由 2012 年的 24,794 亿元增长至 2018 年 63,061 亿元，整体利润由 2012 年 3,366 亿元增长至 2018 年 8,079 亿元，收入和利润的年均复合增长率分别为 16.83%和 15.71%。从 IT 行业从业人员数量的变化来看，2012 年-2018 年我国 IT 行业从业人员数量由 418 万上涨到 2018 年的 643 万，年均复合增长率为 7.44%。IT 从业人员的增长使得 IT 教育培训需求不断增加。据前瞻产业研究院的测算，我国 IT 教育培训行业市场规模由 2012 年的 139 亿元增长至 2018 年的 500 亿元，CAGR 为 23.78%，未来仍有较大的上升潜力。

表12：可比公司对比（2017-2019）：传智教育盈利能力与行业平均持平

公司名称	近 3 年营业收入年均复合增速（%）	2018 年毛利率（%）	2018 年净利率（%）	2018 年 ROE（%）
中公教育	17.34	58.45	19.67	60.71
东方时尚	-2.54	51.54	22.85	14.02
昂立教育	17.79	41.13	0.34	4.96
平均	10.86	50.37	14.29	26.56
传智教育	14.96	49.33	19.52	26.29

数据来源：Wind、开源证券研究所

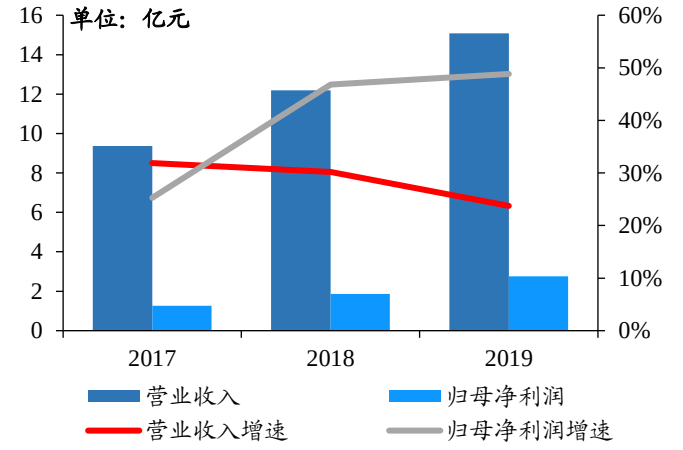
4、 南网能源（003035.SZ）

4.1、 一站式综合节能服务商，利润高速增长

公司主要从事节能服务，为客户能源使用提供诊断、设计、改造、综合能源项目投资及运营维护等一站式综合节能服务。2019 年公司节能服务业务、资源综合利用业务收入分别为 13.1、1.4 亿元，占总收入的比重分别为 86.76%、9.18%。

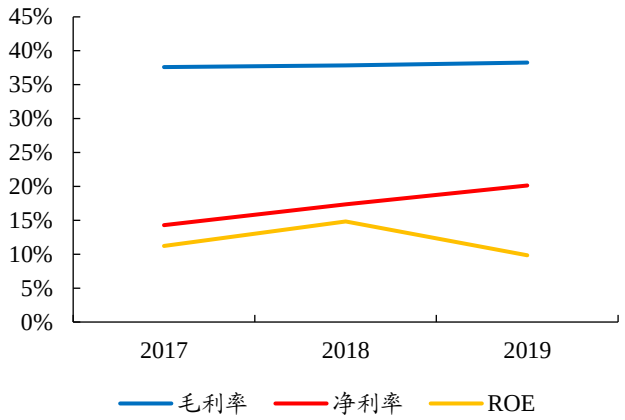
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 9.4、12.2、15.1 亿元，CAGR 为 26.9%，对应归母净利分别为 1.3、1.9、2.8 亿元，CAGR 为 47.8%。归母净利润高速增长主要受益于规模效益、品牌效益提升所带来的管理费用率下降。2017 至 2019 年毛利率分别为 37.6%、37.9%、38.3%，净利率分别为 14.3%、17.3%、20.1%，盈利能力较高，ROE 分别为 11.2%、14.8%、9.8%。

图6：南网能源归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：南网能源盈利能力突出



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：南网能源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
建筑节能服务拓展项目	80,000.00	本项目预计内部收益率（所得税后）8.00%、投资回收期（所得税后）8.50 年
分布式光伏合同能源管理项目	62,191.08	本项目预计内部收益率（所得税后）8.00%、投资回收期（所得税后）9.00 年
生物质气化供热项目（河南长领食品有限公司生物质气化技术改造项目）	2,940.00	本项目预计内部收益率（所得税后）12.23%、投资回收期（所得税后）6.50 年
城市照明节能服务拓展项目	3,403.66	本项目预计内部收益率（所得税后）8.40%、投资回收期（所得税后）6.88 年
偿还银行贷款	25,000.00	本项目将降低本公司资产负债率、改善财务状况，为本公司实现战略发展目标提供有力的资金保障
合计	173,534.74	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、公司亮点：节能系统解决方案行业领先，品牌形象良好

节能服务具有一定的技术门槛，公司的能耗监测、智能诊断系统解决方案被多个行业广泛采用，市场认可度高。节能服务作为新兴产业，一直处在不断的技术更新和技术进步过程中，是具有较高技术门槛的产业。公司一直关注并跟踪节能环保领域的技术进展，在工业节能、建筑节能、城市节能环保等领域建立起完善的开发以及运维管理体系。公司研发的“看能”系统不仅可以实现智能监控，让用户实时掌握能耗实时状况，了解能耗结构，计算和分析各种用能设备的能耗水平，监控各个运营环节的能耗异常情况，挖掘节能潜力，还可以整合设备、人员、技术等关键资源，进行智能分析与自动寻优，协助现场运维人员提高工作效率，降低运维成本。此外，公司自设立以来进行了大量的节能诊断分析，先后为多家用能单位成功实施了节能改造。工业节能领域涉及钢铁、汽车、家电、食品、石化、玻璃等多个行业，建筑节能领域完成医院、学校、酒店、办公楼宇、商业广场等多场景的节能改造。在项目积累的过程中，公司建立了自己的技术标准体系，逐渐形成具有自身特色的系统集成解决方案。

公司作为国家发改委备案和国家工信部推荐的节能服务公司，品牌形象良好，信用度高。在合同能源管理模式下，由于改造投资规模大，运营维护期和效益分享期长，因此客户在选择合作方时会充分考虑节能服务公司综合实力，包括持续经营能力、服务能力以及企业资信问题等。公司凭借自身的综合实力，成功实施了多领域的节能改造项目，不仅积累了大量丰富的项目实例，创造了良好的经济效益和社会效益，还赢得了各级政府有关部门给予的认可推荐和荣誉。公司作为工信部推荐的节能服务公司，是唯一同时获得 3 项 5A 评级（最高评级）的节能服务公司。2016 年，公司被中国节能协会节能服务产业委员会评为“十二五节能服务产业突出贡献企业”。2017 年，公司获得全国工业节能与清洁生产协会颁布的“2017 全国节能服务公司百强榜第一名”，并且获得广东省节能服务甲级机构。2018 年，公司入选国务院国资委“双百企业”名单。2019 年公司入选国家发改委第四批混合所有制试点企业。2020 年，公司荣获广东省节能协会颁发的“广东节能突出贡献奖”。良好的社会形象及较高的社会信用为公司继续拓展节能服务业务提供强有力的保障。

4.3、 行业大观：节能标准体系逐渐完善，行业产值持续提升

行业全景：上游节能供应商类型丰富，供给保持平稳；下游应用广泛，拉动行业快速发展。公司所在行业系节能服务业，上游供应由于节能措施的不同，涉及到各类设备生产行业，如泵、风机、空压机、电机、光伏组件、逆变器等。近年来，我国装备制造业发展迅速，泵、风机、空压机、电机、光伏组件、逆变器等主要节能设备生产厂商众多，行业发展较为成熟，能够保持健康有序的竞争态势，供求状况基本稳定，行业技术水平和质量状况能够满足本行业需求。下游涉及汽车、家电、食品加工等各类工业领域以及酒店、医院、购物中心等商用或公共建筑设施。广泛的客户资源是国内节能服务行业得以迅速发展的有力保障。

行业趋势：法律法规体系及节能标准体系逐步完善，节能服务质量和效率明显提升。“十一五”期间，我国颁布了《中华人民共和国可再生能源法》并且修订了《中华人民共和国节约能源法》，为节能工作的开展提供了明确的法律基础；颁布了《民用建筑节能条例》和《公共机构节能条例》，法规明确了开展用能系统节能、能耗统计、能源审计和合同能源管理等节能工作的发展方向；许多地方政府也根据本地区的节能工作特点制定了地区性的节能行政法规和政策。目前，我国已经基本形成节能标准体系，实现对节能服务领域的全面覆盖，促进了许多先进适用技术通过标准得以推广。随着节能法律法规体系的逐步完善，节能标准的逐步提高和监管制度的不断创新，无法满足行业节能标准及不符合行业监管的节能服务企业将逐步被市场淘汰，节能服务行业的服务质量和效率都将得到提升。

市场容量：节能服务行业产值、从业人员均持续增长，节能减排效果提升显著。近年来，节能服务产业总产值不断增长，呈逐年上涨趋势。中国节能协会数据显示，2019 年我国节能服务产业总产值达 5,222 亿元，同比增长 9.38%。节能服务从业队伍不断发展壮大，截至 2019 年底，全国从事节能服务产业的企业总数达 6,547 家，比“十二五”末期增长 20.66%，行业从业人数达 76.10 万人，比“十二五”末期增长 25.37%。最近三年节能服务产值增速较过去增长势头虽有所减缓，但仍保持近 15%的快速增长，节能服务产业依然是拉动国民经济增长的积极因素，也发挥着战略性新兴产业的支柱作用。与此同时，根据中国节能服务产业协会数据，2011-2019 年中国节能服务行业节能减排能力呈现稳定上升趋势，2019 年节能能力为 3,801 万吨标准煤，年减排二氧化碳 10,300 万吨。节能服务产业在节约能源、提高能源效

率、降低二氧化碳排放等方面发挥着日益重要的作用，同时也对雾霾治理、应对气候变化做出了积极贡献。

表14：可比公司对比（2017-2019）：南网能源盈利能力显著高于行业平均

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（%）
中材节能	16.19	19.65	6.23	7.21
天壕环境	-4.56	25.30	0.59	1.35
聆达股份	-0.78	54.26	15.42	2.10
平均	3.61	33.07	7.41	3.55
南网能源	26.93	38.26	20.13	9.84

数据来源：Wind、开源证券研究所

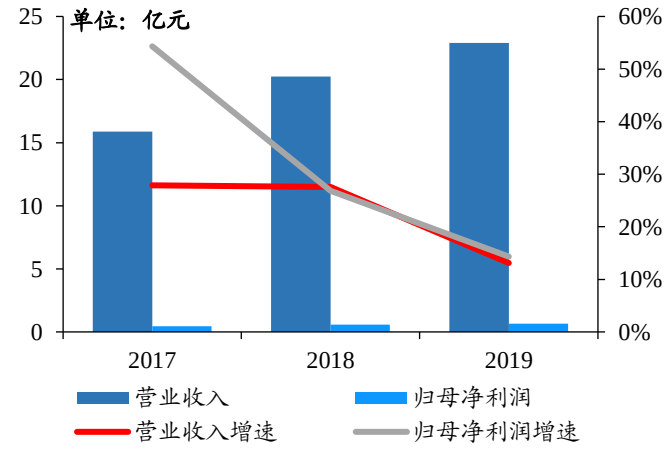
5、 药易购（A19384.SZ）

5.1、 “院外市场”药物流通综合服务商，营收、利润持续增长

公司是一家专注于“院外市场”的医药流通综合服务商，通过大数据技术、高效的仓储及物流系统等逐步减少院外市场中间流通环节，为广大的社区医药终端和基层医疗机构提供便捷、高效、低成本的医药流通服务。公司主营的医药产品按销售渠道可分为终端纯销、商业分销及医药零售三种，2019 年营业收入分别为 13.1、9.5、0.2 亿元，占总收入的比重分别为 57.1%、41.4%、0.9%。

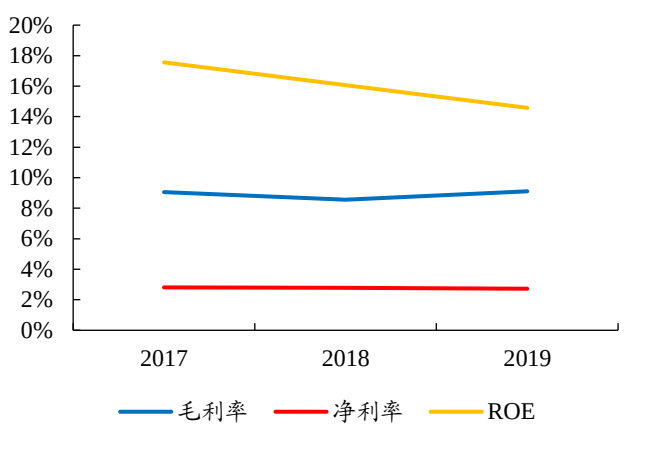
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 15.9、20.2、22.9 亿元，CAGR 为 20.1%，对应归母净利分别为 0.4、0.6、0.6 亿元，CAGR 为 20.4%，收入、利润均持续增长，主要因公司进行了客户结构经营重心的战略调整和优化，使得收入增速较快的社区医药终端和基层医疗机构的终端纯销渠道占比持续提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 9.1%、8.6%、9.1%，净利率分别为 2.8%、2.8%、2.7%，ROE 分别为 17.6%、16.1%、14.6%。

图8：药易购营收、利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：药易购毛利、净利保持平稳，ROE 小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：药易购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
合纵医药电商物流中心项目	20,271.44	本项目有利于扩大公司的药品仓储物流能力，提升仓储物流效率
药易达物流配送体系建设项目	4,393.49	本项目将升级现有物流配送体系，提高综合物流配送能力
电子商务平台优化升级项目	3,355.96	本项目可实现公司业务体系与电商平台的深度融合和精准匹配，增强系统的可开发性，深度满足公司业务发展需要
补充流动资金项目	20,758.78	本项目可有效缓解公司资金压力，保障了公司业务正常运营及未来发展
合计	48,779.67	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：医药品种体系完善，线上线下销售渠道丰富

公司深耕四川医药销售市场，建立了完善的医药品种体系。经过多年的积累，公司已取得 1,200 多家制药企业 7,100 余个医药品种的全国或区域代理、经销资格，成为 700 多家制药企业 4,000 余个品种的指定二级分销商。公司目前以四川省作为主要市场，已经覆盖了省内 80%以上的医药连锁企业、60%以上的单体药店和 40%以上的诊所，并形成 700 余家下级分销商的医药分销体系。与此同时，公司经营的医药类产品数量超过 22,000 个，覆盖西药、中成药、中药饮片、食品和保健食品、医疗器械及非药品等多个类别，能有效满足院外医药终端常见病患的药品采购需求，为终端客户在本公司进行一站式采购奠定了基础。丰富完善的品种覆盖成为公司提升终端客户黏性及单客采购量的重要手段。

加快发展医药电商，物流配送体系高效。医药电商是药品流通行业拓展销售渠道，丰富销售手段的重要渠道。公司自建的 B2B 电商平台目前注册用户数量超过 71,000 家。2017-2019 年度，公司电子商务平台注册用户数量和周活跃用户数量的年均复合增长率分别为 40.98%、45.33%；电子商务业务收入从 2017 年的 5.03 亿增长到 2019 年的 11.33 亿，年均复合增长率为 50.08%；其中每年“119 医药电商狂欢节”单日成交金额从 2017 年的 5,107 万增长至 2019 年的 1.54 亿，各项指标均呈显出持续快速增长的趋势。与此同时，为保证快捷、高效、低成本运营的物流配送，公司设置了符合各类药品贮存要求的阴凉库、冷库及常温库，储存面积超过 26,000 平方米，存储能力大幅提升。公司通过对信息化平台进行持续改进，进一步加强了仓库管理，合理控制药品储存规模、提高仓储利用效率、降低经营成本，使得运营效率进一步提高。

5.3、 行业大观：医药流通平台中心价值凸显，院外市场占比快速提升

行业全景：院外流通行业上下游供求关系不平衡，流通领域中心作用进一步放大。公司所在行业系院外药品流通行业，上游主要为医药制造企业，其数量众多，但每家企业仅拥有为数不多的优势品种。下游销售终端更为分散，且单个主体对药品品种数量的需求很大，最少也需要配备 2,000 至 3,000 个品种。在此格局下，任何单一的医药制造企业都无法仅凭自有的优势品种就能满足下游医药终端对品种齐全度的需求，下游医药终端也注定无法直接向上千家制药企业分别采购。而大型医药流通企业在品种资源汇聚、购销渠道建设、交易撮合和物流配送等方面的优势，将有效切中上下游供求关系不平衡的痛点，凸显其作为医药流通大平台的中心价值。

行业趋势：（1）“医药流通+互联网”成为提高运营效率的必要手段。传统医药流通业务与新兴电子商务技术的有效结合，能够帮助药品流通企业显著提高运营效率，同时也能为终端用户提供便捷的采购体验，提升客户满意度。国家“互联网+”政策的推进、医疗卫生体制改革的深入、消费者“大健康”理念的形成、网络信息化技术的应用，为医药电商发展创造了良好的政策、市场和技术环境，行业迎来快速发展期；**（2）提升综合服务能力是拓展终端纯销业务的必然途径。**在“终端为王”的战略前提下，如何能够有效满足各类型医药终端的全方位需求成为重中之重。院外流通企业未来将发挥自身药品管理优势和现代物流技术优势，以创新服务方式提升公司的市场竞争力，实现由传统单一的配送商逐步转向医药流通综合服务商的战略转型。

市场容量：药品流通市场规模超万亿，院外市场占比快速提升。从药品流通市场规模看，随着我国经济的发展以及居民对于医疗保健消费的不断增加，我国医药流通行业呈现持续快速增长趋势。2010 年至 2019 年，我国药品流通行业销售总额由 7,084 亿元增长至 23,667 亿元，增幅达 234.09%。**从药品流通终端看，**目前医院市场依然是我国药品零售市场的核心，但受医疗体制改革新政下的全面取消药品加成、两票制、分级诊疗等一系列政策影响，未来医院市场的发展会继续受限，规模占比将进一步下降；而院外市场则将呈现增速加速上升的趋势，产业结构将不断调整。根据中国医药工业信息中心预测，到 2020 年，药品零售市场中三大终端占总体市场的比重将演变为 54.6%、18.1%和 27.2%，院外市场的整体占比将从 2013 年的 35.7%增加至 45.3%，形成数千亿级的市场增量空间。

表16：可比公司对比（2017-2019）：药易购盈利能力略高于行业平均

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（%）
九州通	16.00	8.75	1.79	9.32
同济堂	-32.43	19.23	2.94	1.99
平均	16.00	8.75	1.79	9.32
药易购	20.12	9.11	2.72	14.58

数据来源：Wind、开源证券研究所

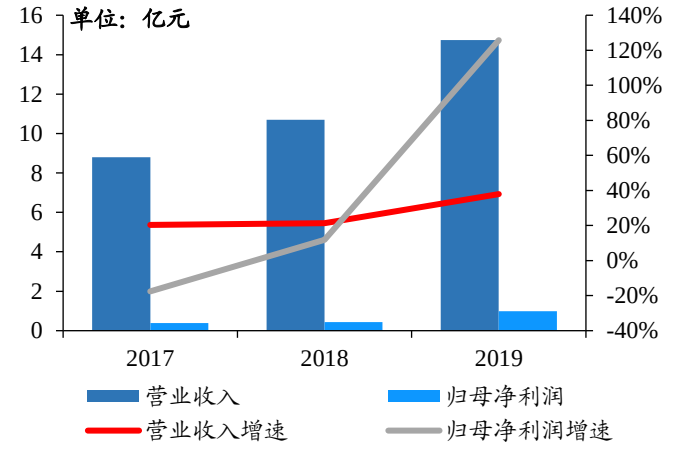
6、 聚石化学（A17284.SH）

6.1、 改性塑料制品生产商，收入、利润高速增长

公司的主营业务为阻燃剂、改性塑料粒子及制品的研发、生产和销售。2019 年改性塑料粒子、改性塑料制品、改性塑料助剂营业收入分别为 7.8、4.8、1.1 亿元，占总收入的比重分别为 53.3%、32.5%、7.7%。

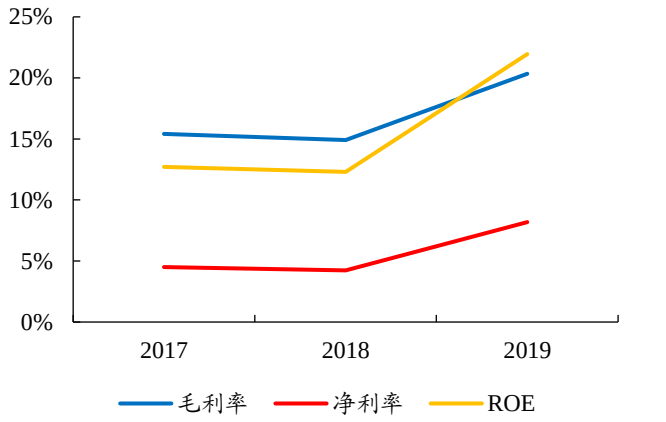
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 8.8、10.7、14.7 亿元，CAGR 为 29.4%，对应归母净利分别为 0.4、0.4、1.0 亿元，CAGR 为 58.9%，收入、利润均高速增长，主要系公司进行“阻燃剂+改性塑料粒子+改性塑料制品”产业链上下游延伸，产品价值链不断延伸；随着公司销售规模持续扩大产生规模效益，利润快速增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 15.4%、14.9%、20.3%，净利率分别为 4.5%、4.2%、8.2%，ROE 分别为 12.7%、12.3%、22.0%。

图10：聚石化学收入、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：聚石化学盈利能力显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：聚石化学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 40,000 吨改性塑料扩建项目	34,758.96	本项目预计内部收益率（所得税后）20.68%、投资回收期（所得税后）6.56 年
无卤阻燃剂扩产建设项目	4,021.71	本项目预计内部收益率（所得税后）29.44%、投资回收期（所得税后）5.03 年
研发中心建设项目	5,265.50	本项目将增强公司技术研发能力，为终端市场开展技术支撑
补充流动资金	5,000.00	本项目有利于改善公司财务结构，提升公司盈利能力
合计	49,046.17	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、公司亮点：产业链融合服务能力突出，改性塑料客户资源优质

公司凭借领先的技术不断进行产业链上下游整合，服务反应能力迅速。多年来，公司不断加大研发投入，积累了丰厚的技术底蕴。改性塑料行业下游客户需求差异大，产品品种繁多，具有很强的不确定性。公司“改性塑料助剂（阻燃剂）+改性塑料粒子+改性塑料制品”产业链上下游延伸的经营模式使得售前可以对下游不同客户的特定需求作出快速反应；销售过程中，则会为客户提供专业的咨询服务甚至参与到客户的研发进程，并依据客户对改性塑料的个性化、差异化需求，及时调整阻燃剂以及其他助剂的配方构成，改良相关生产工艺，制造出客户满意的产品。公司会根据客户不同的需求，提供从需求分析、研究开发、生产制造、应用评估到专业服务的定制化新材料解决方案，具备贯穿上下游环节的产业链融合服务能力和快速反应优势。

公司深耕改性塑料行业多年，凭借良好的信誉和产品质量，形成了一定的品牌知名度，积累了一批国内外优质客户。公司坚持“聚焦战略客户，创新协同成长”的理念，在拓展某一细分应用领域的客户时，倾向于集中优势资源重点开发该细分市场的领头羊企业，待其成为公司的战略客户后，围绕客户制定相应产品研发计划，与战略客户共同成长。在上述营销理念的指引下，公司持续优化资源的配置，构建了不同细分领域的优质客户生态。无卤阻燃剂的客户有国际知名化工企业 AkzoNobel（阿克苏诺贝尔）等；节日灯饰类改性塑料客户有全球知名的节日灯饰类生产企业力升集团、中裕电器等；家电类改性塑料客户有中国知名家电品牌美的和格兰仕；

汽车类改性塑料的主要客户有东风日产汽车一级供应商佛山新明纤维树脂制品有限公司、一汽大众一级供应商宝适汽车部件（太仓）有限公司等；PS 扩散板客户有韩国三星电子、韩国 LGE 供应链企业韩国 JINFU 等。优质的客户结构保障了公司长期持续稳定发展并提高公司市场知名度和美誉度。

6.3、 行业大观：改性塑料制品应用广阔，行业规模持续增长

行业全景：上游原材料受原油价格波动影响较大，下游应用分散，对行业需求近年来保持增加态势。公司所在行业系改性塑料行业，上游 PP、PE、PC、PS 等通用树脂材料源于石油化工行业，受国际原油价格波动影响明显。当前国际形势复杂、贸易保护主义抬头、贸易摩擦频发、中东大国博弈紧张局势加剧等，都会直接引发原油价格的波动，进而通过产业链层层传导并最终影响产品成本。下游包括节日灯饰、电子电器、电线电缆、汽车、液晶电视、医疗卫生等领域。近年来，美国节日灯饰市场需求的稳步增长、韩国三星电子及韩国 LGE 全球液晶电视出货量以及国内家用电器等下游行业均快速增长。

行业趋势：（1）通用塑料工程化。尽管工程塑料新品不断增加，应用领域不断拓宽，但在改性设备、改性技术不断发展成熟的今天，通用热塑性树脂通过改性逐渐具有工程化特点，并将进一步抢占部分传统工程塑料的应用市场。**（2）工程塑料高性能化。**随着国内汽车、电子电气、通讯和机械工业的蓬勃发展，工程塑料的需求将大幅上升，各种高强度耐热型工程塑料将得到更加广泛的应用。**（3）改性塑料绿色化。**随着国家环保要求的提高以及人们环保意识的增强，使用环保型改性助剂、进一步研究开发具有可降解、可循环利用等特性的绿色化改性塑料正在成为行业新热点。**（4）改性塑料无卤化。**根据数据统计，火灾中的伤亡事故有 80%是由于火灾前期材料热解时产生的有毒气体和烟雾使人窒息无法逃生所造成的，因此，在提高材料阻燃性的同时，应尽量减少热裂解或者燃烧生成的有毒气体和烟量，改性塑料的无卤化技术必将成为阻燃材料发展的重点。

市场容量：下游材料应用领域出现新业态、新产业、新模式，对改性塑料的需求持续增长。塑料改性技术将种类有限的单一塑料演变为成千上万种新型材料，从而满足不同领域、不同层次和不同方面的要求，极大地拓宽了塑料的应用领域。**（1）无卤阻燃剂行业：**中国阻燃剂的消费量大幅增长，但因没有强制性的阻燃标准，人均阻燃剂消费量仍然保持在较低水平，与发达国家相比阻燃剂消费量水平存在较大差距。根据《中国塑料工业年鉴（2018）》统计数据，2017 年中国阻燃剂消费量约为 46 万吨，在 2008-2017 年期间，中国阻燃剂消费量年复合增长率约为 7.5%；**（2）节日灯饰行业：**据《中国轻工业年鉴》数据显示，我国圣诞灯出口金额由 2011 年的 11.70 亿美元增长至 2017 年的 14.30 亿美元，年均复合增长率约为 3.40%（详见下图），带动节日灯饰类塑料原材料的相应增长；**（3）电子电器行业：**据 Statista 预测，未来 5 年，我国家用电器市场销售规模仍将保持微幅增长，到 2023 年销售量有望达到 9.20 亿台，其中大型家用电器销售量将达到 1.84 亿台，小型家用电器销售量将达到 7.36 亿台。随着我国家电制造业的不断发展，制造技术的不断成熟，越来越多的改性新材料逐步实现对传统材料的替代，将持续保持较快增长。

表18：可比公司对比（2017-2019）：聚石化学盈利能力与行业平均持平

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（%）
雅克科技	27.18	37.14	17.05	6.81
万盛股份	14.45	24.40	7.93	13.91
金发科技	12.51	16.04	4.32	12.12
平均	18.04	25.86	9.76	10.95
聚石化学	29.40	20.34	8.18	21.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、 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