2020 年 12 月 08 日

中小盘研究团队

次新股说：精选层转板上市制度出炉（2020 批次 46、47）

——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 8 家，科创板和创业板注册 12 家**

证监会本批核发新股 8 家（上批 7 家），科创板和创业板注册 12 家（上批 10 家），核发速度与注册速度加快。**主板和中小板：同兴环保**、舒华体育、西上海、彩虹电器、宁波思进、健麾信息、森林包装、中晶科技。**科创板：航亚科技、明微电子、悦康药业、明冠新材**、鼎通精密、通源环境、福立旺。**创业板：特发服务、法本信息**、天秦装备、南山智尚、中伟股份。

2020 年 11 月 27 日，上交所和深交所分别发布新三板精选层挂牌公司转板科创板和创业板上市相关制度。**转板上市门槛方面：**（1）转板公司需在精选层持续挂牌一年以上；（2）满足科创板或创业板现行发行条件；（3）股东人数不低于 1000 人，且在规定期间内股票累计成交量不低于 1000 万股；（4）符合科创板或创业板定位。此外，对于 A 股上市公司的子公司，转板前还需满足分拆上市规定。从目前挂牌精选层公司看，通过精选层挂牌后转板至科创板或创业板的准入门槛并未降低，且转板至科创板的难度显著高于创业板。**转板衔接制度方面：**（1）交易所审核及问询回复期限均从 IPO 的 3 个月缩短至 2 个月；（2）转板上市首日的开盘价原则上为转板公司在精选层的最后一个收盘价；（3）精选层转板上市后，控股股东、实际控制人以及董监高的限售期设置为 12 个月。我们预计符合条件的首批挂牌精选层公司最快可在 2021 年四季度初实现转板上市。转板制度出炉以来，本周精选层公司周换手率达 8.72%，前一周仅 3.40%，本周平均涨幅 7.63%，前一周下跌 0.39%。2021 年精选层转板带来的投资机会值得重视。

● **本期科创板和创业板上会 25 家，主板和中小板上会 11 家，兴嘉生物被否**

本期科创板和创业板上会 25 家，较上期 38 家减少，过会率为 96%。主板和中小板上会 11 家，较上期 5 家有所提升，过会率为 100%。本期科创板与创业板平均募资约 9.58 亿元，高于上期的 6.95 亿元。本期主板和中小板平均募资约 13.7 亿元，高于上期的 11.4 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 137.0%，低于上期的 230.5%。本期创业板上市首日平均涨幅 204.1%，低于上期的 208.0%。本期主板和中小板开板新股 2 只，开板平均涨幅为 74.2%，低于上期的 123.0%。

● **开源中小盘次新股重点跟踪组合**

三只松鼠（电商渠道休闲零食龙头，向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进）、**良品铺子**（国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头）、**万泰生物**（首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量）、**新产业**（化学发光龙头，有望充分受益体外诊断领域国产替代）、**康华生物**（人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大）、**青鸟消防**（消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长）、**豪悦护理**（个人卫生护理用品 ODM 龙头，客户资源优质）。

● **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-转板上市制度明确，打通精选层至 A 股上市通道》-2020.11.29

《中小盘 IPO 专题-新股 2021 年度策略：注册制将全面铺开，打新红利继续》-2020.11.25

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批科兴制药和恒玄科技等值得关注（2020 批次 44、45）》-2020.11.22

目 录

1、 深次新股指数本期下跌 1.11%，表现不及沪深两市 4
2、 航亚科技（A20099.SH） 8
2.1、 专注航空发动机零部件研发，盈利能力显著提升 8
2.2、 公司亮点：精锻工艺技术国内领先，客户资源优质 8
2.3、 行业大观：全球发动机零部件产线向国内转移，市场空间超百亿 9
3、 明微电子（A20084.SH） 10
3.1、 LED 驱动类芯片设计商，产品种类丰富 10
3.2、 公司亮点：深耕 LED 驱动芯片，产品功耗低，供应链关系稳定 11
3.3、 行业大观：集成电路国产替代趋势明显，芯片设计比重持续提升 12
4、 特发服务（A19327.SZ） 12
4.1、 国内高端综合物业管理服务商，营业收入稳步增长 12
4.2、 公司亮点：科技园区物业管理经验丰富，客户资源优质稳定 13
4.3、 行业大观：我国物业管理行业规模超六千亿，服务内容趋于多元化 14
5、 法本信息（A19456.SZ） 15
5.1、 综合性软件技术外包服务商，收入利润快速提升 15
5.2、 公司亮点：全时多区域交付模式保证响应效率，客户资源快速拓展 15
5.3、 行业大观：我国软件技术外包千亿级市场，定制化需求提升明显 16
6、 悦康药业（A20086.SH） 17
6.1、 高端抗感染药品研发商，利润稳定增长 17
6.2、 公司亮点：主营产品市占率全国前三，原料制剂一体化提升毛利率 18
6.3、 行业大观：研发创新化趋势明显，基础抗感染药物国内规模超千亿 18
7、 明冠新材（A18083.SH） 19
7.1、 太阳能电池背板供应商，新客户切入+成本管控推动净利润高速增长 19
7.2、 公司亮点：太阳能电池背板跻身全国前三，成本控制能力突出 20
7.3、 行业大观：光伏发电需求强劲，拉动太阳能电池背板规模同步增长 21
8、 同兴环保（A19171.SZ） 22
8.1、 非电行业烟气治理综合服务商，营收、利润持续增长 22
8.2、 公司亮点：超低排放技术获众多客户认可，市占率国内第二 23
8.3、 行业大观：政策推动非电烟气治理快速发展，国内空间超千亿 23
9、 风险提示 24

图表目录

图 1： 深次新股指数本期下跌 1.11%，表现不及沪深两市 4
图 2： 航亚科技收入、利润保持高速增长 8
图 3： 航亚科技盈利能力持续提升 8
图 4： 明微电子自 2018 年来业绩企稳回升 11
图 5： 明微电子盈利能力保持稳定 11
图 6： 特发服务营收、净利润稳步增长 13
图 7： 特发服务盈利能力保持稳定 13
图 8： 法本信息营收、净利润快速增长 15
图 9： 法本信息盈利能力保持稳定 15

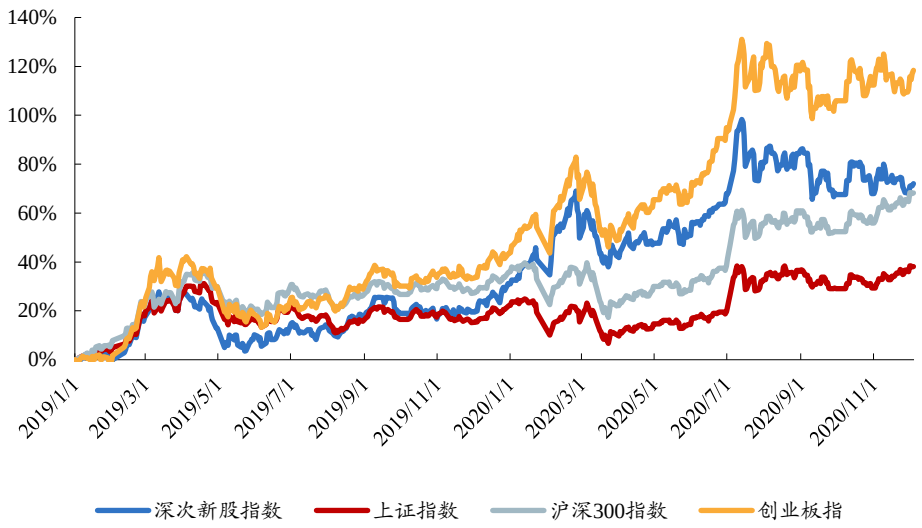
图 10: 悦康药业收入和利润较快增长 17
图 11: “两票制”推动悦康药业毛利率大幅提升 17
图 12: 明冠新材归母净利润高速增长 20
图 13: 明冠新材盈利能力有所提升 20
图 14: 同兴环保营收和利润持续增长 22
图 15: 同兴环保盈利能力有显著提升 22

表 1: 本期主板和中小板共开板新股 2 只，平均开板涨幅 74.2% 4
表 2: 本期科创板共 3 家新股上市，上市首日平均涨幅 137.0% 4
表 3: 本期创业板 7 家新股上市，上市首日涨幅 204.1% 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: 航亚科技募集资金的主要用途 8
表 11: 可比公司对比（2017-2019）：航亚科技成长性显著高于行业平均 10
表 12: 明微电子募集资金的主要用途 11
表 13: 可比公司对比（2017-2019）：明微电子盈利能力优于行业平均 12
表 14: 特发服务募集资金的主要用途 13
表 15: 可比公司对比（2017-2019）：特发服务营收增速高于行业平均 14
表 16: 法本信息募集资金的主要用途 15
表 17: 可比公司对比（2017-2019）：法本信息盈利能力显著高于行业平均 17
表 18: 悦康药业募集资金的主要用途 17
表 19: 可比公司对比（2017-2019）：悦康药业 ROE 高于行业平均，但净利率较低 19
表 20: 明冠新材募集资金的主要用途 20
表 21: 可比公司对比（2017-2019）：明冠新材盈利能力优于行业平均 21
表 22: 同兴环保募集资金的主要用途 22
表 23: 可比公司对比（2016-2018）：同兴环保盈利能力显著优于行业平均 24

1、 深次新股指数本期下跌 1.11%，表现不及沪深两市

本期（2020 年 11 月 23 日至 12 月 04 日，下同）深证次新股指数下跌 1.11%，表现不及上证指数（1.98%）、沪深 300 指数（2.48%）、创业板指（2.39%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 2 只，开板平均涨幅为 74.2%，低于上期的 123.0%。本期科创板共有 3 家公司上市，上市首日平均涨幅 137.0%，低于上期的 230.5%。本期创业板共有 7 家公司上市，上市首日平均涨幅 204.1%，低于上期的 208.0%。

图1：深次新股指数本期下跌 1.11%，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 2 只，平均开板涨幅 74.2%

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
605177.SH	东亚药业	2020-11-25	2020-11-27	31.13	54.24	2	74.24%
605068.SH	明新旭腾	2020-11-23	2020-11-25	23.17	40.37	2	74.23%
					均值	2	74.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 3 家新股上市，上市首日平均涨幅 137.0%

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
688557.SH	兰剑智能	2020-12-02	27.70	31.7	35.8	89%	137.4%
688578.SH	艾力斯-U	2020-12-02	22.73	0.0	52.3	0%	69.6%
688777.SH	中控技术	2020-11-24	35.73	64.0	65.9	97%	204.0%
			均值	31.9	51.3	62%	137.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板 7 家新股上市，上市首日涨幅 204.1%

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
300911.SZ	亿田股份	2020-12-03	24.35	26.7	34.6	77%	163.2%
300915.SZ	海融科技	2020-12-02	70.03	56.4	58.8	96%	104.9%
300916.SZ	朗特智能	2020-12-02	56.52	50.0	50.9	98%	191.7%
300910.SZ	瑞丰新材	2020-11-27	30.26	47.4	28.9	164%	240.4%
300908.SZ	仲景食品	2020-11-23	39.74	46.3	59.7	78%	204.0%
300907.SZ	康平科技	2020-11-18	14.30	30.3	35.7	85%	319.7%
300909.SZ	汇创达	2020-11-18	29.57	38.2	50.6	75%	204.9%
			均值	42.2	45.6	96%	204.1%

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
003027.SZ	**同兴环保**	**7.59**	**40.60**	**43.37**	**57.43**	**29.40**	**钢铁、焦化等非电行业烟气治理综合服务商**	**德创环保、龙净环保、中电环保**
605186.SH	健麾信息	3.00	60.87	13.50	28.80	38.61	药品智能化管理服务	艾隆科技
605500.SH	森林包装	20.46	18.48	-2.57	-5.06	26.54	原纸、瓦楞纸的研发、生产及销售	景兴纸业、山鹰国际、合兴包装
003026.SZ	中晶科技	2.24	42.49	-2.87	17.08	21.26	立器件和集成电路用半导体硅供应商	中环股份、扬杰科技
605299.SH	舒华体育	13.34	41.33	8.56	7.49	16.33	运动健康解决方案供应商	金陵体育、英派斯、乐歌股份
605151.SH	西上海	12.23	19.07	-2.53	5.00	20.24	汽车物流服务、汽车零部件生产	宁波华翔、亚太股份、长久物流
003023.SZ	彩虹电器	10.71	45.18	14.30	38.76	14.84	家用柔性取暖器具、家用卫生杀虫用品	浙江美大、小熊电器
003025.SZ	宁波思进	3.26	39.79	4.77	25.31	19.94	多工位高速自动冷成形装备生产商	宁波东力、慈星股份、宁波精达

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
688658.SH	**悦康药业**	**42.88**	**54.71**	**26.01**	**32.92**	**26.81**	**心脑血管、抗感染、消化系统药物生产**	**丽珠集团、海辰药业、润都股份**
688560.SH	**明冠新材**	**9.46**	**22.32**	**26.12**	**67.90**	**13.58**	**太阳能电池背板供应商**	**赛伍技术、中来股份、福斯特**
688510.SH	**航亚科技**	**2.58**	**34.72**	**62.50**	**178.61**	**3.37**	**航空发动机关键零部件、医疗骨科锻件**	**新研股份、航发科技、航发动力**
688699.SH	**明微电子**	**4.63**	**31.46**	**6.75**	**1.35**	**24.94**	**集成电路研发设计**	**富满电子、晶丰明源、芯朋微**
688679.SH	通源环境	7.74	28.07	35.31	127.26	10.02	提供固废污染修复、固废处理等环境解决方案	万德斯、路德环境、维尔利
688678.SH	福立旺	4.43	38.89	28.08	49.94	17.14	3C、汽车等精密金属零部件制造商	科森科技、精研科技、瑞玛工业
688668.SH	鼎通精密	2.31	43.90	29.96	33.79	20.24	通讯及汽车连接器精密组件供应商	意华股份、徕木股份 、胜蓝股份

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
300917.SZ	**特发服务**	**8.91**	**20.55**	**32.51**	**37.05**	**27.23**	**综合设施管理服务运营商**	**南都物业、新大正**
A19456.SZ	**法本信息**	**13.07**	**29.32**	**74.01**	**73.57**	**23.14**	**信息技术外包服务商**	**博彦科技、赛意信息、诚迈科技**
300918.SZ	南山智尚	17.71	32.02	3.16	15.02	12.07	精纺呢绒及职业西装的生产、销售	九牧王、海澜之家、红豆股份
300919.SZ	中伟股份	53.11	11.15	68.91	214.05	9.15	锂电池正极材料前驱体生产商	华友钴业、容百科技、格林美
A19239.SZ	天秦装备	2.13	38.52	12.01	16.00	15.24	军用防护装置供应商	光威复材、长城军工、新余国科

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
2020/12/8	688678.SH	福立旺	4.43	38.89	28.08	49.94	17.14	3C、汽车等精密金属零部件制造商	科森科技、精研科技、瑞玛工业
2020/12/9	688560.SH	明冠新材	9.46	22.32	26.12	67.90	13.58	太阳能电池背板供应商	赛伍技术、中来股份、福斯特
2020/12/9	688658.SH	悦康药业	42.88	54.71	26.01	32.92	26.81	心脑血管、抗感染、消化系统药物生产	丽珠集团、海辰药业、润都股份
2020/12/9	688679.SH	通源环境	7.74	28.07	35.31	127.26	10.02	提供固废污染修复、固废处理等环境解决方案	万德斯、路德环境、维尔利

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
2020/12/7	300917.SZ	特发服务	8.91	20.55	32.51	37.05	27.23	综合设施管理服务运营商	南都物业、新大正
2020/12/7	300918.SZ	南山智尚	17.71	32.02	3.16	15.02	12.07	精纺呢绒及职业西装的生产、销售	九牧王、海澜之家、红豆股份
2020/12/8	300919.SZ	中伟股份	53.11	11.15	68.91	214.05	9.15	锂电池正极材料前驱体生产商	华友钴业、容百科技、格林美

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	12 月 4 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	52.95	102	国内休闲零食电商龙头，发力线下渠道向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进
603719.SH	良品铺子	60.15	83	国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头
603392.SH	万泰生物	180.81	142	首个本土二价 HPV 疫苗生产商
300832.SZ	新产业	151.36	69	化学发光免疫龙头，国产替代空间广阔
300841.SZ	康华生物	488.16	66	人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大
002960.SZ	青鸟消防	40.57	24	消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长
605009.SH	豪悦护理	189.39	34	个人卫生护理用品 ODM 龙头，客户资源优质

数据来源：Wind、开源证券研究所

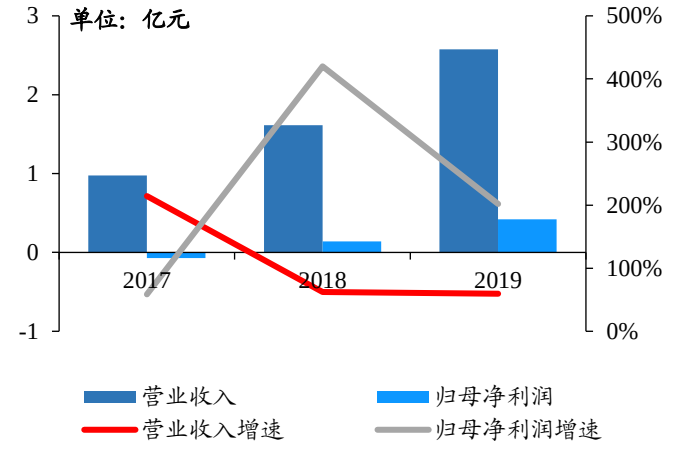
2、 航亚科技（A20099.SH）

2.1、 专注航空发动机零部件研发，盈利能力显著提升

公司专注于航空发动机关键零部件及医疗骨科植入锻件的研发、生产及销售，主营产品包括航空涡扇发动机之压气机叶片、技术开发、医疗骨科锻件、转动件及结构件等。2019 年分别实现营收 1.5、0.4、0.3、0.2 亿元，占总收入的比重分别为 58.8%、17.3%、10.7%和 8.6%。

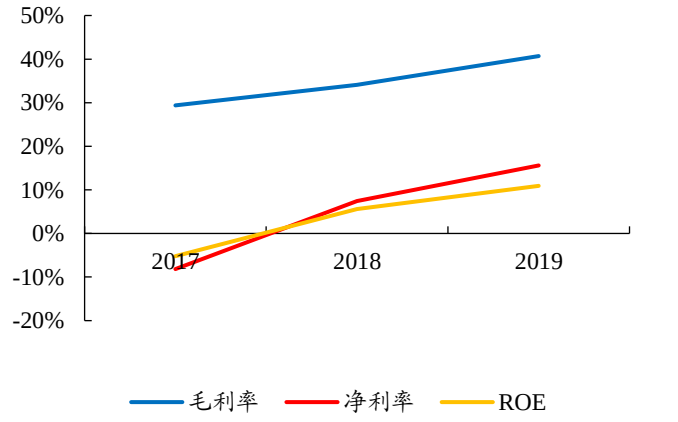
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.0、1.6、2.6 亿元，CAGR 为 62.5%，对应归母净利分别为-0.1、0.1、0.4 亿元。随着下游客户对公司技术实力及产品质量认可度的增加，公司营业收入呈持续增长趋势，规模效应带动盈利能力持续提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 29.4%、34.1%、40.7%，净利率分别为-8.2%、7.4%、15.6%，ROE 分别为-5.2%、5.6%、10.9%。

图2：航亚科技收入、利润保持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：航亚科技盈利能力持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：航亚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
航空发动机关键零部件产能扩大项目	57,823.23	本项目将完善公司业务板块，建设全工序完整的产业化平台，从而提高公司盈利能力
研发中心建设项目	9,378.03	本项目可增强公司自主创新能力、研发能力、产品竞争力
合计	67,201.26	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：精锻工艺技术国内领先，客户资源优质

精锻近净成形技术国内领先，难加工材料制造工艺先进。目前，国内公司在叶片生产上目前仍较多采用模锻+数控加工工艺。模锻作为典型的传统塑性成形技术，其锻造毛坯精度相对较低，需要通过大量后续数控加工才能使得工件符合设计要求。但大量的机加工使得生产制造成本较高，同时会破坏金属流线及部件表面完整性，进而影响部件的应力性与使用寿命。而公司通过精锻近净成形技术的深耕，突破了

航空发动机压气机叶片精锻变形控制、前后缘尺寸控制、组织性能控制、表面完整性控制等关键技术，其可靠性高、一致性好。此外，针对叶片、整体叶盘、盘轴类转动件及整流器、机匣为代表的难加工材料结构件，公司通过持续的研发，大量的试验、技术验证及产品性能验证工作掌握了模具逆向设计及逆向制造、叶片前后缘自适应抛修、复杂曲面快速测量等多项核心技术，工艺技术优势突出。

产品质量获国内外主流大客户认可，品牌形象不断提升。航空发动机与医疗骨科领域均对供应商的资质认证门槛高、评估周期长、切入供应链后粘性较强。以赛峰为例，其合格供应商从资质认证到获得 supply code 和试订单一般需要 2 年左右，进入壁垒较高。与赛峰的合作中，在对 CFM 和 LEAP 相关部件的试订单生产和验证通过后，公司于 2016 年、2017 年开始部分件号批产，产量得以爬坡，并在 2018 年和 2019 年实现产量和销量的飞越，实现营业收入的快速增长。与此同时，医疗骨科领域国产品牌快速崛起，公司客户威高骨科、春立正达均实现骨科植入业务的快速增长。随着公司交付产品的质量持续稳定，交付能力越来越强，公司医疗骨科锻件的销售额也随下游客户的订单增长而持续上升。依托现有客户认可及良好品牌形象，公司在行业内树立了良好的声誉，为业务持续增长提供了保障、

2.3、 行业大观：全球发动机零部件产线向国内转移，市场空间超百亿

产业链全景：上游原材料供给充分，下游新型军机大量研制投产，对零部件需求提升。航空发动机零部件行业上游铸锻件、毛坯件等原材料供应商，在亚洲、欧洲与美洲等区域广泛分布，供给相对充分。下游为发动机整机制造商，其主要应用领域包括民用与军用两个板块。从民用板块来看，我国近年来对民用航空工业的发展的重视极大地刺激了航空零部件行业地发展。从军用板块来看，我国新型军机装备需求逐步扩大。我国正在快速形成以四代机为核心，三代机为主力的空军矩阵。与此同时，我国不断加大新型战斗机、轰炸机、运输机、直升机、无人机的研制工作。随着新机型的持续研发和后续列装，会进一步刺激对应发动机零部件需求。此外，我国拥有大量在役的三代机，对应着巨大的存量维修市场。随着我国自研航空发动机的不断推进，未来将会产生大量航空发动机零部件需求。

行业趋势：全球航空发动机零部件转包生产业务逐渐向中国及其他新兴地区转移，中国航空发动机市场快速增长。随着中国结构转型的调整，国内已经逐渐出现一批以中国航发集团、航空工业集团旗下外贸转包企业为代表的优秀零部件供应商。国际发动机企业在零部件产品技术和质量满足生产工艺要求的情况下，考虑节约成本，开始物色国内优秀的供应商，对中国发动机核心零部件的采购力度加大。另一方面，中国广阔的市场空间吸引航空发动机厂商通过加速对华分工以换取对应中国市场份额。我国航空制造企业最早参与全球航空制造分工便是以贸易补偿市场份额的形式开端的。国际航空发动机转包业务向中国转移除了中国制造业的成本优势外，我国巨大的航空发动机市场潜力以及近年快速的市场增长规模，使得国际整机制造商以及单元体制造商希望通过与中国航空零部件制造商加深合作来扩大自身在中国市场的影响力。

市场容量：（1）航空发动机领域：全球发动机零部件转包市场百亿美元规模，随着融入国际航空产业链的程度不断加升，我国航空发动机零部件转包业务收入持续增长。航空发动机零部件制造商参与国际航空“转包”生产业务，除了能获取经济利益，还可获得国际先进的航空发动机整机制造商在技术研发、生产管理、企业管理等多方面的经验。据招股书数据，目前全球发动机零部件总体“转包”市场规模约为 100

亿美元左右，转包的零部件主要包括叶片、转动件及结构件、轴承、喷射管、护罩壳体等。随着融入国际航空产业链的程度不断加升，我国逐渐介入到航空发动机零部件的“转包”业务之中。2013-2018 年，我国民用航空发动机零部件总体转包交付金额从 4.93 亿美元增长到 9.73 亿美元，年均复合增长率为 14.57%，未来进一步的增量空间较大。**（2）医疗骨科领域：中国医疗骨科植入件终端应用市场规模增速高于全球平均，2023 年有望超 500 亿元，进口替代空间较大。**得益于我国庞大的人口基数、社会老龄化进程加速和医疗需求不断上涨，据南方医药经济研究所数据，2018 年，国内骨科植入件市场规模为 258 亿元，2013-2018 年复合增长率为 17.1%，其预计到 2023 年，规模可达到 505 亿元，2019-2023 年复合增长率达 14.2%，增速高于全球平均增速。从骨科植入件细分领域来看，国内骨科细分市场中技术壁垒较低的创伤类耗材国产化率较高（2017 年为 67.7%），而脊柱类和关节类耗材国产化率仍然较低，2017 年分别为 38.4%和 26.6%，进口替代空间仍较大。

表11：可比公司对比（2017-2019）：航亚科技成长性显著高于行业平均

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（%）
新研股份	-17.89	26.69	-161.41	-36.84
航发科技	22.39	12.50	1.13	1.56
航发动力	5.72	16.69	4.40	3.97
平均	3.41	18.63	-51.96	-10.44
航亚科技	62.50	40.69	15.60	10.92

数据来源：Wind、开源证券研究所

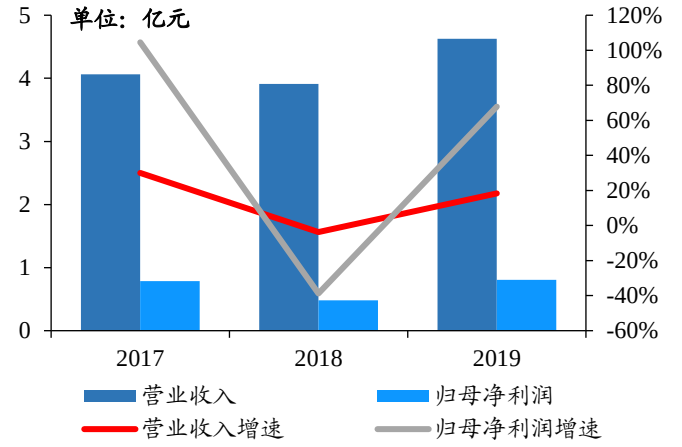
3、 明微电子（A20084.SH）

3.1、 LED 驱动类芯片设计商，产品种类丰富

公司是一家主要从事集成电路研发设计、封装测试和销售的高新技术企业，专注于数模混合及模拟集成电路领域。公司的芯片涵盖 LED 显示驱动类、LED 照明驱动类、电源管理类等多个方向，2019 年收入分别为 3.4、1.1、0.1 亿元，占总收入的比重分别为 73.84%、23.86%和 2.29%。

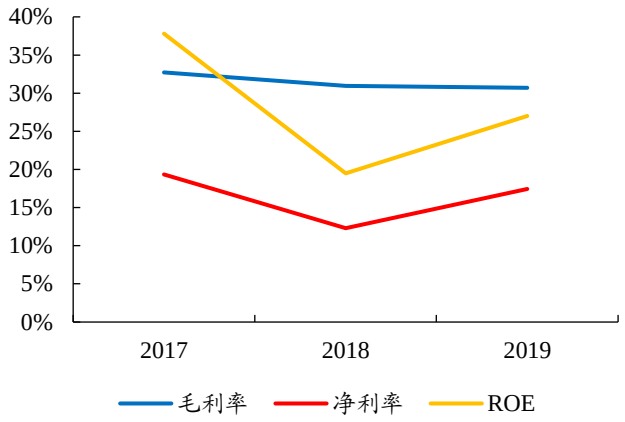
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 4.1、3.9、4.6 亿元，CAGR 为 6.7%，对应归母净利分别为 0.8、0.5、0.8 亿元，CAGR 为 1.4%，业绩企稳回升。2018 年业绩下滑主要受集成电路行业小周期影响，以及中美贸易摩擦导致的不确定增强，导致集成电路设计行业增速下降。2017 至 2019 年毛利率分别为 32.7%、31.0%、30.7%，净利率分别为 19.3%、12.3%、17.4%，ROE 分别为 37.8%、19.5%、27.0%。

图4：明微电子自 2018 年来业绩企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：明微电子盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：明微电子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
智能高端显示驱动芯片研发及产业化项目	18,994	本项目将围绕显示驱动芯片的恒流控制、集成能力、散热性能等方面进行研发及产业化，进一步提高公司产品的技术含量
集成电路封装项目	13,827	本项目可进一步降低封装外协比例，逐步形成集“芯片设计、封装测试、芯片销售”为一体的垂直产业布局
研发创新中心建设项目	8,408	本项目有益于提高公司产品的技术先进性，为公司产品市场竞争力的提升提供强有力的支
补充流动资金	5,000	本项目将改善公司财务结构，提高公司资产质量
合计	46,229	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：深耕 LED 驱动芯片，产品功耗低，供应链关系稳定

深耕 LED 驱动芯片，产品功耗低、兼容性强。作为较早进入并聚焦 LED 驱动芯片领域的企业，公司高度重视技术积累和专利储备，在专利数量、集成电路布图设计等技术成果方面，超过富满电子、晶丰明源和芯朋微。截至 2020 年 6 月 30 日，公司已获得国内专利 223 项，其中发明专利 114 项；国际专利 6 项；集成电路布图设计专有权 208 项；软件著作权 8 项。与此同时，公司一直专注于工艺改进与技术创新，其 LED 显示驱动产品具有能耗低、最大持续电流大、易于调试和维护等特征；发行人 LED 照明驱动芯片在调光兼容性、总谐波失真、端口耐压方面较具优势，产品具备亮度渐变均匀、干扰小、工作电源范围宽等特征。

供应链关系稳定，获中芯国际、长电科技等大型晶圆制造厂及封装厂的认可。公司以技术先行带动产品品质和性能的双向提升，在 LED 驱动 IC 领域树立了优质的品牌形象。目前，公司已拥有稳定的战略合作伙伴和较强的供应链管理能力，在晶圆制造供应端已与华润上华、中芯国际、上海先进、TowerJazz 等大型晶圆制造厂建立了稳定的合作关系，保障版图设计成果快速转化。在封装供应端已与通富微电、长电科技、华润安盛、华越芯装等大型封装厂进行长期稳定的合作，同时在 Fabless 经营模式上，适当向下游延伸，自建了部分封装测试生产线，对晶圆制造及封装测

试等环节进行精细化管控，有效促使产业链高效运转以及成本控制，并保证产品和服务的可靠性与稳定性。

3.3、 行业大观：集成电路国产替代趋势明显，芯片设计比重持续提升

行业趋势：LED 驱动芯片高度集成化趋势明显，国产替代程度进一步提升。在 LED 显示屏小间距化趋势下，随着灯珠间距的缩小，单位面积使用的灯珠数目呈指数增长，LED 屏上需要放置更多的 LED 显示驱动芯片。驱动芯片要突破尺寸缩小、电流显示均匀性好、芯片输出电流通道间相互串扰小、可靠性高等一系列难题，在集成更多数量晶体管提升 IC 性能的同时，需将多个功能模块封装在同一个 IC 里从而实现功能的多样化，形成高度集成化的驱动 IC 产品。与此同时，随着 LED 驱动集成电路行业发展日趋成熟，国内整体技术水平已逐步赶上，国内驱动 IC 企业在国际上竞争力显著提高，尤其是在高性价比方面有较大优势，逐步实现 LED 驱动 IC 领域的国产化替代，完成 LED 驱动领域的自主可控进程。

市场容量：中国集成电路规模超千亿，下游 LED 产品渗透率的提升将拉动 LED 驱动芯片规模进一步扩大。据中国半导体行业协会数据，我国集成电路行业呈现快速增长的势头，国内集成电路产业规模从 2012 年的 2,159 亿元上升至 2019 年的 7,562 亿元，复合增长率达到 19.62%。目前，芯片设计和封装比重较大，尤其是芯片设计领域近几年来快速增长，在集成电路产业所占比重呈逐年上升趋势，由 2012 年的 28.80%上升至 2019 年的 40.51%，规模由 2012 年的 622 亿元增长至 2019 年的 3064 亿元。具体到 LED 驱动芯片来看，其将随着下游应用领域的拓展以及 LED 产品渗透率的提升而迎来行业的同步增长。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟数据，我国 LED 市场规模自 2012 年的 1,920 亿元增长至 2019 年的 7,548 亿元，年均复合增长率为 21.60%。

表13：可比公司对比（2017-2019）：明微电子盈利能力优于行业平均

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（%）
富满电子	16.64	22.45	6.12	6.43
晶丰明源	12.17	22.86	10.57	21.47
芯朋微	10.49	39.75	19.75	20.40
平均	13.10	28.35	12.14	16.10
明微电子	6.75	30.70	17.44	27.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 特发服务（A19327.SZ）

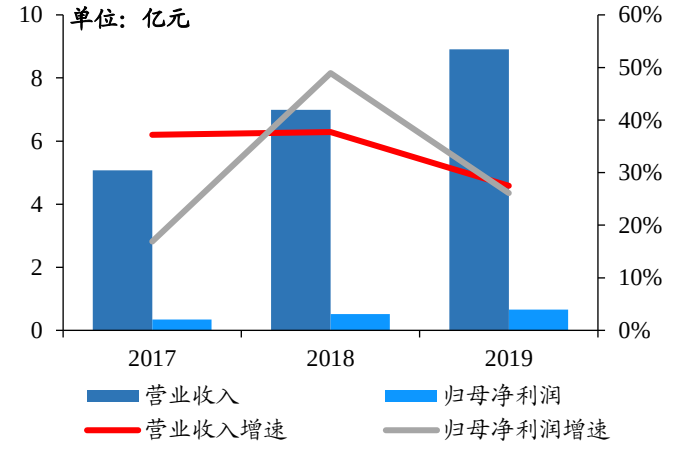
4.1、 国内高端综合物业管理服务商，营业收入稳步增长

公司以综合设施管理服务为核心业务，项目涵盖高新科技园区物业、公共物业、商业物业、住宅物业等多个领域。公司主营业务包括综合业务管理、政务服务、增值服务三个方面，2019 年相关收入分别为 7.2、1.1、0.56 亿元，占总收入的比重分别为 80.77%、12.87%和 6.37%。

公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.1、7.0、8.9 亿元，CAGR 为 32.5%，对应归母净利分别为 0.3、0.5、0.7 亿元，CAGR 为 37.1%，营收、净利润稳步增

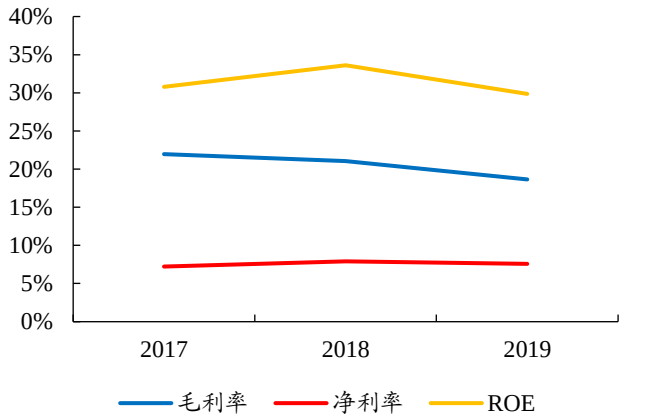
长，主要受益于公司加大市场开拓力度，提高物业管理面积、增加政务服务项目数量带来盈利能力的持续提升。2017 至 2019 年毛利率分别为 22.0%、21.1%、18.6%，净利率分别为 7.2%、7.9%、7.6%，ROE 分别为 30.8%、33.6%、29.9%。

图6：特发服务营收、净利润稳步增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：特发服务盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：特发服务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
物业管理市场拓展项目	19,323.79	本项目将强化在园区物业方面的优势，加强园区物业管理市场的开发力度，提升市场占有率
信息化建设项目	5,008.50	本项目可提高公司对日常项目的数据处理、分析能力，并降低公司的运营成本
人力资源建设项目	4,548.00	本项目有益于提高公司员工的职业技能、专业知识和综合素养，为公司快速发展提供人才保障
物业管理智能化升级和节能改造项目	3,689.48	本项目将实现现有物业管理项目的人员投入减少，预计每个项目可实现减少秩序维护人员 2 人、工程人员 1 人
补充流动资金	1,950.00	本项目可满足公司业务和规模的持续增长所带来的营运资金需求
合计	34,519.77	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：科技园区物业管理经验丰富，客户资源优质稳定

高新园区物业管理经验丰富，形成自有的市场化经营机制和激励制度，有效提高员工工作积极性。近年来高新园区、数据中心、学校、医院、公共交通设施等多种类型物业的专业管理需求不断增加，相关服务的个性化需求也将日益增多。公司在高新园区物业管理领域的品牌效应突出，园区物业收入达 6.0 亿元，营收占比约 67%，具有先发优势。随着公司在科技园区及办公物业大客户服务经验的积累，公司制定了“总部-分支机构”二级服务项目管控体系，使得公司在国内产业经济转型升级过程中可独立面向市场，发挥自身专业优势。此外，公司于 2015 年末完成混合所有制改革，引入大型综合性现代建筑企业集团南通三建作为战略投资者，并实施管理层和核心骨干持股，为“十八大”后深圳市国资委系统第一家混合所有制改

革成功的单位。公司混合所有制改革实行管理层及核心骨干持股。同时，以“强激励、硬约束”的考核模式，有效的调动全体员工的工作积极性，提高企业活力。

长期服务华为、阿里等全球领先企业，客户资源优质，营收来源稳定。在公司最主要的服务领域科技园区与办公物业方面，公司目前已拥有华为、阿里巴巴、腾讯、蚂蚁金服、中国移动、大疆科技等国内顶尖、全球领先的企业客户资源。其中，公司与华为合作近 20 年，与阿里合作近 5 年，为核心客户长时间提供服务使得公司与客户的信任度和粘性大大增强。一方面，大客户自身标准化发展加快，使得公司长期合作模式的可复制性更强，管理服务的效率有所提升。大公司不断完善和紧跟时代变革的行政体系牵引着特发服务逐渐形成了一套完整的高新技术企业服务标准流程，同时也建立了科学化、规范化的管理制度体系，能够实现服务标准、流程、制度的快速复制与输出；另一方面，与知名企业客户合作形成的示范效应有助于公司进行市场拓展，大型集团客户体系内公司和上下游合作伙伴也为公司拓展优质项目提供更多渠道。

4.3、 行业大观：我国物业管理行业规模超六千亿，服务内容趋于多元化

行业趋势：服务业态和服务内容日益多元化以满足客户的定制化特色需求。传统的物业管理服务多集中于办公楼、购物中心、住宅等业态。但近年来高新园区、数据中心、学校、医院、公共交通设施等多种类型物业的专业管理需求不断增加，使得物业管理的服务业态已呈现多元化发展趋势，相关服务的个性化需求也将日益增多。未来，物业管理企业将更为主动探索贴近业主需求的特色定制化服务，加快行业内服务业态和服务内容多元化、差异化的趋势。随着市场对于高品质物业管理服务的需求日趋迫切和广泛，物业管理服务的内容和品质需求不断升级。未来，物业管理服务领域的竞争将更多地集中于专业化、个性化服务，相关企业需顺应市场发展趋势，积极投放资源培养人才，不断提升服务品质以保持竞争力。

市场容量：城镇化率的提升拉动中国物业管理行业市场规模持续提升。我国的城镇化发展自 20 世纪 80 年代以来逐步加快，据国家统计局数据，城镇化率已从 1980 年的 19.4%提高到 2019 年的 60.6%。城镇化水平的提升带动了住宅、办公、商业等各种现代化物业数量和面积的急剧增加，亦使得规范化物业管理的需求随之扩大。根据中国物业管理协会发布的《2018 全国物业管理行业发展报告》，截止 2017 年末，全国物业管理面积约为 246.65 亿平方米，2015 年至 2017 年复合增长率约 12.01%，行业整体管理规模持续扩大。同时，物业服务企业数量和从业人员数量也相应增加。截止 2017 年末，全国物业服务企业约 11.8 万家，从业人员约 904.7 万人，分别比 2015 年末增加约 3.97%和 8.90%，全国物业管理行业营业收入 6,007.2 亿元，排名前一百的物业管理公司在管面积占比为 30.04%。

表15：可比公司对比（2017-2019）：特发服务营收增速高于行业平均

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（%）
南都物业	23.23	22.44	9.67	16.81
新大正	17.22	21.14	9.97	33.50
平均	20.22	21.79	9.82	25.16
特发服务	32.51	18.65	7.59	29.86

数据来源：Wind、开源证券研究所

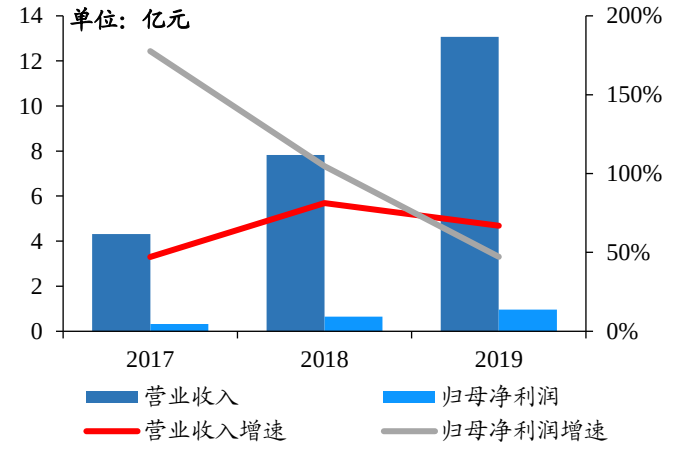
5、 法本信息（A19456.SZ）

5.1、 综合性软件技术外包服务商，收入利润快速提升

公司基于对信息技术的研究与开发，结合客户的业务场景，为客户在信息化和数字化进程中的不同需求提供软件技术外包服务。公司主营业务为开发与编程、测试与集成、实施与运维、分析与设计等，2019 年相关收入分别为 7.69、2.93、1.47、0.88 亿元，占总收入的比重分别为 58.87%、22.41%、11.28%、6.76%。

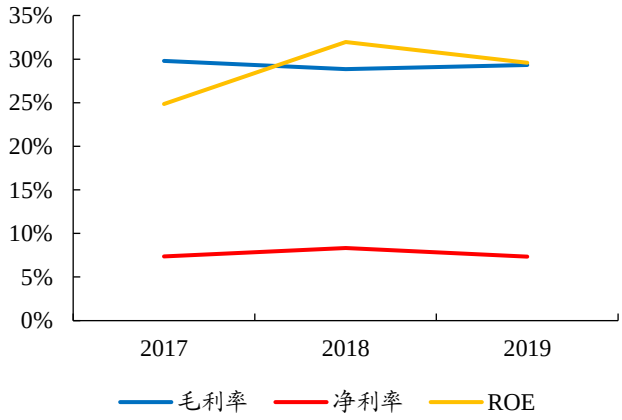
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 4.3、7.8、13.1 亿元，CAGR 为 74.0%，对应归母净利分别为 0.3、0.7、1.0 亿元，CAGR 为 73.6%，营业收入快速增长，主要受益于全球软件产业向发展中国家进行离岸外包转移使得公司传统核心业务开发与编程收入规模增长推动。2017 至 2019 年毛利率分别为 29.8%、28.9%、29.3%，净利率分别为 7.4%、8.3%、7.3%，ROE 分别为 24.9%、32.0%、29.6%。

图8：法本信息营收、净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：法本信息盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：法本信息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
软件开发交付中心扩建项目	30,667.70	本项目预计税后投资内部收益率 53.30%，税后全部投资回收期 4.15 年
软件研发资源数字化管理平台项目	3,114.42	本项目有利于公司成熟运营管理经验的复制和传播，为公司软件开发交付中心扩建项目提供必要保障
产品技术研发中心建设项目	6,281.66	本项目将通过构建稳定、高水平的研发团队进一步巩固公司在行业内的竞争优势，提升公司核心竞争力
补充营运资金	5,700.00	本项目有利于公司充实流动资金水平，支持业务规模的进一步扩张，满足募投产能释放的流动资金周转需要
合计	45,763.78	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：全时多区域交付模式保证响应效率，客户资源快速拓展

“1050”战略助力公司快速拓展客户资源，积累开发经验。公司制定了“1050 战略”，即重点发展 10 大行业的前 50 大客户，经过多年发展，公司已经与金融、互

联网、软件、通信、房地产、航空物流、制造业、批发零售等多个行业中的优质客户建立稳定的合作关系，陆续进入国内知名企业的合格供应商名录，并通过高效的业务能力及客户管理能力增强客户粘性，与客户展开长期稳定的合作。目前，公司的客户主要有中国平安、深交所、阿里巴巴、蚂蚁金服、腾讯等。得益于涉足行业广泛、服务客户众多且优质，公司在积累丰富行业经验的同时，加深了对行业的理解和认知，有助于公司未来进一步拓展同行业的优质客户。此外，公司在与各行业领先客户长期深入合作的过程中与客户共同成长，一方面促进了公司在各产业领域技术服务水平的提升、树立了公司在行业内的优势地位和良好的品牌声誉，另一方面也为公司进一步开拓新的客户资源奠定了基础。

全时多区域敏捷交付能力+矩阵化管理模式可迅速响应客户需求，降低运营成本。公司在北京、上海、广州、杭州、南京、成都、武汉等国内主要城市设有分公司或办事处，业务范围覆盖全国大部分地区，具备全时快速响应、多区域同步交付的能力。通过跨区域、多网点布局，使得公司业务在覆盖全国大部分地区的同时，仍能保持敏捷的交付能力，公司战略布局优势明显。与此同时，公司采用“矩阵化”的扁平管理模式，包括业务单元平台、营销与交付管理平台、解决方案与研发平台、综合管理平台等四个平台中心。公司各平台有机结合、协同作战，形成了包含销售、产品/服务解决方案、交付在内的“铁三角”服务架构。 “铁三角”的管理模式可实现专注、专业、高效的客户服务，为业务的快速发展奠定了组织基础。

5.3、 行业大观：我国软件技术外包千亿级市场，定制化需求提升明显

行业趋势：信息技术外包由传统的项目化服务走向平台化赋能及个性定制化服务，多行业、多区域发展大势所趋。传统的信息技术外包服务多是以解决方案咨询加项目开发实施的方式对客户进行端到端的服务。随着云计算，物联网，人工智能，区块链等技术的发展，信息技术外包服务的业务形态正在发展成以云的方式向多客户提供平台化和个性定制的服务，业务模式从收取解决方案制作与项目开发费用的方式转变成收取客户订阅或租赁服务费的方式。目前，国内对信息技术的投入和重视正在从金融、通讯、互联网、高科技等技术投入高地，走向传统行业，如零售业、公用事业（政府服务类）、能源、航空物流、房地产及制造业等。前述传统行业对信息技术的普及度不高，组织建设相对落后，在快速走向新技术的过程中，需要将大量的 IT 工作外包给专业的信息技术服务提供商，多行业、多地区均呈现出对信息技术外包的旺盛需求。

市场容量：全球软件产业逐步向离岸外包转移，我国软件技术外包服务规模已超千亿。自 2014 年以来，全球软件技术服务外包市场规模持续增长，市场规模均在千亿美元以上。2018 年度软件技术服务外包市场的规模为 1,633.40 亿美元，较 2014 年 1,160.90 亿美元增加 472.50 亿美元，市场规模增长较快。随着软件产业在全球范围内的发展及转移，软件技术人才供应紧张、人力成本较高的美国等国家以软件技术服务外包的形式将软件开发等工作转移到成本相对更低、软件技术人才供应充分的东欧地区、印度、中国等。受益于中国内需市场的增长、国际性厂商与国内软件技术服务外包企业战略合作的加深以及中国企业在产业结构升级过程中外包意识的提升等因素的影响，中国软件技术服务外包行业得到快速的发展。据中国产业调研网《2019 年中国软件外包服务现状调研及发展趋势走势分析报告》，2018 年我国软件技术服务外包行业收入规模达到了 1,193.90 亿元，同比增长 13.89%。预计 2025 年我国软件技术服务外包行业市场规模将达到 2,387 亿元。

表17：可比公司对比（2017-2019）：法本信息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（%）
博彦科技	28.01	21.97	6.79	9.58
赛意信息	23.18	28.42	6.22	7.70
诚迈科技	16.54	26.28	25.37	30.82
平均	25.59	25.20	6.51	8.64
法本信息	74.01	29.32	7.34	29.57

数据来源：Wind、开源证券研究所

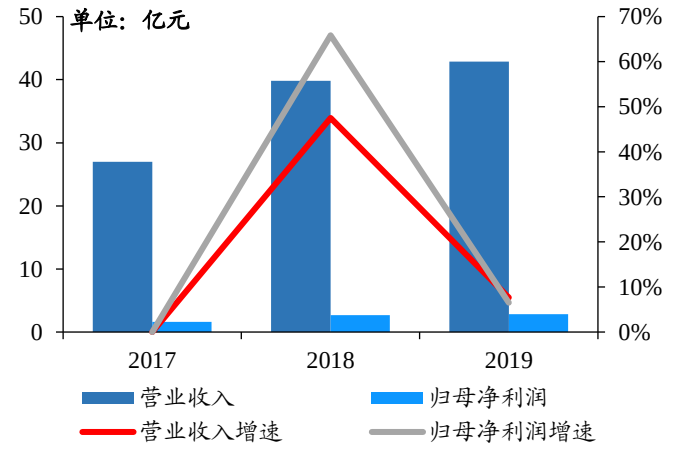
6、 悦康药业（A20086.SH）

6.1、 高端抗感染药品研发商，利润稳定增长

公司定位于高端化学药的研发与生产，主要集中在抗感染药物、心脑血管药物、消化系统药物以及糖尿病用药等领域。2019 年分别实现营收 16.9、15.6、6.0、1.5 亿元，占总收入的比重分别为 40.6%、37.5%、14.5%、3.5%。

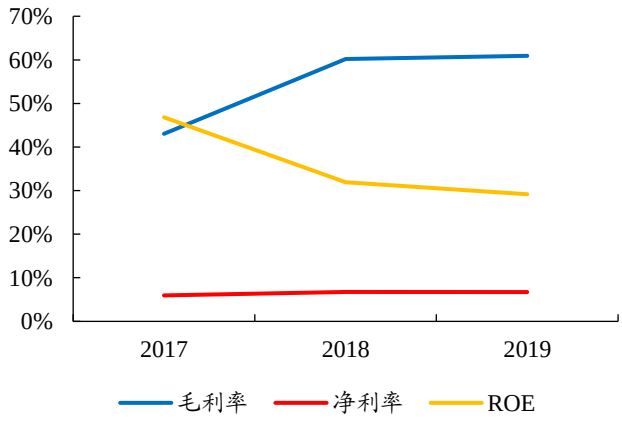
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 27.0、39.8、42.9 亿元，CAGR 为 26.0%，对应归母净利分别为 1.6、2.7、2.9 亿元，CAGR 为 32.9%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 43.0%、60.2%、60.9%，净利率分别为 6.0%、6.8%、6.7%，ROE 分别为 46.8%、31.9%、29.2%，毛利率的快速提升主要系“两票制”下公司出厂价大幅提高所致。

图10：悦康药业收入和利润较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：“两票制”推动悦康药业毛利率大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表18：悦康药业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
研发中心建设及创新药研发项目	39,000.00	本项目将加快创新药研发和产业化进程，促进公司产品功能和品类的完善丰富，巩固和增强研发创新能力
固体制剂和小容量水针制剂高端生产线建设项目	26,500.00	本项目可提高原材料利用率以及生产效率，有利于公司在市场竞争中取得显著的成本优势

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
原料药技术升级改造项目	10,000.00	本项目有望实现规模化、集约化经营，提高产业集中度
智能编码系统建设项目	8,000.00	本项目将提升仓储能力和物流效率，实现原辅料、成品储运与生产环节数字化集成的智能对接
营销中心建设项目	5,000.00	本项目将提高公司主要产品产能，实现销售规模的较快增长
智能化工厂及绿色升级改造项目	17,000.00	本项目可提升信息传输、交换和处理的效率，提高组织的协作和快速响应能力
补充流动资金	45,000.00	本项目将有利于改善公司财务结构，提高公司资产质量
合计	150,500.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、 公司亮点：主营产品市占率全国前三，原料制剂一体化提升毛利率

多核心技术、多产品线生产是公司主营产品市占率保持前列的重要护城河。经过多年的技术积累，公司形成了缓控释制剂技术平台、药物晶型研究技术平台、高端药用辅料研发技术平台以及心脑血管注射剂精细化制备技术平台等 4 大核心技术平台。围绕核心技术公司已累计拥有专利 126 项，有力的支撑了公司创新药和仿制药的研发。**公司主要产品银杏叶提取物注射液、二甲双胍制剂、注射用兰索拉唑、奥美拉唑口服制剂等 2019 年度均在相关市场排名前三。**具体来看，**银杏叶提取物注射液**主要用于脑部、周围血流循环障碍，可清除体内过多自由基，调整循环系统。公司在产的银杏叶提取物制注射液 2019 年度在全国银杏叶提取物制剂市场中销售金额排名第一；**二甲双胍制剂可**降低 II 型糖尿病患者空腹及餐后血糖，公司在产的二甲双胍制剂 2019 年度在全国二甲双胍制剂市场中销售金额排名第二；**注射用兰索拉唑、奥美拉唑**主要用于十二指肠溃疡和卓-艾综合征、胃溃疡及反流性食管炎，公司在产的注射用兰索拉唑、奥美拉唑口服制剂 2019 年度在全国兰索拉唑制剂、奥美拉唑口服制剂市场中销售金额均排名第三。

产业链纵向延伸，打造原料制剂一体化，净利率进一步提升。公司已具备化学原料药与制剂一体化的研发与生产能力，未来将实现多个化学制剂产品原料药的自主供应，这一优势具体体现在：提升产品质量全程控制能力、形成采购的规模经济、保障制剂产品原料药的稳定、可靠供应、提高内部审评审批效率四方面。目前，公司已实现注射用头孢曲松钠、注射用头孢哌酮钠、注射用盐酸头孢吡肟等 3 种在产产品原料药的部分自主供应，阿德福韦酯片等 2 种在产产品原料药的全部自主供应，均由悦康药业全资子公司河南康达生产。随着公司产业链的纵向延伸，化学原料药的自主供应品种数量和比例将有所增加，从而进一步降低成本，提升净利率水平。

6.3、 行业大观：研发创新化趋势明显，基础抗感染药物国内规模超千亿

行业趋势：我国医药行业监管体制趋于严格，创新药获市场广泛认可。随着我国药品监管部门成为 ICH（国际人用药品注册技术协调会）正式成员以及一系列药品注册、管理办法的修订实施，药品行业呈现出越来越严格的监管要求，对于药品生产企业在药品研发、药品生产及质量管控等方面的标准进一步提高。此外，由于新药产品研发投入较大、研发周期较长，因此需要医药企业具备较强资金实力和技术储备。随着国内部分企业资金实力的不断提升及研发创新能力的持续增强，其通过自主开发或与外部专业机构合作开发的方式，积极对创新性新药进行研究开发，部分产品通过临床试验得到广泛验证，产品上市后得到市场广泛认可。在国内医药制造

企业技术能力持续提高的背景下，我国创新性新药的数量和种类将实现进一步增加，行业将呈现产品研发创新化趋势。

市场容量：以公司主要产品抗感染药物、心脑血管药物、消化系统药物所在市场来看，抗感染药物作为基础性药物，市场规模超千亿，消化系统药物近年来增速较快。根据南方医药经济研究所统计数据，**（1）心脑血管药物市场：**国心血管药物在我具有较大的市场份额。2019 年，心血管系统药物销售额在我国城市公立医院化学药市场份额占比 9.63%，在化学药中排名第六。2013-2019 年间，我国城市公立医院心血管系统药物销售额由 538 亿元增长到 696 亿元，年复合增长率为 4.40%。**（2）抗感染药物市场：**在国家规范管理抗生素使用的大背景下，抗感染药品作为基础性药物，其市场规模依然庞大，近五年我国抗生素药物销售额总体已呈回升趋势，2013 年销售额为 885 亿元，2019 年已上升至 1,192 亿元，较 17 年同比增长 1.77%，2013 年至 2019 年期间年复合增长率达到 5.09%。**（3）消化系统药物市场：**近年来，消化性溃疡发病率逐年增加，消化系统药物市场需求不断攀升，2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物的销售金额不断上升，由 2013 年的 717 亿元增长至 2019 年的 1,002 亿元，年均复合增长率为 5.69%。

表19：可比公司对比（2017-2019）：悦康药业 ROE 高于行业平均，但净利率较低

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（%）
丽珠集团	4.88	63.86	15.57	12.02
海辰药业	42.54	79.76	10.51	15.85
润都股份	32.09	72.06	8.74	13.28
平均	23.71	71.81	13.04	13.94
悦康药业	26.01	60.92	6.71	29.17

数据来源：Wind、开源证券研究所

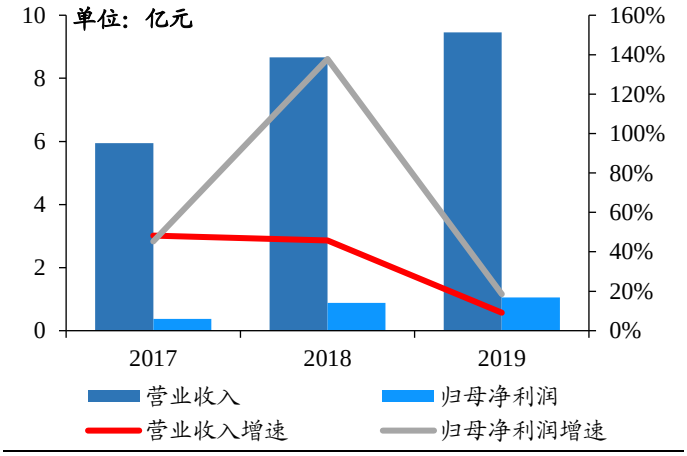
7、 明冠新材（A18083.SH）

7.1、 太阳能电池背板供应商，新客户切入+成本管控推动净利润高速增长

公司是国内领先的新型复合膜材料供应商，其主营业务包括太阳能电池背板、防护膜、铝塑膜及 POE 膜的研发、生产和销售。2019 年相关收入分别为 8.8、0.3、0.2、0.04 亿元，占总收入的比重分别为 94.1%、3.4%、2.0%、0.5%。

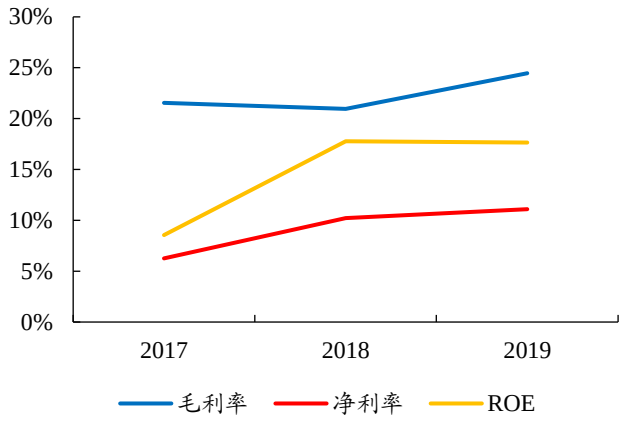
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.9、8.7、9.5 亿元，CAGR 为 26.1%，对应归母净利分别为 0.4、0.9、1.0 亿元，CAGR 为 67.9%，净利润高速增长主因公司切入隆基股份、LG 等新客户的供应链，使得主营产品太阳电池背板销量的大幅增长，规模效应明显。2017 至 2019 年毛利率分别为 21.6%、21.0%、24.5%，净利率分别为 6.3%、10.2%、11.1%，ROE 分别为 8.6%、17.8%、17.6%。

图12：明冠新材归母净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：明冠新材盈利能力有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表20：明冠新材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 3,000 万平方米太阳能电池背板扩建 项目	20,000.00	本项目预计内部收益率（税后）20.29%，投资回收期（税后）5.6 年
年产 1,000 万平方米锂电池铝塑膜扩建项目	8,000.00	本项目预计内部收益率（税后）35.22%，投资回收期（税后）3.55 年
江西省光电复合材料工程技术研究中心扩建项目	3,000.00	本项目通过对光电复合薄膜的相关前沿技术的系统化深入开发可增强公司的技术储备与产业转化能力
补充流动资金项目	10,000.00	本项目可有效缓解公司流动资金的压力，助益公司加大业务开拓力度
合计	41,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.2、 公司亮点：太阳能电池背板跻身全国前三，成本控制能力突出

太阳能电池背板获大型太阳能组件厂认可，市占率全国第三。由于太阳能电池组件和锂离子电池的特殊性，组件生产厂商都较为注重产品性能的可靠性与稳定性。对于大型光伏组件生产企业和锂离子电池生产企业而言，与供货商建立长期稳定的合作关系，有利于其降低供货商开发与维护成本，保证产品质量的稳定性。公司核心产品先后通过了美国 UL、德国 TUV 和日本 JET 认证，并通过了 RoHS、REACH 检测和 CQC 检测，达到了欧盟和我国等地区和国家的控制标准要求。目前，公司已成为隆基股份、晶澳科技、阿特斯、韩华新能源等大型太阳能组件厂商的重要供货商。据招股说明书显示，公司 2019 年背板产品总销售量为 6804.06 万平方米，仅次于赛伍技术（16474.57 万平方米）和中来股份（11616.61 万平方米）。

生产工艺先进，成本控制能力行业领先。公司自成立以来一直重视对行业基础技术的研发创新。公司凭借高水平专业化技术研发团队，在长期研发创新中形成了以功能性高分子薄膜研制技术、特种粘合剂开发技术、材料界面处理技术、材料光学设计技术等为主的基础技术。基于此，公司在背板及铝塑膜产品结构设计、成膜工艺路线的研发和产业化、以及生产设备设计和选型上进行自主创新和集成创新。目

前，公司生产背板所用关键原材料聚烯烃类薄膜、胶粘剂以及生产铝塑膜所用部分关键原材料均采用自主生产的供应模式，在保证产品质量的前提下具有更大的成本优势。2019 年，公司的毛利率达到 23.41%，较赛伍技术（19.36%）、中来股份（21.81%）优势明显。

7.3、 行业大观：光伏发电需求强劲，拉动太阳能电池背板规模同步增长

行业全景：上游电池片、背板相关原材料丰富，下游组件厂商集中度不断提升。公司所在行业系太阳能电池背板制造业，属于光伏发电行业的子行业。上游原材料包括生产电池片的硅料、硅棒及生产背板用的氟膜、PET 基膜和聚烯烃类薄膜等；下游为光伏组件行业。受光伏发电行业提质增效、补贴下降等市场形势变化以及“平价上网”相关政策压力的影响，低效产能逐步退出，下游组件行业集中度逐步提升，因而对上游掌握了较大话语权。

行业趋势：外国生产商难以适应背板生产价格下降趋势，国产光伏背板企业崛起，进口替代速度加快。早期由于技术限制，国内背板生产企业所需原材料氟膜、胶粘剂等主要依赖进口，价格较高或供货期不能保证，再加上背板生产设备及工艺技术的限制等因素，在过去较长一段时间内，我国背板需求主要依赖进口。但是近年来在光伏发电平价上网和降本增效的市场压力下，国外传统背板生产商由于不适应产品价格快速下降的市场变化，导致利润率变薄，市场份额逐步降低并逐步退出太阳能电池背板市场。近年来，相继有日本凸版、韩国 LG 和美国 Madico 逐步退出太阳能电池背板市场。与此同时，国产光伏背板生产企业整体崛起，市场占有率及市场集中度都有所提高。

市场容量：中国光伏发电需求强劲，2019 年光伏装机容量接近 100GW，拉动太阳能电池背板销售量同步增长。据国家能源局数据，2017 年，我国光伏新增并网装机量达到 53GW，同比增长超过 50%，累计并网装机量高达 130.25GW，位居全球首位。2019 年，受政策影响，国内光伏新增装机量下滑至 30.10GW，同比下降 32%，累计光伏装机并网容量超过 204.30GW，新增和累计装机容量均为全球第一。按照每 GW 组件安装量对太阳能电池背板的需求量为 530 万平方米，2019 年全球新增光伏装机容量为 120GW 进行估算，全球市场对应太阳能电池背板的需求量为 50,880.00 万平方米；其中，中国大陆组件总产量为 98.6GW，国内市场对应对太阳能电池背板的需求量为 41,806.40 万平方米。

表21：可比公司对比（2017-2019）：明冠新材盈利能力优于行业平均

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（%）
赛伍技术	8.71	18.75	8.92	16.01
中来股份	3.56	26.90	7.51	9.05
福斯特	17.95	20.36	14.97	16.24
平均	6.14	22.82	8.22	12.53
明冠新材	26.12	24.46	11.09	17.64

数据来源：Wind、开源证券研究所

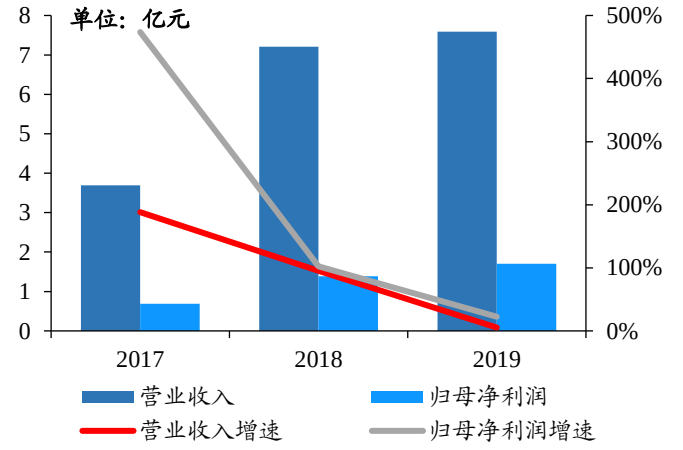
8、 同兴环保（A19171.SZ）

8.1、 非电行业烟气治理综合服务商，营收、利润持续增长

公司是国内为数不多的能够同时提供烟气治理工程服务和低温脱硝催化剂、关键除尘、脱硫及脱硝系统设备的烟气治理综合服务商。公司主营业务包括烟气治理工程、低温 SCR 脱硝催化剂、脱硝设备、除尘设备及其他配件等，2019 年收入分别为 5.8、1.0、0.4、0.3 亿元，占总收入的比重分别为 76.43%、13.66%、5.92%、3.69%。

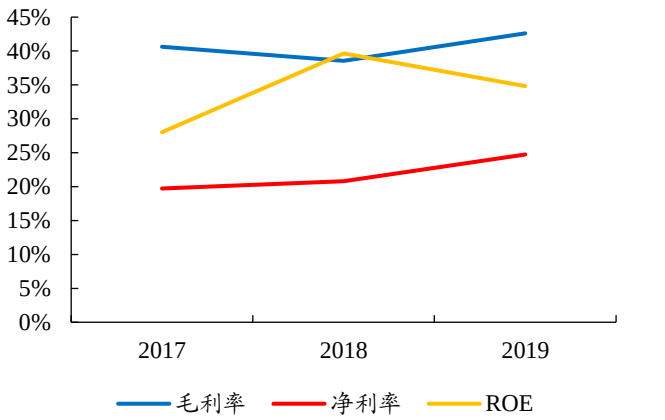
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 3.7、7.2、7.6 亿元，CAGR 为 43.4%，对应归母净利分别为 0.7、1.4、1.7 亿元，CAGR 为 57.4%，营收、利润高速增长，主要因公司独立承揽大型烟气治理项目的能力逐步增强，带来烟气治理工程业务的快速增长。2017 至 2019 年毛利率分别为 40.6%、38.6%、42.6%，净利率分别为 19.7%、20.8%、24.7%，ROE 分别为 28.0%、39.6%、34.8%。

图14：同兴环保营收和利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：同兴环保盈利能力有显著提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表22：同兴环保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
低温脱硝设备生产基地项目	13,499.89	本项目预计内部收益率（税后）19.84%，投资回收期（税后）6.07 年
低温 SCR 脱硝催化剂生产线项目	16,000.00	本项目预计内部收益率（税后）26.51%，投资回收期（税后）5.76 年
烟气治理工程技术中心项目	5,149.99	本项目将通过持续技术创新，不断提升工业烟气治理能力，最终提升企业竞争力
合肥运营中心及信息化建设项目	9,130.92	本项目的实施将进一步提升公司管理水平，提高公司服务质量和效率，从而推动公司快速发展
补充营运资金	38,000.00	本项目将对改善公司财务状况、扩大业务规模及提升公司核心竞争力具有积极的作用
合计	81,780.80	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

8.2、 公司亮点：超低排放技术获众多客户认可，市占率国内第二

国内完整掌握低温 SCR 脱硝催化剂制备技术的少数企业之一，技术优势明显。公司是国内能够同时掌握干法、半干法、湿法脱硫，中低温 SCR 脱硝以及超细粉尘脱除等超低排放技术的为数不多的企业，可以提供从除尘、脱硫、脱硝到配套设备和催化剂在内的整体解决方案。公司的低温 SCR 脱硝催化剂解决了非电行业低温含硫环境下 NOx 超低排放难题，整体技术达到国际先进水平，制备技术达到国际领先水平。目前，公司的解决方案已广泛应用于焦化、钢铁、氧化铝、化工、造纸、玻璃、垃圾焚烧、耐火材料、陶瓷等非电行业，成功地在 80 多家终端用户中运行，有效地降低了能源损耗、实现了污染物达标排放。此外，公司还参与起草了中国黑色冶金行业标准 YB/T 4416-2014《焦化行业清洁生产水平评价标准》，多项技术和研究成果达到国际或国内领先水平。

烟气治理获数十家非电行业客户认可，新签合同容量跻身国内第二。公司较早进入非电行业低温烟气脱硝领域，在该领域具有明显的先发优势。凭借掌握的低温 SCR 脱硝催化剂研发、生产技术，公司先后为宝钢湛江、鞍钢集团、唐钢集团、神华巴能、峰峰集团、山西焦化、西山煤电、潞宝集团、山西美锦、金能科技、康恒环境、太阳纸业、新兴铸管等各非电细分行业知名企业提供了烟气治理产品及项目服务。此外，公司还承担了两项科技部科技型中小企业技术创新基金项目，两项装置获得安徽省首台（套）重大技术装备认定，11 项产品获得高新技术产品认定。据招股说明书数据，2017 年、2018 年，公司非电燃煤行业签署合同烟气脱硝工程容量分别为 194（104Nm3/h）、1,317（104Nm3/h），分别可位列非电燃煤行业新签合同烟气脱硝工程容量企业排名的第六名、第二名，行业地位领先。

8.3、 行业大观：政策推动非电烟气治理快速发展，国内空间超千亿

产业链全景：上游原材料、专用设备价格的上涨将增加本行业的营业成本，下游焦化、钢铁、建材等行业周期性较强，行业需求具有一定波动性。公司所在行业系烟气治理行业，上游的原材料、专用设备和劳务等价格会直接影响到本行业的营业成本。原材料、专用设备价格的上涨及劳务成本的提高，会增加行业内企业的营业成本，可能对本行业的盈利能力产生不利影响。下游焦化、钢铁、建材等行业具有较强的周期性，其宏观经济的变化及行业的景气度会对本行业的发展产生影响，总体上成正相关关系。此外，本行业具有明显的政策导向性，民众环保意识的提高及国家环保政策的趋严，均会促进环保行业的发展。

行业趋势：环保政策支持推动大气污染治理行业快速发展，技术创新显著提升烟气治理效率。烟气治理行业的发展与国家产业政策具有很强的关联性，政策是行业发展的重要推动力量。国家及地方政府先后出台了《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》、《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》等一系列政策，有力推动了烟气治理行业的快速发展。与此同时，国内烟气治理行业技术水平的不断提升极大促进了行业的发展。除尘领域，电除尘技术、布袋除尘技术以及电袋复合除尘技术已达到国际先进水平，足以实现燃煤烟气的超低排放。脱硫领域，燃煤烟气脱硫技术经过多年的发展，技术水平已从过去的高成本低效率发展到现在的低成本高效率，湿法、半干法、干法等多种工艺技术均已十分成熟。脱硝领域，高温 SCR 烟气脱硝技术已从纯粹引进国外先进技术向国内自有技术发展；随着国内低温 SCR 脱硝催化剂的工程化推广应用，低温 SCR 脱硝技术也已日益成熟。

市场容量：我国非电行业大气治理市场空间超千亿，非电工业领域将成为大气污染

治理的下一个风口。非电行业对我国污染排放影响越来越大，据招股说明书数据，SO2、NOx、烟粉尘的排放量占全国 3/4 以上。以京津冀及周边 7 省市地区为例，700 多万吨的 SO2 排放中，非电行业和民用散煤的排放高达 580 万吨，占比 83%，非电行业将成为下一阶段打赢“蓝天保卫战”的关键所在。**据中国环境保护产业协会脱硫脱硝报告，钢铁、水泥、平板玻璃、陶瓷、非电燃煤锅炉等主要非电行业的大气治理市场空间之和为 1,999 亿元至 3,044 亿元。**具体来看，招股书显示 2015 年钢铁行业废气排放量达 17.38 万亿立方米，占工业废气排放总量的 26%。烟粉尘、SO2、NOx 排放总量达 357 万吨、174 万吨、104 万吨，占工业排放总量的 32%、12%、9%；2015 年，焦化行业主要污染物烟粉尘、SO2、NOx 排放量分别为 28.3 万吨/年、36.5 万吨/年、24.6 万吨/年。

表23：可比公司对比（2016-2018）：同兴环保盈利能力显著优于行业平均

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（%）
德创环保	-1.72	23.41	1.72	2.41
龙净环保	8.25	24.08	8.57	16.66
中电环保	10.98	33.46	15.79	9.77
平均	3.27	23.75	5.14	9.54
同兴环保	134.99	37.41	19.61	37.14

数据来源：Wind、开源证券研究所

9、 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