2020 年 11 月 22 日

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）

——中小盘 IPO 专题

中小盘研究团队

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 10 家，科兴制药等值得重点跟踪

证监会本批核发新股 7 家（上批 5 家），科创板和创业板注册 10 家（上批 8 家），核发速度与注册速度加快。**主板和中小板：协和电子、博迁新材**、声迅股份、友发集团、确成硅化、兆威机电、联泓新材。**科创板：科兴制药、恒玄科技、艾力斯**、欧科亿、杭华股份。**创业板：**兆龙互连、凯龙高科、润阳科技、朗特智能、海融科技。**其中科兴制药、恒玄科技等值得重点跟踪：**

科兴制药专注重组蛋白药物研发，2019 年三大主力产品重组人促红素、短效重组人干扰素注射剂、短效重组人粒细胞刺激因子在国内市场的市占率分别为 12.51%、26.29%和 3.19%，分别排名第三、第二和第八，且近年来市占率持续提升。公司在国内重组蛋白药物领域布局早，核心产品拥有齐全的规格和多种剂型，可以满足患者多样化、个性化的需求。另外，公司积极布局下沉渠道，目前已覆盖 15000 余家各级医疗终端。公司未来一方面将受益于国内外重组蛋白药物市场的持续增长，另一方面有望在分级诊疗体系不断完善的趋势下，凭借完善的渠道布局实现更好的市场渗透。

恒玄科技是国内领先的智能音频 SoC 芯片设计企业，其低功耗嵌入式语音 AI 技术行业领先，同时在先进制程和抗干扰性等方面与国际同行看齐。凭借良好的产品性能，公司已成为华为、小米、OPPO 等头部手机厂商 TWS 音频芯片设计的主供应商，同时进入了 AKG 等专业音频厂商的供应链。公司积极布局智能音箱音频芯片等领域，未来有望受益于 TWS 耳机升级及 AIoT 应用场景拓展的趋势。

● 本期科创板和创业板上会 38 家，主板和中小板上会 5 家，其中网进科技被否

本期科创板和创业板上会 38 家，较上期 31 家提高，过会率为 97.4%。主板和中小板上会 5 家，较上期 14 家下降，过会率为 100%。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资 6.95 亿元，低于上期的 9.42 亿元。本期主板和中小板平均募资约 11.40 亿元，高于上期的 8.20 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 230.5%，高于上期的 65.9%，创业板上市首日平均涨幅 208.0%，低于上期的 261.0%。主板和中小板本期开板新股 3 只，开板平均涨幅为 123.0%，高于上期的 63.2%。

● 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-次新股说：蚂蚁集团暂缓上市，“建立常态化退市机制”写入“十四五”规划（2020 批次 40、41）》-2020.11.8

《中小盘 IPO 专题-次新股说：史上最大 IPO 蚂蚁集团来袭，打新最高获配近千万（2020 批次 40、41）》-2020.10.24

《中小盘 IPO 专题-次新股说：科创板首单 CDR 九号公司获注册（2020 批次 38、39）》-2020.10.10

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 0.01%，表现不及沪深两市 4
2、 科兴制药（A20111.SH） 7
2.1、 专注重组蛋白药物研发，业绩高速增长 7
2.2、 公司亮点：产品线丰富且市占率较高，积极布局渠道下沉 8
2.3、 行业大观：中国生物药市场快速增长，分级诊疗体系日益完善 8
3、 恒玄科技（A20071.SH） 9
3.1、 国际领先的智能音频 SoC 芯片设计企业 9
3.2、 公司亮点：强研发铸就技术优势，下游客户资源优质 10
3.3、 行业大观：TWS 耳机及智能音箱催化智能音频 SoC 市场 11
4、 艾力斯（A20051.SH） 12
4.1、 肿瘤小分子靶向药创新研发商，在研产品尚未形成收入 12
4.2、 公司亮点：靶向药研究经验丰富，核心产品上市后需求空间广阔 13
4.3、 行业大观：小分子靶向药物市场渗透率低，未来发展空间大 13
5、 协和电子（A19355.SH） 14
5.1、 印制电路板生产商，盈利能力持续增长 14
5.2、 公司亮点：产品结构高端，客户资源优质稳定 15
5.3、 行业大观：汽车电子、5G 等行业发展推动 PCB 产业进一步扩容 15
6、 博迁新材（A19333.SH） 16
6.1、 电子专用高端金属粉体材料制造商，业绩高速增长 16
6.2、 公司亮点：制备技术行业领先，前瞻性研发纳米级新品并实现量产 17
6.3、 行业大观：终端需求助力 MLCC 百亿级规模，带动上游电子专用高端金属粉体行业繁荣 18
7、 风险提示 19

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 0.01%，表现不及沪深两市 4
图 2： 科兴制药收入、利润高速增长 7
图 3： 科兴制药盈利能力保持较高水平 7
图 4： 恒玄科技收入高速增长，利润扭亏为盈 9
图 5： 恒玄科技盈利能力呈上升趋势 9
图 6： 艾力斯亏损有所扩大 12
图 7： 艾力斯尚未实现盈利 12
图 8： 协和电子营业收入小幅下滑 14
图 9： 协和电子盈利能力有所减弱 14
图 10： 博迁新材营业收入有所下滑 17
图 11： 博迁新材盈利能力呈上升趋势 17

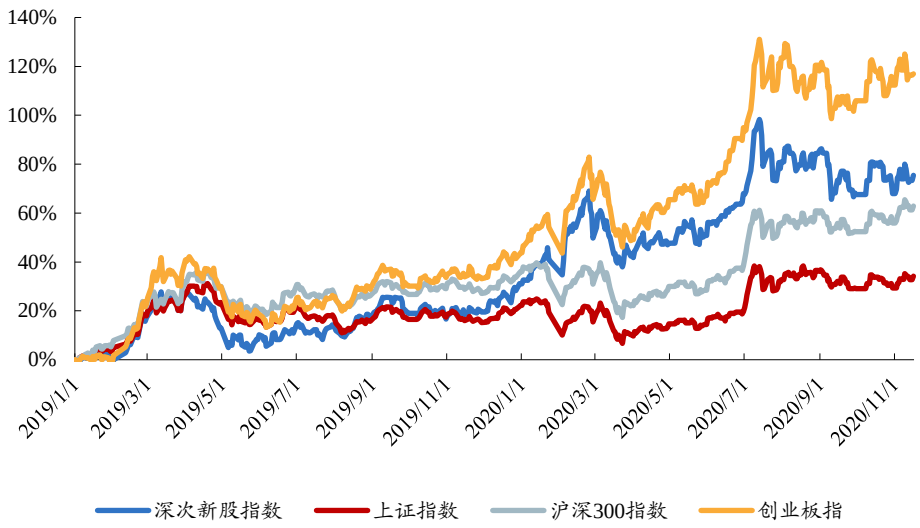
表 1： 本期主板和中小板共开板新股 3 只，平均开板涨幅 123.0% 4
表 2： 本期科创板共 4 家新股上市，上市首日平均涨幅 230.5% 4
表 3： 本期创业板共 1 家新股上市，上市首日涨幅 208.0% 5
表 4： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 5： 本批科创板注册新股基本面一览 5

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 6
表 8: 开源中小盘次新股重点跟踪组合 6
表 9: 科兴制药募集资金的主要用途 7
表 10: 可比公司对比（2017-2019）：科兴制药成长性优于行业平均 9
表 11: 恒玄科技募集资金的主要用途 10
表 12: 可比公司对比（2017-2019）：恒玄科技成长性远高于行业平均 11
表 13: 艾力斯募集资金的主要用途 12
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：艾力斯与其他处于临床试验阶段公司指标相近 14
表 15: 协和电子募集资金的主要用途 14
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：协和电子成长性和盈利能力高于行业平均 16
表 17: 博迁新材募集资金的主要用途 17
表 18: 可比公司对比（2017-2019）：博迁新材成长性和盈利能力优于行业平均 18

1、 深次新股指数本期上涨 0.01%，表现不及沪深两市

本期（2020 年 11 月 09 日至 11 月 20 日，下同）深证次新股指数上涨 0.01%，表现优于创业板指（-2.41%），弱于上证指数（1.98%）、沪深 300 指数（1.18%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 3 只，开板平均涨幅为 123.0%，高于上期的 63.2%。本期科创板共有 4 家公司上市，上市首日平均涨幅 230.5%，高于上期的 65.9%。本期创业板共有 1 家公司上市，上市首日平均涨幅 208.0%，低于上期的 261.0%。

图1：深次新股指数本期上涨 0.01%，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 3 只，平均开板涨幅 123.0%

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
003019.SZ	宸展光电	2020-11-17	2020-11-20	23.58	45.21	3	91.73%
605007.SH	五洲特纸	2020-11-10	2020-11-19	10.09	28.31	7	180.57%
003018.SZ	金富科技	2020-11-06	2020-11-13	8.93	17.56	5	96.64%
					均值	5	123.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 4 家新股上市，上市首日平均涨幅 230.5%

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
688219.SH	会通股份	2020-11-18	8.29	38.1	38.3	99.5%	373.5%
688160.SH	步科股份	2020-11-12	20.34	41.6	37.2	111.9%	180.5%
688057.SH	金达莱	2020-11-11	25.84	29.1	25.8	112.9%	70.1%
688135.SH	利扬芯片	2020-11-11	15.72	36.6	50.5	72.4%	297.8%
			均值	36.4	38.0	99.2%	230.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板共 1 家新股上市，上市首日涨幅 208.0%

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
300884.SZ	狄耐克	2020-11-12	24.87	26.1	50.6	51.6%	208.0%
			均值	26.1	50.6	51.6%	208.0%

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
605376.SH	**博迁新材**	**4.81**	**37.21**	**21.99**	**66.57**	**21.83**	**电子专用高端金属粉体材料制造商**	**国瓷材料、贵研铂业**
605183.SH	确成硅化	11.91	39.01	5.71	19.17	16.58	沉淀水合二氧化硅生产商	吉药控股、龙星化工、黑猫股份
003021.SZ	兆威机电	17.83	38.39	80.22	169.30	34.32	微型传动系统、精密注塑件和精密模具制造商	捷昌驱动、鸣志电器、瑞声科技
003022.SZ	联泓新材	56.74	15.21	10.36	210.40	6.95	先进高分子材料及特种化学品制造商	宝丰能源、皇马科技、奥克股份
003004.SZ	声迅股份	3.65	46.33	-1.57	2.41	31.61	安防解决方案、安防运营服务商	浩云科技、东方网力、苏州科达
601686.SH	友发集团	447.49	3.46	19.46	37.85	17.65	焊接钢管生产	长宝股份、金洲管道、玉龙股份

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
A20111.SH	**科兴制药**	**11.91**	**80.56**	**39.05**	**64.04**	**23.33**	**重组蛋白药物和微生态制剂制造商**	**特宝生物、长春高新、双鹭药业**
A20071.SH	**恒玄科技**	**6.49**	**37.70**	**177.00**	**57.14**	**-85.21**	**智能音频 SoC 芯片研发**	**晶晨股份、博通集成、瑞芯微**
688578.SH	**艾力斯**	**0.01**	**42.15**	**-71.45**	**0.00**	**-60.29**	**肿瘤小分子靶向创新药研发**	**贝达药业、微芯生物、百奥泰**
A20050.SH	欧科亿	6.03	28.12	18.63	40.85	10.87	数控刀具产品和硬质合金制品制造商	沃尔德、恒锋工具
A16281.SH	杭华股份	10.08	24.76	2.39	7.78	9.53	节能环保型油墨产品生产	科斯伍德、ST 乐通、东方材料

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
A19458.SZ	润阳科技	3.65	42.66	47.23	132.22	29.24	无毒环保高分子泡沫塑料制造商	爱丽家居、海象新材
300916.SZ	朗特智能	5.69	19.88	7.65	11.22	22.91	智能控制器及智能产品制造商	拓邦股份、和而泰、和晶科技
300915.SZ	海融科技	5.84	51.49	11.28	4.99	33.59	烘焙行业原料制造商	元祖股份、桃李面包、桂发祥
300912.SZ	凯龙高科	10.67	29.81	-2.37	-8.97	13.91	内燃机尾气污染治理装备生产	艾可蓝
300913.SZ	兆龙互连	10.97	17.05	7.76	49.05	21.84	数据电缆制造	通鼎互联、万马股份、盛洋科技

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
2020/11/25	A16281.SH	杭华股份	10.08	24.76	2.39	7.78	9.53	节能环保型油墨产品生产	科斯伍德、天龙集团、乐通股份

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	11 月 20 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	52.73	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	59.76	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	182.43	144	首个本土二价 HPV 疫苗生产商
300832.SZ	新产业	153.30	69	化学发光免疫龙头，国产替代空间广阔
300841.SZ	康华生物	498.34	68	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	37.73	22	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	192.22	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

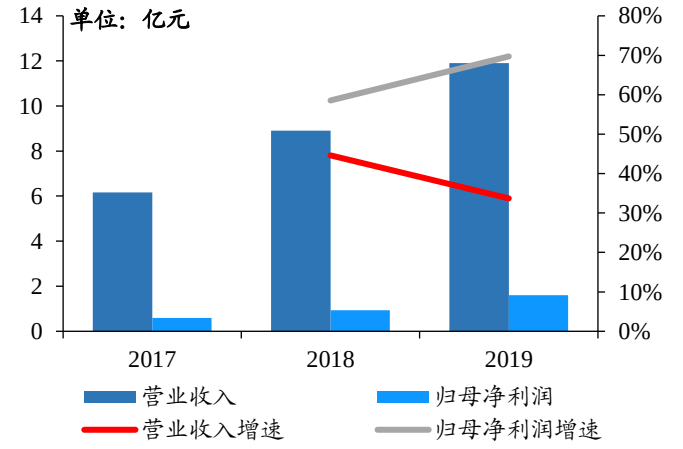
2、 科兴制药（A20111.SH）

2.1、 专注重组蛋白药物研发，业绩高速增长

公司主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发，专注于抗病毒、血液、肿瘤与免疫、退行性疾病等治疗领域的药物研发。公司主营产品为重组人促红素、重组人干扰素α1b、重组人粒细胞刺激因子、酪酸梭菌二联活菌及其他，2019 年收入分别为 5.6、3.5、1.4、1.3、0.1 亿元，占总收入的比重分别为 47.0%、29.6%、11.5%、11.0%、0.9%。

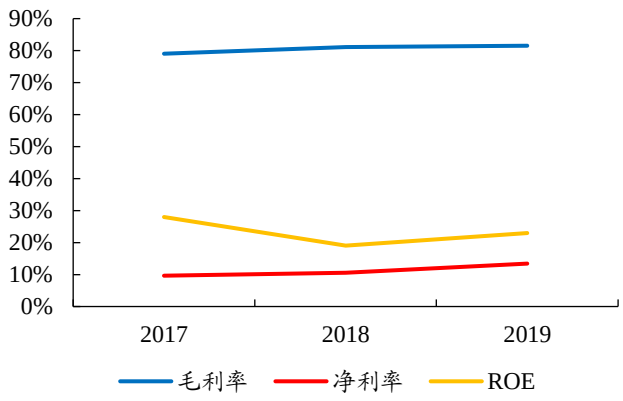
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 6.2、8.9、11.9 亿元，CAGR 为 39.1%，对应归母净利分别为 0.6、0.9、1.6 亿元，CAGR 为 64.0%。公司盈利能力较强且仍处于提升趋势，2017 至 2019 年毛利率分别为 79.0%、81.1%、81.5%，净利率分别为 9.6%、10.6%、13.4%，ROE 分别为 28.0%、19.0%、23.0%。

图2：科兴制药收入、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：科兴制药盈利能力保持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：科兴制药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
药物生产基地改扩建项目	58,730.46	本项目预计投资收回期为 8.29 年（含建设期 4 年），预计内部收益率为 23.38%
研发中心升级建设项目	34,746.24	提高公司总体研发水平，促进新药和现有产品改良剂型研发顺利开展，进一步确保公司产品竞争力的可持续性
信息管理系统升级建设项目	3,702.60	显著提升公司信息化运营能力，对生产进行监控，保障公司药品生产符合 GMP 流程要求
补充流动资金	80,000.00	有利于改善公司财务结构，提高公司资产质量
合计	177,179.30	

资料来源：招股说明书，开源证券研究所

2.2、 公司亮点：产品线丰富且市占率较高，积极布局渠道下沉

产品线丰富，主要产品市占率名列前茅。公司的产品线丰富，涵盖了重组蛋白药物（重组人促红素、重组人干扰素α1b、重组人粒细胞刺激因子）、微生态制剂药物（酪酸梭菌二联活菌），丰富的产品线保证公司经营的持续增长，同时分散了公司经营风险。公司核心产品拥有齐全的规格、多样的包装形式和多种剂型，可以满足患者多样化、个性化的需求，有利于提升公司产品的市场竞争力。在国内重组人促红素市场中，公司产品“依普定”2017 年、2018 年、2019 年国内市场占有率分别为 9.36%、11.27%、12.51%，排名第三。在国内短效重组人干扰素注射剂市场中，公司产品“赛若金”2017 年、2018 年、2019 年市场占有率分别为 21.45%、23.95%和 26.29%，排名第二。目前国内短效重组人粒细胞刺激因子市场中，公司产品“白特喜”2017 年、2018 年、2019 年国内市场占有率分别为 2.11%、2.33%、3.19%，排名分别为第十一、第十、第八。目前国内益生菌市场中，公司产品“常乐康”2017 年、2018 年、2019 年国内市场占有率分别为 3.06%、2.87%、3.03%，排名第十左右。

加强营销团队建设，积极拓展销售渠道，布局渠道下沉。公司加强营销团队建设，组建了一支专业型的销售队伍，销售人员从 2017 年末的 205 人上升至的 2020 年 6 月末的 490 人，公司积极拓展销售渠道，终端覆盖各级医院、卫生服务中心、诊所、药店等，数量从 7000 余家增长至 15000 余家，覆盖终端数量增长超过了 100.00%，除覆盖医院数量稳定增长外，公司积极布局卫生服务中心、诊所等基层医疗服务机构，实现渠道下沉。

2.3、 行业大观：中国生物药市场快速增长，分级诊疗体系日益完善

行业趋势：医保体系不断健全，分级诊疗体系日益完善。从 2009 年 3 月国务院公布《关于深化医药卫生体制改革的意见》开始，各部门先后出台政策、规划等各项措施，逐步建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度、建立完善新型农村合作医疗制度，逐步向城乡居民统一提供疾病预防控制、妇幼保健、健康教育等基本公共卫生服务，从而全面提高国民健康及医疗水平。2016 年 12 月，国务院印发了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》，要求“十三五”期间，要在分级诊疗、现代医院管理、全民医保、药品供应保障、综合监管等五项制度建设上取得新突破，同时统筹推进相关领域改革。这些举措将会进一步扩大药品需求，同时也为研发能力较为突出、质量控制较为有效的医药制造企业提供了快速发展的契机。

市场容量：中国生物药市场潜力强劲，万亿市场指日可待。中国生物药市场处于发展初期，具有强劲的增长潜力，增速领先于医药市场整体情况。根据弗若斯特沙利文报告，2018 年，中国生物药市场规模达 2622 亿元人民币。随着可支付能力提高、患者群体增长以及医保覆盖范围扩大，预计至 2023 年中国生物药市场规模将进一步扩大至 6412 亿元人民币，年复合增长率为 19.6%。随着医药研发投入增加，预计 2030 年生物药市场将会达到 13198 亿人民币。2023 年至 2030 年复合增长率为 10.9%。**（1）重组人促红素：**近年来，我国重组人促红素市场规模逐年增加，由 2013 年的 19.68 亿元增长到 2018 年的 31.97 亿元，年均复合增长率为 10.19%。2019 年，重组人促红素市场规模保持相对稳定。**（2）重组人干扰素：**2019 年，国内重组人干扰素类药物市场规模 34.37 亿元，其中短效重组人干扰素 22.00 亿元，占比 64.01%；长效重组人干扰素 12.37 亿元，占比 35.99%。**（3）重组人粒细胞刺激因子：**2018 年度，我国重组人粒细胞刺激因子销售规模约为 49.82 亿元，长效和短效重组人粒细胞刺激

因子保持同步增长的趋势。其中，短效重组人粒细胞刺激因子 2018 年销售规模约为 30.62 亿元，2014-2018 年短效重组人粒细胞刺激因子销售额的复合增长率约为 5.87%，市场规模稳步增长。2019 年，短效重组人粒细胞刺激因子市场规模保持平稳。**（4）酪酸梭菌二联活菌：**我国益生菌产业于 20 世纪 90 年代末开始发展，相较于日本、欧洲等益生菌大国落后 15-30 年，随着监管政策的完善和批准菌种的增加，21 世纪开始，我国益生菌市场呈快速增长趋势，其中益生菌药品增速高于全球平均水平，2014-2018 年每年增长速度约 11%，市场规模高达 40.1 亿元。2019 年，市场规模继续保持稳定增长的势头，市场规模达到 44.38 亿元。

表10：可比公司对比（2017-2019）：科兴制药成长性优于行业平均

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（%）
特宝生物	50.28	89.04	8.81	12.10
长春高新	34.07	85.19	31.86	28.54
双鹭药业	27.83	79.44	23.62	10.43
平均	37.39	84.56	21.43	17.02
科兴制药	39.05	81.53	13.42	22.95

数据来源：Wind、开源证券研究所

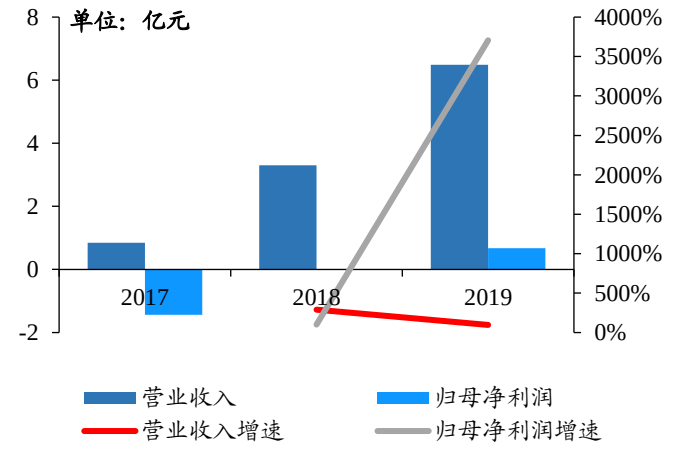
3、 恒玄科技（A20071.SH）

3.1、 国际领先的智能音频 SoC 芯片设计企业

公司主营业务为智能音频 SoC 芯片的研发、设计与销售。公司主营产品为普通蓝牙音频芯片、智能蓝牙音频芯片、Type-C 音频芯片，2019 年收入分别为 3.0、2.3、1.6 亿元，占总收入的比重分别为 46.4%、35.8%、17.9%。

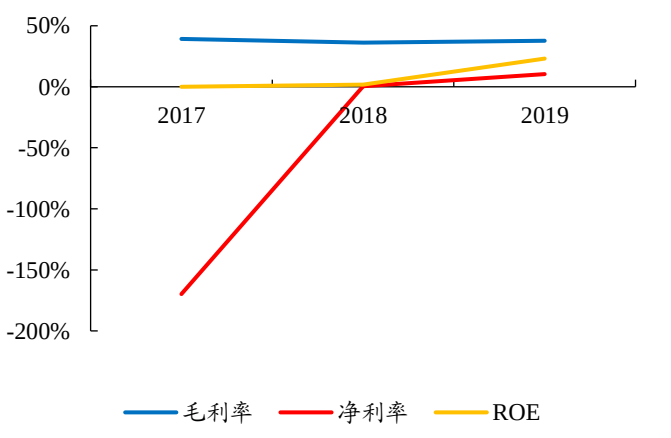
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 0.8、3.3、6.5 亿元，CAGR 为 177.0%，对应归母净利分别为-1.4、0.0、0.7 亿元。随着公司产品快速放量，盈利能力显著提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 39.2%、36.2%、37.7%，净利率分别为-169.8%、0.5%、10.4%，ROE 分别为 0.0%、1.9%、23.1%。

图4：恒玄科技收入高速增长，利润扭亏为盈



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：恒玄科技盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：恒玄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
智能蓝牙音频芯片升级项目	38,527.75	进一步降低产品整体功耗和成本，以提升产品竞争力，满足消费者对智能蓝牙耳机等可穿戴设备日益提升的体验要求
智能 WiFi 音频芯片研发及产业化项目	30,814.94	丰富产品体系，抓住智能家居市场快速发展机会，维持公司技术领先优势
Type-C 音频芯片升级项目	6,531.08	进一步强化可扩展性，提升 HiFi 音质及降噪等性能，并降低功耗及成本，以满足终端客户市场的需求
研发中心建设项目	16,705.13	强化公司前沿技术研发实力及科技成果转化能力，切实增强公司整体技术水平，进而保证产品性能的领先性
发展与科技储备项目	107,421.10	合理、有序、高效地开展发展与科技储备项目，持续提升公司核心竞争力和盈利能力
合计	200,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：强研发铸就技术优势，下游客户资源优质

研发投入高，实现技术领先。公司研发投入高，2017 年至 2020 年 1-6 月研发费用分别为 4,493.67 万元、8,724.02 万元、13,236.29 万元和 8,181.48 万元，2017 年至 2019 年复合增长率为 71.63%，占营业收入比例分别为 53.14%、26.44%、20.40%。持续高强度的研发投入铸就了较深的技术护城河。**IBRT 真无线技术：**采用 IBRT 技术的 TWS 耳机芯片具有更强的抗干扰和稳定连接能力，解决了传统转发方案功耗高、时延长及稳定性差的缺点，从而实现更好的用户体验。采用 IBRT 技术的芯片已获得品牌客户的量产应用。**主动降噪蓝牙单芯片：**对于内部空间紧张的 TWS 耳机来说，公司单芯片方案可提供更多的内部空间给声学器件和电池，并具有更低的功耗和成本优势。**先进制程：**在业界主流蓝牙音频芯片采用 40nm 及 55nm 工艺的情况下，公司坚持快速跟进先进制程，较早使用 28nm 工艺，采用 22nm 先进制程的产品也在研发过程中。**低功耗嵌入式语音 AI 技术：**公司 BES2300 系列产品，集成自研的智能语音系统，实现低功耗语音唤醒和关键词识别，从而使耳机具备智能语音交互能力。

产品布局具有前瞻性，与各大主流手机和专业音频厂商合作紧密。公司研发团队具有丰富的行业经验和敏锐的市场洞察力，把握住了智能语音市场爆发的机遇。在苹果推出 AirPods 后的短时间内，公司以前瞻的产品布局及快速的响应能力，较早推出支持双耳通话、集成主动降噪等功能的领先产品，迅速抢占了品牌市场。随着智能语音在 TWS 耳机的广泛应用，公司又较早推出支持语音唤醒和语音识别技术的新一代智能语音 SoC 芯片。公司始终保持产品定义的领先，从而满足品牌客户对产品持续升级的诉求，与品牌客户的深入合作又进一步强化了公司产品定义的前瞻性。目前公司产品已进入全球主流安卓手机品牌，包括华为、三星、OPPO、小米及 Moto 等，同时在专业音频厂商中也占据重要地位，进入包括哈曼、JBL、AKG、SONY、Skullcandy、万魔及漫步者等一流品牌的供应链。2017 年至 2020 年 1-6 月，公司应用于主要终端品牌厂商产品的芯片销售收入分别为 1,372.90 万元、18,738.42 万元、48,899.83 万元和 26,645.57 万元，占营业收入的比例分别为 16.23%、56.79%、75.36%和 78.87%，占比呈逐年提升趋势。

3.3、 行业大观：TWS 耳机及智能音箱催化智能音频 SoC 市场

行业趋势：TWS 耳机及智能音箱产品渐成消费潮流。2016 年 9 月，苹果发布第一代 AirPods，成为 TWS 智能耳机技术的引领者，拉开了耳机领域新一轮技术革新的序幕。TWS 耳机的核心是智能蓝牙音频 SoC 芯片，其承担了无线连接、音频处理和其他辅助功能。TWS 耳机对智能蓝牙音频 SoC 芯片的工艺制程、集成度和功耗提出了更高要求。同时在耳机尺寸受限的前提下，还需要大幅提升芯片算力以支持耳机的智能化发展。智能音箱是智能家居领域率先爆发的细分市场，WiFi 传输速度快、通信距离远、成本适中，是适合智能家居应用场景的重要技术之一。智能音箱是智能家居体系中不可或缺的重要终端，吸引了众多科技公司。在 2019 年第四季度，阿里巴巴、百度、小米、腾讯均推出了新品智能音箱，且均为触控屏智能音箱。

市场容量：TWS 耳机及智能音箱等市场新兴需求强劲，产品更新换代速度快。（1）智能耳机市场：TWS 耳机增长迅速，3.5mm 接口取消和蓝牙 5.0 标准的普及助推智能耳机成长。2016 年苹果推出第一代 AirPods，引爆了 TWS 耳机热潮，国内外厂商纷纷跟进推出自己的 TWS 耳机产品，耳机向无线化加速转变。随着主动降噪、智能语音等功能的加入，耳机正向智能化、多功能化演进。根据 Counterpoint Research 统计数据，2016 年全球 TWS 耳机出货量仅为 918 万副，2018 年则达到 4,600 万副，年均复合增长率为 124%。预计 2020 年 TWS 耳机出货量将跃升至 2.3 亿副，全球 TWS 耳机市场规模将达到 270 亿美金。随着智能手机厂商追求轻薄、防水等特性，手机的接口和物理按键开始逐步减少，取消 3.5mm 接口已经成为智能手机发展趋势。在这样的背景之下，TWS 耳机迎来了快速发展的时机。相比蓝牙 4.2 版本，蓝牙 5.0 版本的传输速度、传输距离提高，同时功耗降低，稳定性增强。新标准的蓝牙技术提高了无线信号的传输质量，从而改善了耳机用户的使用体验。从 2017 年开始，主流手机厂商推出的智能手机均开始支持蓝牙 5.0 标准。**（2）智能音箱市场：国内市场出货量达千万台，持续高增长。**智能音箱是具备语音交互系统、可接入多种设备和丰富内容的智能终端产品。智能音箱在传统音箱基础上增加了智能化功能，包括 WiFi 连接、语音交互、海量内容等。根据 Canalys 数据，2019 年全球智能音箱出货量 1.25 亿台，较 2018 年增长 60%。Canalys 预测全球智能音箱市场在 2023 年将达到 230 亿美元。根据 IDC 数据，2019 年中国智能音箱市场出货量达到 4,589 万台，同比增长 109.7%，持续了高增长态势。

表12：可比公司对比（2017-2019）：恒玄科技成长性远高于行业平均

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（%）
晶晨股份	18.10	33.93	6.66	9.24
博通集成	44.15	36.25	21.49	26.61
瑞芯微	6.10	40.09	14.54	12.69
平均	22.78	36.76	14.23	16.18
恒玄科技	177.00	37.69	10.38	23.12

数据来源：Wind、开源证券研究所

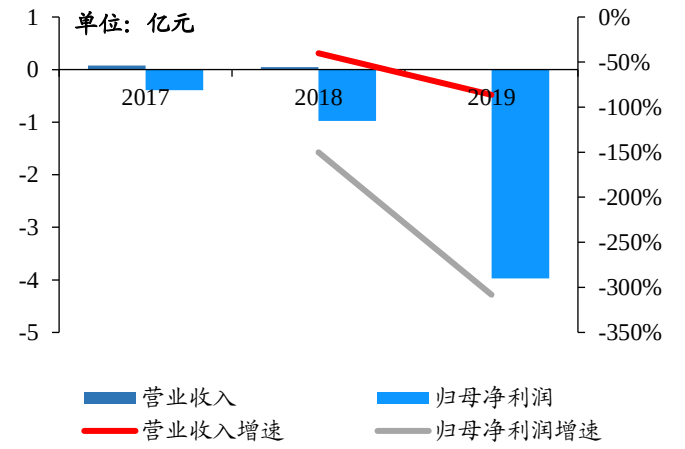
4、 艾力斯（A20051.SH）

4.1、 肿瘤小分子靶向药创新研发商，在研产品尚未形成收入

公司专注于肿瘤小分子靶向创新药的研发，核心在研产品伏美替尼用于晚期非小细胞肺癌患者的治疗。由于公司该产品仍在审核阶段暂未上市，2019 年公司营业收入为 62.97 万元，系合作研发产品兰索拉唑肠溶胶囊的技术服务费。

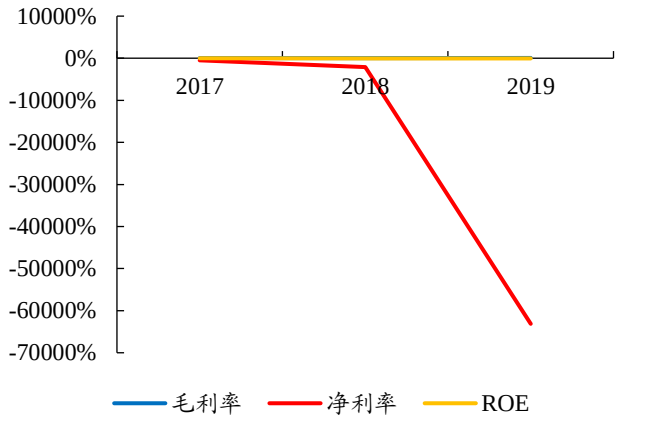
2017 至 2019 年，公司净亏损分别为 3893.38 万元、9739.38 万元及 39750.25 万元，毛利率分别为 34.5%、34.96%、57.1%。公司亏损扩大主要是由于核心产品尚未上市，且研发费用呈现逐年快速增长的趋势。

图6：艾力斯亏损有所扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：艾力斯尚未实现盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：艾力斯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
新药研发项目	76,290.70	满足新药伏美替尼进行后续扩展适应症的临床试验，进一步增强公司技术创新动力，满足更广阔的临床用药需求，提高企业核心竞争力。
总部及研发基地项目	55,597.56	进一步改善研发环境，改善研发条件，吸引行业内高水平技术人才。
营销网络建设项目	12,727.06	提升公司市场营销能力，提升市场服务能力和品牌知名度，满足未来新药上市推广销售，最终形成覆盖全国重点区域的营销网络。
信息化建设项目	2,786.00	提升公司的内部管理水平，有利于公司加快实验进度，节约成本，并使实验数据规范且满足药品监督管理局的审核要求。
药物研究分析检测中心项目	8,666.94	满足公司原料药及制剂产品质量检验检测需求，提高公司产品研发过程中分析检测和质量研究工作效率。
合计	156,068.26	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：靶向药研究经验丰富，核心产品上市后需求空间广阔

创新能力强，靶向药研究经验丰富。公司研发团队创新力强，主要研发人员已申请了多项发明专利，并参与过多项国家级基金项目及国家重大新药创制专项。截至 2019 年 12 月 31 日，公司已经获得共 61 项专利权，包括中国专利授权 30 项以及境外专利授权 31 项。对于靶向药市场，公司已在非小细胞肺癌靶向药领域深耕十余年，2007 年已对第二代 EGFR/HER2 双靶点抑制剂艾力替尼项目进行了立项并于次年申请专利，基于该经验公司顺利研发出目前的核心产品伏美替尼，同时公司也具备开发 RET 抑制剂、KRASG12C 抑制剂等多种靶向药物的能力。

核心产品伏美替尼同类产品稀缺，上市后市场需求空间广阔。伏美替尼是一种表皮生长因子受体酪氨酸激酶抑制剂（EGFR-TKI），用于晚期非小细胞肺癌的治疗。研究表明 EGFR-TKI 是 EGFR 敏感突变晚期非小细胞肺癌患者治疗的最佳选择。目前伏美替尼针对敏感突变的二线治疗已提交上市申请，并被纳入优先审评品种名单。伏美替尼具有良好的靶点抑制活性和选择性，以及良好的组织分布特异性，有助于在进行肺部病灶治疗的同时降低不良应；同时该产品具有良好的安全性，与已上市的同类药品临床结果显示疗效相似，且更具有安全性优势。该类产品目前在市场较为稀缺，存在较高的技术研发壁垒，国内已上市的针对上述晚期非小细胞肺癌二线治疗的靶向药物只有阿斯利康的奥希替尼（泰瑞沙）和豪森药业的阿美替尼（阿美乐）。公司预计伏美替尼于 2020 下半年获批，将成为第三个上市的（国产原研第二个）第三代 EGFR-TKI 产品，有望在广阔的市场空间中获得可观的份额。

4.3、 行业大观：小分子靶向药物市场渗透率低，未来发展空间大

行业趋势：新兴市场比重不断提升，创新型中小药企崛起。欧美成熟市场的支付能力及医保报销比例较高，价格高昂的靶向药均已实现较高的病人渗透率，而随着中国、印度等发展中国家医保体系的完善，支付能力的提升将推动发展中国家在靶向药市场的比重。尽管当前大型药企在全球医药市场中仍然占据主导地位，但创新型中小型药企通常在某一个治疗领域拥有强大的研发能力及更灵活的研发模式，这类药企从内部研发为主拓展至外部研发、合作研发、专利授权及研发外包等多种组合形式，使得研发资源能够共享，提高研发效率，从而创新药企研发出重磅药品的机率更高。

市场容量：肿瘤药物市场规模持续扩大，小分子靶向药市场渗透率低，未来发展空间大。中国肿瘤药物市场规模在 2018 年达到 1575.4 亿元，2014 年至 2018 年该市场规模的复合年增长率为 12.8%，预计到 2023 年，中国肿瘤药物市场规模将达到 3168.1 亿元。同时中国的癌症新发人数在高速增长，2018 年中国新发癌症患者人数达到了 428.5 万人，2014 至 2018 年的复合年增长率为 2.8%，预计 2023 年中国将会有 486.5 万名新发癌症患者，因此对相关临床治疗药物存在迫切需求。另外，目前国内以化学治疗药物为主导，小分子靶向药物和其他靶向药物只占到总体肿瘤药物使用量的 14.0%，2018 年仅占中国整体药物销售的 0.77%，与全球相比处于较低水平，存在较大的发展潜力的市场渗透空间。中国小分子靶向药市场规模由 2014 年的 61 亿元增长至 2018 年的 117.6 亿元，复合年增长率为 17.8%。未来随着医保覆盖范围扩大，居民支付能力增强，药企创新药研发能力提升，小分子靶向药市场有望持续快速发展，预计到 2023 年中国小分子靶向药市场将达到 273.6 亿元，EGFR 小分子靶向药物的市场预计将达到 182.7 亿元。对于伏美替尼来说，假设国产产品

总体占据 70%市场份额，到 2023 年伏美替尼可占据约 20%-25%市场份额，销售规模有望达到 18.3 亿元-27.4 亿元。

表14：可比公司对比（2017-2019）：艾力斯与其他处于临床试验阶段公司指标相近

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（%）
微芯生物	25.41	99.96	-769.86	2.41
百奥泰	-40.97	81.75	-146,088.83	-110.08
平均	-7.78	90.86	-73,429.35	-53.84
艾力斯	-71.45	57.06	-63,123.32	-57.78

数据来源：Wind、开源证券研究所

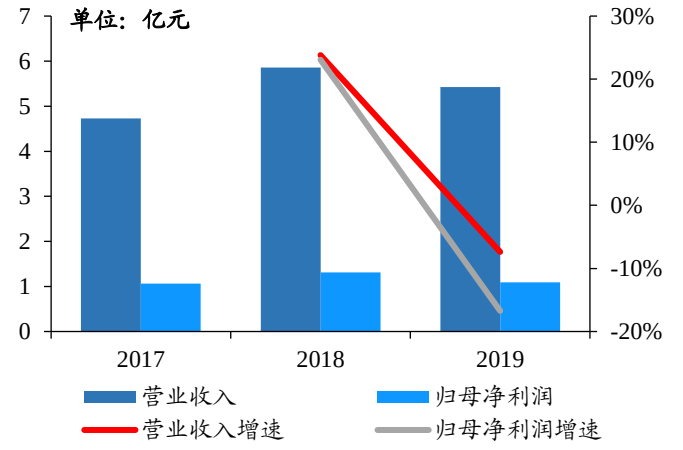
5、 协和电子（A19355.SH）

5.1、 印制电路板生产商，盈利能力持续增长

公司主要从事汽车电子、高频通讯等中高端领域印制电路板的生产。公司主营产品为汽车电子 PCB、高频通讯 PCB、SMT 产品，2019 年收入分别为 3.5、1.7、1.2 亿元，占总收入的比重分别为 64.77%、31.76%和 2.14%。

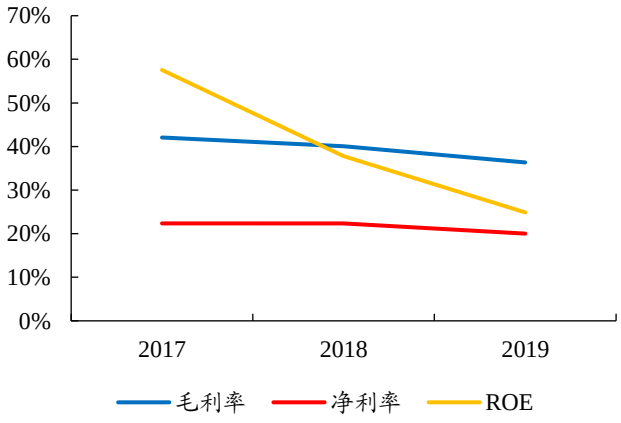
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 4.7、5.9、5.4 亿元，CAGR 为 7.1%，对应归母净利分别为 1.1、1.3、1.1 亿元，CAGR 为 1.2%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 42.1%、40.1%、36.3%，净利率分别为 22.3%、22.4%、20.0%，ROE 分别为 57.6%、37.8%、24.9%。

图8：协和电子营业收入小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：协和电子盈利能力有所减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：协和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
年产 100 万平方米高密度多层印刷电路板扩建项目	54012	项目建设完成后，预计公司新增年均销售收入 7.6 亿元，年均净利润为 0.9 亿元，税后投资内部收益率为 17.11%，税后静态投资回收期 6.25 年（含建设期）。

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
汽车电子电器产品自动化贴装产业化项目	13702	项目建设完成后，预计公司新增年均销售收入 1.9 亿元，年均净利润为 0.2 亿元，税后投资内部收益率为 15.03%，税后静态投资回收期 6.34 年（含建设期）。
合计	67714	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：产品结构高端，客户资源优质稳定

产品结构高端，服务快速优质。公司专注于汽车电子、高频通讯等中高端领域，这些行业对产品的性能和品质要求高，工艺技术复杂，具有品种数较多、均单面积较小、交期短的特点，因此生产管理复杂性和难度较高。而公司能够快速高效、优质响应客户，并且通过“PCB+SMT（表面贴装技术）”、“PCB+SMT+产品总装”等业务合作方式不断向下游领域纵向延伸,能够给客户提供完善优质的服务。因此公司是国内为数不多的专业生产高频通讯板厂家之一，具有较强的竞争优势。另一方面，行业较高的进入门槛也对应着更高的利润率。

下游优质客户资源丰富，且粘性高。由于汽车电子安全性涉及生命安全，对 PCB 品质、寿命、可靠性要求严苛，高频电路板对各项物理性能、精度、技术参数要求较高，因此这两个行业存在较高的**客户认证壁垒**，下游行业高端客户对于 PCB 供应商的选择认证都十分谨慎，通常对 PCB 企业的产品质量、技术水平、生产规模等诸多因素进行综合考量。一旦形成长期稳定的合作关系，下游客户不会轻易更换供应商。目前公司已经与东风科技、星宇股份等多家知名汽车电子企业，以及康普通讯、罗森伯格等国际知名通信设备企业建立了长期稳定的合作关系，较好的客户黏性可以带来稳定的收入增长，保障公司盈利的持续性。

5.3、 行业大观：汽车电子、5G 等行业发展推动 PCB 产业进一步扩容

产业链全景：上游原材料供应较为稳定，下游应用领域不断深化推动 PCB 行业变革。生产印制电路板所需的原材料主要为覆铜板、铜箔、半固化片及油墨等。全球来看目前覆铜板行业集中度高，规模较大，已经形成相对稳定的供应格局。下游来看，通讯、计算机及消费电子领域 PCB 产值占比一直较高，下游应用领域的不断深化将推动上游 PCB 行业的持续变革。

行业趋势：PCB 产品趋于高端化，产业结构不断优化升级。目前我国 PCB 行业的产值虽然位居全球首位，但整体技术水平、产业结构与美国、日本、韩国等国家地区相比仍存在一定差距。随着我国经济发展迈入新常态，我国 PCB 产业也由要素驱动、投资驱动的高增长阶段转向创新驱动、产业不断优化升级的高质量发展阶段。近年来，我国 PCB 产业中高端多层板、挠性板、HDI 板、封装基板等产品的生产能力、技术工艺水平等方面均实现了较大提升，国内 PCB 产品出口额稳步增长，高端产品占比也不断增加，产品高端化趋势明显。未来产品将趋向于高性能化，高集成度以及更加注重环保。

市场容量：我国是全球第一大 PCB 制造国，汽车电子、5G 通信技术推动 PCB 产业进一步发展。2009-2018 年，我国 PCB 行业产值年复合增长率高达 9.67%，2018 年我国 PCB 行业产值为 327.02 亿美元，占全球市场份额的 52.41%，已成为全球最大的 PCB 生产国。其中，就公司主要经营的汽车电子、高频通讯等中高端领域而言：

（1）汽车电子化、智能化将成为 PCB 行业成长的主要动能。根据 Prismark 数据，2018 年全球汽车 PCB 产值为 63 亿美元，2019-2018 年年均复合增长率为 17.07%，是 PCB 市场下游应用增速最快的领域之一。而新能源汽车的普及将为车用 PCB 市场带来新的增长点。根据中国产业信息网估算，新能源汽车电控系统三大模块将带来单车 PCB 价值量提升 2,000 元左右。另外，随着智能驾驶技术的逐渐推广，车载毫米波雷达渗透率逐步提升，其配套的 PCB 产品的单位价值、单车用量则明显高于传统汽车，从而将带动高端 PCB 市场的发展。（2）在高端通信行业，随着移动通信数据需求的高速增长，3G、4G 的推进和 5G 的建设，通信运营商对基站设备的投资规模不断增加，高频 PCB 有望逐步实现对普通 PCB 的全面替代。预计在 2020 年，电信运营商在 5G 网络设备上的投资超过 2,200 亿元，5G 基站大规模建设和运营商设备支出的增加，将推动 PCB 产业的发展。而就单个基站而言，5G 覆盖面积更小，信号衰减更高，对通信材料要求更高，需求量更大，根据 CPCA 测算，单个 5G 宏基站的 PCB 价值将达 4G 的两倍以上。另据公司招股书的数据，5G 基站对于 PCB 数量需求量是 4G 基站的 2.9 倍，价值量是 4G 基站的 4.2 倍，5G 基站 PCB 全球市场规模是 4G 时期的 5.5 倍。

表16：可比公司对比（2017-2019）：协和电子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（%）
沪电股份	24.13	29.53	16.92	26.73
深南电路	36.04	26.53	11.72	29.11
景旺电子	22.90	27.45	12.27	17.20
平均	27.69	27.84	13.64	24.35
协和电子	7.08	36.34	20.02	24.87

数据来源：Wind、开源证券研究所

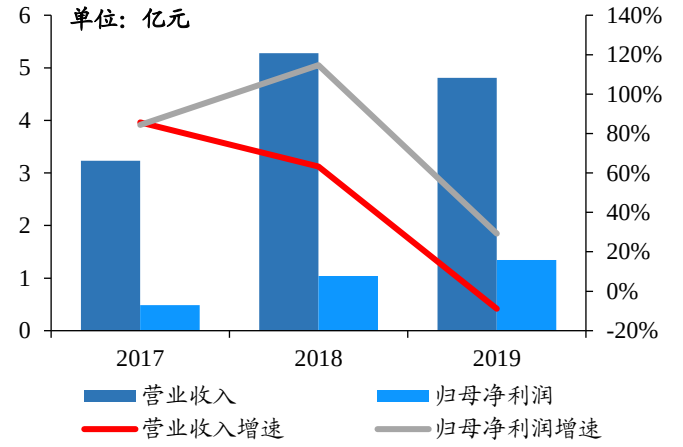
6、 博迁新材（A19333.SH）

6.1、 电子专用高端金属粉体材料制造商，业绩高速增长

公司专注于电子专用高端金属粉体材料的研发、生产和销售，主营产品为镍粉、铜粉、银粉，2019 年收入分别为 3.9、0.3、0.2 亿元，占总收入的比重分别为 81.70%、5.52%和 4.27%。

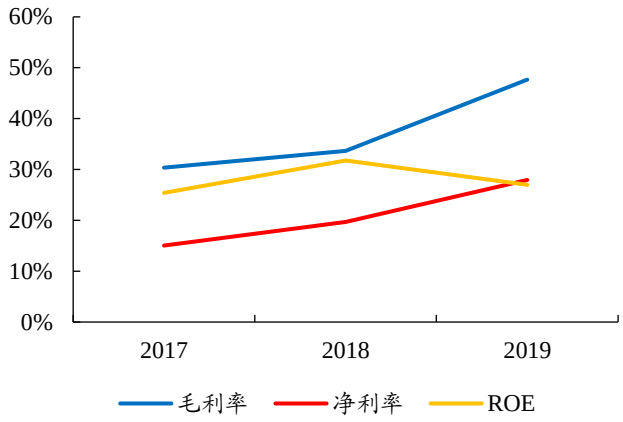
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 3.2、5.3、4.8 亿元，CAGR 为 22.0%，对应归母净利分别为 0.5、1.0、1.3 亿元，CAGR 为 66.6%。公司净利润增长的主要原因系下游行业市场需求旺盛，三星电机加大对公司产品的采购量并升级了产品结构。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 30.4%、33.6%、47.7%，净利率分别为 15.0%、19.6%、27.9%，ROE 分别为 25.4%、31.8%、27.0%，公司盈利能力亦呈上升趋势。

图10：博迁新材营业收入有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：博迁新材盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：博迁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
电子专用高端金属粉体材料生产基地建设及搬迁升级项目	65,383.56	该项目预计税后内部收益率为 18.74%，税后投资回收期（含建设期）为 6.84 年
年产 1200 吨超细纳米金属粉体材料项目	29,021.88	该项目预计税后内部收益率为 16.88%，税后投资回收期（含建设期）为 7.03 年
研发中心建设项目	9,722.82	有助于提升公司研发水平的全面性与稳定性，提高公司产品的附加值，保障公司产品能快速满足市场新需求的目的
二代气相分级项目	13,070.09	项目实施带来的营业收入增加值远大于营业成本增加值，故本项目的实施可为公司带来可观经济收益
补充流动资金	10,000.00	进一步优化财务结构，降低财务风险
合计	127,198.35	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、 公司亮点：制备技术行业领先，前瞻性研发纳米级新品并实现量产

制备技术行业领先，前瞻性研发纳米级新品并实现量产。公司所生产的金属粉体材料被广泛应用于以 MLCC 为代表的电子元器件领域，该领域对工艺技术要求较高，成熟稳定的工艺水平能够保证产品质量，提高生产效率，降低成本。为此，公司投入大量资源进行工艺技术的研发和改进，在关键生产工艺环节积累了丰富的经验，自主研发的常压下等离子体加热气相冷凝法制备技术是公司的核心竞争优势。同时，该生产技术还具有其他生产技术没有的独特优势，即不改变金属原材料本身特性，具有结晶度高，球形度高，抗氧化能力强，分散性优良等特点。目前世界上能够工业化量产 MLCC 等电子元器件用镍粉的企业较少，除公司外其他 MLCC 用镍粉生产商主要为日本企业，分别是 JFE 矿业有限公司、住友金属矿山株式会社、昭荣化学工业株式会社、东邦钛株式会社、株式会社村田制作所。而公司坚持以客户需求为导向的研发管理模式，不断丰富产品线，通过跨部门的高效协同，快速完成产品研发，紧跟行业技术的发展潮流，提升公司的经营业绩。此外，公司还具有较强的人才优势，公司实际控制人、董事长王利平是公司的创始人，拥有近 20 年的

金属粉体材料行业经营管理经验，对公司产品应用、市场推广、品牌建立等起到了关键的作用。公司董事兼总经理陈钢强博士，拥有近 30 年的金属粉体材料研发经验，对公司产品技术研发与新产品开发起到了关键的作用。近年来，公司成功研发 80nm 镍粉、120nm 镍粉等新产品。其中 80nm 镍粉已达到全球顶尖水准，规模化量产并成功应用到三星电机的 MLCC 生产过程中。

6.3、 行业大观：终端需求助力 MLCC 百亿级规模，带动上游电子专用高端金属粉体行业繁荣

产业链全景：上游原材料供给充足但价格波动较大，下游终端需求旺盛。电子专用高端金属粉体材料行业上游主要为镍、铜、银等金属原材料开采加工。镍、铜、银等金属原材料均属于大宗商品，其矿产全球储备量丰富，供应量充足，但金属价格会随着全球市场供求关系变化不断波动，从而对本行业成本造成较大影响。下游需求方面，随着智能化消费电子产品的普及与更新、新能源汽车和无人驾驶技术等带来的汽车电子化水平的提高、5G 通信的推广和工业自动化不断深入，下游对 MLCC 等电子元器件的需求和应用场景不断扩大，整个 MLCC 等电子元器件行业将迎来较长的行业繁荣期。

行业趋势：（1）电子专用高端金属粉体材料制备工艺不断进步，种类及应用领域不断拓展。目前电子产品的多功能化和便携式的发展趋势要求电子元器件产品在保持原有性能的基础上不断缩小尺寸。因此，MLCC 不断在向薄层化、小型化方向发展，MLCC 用镍粉粒径也不断缩小，近几年使用的镍粉粒径从 600nm、400nm 向 300nm、200nm 及其以下靠近。为适应 MLCC 的发展趋势，镍粉等电子专用高端金属粉体材料制备工艺不断进步。未来，随着金属粉体材料制备工艺的不断进步，下游客户需求的不断变化，纯金属粉和合金粉的种类将不断增加，下游应用领域也将逐步拓展。**（2）下游行业生产基地持续向国内转移，国内电子专用高端金属粉体材料行业遇良机。**从上世纪八九十年代开始，受国内劳动力充裕、生产成本较低等因素的吸引，全球电子产业生产基地逐步向中国内地转移。MLCC 作为电子产业的基础性元器件，其生产基地也随之转移至国内，全球各大 MLCC 生产厂家纷纷在国内开设独资或合资企业。目前我国已经成为全球主要的消费性电子产品生产基地，并已成为全球陶瓷电容器生产大国和消费大国。MLCC 厂商不断向中国集中的趋势为国内电子专用高端金属粉体材料行业提供了良好的发展机遇。

市场容量：终端市场产品迭代和需求升级助力 MLCC 百亿级市场规模。公司产品主要应用于 MLCC 等电子元器件，纵观过去 MLCC 等电子元器件行业的发展，最核心驱动因素在于终端市场的产品迭代和需求升级。从 21 世纪初家电市场到 PC 电脑的蓬勃发展，从手机进入智能机时代到如今汽车电子市场迅速发展，每一轮产品升级都带动了 MLCC 等电子元器件需求的不断扩大，并使得其向高端化、精细化方向发展。根据中国电子元件行业协会发布的数据，2018 年中国 MLCC 行业市场规模约为 434.20 亿元，2019 年中国 MLCC 行业市场规模预计将达 438.20 亿元，到 2023 年预计将达 533.50 亿元，中国 MLCC 的行业规模将不断扩大。

表18：可比公司对比（2017-2019）：博迁新材成长性和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（%）
国瓷材料	32.98	47.76	25.24	14.64
贵研铂业	17.60	3.74	1.22	7.51

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（%）
平均	25.29	25.75	13.23	11.08
博迁新材	21.99	47.66	27.94	26.98

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