2020 年 11 月 08 日

中小盘研究团队

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）

——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 5 家，科创板和创业板注册 8 家，蚂蚁集团 IPO 暂缓

证监会本批核发新股 5 家（上批 2 家），科创板和创业板注册 8 家（上批 7 家），核发速度与注册速度均加快。主板和中小板：**健之佳、明新旭腾**、宸展光电、东亚药业、立方制药。科创板：蚂蚁集团（暂缓上市）、兰剑智能、新致软件。创业板：**仲景食品、亿田股份**、康平科技、汇创达、瑞丰新材。

2020 年 11 月 3 日，上交所公告称暂缓蚂蚁集团上市，因其“所处的金融科技监管环境发生变化”。随后，蚂蚁集团公告将暂缓 A+H 股 IPO。所谓的监管环境发生变化，主要指 11 月 2 日，中国银保监会、央行联合发布的《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》。该办法对开展网络小贷业务可动用的杠杆率作出严格限制，例如在单笔联合贷款中，开展网络小贷业务的小贷公司的出资比例不得低于 30%。而根据蚂蚁集团招股书，目前蚂蚁在联合贷款业务中出资比例低于 5%，上述办法的施行将对蚂蚁小贷业务和公司估值造成实质性冲击。2020 年 11 月 6 日开始，蚂蚁集团已启动新股认购资金退款程序。

2020 年 11 月 2 日，深改委审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》，指出要完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制。而在 11 月 3 日公布的《中央关于制定十四五规划和 2035 年远景目标建议》中，也明确提出了“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。

● 本期科创板和创业板上会 31 家，主板和中小板上会 14 家，其中周六福被否

本期科创板和创业板上会 31 家，较上期 21 家显著增加，过会率为 100%。主板和中小板上会 14 家，较上期 11 家有所增加，过会率为 93%（周六福被否）。剔除金融股后，本期科创板与创业板招股公司平均募资约 9.42 亿元，高于上期的 8.82 亿元。本期主板和中小板招股公司平均募资约 8.2 亿元，高于上期的 5.84 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 65.9%，低于上期的 109.2%。本期创业板上市首日平均涨幅 261.0%，低于上期的 271.2%。主板和中小板本期开板新股 9 只，开板平均涨幅为 63.2%，低于上期 289.1%。

● 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：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

《中小盘 IPO 专题-注册制改革“分步走”、健全退出机制，做优做强上市公司》-2020.10.10

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 0.29%，表现弱于沪市 4
2、 健之佳（A17087.SH） 7
2.1、 西南地区领先的医药连锁零售企业 7
2.2、 公司亮点：综合健康服务能力专业，社区健康服务生态圈多元化，直营门店数量领先 7
2.3、 行业大观：医药零售行业市场规模达千亿，医药零售药店连锁率进一步提升 8
3、 仲景食品（A19238.SZ） 9
3.1、 复合调味料制造商，业绩稳健增长 9
3.2、 公司亮点：风味技术不断创新，品牌优势凸显 10
3.3、 行业大观：调味品行业规模大，呈现出高端化、多元化、健康化的趋势 11
4、 亿田股份（A19444.SZ） 12
4.1、 现代新型厨房电器研发生产商，盈利能力较强 12
4.2、 公司亮点：产品高端化趋势明显，营销网络覆盖面广 13
4.3、 行业大观：厨房电器市场保有量较低，行业蕴含广阔空间 13
5、 明新旭腾（A19376.SH） 14
5.1、 汽车内饰真皮供应商，盈利能力持续提升 14
5.2、 公司亮点：优质稳定的客户资源，国内领先的技术研发水平，成功开拓国际整车市场 15
5.3、 行业大观：汽车革行业保持高速增长，自主品牌崛起带动本土零件供应商发展 15
6、 风险提示 16

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 0.29%，表现弱于沪深两市 4
图 2： 健之佳收入、利润增长较快 7
图 3： 健之佳盈利能力保持稳定 7
图 4： 仲景食品收入、利润稳健增长 10
图 5： 仲景食品盈利能力保持稳定 10
图 6： 亿田股份利润快速增长 12
图 7： 亿田股份盈利能力较强 12
图 8： 明新旭腾利润增长较快 14
图 9： 明新旭腾盈利能力持续增长 14

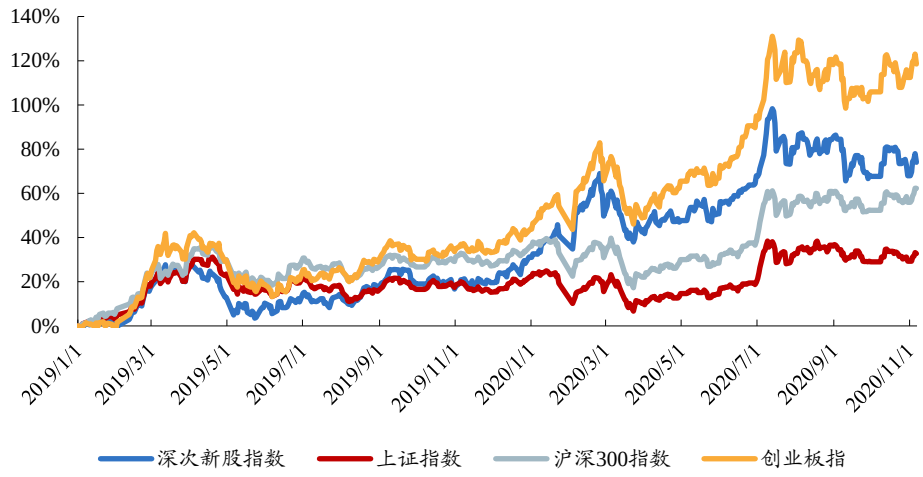
表 1： 本期主板和中小板共开板新股 9 只，平均开板涨幅 63.2% 4
表 2： 本期科创板共 4 家新股上市，上市首日平均涨幅 65.9% 5
表 3： 本期创业板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 261.0% 5
表 4： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 5： 本批科创板注册新股基本面一览 6
表 6： 本批创业板注册新股基本面一览 6
表 7： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 6
表 8： 健之佳募集资金的主要用途 7
表 9： 可比公司对比（2017-2019）：健之佳 ROE 优于行业平均 9
表 10： 仲景食品募集资金的主要用途 10
表 11： 可比公司对比（2017-2019）：仲景食品盈利能力整体优于行业平均 12

表 12： 亿田股份募集资金的主要用途 12
表 13： 可比公司对比（2017-2019）：亿田股份 ROE 优于行业平均 14
表 14： 明新旭腾募集资金的主要用途 15
表 15： 可比公司对比（2017-2019）：明新旭腾成长性和盈利能力显著高于行业平均 16

1、 深次新股指数本期上涨 0.29%，表现弱于沪市

本期（2020 年 10 月 26 日至 11 月 6 日，下同）深证次新股指数上涨 0.29%，表现弱于上证指数（1.04%）、沪深 300 指数（3.54%）以及创业板指（5.08%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 9 只，开板平均涨幅为 63.2%，低于上期的 289.1%。本期科创板共有 4 家公司上市，上市首日平均涨幅 65.9%，低于上期的 109.2%。本期创业板共有 6 家公司上市，上市首日平均涨幅 261.0%，低于上期的 271.2%。

图1：深次新股指数本期上涨 0.29%，表现弱于沪深两市



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 9 只，平均开板涨幅 63.2%

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
601995.SH	中金公司	2020-11-02	2020-11-02	28.78	37.70	0	31.0%
605169.SH	洪通燃气	2020-10-30	2020-10-30	22.22	30.10	0	35.5%
601187.SH	厦门银行	2020-10-27	2020-10-27	6.71	9.41	0	40.2%
003016.SZ	欣贺股份	2020-10-26	2020-10-27	8.99	12.96	1	44.2%
003017.SZ	大洋生物	2020-10-26	2020-10-28	28.85	50.26	2	74.2%
003013.SZ	地铁设计	2020-10-22	2020-10-27	13.43	24.35	3	81.3%
003015.SZ	日久光电	2020-10-21	2020-10-30	6.57	17.24	7	162.4%
605058.SH	澳弘电子	2020-10-21	2020-10-26	18.23	29.32	3	60.8%
601568.SH	北元集团	2020-10-20	2020-10-20	10.17	14.11	0	38.7%
					均值	2	63.2%

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 65.9%

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
688133.SH	泰坦科技	2020-10-30	44.5	48.8	131.7	0.4	0.5
689009.SH	九号公司	2020-10-29	18.9	-	50.3		1.0
688221.SH	前沿生物	2020-10-28	20.5	-	-		0.5
688179.SH	阿拉丁	2020-10-26	19.4	30.8	127.6	0.2	1.3
			均值	31.1	71.3	31%	65.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 261.0%

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
300903.SZ	科翔股份	2020-11-05	13.06	30.58	50.42	0.606505355	3.427258806
300905.SZ	宝丽迪	2020-11-05	49.32	37.18	37.37	0.994915708	1.069343066
300906.SZ	日月明	2020-11-05	26.42	39.2	39.21	0.999744963	1.487887964
300900.SZ	广联航空	2020-10-29	17.87	61.67	38.44	1.604318418	3.045327364
300901.SZ	中胤时尚	2020-10-29	8.96	21.04	38.35	0.54863103	3.612723214
300902.SZ	国安达	2020-10-29	15.38	27.25	45.83	0.594588697	3.018205462
			均值	36.2	41.6	89%	261.0%

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
A17087.SH	**健之佳**	**35.29**	**36.69**	**22.62**	**33.16**	**28.08**	**药品等连锁零售**	**益丰药房、老百姓、大参林**
A19376.SH	**明新旭腾**	**6.58**	**39.29**	**9.28**	**37.07**	**26.79**	**汽车革生产**	**兴业科技、华斯股份**
A19230.SZ	宸展光电	13.22	23.19	8.43	43.44	27.12	商用智能交互显示设备整体解决方案提供商	鸿合科技、巨潮科技
A19240.SH	东亚药业	8.57	21.10	11.88	27.99	8.07	头孢等的医药中间体和原料药生产	九洲药业、富祥股份、天宇股份
A15096.SZ	立方制药	16.50	27.77	18.93	16.99	19.06	药品批发及原料药生产	昂利康、誉衡药业、通化金马

资料来源：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
688688.SH	**蚂蚁集团**	**1,206.18**	**55.28**	**35.81**	**56.19**	**6.96**	**数字金融科技开放平台**	**阿里巴巴、腾讯控股**
A20073.SH	兰剑智能	3.95	39.13	61.89	271.93	15.08	智能仓储物流自动化系统	今天国际、音飞储存、诺力股份
A15283.SH	新致软件	11.18	28.35	12.66	51.30	11.64	金融机构外包软件服务	中科软、科蓝软件、高伟达

资料来源：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
A19238.SZ	**仲景食品**	**6.28**	**43.84**	**10.26**	**7.46**	**19.26**	**复合调味配料**	**海天味业、安记食品、晨光生物**
A19444.SZ	**亿田股份**	**6.55**	**40.55**	**16.90**	**40.28**	**38.40**	**集成灶等厨电的生产**	**浙江美大、帅丰电器、火星人**
A19372.SZ	康平科技	6.06	24.16	3.42	-4.38	15.21	电机供应与整机制造	锐奇股份、华瑞股份、奇精机械
A19294.SZ	汇创达	4.07	34.87	26.16	56.31	22.90	导光结构件及组件、精密按键开关结构件及组件制造商	苏大维格、锦富技术
A19161.SZ	瑞丰新材	6.57	27.22	18.74	47.38	11.99	润滑油添加剂等化工新材料的生产	沈阳化工、大庆华科

资料来源：Wind、开源证券研究所

表7：开源中小盘次新股重点跟踪组合

证券代码	证券简称	11 月 06 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	53.10	103	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	56.99	79	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	194.59	153	首个本土二价 HPV 疫苗生产商
300832.SZ	新产业	160.08	72	化学发光免疫龙头，国产替代空间广阔
300841.SZ	康华生物	462.39	63	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	31.99	19	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	184.00	33	个人卫生护理用品 ODM 龙头，客户资源优质

资料来源：Wind、开源证券研究所

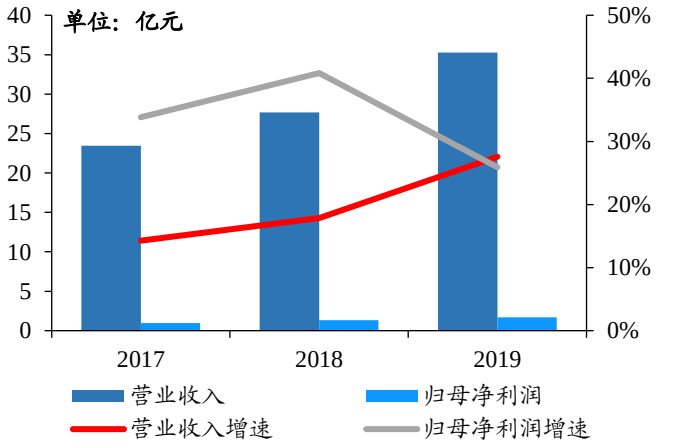
2、 健之佳（A17087.SH）

2.1、 西南地区领先的医药连锁零售企业

公司主要从事药品、保健食品、个人护理品、家庭健康用品、便利食品、日用消耗品等健康产品的连锁零售业务，主营业务包括医药门店零售、体检服务、便利门店零售、网络平台，2019 年收入分别为 28.0、0.1、3.1、2.0 亿元，占总收入的比重分别为 79.4%、0.3%、8.9%、5.6%。

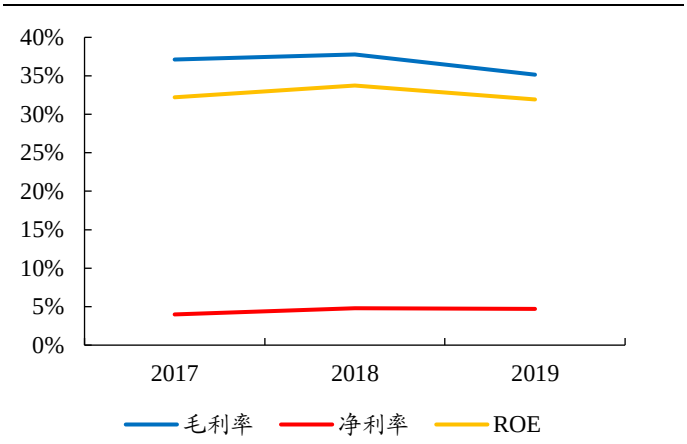
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 23.5、27.7、35.3 亿元，CAGR 为 22.6%，对应归母净利分别为 0.9、1.3、1.7 亿元，CAGR 为 33.2%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 37.1%、37.8%、35.1%，净利率分别为 4.0%、4.8%、4.7%，ROE 分别为 32.2%、33.7%、31.9%。

图2：健之佳收入、利润增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：健之佳盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：健之佳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
新开门店建设项目	100,421.68	预计该项目内部收益率（税后）为 19.09%，静态投资回收期（含 3 年建设期、税后）为 7.07 年
医药连锁信息服务项目	12,418.00	将为公司的进一步发展搭建更为高效的应用平台，对公司的长远发展将产生深远而积极的影响
全渠道多业态营销平台建设项目	3,022.00	预计该项目内部收益率（税后）为 20.96%，静态投资回收期（含 3 年建设期、税后）为 5.30 年
合计	115,861.68	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：综合健康服务能力专业，社区健康服务生态圈多元化，直营门店数量领先

综合健康服务能力专业。为顺应市场需求的变化，公司积极探索从单一的药品销售向专业化的健康综合服务拓展。根据我国社会老龄化、慢性病规模化与年轻化的趋势，公司建立了专业的慢性病管理体系。依托专业的慢性病管理系统，公司为每位慢

性病会员建立独立的慢病档案，记录疾病诊断、处方审核和调剂、用药监测、用药评估与干预、不良反应警戒、健康指导以及回访情况，并配备药师、咨询师、营养师体系化、专业化、规范化地为慢性病会员提供个性化的慢性病检查与分析、生活方式改良建议、长期跟踪治疗等专业健康服务。

社区健康服务生态圈多元化。历经二十余年的发展，多元化社区健康服务生态圈已显现其在店型、商品和服务方面的差异化竞争优势，并且获得了消费者的青睐。**店型设置方面：**目前，公司已构建成以社区专业便利药房为主，中医诊所、社区诊所、体检中心、便利店为辅的多元业务结构，能够满足消费者在健康领域多样化、一站式需求。**产品结构方面：**公司实施差异化的产品组合策略，为消费者提供包括处方药、非处方药、中药材、保健品、个人护理品、家庭健康用品、日用消耗品、便利食品及促销品等九大类商品，满足消费者日益丰富的物质生活需求。**陈列布局方面：**截至 2019 年 12 月 31 日，公司在营商品品类达到 2.9 万余种。公司结合每家门店所处区域消费者年龄结构、生活习惯、健康状况等因素，从在营商品品类中构建适宜区域客群需求的供应商品组合，努力打造“千店千面”的门店差异化陈列布局，更好地满足不同区域的客群需求。**服务方式方面：**公司坚持从消费者需求出发，构建以会员为核心的全渠道营销模式。通过打造全渠道订单处理能力，及时判断并满足消费者的需求，实现线上线下的融合以及互联互通。

直营门店数量领先，会员消费金额占比高。截至 2019 年 12 月 31 日，公司拥有 1,539 家直营社区专业便利药房、4 家直营中医诊所、2 家直营社区诊所、1 家直营体检中心、206 家直营便利店和 20 家加盟便利店，直营门店总经营面积为 25.34 万平方米，会员人数超过 1000 万人。直营门店数量方面，在《中国药店》杂志公布的“2018-2019 年度中国药店直营连锁 100 强”中，公司排名第 10 位；在中国连锁经营协会（CCFA）发布的“2018 年中国便利店百强”榜单中，按门店数量排名，之佳便利排在全国第 68 位。

2.3、 行业大观：医药零售行业市场规模达千亿，医药零售药店连锁率进一步提升

产业链全景：上游行业规模较大，品牌类药品受上游牵制较大。医药零售行业处于药品流通行业终端，受消费者需求影响较大。医药制造业是药品流通行业的上游，行业规模较大。医药制造企业与医药零售企业之间存在着相互协调、相互影响的关系。一方面，对于普通药物，医药零售企业具有较大的选择空间，采购议价能力较强；对于品牌类药品，医药零售企业则会一定程度上受到医药制造企业的牵制。另一方面，医药零售企业熟悉消费者需求，并能在一定程度上影响其消费习惯。医药零售企业能够及时掌握药品销售的趋势及潜在的质量问题，并将这些信息反馈给上游医药制造企业，从而影响其产品规划、研发与生产。公司所处的医药零售行业是药品流通行业的终端，直接面向广大个人消费者。随着社会经济与居民收入不断提升、百姓对健康的关注日益提高、覆盖城乡的医疗保障体系不断完善以及新医改提倡“预防”为主等多重因素影响，消费者在药品选购过程中考虑的因素发生调整，消费者对药店专业服务能力与便利性因素的关注程度日益提升，对价格因素的关注程度开始下降。

行业趋势：医药零售药店连锁化率与集中度稳步提升。截至 2018 年末，全国共有药店零售连锁企业 5,671 家，同比增长 4.8%，下辖门店 25.55 万家；零售单体药店 23.36 万家，全国零售门店总数为 48.91 万家。零售药店连锁化率（零售连锁企业下辖门店数占全国零售门店总数的比例）达到 52.24%。2018 年，销售额前 100 位的药品零售

企业门店总数 73,913 家，较上年同期增加 15,558 家，比上年增长 26.66%；销售总额 1,440 亿元，占零售市场总额的 33.4%，同比上升 2.6 个百分点。我国药品零售连锁率逐年提升趋势较为明显，有利于提升医药零售市场集中度和企业市场信誉度，降低政府的监管成本和企业的经营成本。

市场容量：医药零售行业市场规模持续扩张，零售药店终端占药品销售总额的比例较小，未来市场空间较大。在社会经济不断发展、居民消费结构升级、人口老龄化与城镇化多重因素驱动下，我国医药零售行业市场规模持续扩张。根据国家商务部市场秩序司公布的《2018 年药品流通行业运行统计分析报告》显示：2018 年，我国药品零售市场规模为 4317 亿元，扣除不可比因素同比增长 9.0%，增速与上年基本持平。药品销售主体可分为三大终端，分别为公立医院终端（包括城市公立医院及县级公立医院两大市场），零售药店终端(包括实体药店和网上药店两大市场）和公立基层医疗终端（包括城市社区卫生中心/站及乡镇卫生院两大市场），2018 年公立医院终端市场份额最大，占比为 67.4%，零售药店终端市场份额占比为 22.9%，公立基层医疗终端市场份额占比为 9.7%。未来，随着“处方外流”和“医药分开”等医改政策的落地，药品销售预计逐步流向院外市场，三大销售终端占比将面临调整，零售药店终端占比预计将进一步提升，医药零售行业市场发展空间较大。

表9：可比公司对比（2017-2019）：健之佳 ROE 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（%）
益丰药房	46.21	39.01	5.93	12.72
老百姓	24.69	33.59	5.27	15.58
大参林	22.53	39.48	6.25	20.39
平均	31.14	37.36	5.82	16.23
健之佳	22.62	35.15	4.72	31.93

数据来源：Wind、开源证券研究所

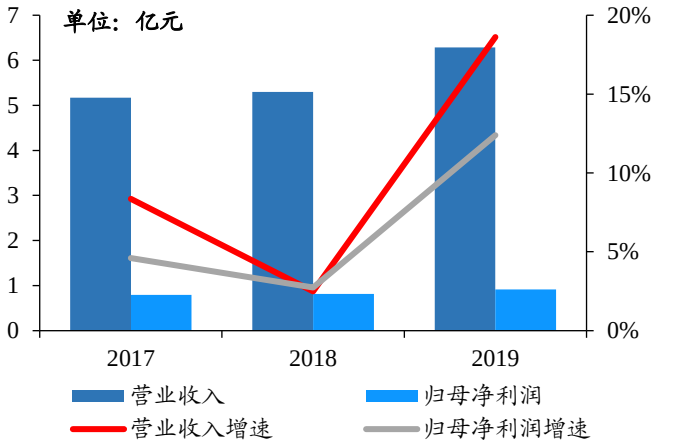
3、 仲景食品（A19238.SZ）

3.1、 复合调味料制造商，业绩稳健增长

公司主营产品包括调味配料和调味食品，其中调味配料以花椒、辣椒等香辛植物提取物为代表，调味食品以仲景香菇酱、劲道牛肉酱、仲景调味油为代表。2019 年公司调味配料和调味食品收入分别为 3.3、3.0 亿元，占总收入的比重分别为 51.8%、48.0%。

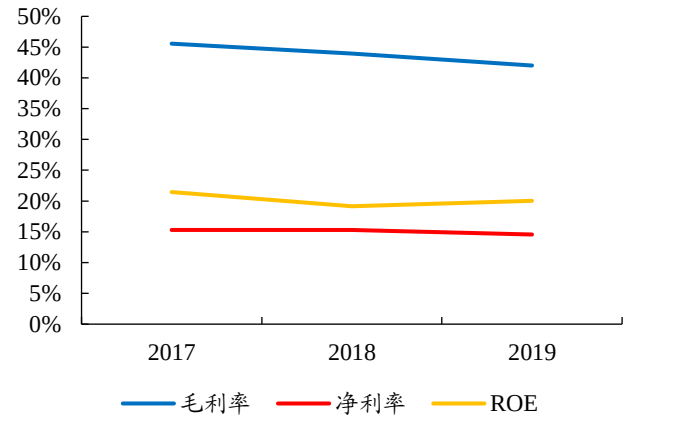
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.2、5.3、6.3 亿元，CAGR 为 10.3%，对应归母净利分别为 0.8、0.8、0.9 亿元，CAGR 为 7.5%。近年来公司业绩整体保持稳健增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 45.6%、43.9%、42.0%，净利率分别为 15.3%、15.3%、14.6%，ROE 分别为 21.5%、19.2%、20.0%。

图4：仲景食品收入、利润稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：仲景食品盈利能力保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：仲景食品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 3000 万瓶调味酱生产线项目	13,600.00	预计该项目内部收益率（税后）为 11.06%，静态投资回收期（含建设期、税后）为 7.63 年
年产 1200 吨调味配料生产线建设项目	10,600.00	预计该项目内部收益率（所得税后）为 15.21%，静态投资回收期（含建设期、税后）为 6.70 年
营销网络建设项目	15,000.00	提升公司品牌的影响力和渗透力，进一步巩固公司现有市场地位，有效提升公司营销体系的运营效率
补充流动资金项目	10,000.00	推动公司主营业务发展，为公司业务规模的扩张提供必要的资金来源，有利于公司进一步增强在行业内的综合竞争力及影响力
合计	49,200.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：风味技术不断创新，品牌优势凸显

风味技术不断创新，研发多品类产品满足消费者需求。公司拥有 96 人的研发团队，建立了以研发中心为核心，生产、质检等多部门联动的研发体系。公司在调味配料生产过程中，使用超临界 CO2 萃取技术及分子蒸馏技术，可萃取具有原始特征风味的油状提取物，公司结合“风味指标数字化技术”、“风险物质检测技术”等技术，实现了调味配料的风味标准化，克服了传统上使用感观判断调味配料风味的问题，也为下游食品制造企业控制产品风味带来了便捷性。多年来，公司研发团队基于对消费者口味偏好及变化趋势的深刻理解，不断推陈出新，研发生产出不同风味的调味酱类产品，满足市场需求。公司调味配料主要以直销模式销售，客户包括调味料、方便食品、肉制品、休闲食品领域知名的制造企业：今麦郎、康师傅、海底捞、联合利华、奇华顿、芬美意、双汇、安琪、白象、有友、味好美、金锣等。

利用产地原材料优势，打造仲景香菇酱优质品牌。公司所在地河南省西峡县为“中国香菇之乡”、“全国食用菌行业十大主产基地县”等称号，“西峡香菇”被国家质量监督检验检疫总局认定为“国家地理标志产品、生态原产地产品保护产品”。当地的香菇资源优势是公司生态、优质原材料的重要保障。公司致力于健康食品的研发、生

产和销售。在调味配料领域，仲景品牌是风味稳定化的代表，在食品制造业具有良好的知名度和美誉度。在调味食品领域，仲景香菇酱已形成区域及细分行业强势品牌，并通过加大品牌宣传谋求更广泛的市场影响力。

3.3、 行业大观：调味品行业规模大，呈现出高端化、多元化、健康化的趋势

行业趋势：调味品整体呈现出升级化、多元化、健康化的趋势。调味品呈现出明显的消费升级趋势。近年来，随着居民消费水平的不断提高，消费者对调味品品牌、质量、应用场景日益重视，愿意支付更多去获得风味更好的调味品，由此带来了高端调味品消费数量逐年增加，调味品行业内部呈现出产品结构向高端方向升级的趋势。调味品品类多元化是未来的发展趋势。随着经济发展，物质生活丰富，消费者对美食多样性及烹饪便利性的追求带来对通用型产品的认同逐渐降低，进而催生出调味品的功能细分及品类多元化，消费者通常会选用不同品类的调味品用于烹饪或调制特定风味的食品。人民对健康美好生活的不懈追求促使大家越来越关注食品本身的健康安全，国家亦从法律层面规范食品企业的生产经营行为，调味品企业顺应市场健康化的消费理念，不断开发出具有健康概念的产品。

市场容量：调味配料行业受益于火锅、川菜等行业，规模快速增长；调味食品行业发展迅速。近年来，随着我国居民消费水平不断提高，我国调味品市场消费量呈现快速增长趋势。我国调味品、发酵制品行业收入从 2011 年的 1917.89 亿元增长至 2017 年的 3322 亿元，年复合增长率达 9.59%。**调味配料：（1）火锅底料：火锅行业规模达千亿，火锅底料最先受益。**火锅底料是用于调制火锅汤的调味料，近年来，顺应大众消费者喜爱川味食品的趋势，火锅凭借菜品标准化、多样化及饮食便捷化的特点，得到了迅速的发展，川味火锅开遍全国，火锅行业典型代表有海底捞、呷哺呷哺、德庄等等。根据统计数据，火锅行业的规模从 2013 年的 2813 亿元增至 2017 年的 4362 亿元，年均复合增长率为 11.59%，预计到 2022 年火锅行业收入将达 7077 亿元。根据市场数据，2013-2018 年我国火锅底料市场规模从 94 亿元增长至 194 亿元，年均复合增长率为 15.59%，预计到 2020、2021 年将分别达到 255 亿元、293 亿元；火锅底料行业的快速发展，将带动上游调味配料行业的迅速发展。**（2）川味调味料：川菜规模破千亿，带动川味调味料发展。**川味调味料主要用于川菜烹饪及川味休闲方便食品的制造。在中式菜品中，2017 年川菜收入占有 12.4%的份额，仅次于火锅。近年来，川菜以四川及重庆为中心不断向外推广，2018 年川菜行业收入规模突破 5000 亿元，预计 2022 年有望达到 8098.44 亿元，随着川菜行业收入增长，川味调味料将获得快速发展。**调味食品行业：（1）调味酱：优质企业产量逐渐增加，行业规模呈增长趋势。**根据中国调味品著名品牌企业 100 强数据统计，2013 年-2019 年，主要调味酱生产企业的产量持续上升，调味酱产业 2013 年（32 家）的总产量为 70.7 万吨、2014 年（30 家）的总产量为 75.0 万吨，2015 年（30 家）的总产量为 80.0 万吨，2017 年（29 家）的总产量为 82 万吨，2019 年（34 家）的总产量为 91.49 万吨。调味酱行业规模呈现出增长的趋势，优质企业品牌效应也逐渐显现。**（2）调味油：需求日益旺盛，发展较为迅速。**调味油是调味品的一个重要分支，具有广阔的应用前景。在日常生活中，相比于将香辛类植物原物直接用于餐饮制造，使用制成后的调味油具有风味醇厚、高效便捷、清洁卫生的特点，更被广大消费者所接受。近年来，随着人民生活水平的不断提高以及生活节奏的加快，人们对调味油的数量和品种的需求日益旺盛，调味油的发展较为迅速。

表11：可比公司对比（2017-2019）：仲景食品盈利能力整体优于行业平均

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（%）
海天味业	16.51	45.44	27.06	33.69
安记食品	28.84	27.01	10.16	7.09
天味食品	27.31	37.29	17.19	18.98
平均	24.22	36.58	18.14	19.92
仲景食品	10.26	42.01	14.56	20.02

数据来源：Wind、开源证券研究所

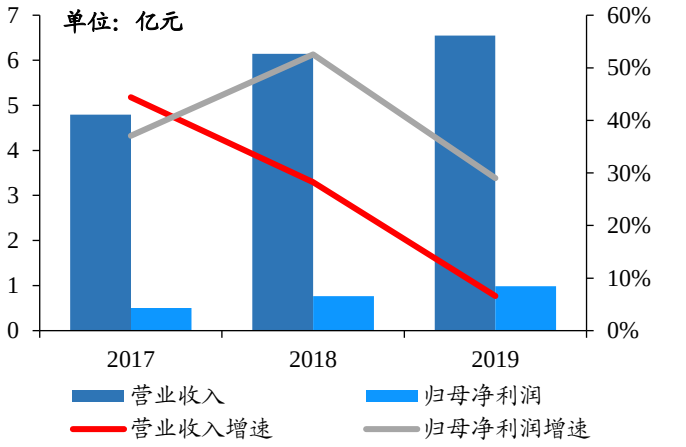
4、 亿田股份（A19444.SZ）

4.1、 现代新型厨房电器研发生产商，盈利能力较强

公司专业从事集成灶等现代新型厨房电器产品的研发、生产和销售，是较早以自主品牌生产和销售侧吸下排式集成灶的企业之一。公司主营产品为集成灶、吸油烟机和燃气灶，2019 年收入分别为 5.85、0.11、0.10 亿元，占总收入的比重分别为 90.54%、1.65%、1.49%。

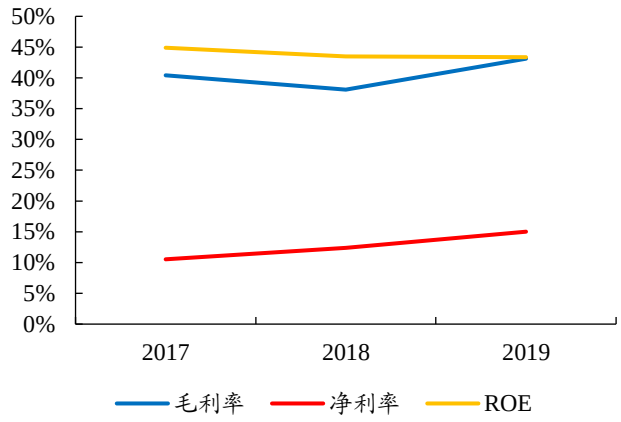
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 4.8、6.1、6.5 亿元，CAGR 为 16.9%，对应归母净利分别为 0.5、0.8、1.0 亿元，CAGR 为 40.3%。公司高端产品 S 系列销售量不断上升，成为公司销售占比最高的集成灶系列，推动盈利能力持续提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 40.4%、38.1%、43.1%，净利率分别为 10.5%、12.4%、15.0%，ROE 分别为 44.9%、43.5%、43.4%。

图6：亿田股份利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：亿田股份盈利能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：亿田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
环保集成灶产业园项目	56,768.00	预计可实现年销售收入 73,500.00 万元，年利润总额 14,701.00 万元，年净利润 12,496.00 万元，项目所得税后内部收益率为 21.33%，所得税后投资回收期为 6.3 年。

项目名称	计划投资总额（万元）	达成后贡献
研发中心及信息化建设项目	9,503.10	项目建成后，公司的技术研发实力和科技成果转化能力将进一步增强，信息化管理水平也将得到提升。
补充流动资金项目	12,000.00	更好地满足日常运营资金需求，增强公司的营运能力和市场竞争力，提高公司业务规模和经营业绩，巩固和提升公司现有市场地位。
合计	**78,271.10**	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：产品高端化趋势明显，营销网络覆盖面广

产品研发能力较强，高端化趋势明确。公司坚持以市场为导向的研发创新机制，根据消费者和市场需求开展产品的研发创新工作，并且致力于推动厨房环境由“无烟厨房”向“无害厨房”转变。截止 2019 年，公司已掌握侧吸下派技术、油烟分离技术、燃烧器节能技术、风机下置技术、远程检测技术等，拥有专利 130 项。通过不断地技术创新，公司的高端产品系列销售占比逐年提高，如高端款 S 系列集成灶 2017-2019 年销售收入占集成灶销售收入的比例从 4.49%增长到 32.10%，成为公司目前销售占比最大的产品系列。同时 S 系列中于 2019 年推出了售价较高的新款 S8 系列，截止 2020 年 6 月销售占 S 系列比例已经由 2019 年度的 13.75%提高至 35.88%，可见高端产品的销售增长迅速。

公司建立了覆盖面广、响应速度快的多元营销网络。公司以市县为单位招募经销商，采取下沉管理策略以实现更广泛的市场覆盖，截止 2019 年，公司共有经销商 1383 家，分布于大陆 31 个省（自治区，直辖市），形成了覆盖全国主要地区的经销网络。为了提升经销体系效率，公司从从业经验、资金实力、店面选址和对公司品牌认同等方面对经销商进行严格筛选，保证经销商队伍的质量和效率。另外，公司积极布局发展电商渠道，KA 渠道和工程渠道，形成了完善的多渠道销售网络，目前已覆盖全国所有销售区域，能够快速响应客户需求，提高服务效率。

4.3、 行业大观：厨房电器市场保有量较低，行业蕴含广阔空间

产业链全景：上游原材料波动较小，下游通过经销渠道面向终端家庭消费者。公司生产所需的主要原材料包括不锈钢等各种板材，公司与主要原材料供应商已经建立起了良好的合作关系，原材料波动影响小。下游需求方面，公司主营的集成灶等厨房电器产品主要通过经销商终端销售门店向家庭消费者进行销售，终端需求主要受新房装修以及产品更新换代需求影响。

行业趋势：消费升级推动中高端新型厨房电器渗透。随着人均可支配收入增长，消费者购买厨房电器更加注重产品品质，对中高端厨房电器的整体需求与购买能力得到了有效的提升。同时，厨电消费主力逐渐向年轻一代消费者群体转移，“集成厨房”、“开放式厨房”、“厨房电器一体化”等概念开始普及，消费者更加重视厨房生活体验，对厨房电器产品也提出了更高的要求，以集成灶为代表的现代新型厨房电器产品不仅能够满足消费者的基础需求，还能提供更加智能、环保的消费感受，具有较为广阔的市场渗透空间。

市场容量：集成灶市场规模持续扩大，厨房电器市场保有量低，未来市场空间较大。2019 年我国集成灶产品零售规模已达到 162 亿元，较 2018 年度增长 25.58%，2016 年至 2018 年我国集成灶零售规模同比分别增长 24.49%、47.54%和 43.33%，

增幅均明显高于同期吸油烟机和燃气灶等传统烟灶产品的增速。从占比来看，2016 年至 2018 年集成灶产品零售规模占传统烟灶产品的比例分别为 9.84%、12.91%和 20.03%，处于稳步提升的趋势，但目前渗透率仍然较低，未来提升空间广阔。另外，2018 年我国城镇和农村每百户家庭的吸油烟机保有量分别为 79.1 台和 26.0 台，厨电保有量显著低于白色家电且城乡市场差距大。随着城镇化的继续推进，我国厨电市场尤其是农村厨电市场的保有量将持续提升。

表13：可比公司对比（2017-2019）：亿田股份 ROE 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（%）
浙江美大	28.11	53.53	27.31	33.05
帅丰电器	11.19	48.65	24.92	27.77
老板电器	5.16	54.27	20.80	25.10
平均	14.82	52.15	24.34	28.64
健之佳	16.90	43.12	15.01	43.36

数据来源：Wind、开源证券研究所

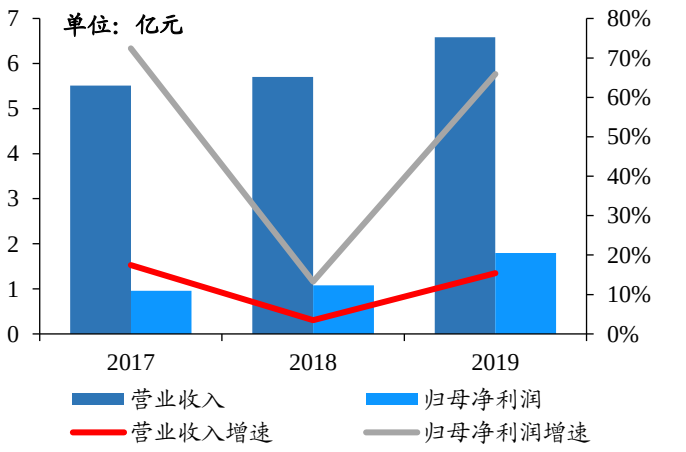
5、 明新旭腾（A19376.SH）

5.1、 汽车内饰真皮供应商，盈利能力持续提升

公司主要从事汽车内饰皮革的生产，主要应用于中高端汽车的座椅、扶手、头枕、方向盘、仪表盘、门板等汽车内饰件。公司生产的皮革可分为整皮产品和裁片产品，2019 年收入分别为 5.4、0.8 亿元，占总收入的比重分别为 86.31%、13.69%。

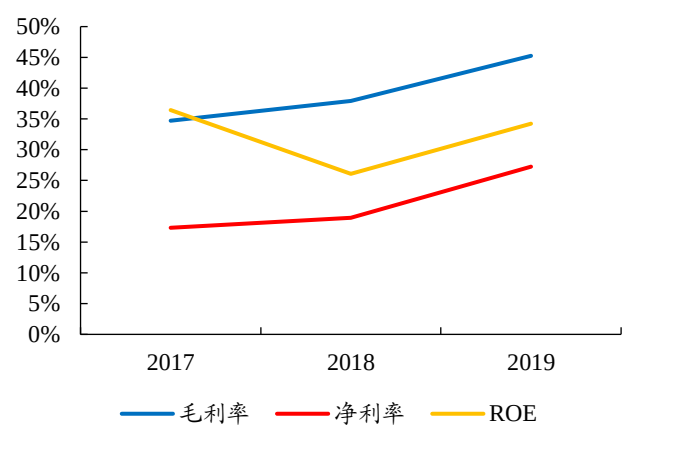
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.5、5.7、6.6 亿元，GAGR 为 9.3%，对应归母净利润分别为 1.0、1.1、1.8 亿元，GAGR 为 37.1%。2017 年至 2019 年，公司毛利率分别为 34.7%、37.9%、45.3%，净利率分别为 17.3%、19.0%、27.2%，ROE 分别为 36.4%、26.1%、34.2%。整体盈利能力有所上升。

图8：明新旭腾利润增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：明新旭腾盈利能力持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：明新旭腾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 110 万张牛皮汽车革清洁化智能化提升改造项目	21850	项目建设期为 2 年，完成本次技术改造后，公司将新增 60 万张牛皮汽车革产能。预计该项目年均税后利润为 5385.10 万元，内部收益率（税后）为 17.90%，静态投资回收期（年、税后）为 6.65 年。
年产 50 万张高档无铬鞣牛皮汽车革工业 4.0 建设项目	39800	本项目建设期为 3 年，项目建成后，公司每年将新增 50 万张无铬鞣汽车革生产能力。预计该项目年均税后利润为 7325.11 万元，内部收益率（税后）17.91%，静态投资回收期（年、税后）为 7.08 年。
明新旭腾新材料股份有限公司研发中心建设项目	5550	项目完成后将形成高性能多功能实验室及试验检测中心，公司将利用以上新研发条件，重点开展各种汽车革新产品和新技术的研发。
补充流动资金	20000	有利于进一步推进公司主营业务的发展，增强公司的竞争优势。
合计	87200	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：优质稳定的客户资源，国内领先的技术研发水平，成功开拓国际整车市场

汽车皮革生产技术领先，产品符合环保趋势。公司自成立以来，通过与国内外主流整车厂的技术交流积累了大量研发经验和成果，已成功掌握了汽车内饰真皮制造的核心技术，成为国内技术领先的汽车内饰真皮制造企业。制革行业存在着较高的环保壁垒，而公司积极致力于提升天然皮革绿色制造技术，推进建立生产过程清洁化体系，已成功掌握无铬鞣制、低 VOC 排放等汽车革行业前沿技术，并将其广泛应用于产品生产。

客户资源优质且稳定，积极开拓国际市场。公司的主要产品进入了国内知名整车厂供应链，其中包括一汽大众、上汽通用、上汽大众、神龙汽车等主流整车厂，并获得美国克莱斯勒、德国大众、法国 PSA 的供应商资格认证，成功进入欧洲及北美汽车市场，与 Magna Seating Systems of Acuna 等一级汽车零部件供应商密切合作。整车厂严苛的供应商审核体系存在着较高的供应商进入壁垒，但一旦建立合作关系后不会轻易变更，因此公司已建立了优质稳定的客源。此外，公司还通过海外产能布局积极开拓国际市场。截止 2019 年，公司已于德国设立了欧创中心，毗邻大众集团的主要生产基地，通过同步参与整车厂的总部研发活动来建立直接合作关系，进而扩展公司在全球范围的影响力，成为迄今为止国内少数成功开拓国际整车厂市场的汽车内饰真皮制造企业之一。

5.3、 行业大观：汽车革行业保持高速增长，自主品牌崛起带动本土零件供应商发展

产业链全景：汽车革行业处于汽车产业链的中游，行业利润水平受到上游原材料供应价格及下游汽车工业产品的销售价格等因素的影响。从上游来看，构成汽车皮革主要原料的原料皮和皮革化料产业链高度成熟，产品供应充足。公司产品所处的下游行业为汽车零部件及整车制造业，整车厂对上游的议价能力较强，供应商产品需有较好的竞争力方能获取较好的利润空间。

市场容量：自主品牌崛起带动本土零件供应商发展，汽车革行业增长较快。2009 年

国家工信部和发改委修订的《汽车产业发展政策》中明确提出，“汽车零部件企业要适应国际产业发展趋势，积极参与主机厂的产品开发工作。在关键汽车零部件领域要逐步形成系统开发能力，在一般汽车零部件领域要形成先进的产品开发和制造能力，满足国内外市场的需要，努力进入国际汽车零部件采购体系”。除了政策方面的支持，国产整车厂的崛起也将带动本土零件供应商发展。我国汽车工业经过多年的发展，涌现出一批在国内市场具备一定影响力的自主品牌，如一汽、上汽、吉利等。根据中国汽车工业协会发布的数据，截至 2019 年末，自主品牌乘用车销量在我国乘用车市场的占有率已达到 41.48%。自主品牌整车厂的崛起，将对我国本土零部件供应商的蓬勃发展起到积极的带动作用。中国皮革协会统计显示，2010 年我国汽车革产量约 3 亿平方英尺，至 2018 年底已超过 4.8 亿平方英尺，年复合增长率超过 6.08%。

表15：可比公司对比（2017-2019）：明新旭腾成长性和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（%）
兴业科技	-13.33	15.37	7.42	5.14
华斯股份	-13.24	26.05	2.54	0.89
平均	-13.28	20.71	4.98	3.02
明新旭腾	9.28	45.25	27.25	34.22

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、 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