2020 年 10 月 10 日

中小盘研究团队

次新股说：科创板首单 CDR 九号公司获注册（2020 批次 38、39）

——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 4 家，科创板和创业板注册 7 家，利扬芯片等值得重点跟踪**

证监会本批核发新股 4 家（上批 8 家），科创板和创业板注册 7 家（上批 10 家），核发速度与注册速度有所减慢。**主板和中小板：**中金公司、欣贺股份、大洋生物、洪通股份。**科创板：利扬芯片、九号公司（科创板首单 CDR）**、会通新材、豪森股份。**创业板：中胤时尚**、国安达、科翔电子。**其中利扬芯片值得重点跟踪：**利扬芯片是国内领先的第三方 IC 测试服务商，主营业务包括芯片成品测试服务，以及 12 英寸和 8 英寸的晶圆测试服务。随着芯片制程不断突破物理极限、芯片功能日趋复杂、资本支出日趋加重，越来越多的晶圆制造、封装厂商逐步减少测试的投资预算，使得独立测试企业重要性提升。另外，集成电路产业加速向大陆转移推动了大陆芯片设计公司的大发展，对测试服务需求的大幅增加也将推动独立测试企业的发展。2019 年国内进口芯片产值 3055.5 亿美元，其中集成电路测试服务产值为 1283 至 1711 亿元人民币，具有广阔的进口替代空间。

2020 年 10 月 9 日，国务院印发《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，明确通过加强资本市场基础制度建设等方式进一步提高上市公司质量的总体要求，并从提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全上市公司退出机制、解决上市公司突出问题、提高上市公司及相关主体违法违规成本、形成提高上市公司质量的工作合力等六个方面提出了 17 项重点举措，其中最重要的是继续深化注册制改革，同时完善上市公司退出机制。

● **本期科创板和创业板上会 18 家，主板和中小板上会 3 家，过会率均为 100%**

本期科创板和创业板上会 18 家，较上期 27 家有所减少，过会率为 100%。主板和中小板上会 3 家，较上期 10 家有所减少，过会率为 100%。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 7.26 亿元，低于上期的 26.41 亿元（含金龙鱼）。本期主板和中小板平均募资约 9.59 亿元，低于上期的 11.62 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 228.2%，高于上期的 96.1%，主因上纬新材拉高平均涨幅。本期创业板上市首日平均涨幅 131.2%，低于上期的 268.7%。主板和中小板本期开板新股 13 只，开板平均涨幅为 100.7%，高于上期的 94.8%。

● **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：本批阿拉丁等值得重点跟踪（2020 批次 36、37）》-2020.9.27

《中小盘 IPO 专题-底仓、打新双发力，打新基金刷新收益新高》-2020.9.15

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批稳健医疗、爱美客等值得重点跟踪（2020 批次 34、35）》-2020.9.13

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 2.30%，表现优于沪市 3
2、 利扬芯片（A20052.SH） 7
2.1、 国内领先的第三方 IC 测试服务商，业绩高速增长 7
2.2、 公司亮点：中高端芯片测试覆盖场景广泛，产能分布具有地缘优势 8
2.3、 行业大观：受益于 IC 产业链发展，测试行业市场空间广阔 8
3、 九号公司（A19108.SH） 9
3.1、 电动平衡车等短程出行设备龙头，共享电动滑板车业务迅速放量 9
3.2、 公司亮点：技术与先发优势明显，产品市场地位显著 10
3.3、 行业大观：平衡车需求不断提升，产量达千万台 11
4、 中胤时尚（A19225.SZ） 11
4.1、 量贩式时尚鞋履设计企业，盈利能力较强 11
4.2、 公司亮点：拥有国内稀缺的量贩式设计能力，优秀供应链整合能力保障设计成果落地 12
4.3、 行业大观：“快时尚”流行趋势下，鞋履设计市场空间广阔 13
5、 风险提示 14

图表目录

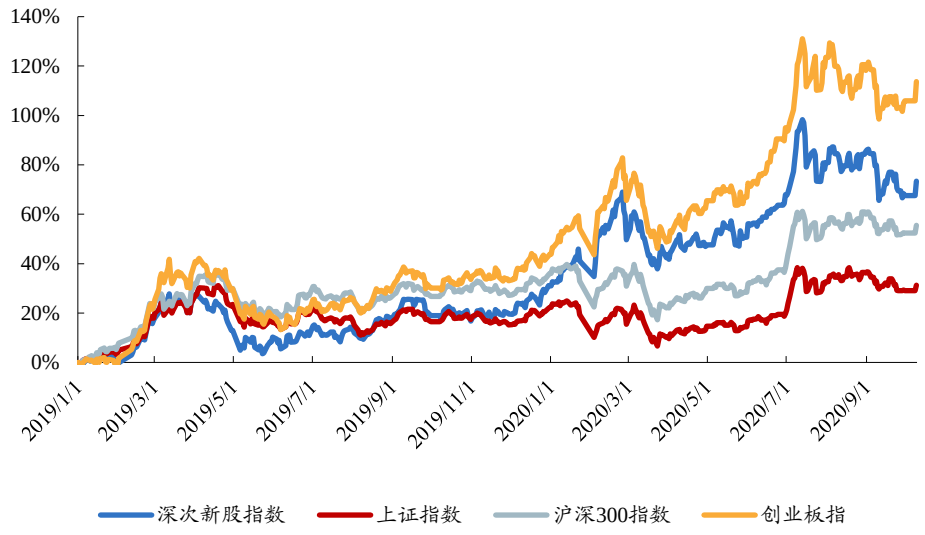
图 1： 深次新股指数本期上涨 2.30%，表现优于沪市 3
图 2： 利扬芯片所处产业链及服务 7
图 3： 利扬芯片收入、利润高速增长 7
图 4： 利扬芯片盈利能力呈上升趋势 7
图 5： 九号公司收入和利润出现爆发式增长 10
图 6： 九号公司盈利能力尚未稳定 10
图 7： 中胤时尚利润增长显著高于收入 12
图 8： 中胤时尚业务机构调整带动盈利能力提升 12

表 1： 本期主板和中小板共开板新股 13 只，平均开板涨幅 100.7% 3
表 2： 本期科创板共 4 家新股上市，上市首日平均涨幅 228.2% 4
表 3： 本期创业板共 2 家新股上市，上市首日平均涨幅 131.2% 4
表 4： 本批核发批文新股基本面一览 4
表 5： 本批科创板注册新股基本面一览 4
表 6： 本批创业板注册新股基本面一览 5
表 7： 下周科创板询价新股基本面一览 5
表 8： 下周创业板询价新股基本面一览 6
表 9： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 6
表 10： 利扬芯片募集资金的主要用途 8
表 11： 可比公司对比（2017-2019）：利扬芯片成长性、盈利能力远优于行业平均 9
表 12： 九号公司募集资金的主要用途 10
表 13： 可比公司对比（2017-2019）：九号公司成长性优于行业平均 11
表 14： 中胤时尚募集资金的主要用途 12
表 15： 可比公司对比（2017-2019）：中胤时尚净利率、ROE 优于行业平均 14

1、 深次新股指数本期上涨 2.30%，表现优于沪市

本期（2020 年 9 月 28 日至 10 月 09 日，下同）深证次新股指数上涨 2.30%，表现优于上证指数（1.64%），弱于沪深 300 指数（2.43%）、创业板指（5.22%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 13 只，开板平均涨幅为 100.7%，高于上期的 94.8%。本期科创板共有 4 家公司上市，上市首日平均涨幅 228.2%，高于上期的 96.1%。本期创业板共有 2 家公司上市，上市首日平均涨幅 131.2%，低于上期的 268.7%。

图1：深次新股指数本期上涨 2.30%，表现优于沪市



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 13 只，平均开板涨幅 100.7%

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
003011.SZ	海象新材	2020-09-30	2020-10-09	38.67	53.38	1	38.0%
605099.SH	共创草坪	2020-09-30	2020-10-09	15.44	24.45	1	58.4%
605218.SH	伟时电子	2020-09-28	2020-10-09	10.97	18.03	3	64.4%
605198.SH	德利股份	2020-09-18	2020-10-09	7.60	25.78	9	239.2%
605018.SH	长华股份	2020-09-29	2020-09-30	9.72	15.40	1	58.4%
002998.SZ	优彩资源	2020-09-25	2020-09-30	5.85	9.85	3	68.4%
003006.SZ	百亚股份	2020-09-21	2020-09-30	6.61	18.55	7	180.6%
605116.SH	奥锐特	2020-09-21	2020-09-29	8.37	17.49	6	109.0%
603565.SH	中谷物流	2020-09-25	2020-09-28	22.19	28.76	1	29.6%
003007.SZ	直真科技	2020-09-23	2020-09-28	23.4	36.7	3	56.8%
003005.SZ	竞业达	2020-09-22	2020-09-28	31.83	55.5	4	74.4%
003003.SZ	天元股份	2020-09-21	2020-09-28	10.49	19.91	5	89.8%
003000.SZ	华文食品	2020-09-14	2020-09-28	5.02	17.15	10	241.6%
					均值	4	100.7%

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 228.2%

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
688093.SH	世华科技	2020-09-30	17.55	41.1	51.9	79%	62.2%
688013.SH	天臣医疗	2020-09-28	18.62	38.2	45.3	84%	118.6%
688585.SH	上纬新材	2020-09-28	2.49	12.8	29.0	44%	556.6%
688595.SH	芯海科技	2020-09-28	22.82	61.1	52.1	117%	175.2%
			均值	38.3	44.5	81%	228.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板共 2 家新股上市，上市首日平均涨幅 131.2%

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
300896.SZ	C 爱美客	2020-09-28	118.27	47.9	45.3	106%	187.6%
300897.SZ	C 山科	2020-09-28	33.46	36.0	36.8	98%	74.8%
			均值	41.9	41.0	102%	131.2%

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
A19324.SZ	大洋生物	6.22	25.29	5.87	25.77	15.64	碳酸钾等化学原料生产	三孚股份、盐湖股份
A19202.SH	洪通股份	8.93	35.59	26.47	53.37	22.87	天然气销售	新天然气、广汇能源、新疆火炬
A20119.SH	中金公司	157.55	-	18.56	23.78	8.20	本土券商龙头	中信证券、国泰君安、海通证券
003016.SZ	欣贺股份	19.65	75.07	9.67	12.30	11.47	中高端女装生产商	朗姿股份、锦泓集团、歌力思

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
A20052.SH	**利扬芯片**	**2.32**	**44.97**	**33.94**	**76.80**	**7.86**	**独立第三方集成电路测试服务商**	**华天科技、长电科技、通富微电**

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
689009.SH	**九号公司**	**45.86**	**26.38**	**82.21**	**12.90**	**27.88**	**智能短程移动设备龙头**	**飞科电器、科沃斯**
A20048.SH	豪森股份	10.51	26.42	26.71	46.83	26.80	汽车智能装配线	天永智能、先导智能、三丰智能
A20081.SH	会通新材	40.31	13.64	53.89	94.89	6.32	高分子改性材料制造商	金发科技、南京聚隆、沃特股份

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
300901.SZ	**中胤时尚**	**6.86**	**22.33**	**5.10**	**43.04**	**41.58**	**时尚产品创意设计企业**	**柏堡龙**
A19460.SZ	科翔电子	13.28	22.09	8.06	9.25	13.84	PCB 制造	胜宏科技、奥士康、世运电路
300902.SZ	国安达	2.77	57.44	20.21	30.27	21.21	自动灭火系统供应商	青鸟消防、威特龙

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
2020/10/13	688221.SH	前沿生物	0.21	-288.60	991.55	22.11	-27.91	原创抗艾滋病新药—艾可宁	贝达药业、微芯生物
2020/10/14	689009.SH	九号公司	45.86	26.38	82.21	12.90	27.88	智能短程移动设备生产商	飞科电器、科沃斯
2020/10/15	688133.SH	泰坦科技	11.44	22.56	31.25	38.65	14.03	科研试剂、科研仪器及耗材供应商	西陇科学、阿拉丁、安谱实验

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
2020/10/12	300900.SZ	广联航空	2.68	48.70	58.73	100.66	10.33	航空工业相关产品设计、研发、制造	爱乐达、新研股份
2020/10/12	300901.SZ	中胤时尚	6.86	22.33	5.10	43.04	41.58	时尚产品创意设计企业	柏堡龙
2020/10/15	300902.SZ	国安达	2.77	57.44	20.21	30.27	21.21	自动灭火系统供应商	青鸟消防、威特龙

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	9 月 25 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	54.72	137	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	63.40	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	191.58	226	首个本土二价 HPV 疫苗生产商
300832.SZ	新产业	170.67	77	化学发光免疫龙头，国产替代空间广阔
300841.SZ	康华生物	507.00	107	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	36.60	25	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	185.73	35	个人卫生护理用品 ODM 龙头，客户资源优质

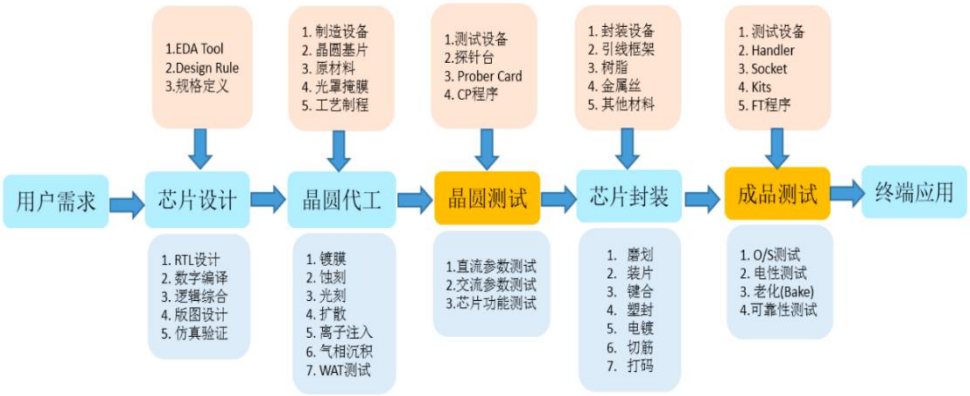
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 利扬芯片（A20052.SH）

2.1、 国内领先的第三方 IC 测试服务商，业绩高速增长

公司是国内知名的独立第三方集成电路测试服务商，主营业务包括芯片成品测试服务以及 12 英寸及 8 英寸晶圆测试服务，2019 年收入分别为 1.6、0.7 亿元，占总收入的比重分别为 67.4%、29.8%。

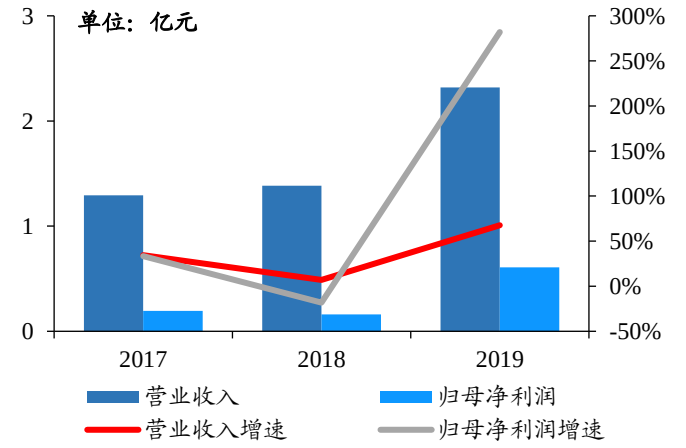
图2：利扬芯片所处产业链及服务



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

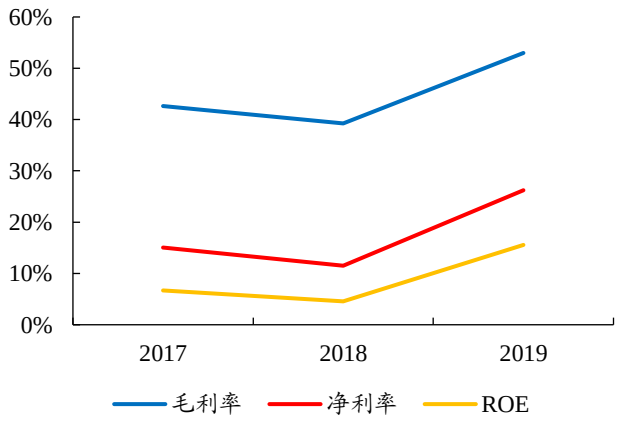
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.3、1.4、2.3 元，CAGR 为 33.9%，对应归母净利分别为 0.2、0.2、0.6 亿元，CAGR 为 76.8%。公司营收高速增长主要受益于新增 8nm 制程芯片的测试项目。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 42.7%、39.3%、53.0%，净利率分别为 15.1%、11.5%、26.2%，ROE 分别为 6.7%、4.6%、15.6%，盈利能力呈明显上升趋势。

图3：利扬芯片收入、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：利扬芯片盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：利扬芯片募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
芯片测试产能建设项目	40,991.20	本项目预计财务内部收益率 22.41%（税后），静态投资回收期为 5.72 年（税后）
研发中心建设项目	10,294.20	大幅提高公司技术水平，增强技术壁垒，保持公司在市场竞争中的优势地位
补充流动资金	5,000.00	增强公司市场竞争力和抗风险能力，有助于公司测试服务市场竞争力的提高，融资能力增强，将能够获得融资成本更低的资金
合计	56,285.40	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：中高端芯片测试覆盖场景广泛，产能分布具有地缘优势

中高端芯片测试覆盖场景广泛，地缘上贴近集成电路产业链，具有快速响应能力。技术层面，公司自成立以来，一直专注于集成电路测试领域，已累计研发 33 大类芯片测试解决方案，具有存储器芯片、消费类电子芯片、逻辑和混合信号芯片、无线射频芯片、系统级芯片、生物芯片和 MEMS 芯片等的测试能力。地缘方面，我国已成为电子产品生产制造大国，本土芯片设计企业的技术能力和市场能力迅速发展壮大，截至 2019 年 11 月，中国本土芯片设计公司已达 1780 家。而我国集成电路产业链的晶圆代工制造与芯片封装、电子终端产品分别集中于华东、华南地区，公司分别在广东东莞和上海嘉定建立了两大生产基地，既能贴近前端晶圆和封装实现快速响应，又能提高售后服务能力，与海外竞争对手相比也更了解本土市场需求。另外，公司作为独立第三方测试企业，拥有公正的身份立场，能够全面满足客户对测试公正立场的要求。

2.3、 行业大观：受益于 IC 产业链发展，测试行业市场空间广阔

产业链全景：上游测试设备多依靠国外进口，价格昂贵。下游芯片设计行业不断革新促进集成电路测试行业发展。公司上游行业为测试设备及相关生产辅料的生产商。由于我国集成电路产业起步较晚，行业不够发达，因此国内支撑集成电路产业的相关装备制造企业规模小、技术水平落后，其生产能力与水平均达不到测试产业大规模稳定量产的要求，因此目前测试公司所采购的主要测试设备多从国外进口，但相关耗材如探针卡则较多从国内采购。由于从国外采购测试设备的价格昂贵，因此在一定程度上限制了国内集成电路测试产业的发展。公司下游行业主要为芯片设计公司。芯片设计技术的不断革新对于测试公司的综合服务能力要求也不断提高，促进测试公司采用更先进工艺和更优化设备，来满足对新产品、新技术的测试需求。因此芯片设计公司设计能力的不断升级也对集成电路测试公司的良好发展起到了促进作用。

行业趋势：第三方独立测试企业有望迎发展良机，集成电路产业国产化提速推动本土测试企业壮大。目前中国大陆独立测试企业规模均较小，主要系测试行业属于资金密集和技术密集型，需持续投入巨额资金和人才，而晶圆制造、封装厂商和 IDM 厂商占据了相当的测试产能。但是，随着芯片制程不断突破物理极限，芯片功能日趋复杂，资本支出日趋加重，越来越多的晶圆制造、封装厂商逐步减少测试的投资预算，使得独立测试企业重要性提升，有望迎来发展良机。另外，受益于集成电路产业加速向大陆转移的趋势，大陆芯片设计公司迎来大发展时代，测试需求随之增长根据中国半导体行业协会 IC 设计分会的统计，截至 2019 年 11 月，中国大陆芯片设计

公司达到 1,780 家，芯片设计行业 2019 年的销售额为 3,063.5 亿元，相比 2018 年增长了 21.60%。本土芯片设计公司的快速发展，使得国内芯片测试市场需求随之增长。

市场容量：受益于 IC 产业链发展，测试行业规模达千亿级，市场空间广阔。从总体市场结构来看，芯片产业链中技术含量较高的芯片设计为我国集成电路第一大细分行业，在 2019 年中国集成电路产值中芯片设计产值在三大行业中占比 40.51%，晶圆制造和芯片封测占比分别为 28.42%、31.07%，整体产业结构趋于完善。上游高附加值芯片设计行业的加快发展，也更利于推进处于产业链下游的集成电路测试行业发展。近年来，我国集成电路封装测试业在逐年增长，2019 年封测销售额达 2349.70 亿元，同比增长 7.10%。根据中国半导体行业协会的统计，2019 年中国集成电路设计业销售额达到 3063.50 亿元人民币。根据台湾工研院的统计，集成电路测试成本约占到 IC 设计营收的 6%-8%，据此推算集成电路测试行业的市场容量约为 183.81 亿元-245.08 亿元。据海关总署统计，2019 年国内进口芯片 3055.50 亿美元，据此推算该部分进口芯片中，集成电路测试服务金额为 1283.31 亿元人民币-1711.08 亿元人民币，具有广阔的市场空间。

表11：可比公司对比（2017-2019）：利扬芯片成长性、盈利能力远优于行业平均

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（%）
华天科技	7.52	16.33	3.61	4.30
长电科技	-0.69	11.18	0.41	0.71
通富微电	12.61	13.67	0.45	0.31
平均	6.48	13.73	1.49	1.77
利扬芯片	33.94	52.99	26.22	15.56

数据来源：Wind、开源证券研究所

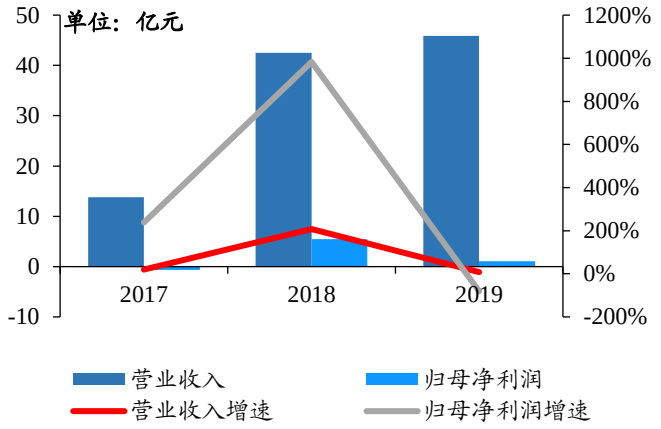
3、 九号公司（A19108.SH）

3.1、 电动平衡车等短程出行设备龙头，共享电动滑板车业务迅速放量

公司是专注于智能短交通和服务类机器人领域的创新企业，主要产品有智能电动平衡车系列、智能电动滑板车系列、智能服务机器人和其他产品，2019 年分别实现收入 10.0、32.3、0.04、3.6 亿元，占总收入比重分别为 21.7%、70.5%、0.1%、7.7%。

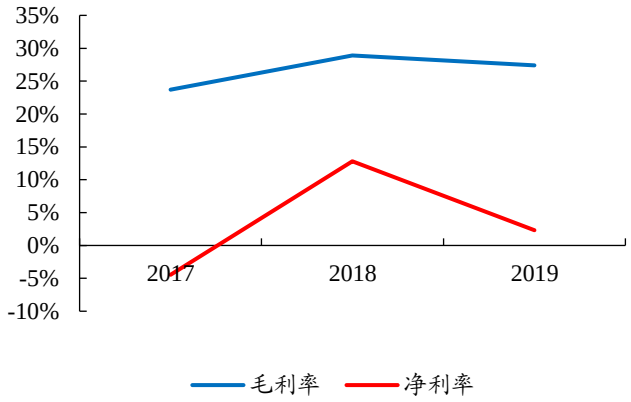
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 13.8、42.5、45.9 亿元，CAGR 为 82.8%，对应扣非归母净利润分别为-0.62、5.44、1.06 亿元。公司 2018 年营收爆发式增长的主要原因系海外共享电动滑板车业务迅速放量。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 23.7%、28.9%、27.4%，扣非净利率分别为-4.5%、12.8%、2.3%，公司盈利能力尚未稳定。

图5：九号公司收入和利润出现阶段性爆发式增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：九号公司盈利能力尚未稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：九号公司募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
智能电动车辆项目	50,000.00	预计该项目财务内部收益率（税后）为 20.23%，投资回收期（税后）6.89 年（含项目建设期）
年产 8 万台非公路休闲车项目	50,000.00	预计该项目财务内部收益率（税后）为 18.61%，投资回收期（税后）6.78 年（含项目建设期）
研发中心建设项目	38,428.10	公司研发体系将更趋完善，产品结构内容更趋丰富，生产工艺更加优化，以提升公司在生产工艺与技术创新方面的优势，从而提高公司的核心竞争力
智能配送机器人研发及产业化开发项目	19,280.00	在配送行业新的发展趋势下，融合公司配送机器人领域多年的技术积累，推动公司技术产业化
补充流动资金	50,000.00	增强公司资金实力、优化财务结构、降低财务费用，支持公司主营业务持续、快速、健康发展
合计	207,708.10	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：技术与先发优势明显，产品市场地位显著

智能短交通领域先发优势明显，产品技术和体验领先。公司自成立之时，就专注于智能短交通设备的研发，目前已积累了多项核心专有技术，拥有的专利数量超过 1000 个，在本行业内实现全球领先。公司产品技术优势主要体现在：**（1）智能便携控制，提升出行体验。**公司产品均可实现用户的远程控制、远程监测和远程人机交互等功能，例如 Ninebot RideyGo 即停即走系统，用户带上手机接近车辆时即可实现自动解锁以及停车后快捷锁车。**（2）物联网赋能，互联互通、在线管理。**互联网接入将可实现与智能手机、手环等智能终端互联，实时进行数据收集、数据筛选和数据分析。Ninebot APP 目前已有接近 341 万注册用户（不含共享滑板车业务），平均月活跃度约为 42 万。**（3）安全可靠的电池管理系统（BMS）及新能源技术。**

客户资源优质，产品在海内外市场市占率领先。电动平衡车方面，公司自 2015 年以来连续蝉联销量“双十一”冠军，在 Amazon 等国外电商平台上同样销量领先。电动滑板车方面，根据全球知名市场研究公司 GFK 报告数据，2019 年 1 月-2020 年 2 月，

公司电动滑板车产品（包含小米品牌及公司自有品牌）在德国、意大利、西班牙等欧洲主要国家均为市场份额第一，且市占率均在 60%以上。根据 Amazon 平台数据显示，公司电动滑板车产品位列“Sport Scooters”新品销售榜榜首。公司采取 ODM 和自主品牌相结合的销售方式，主要客户包括小米集团、Spin（美国最大的共享电动滑板车运营商之一）、Grin（南美地区最大的共享电动滑板车运营商之一）、Lyft（美国网约车巨头，美国最大的共享电动滑板车运营商之一）等优质企业。

3.3、 行业大观：平衡车需求不断提升，产量达千万台

产业链全景：上游竞争充分，下游需求受各国政策影响大。公司所处行业的上游行业主要为芯片制造商、电池制造商、电机制造商、金属材料贸易商和制造商、塑料成型加工商、电子元器件供应商等。公司的上游行业均为充分竞争的市场，不存在采购风险。下游需求方面，智能电动平衡车和智能电动滑板车应用场景受到各国相关法律法规的约束。例如公司智能平衡车系列产品主要以休闲、娱乐功能为主，主要适用范围包括公园、广场、产业园区、居民住宅区等封闭的室外区域以及仓库、大型娱乐场所等室内区域，而智能滑板车产品在国内可使用范围很小，目前主要在国外销售。

市场容量：国内平衡车需求快速提升，国外共享电动滑板车市场潜力大。智能电动平衡车体积小、重量轻，外形简约时尚，操作简洁，兼娱乐与代步为一体，推出市场后迅速得到广大消费者的关注和认可。根据智研咨询数据，2015 年我国电动平衡车市场需求为 193 万台，2018 年我国电动平衡车市场需求为 333 万台，2022 年我国电动平衡车市场需求预计将达到 607 万台，持续快速增长。近几年，共享电动滑板车业务在美国备受消费者青睐，市场规模高速增长。Lime（Neutron）、Bird 及 Lyft Scooter（Lyft），Uber Scooter（Uber）四家公司是共享电动滑板车风潮的引领者。2018 年 12 月，Lime（Neutron）在其年度报告中公布，截至 2018 年 12 月份，用户已经在 Lime 平台上完成 2,600 万次骑行，用户骑行总距离已经超过 2800 万英里。公司招股书披露，Lime（Neutron）投放的每辆电动滑板车日均使用频率达 8-12 次。2019 年 3 月，Google 地图宣布在 iOS 和安卓应用中可以支持直接搜索附近的 Lime 单车和 Lime 滑板车，目前支持全世界 100 个城市的用户使用。在欧洲地区，由于通勤人口众多、汽车保有量低于美国，共享电动滑板车发展趋势明确，目前 Lime（Neutron）已在巴黎、苏黎世等地开始投放、测试共享电动滑板车。

表13：可比公司对比（2017-2019）：九号公司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（%）
科沃斯	8.04	38.29	2.28	4.92
飞科电器	-1.23	38.61	18.18	27.38
平均	3.41	38.45	10.23	16.15
九号公司	82.21	27.42	2.3	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 中胤时尚（A19225.SZ）

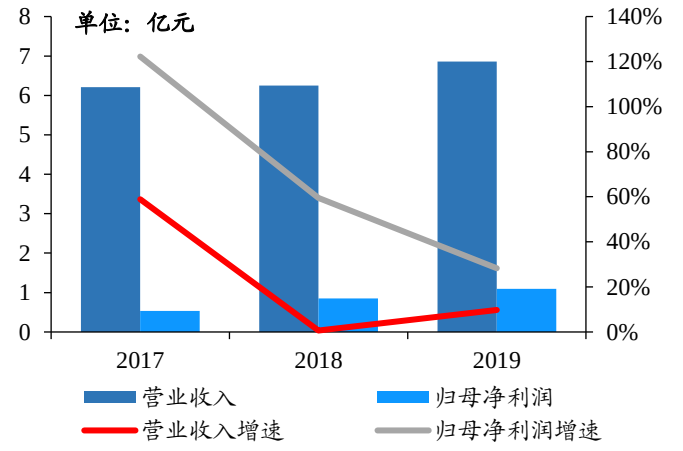
4.1、 量贩式时尚鞋履设计企业，盈利能力较强

公司是一家以时尚产品设计为核心业务的创意设计企业，主要业务包括鞋履设计业务、图案设计业务和供应链整合业务，2019 年分别实现收入 0.9、0.2、5.8 亿元，占

总收入比重分别为 13.1%、2.4%、84.5%。

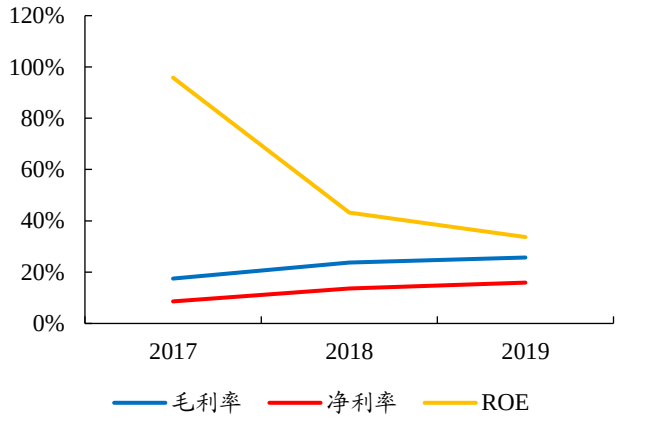
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 6.2、6.2、6.9 亿元，CAGR 为 5.1%，对应归母净利分别为 0.5、0.9、1.1 亿元，CAGR 为 43.0%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 17.5%、23.8%、25.7%，净利率分别为 8.6%、13.6%、15.9%，ROE 分别为 95.8%、43.2%、33.7%。公司利润增长明显快于收入的原因主要因为高附加值的设计业务占比提升。

图7：中胤时尚利润增长显著高于收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：中胤时尚业务机构调整带动盈利能力提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：中胤时尚募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
上海生产基地及研发中心和总部大楼建设项目	55,459.46	提高公司产品的生产能力和生产效率，提升公司的供货能力；终保持公司产品技术的先进性，不断提升公司核心竞争力
泉州生产基地建设项目	34,139.11	快速实现配电网物联化、智能化设备的生产，满足配电网物联化、智能化设备的市场需求
补充流动资金	30,401.43	快速实现配电网物联化、智能化设备的生产，满足配电网物联化、智能化设备的市场需求
合计	120,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、公司亮点：拥有国内稀缺的量贩式设计能力，优秀供应链整合能力保障设计成果落地

公司具有国内稀缺的量贩式设计能力，帮助把握快时尚消费潮流。公司拥有规模化的成熟设计师团队及高效的设计体系，通过集中化采风及模块化的设计流程，能够精准把握市场，设计产出速度快、数量多、质量高，具有专业优势、规模优势和先发优势，成为了业内目前少有的具备快时尚、量贩式时尚产品设计能力的企业。公司具有研发设计相关人员 130 余名，具备了年均近 10000 款鞋样的量贩式设计能力。

优秀的供应链整合能力保障设计成果落地，图案设计业务成长潜力大。鞋履行业具有产业链长、地域分布广、工艺标准多样等特点，而公司拥有位于鞋产业聚集地的区位优势，掌握大量优质鞋类生产企业资源，并积累了丰富的供应链管理经验。因此，考虑行业内部的信息匹配需要、中间环节的资源优化需要及设计成果落地的保障需

要，公司向鞋履客户提供供应链整合业务，提升产业链效率的同时更能保障公司设计成果的落地。除鞋履相关业务外，公司利用业务协同作用积极拓宽时尚产品设计的应用领域，逐步拓展图案设计业务，主要在箱包、服饰、家居用品等产品中应用，图案设计业务作为公司时尚产品设计的新应用领域正成为公司盈利又一增长点。

4.3、 行业大观：“快时尚”流行趋势下，鞋履设计市场空间广阔

产业链全景：鞋履产业链中研发设计和品牌运营经济附加值最高。鞋履产业链包括鞋履研发设计、生产制造及品牌渠道运营等环节，研发设计和品牌渠道运营占据整个产业链的高端，经济附加值最高，生产制造环节位于产业链最底端，是低附加值环节。对于衣服鞋包饰品行业总体而言，其产业价值链一般的利润分配结构一般是：研发设计占 40%左右，生产制造占 10%左右，品牌渠道运营占 50%左右。

行业趋势：（1）“快时尚”潮流及产业分工催生规模化鞋履设计公司。随着大众消费者审美需求的提升，“快时尚”趋势对鞋履设计提出了设计翻新快、款数多的新要求。传统模式下品牌鞋履企业内设的设计团队及小型设计工作室无法满足这一要求，因而设计外采已经成为大众鞋履企业的发展趋势。**（2）专业设计企业的设计赋能可引领产业升级，有利于我国提升传统鞋履制造产能。**专业设计机构的出现，在产业升级背景下，可通过输出设计提升传统鞋履制造产能：一方面，鞋履制造业长期发展积累的产业链集群优势为发行人的研发设计提供了大批量运用及落地的技术工艺基础；另一方面，广大中小鞋履制造企业、贸易企业可通过购买专业设计方案提升产品竞争力，巩固市场份额。**（3）中国鞋业呈现产业集群式发展状态**，主要集中在华东、华南、西南地区并形成了四大制鞋基地为代表的鞋业集聚格局。其中东莞等地主要为高档鞋履代工，温州主要生产中档及大众品牌鞋履，成都主要集聚了女鞋鞋企，晋江则以运动鞋为代表，“四大鞋都”经历了二十多年的品牌代工制造，积累了丰富的 OEM 经验，在鞋履生产环节具有较强的竞争优势。

市场容量：（1）鞋履设计行业：鞋履消费市场规模巨大，全球鞋履设计市场规模达千亿美元。作为日常消费品，鞋履消费市场规模巨大。根据 Statista 的统计，2018 年全球鞋履市场规模达到 3812.06 亿美元，同比增长 4.34%；预计 2019 年至 2021 年，全球鞋履市场规模将以平均 4.16%的复合增长率稳定增长，至 2021 年全球鞋履市场规模预计将达到 4308.65 亿美元。按研发设计环节占鞋履价值链利润比为 40%左右计算，2018 年全球履设计行业的理论市场价值容量为 1524.82 亿美元左右，其中女鞋设计市场容量达 762.41 亿美元左右，预计至 2021 年全球鞋履设计市场容量预计将超过 1700 亿美元。**（2）图案设计行业：全球图案设计市场达千亿级人民币，国内市场逐渐兴起。**根据 IBIS World 的相关数据，2018 年全球图案设计市场规模已经达到 456 亿美元，且未来五年仍将保持 3%左右的行业增速并在 2023 年达到 540 亿美元的市场规模。随着我国经济的发展及产业结构的调整，企业对于产品的图案设计重视度日益提升，图案设计市场逐渐兴起，国内已经出现了知名的图片设计师社区如视觉 me、站酷网等并获得了一定的发展。**（3）鞋履供应链整合行业：我国鞋履产量超百亿双，占全球鞋履产量的 50%以上。**而鞋履生产企业对于设计款式的理解是鞋履设计产品能否实现成果落地的关键因素，因而部分客户除了采购设计服务外，还会委托设计公司进行组织生产，以确保设计成果的完整呈现。设计公司通过整合上游鞋履生产厂商，通过质量管控、生产监督等方式向客户提供鞋履供应链整合服务，确保客户所选择的设计成果最终转化至具有商业效用的终端消费品上。

表15：可比公司对比（2017-2019）：中胤时尚净利率、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（%）
柏堡龙	6.87	30.98	15.63	6.33
平均	6.87	30.98	15.63	6.33
中胤时尚	5.10	25.71	15.92	33.68

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 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