2020 年 09 月 27 日

中小盘研究团队

次新股说：本批阿拉丁等值得重点跟踪（2020 批次 36、37）

——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 10 家，阿拉丁等值得重点跟踪**

证监会本批核发新股 8 家（上批 14 家），科创板和创业板注册 10 家（上批 14 家），核发速度与注册速度有所减慢。**主板和中小板：海象新材**、东鹏控股、中饮股份、帅丰电器、北元集团、澳弘电子、地铁设计院、日久光电。**科创板：阿拉丁**、**前沿生物**、宏力达、东来股份、泰坦科技、科思科技。**创业板：金龙鱼**、**上海凯鑫**、熊猫乳品、山科智能。**其中阿拉丁、前沿生物等值得重点跟踪：**

阿拉丁以进口替代为己任，其科研试剂产品品种齐全，缓解了进口试剂价格昂贵且发货周期长等痛点，因此其产品已广泛应用于国内高等院校、科研院所以及高新企业的研发机构。此外，公司自主打造的垂直电商平台能够精准匹配客户需求、增强客户粘性。我国研究与试验发展经费投入力度持续加大，由 2010 年的 7062.6 亿元增长到 2019 年的 21737.0 亿元，年均复合增速达 13.3%。目前国内科研试剂市场 90%份额仍由外资把控，随着国产试剂品类和质量的不断提高，本土品牌的进口替代空间广阔，而阿拉丁作为自主研发龙头将充分受益。

前沿生物拥有已商业化的抗艾新药艾可宁，与国际制药巨头的抗 HIV 药物相比，艾可宁用药频次低，药物更长效且副作用更小。全球抗 HIV 药物市场规模由 2013 年的 229 亿美元增加至 2018 年的 340 亿美元，市场规模持续增长且需求刚性。随着公司产品市场推广的深入以及募资后产能瓶颈的突破，未来成长空间广阔。

● **本期科创板和创业板上会 27 家，主板和中小板上会 10 家，过会率均为 100%**

本期科创板和创业板上会 27 家，较上期 25 家有所增加，过会率为 100%。主板和中小板上会 10 家，较上期 12 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 26.41 亿元，高于上期的 7.65 亿元，主因金龙鱼招股拉高平均募资额。本期主板和中小板平均募资约 11.62 亿元，高于上期的 5.07 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅为 96.1%，高于上期的 79.3%。本期创业板上市首日平均涨幅为 268.7%，低于上期的 422.0%。主板和中小板本期开板新股 9 只，开板平均涨幅为 94.8%，低于上期的 141.8%。

● **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，积极布局线下渠道，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-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

《中小盘 IPO 专题-次新股说：创业板注册制首周市场表现超预期，改革平稳过渡（2020 批次 32、33）》-2020.8.30

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 0.72%，表现优于市场 4
2、 阿拉丁（A20085.SH） 8
2.1、 科研试剂制造商，盈利能力较强 8
2.2、 公司亮点：科研试剂品种齐全，垂直电商销售行业领先 8
2.3、 行业大观：科学服务行业前景广阔，科研试剂国产替代进行时 9
3、 前沿生物（A19406.SH） 10
3.1、 国内艾滋病创新药的领军者 10
3.2、 公司亮点：艾可宁填补国内抗艾药物空白，首发募资有望突破产能瓶颈 11
3.3、 行业大观：全球抗艾任重道远，抗艾药物空间广阔 11
4、 宏力达（A20013.SH） 13
4.1、 配电网智能设备制造商，业绩呈爆发式增长 13
4.2、 公司亮点：产品高效解决配电网线路维护痛点，深度绑定大客户国家电网 13
4.3、 行业大观：智能柱上开关需求超百万台，政策推动智能配电设备覆盖率提升 14
5、 海象新材（A19259.SZ） 15
5.1、 国内领先的 PVC 地板出口商，收入和利润体量快速扩张 15
5.2、 公司亮点：以研发创新铸就产品高质量，海外客户和渠道资源优质 16
5.3、 行业大观：欧美市场 PVC 地板需求不断提升，国内企业向 ODM/OBM 模式转型 16
6、 上海凯鑫（A17206.SZ） 17
6.1、 专注于膜分离技术的研究与开发，业绩高速增长 17
6.2、 公司亮点：强研发力叠加项目经验丰富，整体解决方案更具针对性 18
6.3、 行业大观：环保政策驱动，工业废水处理市场空间广阔 19
7、 金龙鱼（300999.SZ） 20
7.1、 国内粮油“巨无霸”，业绩稳健增长 20
7.2、 公司亮点：产品品类全、品牌强，供应链管理与成本优势突出 22
7.3、 行业大观：粮油行业市场空间广阔，消费者粘性高 22
8、 风险提示 24

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 0.72%，表现优于市场 4
图 2： 阿拉丁业绩保持较快增长 8
图 3： 阿拉丁盈利能力呈上升趋势 8
图 4： 前沿生物的产品尚处于推广期 10
图 5： 前沿生物尚未实现扭亏 10
图 6： 宏力达收入、利润高速增长 13
图 7： 宏力达盈利能力快速提高 13
图 8： 海象新材收入和利润体量快速扩张 15
图 9： 海象新材盈利能力有所提升 15
图 10： 上海凯鑫收入和利润保持高增 18
图 11： 上海凯鑫盈利能力较为稳定 18
图 12： 金龙鱼业绩增长放缓 20
图 13： 金龙鱼盈利能力稳定 20

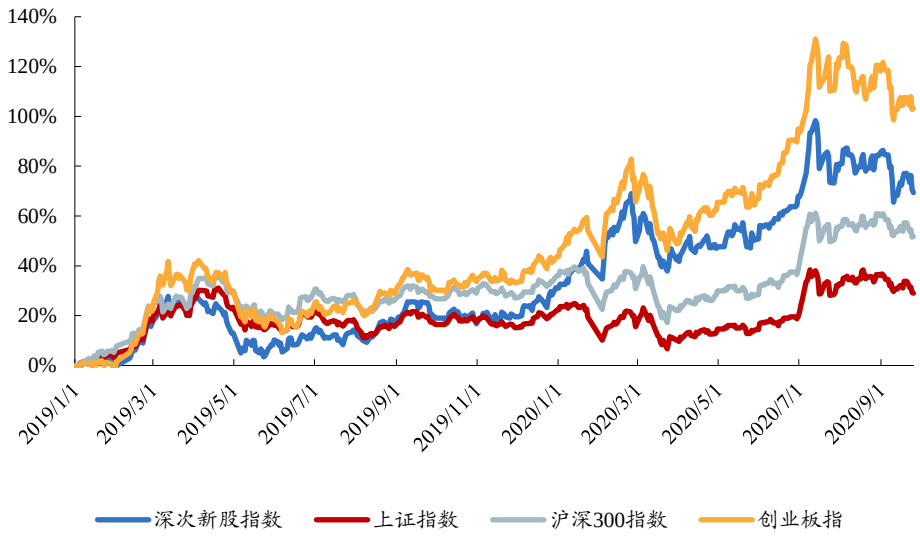
图 14: 金龙鱼覆盖了完整的食品加工产业链 22

表 1: 本期主板和中小板共开板新股 9 只，平均开板涨幅 94.8% 4
表 2: 本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 96.1% 5
表 3: 本期创业板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 268.7% 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: 开源中小盘次新股重点跟踪组合 7
表 9: 阿拉丁募集资金的主要用途 8
表 10: 可比公司对比（2017-2019）：阿拉丁盈利能力优于行业平均 10
表 11: 前沿生物募集资金的主要用途 10
表 12: 可比公司对比（2017-2019）：前沿生物产品尚处于商业推广早期 12
表 13: 宏力达募集资金的主要用途 13
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：宏力达成长性和盈利能力优于行业平均 15
表 15: 海象新材募集资金的主要用途 15
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：海象新材成长性和盈利能力优于行业平均 17
表 17: 上海凯鑫募集资金的主要用途 18
表 18: 可比公司对比（2017-2019）：上海凯鑫成长性优于行业平均 20
表 19: 金龙鱼募集资金的主要用途 21
表 20: 可比公司对比（2017-2019）：金龙鱼整体表现不及行业平均 23

1、 深次新股指数本期上涨 0.72%，表现优于市场

本期（2020 年 9 月 14 日至 9 月 25 日，下同）深证次新股指数上涨 0.72%，表现优于上证指数（-1.26%）、沪深 300 指数（-1.24%）、创业板指（+0.15%）。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 94.8%，低于上期的 141.8%。本期科创板共有 6 家公司上市，上市首日平均涨幅 96.1%，高于上期的 79.3%。本期创业板共有 9 家公司上市，上市首日平均涨幅 268.7%，低于上期的 422.0%。

图1：深次新股指数本期上涨 0.72%，表现优于市场



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 94.8%

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
003002.SZ	壶化股份	2020-09-22	2020-09-25	8.22	15.01	3	82.60%
003008.SZ	开普检测	2020-09-23	2020-09-25	30.42	46.16	2	51.74%
605050.SH	福然德	2020-09-24	2020-09-25	10.90	14.69	1	34.77%
603112.SH	华翔股份	2020-09-17	2020-09-24	7.82	15.05	5	92.46%
605369.SH	拱东医疗	2020-09-16	2020-09-24	31.65	80.75	6	155.13%
605009.SH	豪悦护理	2020-09-11	2020-09-21	62.26	158.83	6	155.11%
605128.SH	上海沿浦	2020-09-15	2020-09-16	23.31	36.93	1	58.43%
002984.SZ	森麒麟	2020-09-11	2020-09-14	18.96	26.91	1	41.93%
605006.SH	山东玻纤	2020-09-03	2020-09-14	3.84	10.78	7	180.73%
					均值	4	94.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 96.1%

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
688526.SH	科前生物	2020-09-22	11.69	26.2	56.3	47%	170.1%
688156.SH	路德环境	2020-09-22	15.91	34.0	27.2	125%	84.2%
688127.SH	蓝特光学	2020-09-21	15.41	56.8	36.4	156%	126.0%
688536.SH	思瑞浦	2020-09-21	115.71	141.5	69.8	203%	77.2%
688301.SH	奕瑞科技	2020-09-18	119.60	101.8	45.8	222%	33.9%
688577.SH	浙海德曼	2020-09-16	33.13	42.5	35.3	120%	85.1%
			均值	67.1	45.1	145%	96.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 268.7%

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
300892.SZ	品渥食品	2020-09-24	26.66	28.7	22.9	125%	188.8%
300893.SZ	松原股份	2020-09-24	13.47	17.1	21.9	78%	205.1%
300895.SZ	铜牛信息	2020-09-24	12.65	24.5	69.1	35%	446.2%
300888.SZ	稳健医疗	2020-09-17	74.30	66.0	45.8	144%	69.9%
300890.SZ	翔丰华	2020-09-17	14.69	29.2	20.1	145%	308.4%
300891.SZ	惠云钛业	2020-09-17	3.64	16.1	29.2	55%	527.5%
300887.SZ	谱尼测试	2020-09-16	44.47	31.5	40.9	77%	149.4%
300889.SZ	爱克股份	2020-09-16	27.97	32.8	30.6	107%	129.2%
300886.SZ	华业香料	2020-09-16	18.59	26.2	29.1	90%	393.8%
			均值	30.2	34.4	95%	268.7%

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
003011.SZ	**海象新材**	**8.59**	**30.54**	**48.56**	**1275.67**	**21.58**	**PVC 地板生产及出口商**	**爱丽家居、大亚圣象、兔宝宝**
601568.SH	北元集团	100.46	36.13	2.56	6.10	23.98	从事聚氯乙烯、烧碱等的生产	中泰化学、亿利洁能、君正集团
605058.SH	澳弘电子	8.45	28.59	2.59	12.20	20.46	印制电路板（PCB)研发	胜宏科技、世运电路、奥士康
003013.SZ	地铁设计	16.44	34.51	14.69	23.78	23.69	城市轨道交通工程咨询	中设集团、苏交科、中设股份
003015.SZ	日久光电	5.51	33.42	30.29	44.58	13.09	柔性光学导电材料的研发	三利谱、激智科技

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
605338.SH	巴比食品	10.64	32.65	10.80	17.25	23.42	中式面点速冻食品制造商	三全食品、安井食品
605336.SH	帅丰电器	6.98	49.33	11.19	13.85	41.08	集成灶等厨电制造	浙江美大、老板电器、苏泊尔
003012.SZ	东鹏控股	67.52	35.88	0.90	-10.41	19.92	国内瓷砖龙头	蒙娜丽莎、欧神诺

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
A19406.SH	**前沿生物**	**0.21**	-	-	-	-	**原创抗艾滋病新药—艾可宁**	**贝达药业、微芯生物、君实生物**
A20085.SH	**阿拉丁**	**2.10**	**72.19**	**28.72**	**41.16**	**15.25**	**科研试剂制造商**	**莱伯泰科、药石科技**
688330.SH	**宏力达**	**7.05**	**52.52**	**67.12**	**172.22**	**23.38**	**配电网智能设备制造商**	**大烨智能、科林电气、北京科锐**
A20046.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	莱伯泰科、药石科技
688788.SH	科思科技	6.74	63.73	347.60	182.77	20.86	军用电子信息装备及相关模块的研发、生产和销售	上海瀚讯、景嘉微、兴图新科
A20041.SH	东来股份	4.68	46.43	3.49	5.52	33.01	高性能涂料	广信材料、金力泰、松井股份

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
300999.SZ	**金龙鱼**	**1707.43**	**10.01**	**6.42**	**3.99**	**8.76**	**食用油龙头**	**道道全、京粮控股、克明面业**
300899.SZ	**上海凯鑫**	**2.61**	**40.24**	**47.79**	**43.58**	**23.00**	**专注于工业流体特种分离业务**	**久吾高科、三达膜**
300897.SZ	山科智能	3.21	51.32	24.79	15.45	23.97	智能水务技术、产品和服务提供商	三川智慧、新天科技
300898.SZ	熊猫乳品	6.04	30.60	6.33	-12.45	18.35	浓缩乳制品制造商	燕塘乳业、妙可蓝多

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
2020/9/28	688788.SH	科思科技	6.74	63.73	347.60	182.77	20.86	军用电子信息装备及相关模块的研发、生产和销售	上海瀚讯、景嘉微、兴图新科

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	9 月 25 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	54.70	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	62.26	82	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	188.20	222	首个本土二价 HPV 疫苗生产商
300832.SZ	新产业	160.00	73	化学发光免疫龙头，国产替代空间广阔
300841.SZ	康华生物	507.50	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	35.26	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	210.00	40	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

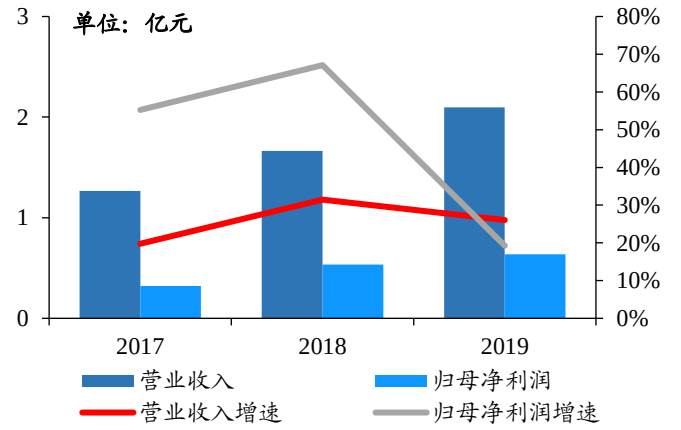
2、 阿拉丁（A20085.SH）

2.1、 科研试剂制造商，盈利能力较强

公司是集研发、生产及销售为一体的科研试剂制造商，主营业务是科研试剂和实验耗材，2019 年收入分别为 2.0、0.1 亿元，占总收入的比重分别为 94.0%、2.9%。

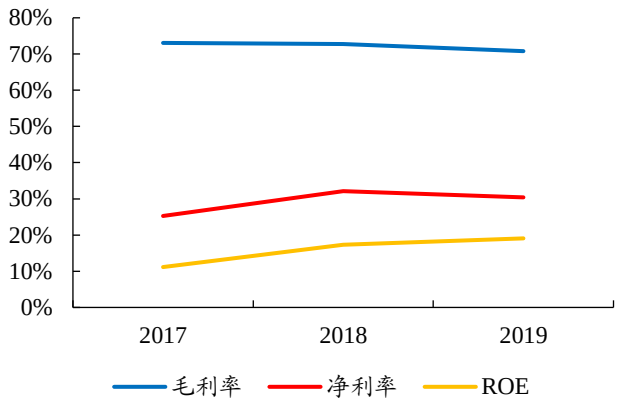
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.3、1.7、2.1 元，CAGR 为 28.7%，对应归母净利分别为 0.3、0.5、0.6 亿元，CAGR 为 41.2%。营收增长的主要原因系公司不断丰富产品线，客户群体不断扩大。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 73.1%、72.7%、70.8%，净利率分别为 25.3%、32.1%、30.4%，ROE 分别为 11.2%、17.3%、19.1%。

图2：阿拉丁业绩保持较快增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：阿拉丁盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：阿拉丁募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
高纯度科研试剂研发中心	14,765.31	增强公司新产品的研发能力，顺应行业需求及公司发展战略，全面增强试剂新品种开发能力，提升公司核心竞争力
云电商平台及营销服务中心建设项目	10,577.93	提高公司电商平台系统的功能水平，提升用户体验；完善公司的营销服务体系，进一步提升营销服务水平，提高客户粘性
补充营运资金	18,000.00	减轻公司未来业务持续扩张的资金压力，为公司业务发展创造有利基础，提高公司财务安全性和灵活性
合计	43,343.24	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：科研试剂品种齐全，垂直电商销售行业领先

科研试剂产品齐全，全面覆盖高等院校、科研院所以及高新企业等优质客户。公司是国内科研试剂品种最齐全的生产商之一，常备库存产品超过 3.3 万种，自成立以来一直以进口替代为己任，坚持打造“阿拉丁”自主试剂品牌，通过自主研发扩充产品线，缓解了国内企业进口试剂价格昂贵、发货周期长等问题，在业内享有较高声誉。公司长期根植于科研试剂领域，产品广泛应用于高等院校、科研院所以及高新企业的研发机构，积累了优质、坚实、广泛的客户群体，赢得了众多知名客户的信赖。公

司直接客户有以中国科学院、中国医学科学院、中国农业科学院等为代表的科研院所，同时覆盖以普门科技、药明康德、药石科技等为代表的 220 余家 A 股上市公司，以及全部 985 工程大学、90%以上的 211 工程大学。

垂直电商销售行业领先，智能搜索和精准匹配功能提升客户粘性。公司主要依托于自身电子商务平台进行线上销售，经过多年沉淀，积累了丰富的电商平台建设经验，在智能搜索功能方面，实现了结构式搜索、COA 搜索、MSDS 搜索等多种精准检索方式，便于客户快速查找所需产品；在智能推荐功能方面，公司实现了实时推荐、关联商品推荐、多品类大数据推荐等智能推荐技术，全方位、高精准匹配客户需求，提升了客户体验、增强了客户粘性。近年来公司网站流量和访问量节节攀升，直接带动了销量的增长，根据全国化学试剂信息站的跟踪统计，在国内科研试剂企业电商平台排名比较中，公司在 2017 年至 2019 年（除 2018 年第三季度外）各个季度全部位列第一，拥有直接注册用户超过 14.5 万名，具有领先的行业地位。

2.3、 行业大观：科学服务行业前景广阔，科研试剂国产替代进行时

产业链全景：外资品牌控制 90%以上的份额，内资品牌逐步打破绝对垄断。目前国内仪器分析试剂、特种试剂、电子信息行业专用科研试剂以及生化试剂都还没形成规模，特别是高端试剂的市场缺口较大，有相当一部分品种尚属空白，只能长期依赖进口解决，供需矛盾比较突出。近几年，我国科研试剂产业竞争格局由外资企业绝对垄断向相对垄断过渡，主要表现为内资品牌部分产品达到了国际同等技术水平或实现了部分进口替代，逐步打破了外企绝对垄断的态势，但外资品牌依然控制 90%以上的市场份额。

行业趋势：高端科研试剂需求增长，科学服务行业电商化销售趋势明显。“十三五”期间，我国生物医药、新材料、新能源、节能环保、航空航天等下游战略新兴产业的快速发展，对高纯试剂等提出了新的需求。而国家和社会各方面对环保、食品安全重视程度的持续升级，对标准物质等高端检测试剂提出新的技术要求，未来化学试剂将从通用试剂进一步向高端专用试剂发展。同时随着基因工程、蛋白质组学及分子生物学等生命科学研究领域的迅速发展，对生物试剂的需求将迅速放大。渠道方面，科学服务行业具有下游客户分散、采购批量小、采购频率高等特点，天然适合电商模式。随着我国电子商务行业的飞速发展，为降低信息搜索成本，扩大销售半径，科学服务行业内无论是自主品牌生产商，亦或是进口产品代理商，大多逐步建立起自身的电商平台，通过线上销售产品，更快的响应速度、更好的用户体验，促使了行业的快速发展。同时，近年来部分高等院校、科研院所、企业和医院为便于采购、物流及付款的统一管理，陆续建立了自主科研用品采购平台。

市场容量：科学服务行业前景广阔，本土科研试剂进口替代空间广阔。根据国家统计局数据，近几年全国研究与试验发展（R&D）经费投入力度持续加大，由 2010 年的 7062.6 亿元增长到 2019 年的 21737.0 亿元，年均复合增长率达到 13.3%。根据 Frost&Sullivan 在 2015 年作出的统计和预测，我国生命科学研究服务及产品市场需求将从 2010 年的 9 亿美元增长至 2019 年的 54 亿美元，年均复合增长率达到 22.03%。我国科研试剂行业起步晚、底子薄，发展相对滞后。为了推动国产科研试剂的产业化发展，2005 年，科技部组织相关专家开始了科研用试剂的调研工作，2006 年开始正式推动该工作，到 2015 年国产科研用试剂的品种和数量都有了很大提高，国产试剂数量已从 2006 年仅有的 3000 种左右跃升至 2015 年的 3 万多种。随着国产试剂品类和质量的不断提高，本土品牌的进口替代空间广阔。

表10：可比公司对比（2017-2019）：阿拉丁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（%）
莱伯泰科	8.69	46.31	16.21	18.79
药石科技	55.68	51.59	22.96	22.94
平均	32.19	48.95	19.59	20.87
阿拉丁	28.72	70.79	30.39	19.08

数据来源：Wind、开源证券研究所

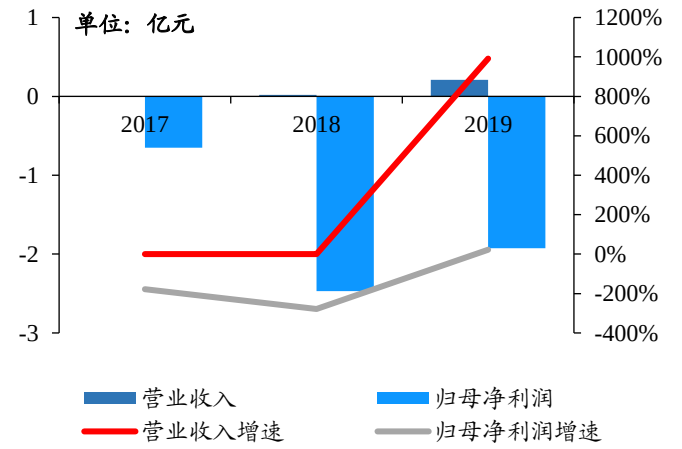
3、 前沿生物（A19406.SH）

3.1、 国内艾滋病创新药的领军者

公司拥有一个已上市且在全球主要市场获得专利的原创抗艾滋病新药，两个处于美国 II 期临床阶段、已获专利(或专利许可)、且具有明确临床疗效的在研新药。业务覆盖从创新药物发现、临床前研发和全球临床开发、生产与销售的全产业链，在 HIV 长效治疗及免疫治疗细分领域具有全球竞争力。公司已上市产品艾可宁尚处于市场推广阶段，2019 年实现收入 0.21 亿元。

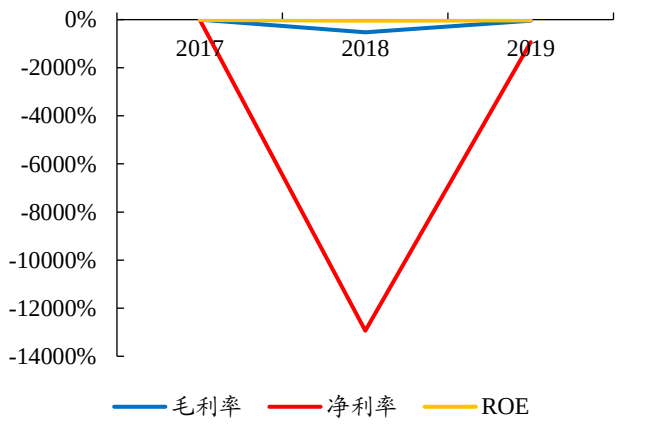
公司 2018、2019 年营业收入分别为 0.02、0.21 亿元，2019 年营收同比增长 991.6%，对应归母净利润分别为-2.47、-1.92 亿元。公司尚未实现扭亏，但近年来亏损逐渐收窄。

图4：前沿生物的产品尚处于推广期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：前沿生物尚未实现扭亏



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：前沿生物募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
1,000 万支注射用 HIV 融合抑制剂项目 1	40,000.00	较大程度上缓解艾可宁的产能限制，满足快速增长的市场需求，为公司进一步发展提供坚实基础
艾可宁+3BNC117 联合疗法临床研发项目	124,535.00	强化公司的竞争能力，持续提升公司在全球抗艾滋病领域的竞争地位
新型透皮镇痛贴片 AB001 临床研发项目	4,775.00	凭借产品在疗效、安全性和使用便利性上的优势，抓住疼痛治疗领域的市场发展机遇

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
营销网络建设项目	5,750.00	大幅提升营销能力，提高营业收入和经营规模
补充流动资金	60,000.00	保证公司生产经营的顺利开展，提升公司的市场占有率及抗风险能力
合计	235,060.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：艾可宁填补国内抗艾药物空白，首发募资有望突破产能瓶颈

艾可宁填补国内抗艾药物领域空白，相比国外抗艾药物用药频次低且更长效。公司拥有已实现商业化的国家一类新药艾可宁，且已获全球主要市场专利，填补了国内抗艾滋病治疗领域空白。艾可宁在分子结构、多肽序列及化学修饰、作用靶点以及在人体内的分布与代谢上均实现了技术突破并于 2018 年获中国药监局批准上市。与国际制药巨头葛兰素克、吉利德和强生公司的抗 HIV 药物相比，艾可宁只需每周注射一次，用药频次低，药物更长效且副作用更小。目前艾可宁每月治疗费用（每月 7936 元）要显著高于国外抗艾药物（普遍低于 3000 元/月），但商业化应用的推进带来的规模效应有望显著降低未来的治疗成本。

上市募资有望突破艾可宁产能瓶颈。公司自主研发出艾可宁的生产工艺，包含原料药核心生产工艺、制剂配方。公司始终将拥有 GMP 认证的生产设施作为核心竞争力的重要组成部分，不断探索提高产品的产量和质量水平。目前公司乾德路生产基地产能为 18 万支/年，公司拟将本次科创板上市的部分募集资金用于“1000 万支注射用 HIV 融合抑制剂项目”建设，提升艾可宁制剂的生产能力。“1000 万支注射用 HIV 融合抑制剂项目”一期建设项目设计产能为 250 万支/年。同时，为满足艾可宁的原料药需求，公司拟通过自建齐河前沿、四川前沿生产基地生产艾可宁制剂所需的原料药，保障艾可宁原料药的供应。上述产能扩建项目的实施将较大程度上缓解艾可宁的产能限制，满足持续增长的市场需求，为公司进一步发展提供坚实基础。

3.3、 行业大观：全球抗艾任重道远，抗艾药物空间广阔

产业链全景：公司是一家从药物发现、早期探索性研究、临床开发到药品生产和商业化的全产业链生物医药企业，覆盖了上游艾博韦泰原料药的生产。由于艾可宁必须采用注射方式给药，因此下游主要应用场景为医院和诊所。目前全球抗 HIV 药物由国际制药巨头垄断，其中葛兰素史克的绥美凯在全球市场市占率为 16.2%，吉利德旗下的捷扶康、特鲁瓦达、Odefsey、达可挥市占率分别为 20.8%、11.8%、8.0%和 9.7%。

行业趋势：全球抗艾药物的发展方向主要围绕抗艾药物的长效性、艾滋病免疫疗法及艾滋病预防药物的深入研发。长效药物：目前的抗逆转录病毒治疗通常需终身严格坚持每日服用多种药物，导致重大的药物负担，且时常造成患者依从性低。根据现有疗法，艾滋病是一种需要终身服药的疾病，一旦停药或是药效不达标，HIV 病毒就很可能无法被有效抑制而复制，重者导致免疫系统崩溃，故提高患者的用药依从性在艾滋病治疗中十分重要，长效注射药物将成为抗 HIV 病毒药物的重点发展方向。2016 年全球艾滋病大会共识认为，长效注射将是抗 HIV 病毒药物的重点发展方向。根据 2013 年世界权威医学期刊《Nanomedicine》一项研究显示，在 400 例正接受口服药治疗的成人 HIV 患者中，73%的患者愿意或可能愿意接受长效注射药物。**预防与免疫类药物：**HIV 病毒预防指为预防个体传染或传播 HIV 病毒而采取的措施，可进一步分类为 PrEP（暴露前预防）及 PEP（暴露后预防）。PrEP 治疗方案旨在预防

存在 HIV 病毒高感染风险个体，特别是与 HIV 病毒阳性伴侣持续发生性关系的个体的感染风险。PEP 治疗方案旨在预防已经可能接触过 HIV 病毒的个体感染 HIV 病毒后，通过服用抗 HIV 病毒药物或者注射抗 HIV 病毒药物一段时间以防止 HIV 的感染。艾滋病免疫疗法的重要候选药物是广谱中和抗体，其中临床研究最多的为针对 CD4 结合表位的抗体，CD4 结合位点是病毒表面较为保守的构像性位点。部分广谱中和抗体已证明其广谱性抗病毒活性和诱导或激活人体免疫系统的特异性识别 HIV 病毒并清除 HIV 病毒库的能力，从而防止健康细胞被感染 HIV 病毒，并加速消除受病毒感染的细胞。

市场容量：全球艾滋病感染人数逐年增多，抗艾药物市场空间广阔。艾滋病感染情况：艾滋病是世界性流行病，HIV 病毒的主要传播途径包括输血传播、注射吸毒传播、母婴传播及性传播。根据 UNAIDS 统计，全球 HIV 病毒感染人数由 2013 年的 3,430 万人增加至 2018 年的 3,790 万人，年均复合增长率为 2.0%，全球 HIV 病毒携带者人数逐年增多。根据中国疾控中心报告，我国 HIV 病毒感染人数由 2013 年的 80.9 万人增加至 2018 年的 125 万人，年均复合增长率为 9.1%，中国 HIV 病毒携带者人数逐年增多。**抗艾药物市场空间：**根据灼识咨询报告，全球抗 HIV 病毒药物市场的规模由 2013 年的 229 亿美元增加至 2018 年的 339.6 亿美元，年均复合增长率 8.2%。预计到 2023 年，全球抗 HIV 病毒市场将达到 467.5 亿美元，2019 年至 2023 年期间的预计年均复合增长率 6.0%。2019 年至 2023 年，预计全球各地区的 HIV 病毒药物市场规模均呈逐年上升趋势，且主要以北美及中西欧市场为主。从区域结构来看，2018 年北美及中西欧市场占据全球整体市场规模的 91.2%，**北美及中西欧市场为抗 HIV 病毒药物市场的主流市场**。北美及中西欧市场总规模从 2013 年的 202.9 亿美元增加到 2018 年的 309.7 亿美元，年均复合增长率 8.8%。未来随着北美及中西欧市场出现更多疗效好、副作用小的新型艾滋病治疗方案，患者支付能力的日渐提升，以及医疗和商业保险制度的越发完善，预计至 2023 年，北美及中西欧抗 HIV 病毒市场将达到 429.5 亿美元，2019 年至 2023 年期间的预计年均复合增长率为 6.0%。2018 年，发展中国家市场占据整体药物市场的 4.12%，市场规模约为 14.0 亿美元。2013 年至 2018 年期间发展中国家抗 HIV 病毒药物市场出现下降，主要因为以 UNAIDS 为主的一系列机构和组织以援助为目的降低销往该地区的抗 HIV 病毒药物价格。未来随着发展中国家对艾滋病防治意识持续提高，当地政府及医疗机构将增加抗病毒药物的采购规模及范围，越来越多抗 HIV 病毒药物和疗法的引入、新增感染艾滋病人群的增加、患者日益提高的支付能力以及逐渐扩大的医疗和保险覆盖面，预计至 2023 年发展中国家抗 HIV 病毒市场将达到 15.7 亿美元，2019 年至 2023 年期间的预计年均复合增长率为 3.1%。

表12：可比公司对比（2017-2019）：前沿生物产品尚处于商业推广早期

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（%）
贝达药业	23.05	93.23	14.53	9.84
微芯生物	25.41	95.81	11.17	2.41
君实生物-U	277.12	88.30	-96.47	-22.58
平均	108.53	92.44	-23.59	-3.44
前沿生物	-	-	-	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

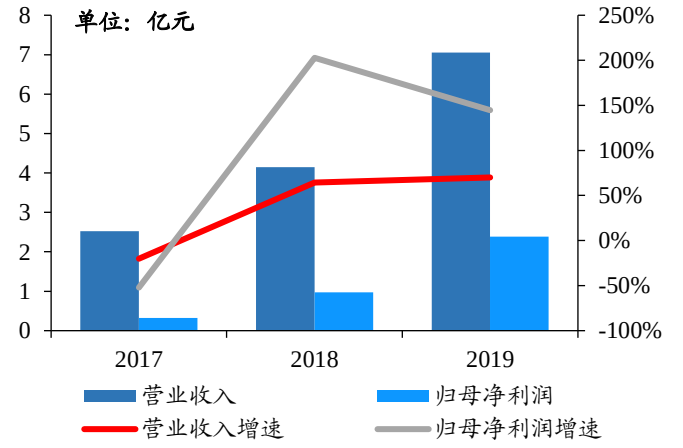
4、 宏力达（A20013.SH）

4.1、 配电网智能设备制造商，业绩呈爆发式增长

公司主要从事配电网智能设备的研发、生产和销售，以及电力应用软件研发及实施等信息化服务，配电网智能设备、配电网信息化服务及其他板块 2019 年分别实现收入 6.6、0.1、0.2 亿元，占总收入比重分别为 94.3%、1.8%、3.3%。

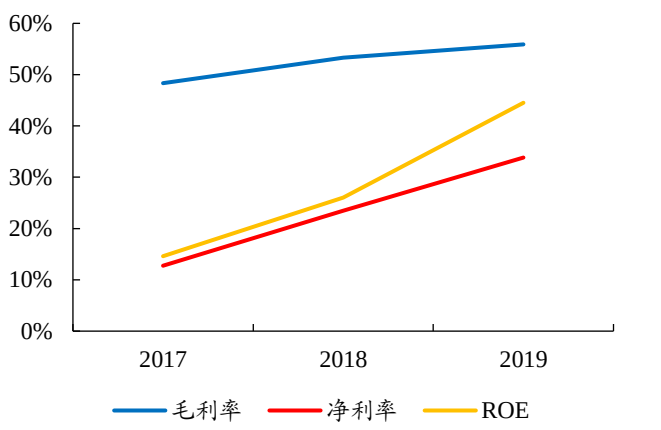
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.5、4.1、7.1 亿元，CAGR 为 67.1%，对应归母净利分别为 0.3、1.0、2.4 亿元，CAGR 为 172.2%。公司营收高速增长的主要原因是新签约华云科技项目、平高集团浙江项目等，智能柱上开关销量大幅增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 48.3%、53.3%、55.9%，净利率分别为 12.8%、23.5%、33.8%，ROE 分别为 14.6%、26.1%、44.5%。

图6：宏力达收入、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：宏力达盈利能力快速提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：宏力达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：产品高效解决配电网线路维护痛点，深度绑定大客户国家电网

智能柱上开关综合性能先进，市占率排前十。公司智能柱上开关综合性能较为先进，以其物联化、智能化、集成化的优势，大幅度提高了短路故障研判准确率（达 99%以上）、单相接地故障研判准确率（达 90%）和重合闸准确率（接近 100%），深度解决了电网用户在配电网线路维护中的痛点，得到基层供电局的认可。根据《高压开关

行业年鉴 2019》发布的传统柱上开关数据，行业内第十名企业 2019 年产量为 21521 台，而公司 2019 年智能柱上开关产量已达 22520 套，可倒推知公司市占率位居行业前十。若仅考虑智能柱上开关，则公司产品的市场占有率会更高。公司主要产品和服务的最终用户为国家电网下属各供电公司，对国家电网有限公司的销售额占比超过 80%，深度绑定这一大客户。

4.3、 行业大观：智能柱上开关需求超百万台，政策推动智能配电设备覆盖率提升

行业趋势：“能源互联网”、数字“新基建”推动电力往物联化、数字化、智能化转型升级。（1）“能源互联网”：即“互联网”与能源生产、传输、存储、消费以及能源市场深度融合的能源产业发展新形势，对设备智能、多能协同、信息对称、系统扁平等多方面提出了新要求。《国家电网有限公司 2019 社会责任报告》中提出了未来发展的战略目标：2020 年至 2025 年，基本建成具有中国特色国际领先的能源互联网企业，部分领域、关键环节和主要指标达到国际领先。**（2）数字“新基建”：**“电力物联网”作为电网和物联网深度融合的产物，属于电力领域工业互联网的范畴，是新基建重要领域。“新基建”政策频发促进需求释放，有助于“电力物联网”推进的提速。**（3）国家电网将物联化、数字化、智能化作为转型升级重点。**2020 年 2 月，国家电网印发《国家电网有限公司 2020 年重点工作任务》，其中提出“全力保障电网安全稳定运行、全力推进电力物联网高质量发展、全力强化科技创新”等重点任务，具体包括加强配电网建设改造、提高电网建设质量、加大关键核心技术攻关力度。

市场容量：智能柱上开关需求超 200 万台，新建线路或现有线路新增设备带来较大增量市场。根据《高压开关行业年鉴 2018》，2018 年，全国 6-20kV 配网线路中共有配电开关 447.60 万台，其中投运 5 年以内的占比 50.6%，投运 5-10 年的占比 28.2%，投运 15-20 年占比 18.2%，剩余约 3%投运 20 年以上。一般而言，设备使用年限越长，其性能衰减越多，更换需求越强烈。假若优先替换投运 20 年以上的开关设备，则将有约 13.43 万台的更换需求；若替换投运 15 年以上的开关设备，则将有约 94.89 万台的更换需求。随着时间的推移，现有投运 5 年以内或 5-10 年的开关设备也将进入逐步更换周期，增加新的更换需求。此外，考虑到“十三五”期间，全国开始重点推行配电网自动化建设，现有投运 5 年以上开关设备大多数均为传统开关，无法满足现有自动化、智能化建设的要求，若考虑替换该类传统开关，则所有 5 年以上的开关设备均需升级换代，将有约 221.11 万台的更换需求。根据《配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）》，2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元；其中中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万公里；配电自动化覆盖率至 2020 年时提升至 90%。根据《中国电力发展报告 2018》，截至 2018 年底，北京、江苏、湖北等 26 个省市实现配电网自动化覆盖率仅约 65%，距离 90%的目标还有一定差距。未来配电网的建设，除新建配网线路外，现有配网线路也需要进一步增加智能配电设备的覆盖率，以提高配网自动化水平和供电可靠性。整体而言，在“能源互联网”“电力物联网”建设大背景下，未来国家电网在配电网领域建设需求依然存在，且对于物联化、智能化、信息化设备的需求将逐渐增加，新建线路或现有线路新增设备都将给公司产品带来较大的增量需求空间。

表14：可比公司对比（2017-2019）：宏力达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（%）
大烨智能	6.60	26.41	8.72	5.59
科林电气	21.35	27.71	6.47	8.36
北京科锐	4.54	24.30	4.08	4.63
平均	10.83	26.14	6.42	6.19
宏力达	67.12	55.90	33.84	44.52

数据来源：Wind、开源证券研究所

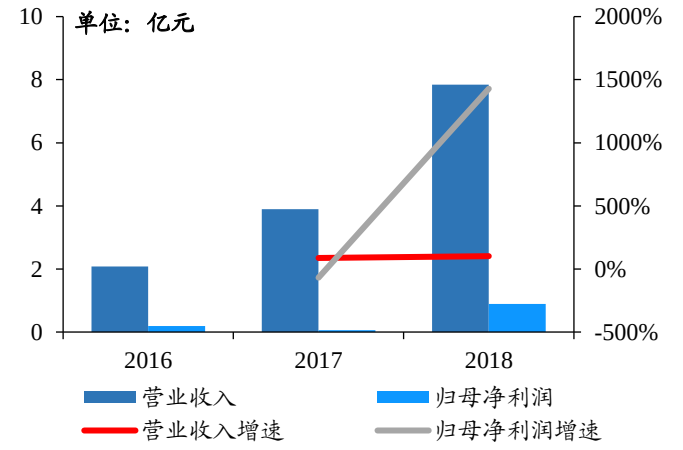
5、 海象新材（A19259.SZ）

5.1、 国内领先的 PVC 地板出口商，收入和利润体量快速扩张

公司是国内领先的 PVC 地板生产及出口商之一，主要产品有 LVT 地板、WPC 地板、SPC 地板及其他，2018 年分别实现收入 2.6、2.6、2.5、0.1 亿元，占总收入比重分别为 33.1%、33.3%、32.4%、0.8%。

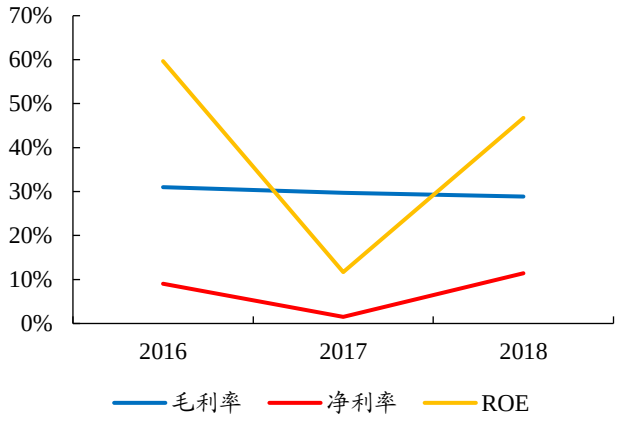
公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 2.1、3.9、7.8 亿元，CAGR 为 94.0%，对应归母净利润分别为 0.2、0.1、0.9 亿元，CAGR 为 118.1%。公司营收增长的主要原因系 LVT、WPC、SPC 地板量价齐升，尤其是销量大涨。2016 至 2018 年，公司毛利率分别为 31.0%、29.7%、28.9%，净利率分别为 9.0%、1.5%、11.4%，ROE 分别为 59.7%、11.7%、46.8%。

图8：海象新材收入和利润体量快速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：海象新材盈利能力有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：海象新材募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
年产 2000 万平米 PVC 地板生产基地	47,456.82	财务内部收益率为 21.22%（税后），静态投资回收期为 6.22（税后）
研发中心建设项目	5,988.72	加快公司新工艺、新技术、新产品的研发
补充流动资金项目	8,000.00	优化资本结构，从而降低公司的财务费用
合计	61,445.54	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、公司亮点：以研发创新铸就产品高质量，海外客户和渠道资源优质

以研发能力为依托，产品质量获多个发达国家市场认证。公司虽然属于传统行业，但始终把技术创新放在首要位置，通过人才培养和研发队伍建设，公司的技术和创新能力不断提高，并于 2016 年被授予国家高新技术企业和浙江省科技型中小企业。截至 2019 年 6 月 30 日，公司拥有专利 13 项，其中 4 项为发明专利，尚有多项专利正在申请中。在强大的研发和创新能力支撑下，公司通过优化产品材料配方、改进技术工艺，为客户提供环保、耐磨、防水、防滑等高性能的地板产品，并先后取得了欧盟 CE 认证、德国 TUV 认证、美国 FloorScore 认证和美国 GREENGUARD 认证，上述认证表明公司产品不仅质量合格，而且符合特定的环保要求。

深耕海外市场，客户资源优质且具有较强粘性。公司业务覆盖美国、德国、英国等以欧美为主的发达国家和地区，通过多年的发展以及市场推广，在行业内积累了大量优质的客户资源。目前公司已与 KINGFISHER、BEAULIEU CANADA、ENGINEERED FLOORS 和 HORNBACH 等境外大型地板品牌商和建材零售商建立了良好的合作关系。上述客户为境外的大型企业，筛选供应商时有着较高要求，供应商需通过严格的认证测试方可列入其合格供应商目录，一般情况下客户不会轻易更换长期合作的合格供应商。公司从设立至今，秉承为客户打造高品质 PVC 地板的原则，凭借着大量的研发投入、及时更新或购入行业内先进的制造设备、高效的经营管理，为客户提供从产品研发、生产至交付的全方位服务。

5.3、行业大观：欧美市场 PVC 地板需求不断提升，国内企业向 ODM/OBM 模式转型

产业链全景：上游 PVC 材料价格波动影响 PVC 地板利润，下游建筑装饰材料贸易行业发展带动本行业发展。PVC 地板的主要原材料为 PVC 树脂粉、印花面料和耐磨层等，其中印花面料、耐磨层原材料均为 PVC，上述原料均属于大宗原料，市场供应量较为充足，产品利润受原材料 PVC 价格的影响较大。目前国内 PVC 地板生产行业的下游行业主要是大型地板品牌商、贸易商和建材零售商等，产品最终用于商场、酒店、医院、写字楼、体育场馆等公共建筑及住宅等场所。

行业趋势：PVC 地板企业向 ODM/OBM 模式转型，行业集中度提升以及健康环保 PVC 地板是未来趋势。（1）OEM 模式向 ODM/OBM 模式转型。目前，我国 PVC 地板生产企业仍以 OEM 模式为主，技术含量相对较低，产品附加值较低。随着客户对产品材质、品质、图案设计的要求越来越高，研发设计能力较强企业将具有竞争优势，有较大的发展空间，这类企业逐步发展为 ODM 模式。PVC 地板生产企业在 ODM 模式下注重产品开发，提升产品的质量、外观和积极开拓销售渠道，逐步形成品牌效应。国内 PVC 地板生产企业主要采用自主品牌在境内进行销售，考虑到未来国内市场发展潜力较大，有助于国内生产企业建立自主品牌，对形成 OBM 模式有较大的促进作用。**（2）行业集中度不断提升。**随着国家对 PVC 地板质量、环保标准的要求不断提高以及消费者日益追求产品的个性化和品质化，未来 PVC 地板行业的门槛将越来越高，缺乏品牌影响力，综合实力较弱的 PVC 地板企业将逐渐被市场淘汰，PVC 地板行业将向规模化、品牌化和专业化的方向发展。随着优质地板企业的自然增长和对中小地板企业的并购重组，市场份额将不断向优质企业集中。**（3）健康、环保是 PVC 地板的未来发展潮流。**随着环保理念的深入人心，消费者已将环保作为地板选购的首要考量要素。PVC 地板产品朝着健康、环保的方向发展，各国政府对 PVC 地板的环保也提出了更高的要求，家居环境中甲醛含量已经成为一个重要指标，零甲

醛是优质 PVC 地板的重要标准和产品优势，地板材料的环保与否，已成为消费者挑选地面装饰材料的重要标准。PVC 地板产品环保是否达标将成企业发展壮大的关键。

市场容量：欧美市场 PVC 地板需求不断提升，国内接受度有望逐步提高。受到欧美等国家和地区 PVC 地板进口需求的持续快速增长，我国 PVC 地板出口规模也不断增长，根据中国海关的数据，我国出口 PVC 地板从 2016 年度的 177.73 亿元增加到 2018 年度的 304.16 亿元。2019 年 1-7 月，在中美贸易摩擦的背景下，我国 PVC 地板出口量仍然保持了同比 19%的高增长。PVC 地板应用领域逐步由商业建筑延伸至住宅领域，市场需求获得了快速增长。近年来，美国 PVC 地板市场销售额由 2013 年的 8.95 亿美元增长至 2018 年的 34.30 亿美元，复合增长率高达 30.83%。欧洲作为较早普及 PVC 地板的地区，市场发展较为成熟，消费者对 PVC 地板的认知度普遍较高。在欧盟进口的各类地面装饰材料产品中，PVC 地板在 2011 年占比就达到了 15.16%，得益于 PVC 地板的优异功能，近年来占比仍不断提高。2018 年，欧盟进口地板比例上涨至 28.53%，其他地面装饰材料份额均呈现不同程度的下降，替代性较为明显。随着本土 PVC 企业产品设计能力的提高以及国内消费者心理的变化，PVC 地板在国内市场的接受度有望逐步提高，本土 PVC 市场潜力大。

表16：可比公司对比（2017-2019）：海象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（%）
爱丽家居	4.20	23.72	12.40	22.23
大亚圣象	1.76	36.17	10.10	15.51
兔宝宝	6.04	17.15	8.46	22.91
平均	4.00	25.68	10.32	20.22
海象新材	48.56	33.05	16.11	39.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

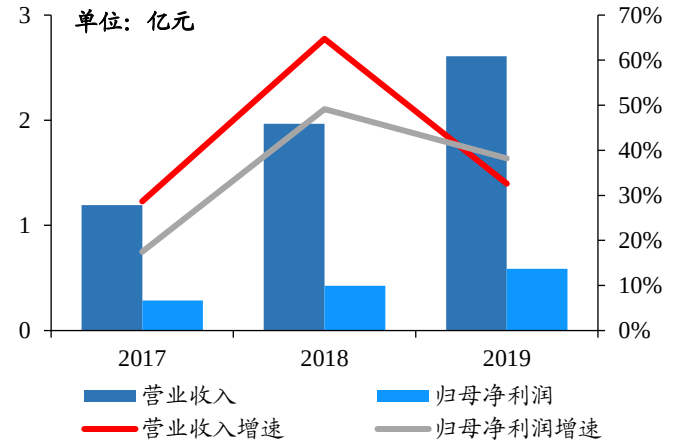
6、 上海凯鑫（A17206.SZ）

6.1、 专注于膜分离技术的研究与开发，业绩高速增长

公司专注于工业流体特种分离业务的技术型环保公司，主营业务是膜分离技术的研究与开发，为工业客户优化生产工艺，提供减排降耗和废弃物资源化综合利用的整体解决方案。2019 年公司收入全部来自于提供工业流体分离解决方案。

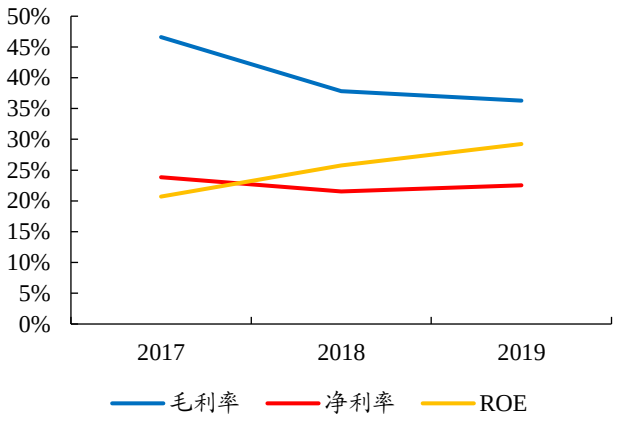
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 0.9、1.8、2.1 亿元，CAGR 为 52.8%，对应归母净利润分别为 0.3、0.4、0.6 亿元，CAGR 为 41.4%。受益于国家产业政策的持续扶持及社会环保意识的不断增强，我国膜分离行业的发展势头较快，有力地推动了公司主营业务的快速发展。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 46.6%、37.8%、36.3%，净利率分别为 23.8%、21.5%、22.5%，ROE 分别为 20.7%、25.8%、29.2%。

图10：上海凯鑫收入和利润保持高增



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：上海凯鑫盈利能力较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：上海凯鑫募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
研发与技术服务一体化建设项目	20,061.50	有利于公司进一步挖掘优势行业的市场潜力，降低客户开发成本，提升整体盈利能力，开拓新的增长点
膜分离集成装置信息管理系统建设项目	4,000.00	实现产品设计和性能的不断优化，减少公司售后服务的工作量，节约人工成本，增加客户的粘性
补充流动资金	6,000.00	保障公司的正常经营和业务发展规划的顺利实施
合计	30,061.50	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、公司亮点：强研发力叠加项目经验丰富，整体解决方案更具针对性

深耕工业流体分离领域膜技术，研发实力强、项目经验丰富。公司专注于工业流体分离领域，深挖工业客户在工业流体分离、废水处理领域的差异化需求，通过向工业企业客户提供具有针对性、定制化特征的工业流体分离解决方案，帮助客户提高资源利用效率，降低生产成本，减少污染物排放，使其环保投入产生实实在在的经济效益，同时实现真正意义上的清洁生产，因此，公司在工业流体分离领域具有专业性。作为知识和技术密集型企业，公司高度重视技术研发及知识产权保护工作，研发支出占营业收入的比重始终保持在较高水平，2017 年-2019 年分别为 6.34%、5.97%和 4.92%。持续的研发投入有效地保障了公司技术研发实力的持续提升及产品、工艺水平的持续改进，目前公司已获得专利证书 40 项，其中发明专利 15 项，实用新型专利 25 项。膜分离技术的应用是跨界科研、多学科协同的典型代表。公司的核心团队不仅具有在医药、化纤、食品等行业的工作履历，而且在膜分离技术应用领域具有 15 年以上的从业经验，故能深刻了解下游客户的生产工艺过程及特点，同时对市场上各知名品牌膜元件的性能、品类、规格、应用条件等具有深刻的认识。此外，公司还始终注意吸引各个行业的优秀人员加盟，因此，可以给纺织印染、化纤、生物制药等行业的客户提供更为个性化的膜技术应用整体解决方案。

依托强研发能力和丰富的项目经验，为客户提供更具针对性的膜分离技术整体解决方案。目前，国际知名的膜元件生产企业由于不了解下游终端客户的生产工艺过程，一般都不从事具体的膜应用；而工业客户由于不了解膜的性能、特点和具体工艺应

用，一般也不会直接向膜生产企业采购。公司作为膜分离技术整体解决方案的提供商，其核心价值在于既深刻了解上游膜生产企业不同类型膜元件的性能、规格及应用条件，又熟悉下游工业客户的生产工艺过程和特点，从而能为工业客户选择最适合其应用场景的膜元件，并为其提供经济、高效的膜分离技术整体解决方案。

6.3、 行业大观：环保政策驱动，工业废水处理市场空间广阔

产业链全景：膜技术应用的上游行业为膜材料、泵、阀、仪器仪表、管道制造等行业，其中膜材料的性能和价格直接影响膜设备的性能、项目的投资成本与运营费用。膜技术应用的下游行业主要为纺织印染、化纤、生物制药、造纸、食品饮料、石化、冶金等。当下游工业行业处于上行周期、行业景气度较高时，工业企业产品需求旺盛，为提高产能，往往频繁新建或改扩建生产线，与之相配套的工业废水处理设备以及生产线工艺改进设备需求增加，因而公司业务规模随着工业行业的蓬勃发展逐渐扩大；当工业行业处于下行周期、行业景气度较低时，工业企业减少新建及扩建生产线的规划，整体固定资产投资意愿降低，公司产品需求会受到一定程度的影响。

行业趋势：中国由膜应用大国转向膜技术强国，膜分离行业进入持续创新的黄金期。我国膜产业最大的特点是发展非常快，需求量很高，在传统产业改造、环保领域和水务领域，膜技术大显身手。但目前，我国膜技术应用领域窄、层次低，90%左右的液体分离膜技术应用于水务处理和海水淡化领域。作为少数致力于将膜分离技术应用于工业领域，旨在为工业客户提供传统工艺升级改造及资源循环利用的公司，上海凯鑫通过不断研发，已成功将膜分离技术应用于纺织印染、化纤、食品、生物制药、石化、造纸、能源等行业中，这与我国节能减排、清洁生产、循环经济的可持续发展目标相一致。此外，全球工业增加值绝对总量巨大，国内工业继续保持稳步发展，这些均为我国膜分离行业的增长创造了有利环境。可以预见，未来我国膜分离行业将继续保持高速增长、膜技术将持续快速创新，逐步实现由膜应用大国向膜技术强国的转变，膜分离行业将进入产值大幅增长、技术持续创新的黄金时期。

市场容量：受益于环保政策支持及下游行业的发展，膜产业市场空间广阔。据《中国膜产业发展报告》统计，2015 年我国膜产业产值达到 849 亿元，同比增长 15.8%。在国际市场，由于我国膜产品质量不断提高，性能良好，价格低廉，服务到位，大批产品和工程化技术被国外客户采用。“十三五”期间，中国膜工业协会提出的发展目标是：年均增长率将达到或超过 20%，到“十三五”末产值规模再翻番，达到 2500 亿~3000 亿元，膜产品出口产值每年超过 100 亿元。从具体的应用行业看：**（1）纺织行业：**根据《2014 年环境统计年报》及《2015 年环境统计年报》，在调查统计的 41 个工业行业中，纺织业废水排放量均位列前三，废水排放量分别为 19.6 亿吨和 18.4 亿吨，分别占重点调查工业企业废水排放总量的 22.27%和 22.28%，随着国内环保要求的不断提高，纺织业工业企业面临的环保压力也随之增加，膜分离技术在纺织行业应用的空间大。**（2）化纤行业：**随着全球化纤生产进一步向中国转移，中国已经成为世界最大的化纤生产国，并已占据全球总产量的 70%以上。行业竞争的日益加剧促使粘胶纤维生产厂商寻找能够降低成本、提高产品质量的工艺改进方案，这为粘胶纤维生产过程中的碱回收创造了机会。在粘胶纤维生产过程中，使用膜分离技术，可以很好的解决和改善压榨液中的半纤维素与碱液分离问题，碱回收率可以提高至 50%以上。相比于带来效率低下、用水量大、质量不稳定、二次污染等问题的传统分离方法。**（3）造纸行业：**截至 2018 年末，我国造纸行业规模以上企业 6,704 余家，纸及纸板生产和消费在持续多年增长后有所下降，但市场规模依然较大，产量及消费量均维持在 10,000 万吨以上。造纸工业废水在我国乃至全球都是环境污染的主要

污染源，其中的关键是造纸制浆产生的黑液难以处理。**（4）石化行业：**2015-2019 年，我国石化行业固定资产投资额整体呈现波动上升的趋势，经历了 2016-2017 年两年投资下滑后，2018 年投资有所回暖，2019 年我国石油加工、炼焦和核燃料加工业固定资产投资额为 3,313 亿元，同比增长 12.4%。石油化工行业包含各种各样的分离过程，从油田或炼厂的含油污水处理，到炼化过程中的汽油脱硫、低碳烃类分离、气体分离等过程。膜分离过程有着传统工艺所不具备的节能、操作简便、易于实现模块化等优点，在石化行业中会有广阔的应用前景。

表18：可比公司对比（2017-2019）：上海凯鑫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（%）
久吾高科	29.72	40.76	12.67	8.60
三达膜	12.53	41.30	37.53	16.40
平均	21.13	41.03	25.10	12.50
上海凯鑫	47.79	36.28	22.53	29.24

数据来源：Wind、开源证券研究所

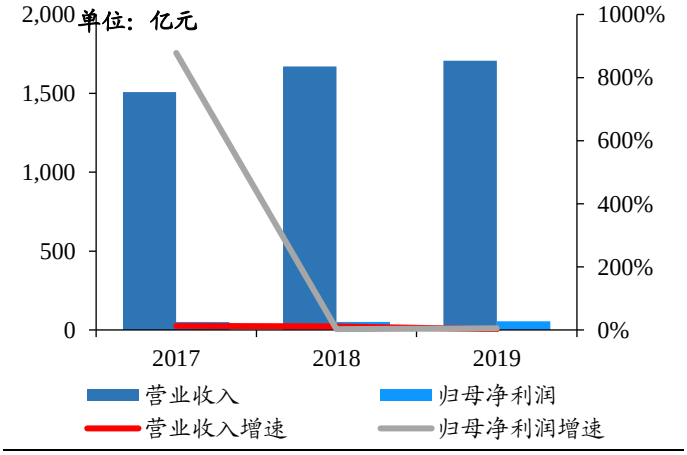
7、 金龙鱼（300999.SZ）

7.1、 国内粮油“巨无霸”，业绩稳健增长

金龙鱼是国内最大的农产品和食品加工企业之一，专注于厨房食品领域，主营业务是厨房食品、饲料原料及油脂科技产品。2019 年分别实现收入 1087.8、609.5 亿元，占总收入比重分别为 63.7%、35.7%。

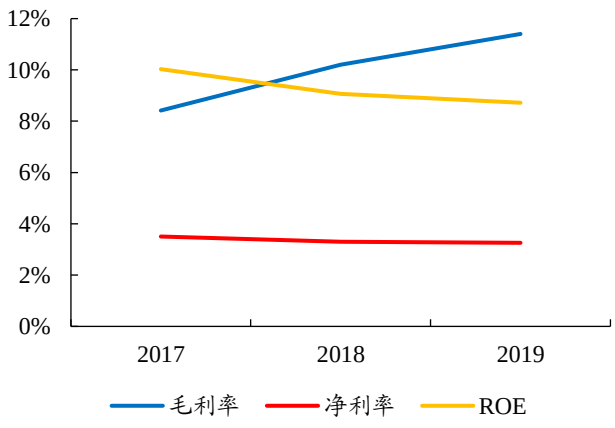
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1507.7、1670.7、1707.4 亿元，CAGR 为 6.4%，对应归母净利润分别为 50.0、51.3、54.1 亿元，CAGR 为 4.0%。公司依托品牌优势、渠道网络优势，积极推进厨房食品中零售产品的多品类整合营销，收入总体稳健增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 8.4%、10.2%、11.4%，净利率分别为 3.5%、3.3%、3.3%，ROE 分别为 10.0%、9.1%、8.7%。

图12：金龙鱼业绩增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：金龙鱼盈利能力稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：金龙鱼募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
兰州新区粮油食品加工基地项目（一期）	150,800	项目内部收益率为 10.44%（税后），总投资回收期为 9.97 年（税后，含建设期）
益海嘉里集团粮油深加工项目	145,259	项目内部收益率为 11.98%（税后），总投资回收期为 8.70 年（税后，含建设期）
乐清湾港区 益海嘉里粮油加工港口综合项目	140,000	项目内部收益率为 8.93%（税后），总投资回收期为 10.79 年（税后，含建设期）
米、面、油 综合加工一期项目	92,000	项目内部收益率为 9.08% （税后），总投资回收期为 11.04 年（税后，含建设期）
益海嘉里（茂名）食品工业有限公司食品加工项目	79,031	项目内部收益率为 11.19%（税后），总投资回收期为 9.34 年（税后，含建设期）
益海嘉里（青岛）风味油脂有限公司-风味油脂加工项目	74,000	项目内部收益率为 15.93%（税后），总投资回收期为 7.95 年（税后，含建设期）
益海嘉里（青岛）食品工业有限公司-食品加工项目	100,000	项目内部收益率为 8.13%（税后），总投资回收期为 11.16 年（税后，含建设期）
益海嘉里（青岛）粮油工业有限公司-食用植物油加工项目	120,000	项目内部收益率为 10.11%（税后），总投资回收期为 10.10 年（税后，含建设期）
油脂压榨精炼及配套工程建设项目	95,000	项目内部收益率为 10.01%（税后），总投资回收期为 9.96 年（税后，含建设期）
益海嘉里（潮州）油脂工业有限公司	65,591	项目内部收益率为 12.08%（税后），总投资回收期为 8.97 年（税后，含建设期）
益海嘉里（潮州）饲料蛋白开发有限公司	80,513	项目内部收益率为 10.48%（税后），总投资回收期为 10.32 年（税后，含建设期）
益海嘉里（茂名）粮油工业有限公司粮油加工项目	76,483	项目内部收益率为 10.16%（税后），总投资回收期为 10.02 年（税后，含建设期）
4000 吨/日大豆压榨项目	43,000	项目内部收益率为 14.80% （税后），总投资回收期为 7.71 年（税后，含建设期）
益海嘉里（霸州）食品工业有限公司年初加工 100 万吨小麦制粉项目	100,000	项目内部收益率为 11.41%（税后），总投资回收期为 9.37 年（税后，含建设期）
益海嘉里（潮州）食品工业有限公司	82,805	项目内部收益率为 12.96%（税后），总投资回收期为 9.15 年（税后，含建设期）
东莞益海嘉里粮油食品工业有限公司厂区（面粉三期项目）	50,000	项目内部收益率为 8.64%（税后），总投资回收期为 10.85 年（税后，含建设期）
面粉加工项目	34,000	项目内部收益率为 14.93%（税后），总投资回收期为 8.40 年（税后，含建设期）
黑龙江省齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）生物科技有限公司 100 万吨/年玉米深加工项目	183,000	项目内部收益率为 8.95 %（税后），总投资回收期为 10.25 年（税后，含建设期）
齐齐哈尔市富裕县益海嘉里（富裕）粮油食品工业有限公司 25 万吨/年小麦、4.5 万吨/年低温豆粕加工项目	78,400	项目内部收益率为 15.10%（税后），总投资回收期为 7.30 年（税后，含建设期）
合计	1,789,882	

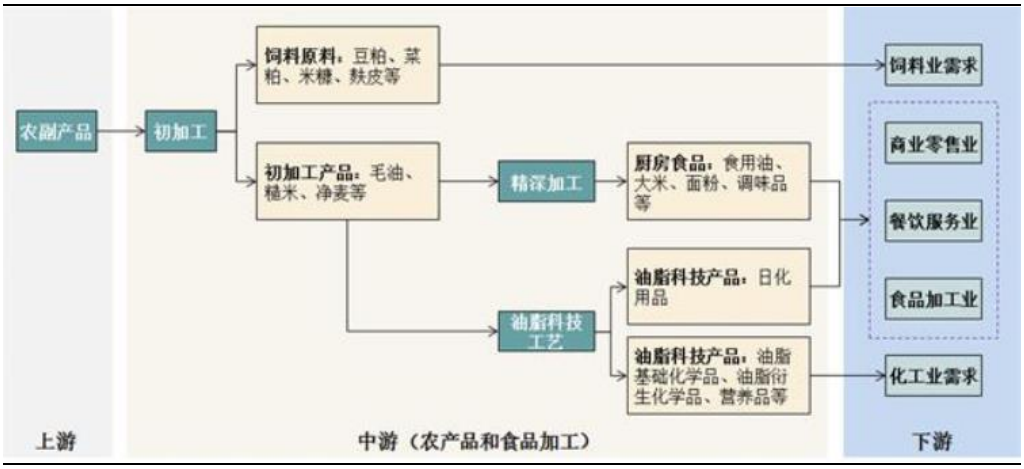
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.2、 公司亮点：产品品类全、品牌强，供应链管理与成本优势突出

综合品牌矩阵覆盖多品类产品，核心品牌优势明显。公司建立了覆盖高端、中端、大众的综合品牌矩阵，在各细分市场均保持领先的市场地位，并通过品牌共享模式打造了多个核心综合品牌。通过不断的嫁接新产品、新品类，公司核心品牌“金龙鱼”已经从单一食用油品牌发展成为综合厨房食品品牌，产品类型覆盖食用油、大米、面粉、面条、调味品等。根据世界品牌实验室 2019 年《中国 500 最具价值品牌》，“金龙鱼”的品牌价值高达 398.54 亿元，根据欧睿国际发布的 2019 年《Top100Megabrands》白皮书，“金龙鱼”品牌位列全球快速消费品第 21 位。强大的品牌影响力是公司竞争优势的综合体现，随着消费者对于食品品牌化意识的逐渐提高，公司的品牌优势未来将愈加明显。

全国性产能和渠道布局，循环经济模式提升产业链附加值。截至 2019 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 65 个已投产的生产基地，并计划在齐齐哈尔、温州、太原、兰州、合肥、青岛等地新建多个生产基地。公司多个生产基地临近原材料产地、港口、铁路或终端市场，有利于降低生产成本，保证产品质量，同时节约了公司生产运营的运输成本。公司拥有覆盖全国的供应链管理及生产能力，可以在全国范围内统筹及协调生产，满足客户在全国不同地区、不同时间的产品需求。**公司通过大型综合企业群实现效率最大化和规模经济。**综合企业群内各企业经营节点环环相扣，在原材料采购、生产、物流、销售、质量控制、数据传递等环节高度集约，提升了公司的运营效率。同时，综合企业群通过共享基础设施，凭借专业及规模优势获得最优成本。此外，综合企业群的模式也能够让公司更有效地利用副产品创造更多附加值。通过将产业链上下游的工厂集合于一个生产基地内，一间工厂的产成品是另一间工厂的原材料，从而降低了整体的物流和库存成本。公司抓住国内广阔的市场需求以及农产品加工行业转型升级的机遇，运用“循环经济”的理念，通过“吃干榨净”的精深加工模式，充分开发利用国产大豆、玉米、小麦等农产品的资源价值，带动农产品加工由初级加工向精深加工转变，由资源消耗型向高效利用型转变，从而实现产业的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。

图14：金龙鱼覆盖了完整的食品加工产业链



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.3、 行业大观：粮油行业市场空间广阔，消费者粘性高

产业链全景：公司以农产品和食品加工产业链为基础，主要加工环节包括农产品初加工、精深加工、油脂科技工艺等，主要产品包括厨房食品、饲料原料及油脂科技产

品等，上游原材料以花生、大豆等大宗农产品为主，产品供给充足且价格长期稳定。下游主要通过商超、粮油店等渠道销往餐饮服务主体及家庭等终端消费者，属于高频必需品。

行业趋势：食用油行业：近年来，随着国家关于限制散装油销售相关法规的不断出台、居民生活水平的提升以及消费者日益提高的食品安全意识，散装油消费量逐渐减少，中小包装食用油消费量逐渐上升，占据着食用油市场的主要地位。小包装食用植物油按照细分油种可以分为大豆油、调和油、菜籽油、玉米油、葵花籽油、花生油等品类。从销售量来看，销售价格相对便宜的油种，如大豆油、食用调和油、菜籽油等依然占据小包装食用植物油的主要部分，销售量占比超过 80%。从销售额来看，销售价格相对较高的花生油占比最高，2018 年、2019 年销售额占比均超过 20%。**大米行业：**随着我国传统农业结构的变化调整，畜牧业快速发展，奶业、水产业也都有了长足的发展，消费者对于大米等“主食”需求有下降，从 2013 年开始，我国大米消费量略有下降。**面粉行业：**在我国面粉消费结构中，食物消费占比超过 90%，其中散装及大包装、中包装面粉占据主要的市场份额。近年来，由于保质期更长、质量更有保障，越来越多的消费者倾向于购买包装面粉。**饲料原料与油脂科技行业：**下游饲料产品需求的快速提升带动了饲料原料行业的快速发展。此外，2003 年至今，国外大型跨国企业纷纷进入国内油脂科技领域，带来了先进的生产技术和经营理念，同时，国内有实力的企业也纷纷新建或扩建生产装置，企业生产规模与集中度大幅提高，油脂科技行业进入了一个快速发展的时期。

市场容量：食用油：根据国家粮油信息中心统计数据，2017/18 市场年度，我国食用植物油生产量和消费量分别达 2963 万吨和 3440 万吨，2012/13 市场年度至 2017/18 市场年度，食用植物油生产量和消费量年均复合增长率分别达到 4.55%和 4.54%。**面粉：**2008 年至 2015 年，我国小麦产量逐年增长，年均复合增长率为 2.32%；2015 年后，我国小麦产量增长速度趋于平缓。根据国家统计局数据，2019 年我国小麦产量达 13395 万吨。**饲料原料：**饲料原料主要包括油籽及其加工产品、谷物及其加工产品等，向饲料生产企业供应，进一步加工成为饲料产品。根据中国饲料工业协会的数据，2018 年我国饲料总产量约 2.28 亿吨，2008 年至 2018 年年均复合增长率达 5.25%。豆粕作为最主要的饲料原料之一，大部分被用于家禽和猪的饲养，豆粕内的多种氨基酸适合于家禽和猪对于营养的需求。此外，最近几年，豆粕也被广泛应用于水产养殖业中。近几年，我国豆粕产量明显上升，2019 年我国豆粕总供给量约 7265 万吨，2008 年至 2019 年年均复合增长率达 6.8%；2019 年我国豆粕总消费量约 7130 万吨，2008 年至 2019 年年均复合增长率达 7.1%。**油脂科技行业：**脂肪酸是最初级和产量最大的油脂基础化学品。近年来，随着脂肪酸运用领域的不断扩大，以及人们对于日化、个人护理等产品的需求日益增长，脂肪酸行业得到了较快发展，我国脂肪酸供应量从 2014 年的 156 万吨增长到了 2018 年的 213 万吨，年均复合增长率为 8%。甘油是性能优良的吸湿剂、润滑剂、抗冻剂、助溶剂及溶剂，在食品加工、化妆品及医药等领域也有广泛的应用，我国甘油供应量从 2014 年的 35 万吨增长到了 2018 年的 47 万吨，年均复合增长率为 7.1%。

表20：可比公司对比（2017-2019）：金龙鱼整体表现不及行业平均

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（%）
道道全	11.66	9.18	3.02	6.34
京粮控股	-3.06	8.42	2.40	5.70

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（%）
克明面业	15.63	24.59	6.81	9.10
平均	8.07	14.06	4.08	7.05
金龙鱼	6.42	11.40	3.26	8.72

数据来源：Wind、开源证券研究所

8、 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