2020 年 09 月 13 日

中小盘研究团队

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）

——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 14 家，科创板和创业板注册 14 家，稳健医疗等值得重点跟踪

证监会本批核发新股 14 家（上批 13 家），科创板和创业板注册 14 家（上批 15 家），核发速度有所加快但注册速度减慢。**主板和中小板：丽人丽妆、若羽臣**、厦门银行、共创草坪、长华股份、中天火箭、开普检测、直真科技、德利股份、奥锐特、福然德、壶化股份、竞业达、天元集团。**科创板：芯海科技**、天臣医疗、世华新材、上纬新材、泛亚微透、科前生物、路德环境、蓝特光学。**创业板：稳健医疗、爱美客、广联航空**、铜牛信息、松原股份、品渥食品。

其中稳健医疗、爱美客等新股值得重点跟踪：

稳健医疗是国内医用辅料领域的龙头企业，高端湿性敷料技术领先，有望实现国产替代。同时，公司凭借其在棉制品方面的研发技术优势成功切入日用消费品市场。稳健医疗子公司“全棉时代”品牌知名度高，其中棉柔巾品类市占率超 65%，同时积极布局一次性卫生用品和婴童服饰市场。随着消费者健康生活意识的提高以及消费升级的推进，更环保且不易致敏的纯棉柔巾渗透率有望持续提高。

爱美客主营医美用透明质酸钠，在本土品牌中市占率第一。随着颜值经济的崛起，我国医疗美容行业呈现快速发展趋势并带动相关耗材需求持续扩大。2018 年，医药级透明质酸在医美市场消费规模达到 37 亿元，5 年复合增速为 32.3%。爱美客有望充分受益于行业本身的高成长以及国产医美品牌崛起的大趋势。

● 本期科创板和创业板上会 25 家，主板和中小板上会 12 家，过会率分别为 96%和 100%

本期科创板和创业板上会 25 家，较上期 27 家有所减少，过会率为 96%（精英数智被否）。主板和中小板上会 12 家，较上期 14 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 7.65 亿元，高于上期的 6.90 亿元，本期主板和中小板公司平均募资约 5.07 亿元，低于上期的 7.62 亿元。受创业板资金分流等影响，本期科创板上市首日平均涨幅为 79.3%，低于上期的 176.0%。本期创业板上市首日平均涨幅为 422.0%，高于上期的 211.4%。主板和中小板本期开板新股 10 只，开板平均涨幅为 141.8%，高于上期的 118.7%。

● 开源中小盘次新股重点跟踪组合

三只松鼠（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）、**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）、**斯达半导**（国内 IGBT 模块领域领跑者）、**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）。

● 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：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

《中小盘 IPO 专题-创业板注册制首日迎“开门红”，改革平稳过渡》-2020.8.24

《中小盘 IPO 专题-次新股说：创业板首批注册制公司将上市，科创板关注圣湘生物（2020 批次 30、31）》-2020.8.16

目 录

1、 深次新股指数本期下跌 8.73%，表现弱于市场 4
2、 稳健医疗（300888.SZ） 8
2.1、 “医疗+消费”协同发展的医疗健康企业，业绩高速增长 8
2.2、 公司亮点：“医疗+消费”双轮驱动，产品品牌渠道齐发力 9
2.3、 行业大观：零售及消费品行业达万亿级，医用敷料需求持续提升 9
3、 爱美客（300896.SZ） 11
3.1、 本土透明质酸钠龙头，盈利能力稳步提升 11
3.2、 公司亮点：医疗美容透明质酸领域市占率第一，客户资源优质 12
3.3、 行业大观：医疗美容行业高速发展，医药级透明质酸钠终端产品本土化进一步提高 13
4、 芯海科技（688595.SH） 14
4.1、 全信号链芯片设计企业，业绩增长弹性大 14
4.2、 公司亮点：高精度 ADC 技术领先，国产替代潜力大 15
4.3、 行业大观：IC 产业规模达千亿级，应用领域市场空间广阔 16
5、 丽人丽妆（605136.SH） 17
5.1、 化妆品代运营龙头，业绩增长趋缓 17
5.2、 公司亮点：品牌、管理、营销三轮驱动，龙头地位有望进一步巩固 18
5.3、 行业大观：化妆品行业高景气，精细化服务催生代运营需求 18
6、 若羽臣（003010.SZ） 19
6.1、 电商代运营综合服务商，业绩增速下降 19
6.2、 公司亮点：运营体系全面，品牌孵化能力强 20
6.3、 行业大观：电商代运营行业高景气，集中度有望提升 21
7、 广联航空（A19270.SZ） 22
7.1、 国内领先的航空工装企业，收入和利润体量快速扩张 22
7.2、 公司亮点：航空工装领域技术领先，成功布局无人机业务 23
7.3、 行业大观：军用民用双轮驱动，航空工业品市场空间广阔 23
8、 风险提示 24

图表目录

图 1： 深次新股指数本期下跌 8.73%，表现弱于市场 4
图 2： 稳健医疗利润企稳回升 8
图 3： 稳健医疗毛利率呈上升趋势 8
图 4： 爱美客收入和利润高速增长 12
图 5： 爱美客盈利能力稳步提升 12
图 6： 公司核心技术在于 MCU 和 ADC 14
图 7： 芯海科技利润大幅增长 15
图 8： 芯海科技盈利能力呈上升趋势 15
图 9： 丽人丽妆收入、利润增速放缓 17
图 10： 丽人丽妆盈利能力整体稳定 17
图 11： 若羽臣收入、利润增速下滑 20
图 12： 若羽臣毛利率、ROE 较为稳定 20
图 13： 广联航空业绩保持快速增长 22

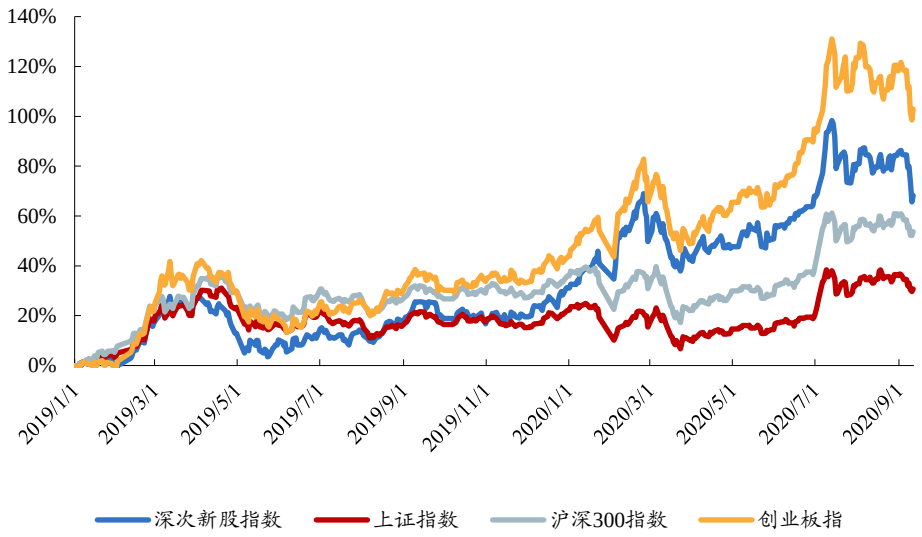
图 14: 广联航空盈利能力稳步提升 22

表 1: 本期主板和中小板共开板新股 10 只，平均开板涨幅 141.8% 4
表 2: 本期科创板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 79.3% 5
表 3: 本期创业板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 422.0% 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: 下周科创板询价新股基本面一览 7
表 8: 下周创业板询价新股基本面一览 7
表 9: 开源中小盘次新股重点跟踪组合 7
表 10: 稳健医疗募集资金的主要用途 8
表 11: 可比公司对比（2017-2019）：稳健医疗盈利能力优于行业平均 11
表 12: 爱美客主要产品特点 11
表 13: 爱美客募集资金的主要用途 12
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：爱美客盈利能力优于行业平均 14
表 15: 芯海科技募集资金的主要用途 15
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：芯海科技成长性优于行业平均 17
表 17: 丽人丽妆募集资金的主要用途 18
表 18: 可比公司对比（2017-2019）：丽人丽妆成长性、盈利能力弱于行业平均 19
表 19: 若羽臣募集资金的主要用途 20
表 20: 可比公司对比（2017-2019）：若羽臣净利率、ROE 优于行业平均 22
表 21: 广联航空募集资金的主要用途 22
表 22: 可比公司对比（2017-2019）：广联航空盈利能力优于行业平均 24

1、 深次新股指数本期下跌 8.73%，表现弱于市场

本期（2020 年 8 月 31 日至 9 月 11 日，下同）深证次新股指数下跌 8.73%，表现弱于上证指数（-4.21%）、沪深 300 指数（-4.48%）、创业板指（-8.02%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 10 只，开板平均涨幅为 141.8%，高于上期的 118.7%。本期科创板共有 9 家公司上市，上市首日平均涨幅 79.3%，低于上期的 176.0%。本期创业板共有 6 家公司上市，上市首日平均涨幅 422.0%，高于上期的 211.4%。

图1：深次新股指数本期下跌 8.73%，表现弱于市场



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 10 只，平均开板涨幅 141.8%

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
601702.SH	华峰铝业	2020-09-07	2020-09-11	3.69	7.77	4	110.57%
002999.SZ	天禾股份	2020-09-03	2020-09-11	6.62	14.46	6	118.43%
002997.SZ	瑞鹄模具	2020-09-03	2020-09-11	12.48	26.06	6	108.81%
605003.SH	众望布艺	2020-09-08	2020-09-09	25.75	37.08	1	44.00%
605333.SH	沪光股份	2020-08-18	2020-09-08	5.30	26.10	15	392.45%
002996.SZ	顺博合金	2020-08-28	2020-09-04	8.41	18.34	5	118.07%
603155.SH	新亚强	2020-09-01	2020-09-03	31.85	45.41	2	42.57%
605123.SH	派克新材	2020-08-25	2020-09-03	30.33	85.15	7	180.75%
603931.SH	格林达	2020-08-19	2020-09-01	21.38	70.56	9	230.03%
605255.SH	天普股份	2020-08-25	2020-08-31	12.66	21.86	4	72.67%
					均值	6	141.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 79.3%

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
688551.SH	科威尔	2020-09-10	37.94	53.5	45.4	118%	33.1%
688559.SH	海目星	2020-09-09	14.56	37.6	45.2	83%	119.5%
688095.SH	福昕软件	2020-09-08	238.53	191.4	70.0	273%	29.7%
688390.SH	固德威	2020-09-04	37.93	34.6	30.1	115%	255.9%
688378.SH	奥来德	2020-09-03	62.57	51.5	45.3	114%	51.3%
688513.SH	苑东生物	2020-09-02	44.36	60.6	57.7	105%	68.4%
688550.SH	瑞联新材	2020-09-02	113.72	56.6	28.2	200%	11.8%
688056.SH	莱伯泰科	2020-09-02	24.80	27.2	35.7	76%	91.1%
688569.SH	铁科轨道	2020-08-31	22.46	32.5	39.8	82%	52.9%
			均值	60.6	44.2	130%	79.3%

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 422.0%

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
300883.SZ	龙利得	2020-09-10	4.64	19.8	23.3	85%	384.3%
300882.SZ	万胜智能	2020-09-10	10.33	23.2	35.7	65%	266.2%
300885.SZ	海昌新材	2020-09-10	18.97	29.5	32.0	92%	176.1%
300881.SZ	盛德鑫泰	2020-09-01	14.17	20.5	31.4	65%	450.5%
300879.SZ	大叶股份	2020-09-01	10.58	22.5	45.3	50%	561.5%
300880.SZ	迦南智能	2020-09-01	9.73	18.4	35.7	52%	693.4%
			均值	22.3	33.9	68%	422.0%

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
605136.SH	**丽人丽妆**	**38.74**	**21.77**	**6.43**	**12.19**	**19.75**	**化妆品网络零售服务商**	**跨境通、若羽臣**
003010.SZ	**若羽臣**	**9.59**	**19.91**	**19.55**	**22.26**	**17.56**	**全球品牌电子商务综合服务商**	**壹网壹创、丽人丽妆**
601187.SH	厦门银行	45.09	10.09	10.61	18.63	10.52	股份制商业银行	浙商银行、宁波银行
605099.SH	共创草坪	15.54	57.77	11.96	8.90	40.75	全球规模最大的人造草坪企业	-
605018.SH	长华股份	14.31	22.54	-2.37	-3.21	18.11	汽车金属零部件研发、生产、销售	常青股份、华达科技
003009.SZ	中天火箭	7.97	11.65	22.40	26.49	12.88	小型固体火箭设计及高性能材料	新余国科、博云新材
003008.SZ	开普检测	2.03	46.13	10.88	4.54	36.85	电力设备检测的第三方服务机构	国检集团、华测检测
003007.SZ	直真科技	4.09	19.28	4.23	12.77	18.80	运营支撑系统(OSS)全面解决方案	用友网络、深信服
605198.SH	德利股份	8.38	5.15	-3.55	39.95	7.24	浓缩果汁的加工生产及销售	国投中鲁、承德露露

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
605116.SH	奥锐特	5.82	6.54	3.36	104.01	14.32	特色原料药和医药中间体制造商	九洲药业、美诺华
605050.SH	福然德	54.81	22.94	2.73	-1.34	19.10	钢材物流供应链服务企业	澳洋顺昌、海联金汇
003002.SZ	壶化股份	5.00	9.76	7.11	26.74	11.43	各类民爆物品制造商	南岭民爆、江南化工
003005.SZ	竞业达	6.77	23.82	26.22	68.86	30.04	行业信息化产品和解决方案提供商	佳发教育、辉煌科技
003003.SZ	天元股份	10.04	11.87	9.16	19.75	11.46	快递包装印刷整体解决方案提供商	永新股份、美盈森

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：拱东医疗、华峰铝业为 2018 年数据）

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
A20025.SH	**芯海科技**	**2.58**	**43.78**	**25.54**	**61.76**	**12.62**	**全信号链芯片设计**	**兆易创新、中颖电子**
A20053.SH	天臣医疗	1.73	59.84	38.82	73.80	28.17	高端外科手术吻合器研发	赛诺医疗、维力医疗
A20027.SH	世华新材	2.41	60.43	1.53	-6.16	42.57	专注于功能性材料研发	方邦股份、斯迪克
A19481.SH	上纬新材	13.49	17.88	14.79	23.14	6.21	复合材料用树脂供应商	宏昌电子、康达新材
A20026.SH	泛亚微透	2.45	45.25	15.59	42.23	12.15	新材料供应商和解决方案提供商	方邦股份、长阳科技
688526.SH	科前生物	5.08	82.66	-10.45	-12.97	37.89	兽用疫苗生产	普莱柯、生物股份
688156.SH	路德环境	3.04	32.80	6.22	43.56	10.21	先进环保技术研发及产业化应用	兴源环境、中电环保
688127.SH	蓝特光学	3.34	57.13	-9.74	-17.15	27.39	光学元件制造商	水晶光电、五方光电

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
A17233.SZ	**爱美客**	**5.58**	**89.37**	**58.33**	**92.80**	**34.16**	**生物医用软组织修复材料**	**华熙生物、昊海生科**
300888.SZ	**稳健医疗**	**45.75**	**49.53**	**14.37**	**13.08**	**18.30**	**医用敷料和日用消费品制造商**	**振德医疗、奥美医疗**
A19270.SZ	**广联航空**	**2.68**	**48.70**	**58.73**	**100.66**	**10.33**	**航空工业相关产品制造商**	**爱乐达、新研股份**
300895.SZ	铜牛信息	2.62	33.80	30.51	29.07	13.34	互联网综合服务提供商	奥飞数据、数据港
300893.SZ	松原股份	4.65	35.09	4.45	26.88	19.74	汽车被动安全系统一级供应商	岱美股份、继峰股份
300892.SZ	品渥食品	13.80	39.04	6.54	24.55	33.77	自有品牌食品制造及国外食品合作代理销售	三只松鼠、良品铺子

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
2020-09-14	688013.SH	天臣医疗	1.73	59.84	38.82	73.80	28.17	高端外科手术吻合器研发	佰仁医疗、赛诺医疗、维力医疗
2020-09-14	688585.SH	上纬新材	13.49	17.88	14.79	23.14	6.21	复合材料用树脂供应商	宏昌电子、康达新材
2020-09-15	688093.SH	世华科技	2.41	60.43	1.53	-6.16	42.57	功能性材料研发	方邦股份、斯迪克

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
2020/9/14	300896.SZ	爱美客	5.58	89.37	58.33	92.80	34.16	生物医用软组织修复材料	华熙生物、昊海生科

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 11 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	57.56	144	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	62.37	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	178.82	211	拥有首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量
603290.SH	斯达半导	165.41	175	国内 IGBT 模块领域领跑者
300782.SZ	新产业	148.45	67	化学发光龙头，有望成分受益体外诊断领域国产替代进程
300841.SZ	康华生物	468.86	99	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	41.20	28	消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长

数据来源：Wind、开源证券研究所

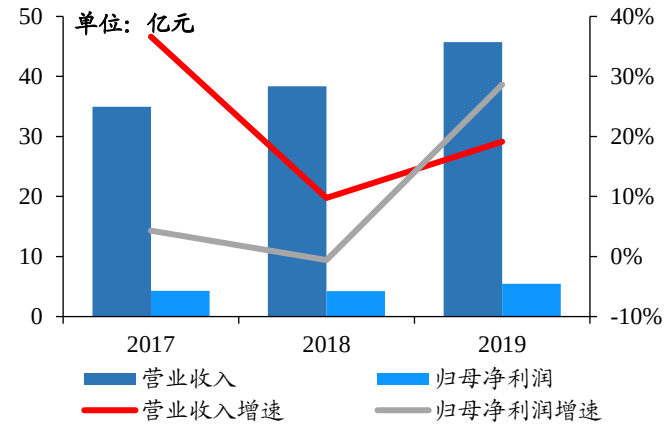
2、 稳健医疗（300888.SZ）

2.1、 “医疗+消费”协同发展的医疗健康企业，业绩高速增长

公司是一家以“棉”为核心，通过“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”两大品牌实现医疗及消费板块协同发展的医疗健康企业，主要产品有医用敷料和健康生活消费品，2019 年收入分别为 11.9、30.3 亿元，占总收入的比重分别为 26.0%、66.3%。

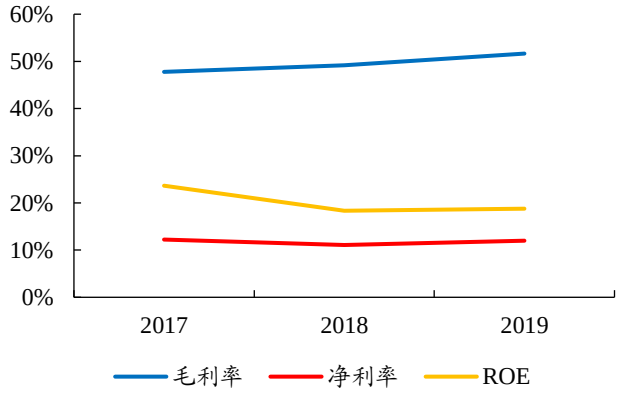
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 35.0、38.4、45.7 元，CAGR 为 14.4%，对应归母净利分别为 4.3、4.2、5.5 亿元，CAGR 为 13.1%。公司营收增长的主要原因系健康生活消费品的棉柔巾、卫生巾、婴童服饰、成人服饰等销售提升。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 47.8%、49.2%、51.6%，净利率分别为 12.2%、11.1%、12.0%，ROE 分别为 23.7%、18.3%、18.8%。

图2：稳健医疗利润企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：稳健医疗毛利率呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：稳健医疗募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
高端敷料生产线建设项目	21,685.86	该项目预计内部收益率为 22.42%（税后），投资回收期为 7.99 年（动态，税后）
营销网络建设项目	70,456.87	该项目预计内部收益率为 20.81%（税后），投资回收期为 7.30 年（动态，税后）
研发中心建设项目	23,542.15	提升的公司整体研发实力和核心竞争力，有助于公司进一步增强自主创新能力，向公司长期的发展战略目标靠近
数字化管理系统项目	26,881.05	有助于提升公司对运营效率的掌控能力，降低企业内外部沟通成本，优化公司资源配置，增强公司在行业中的竞争力。
合计	142,565.93	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：“医疗+消费”双轮驱动，产品品牌渠道齐发力

全棉时代产品矩阵丰富，其中棉柔巾品类市占率超 65%，天猫销量名列前茅。2019 年在售“Purcotton 全棉时代”产品 SKU 数量达到 2.67 万个，通过不断完善产品体系，全棉时代已拥有较为全面的品类布局，横跨高端纯棉柔巾、女性护理、婴童护理、成人服饰、家纺用品等多条产品线，能满足顾客一站式购物体验。因棉柔巾市场认可度逐步提升，天猫已在纸品分类中新增棉柔巾品类，其中 2019 年全棉时代市场占有率超过 65%。2017 年至 2018 年，全棉时代连续两年位列天猫“双 11”母婴类目成交金额的第二名，2019 年“双 11”，全棉时代旗舰店以单日 4.73 亿元成交额的成绩，位列母婴类目成交额第六名。

高端湿性敷料技术领先，有望实现国产替代。公司医用敷料产品线由以纱布类产品为主的传统敷料产品拓展至针对更难愈合的慢性伤口的高端敷料产品，已推出硅胶泡沫敷料、水胶体敷料、超级吸水垫、负压引流产品等具有代表性的高端敷料产品，主要应用于糖尿病足、大面积烧伤、创伤等慢性伤口愈合。通过广泛采用具有先进水平的新技术、新工艺等，加快技术创新和产品的研发，公司在高端敷料领域的技术水平已位于行业前列，有望打破国际大型医疗企业在该领域的垄断，实现进口替代。

构筑线上和线下结合的全方位、立体化的营销渠道布局，实现对各类消费群体的深度覆盖。（1）线上渠道渗透率强：2019 年全棉时代天猫渠道旗舰店销售收入金额由 9.65 亿元增长至 11.24 亿元。全棉时代小程序在 2020 年 2 月疫情期间作为品牌类小程序位列阿拉丁指数第一名，显示了全棉时代线上销售渠道强大的渗透能力。**（2）线下渠道覆盖广：**医用敷料板块，国内医疗业务医院市场经销商已覆盖全国 30 多个省（市、自治区）的 2000 多家医院；零售药店市场的经销商已覆盖全国 20 多个省（市、自治区）的近 40000 家零售药店；纯棉柔巾、奈丝公主系列卫生巾等核心产品已覆盖 5000 多个商超，并成功进驻 Ole’精品超市、山姆会员店等高端连锁商超。

2.3、 行业大观：零售及消费品行业达万亿级，医用敷料需求持续提升

产业链全景：

生活用纸行业集中度高。生活用纸行业竞争较为激烈，近年来呈现集中化、规模化的发展趋势。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2018 年行业排名前 17 位的生产商销售额占比为 60.8%，排名前三位的全国性品牌分别为心相印、维达和清风。

医用敷料行业进入门槛低，国产产品同质化严重，企业多在低端市场进行低价竞争。由于我国医用敷料行业进入门槛较低，虽然市场容量较大，且增长较快，但行业内生产企业众多，且大部分为规模很小的地区性小企业，造成行业集中度较低。国产医用敷料以传统伤口护理类产品为主，产品同质化严重，国内企业多在低端市场内进行低价竞争，品牌识别度和影响力相对较低。

行业趋势：

零售及消费品行业：（1）消费品市场发展前景良好，电商行业趋于成熟，网络购物渗透率进一步提升。我国电商行业经过约 20 年的发展，已进入全面纵深发展阶段，发展趋于成熟。艾瑞咨询预计 2020 年我国网络购物交易市场规模将达到 10.8 万亿元，渗透率进一步上升至 21.9%。**（2）新零售模式快速推广，线上及线下渠道并重。**线下零售在经历早期网络零售的巨大冲击后，因消费升级及体验式消费的兴起迎来

了新的发展机遇。线下零售与网络零售逐渐由对立、竞争向融合、互补的方向发展。通过整合实体渠道、电子商务渠道和移动电子商务等渠道向消费者提供无差别购物体验的全渠道零售模式是新崛起的零售业态。**（3）纯棉柔巾市场认可度将逐步提升，湿巾品类逐步拓展，纺织服装业市场竞争趋于激烈。**对于生活用纸，面巾纸及擦拭纸类产品普及率将进一步上升。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品的替代，市场认可度将逐步提升，市场潜力巨大。对于一次性卫生用品，成人失禁用品在我国起步较晚，尚处于导入期，随着人口老龄化趋势的逐步显现，我国成人失禁用品市场巨大的潜力将得到释放；湿巾在我国的市场普及率较低，目前市场以婴儿用湿巾、通用型湿巾为主，女性卫生湿巾、卸妆湿巾、居家清洁湿巾等品类占比较小，可开发的市场空间较大。对于纺织服装业，市场竞争趋于激烈，具备品牌优势的服装品牌商和具备规模优势、技术优势的生产商将在竞争中脱颖而出，占领有利的市场地位。

医用敷料行业：（1）行业集中度将进一步提升，国内医用敷料产业将向价值链高端环节转移。随着医改对医疗质量和医疗安全水平的进一步提升，行业集中度正在逐步提升，有利于经营规模较大、实力雄厚、管理完善的大中型企业进一步扩大市场份额。凭借人力成本优势和产业链优势，中国承接了此轮产业转移浪潮，逐渐形成了一批为国际大型医用敷料品牌商从事贴牌生产(OEM)、以出口为主的医用敷料生产企业。随着行业技术不断创新，国内企业自身技术、工艺及研发能力不断提升，研发投入增加，国内医用敷料产业预计将逐渐向价值链的高端环节转移，在高端医用敷料市场实现进口替代。**（2）手术室感染控制产品市场规模增长，向一次使用型及定制化组合包转变。**由于外科手术数量的增长及对感染控制措施的加强，手术室感染控制产品市场呈持续增长态势。根据 CMI 机构的统计，手术室感染控制产品市场规模预计将于 2026 年达到 36.88 亿美元，年均复合增长率 4.9%。

市场容量：

零售及消费品行业：行业规模达万亿，电商交易规模爆发式增长，线下零售回暖。纯棉柔巾可替代传统纸品，市场潜力大。总体来看，伴随着国民经济的快速增长，我国消费品市场及零售市场蓬勃发展。我国社会消费品零售总额由 2007 年的 9.36 万亿元增长至 2019 年的 41.16 万亿元，年均复合增长率达 11.16%，呈高速增长态势。根据艾瑞咨询的统计，我国网络购物市场交易规模由 2013 年的 1.9 万亿元上升至了 2018 年的 7.9 万亿元，年均复合增长率 32.98%；在社会消费品零售总额中的渗透率由 8.0%上升至 18.5%。线下零售与网络零售逐渐由对立、竞争向融合、互补的方向发展。根据商务部重点流通企业的监测数据显示，2018 年，主要受实体零售回暖拉动的影响，典型零售企业销售额同比增长 4.2%，其中便利店、超市销售额增速分别达到 8.3%和 4.3%。根据中国造纸协会生活用纸专业委员会的统计，2018 年，我国生活用纸市场消费量为 889.6 万吨，同比增长 4.5%；消费总额达到 1,168.0 亿元，同比增长 5.6%，消费单价持续上涨。生活用纸具有刚性和持续性的需求特征，市场持续扩大，面巾纸及擦拭纸类产品普及率也进一步上升。纯棉柔巾因其更具环保性、不易致敏，可形成对传统纸品的替代，市场潜力巨大。

医用敷料行业：行业市场需求持续上涨，定制化手术组合包前景广阔，高端医用敷料需求日渐迫切。近年来，全球医用敷料市场规模基本保持稳定。根据 BMI Research 的统计，2014-2018 年，全球医用敷料市场规模由 111.00 亿美元增长至 121.58 亿美元。近年来，我国医疗资源逐渐丰富，医疗保障力度逐渐加大，基础医疗设施建设加快，居民生活水平及健康意识不断提高，医用敷料市场亦随之迎来快速发展时期。

2014-2018 年，根据 BMI Research 统计，我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 65.38 亿元，2019 年将达到 73.12 亿元，2020 年将达到 82.25 亿元。定制化手术组合包产品的市场规模呈快速增长趋势。定制化手术组合包可根据不同手术需求提供可选择的组件清单，开发定制化的解决方案，同时降低成本、提高护理便利性。根据 CMI 机构的统计，2017 年全球定制化手术组合包市场规模约为 89.73 亿美元，年均复合增长率为 10.2%，其中，我国定制化手术组合包市场规模约为 5.40 亿美元，年均复合增长率 12.2%，市场前景十分广阔。近年来，从全球趋势来看，下游市场对多功能、新材质、高附加值的医用敷料的需求日渐迫切，高端医用敷料产业迎来了良好的发展机遇。高端伤口敷料主要以湿性伤口愈合理论为基础，具有减轻换药痛苦、缩短愈合时间、减少换药次数、降低 医务人员的劳动强度、降低综合治疗成本、换药操作简便易行等优点。根据 BMI 的统计，2017 年全球高端敷料市场规模达 55.95 亿美元，预计 2022 年达到 70.15 亿美元，CAGR 达 4.6%。

表11：可比公司对比（2017-2019）：稳健医疗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（%）
振德医疗	19.57	32.07	9.45	13.28
奥美医疗	17.25	33.88	13.78	17.75
平均	18.41	32.98	11.62	15.52
稳健医疗	14.37	51.65	11.96	18.80

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 爱美客（300896.SZ）

3.1、 本土透明质酸钠龙头，盈利能力稳步提升

公司是国内生物医用软组织修复材料领域的创新型领先企业，主要产品有注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱芙莱）、注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）、医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（宝尼达）、医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）、注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱美飞）、医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美），2019 年分别实现收入 2.2、2.4、0.7、0.2、0.05、0.02 亿元，占总收入比重分别为 39.3%、43.5%、12.1%、3.7%、0.9%、0.4%。

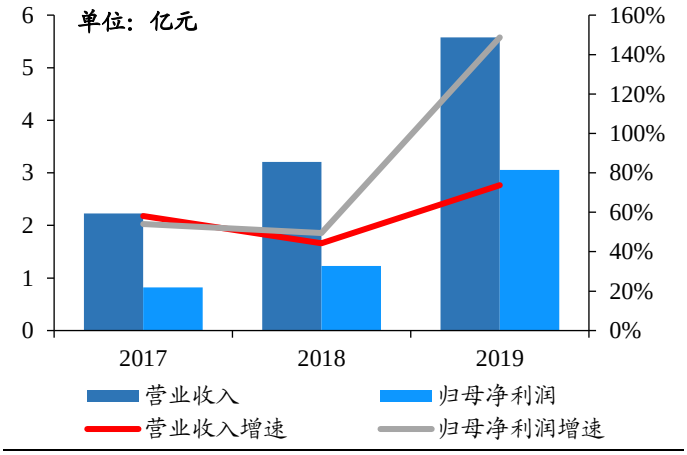
表12：爱美客主要产品特点

产品通用名	核心技术	适用范围	注射/植入层次
医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液（逸美）	多组分复合仿基质水凝胶技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层
医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（宝尼达）	多组分复合仿基质水凝胶技术、水密型微球悬浮制备技术	额部、鼻唇部	皮肤真皮深层至皮下浅层
注射用修饰透明质酸钠凝胶（爱芙莱、爱美飞）	固液渐变互穿交联技术	鼻唇沟	皮肤真皮中层至深层
注射用透明质酸钠复合溶液（嗨体）	组织液仿生技术	颈部	皮内真皮层
医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶（逸美一加一）	多组分复合仿基质水凝胶技术、固液渐变互穿交联技术	额部、鼻唇沟	皮肤皮下浅层至深层之间

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

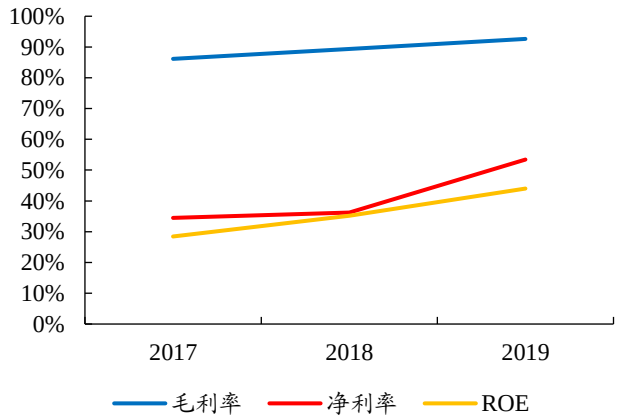
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.2、3.2、5.6 亿元，CAGR 为 58.3%，对应归母净利润分别为 0.8、1.2、3.1 亿元，CAGR 为 92.8%。得益于医疗美容、外科修复等需求的强劲，公司的营业收入呈现快速增长态势。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 86.1%、89.3%、92.6%，净利率分别为 34.5%、36.2%、53.4%，ROE 分别为 28.4%、35.2%、44.0%。

图4：爱美客收入和利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：爱美客盈利能力稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：爱美客募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
植入医疗器械生产线二期建设项目	19,384.87	植入医疗器械生产线二期建设项目的实施有助于扩大公司现有产品的产能规模，提高生产效率
医用材料和医疗器械创新转化研发中心及新品研发建设项目	15,256.40	有助于改善公司研发环境，适应公司业务发展和技术升级的需求
基因重组蛋白研发生产基地建设项目	16,000.00	将作为公司业务的新增长点，保证公司未来实现长期可持续发展
注射用 A 型肉毒毒素研发项目	12,000.00	将作为公司业务的新增长点，保证公司未来实现长期可持续发展
营销网络建设项目	15,000.00	进一步完善公司的销售网络，提高公司的销售能力
智能工业管理平台建设项目	8,000.00	提高公司的信息化水平及管理运营效率
注射用基因重组蛋白药物研发项目	30,400.00	将作为公司业务的新增长点，保证公司未来实现长期可持续发展
去氧胆酸药物研发项目	20,000.00	将作为公司业务的新增长点，保证公司未来实现长期可持续发展
补充流动资金项目	60,000.00	保障公司的正常经营和业务发展规划的顺利实施
合计	196,041.27	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：医疗美容透明质酸领域市占率第一，客户资源优质

六款产品具有市场先发优势，医疗美容透明质酸领域市占率第一。公司自主研发的首款产品逸美于 2009 年取得医疗器械注册证并上市，是第一家取得相关产品医疗器械注册证的国内企业。公司坚持不断创新，又先后推出了多款针对面部、颈部褶皱皮肤修复的产品。公司目前产品包括国内首款含 PVA 微球的注射材料（宝尼达）、国内首款含利多卡因的注射材料（爱芙莱/爱美飞）、国内首款应用于颈纹修复的注射材料（嗨体）、新型复合注射材料（逸美一加一）以及国内首款面部埋植线（紧恋）。其中逸美、宝尼达、爱芙莱、嗨体等四款产品被认定为北京市新技术新产品。公司在行业

内具有较明显的先发优势。根据沙利文数据，2016 年至 2018 年，公司产品在中国医疗美容透明质酸领域市场占有率分别为 5.70%、7.0%及 8.5%，已成为市场占有率第一的国内品牌，具有较高的市场影响力及品牌知名度。

以直销模式为核心竞争力，优质客户辐射全国。公司采取“直销为主、经销为辅”的销售模式，并将营销能力视为公司重要的核心竞争力之一。公司制定了完整、高效的销售人员培训体系，建立了一支执行力强、高度专业的销售团队，形成了以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络。经过长期以来的深耕细作，公司产品覆盖了大型连锁非公立医疗机构和中国人民解放军空军军医大学第一附属医院（西京医院）、中国医学科学院整形外科医院、中日友好医院等三甲公立医院等优质客户群。公司已与超过 2000 家客户建立合作关系。

3.3、 行业大观：医疗美容行业高速发展，医药级透明质酸钠终端产品本土化进一步提高

产业链全景：公司处于医疗美容产业链上游，医疗美容渗透率低。医疗美容产业链中，行业上游为医疗美容耗材的生产商和器械设备的制造商，行业中游为医疗美容机构，下游为广大终端消费者。公司为医疗美容耗材的生产商，处于医疗美容产业链的上游。近年来，医疗美容市场呈现出快速发展的趋势。虽然我国医疗美容行业正处于快速发展阶段，但与美国、巴西、韩国等国家相比，医疗美容渗透率还远远偏低，在一段时间内，医疗美容行业还将持续快速发展。

行业趋势：非手术类项目更受青睐，医疗技术更精细，消费者群体向大众消费者拓宽。（1）非手术类项目受到越来越多消费者青睐。大众化等特点受到越来越多消费者的青睐。目前，透明质酸钠和肉毒毒素已经成为最受欢迎的医疗美容项目，据国际整形美容医学会统计，2017 年两个项目占全球医疗美容项目数的比例分别为 17.35%和 16.47%。非手术类医疗美容服务以更低的成本和更小的风险满足了消费者对美的追求，已迎来黄金发展期。**（2）医疗技术更加精细，设备更加先进，材料更加安全。**随着消费者对美的追求的标准不断提高，风险更小、恢复更快、效果更好 的微创技术将成为未来医疗美容的发展方向。先进的医疗设备，使得医生在临床工作中更加得心应手，医疗美容效果和消费者满意度将得到大幅提高。同时，随着生物学、材料学等学科的发展，医疗美容所用耗材将更加科学、安全，更加贴近人的形体和生理特点，且具有诱导组织再生的功能。**（3）消费者群体拓宽。**现阶段，我国医疗美容市场正处于快速发展期，随着社会认可度的不断提高，消费人群从中高端消费者向大众消费者拓宽。同时，越来越多的男士也青睐医疗美容。

市场容量：医疗美容市场就诊人数破 500 万人，医药级透明质酸终端产品在医疗美容市场高速增长。近年来，医疗美容市场呈现出快速发展的趋势。从医疗美容机构的规模数量看，2011 年末，我国各类医疗机构中医疗美容科床位数为 5242 张，2017 年末增长至 11470 张，年均复合增长率高达 13.94%。从就诊人数看，2011 年，我国整形外科医院、美容医院的门诊数量分别为 34.72 万人次和 78.40 万人次，共 113.12 万人次，至 2017 年，已分别增长至 71.79 万人次和 462.63 万人次，共 534.42 万人次，合计就诊人数年均复合增长率高达 29.54%。根据弗若斯特沙利文（Frost&Sullivan）发布的《中国透明质酸钠行业市场研究报告》，目前医药级透明质酸终端产品主要涵盖三个应用领域：医疗美容、骨科治疗和眼科治疗。在 2018 年，医疗美容市场规模大于其它应用领域，达到 37.0 亿元人民币，且增速高于其它领域，2014-2018 年复合增长率为 32.3%。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类的增多、质量的逐步提

高以及技术的创新，病人的接受程度增加，本土品牌的市场销售收入有望进一步提高。根据弗若斯特沙利文分析预测，中国医疗美容透明质酸终端产品市场规模将在 2021 年超过 50.0 亿元人民币，本土品牌占比将达到约 30.0%。

表14：可比公司对比（2017-2019）：爱美客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（%）
华熙生物	51.82	79.66	31.00	24.59
昊海生科	8.83	77.31	23.46	9.26
平均	30.33	78.48	27.23	16.93
爱美客	58.33	92.63	53.43	44.01

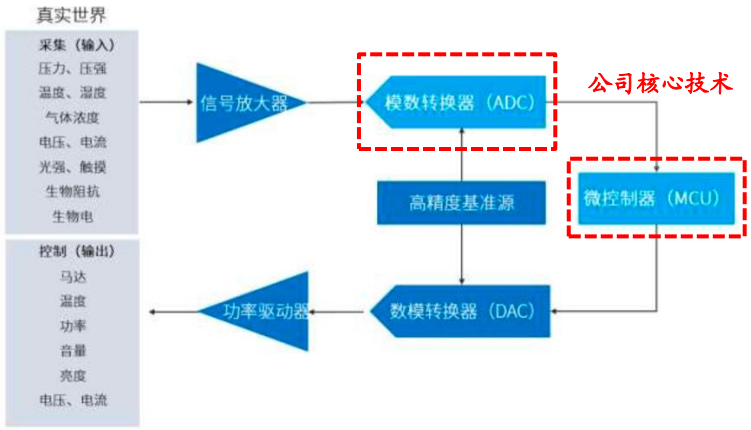
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 芯海科技（688595.SH）

4.1、 全信号链芯片设计企业，业绩增长弹性大

公司专注于高精度 ADC、高性能 MCU、测量算法以及物联网一站式解决方案的研发设计。公司采用 Fabless 经营模式，主要产品有智慧健康芯片、压力触控芯片、智慧家居感知芯片、工业测量芯片和通用微控制器芯片，2019 年分别实现收入 1.2、0.3、0.2、0.1、0.8 亿元，占总收入比重分别为 47.4%、9.7%、6.9%、4.0%、30.5%。

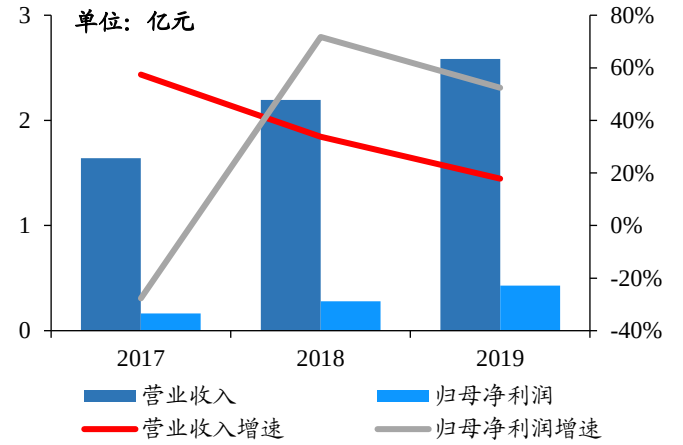
图6：公司核心技术在于 MCU 和 ADC



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

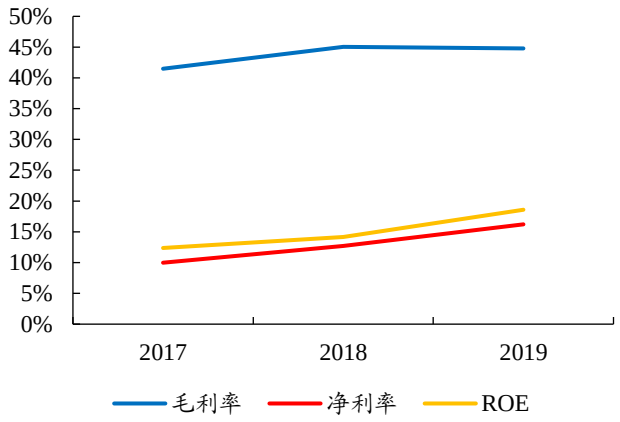
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.6、2.2、2.6 亿元，CAGR 为 25.5%，对应归母净利分别为 0.2、0.3、0.4 亿元，CAGR 为 61.8%。得益于半导体行业的增长、全球产能中心逐步向中国大陆转移等因素，公司业务迅速扩张。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 41.5%、45.0%、44.8%，净利率分别为 10.0%、12.7%、16.2%，ROE 分别为 12.4%、14.1%、18.6%，公司盈利能力持续提升。

图7：芯海科技利润大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：芯海科技盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：芯海科技募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
高性能 32 位系列 MCU 芯片升级及产业化项目	18,891.06	研发升级带动行业发展，减轻中高端芯片的进口依赖度；研发升级带动行业发展，减轻中高端芯片的进口依赖度；提升公司行业竞争力，提高公司中高端 MCU 芯片市场份额
压力触控芯片升级及产业化项目	17,573.90	提升研发及产业化能力，提高市场竞争力，推动国内压力触控芯片设计业发展
智慧健康 SoC 芯片升级及产业化项目	18,050.14	降低终端设备厂商的进入门槛，促进相关领域科技发展和创新；增强研发实力，避免产品迭代危机
合计	54,515.10	

资料来源：招股说明书

4.2、 公司亮点：高精度 ADC 技术领先，国产替代潜力大

高精度 ADC 技术国际领先，国产替代潜力大，系列高集成度 MCU 满足低成本到高精度性能的广泛需求。公司核心技术包括高精度 ADC 技术和高可靠性 MCU 技术。其中高端 ADC 属于出口管制的产品，目前国内高精度 ADC 主要依赖进口。公司自主研发的 24 位高精度 ADC 芯片 CS1232 在有效位数上已经达到了 23.5 位，目前处于国内领先、国际先进水平，可以广泛应用于人体成分分析仪器、温湿度测量、电表计量、医疗检测器械、压力触控、地质勘探等。德州仪器的 AFE4300 芯片是全球率先应用于便携式智能体脂秤的芯片，该款芯片此前也一直在便携式智能体脂秤占据主导地位，价格较高。芯海科技推出的 CS125X 系列芯片，是国内首家便携式智能体脂秤专用的 AFE 芯片，结合相关的算法模型，形成了一套完整的家用体脂秤、高端人体成分分析仪的核心技术解决方案，且与德州仪器的产品相比具有价格优势。通用微控制器即 MCU，被广泛应用于各类电子设备上，是电子设备的控制核心。MCU 的使用可以使电子产品的功能和性能得到大大提高，MCU 广泛应用于智能家居、消费电子、网络通信、工业控制等领域。公司通用微控制器芯片主要特点为高集成度和高可靠性。目前，公司已经初步完成了 MCU 开发平台，实现了 MCU 的结构化和模块化开发，并在此基础上，针对不同的细分市场，快速推出一系列高集成度 MCU，满足从 8 位到 32 位、从低成本到高精度高性能的广泛需求。

4.3、 行业大观：IC 产业规模达千亿级，应用领域市场空间广阔

产业链全景：集成电路设计企业位于产业链上游，在垂直分工模式下起到龙头作用。全球集成电路产业有两种主流经营模式，分别是 IDM 模式和垂直分工模式。IDM 模式（Integrated Device Manufacture，垂直整合制造），指垂直整合制造商独自完成集成电路设计、晶圆制造、封装测试的全产业链环节。集成电路设计只是其中的一个部门，企业同时还拥有自己的晶圆厂、封装厂和测试厂。该模式对企业的技术和资金实力要求极高，仅有三星、英特尔等少数国际巨头采用这一模式。垂直分工模式下在各主要业务环节分别形成了专业的厂商，即包括上游的集成电路设计企业（Fabless）、中游的晶圆代工厂和下游的芯片封装测试厂。该模式下，Fabless 企业直接面对终端客户需求，晶圆代工厂以及封装测试厂为 Fabless 企业服务。Fabless 企业只从事集成电路的设计环节，处于产业链上游，技术密集程度较高，芯片设计厂商在该种模式下起到龙头作用，统一协调芯片设计后的生产、封测与销售。

行业趋势：国内增长成为全球半导体增长主要动力，未来国产化替代空间广阔。随着信息化时代的全面来临，全球半导体市场稳步发展。2018 年全球集成电路设计行业销售额为 1139 亿美元，相比 2017 年销售额增长了 13.90%，预计 2019 年全球集成电路设计行业销售额为 1226 亿美元，相比 2018 年销售额增长 7.64%。其中国内市场成为半导体增速的最主要贡献市场，2019 年度，我国集成电路设计业实现销售收入 3064 亿元，同比增长 21.62%且集成电路设计占比逐年提升，由 2011 年的 27.22%提升至 2019 年的 40.50%。目前中国大陆地区已经成为第三大半导体市场，仅次于美国和中国台湾地区。随着中美贸易摩擦以及华为受到制裁的影响，国内下游厂商对于国产芯片替代的需求明显提升，并且随着国产半导体生产技术逐步提升整个半导体产业链的国产替代前置需求逐步满足，未来国产替代前景广阔。

市场容量：集成电路设计产业是集成电路产业占比最高的子产业，市场规模达千亿级，并在高速增长。2019 年度，我国集成电路设计业实现销售收入 3064 亿元，同比增长 21.62%。我国集成电路设计业占我国集成电路产业链的比重一直保持在 27%以上，并由 2011 年的 27.22%增长至 2019 年的 40.50%，发展速度总体高于行业平均水平，已成为集成电路各细分行业中占比最高的子行业。**各应用领域市场空间广阔。（1）智慧健康市场方面：**目前公司 ADC、SoC 产品及方案已经在体重体脂秤、智能手表手环、人体成分分析仪、电子体温、红外测温等十几项高精度智能产品上得到广泛应用。根据半导体行业协会统计数据及可能覆盖的产品单价，预计 2021 年，智慧健康上述细分产品出货量为 86.08 亿台/套，可覆盖的芯片市场规模约为 45 亿元。**（2）压力触控市场方面：**从存量市场看，经过多年的快速发展，全球智能终端产品出货增速趋缓。2018 年全球智能手机出货量为 14.04 亿台，首次低于往年出货量，代表着智能终端行业进入存量换机时代。从增量市场看，5G 时代，消费电子行业将迎来第二轮创新，5G 应用升级将成为电子行业新一轮创新的核心动力。在硬件上，5G 带来的天线数量的增多会使得传统的金属中框应用受到较大限制，这将迫使手机厂商开发各种新型材料的框，而此类中框对于按键解决方案要求较高，比较而言，压力触控是此类中框按键最好的解决方案。**（3）智慧家居市场方面：**根据 IDC 统计，2018 年中国智能家居市场累计出货近 1.5 亿台，同比增长 36.7%，其中第四季度出货 4610 万台，同比增长 45.4%。预计未来五年中国智能家居设备市场将持续快速增长，2023 年市场规模将接近 5 亿台，年均复合增长率超过 20%。

表16：可比公司对比（2017-2019）：芯海科技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（%）
兆易创新	25.62	40.52	18.90	16.96
中颖电子	10.29	42.31	21.74	20.82
圣邦股份	22.11	46.88	22.05	18.25
平均	19.34	43.24	20.90	18.68
芯海科技	25.54	44.80	16.21	18.58

数据来源：Wind、开源证券研究所

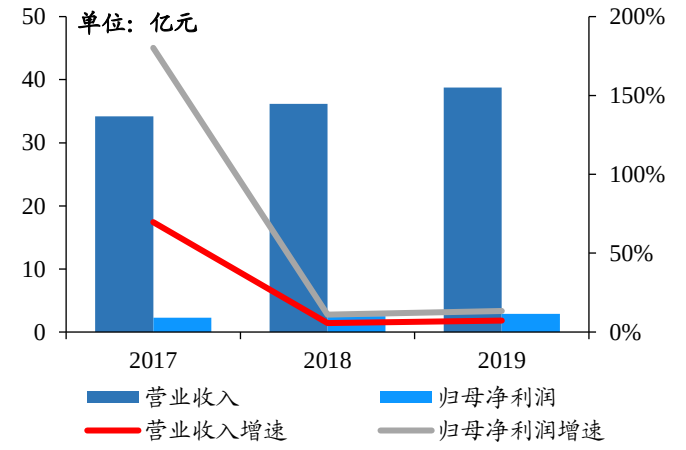
5、 丽人丽妆（605136.SH）

5.1、 化妆品代运营龙头，业绩增长趋缓

公司是国内化妆品代运营龙头，主要从事化妆品电商零售业务、品牌营销运营服务与其他业务，2018 年收入分别为 33.5、2.3、0.4 亿元，占总收入的比重分别为 92.6%、6.4%、1.1%。

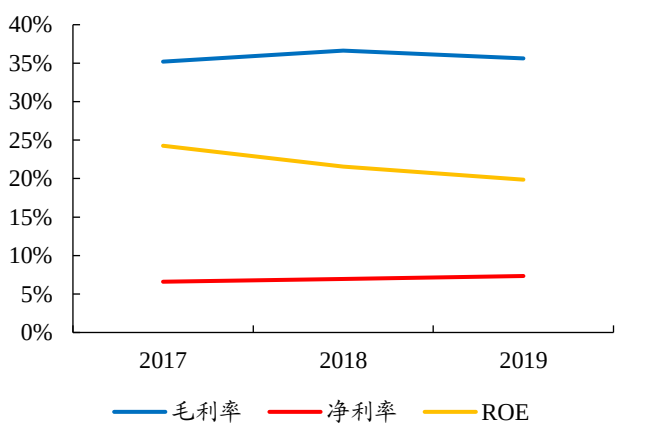
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 34.2、36.1、38.7 元，CAGR 为 6.4%，对应归母净利分别为 2.3、2.5、2.9 亿元，CAGR 为 12.2%。电商零售业务作为公司最重要的收入来源，营业收入保持高速增长趋势。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 35.2%、36.6%、35.6%，净利率分别为 6.6%、7.0%、7.3%，ROE 分别为 24.3%、21.5%、19.9%。

图9：丽人丽妆收入、利润增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：丽人丽妆盈利能力整体稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：丽人丽妆募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
品牌推广与渠道建设项目	26,788.60	增加公司影响力，进一步巩固公司在行业中的优势地位并提升公司规模经济水平。
数据中心建设及信息系统升级项目	6,683.31	改善内外部信息沟通渠道，降低运营成本、提升运营效率。
综合服务中心建设项目	13,020.37	全面提升提高公司在品牌和产品的策划、终端客户服务、运营等方面的能力。
补充流动资金项目	12,099.31	满足公司业务扩张的资金需求，助力公司业务扩大规模。
合计	58,591.59	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：品牌、管理、营销三轮驱动，龙头地位有望进一步巩固

具备广泛的合作品牌基础，先发优势及规模效应显著。公司深耕化妆品网络零售服务领域十余年，公司运营的“相宜本草官方旗舰店”作为第一家入驻天猫平台的授权美妆品牌官方旗舰店，对电商美妆市场提供了积极推动和标杆作用。公司凭借对行业特点、品牌特征及消费习惯的深刻理解和洞察，以及在线上零售服务方面积累的专业运作经验、数据分析及精准营销策划能力，持续拓展品牌授权规模。截至 2019 年 6 月 30 日，公司与美宝莲、施华蔻、兰芝、雅漾、雪花秀、相宜本草、雪肌精等超过 60 个品牌达成合作关系。一方面，公司通过多品牌的集中运营，实现订单管理系统、库存管理系统等后台 IT 系统，以及产品采购管理、营销策划设计团队的资源共享，发挥规模效应，降低运营成本。另一方面，公司在与众多品牌合作的经营过程中，积累了大量的用户消费数据与品牌线上运营的实务经验，并不断沉淀和转化为专业洞察和经验优势，从而提升营销策划的投放效果和运营管理效率，并驱动潜在合作方的业务开拓，形成良性循环。

领先的 IT 系统和精细化管理，彰显供应链价值及运营效率。公司自行研发了业界领先的 OMS、IMS、WMS，能够实现订单快速拉取及处理，根据设置的营销规则精准匹配赠品、小样等个性化、多元化的营销方案；根据产品库存情况、运输半径、发货速度、配送成本等因素进行自动分仓，保证发货及物流效率；根据历史订单情况持续优化分仓规则设置，在保障安全库存的同时降低库存深度，提升分仓配送效率并有效控制成本；能够实时监控每个 SKU 商品的库存情况，提示店铺运营团队通过营销策略促进库存消化，提高存货周转率，实现库存的精细化管理；同时，通过 IT 后台系统，公司所有采购、销售、库存及物流数据均能够得到完整记录，并准确追踪定位全业务链的各个操作环节，实现各环节数据的无缝衔接。

5.3、 行业大观：化妆品行业高景气，精细化服务催生代运营需求

产业链全景：电商代运营是联结上游品牌方和下游终端消费者的桥梁。随着人口及流量红利的逐渐衰退，品牌方的边际获客成本提升，同时，消费者的价格敏感性有所降低，更多关注产品品质和消费体验。网络零售服务商及电商平台积累的海量消费者行为及偏好数据，能够快速反应市场需求及消费趋势变化，使得品牌方及其上游厂商能够快速感知和响应消费需求，以此指导品牌产品设计与品类布局、个性化定制及新品孵化、精准营销等销售决策，以及上游生产制造商的产能配置及优化，从而以终端消费者数据为上游品牌运营赋能，进而推进供应链价值重塑，驱动产业升级。

行业趋势：互联网零售日益成为消费增长新兴引擎，电商服务水平重要性日益凸显。网民规模壮大和网络普及率提升为网络购物奠定了庞大的用户基础。网络购物已逐步深入我国居民的日常生活，成为重要的消费方式。根据中国互联网络信息中心（CNNIC）的统计数据，2015 年末至 2018 年末，我国网络用户网购使用率自 60.0%提升至 73.6%。B2C 模式占据主导，品牌电商服务价值凸显。随着互联网零售市场的成熟和用户网购习惯的形成，产品品质和服务水平逐渐成为影响消费者网购决策的重要因素。

市场容量：化妆品线上销售高速增长，电商代运营市场崛起。根据艾瑞咨询的数据，2018 年度，我国互联网零售市场交易规模达到 8.0 万亿元，同比增长 28.2%，自 2011 年以来年平均复合增长率为 38.95%，保持持续增长态势，预计 2021 年将达到 12.8 万亿元。另外，随着居民收入的增长、城镇化率的提升、化妆品消费观念的转变，化妆品日益成为广大消费者的刚性需求。2010 年至 2017 年，我国美妆与个人护理类目零售额规模自 2017.72 亿元增长至 3615.66 亿元，年平均复合增长率达到 8.69%，显著高于其他化妆品消费大国，预计 2020 年将达到 4619.78 亿元。2017 年美妆与个人护理电商渠道交易规模已达到 842.53 亿元，自 2012 年以来渠道占比由 10.2%增长至 23.3%，电商渠道替代效应明显。电商的快速增长推动电商代运营市场的崛起。根据艾瑞咨询统计，中国品牌电商服务市场交易规模自 2011 年的 59.0 亿元增长至 2018 年的 1613.4 亿元，年平均复合增长率为 60.42%，预计 2021 年将达到 3473.6 亿元。

表18：可比公司对比（2017-2019）：丽人丽妆成长性、盈利能力弱于行业平均

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（%）
壹网壹创	43.51	43.04	15.10	33.23
平均	43.51	43.04	15.10	33.23
丽人丽妆	6.43	35.61	7.34	19.86

数据来源：Wind、开源证券研究所

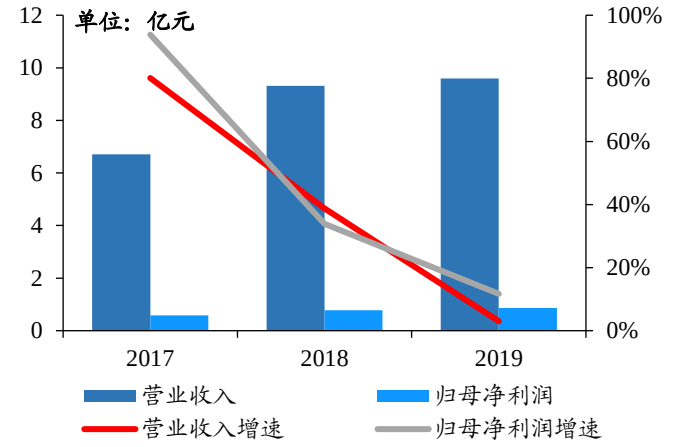
6、 若羽臣（003010.SZ）

6.1、 电商代运营综合服务商，业绩增速下降

公司作为全球品牌电子商务代运营综合服务商，为母婴、个护、美妆等来自全球的消费品品牌客户提供互联网整合营销、店铺运营、客户服务、仓储配送等全方位电子商务综合服务。公司主营业务线上代运营、渠道分销与品牌营销策划服务 2018 年分别实现收入 4.7、3.8、0.8 亿元，占总收入比重分别为 50.9%、40.6%、8.5%。

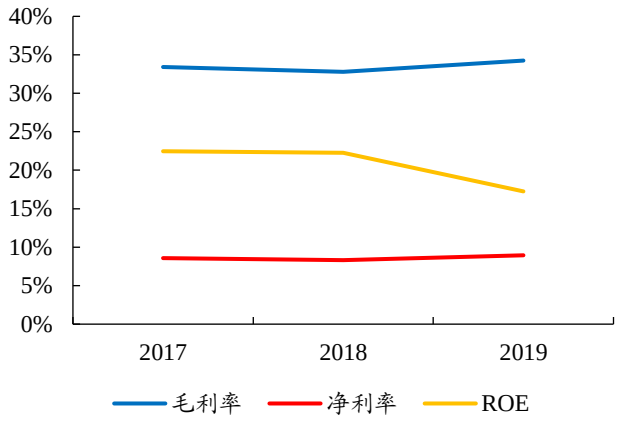
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 6.7、9.3、9.6 亿元，CAGR 为 19.5%，对应归母净利分别为 0.6、0.8、0.9 亿元，CAGR 为 22.3%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 33.4%、32.8%、34.3%，净利率分别为 8.6%、8.3%、8.9%，ROE 分别为 22.5%、22.3%、17.3%。

图11：若羽臣收入、利润增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：若羽臣毛利率、ROE 较为稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：若羽臣募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
新品牌孵化培育平台建设项目	27,022.50	提高品牌粘度，提升企业盈利能力，实现公司的可持续发展
代理品牌营销服务一体化建设项目	23,963.82	丰富代理优质品牌矩阵，提升公司营业收入规模
电商运营配套服务中心建设项目	5,507.09	为公司主营业务提供配套支持，提高辅助类业务的专业性和主营业务的持续发展空间
企业信息化管理系统建设项目	5,239.00	增强对子公司、品牌中心的管控能力，强化各部门、各中心的协同合作效应，加速实现集团化、规模化发展
补充流动资金	10,000.00	有助于公司扩大采购规模，提高营业收入，为公司巩固主业提供坚实的资金基础，增强公司未来的竞争力和持续经营能力
合计	71,732.41	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、 公司亮点：运营体系全面，品牌孵化能力强

行业地位领先，精细化运营体系全面。经过多年深耕细作，公司已经成为业内知名的电子商务综合服务商。根据天猫服务商官网 2019 年一季度电商服务商行业排行榜，公司在医药保健领域排名第一，在母婴、汽车用品领域名列前五。截至 2019 年 12 月 16 日，公司共运营 98 家品牌店铺，其中包括品牌旗舰店 91 家，品牌旗舰店数量占比高达 92.86%。同时，公司现已全面建立涵盖流量管理、商品管理、用户体验管理、客户关系管理等环节的数据挖掘和应用体系。公司对业务运营数据加以整合利用，从而更好地掌握目标客群用户画像，为媒介资源精准投放提供依据，亦能够实时监控电商店铺产品的销售、评分情况，据此进行店铺动线优化、货架优化、文案优化等，形成基于消费者洞察的精细化运营。

品牌孵化力强，享全球优质品牌合作伙伴。国外品牌方进入中国市场，在第三方平台开设官方旗舰店是拓展线上销售渠道的重要手段。在中国当前电商市场发展环境下，线上竞争日趋激烈，营销推广方式日新月异，实现国外新晋品牌从“0”到“1”的养成，对电子商务综合服务商的品牌孵化能力提出了极高要求。作为专业的电子商务综合服务商，公司具备深度挖掘品牌特色与核心价值、全面捕捉消费市场转型升级动向、提供定制化线上电商综合运营服务的能力，帮助品牌方迅速打入中国电商渠

道。凭借细分领域的先发优势和扎实的运营功底，公司自成立至今已成功帮助近 20 个品牌实现从“0”到“1”的养成，代表品牌包括哈罗闪（Sanosan）、红印（Red Seal）、发之食谱（Hair Recipe）以及宜可诚（Eco Store）等。公司凭借店铺管理、数据应用、品牌运营、营销策划等核心运营服务能力不断扩大其客户资源储备。截至 2019 年 12 月 16 日，公司合作品牌数量分别为 64 个、71 个、77 个和 86 个，涵盖母婴、美妆个护、保健品等多个品类，并从国内本土品牌向国际知名品牌不断拓展，各期国际品牌占比分别为 76.56%、87.32%、89.61%和 91.86%。

6.3、 行业大观：电商代运营行业高景气，集中度有望提升

产业链全景：电子商务综合服务商帮助更高效地联结品牌方和消费者。代运营商通过全方位的电子商务综合服务，帮助品牌商与线上零售客户和线上分销客户更为有效、顺畅地对接，充分打通电商链路，同时助力国外品牌商高效进入国内电商渠道。国外品牌商为中国市场设置专门的电商运营团队的风险回报率较低，因而选择具备专业化、体系化运营服务能力的电子商务综合服务商便成为国外品牌商开拓中国电商市场的优选。

行业趋势：国际品牌布局中国电商趋势明显，电商综合服务行业集中度持续提升。由于中国市场消费体量庞大，同时随着近年来消费升级的持续，越来越多的优质国际品牌开始布局中国市场。而在国际品牌进入中国市场的过程中，电商渠道作为国内市场的核心渠道之一成为品牌方布局的重点。根据天猫国际数据，2018 年，天猫国际平台上国际品牌入驻数量同比增长 122%，其中 2018 年第二季度增速同比超 150%，且截至 2018 年 6 月末国际品牌入驻总数已超 2017 全年。电商代运营行业市场格局分散，头部企业未来市场份额将进一步提升。电子商务综合服务资金及资质壁垒相对较低，目前市场呈现大量中小型企业共存的格局。但随着电商运营复杂度的提升，近年来部分头部代运营商凭借丰富的运营经营及优质的电商运营人才优势，不断扩张代理品牌并拓展服务深度，行业集中度有所提升。随着行业的快速发展，品牌方更加关注流量持续获取能力以及对品牌的养成与塑造能力，对电子商务服务商的精细化管理和运营能力的要求日益提升。在此背景下，具备系统、专业服务能力的电子商务综合服务商将逐渐脱颖而出，在保持较高业绩增速的同时，不断提升市场占有率。

市场容量：B2C 电商交易规模持续高速增长，国际品牌商依靠专业代运营的需求强烈。2018 年，我国 B2C 网络购物市场规模已达 5.66 万亿元，在中国整体网络购物市场交易规模中的占比达到 62.8%，较 2017 年提高 4.4 个百分点；B2C 零售额同比增长 34.6%，增速高于 C2C 零售额 22.1 个百分点。预计未来 B2C 市场交易规模与 C2C 市场交易规模的差距会进一步拉大，B2C 将占据电子商务零售市场的主导地位。品牌商对线上品牌运营投入的不断增加和依靠专业服务商经营线上业务的意愿日益强烈。根据艾瑞咨询分析，国际品牌在中国线上市场的营销经验、客户服务和政策规定等方面缺乏一定经验，更倾向于依靠专业的电商服务商进行电商运营，2016 年电商服务商的服务品牌类型中国际品牌占比超过国产品牌，达 61.30%。根据 2018 年 4 月天猫主办的服务商峰会公布的统计结果，2017 年电商服务商承接的店铺数量达天猫店铺总数量的 50%。根据商务部《中国电子商务报告 2018》，2018 年中国电商代运营市场规模达 9623.0 亿元，同比增速达到 23.0%。

表20：可比公司对比（2017-2019）：若羽臣净利率、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（%）
壹网壹创	43.51	43.04	15.10	33.23
跨境通	12.92	33.64	-15.24	-45.52
平均	28.22	38.34	-0.07	-6.15
若羽臣	19.55	34.25	8.95	17.25

数据来源：Wind、开源证券研究所

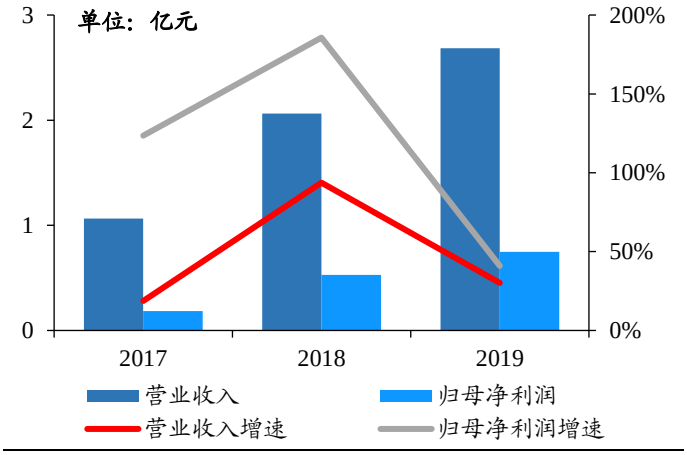
7、 广联航空（A19270.SZ）

7.1、 国内领先的航空工装企业，收入和利润体量快速扩张

公司主要产品有航天工装、无人机、航空零部件和其他业务等，2019 年分别实现收入 1.2、1.1、0.4、0.03 亿元，占总收入比重分别为 43.5%、42.3%、13.2%、1.0%。

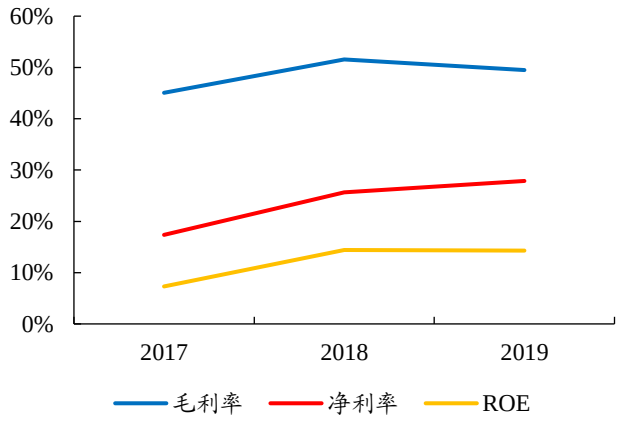
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.1、2.1、2.7 亿元，CAGR 为 56.7%，对应归母净利润分别为 0.2、0.5、0.8 亿元，CAGR 为 100.0%。得益于军用航空市场的快速发展，公司营业收入和利润呈现快速增长态势。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 45.1%、51.6%、49.5%，净利率分别为 17.4%、25.7%、27.9%，ROE 分别为 7.3%、14.4%、14.3%，公司盈利能力持续提升。

图13：广联航空业绩保持快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：广联航空盈利能力稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：广联航空募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
航空复合材料零部件生产线扩展及技改项目	28,178	大幅提高公司的航空复合材料零部件生产能力
航空金属零部件数控加工中心扩能建设项目	10,075	大幅提高公司的直升机和运输机航空金属零部件的生产能力，有利于进一步扩大公司对航空企业的配套服务能力，巩固和提升行业地位
航空工装生产线技改升级项目	3,548	提升公司对航空主机厂的定制化配套服务能力，及时响应下游客户需求
研发中心升级建设项目	6,634	提升公司的研发创新能力
补充流动资金	24,000	提高公司的竞争优势、改善公司的资产质量

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
合计	72,100	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.2、 公司亮点：航空工装领域技术领先，成功布局无人机业务

依靠航空工装优势业务成功实现航空零部件和无人机等多业务布局，军方核心客户资源丰富。航空工装业务是公司最早开展的业务，公司在这方面积累了丰富经验。并凭借在这一领域的技术积累，顺利布局了零部件和无人机业务。**航空工装方面**，公司航空工装设计实现了数字化、参数化和自动化，形成了独有的设计规范，设计效率不断提高。**航空零部件方面**，公司复合材料零部件研制能力已处于国内领先地位，能为客户提供复合材料零部件研制解决方案。**无人机方面**，目前公司已经掌握了无人机总体、结构、旋翼、传动及燃滑油系统等关键设计技术。公司的产品成功应用于 CR929、C919 等客机、AG600 水陆两栖飞机和多种型号军机。公司成功研制了某型号直升机大型旋翼，是国内少数能够生产该旋翼的企业之一。同时，航空工业配套产业中，核心客户占据十分重要的位置。公司已经拥有优质的客户群体，包括中航工业、中国商飞等国内航空工业核心制造商旗下的各飞机主机制造厂商，航天科工、中国兵装等军工央企集团下属科研院所及科研生产单位，军队研究所等军方单位。凭借优秀的产品和服务质量，公司获得了核心客户和市场的广泛认可。

7.3、 行业大观：军用民用双轮驱动，航空工业品市场空间广阔

行业趋势：航空工业产业链各环节创新层出不穷。（1）航空工装柔性化、智能化、可循环。柔性化就是要求同一套工艺装备可以装配不同的产品或者加工不同的工件。柔性化体现在两个方面：一个是工艺装备自身具有更好的适应性，可以用于不同产品的装配；另一个是在产品设计过程中，给工艺装备留出柔性发展的空间。随着自动化技术的提高和网络技术的发展，传统的机械工艺装备都会逐步加上自动化的元素。**（2）航空部件材料应用不断创新。**航空器结构具有高结构刚度、高结构稳定性、良好的空间环境性能、轻质等特点，要求其结构材料具有高比模量、高比强度、低膨胀系数、尺寸稳定性好等特性。以高强高模纤维复合材料为典型代表的先进复合材料凭借其独特、卓越的理化性能，已在军用和民用航天器结构体等领域广泛应用，且应用比例不断提高。同时，3D 打印技术可以加速新型航空产品的研发，节省产品样件研制的费用，减轻飞机结构重量，节约昂贵的战略金属材料。**（3）军用无人机智能化、隐身化、集成化、高空长航时化。**一架具有主动判断能力和战场感知能力的智能化无人机能在战场上迅速取得先机。同时，现代防空武器的迅速发展，对无人机的隐身性能及机动性能提出了更高的要求。为提高无人机的机动性能和战场生存能力，未来无人机需要朝着隐身化、微型化方向发展。

市场容量：新型军机大规模列装叠加民航工业高景气，航空工业品市场空间大。（1）航空工装及零部件。军用产品：军用航空工装的市场需求主要来自于新型军机的大规模装备。作战半径较小、立足与国土防空的歼-7、歼-8 等旧机型正加速退役，歼-20、歼-10C 等新型作战飞机持续列装部队；同时，运-9、运-20、空警-2000、空警-500 等战略支援机种也逐步交付，非作战飞机占比不断提高。新型作战飞机制造精密，技术要求较高，非作战飞机机体庞大且结构复杂，二者的大规模交付列装势必会带动我国航空工装行业的技术进步，增加航空工装溢价，为航空工装行业提供更广阔的市场空间。**民用产品：**得益于我国民用航空工业的快速发展，我国民用航空工装市场规模不断扩大。2011 年-2018 年，我国民用航空工装产值从 28 亿元增长至 168 亿

元，年均复合增长率 29.17%。其中，民用航空工装采购产值从 7 亿元增长至 101 亿元，年均复合增长率 46.42%，增速远超行业增速，主要是由于各主机厂增大从外部民营企业采购航空工装的比例，整体采购渗透率从 2011 年的 25%增长至 2018 年的 60.12%。**（2）无人机。**近年来，无人机整体市场发展迅速。2017 年，全球无人机销量约为 300 万架，同比增长 25%；市场规模约为 60 亿美元，同比增长 33.33%。2015-2017 年，我国军用无人机市场规模从 42.4 亿元增长到 54.0 亿元，年均复合增长率达到 12.85%。在消费级无人机领域，以大疆为代表的中国企业在全球占据了绝大部分市场份额。在工业级无人机领域，市场需求也在不断释放。2015-2017 年，我国民用无人机市场整体规模从 24 亿元增长到 67.3 亿元，年均复合增长率达到 67.46%。其中 2017 年，消费级无人机市场规模达到 25 亿元，同比增长 57.23%，工业级无人机市场规模达到 42.3 亿元，同比增长 62.07%。

表22：可比公司对比（2017-2019）：广联航空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（%）
爱乐达	16.40	67.27	42.37	9.74
新研股份	-17.89	26.69	-161.41	-36.84
平均	-0.74	46.98	-59.52	-13.55
广联航空	58.73	49.48	27.87	14.27

资料来源：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