2020 年 08 月 30 日

中小盘研究团队

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）

——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 13 家，科创板和创业板注册 15 家，豪悦股份等值得重点关注**

证监会本批（2020 年 8 月 10 日至 8 月 23 日）核发新股 13 家（上批 7 家），科创板和创业板注册 15 家（上批 27 家），核发速度有所加快但注册速度减慢。**主板和中小板：**豪悦护理、天禾农资、优彩资源、瑞鹄模具、华峰铝业、中谷物流、伟时电子、华文食品、森麒麟、中岩大地、拱东医疗、立昂微电、山西华翔。**科创板：**福昕软件、科威尔、思瑞浦、奕瑞科技。**创业板：**华业香料、万胜智能、盛德鑫泰、大叶股份、迦南智能、爱克莱特、龙利得、谱尼测试、惠云钛业、海昌新材、翔丰华。

本周首批 18 家创业板注册制新股上市，首周市场表现亮眼，创业板注册制改革实现平稳过渡。首批 18 只创业板注册制新股上市首周全线上涨，首日平均涨幅达 211.4%（剔除康泰医学后为 162.4%），明显高于首批科创板的 139.6%，首周涨幅达 154.9%，与首批科创板的 159.7%基本持平。注册制改革后，创业板网下中签率大幅提升，推动打新收益显著提高。17 家创业板注册制新股（捷强装备采用直接定价方式发行）的 A/B/C 类投资者平均中签率分别为 0.063%/0.059%/0.054%，大幅高于改革前创业板的 0.025%/0.022%/0.010%。以 1.5 亿元产品规模为例，首批 17 家创业板注册制新股分别为 A/B/C 类投资者创造累计打新收益 2.0%/1.7%/1.8%，增强收益率可观。创业板注册制落地首周（2020 年 8 月 24 日至 8 月 28 日），创业板指收涨 4.76%，高于科创 50（-2.35%）、中小板指（2.35%）、深证成指（2.77%）以及上证指数（0.68%）等 A 股其它主要指数。因此从市场表现来看，创业板注册制顺利落地，改革实现了平稳过渡

● **本期科创板和创业板上会 27 家，主板和中小板上会 14 家，过会率均为 100%**

本期科创板和创业板上会 27 家，较上期 19 家有所增加，过会率为 100%。主板和中小板上会 14 家，较上期 12 家有所增加，过会率为 100%。剔除金融股后，科创板与创业板平均募资约 6.76 亿元，高于上期的 6.53 亿元，本期主板和中小板公司平均募资约 7.62 亿元，高于上期的 6.75 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅为 176.0%，高于上期的 172.2%。主板和中小板本期开板新股 8 只，开板平均涨幅为 118.7%，低于上期的 222.5%，主要系本期新股质量有所下降。

● **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-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

《中小盘 IPO 专题-次新股说：创业板改革后首批公司获注册，科创板关注康希诺（2020 批次 28、29）》-2020.8.2

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 1.33%，表现强于市场 4
2、 首批创业板注册制新股上市，注册制改革平稳过渡 8
3、 豪悦股份（A19198.SH） 10
3.1、 国内领先的个人卫生护理用品制造商，营收高速增长 10
3.2、 公司亮点：自研 ODM 模式服务优质品牌商，经期裤国内市占率连续三年第一 11
3.3、 行业大观：婴儿卫生用品渗透率持续提升，国产品牌强势崛起 11
4、 福昕软件（A20014.SH） 13
4.1、 全球 PDF 电子文档核心技术与应用领域领导厂商，盈利增长迅速 13
4.2、 公司亮点：打造 Foxit 国际知名软件品牌，差异化经营服务全球名企 14
4.3、 行业大观：PDF 产业市场空间大，潜在市场规模达百亿级 15
5、 思瑞浦（A20066.SH） 16
5.1、 聚焦高性能模拟集成电路研发设计，业绩快速增长 16
5.2、 公司亮点：强大研发铸就卓越产品，深植全球模拟 IC 设计供应链 17
5.3、 行业大观：行业景气度持续提升，集成电路国产化是大势所趋 18
6、 立昂微电（A18112.SH） 19
6.1、 专注于半导体硅片和分立器件，业绩高速增长 19
6.2、 公司亮点：多业务一体化协同发展，行业地位领先 20
6.3、 行业大观：半导体行业持续高景气，进口替代空间广阔 20
7、 中岩大地（A19185.SZ） 21
7.1、 专注于岩土工程的技术与施工服务，业绩高速增长 21
7.2、 公司亮点：技术领先+经验丰富，岩土工程设计龙头地位凸显 22
7.3、 行业大观：绿色化、机械化、智能化三轮驱动，行业集中度提升空间大 23
8、 奕瑞科技（A20012.SH） 24
8.1、 全球领先的数字化 X 线探测器生产商，业绩稳定增长 24
8.2、 公司亮点：技术和成本优势明显，推动国内进口替代、国外市场开拓 24
8.3、 行业大观：国内需求持续扩大，国产化进程不断加快 25
9、 风险提示 26

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 1.33%，表现强于市场 4
图 2： 首批创业板注册制新股涨幅亮眼 8
图 3： 估值水平低的新股整体涨幅高 8
图 4： 上市时流通市值和发行价更低的创业板新股涨幅更高 8
图 5： 创业板初步询价申购倍数显著高于科创板 9
图 6： 注册制后创业板新股网下中签率显著提高 9
图 7： 创业板单只新股打新收益显著提高（万元） 9
图 8： 首批创业板注册制新股带来可观的打新增强收益 9
图 9： 注册制首周创业板市场表现由于其他指数 10
图 10： 豪悦股份收入和利润高速增长 10
图 11： 豪悦股份盈利能力呈明显上升趋势 10
图 12： 福昕软件收入稳步提升、利润高速增长 14

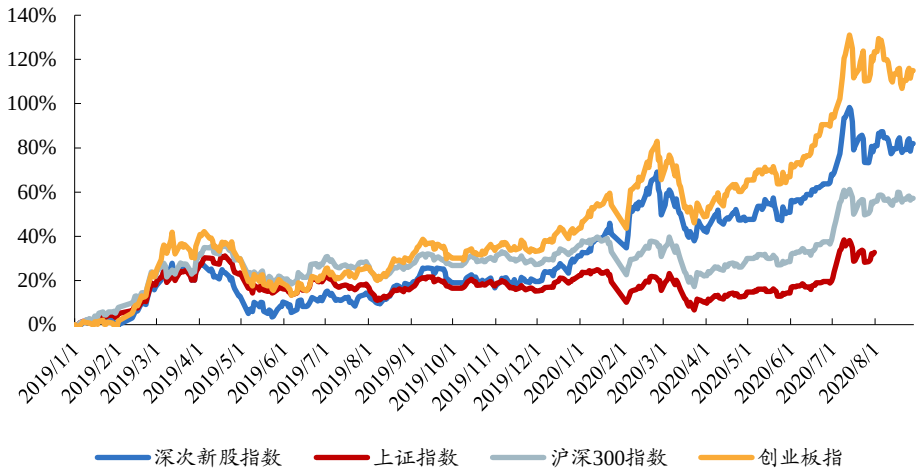
图 13: 福昕软件盈利能力呈明显上升趋势 14
图 14: 思瑞浦收入和利润爆发式增长 17
图 15: 思瑞浦盈利能力快速改善 17
图 16: 立昂微电收入、利润快速增长 19
图 17: 立昂微电盈利能力稳步提升 19
图 18: 中岩大地收入、利润高速增长 22
图 19: 中岩大地盈利能力有所降低 22
图 20: 奕瑞科技收入稳步提升 24
图 21: 奕瑞科技盈利能力提高 24

表 1: 本期主板和中小板共开板新股 8 只，平均开板涨幅 118.7% 4
表 2: 本期科创板共 13 家新股上市，上市首日平均涨幅 176.0% 5
表 3: 本批核发批文新股基本面一览 5
表 4: 本批科创板注册新股基本面一览 6
表 5: 本批创业板注册新股基本面一览 6
表 6: 下周科创板询价新股基本面一览 6
表 7: 下周创业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: 豪悦股份募集资金的主要用途 11
表 10: 可比公司对比（2017-2019）：豪悦股份成长性和盈利能力优于行业平均 13
表 11: 福昕软件募集资金的主要用途 14
表 12: 可比公司对比（2017-2019）：福昕软件成长性和盈利能力优于行业平均 16
表 13: 思瑞浦募集资金的主要用途 17
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：思瑞浦成长性、盈利能力优于行业平均 19
表 15: 立昂微电募集资金的主要用途 19
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：立昂微电盈利能力优于行业平均 21
表 17: 中岩大地募集资金的主要用途 22
表 18: 可比公司对比（2017-2019）：中岩大地盈利能力优于行业平均 23
表 19: 奕瑞科技募集资金的主要用途 24
表 20: 可比公司对比（2017-2019）：奕瑞科技盈利能力优于行业平均 26

1、 深次新股指数本期上涨 1.33%，表现强于市场

本期（2020 年 8 月 17 日至 8 月 28 日，下同）深证次新股指数上涨 1.33%，表现强于上证指数（-0.30%）、沪深 300 指数（+0.57%），优于创业板指（+0.77%）。新股开板涨幅方面，主板和中小板本期开板新股 8 只，开板平均涨幅为 118.7%，低于上期的 222.5%。本期科创板共有 13 家公司上市，上市首日平均涨幅 176.0%，高于上期的 172.2%。

图1：深次新股指数本期上涨 1.33%，表现强于市场



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 8 只，平均开板涨幅 118.7%

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
605008.SH	长鸿高科	2020-08-21	2020-08-27	10.54	18.53	4	75.81%
002993.SZ	奥海科技	2020-08-17	2020-08-26	26.88	71.24	7	165.03%
605388.SH	均瑶健康	2020-08-18	2020-08-25	13.43	31.14	5	131.87%
605178.SH	时空科技	2020-08-21	2020-08-24	64.31	83.35	1	29.61%
605088.SH	冠盛股份	2020-08-17	2020-08-20	15.57	27.41	3	76.04%
605366.SH	宏柏新材	2020-08-12	2020-08-18	9.98	18.75	4	87.88%
605100.SH	华丰股份	2020-08-11	2020-08-17	39.43	68.02	4	72.51%
601456.SH	国联证券	2020-07-31	2020-08-17	4.25	17.45	11	310.59%
					均值	5	118.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共 13 家新股上市，上市首日平均涨幅 176.0%

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
688017.SH	绿的谐波	2020-08-28	35.06	106.2	34.2	311%	68.1%
688215.SH	瑞晟智能	2020-08-28	34.73	34.8	45.3	77%	160.3%
688289.SH	圣湘生物	2020-08-28	50.48	536.3	57.7	929%	129.9%
688408.SH	中信博	2020-08-28	42.19	40.5	29.8	136%	84.4%
688356.SH	键凯科技	2020-08-26	41.18	45.3	27.7	163%	232.3%
688393.SH	安必平	2020-08-20	30.56	40.4	56.6	71%	97.9%
688596.SH	正帆科技	2020-08-20	15.67	53.0	33.9	156%	111.2%
688379.SH	华光新材	2020-08-19	16.78	26.7	30.3	88%	199.2%
688521.SH	芯原股份	2020-08-18	38.53	0.0	0.0	-	284.1%
688055.SH	龙腾光电	2020-08-17	1.22	38.4	53.0	72%	707.4%
688519.SH	南亚新材	2020-08-18	32.60	55.2	53.0	104%	88.8%
688229.SH	博睿数据	2020-08-17	65.82	51.7	72.2	72%	84.0%
688335.SH	复洁环保	2020-08-17	46.22	56.7	44.5	127%	40.9%
			均值	83.5	41.4	192%	176.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：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
605009.SH	**豪悦护理**	**19.53**	**34.02**	**60.22**	**116.91**	**45.33**	**个人卫生护理用品制造商**	**中顺洁柔、延江股份**
003001.SZ	**中岩大地**	**10.24**	**20.83**	**61.67**	**63.28**	**23.23**	**岩土工程的技术与施工服务商**	**城地股份、中化岩土**
605358.SH	**立昂微电**	**11.92**	**8.13**	**13.08**	**10.17**	**9.73**	**半导体材料、半导体芯片及相关产品的研发及制造**	**华微电子、扬杰科技、捷捷微电**
603112.SH	山西华翔	20.48	14.20	10.21	20.61	14.30	定制化金属零部件的研发	百达精工、联诚精密、恒润股份
A19227.SH	拱东医疗	4.83	21.58	14.01	18.98	15.56	一次性医用耗材研发、生产和销售	维力医疗、阳普医疗
002984.SZ	森麒麟	45.79	16.93	12.52	28.78	18.25	航空轮胎制造商	玲珑轮胎、赛轮轮胎
003000.SZ	华文食品	8.95	14.91	8.03	111.00	17.71	传统风味休闲食品企业	盐津铺子、良品铺子
A19218.SH	伟时电子	12.30	18.81	-8.67	6.48	25.00	背光显示模组、液晶显示模组等产品研发	同兴达、聚飞光电、隆利科技
603565.SH	中谷物流	99.00	21.88	32.96	50.75	25.32	集装箱物流解决方案	中远海能、宁波海运
601702.SH	华峰铝业	34.16	25.05	23.80	0.12	16.63	铝热传输材料生产供应商	明泰铝业、银邦股份
002997.SZ	瑞鹄模具	10.53	23.95	26.38	13.96	23.89	汽车冲压模具、检具及焊装自动化生产线制造商	天汽模、成飞集成
002998.SZ	优彩资源	17.38	12.81	38.82	27.51	11.78	涤纶纤维及其制品制造商	华西股份、江南高纤
002999.SZ	天禾农资	90.12	10.62	23.78	84.57	12.29	化肥、农药等的销售及农技服务	辉隆股份、中农立华

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

表4：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
688301.SH	**奕瑞科技**	**5.46**	**48.66**	**23.90**	**33.19**	**20.89**	**数字化 X 线探测器生产商**	**开立医疗**
A20066.SH	**思瑞浦**	**3.04**	**54.06**	**64.79**	**272.16**	**9.30**	**模拟集成电路产品设计研发**	**圣邦股份、晶丰明源、聚辰股份**
688095.SH	**福昕软件**	**3.69**	**93.34**	**29.31**	**69.92**	**15.51**	**PDF 电子文档相关软件产品及服务**	**万兴科技、金山办公**
688551.SH	科威尔	1.69	67.23	30.97	24.02	44.20	测试电源设备制造	星云股份、爱科赛博

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：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
A17308.SZ	翔丰华	6.46	24.85	33.40	3.81	10.19	锂离子电池负极材料生产和销售	贝特瑞、璞泰来
300885.SZ	海昌新材	1.83	44.12	12.14	25.56	19.16	粉末冶金制品的研发、生产和销售	东睦股份、精研科技
A19293.SZ	惠云钛业	10.02	24.75	10.19	6.16	13.79	钛白粉研发、生产、销售	龙蟒佰利、中核钛白
A19459.SZ	谱尼测试	12.87	49.12	11.29	11.34	15.54	综合化、一站式检测服务	华测检测、广电计量
300883.SZ	龙利得	8.71	26.64	16.52	22.56	9.56	瓦楞纸箱、纸板生产和销售	美盈森、新通联
A19199.SZ	爱克莱特	11.29	35.31	43.35	57.50	31.48	景观照明智能控制系统及 LED 景观照明灯具的研发	维宏股份、欧普照明
300880.SZ	迦南智能	4.95	26.24	24.09	58.81	23.47	智能电表、用电信息采集终端制造	炬华科技、林洋能源
300879.SZ	大叶股份	9.88	22.09	15.02	22.88	16.31	割草机、打草机/割灌机制造商	中坚科技、莱克电气
300881.SZ	盛德鑫泰	9.05	17.52	9.01	86.88	15.75	工业用能源设备类无缝钢管制造商	武进不锈、常宝股份
300882.SZ	万胜智能	5.68	27.62	9.34	30.47	19.32	智能电表、用电信息采集系统制造	炬华科技、林洋能源
A16211.SZ	华业香料	2.15	37.88	-0.69	11.53	23.26	内酯系列合成香料制造商	青松股份、金禾实业

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：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
2020-09-02	688301.SH	奕瑞科技	5.46	48.66	31.07	19.00	20.89	数字化 X 线探测器	开立医疗
2020-09-01	688577.SH	浙海德曼	3.85	35.49	44.32	144.57	17.19	高端数控机床制造	沈阳机床、日发精机

数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：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
2020/9/2	300888.SZ	稳健医疗	45.75	49.53	22.46	1.82	18.30	医用敷料的生产和销售	振德医疗、奥美医疗
2020/9/2	300889.SZ	爱克股份	11.29	35.31	85.07	111.03	31.48	景观照明智能控制系统及 LED 景观照明灯具的研发	维宏股份、华体科技、欧普照明

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

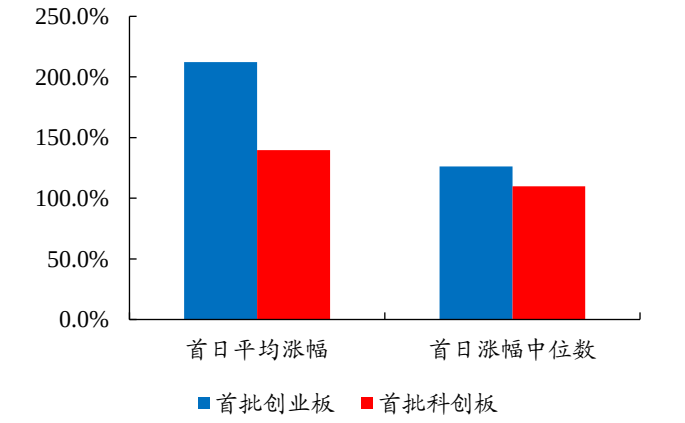
证券代码	证券简称	8 月 28 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	67.75	170	国内休闲零食电商龙头，发力线下渠道向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进
603719.SH	良品铺子	72.70	95	国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头
603392.SH	万泰生物	218.14	257	拥有首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量
603290.SH	斯达半导	182.78	193	国内 IGBT 模块领域领跑者
300782.SZ	新产业	162.38	74	化学发光龙头，有望成分受益体外诊断领域国产替代进程
300841.SZ	康华生物	581.92	123	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	47.79	32	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、 首批创业板注册制新股上市，注册制改革平稳过渡

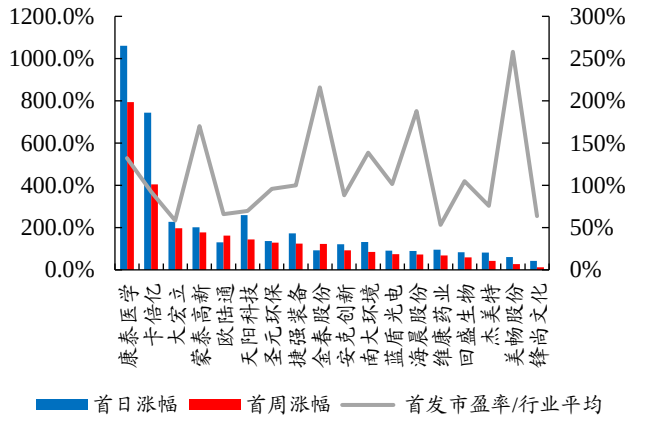
本周首批 18 家创业板注册制新股上市，首周市场表现亮眼，创业板注册制改革实现平稳过渡。首批 18 只创业板注册制新股上市首周全线上涨，首日平均涨幅达 211.4%（剔除康泰医学后为 162.4%），明显高于首批科创板的 139.6%。18 只创业板新股首周涨幅达 154.9%，与首批科创板的 159.7%基本持平。总体统计结果表明，首发市盈率相对行业平均市盈率越低的创业板新股上市首日涨幅越高，而发行价更低或首发上市时流通市值更小的新股上市首日涨幅一般也更高。

图2：首批创业板注册制新股涨幅亮眼



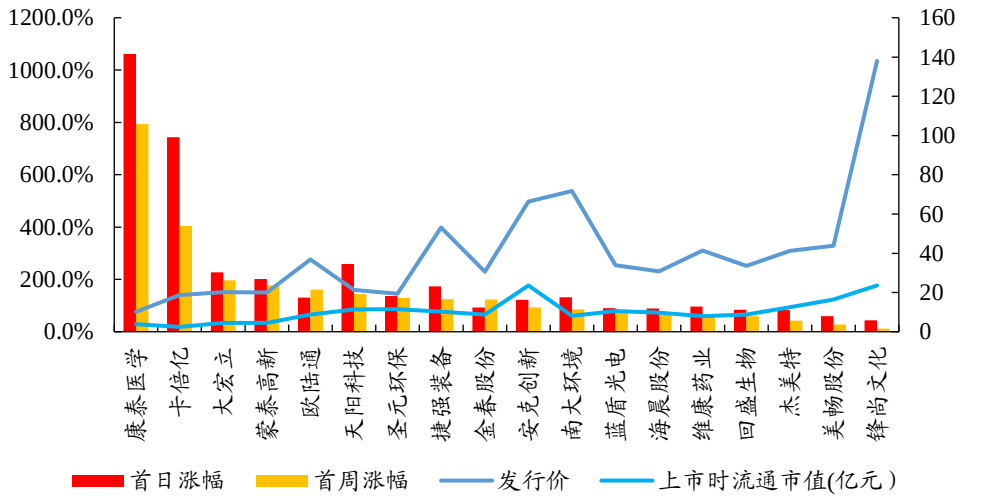
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：估值水平低的新股整体涨幅高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上市时流通市值和发行价更低的创业板新股涨幅更高

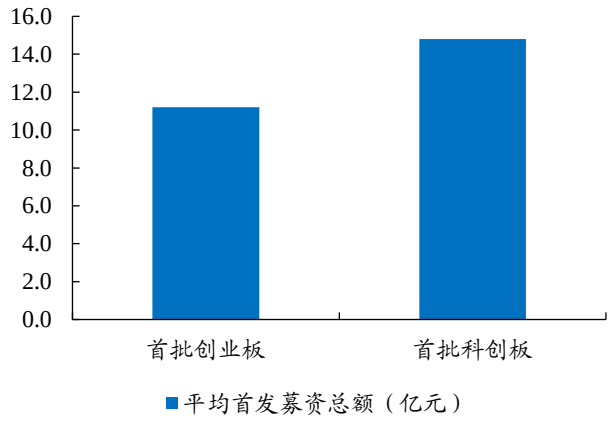


数据来源：Wind、开源证券研究所

创业板网下打新热度高，网下中签率较注册制改革前大幅提升，推动打新收益显著提高。创业板实行注册制后，新股发行制度与科创板一样大幅向网下投资者倾斜，而科创板开市以来丰厚的打新回报使得机构投资者积极参与打新。参与首批 17 家创业板注册制新股（捷强装备采用直接定价方式发行）初步询价的账户数平均值为 4734 个，平均申购倍数达 1758 倍，而参与首批科创板新股询价的账户数平均为 2157 个，

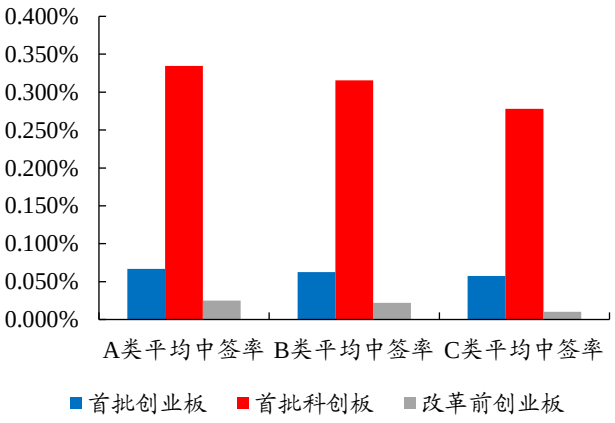
平均申购倍数仅 370 倍。17 家创业板注册制新股(捷强装备采用直接定价方式发行)的 A/B/C 类投资者平均中签率分别为 0.063%/0.059%/0.054%，低于首批科创板的 0.334%/0.316%/0.278%，但大幅高于改革前创业板的 0.025%/0.022%/0.010%。中签率的大幅提高以及同样可观的首日涨幅推动创业板打新收益的显著增强。在顶格申购的情况下，首批创业板注册制新股平均为 A/B/C 类投资者创造打新收益 30.5/28.9/26.2 万元，虽然与首批科创板的 96.2/91.9/70.7 万元有一定差距，但较改革前创业板的 2.5/2.1/1.1 万元有明显的提升。以 1.5 亿元产品规模为例，首批 17 家创业板注册制新股分别为 A/B/C 类投资者创造累计打新收益 2.0%/1.7%/1.8%，增强收益率可观。

图5：创业板初步询价申购倍数显著高于科创板



数据来源：Wind、开源证券研究所

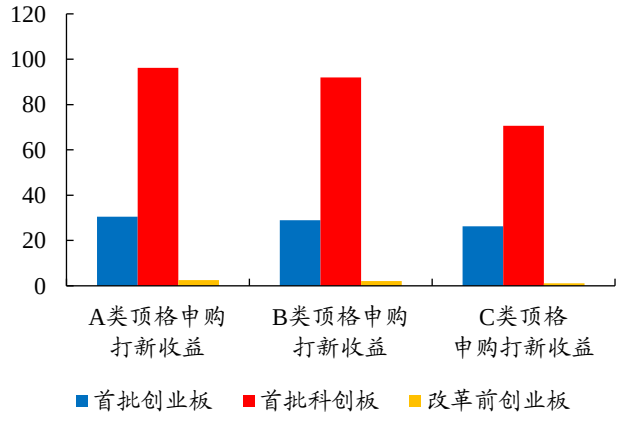
图6：注册制后创业板新股网下中签率显著提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：改革前创业板数据期间为 2020/1/1-2020/7/31

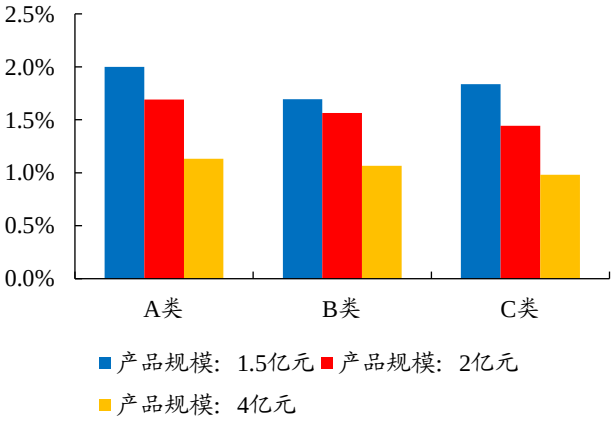
图7：创业板单只新股打新收益显著提高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：改革前创业板数据期间为 2020/1/1-2020/7/31

图8：首批创业板注册制新股带来可观的打新增强收益

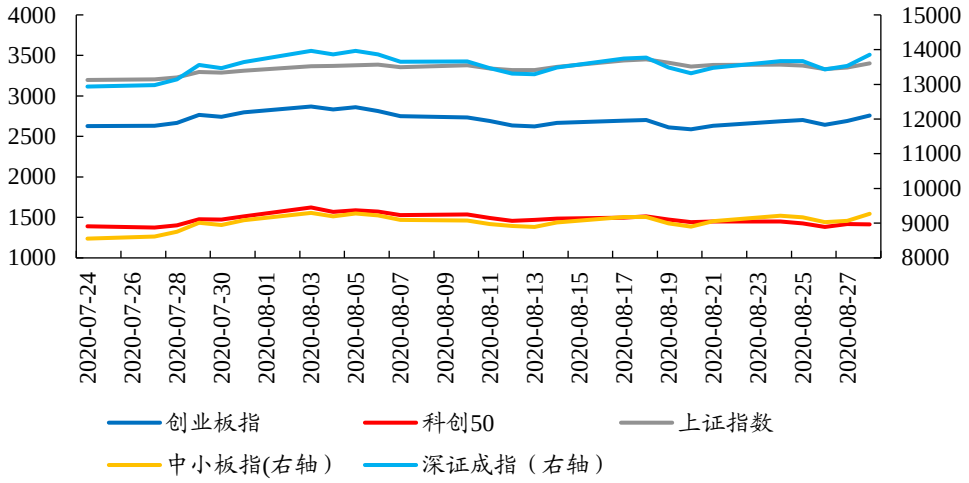


数据来源：Wind、开源证券研究所

从市场表现看，创业板注册制改革实现了平稳过渡。虽然创业板注册制落地前的一周（2020 年 8 月 17 日至 8 月 21 日）创业板指下跌 1.36%，表现弱于中小板指（上涨 0.36%）、深证成指（下跌 0.08%）以及上证指数（上涨 0.61%），但创业板注册制落地首周（2020 年 8 月 24 日至 8 月 28 日），创业板指收涨 4.76%，高于科创 50（-2.35%）、中小板指（2.35%）、深证成指（2.77%）以及上证指数（0.68%）等 A 股其

它主要指数。因此从市场表现来看，创业板注册制顺利落地，改革实现了平稳过渡。

图9：注册制首周创业板市场表现由于其他指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

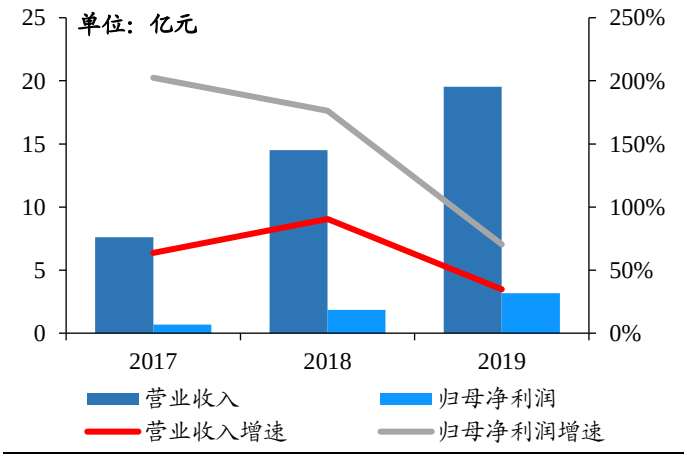
3、 豪悦股份（A19198.SH）

3.1、 国内领先的个人卫生护理用品制造商，营收高速增长

公司是国内个人卫生护理用品领域领先的制造商，主要产品有婴儿卫生用品、成人失禁用品、女性卫生用品、非吸收性卫生用品及其他产品，2019 年分别实现收入 13.6、2.3、2.9、0.3 亿元，占总收入比重分别为 69.8%、11.8%、15.0%、1.8%。

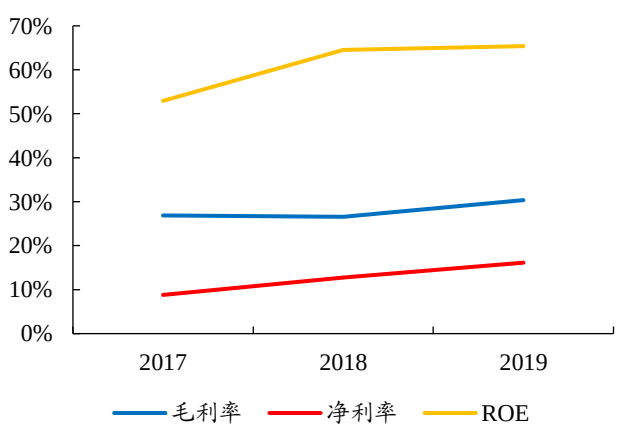
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 7.6、14.5、19.5 亿元，CAGR 为 60.2%，对应归母净利润分别为 0.7、1.9、3.2 亿元，CAGR 为 116.9%。公司营收增长的主要原因系在市场需求规模稳步扩大的行业背景下，公司不断推出性能优异、质量可靠、引领市场潮流的新产品，同时开拓销售渠道，发展 ODM 品牌客户。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 26.9%、26.6%、30.4%，净利率分别为 8.8%、12.8%、16.1%，ROE 分别为 52.9%、64.5%、65.4%。

图10：豪悦股份收入和利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：豪悦股份盈利能力呈明显上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：豪悦股份募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
新增年产 6 亿片吸收性卫生用品智能制造技改项目	19,740.00	本项目预计内部收益率为 25.53%（税后），投资回收期为 4.92 年（税后）
年产 12 亿片吸收性卫生用品智能制造生产基地建设项目	90,194.00	本项目预计内部收益率为 16.30%（税后），投资回收期为 7.24 年（税后）
研发运营支持中心建设项目	9,837.00	增强自主创新能力，提高产品技术含量和竞争力，为公司的长远发展提供了强有力的技术保障；提升信息化水平，提高公司的管理效率
品牌建设与推广项目	20,100.00	提高公司的品牌影响力，同时提升公司的销售业绩，为公司营业收入的稳步增长提供了基本保障
偿还银行借款	15,000.00	缓解偿债压力，节省财务费用，提升盈利水平
合计	154,871.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：自研 ODM 模式服务优质品牌商，经期裤国内市占率连续三年第一

自主研制 ODM 模式，服务优质品牌商。在芯体研发、材料改良、结构优化、质量控制、工艺改进、设备升级等多个领域，公司拥有较强的优势。基于深厚的技术积累及研发能力，公司不仅可以根据客户的产品性能要求开发出优质的个人卫生护理用品，而且可以提前研发适应市场需求的产品，从而带动客户共同引导消费潮流。因此，不同于行业中传统 OEM/ODM 制造商只擅长或专注产品开发制造中部分环节的业务模式，公司持续投入研发活动，不断为品牌商创造开发适合消费者需求的新产品。公司在业内积累了较多优质的客户，包括宝洁、金佰利、尤妮佳、SCA（维达）、花王等全球著名跨国公司，以及凯儿得乐、蜜芽、BEABA 、 BabyCare、子初、Eleser、景兴健护、重庆百亚等国内知名护理用品企业和母婴品牌商等。同时公司在多年的生产经营过程中，逐步打造出自身的品牌，获得了一定的市场知名度和美誉度。公司产品主要销售国内市场，同时还出口到非洲、亚洲、欧洲以及大洋洲等世界各地。

吸收芯体性能优越，经期裤国内市占率连续三年第一。吸收芯体是决定纸尿裤、经期裤等吸收性卫生用品质量的关键结构部位，主要作用是快速吸收、分散和储存液体，决定了纸尿裤、经期裤等产品的吸收量、吸收速度、锁水能力及是否干爽、起坨、反渗等。根据吸收芯体材料的不同，可以分为复合芯体和木浆芯体两种芯体结构。依托持续研发及多年的行业经验，公司已研发出无木浆多维复合芯体结构（目前已研发出第 4 代）。与木浆芯体相比，公司无木浆多维复合芯体使用“无纺布+高分子吸水树脂”的配方结构，应用了热风穿刺熔融固结技术，具有轻薄、不易断层、吸水后整体膨胀不起坨等诸多优点。公司深度开发、迭代创新无木浆多维复合芯体，提升了纸尿裤、经期裤等产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能，并帮助国内母婴品牌商们打造出符合品牌特色的国货精品，获得了大量消费者的认可和青睐。根据中国造纸协会统计数据，公司经期裤产品的销售额在国内的市场占有率连续 3 年排名第 1，婴儿纸尿裤和成人纸尿裤的销售额排名位于行业内国产厂商前列，并被中国造纸协会评为“2018 年度中国婴儿纸尿裤行业 10 强企业”和“2018 年度中国成人失禁用品行业 10 强企业”。

3.3、 行业大观：婴儿卫生用品渗透率持续提升，国产品牌强势崛起

产业链全景：上游竞争充分，供需平衡，下游需求规模持续扩大，促进本行业发展。吸

收性卫生用品的上游原材料主要包括木浆、无纺布、高分子吸水树脂、胶、纸和膜等。上述原材料主要来源于造纸行业和石油化工行业。造纸行业产品标准化程度较高，价格主要由市场供需关系决定。石油化工行业产品价格受国际石油价格影响，存在一定波动，会对本行业的生产成本造成一定影响。总体而言，本行业的上游行业竞争充分、供应商众多，行业总体处于供求平衡的状况，单个制造商对本行业企业的生产经营的影响并不明显。下游方面，吸收性卫生用品主要通过经销商、KA 渠道、母婴店、电商平台、垂直电商等销售渠道销售给终端消费者。宏观经济景气度、消费者可支配收入状况、消费者的消费偏好等因素都将直接影响消费需求，进而影响吸收性卫生用品的销售和未来的发展状况。近年来，随着社会经济的快速发展，城乡居民购买力水平的提高，零售行业蓬勃发展，吸收性卫生用品需求规模持续扩大，对本行业具有明显的促进作用。

行业趋势：新兴渠道、国产品牌快速崛起，经期裤和复合芯体纸尿裤产品正成为行业新的增长点。吸收性卫生用品传统渠道包括大卖场、大型超市、小超市等网点。新兴渠道包括母婴专营店和专营连锁店、电商平台、垂直电商等。近年来，母婴专营店作为母婴护理用品的独特销售途径，凭其专业化、品牌化的优势在国内迅速发展；而随着互联网以及网购的流行，电商平台、垂直电商凭借其便利性逐渐成为吸收性卫生用品销售的重要渠道之一。贝恩调研数据显示，近年来婴儿纸尿裤一直保持着较高的电商渗透率，其中 2018 年电商销售占婴儿纸尿裤销售总额的比例高达 51%，相比 2017 年的 45%，提升了 6 个百分点。伴随着国内互联网的发展及网购的流行，母婴垂直电商、母婴专营连锁、O2O、电商平台等多元化的新零售业态正在深刻地改变纸尿裤、卫生巾的传统销售渠道与市场格局。在此背景下，新兴的国内母婴品牌商着力于整合业态资源，选择与国产 ODM 制造商进行强强合作，以国货精品切入市场，打造产品体验新生态，并迅速聚集了一大批粉丝流量。一方面国内 ODM 制造商可以帮助国内母婴品牌商们打造出符合品牌特色的国货精品，另一方面借助新零售渠道可以迅速打通线下市场，让国产品牌深入人心。经期裤产品的出现，同时解决了“安全性”与“舒适性”的问题。经期裤由于采用“内裤式”的“360 度”全包围结构设计，贴身度更好，吸收能力更强，解决了液体侧漏、后漏的隐患，同时由于是一次性使用，无需洗涤，兼具安全、舒适和便利的三大优点，因此受到了消费者的广泛认可。纸尿裤的核心部分是吸收芯体，国产复合芯体的发明和应用极大地提升了纸尿裤产品在吸收、反渗、舒适度等方面的性能，引发了国产吸收性卫生用品制造商的技术变革。复合芯体已在国内的婴儿纸尿裤产品中得到快速的发展和应用，并获得了大量消费者的认可和青睐。复合芯体纸尿裤产品在国内市场的成功已经引起了跨国公司的重视，目前越来越多的跨国公司正通过寻求与国产 ODM 制造商建立合作关系来应对芯体结构技术变革带来的市场冲击。

市场容量：（1）婴儿卫生用品市场规模达百亿，渗透率持续增长。婴儿卫生用品的使用频次增加，使用年龄延长，日均更换次数增加，导致人均使用片数明显增加。2000 年我国婴儿卫生用品的市场渗透率仅有 2.1%，2018 年已提升至 63.9%。2016 年全面“二孩政策”放开后，2016 年和 2017 年新生儿数量连续两年保持在 1,700 万人以上，出生人口维持在高位。快速提升的渗透率和庞大的婴幼儿人口数量推动了婴儿卫生用品市场规模的快速增长。据中国造纸协会统计，2013 年至 2018 年，婴儿卫生用品的市场规模从 238.3 亿元扩大至 555.4 亿元，年均复合增长率达到 18.4%。从消费量来看，2013 年以来国内婴儿卫生用品的消费量呈现快速上涨态势，婴儿卫生用品的消费量从 2013 年的 226.2 亿片增长至 2018 年的 378.7 亿片，年均复合增长率达到 10.9%。**（2）女性卫生用品市场进入成熟期，年消费量达千亿片。**在我国，经过近 30 年的持续增长，女性卫生用品市场已经进入成熟期，我国女性消费者对卫生巾等女

性卫生用品的使用习惯已充分培养，卫生巾已成为了女性经期护理必不可少的卫生用品。据中国造纸协会统计，2013 年到 2018 年间，我国女性卫生用品的市场规模从 354.8 亿元增长至 563.0 亿元，年均复合增长率达到 9.7%。从消费量来看，2013-2018 年，国内女性卫生用品的消费量从 1,052.0 亿片增加至 1,193.4 亿片，年均复合增长率为 2.6%。**（3）成人失禁用品市场处在起步阶段，未来市场空间广阔。**由于国内失禁人群的消费习惯尚未完全养成，市场尚处于导入期阶段。近年来，中国人口老龄化程度不断加剧。据国家统计局数据显示，全国 65 岁及以上人口数量已经从 2005 年的 10055 万人增加到 2019 年的 17603 万人，占总人口的比例也从 2005 年的 7.7%增加到 2019 年的 12.6%。其中，65 周岁及以上老龄人口数量居全球之首。数量巨大且快速增长的老龄人口为我国成人失禁用品市场发展提供了庞大的潜在消费群体。同时，随着国内失禁人群消费观念的逐步改善，因手术、生育或长途交通对成人失禁用品产生的功能性需求也在不断增加。据中国造纸协会统计，2013 年到 2018 年间，我国成人失禁用品市场规模的复合增长率为 17.3%，从 2013 年的 31.7 亿元增长至 2018 年的 70.3 亿元。从消费量来看，2013 年以来，我国成人失禁用品的消费量增长较为迅速，从 2013 年的 17.9 亿片增加至 2018 年的 44.1 亿片，年均复合增长率达到 19.8%。与发达国家相比，我国成人失禁用品市场还处在起步阶段，但受益于社会老龄化趋势的加深和成人失禁用品功能性需求的增加，未来我国成人失禁用品市场规模将会快速增长。

表10：可比公司对比（2017-2019）：豪悦股份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（%）
中顺洁柔	19.60	39.63	9.10	16.42
延江股份	18.59	29.91	7.84	10.25
平均	19.10	34.77	8.47	13.34
豪悦股份	60.22	30.36	16.14	65.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

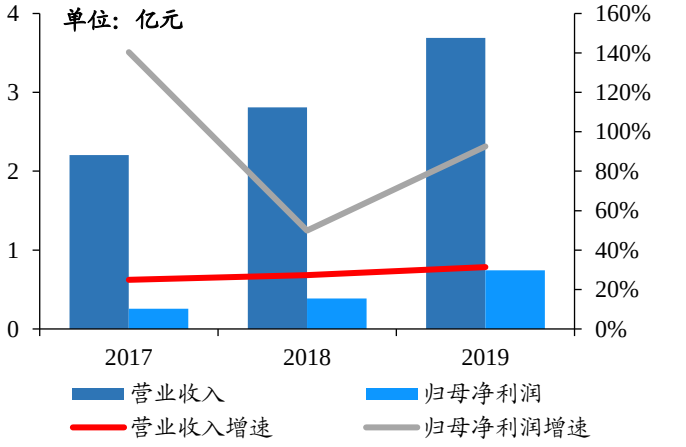
4、 福昕软件（A20014.SH）

4.1、 全球 PDF 电子文档核心技术与应用领域领导厂商，盈利增长迅速

公司主要产品是 PDF 编辑器与阅读器、开发平台与工具、企业文档自动化解决方案和 PDF 工具及在线服务，2019 年分别实现收入 2.9、0.4、0.3、0.1 亿元，占总收入比重分别为 77.6%、10.5%、8.9%、2.9%。

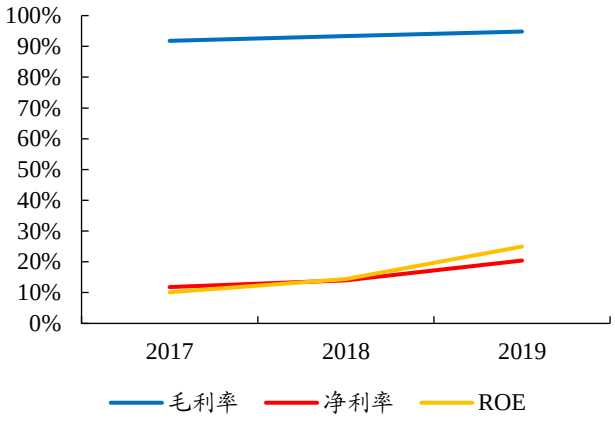
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.2、2.8、3.7 元，CAGR 为 29.3%，对应归母净利润分别为 0.3、0.4、0.7 亿元，CAGR 为 69.9%。公司营收增长的主要原因是公司产品逐步完善，市场知名度显著上升，PDF 编辑器与阅读器产品中永久授权销售额大幅增长。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 91.8%、93.4%、94.8%，净利率分别为 11.8%、14.0%、20.4%，ROE 分别为 10.1%、14.4%、25.0%。整体盈利能力呈增长趋势。

图12：福昕软件收入稳步提升、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：福昕软件盈利能力呈明显上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：福昕软件募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
PDF 产品研发及升级项目	17,132.04	进一步升级公司的现有产品，持续进行优化和完善；打造 Phantom PDF 企业版，在新版本中搭建云平台架构与企业管理控制台，为企业级用户打造高效的文档管理工具及平台。
文档智能云服务项目	15,276.41	提供云增值服务模块，为用户提供多种订阅服务的选择，促进公司实现从软件授权业务向 SaaS 服务转型，增加公司的产品与服务内容。
前沿文档技术研发项目	3,141.45	开展大数据、人工智能、区块链、机器深度学习、DevOps 等前沿技术研究工作，为公司保持技术先进与技术创新提供原动力。
全球营销服务网络及配套建设项目	5,186.53	建设贴近用户的本地化销售服务团队，增强推广力量，提高公司的服务能力，从而提高公司的品牌形象。
合计	40736.43	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：打造 Foxit 国际知名软件品牌，差异化经营服务全球名企

打造 Foxit 国际知名软件品牌，部分产品使用体验对等 Adobe。公司综合技术能力整体处于国际先进水平，并且在部分领域实现了技术创新。在核心技术领域，公司拥有一整套完全自主知识产权的核心技术，在文档解析和渲染的速度、文档处理的稳定和可靠性、文档的安全可控性以及核心技术的跨平台支持等方面表现突出。在实现的功能方面，与主要竞争对手对比，Foxit PhantomPDF 的功能集合和使用体验与 Adobe Acrobat Pro 基本上对等，除此外，Foxit PhantomPDF 集成了更多的企业应用，比如与微软 RMS 深度集成，与十几个 ECM 产品深度集成。公司还发明了专利技术互联 PDF 技术，在文档安全可控领域获得了技术突破。

差异化经营夺取份额。Adobe 由于进入市场较早，因此占据着较大的市场份额（2019 年占 92.21%），且 Adobe 为国际知名软件企业，产品线丰富、资金实力雄厚。公司在企业知名度、资产规模、资金实力等方面均相较 Adobe 有较大差距，但公司具备后发优势，通过与 Adobe 进行差异化经营，取得了众多客户的信任，销售收入逐年上涨。**（1）产品特性差异化。**公司根据企业需求通过自行开发或者收购取得了互联 PDF、PDF 表单二维码采集等多种功能；公司移动版本的阅读器能够支持动态表单，常规

版本的阅读器提供文字插入的功能等。**（2）提供灵活的授权模式。**公司提供灵活授权模式供选择，既可以选择购买特定版本的永久授权，也能够选择按期间进行授权的模式。**（3）差异化服务。**公司为主要业务覆盖地区的用户提供的电话、网络等方面的技术支持服务，由公司技术人员直接提供，能够提供更为优质的客户服务。**（4）销售模式灵活。**Adobe 以代理商渠道销售为主，结合官方商店销售；公司采取官方商店在线销售、非官方商店直接销售和代理销售相结合的销售模式。

全球化渠道布局，服务全球知名企业。公司通过在谷歌等互联网广告方面的投入，与戴尔等渠道商建立合作关系，积极布局垂直市场，实现了多方面的市场开拓，产品销售范围覆盖全球 200 余个国家和地区。公司主要客户包括戴尔、加拿大共享服务局、亚马逊、微软、英特尔、康菲石油等国际知名企业以及机构。例如，Google 购买了公司的 PDF 文档解析和渲染引擎，创建了 PDFium 开源项目，并在包括 Chrome、Google Doc 在内的多个项目中使用 PDFium；Amazon 在其 Kindle 产品中运用公司的 PDF 核心技术。近年来，福昕软件也积极开拓国内市场，拥有中铁建等国内客户，2019 年福昕软件参加中央供应商集中签约大会并签署了中央企业联合采购框架协议。

4.3、 行业大观：PDF 产业市场空间大，潜在市场规模达百亿级

产业链全景：公司处在全产业链源头，下游为各类终端客户和软件经销商。公司的处在全产业链源头。PDF 行业的最初龙头为 Adobe，其于 2008 年将 PDF 有关专利公开后不断接受市场化改善以配合个性化需求。PDF 行业较为独特的一点是，即使行业的技术壁垒较高但是自 1993 年成立以来并没有经历底层技术的迭代，并且在短期内仍看不到技术迭代的需求。然而即使技术迭代的需求不明显，改善用户体验的需求却十分显著。在历经了二十余年的发展后，PDF 文档的安全性，可转化性以及编辑性仍未满足客户的需求，随着云计算，人工智能，大数据等概念的落地，如何进一步提升用户体验成为未来发展的重要方向。

行业趋势：行业新需求推动产业升级，新技术入场引发国产化曙光。在 1993-2008 年间，拥有 PDF 专利的 Adobe 是 PDF 市场的寡头。在其公开专利后，一部分和公司类似的软件开发商逐渐占据了一定的市场份额但是单个公司占据绝大部分市场份额依然是当前市场的主旋律。然而随着智能终端的普及，PDF 电子文档成为了大众广泛使用的文档形式，而其处于信息孤岛状态，静态、分离且难以对流转进行管控的特性开始逐渐暴露。作为工作中的重要手段之一，用户对 PDF 文档软件产品也提出了新的诉求，对文档管理、信息共享等更为关注，要求文档具备在线编辑、在线协作、状态追踪等功能。这一需求的出现意味着 PDF 第一期的技术红利基本结束，拥有能够满足用户新需求的企业获得了能够挑战寡头市场地位的机会。此外，在 IT 技术迅猛发展的大背景下，信息安全被提升到了国家战略的高度。PDF 文档作为电子文档交换的重要格式，广泛应用于社会生活和生产的各个领域。因此，PDF 等通用应用软件产品将是国家信息安全建设的重点之一，特别在政府、金融、能源等国民经济重点领域，国产化需求突出。公司作为在提升 PDF 文档可编辑性和可转化性方面的全球技术领先企业，在国产化浪潮中大有可为之地。

市场容量： PDF 电子文档产业市场前景良好，潜在市场规模达百亿级。PDF 电子文档作为人们日常生活、办公中使用频率较高的电子文档格式之一，具有较为稳定的市场需求。当前，PDF 在全球范围广泛应用，成为与 Office 格式并行的电子文档处理格式，市场发展趋势良好。Adobe 作为文档软件行业的领军企业，具有较高的市场占有率。据 Adobe 公司财报数据显示，其 Document Cloud（即 PDF 文档管理业务）

的年度经常性收入由 2012 年的 0.49 亿美元增至 2019 年的 10.9 亿美元，期间年复合增速达 55.76%，增长趋势较为明显，文档软件市场需求旺盛。据 Adobe 公司公开文件显示，PDF 文档相关业务潜在市场规模（TAM）2020 年可达 53 亿美元，2021 年可达 75 亿美元。潜在市场规模指的是在理想情况下所有有需求的用户均购买其产品情形下的市场规模，包括了未付费使用、存在需求但尚未购买产品等情形，与该产品与服务从现实市场取得的实际业务收入存在一定差异，但未来在技术手段提升、软件消费意识提升以及进一步市场推广的情况下能够转换为实际业务收入。Adobe 作为 PDF 行业的龙头企业，2019 年实现的营业收入占其预计的 2020 年潜在市场规模的比例仅为 23%，PDF 文档相关业务未来仍有较大的市场空间。

表12：可比公司对比（2017-2019）：福昕软件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（%）
万兴科技	22.70	93.88	11.40	12.84
金山办公	44.81	85.58	25.36	22.60
鼎捷软件	9.83	83.47	7.08	7.61
平均	25.78	87.64	14.61	14.35
福昕软件	29.31	94.82	20.41	24.96

数据来源：Wind、开源证券研究所

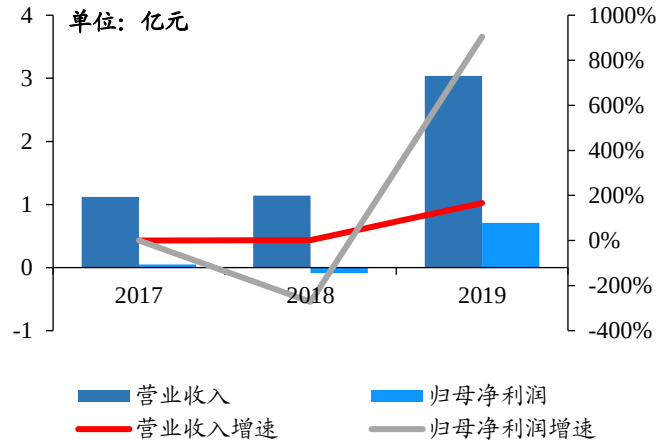
5、 思瑞浦（A20066.SH）

5.1、 聚焦高性能模拟集成电路研发设计，业绩快速增长

公司专注于高性能、高质量和高可靠性的模拟集成电路产品的研发与设计，产品以信号链模拟芯片为主，并逐渐向电源管理模拟芯片拓展。2019 年公司信号链类模拟集成电路芯片、电源类模拟芯片分别实现收入 2.97、0.06 亿元，占总收入比重分别为 97.9%、2.1%。

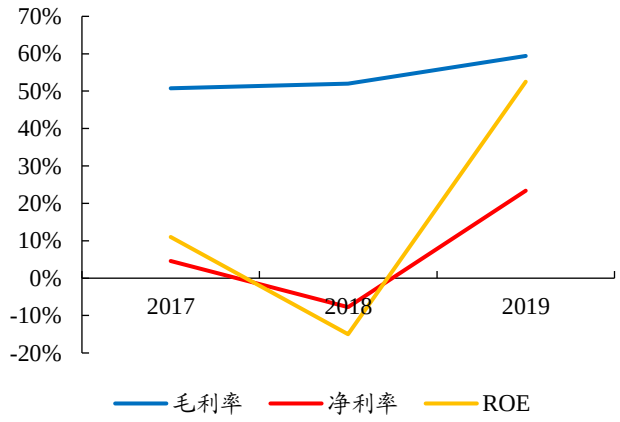
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.12、1.14、3.04 亿元，CAGR 为 64.8%，对应归母净利分别为 0.05、-0.09、0.71 亿元，CAGR 为 276.8%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 50.8%、52.0%、59.4%，净利率分别为 4.6%、-7.7%、23.4%，ROE 分别为 11.0%、-15.0%、52.5%。随着中国大陆半导体产能的扩张，以及公司销售规模扩大形成的规模效应，公司盈利能力持续提升。

图14：思瑞浦收入和利润爆发式增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：思瑞浦盈利能力快速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：思瑞浦募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
模拟集成电路产品开发与产业化项目	36,000.00	确保公司产品的升级，保证公司有能力向市场推出性能更为优质的模拟集成电路产品，进一步增强公司的市场竞争力
研发中心建设项目	23,500.00	提高公司现有模拟集成电路技术，满足高性能、高可靠性、高抗干扰能力等方面进行相关技术调查和研究
补充流动资金项目	25,500.00	提升公司资金使用效率，增强公司市场竞争力
合计	85,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：强大研发铸就卓越产品，深植全球模拟 IC 设计供应链

研发实力强大，产品品质卓越、可靠性高。集成电路设计企业的竞争力主要体现在其研发能力和技术水平，其中模拟集成电路设计能力更是企业对电路原理理解和所采用元器件把握等研发经验的直接体现。公司始终专注于模拟芯片设计研发，经过多年的研发投入，在模拟芯片的设计技术上积累了丰富的经验。截至 2019 年 12 月 31 日，公司已获得境内专利 16 项，其中发明专利 14 项，集成电路布图设计登记证书 31 项，构成了完善的自主研发体系。公司已自主开发了 900 余款可供销售的模拟集成电路原创设计产品，可满足客户多元化的需求，其中部分产品如纳安级的放大器、高压比较器、高精度数模转换器等在综合性能、可靠性等方面已达到国际标准，并实现了对国际同类产品的进口替代。

深度参与供应链资源整合，积累众多优质客户资源。相对于数字集成电路，模拟集成电路器件由于种类繁杂的原因导致其代工标准化程度较低、移植性较差，对设计企业和制造企业之间技术合作的紧密程度提出了更高的要求。公司与供应商之间保持良好且紧密的业务合作关系，以加快技术迭代和保证产品的供货周期。**晶圆供应商方面**，全球领先的模拟器件晶圆代工厂商已与公司建立了战略合作关系，双方在高性能模拟芯片的先进或特殊生产工艺上展开技术合作，大幅提高了晶圆的生产质量和交货效率；**封装测试供应商方面**，公司经过与国内外先进厂商的多年磨合，已形成了稳定的工艺制程和合作关系，国内领先的封测厂商已将公司列为重点客户，并指定专项团队与公司进行订单跟踪和技术交流，在多方面给予公司支持。凭借优异

的技术实力、产品性能和客户服务能力，公司已经与中兴、宁德时代、海康威视、鱼跃医疗、哈曼等国内外各行业的龙头客户建立了长期的合作关系，覆盖了包括通讯、工业控制、汽车电子、监控安全、医疗健康等众多领域，并积累了优质的客户资源。

5.3、 行业大观：行业景气度持续提升，集成电路国产化是大势所趋

产业链全景：集成电路产业链由上游的 EDA 工具、半导体 IP、材料和设备，中游的集成电路设计、晶圆制造、封装测试以及下游的系统厂商组成。其中，集成电路设计产业是典型的技术密集型行业，是集成电路产业各环节中对科研水平、研发实力要求较高的部分。芯片设计水平对芯片产品的功能、性能和成本影响较大，因此芯片设计的能力是一个国家或地区在芯片领域能力、地位的集中体现之一。

行业趋势：全球产能中心向中国大陆转移，集成电路国产化是大势所趋。经过多年的发展，中国大陆已是全球最大的电子设备生产基地，因此也成为了集成电路器件最大的消费市场，而且其需求增速持续旺盛。根据 IBS 统计，2018 年中国消费了全球 53.27%的半导体元器件，预计到 2027 年中国将消费全球 62.85%的半导体元器件。电子终端设备对智能化、节能化、个性化等需求的不断提高加速了集成电路产品的更新换代，也要求设计、制造和封测产业链更贴近终端市场。因此，市场需求带动全球产能中心逐步向中国大陆转移，持续的产能转移带动了大陆半导体整体产业规模和技术水平的提高。根据 SEMI 的数据，2017~2020 年，62 座新晶圆厂将投入运营，其中 26 座在中国大陆，占比 42%。集成电路产业链向中国转移为集成电路国产化创造了前所未有的基础条件。对模拟集成电路设计行业而言，中国大陆晶圆厂建厂潮，为其在降低成本、扩大产能、地域便利性等方面提供了新的支持，对其发展起到了拉动作用。同时，大陆市场的旺盛需求和投资热潮也促进了我国模拟集成电路设计产业专业人才的培养及配套产业的发展，集成电路产业环境的良性发展为我国模拟集成电路设计产业的扩张和升级提供了机遇。

市场容量：新场景不断涌现驱动全球 IC 产业快速复苏，国内市场自给率低、空间大。随着 PC、手机、液晶电视等消费类电子产品市场渗透率不断提高，作为全球半导体产业子行业的集成电路产业增速有所放缓。近年在以物联网、可穿戴设备、云计算、大数据、新能源、医疗电子和安防电子等为主的新兴应用领域强劲需求的带动下，集成电路产业开始恢复增长。**全球市场方面：**根据 WSTS 统计，从 2013 年到 2018 年，全球集成电路销售额从 2518 亿美元迅速提升至 3933 亿美元，年均复合增长率达到 9.33%。同期，全球模拟集成电路的销售额从 401 亿美元提升至 588 亿美元，占全部集成电路销量比例始终保持在 16%左右，年均复合增长率达到 7.96%。WSTS 预计，在 2019 年行业景气度短暂下滑后，2020 年的集成电路市场即将恢复增长。根据 ICInsights 预测，2018 年到 2023 年模拟集成电路市场规模的年均复合增长率将达到 7.4%，高于整体集成电路市场的 6.8%，创造出超过 200 亿美金的需求空间。**中国市场方面：**随着经济的不断发展，中国已成为了全球最大的电子产品生产市场，衍生出了巨大的集成电路器件需求。根据 ICInsights 统计，从 2013 年到 2018 年中国集成电路市场规模从 820 亿美元扩大至 1,550 亿美元，年均复合增长率约为 13.58%。然而对比巨大的国内市场需求，国产集成电路销售规模较小，2018 年自给率约为 15%。根据海关总署的数据，集成电路产品的进口额从 2015 年起已连续四年位列所有进口商品中的第一位，不断扩大的中国集成电路市场规模严重依赖于进口，进口替代的空间巨大。在模拟集成电路领域，中国市场的销售规模已超过全球的 50%，且增速高于全球平均水平。根据赛迪智库的数据，2018 年中国模拟集成电路市场规模为 2273.4 亿元，同比增长 6.23%，近五年复合增速为 9.16%。然而中国模拟集成电路的

自给率仅 14%，比整体集成电路的自给率更低，模拟集成电路自主可控的需求更为迫切。

表14：可比公司对比（2017-2019）：思瑞浦成长性、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（%）
圣邦股份	22.11	46.88	22.05	18.25
晶丰明源	12.17	22.86	10.57	21.47
聚辰股份	22.19	40.78	18.53	25.73
平均	18.82	36.84	17.05	21.82
思瑞浦	64.79	59.41	23.38	52.52

数据来源：Wind、开源证券研究所

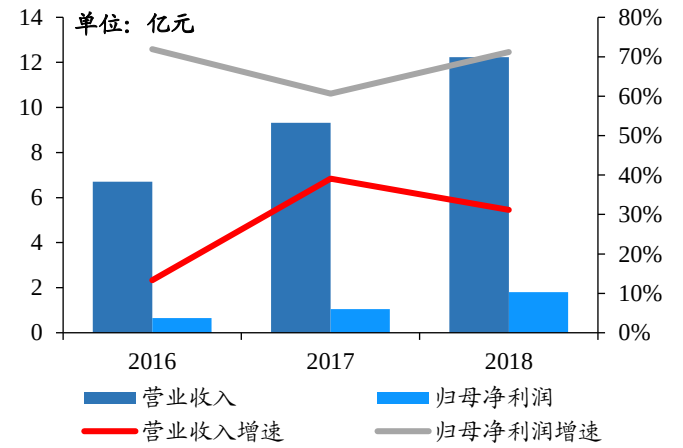
6、 立昂微电（A18112.SH）

6.1、 专注于半导体硅片和分立器件，业绩高速增长

公司始终专注于半导体硅片、半导体分立器件芯片及分立器件的研发和生产。2017 年公司半导体硅片、半导体分立器件芯片、半导体分立器件和其他业务收入分别为 4.83、3.94、0.46、0.09 亿元，占总收入比重分别为 51.8%、42.3%、5.0%、1.0%。

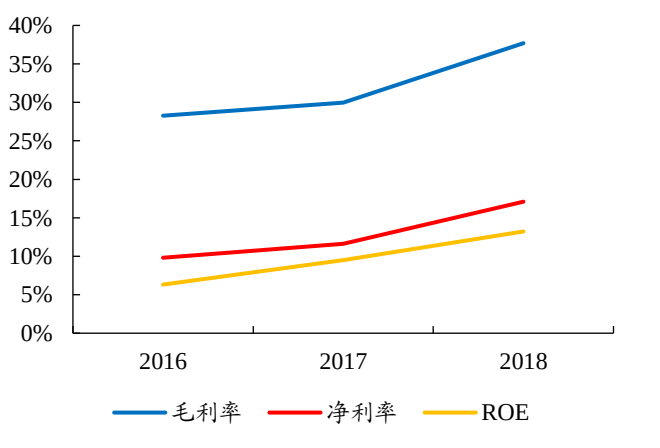
公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 6.70、9.32、12.23 亿元，CAGR 为 35.1%，对应归母净利润分别为 0.66、1.06、1.81 亿元，CAGR 为 65.6%。公司的营业收入呈现稳步增长态势。2016 至 2018 年，公司毛利率分别为 28.3%、30.0%、37.7%，净利率分别为 9.8%、11.6%、17.1%，ROE 分别为 6.3%、9.5%、13.2%。公司产品线丰富、产品品类齐全，拥有较强的市场抗风险能力，盈利能力稳步提升。

图16：立昂微电收入、利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：立昂微电盈利能力稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：立昂微电募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
集成电路用 88 英寸硅片项目	70,418	项目达产后，预计年新增销售收入 48000 万元，年新增税后利润 9125 万元，项目税后的内部收益率为 14.68%，静态投资回收期（含建设期）所

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
		得税后为 7.42 年
第二代半导体射频集成电路芯片项目	100,771	项目达产后，预计年新增销售收入 100800 万元，年新增税后利润 16617 万元，项目税后的内部收益率为 16.55%，静态投资回收期（含建设期）所得税后为 7.59 年
合计	171,189	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、 公司亮点：多业务一体化协同发展，行业地位领先

先发优势与规模优势明显，行业领先地位不断巩固。公司是我国较早从事半导体硅片和半导体分立器件芯片研发、生产和销售的企业。多年来，公司一直专注于主营业务的开拓与发展，逐渐成为国内细分行业的领先企业，与国内同行业企业相比，在技术积累、经营管理、客户维系与开发等诸多方面，具有一定的先发优势，公司目前是主要的本土硅片生产企业之一。公司行业先发优势与规模优势主要体现在研发、生产等环节。**研发方面：**作为国内较早从事半导体硅片和半导体分立器件业务的企业，公司已经积累了一定的技术储备和丰富的研发经验。**生产方面：**公司具有较高的产品档次和产销规模，公司生产具有一定的规模经济效应。随着公司募集资金投资项目及其他建设项目的逐步实施，公司产销规模将进一步扩大，同时产品结构得以优化，公司市场地位及竞争能力得以提升。

业务涵盖上下游多环节，一体化优势凸显。立昂微电作为横跨半导体硅片和半导体分立器件两个行业的半导体制造企业，涵盖了包括硅单晶锭拉制、硅抛光片、硅外延片、分立器件芯片及分立器件成品等半导体行业上下游多个生产环节，形成了一条相对完整的半导体产业链。这有利于发挥产业链上下游整合的优势，缩短研发验证周期，保障研发设计弹性，在保证盈利水平的同时抵御短期供需冲击。**同时，公司产品质量卓越，获得众多知名公司背书。**经过多年的努力，公司已开发出一批包括 ONSEMI、AOS、日本东芝公司、台湾半导体、台湾汉磊等国际知名跨国公司，以及中芯国际、华虹宏力、华润微电子、士兰微等国内知名公司在内的稳定客户群，同时已顺利通过诸如博世（Bosch）、大陆集团（Continental）等国际一流汽车电子客户的 VDA6.3 审核认证。

6.3、 行业大观：半导体行业持续高景气，进口替代空间广阔

产业链全景：半导体硅片处于产业链的上游，为半导体行业发展提供基础支撑。半导体硅片：产业链上游是多晶硅制造业，产业链下游主要是集成电路与分立器件制造业。半导体硅片属于半导体产业的核心基础材料，是作为生产制作包括集成电路、半导体分立器件等在内的各类半导体产品的载体。**半导体分立器件处于产业链中游，应用广泛：**上游为半导体硅材料制造业，其下游应用广泛，传统应用领域包括通信、计算机、汽车产业、消费电子、光伏产业、智能电网、医疗电子等行业。伴随着分立器件芯片制造、器件封装等新技术、新工艺的发展，目前新能源汽车、人工智能、物联网等终端应用领域逐渐成长为半导体分立器件的重要增长点。

行业趋势：产业转移叠加产品格局转换，国内半导体产业发展进入快车道。二十一世纪以来，国际半导体产业开始向亚洲发展中国家特别是中国大陆转移。根据 WSTS 统计，2017 年全球半导体市场规模为 4122.21 亿美元，中国大陆半导体市场规模为 1315.09 亿美元，占全球比重为 31.9%，是目前全球最大的集成电路和分立器件市场。

同时，伴随着硅片大尺寸化发展趋势，半导体硅片的产品格局正在发生变化。目前，国际市场上 12 英寸半导体硅片主要用于逻辑电路、存储器等半导体产品，而在模拟芯片、传感器及功率器件等领域，仍以 8 英寸半导体硅片为主，8 英寸及以下的半导体硅片市场需求也十分旺盛。由于发达国家主要对 12 英寸半导体硅片进行投资，6 至 8 英寸半导体硅片已不再新增产能，这为我国硅片生产企业占领 8 英寸及以下半导体硅片市场份额提供了机会。

市场容量：新产业不断崛起推动半导体行业保持高景气，国内市场国产化空间广阔。半导体硅片方面：2014 年至今，受益于通信、计算机、汽车产业、消费电子、光伏产业、智能电网、医疗电子等应用领域需求带动以及人工智能、物联网等新兴产业的崛起，全球半导体硅片出货量呈现上升趋势。根据 SEMI 统计，2017 年全球半导体硅片市场规模为 87.1 亿美元，预计 2019 年将达到 105.9 亿美元，较 2017 年增长 21.58%，年复合增长率为 10.27%。自 2012 年以来，我国半导体硅片市场规模也呈稳定上升趋势。根据 IC Mtia 统计，2019 年硅和硅基材料市场规模为 210.8 亿元，2012 年至 2019 年的复合增长率为 12.75%。未来随着我国半导体硅片制造企业研发及生产能力不断提升、国际化程度不断提高，预计我国 8 英寸及以上半导体硅片的产能将会有较大的提升。**半导体分立器件方面：**近年来，全球分立器件市场销售规模基本保持稳定。根据 WSTS 统计，2017 年全球半导体分立器件销售额达 216.51 亿美元，同比增长 11.5%；预计 2018 年将增长至 230.91 亿美元，同比增长 6.6%。受益于国家产业政策对新兴产业的大力支持和对传统行业的升级改造，我国半导体分立器件行业的市场规模稳步增长，销售收入占全球比重逐年上升。根据中国半导体行业协会统计，2017 年我国半导体分立器件（该分类还包含光电器件、传感器）的销售收入为 2473.9 亿元，同比增长 10.56%。

表16：可比公司对比（2017-2019）：立昂微电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（%）
扬杰科技	16.87	29.80	10.98	9.16
华微电子	0.66	20.51	3.69	2.30
平均	8.76	25.16	7.34	5.73
立昂微电	35.07	37.69	17.09	13.22

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、 中岩大地（A19185.SZ）

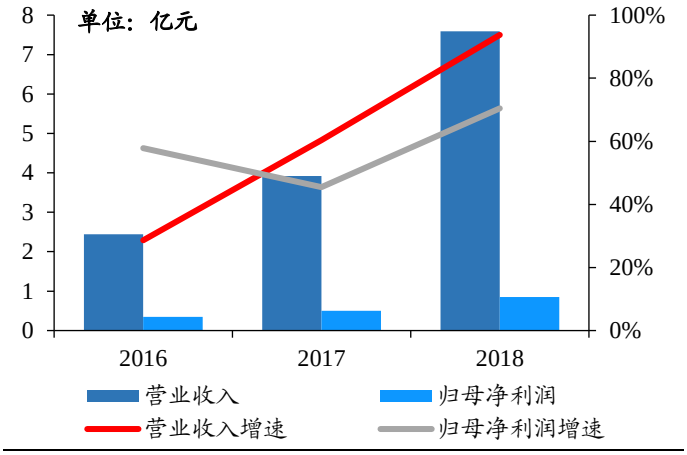
7.1、 专注于岩土工程的技术与施工服务，业绩高速增长

公司专注于岩土工程的技术与施工服务，主要包括桩基工程、地基处理工程、基坑支护工程等岩土工程服务，能根据不同施工环境提供针对性解决方案。2018 年公司岩土工程、环境修复和其他业务收入分别为 7.31、0.23、0.04 亿元，占总收入比重分别为 96.32%、3.01%、0.59%。

公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 2.44、3.92、7.59 亿元，CAGR 为 76.4%，对应归母净利润分别为 0.34、0.50、0.85 亿元，CAGR 为 58.1%。依托于公司的岩土工程技术，公司逐渐开展环境修复业务，近年来，该类业务的收入涨幅较大，公司整体收入也保持高速增长。2016 至 2018 年，公司毛利率分别为 30.1%、26.9%、23.9%，

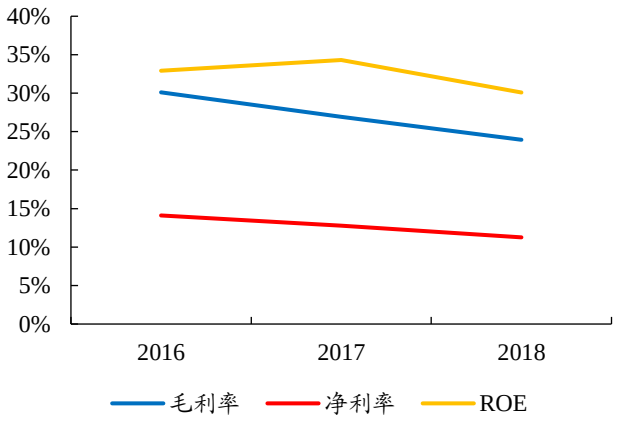
净利率分别为 14.1%、12.80%、11.26%，ROE 分别为 32.9%、34.3%、30.1%。岩土工程属于房地产及基建行业的上游产业，每个项目的毛利率容易受到所处地域、施工工艺、项目体量、客户要求、原材料及人工价格波动和市场环境等各种因素的影响。2016 至 2018 年，公司毛利率有所下降，主要系受到新区域新客户开拓及原材料价格波动的影响。

图18：中岩大地收入、利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：中岩大地盈利能力有所降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：中岩大地募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
工程服务能力提升项目	10,030.00	项目全部投资所得税前、后财务内部收益率分别为 26.03%、22.56%，税后投资回收期为 5.76 年（含建设期 2 年）
环境修复项目	4,190.12	项目全部投资所得税前、后财务内部收益率分别为 24.90%和 21.39%，税后投资回收期为 6.18 年（含建设期 2 年）
研发中心建设项目	3,790.77	提升公司整体研发水平，提升公司整体综合实力，增加核心竞争力
信息化系统建设项目	2,203.88	提升企业服务能力和核心竞争力
补充流动资金	31,717.11	降低流动性风险，支持未来业务扩张，助力公司实现稳定、可持续发展
合计	51,931.87	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

7.2、 公司亮点：技术领先+经验丰富，岩土工程设计龙头地位凸显

掌握多项核心技术，重大工程项目经验丰富。公司团队掌握多项核心技术，拥有多项国家专利，且均已在较大范围内进行工程应用，取得了良好的社会效益和经济效益。同时，公司与王思敬院士合作成立北京中岩大地科技股份有限公司院士专家工作站，在岩土工程技术等方面开展研究，与王思敬院士及团队联合攻关，解决技术难题，进一步提升公司在岩土领域的技术水平。此外，公司承担了多项国家级重大岩土工程项目，积累了丰富的工程实践经验。如国家会议中心二期、雄安新区城际铁路雄安站、粤港澳大湾区横琴澳门通关口岸、北京副中心新北京中心项目、新建济南东站、北京新机场、北京地铁 7 号线、北京地铁 12 号线、北京地铁 15 号线、北京地铁 4 号线、郑州市轨道交通 3 号线、来广营北路地下综合管廊工程、广西河池土壤污染综合防治示范项目等。

深度参与国家规范、标准及教材编制，行业地位凸显。公司近年来主编、参编了 20

余部国家规范及行业标准。特别是随着国家标准化改革和新型标准体系的建立，强制性规范成为工程领域标准体系的核心和基础性技术法规。公司参加了我国城乡建设领域全文强制性规范中与岩土工程相关的 3 本规范的编制工作，还主编了住房和城乡建设部组织的全国注册土木工程师（岩土）继续教育必修教材《岩土加固与处理工程技术新进展》，凸显了公司重要的行业地位。

7.3、 行业大观：绿色化、机械化、智能化三轮驱动，行业集中度提升空间大

行业趋势：建筑施工绿色化、机械化、智能化并举。岩土工程涉及的桩基和基坑围护等建设实施往往涉及挖掘、敲击、土石方运转等，传统工艺对周围有明显的影响。2017 年 3 月，住建部印发《建筑节能与绿色建筑发展“十三五”规划》，提出到 2020 年城镇镇新建建筑能效水平比 2015 年提升 20%，城镇新建建筑中绿色建筑面积比重超过 50%。随着人们环境保护意识和绿色建筑意识的增强，环境友好型建筑施工将是未来建筑行业的趋势。同时，岩土工程属于劳动密集型产业，随着未来国内劳务成本的不断提高，基坑支护、桩基工程的工艺设备将朝着低劳务用量的机械化、高效化、智能化方向发展。**行业市场零散，行业整合势在必行。**近年来房地产及基础建设投资带动建筑施工行业持续景气，吸引了众多企业的加入，导致业内中小企业数量众多，行业集中度低，单个企业市场占有率低。随着建筑可用地日趋紧张，建筑等级不断高级化，行业对企业在施工效率、节能环保、施工质量等方面都提出了更高的要求，小企业将越来越难达到相应门槛。受以上因素的影响，建筑业小企业的生存压力日益增大，未来通过兼并、重组、淘汰等手段的行业大整合有望逐步实现。

市场容量：基建聚焦补短板，岩土工程行业发展迎契机。岩土工程行业作为建筑行业的子行业，其项下的桩基和基坑支护业务涉及房地产、公用市政工程、公共设施、港口、工业厂房等众多建筑工程项目，基建聚焦补短板，铁路、轨交等建设稳步上升为行业发展提供机遇。**铁路建设方面，**中国拥有超过 12.1 万公里的铁路运营里程，近年来随着各地高铁建设规划的落地，铁路投资需求一直不减。根据《“十三五”现代综合交通运输体系发展规划》，到 2020 年，铁路营运里程将达到 15 万公里，“十三五”期间将新增 2.9 万公里，固定资产投资规模在 3.6-3.9 万亿左右，年平均投资额在 8000 亿左右。**轨道交通建设方面，**近几年我国的轨道交通一直处于快速发展的过程中。截至 2018 年，我国运营的轨道交通线路达 5,761 公里，同比增长 14.5%，近五年的复合年均增长率达到 17.8%；在建轨道交通的城市有 53 个，在建长度达 6374 公里。

表18：可比公司对比（2017-2019）：中岩大地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（%）
城地股份	89.66	27.28	11.33	18.32
中化岩土	21.17	20.81	6.03	6.30
平均	55.42	24.05	8.68	12.31
中岩大地	76.24	23.94	11.26	30.09

数据来源：Wind、开源证券研究所

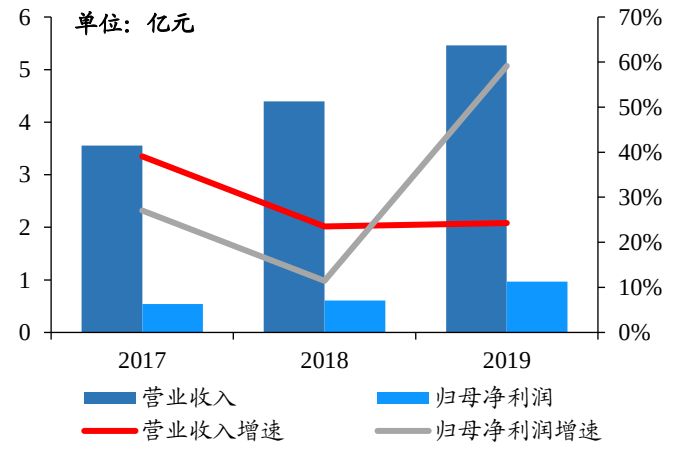
8、 奕瑞科技（A20012.SH）

8.1、 全球领先的数字化 X 线探测器生产商，业绩稳定增长

公司主营产品包括医疗类 X 线探测器、工业类 X 线探测器和其他业务，2019 年各项业务收入分别为 4.92、0.28、0.26 亿元，占总收入的比重分别为 90.1%、5.1%、4.8%。

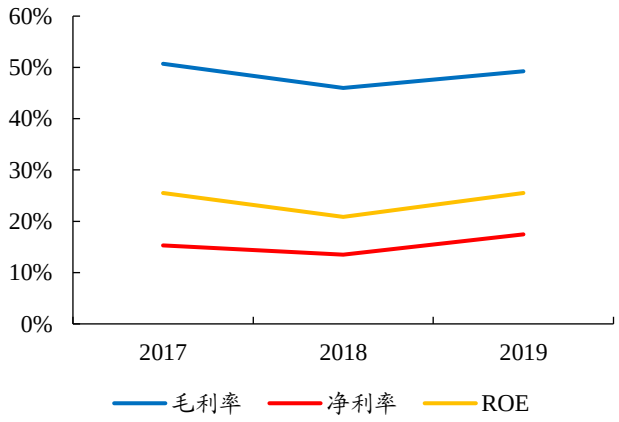
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 3.6、4.4、5.5 元，CAGR 为 31.1%，对应归母净利分别为 0.5、0.6、1.0 亿元，CAGR 为 19.0%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 50.7%、46.0%、49.3%，净利率分别为 15.3%、13.5%、17.5%，ROE 分别为 25.5%、20.9%、25.5%。随着产能释放，公司利润率提高，盈利能力改善。

图20：奕瑞科技收入稳步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：奕瑞科技盈利能力提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表19：奕瑞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
生产基地建设项目	35,000.00	突破公司当前产能瓶颈，优化公司产品结构，提高抵御市场风险能力
研发中心建设项目	25,000.00	提高自主创新能力，逐步缩小与国外探测器巨头的差距，保持产品市场竞争力，提升公司综合实力
营销和服务中心建设项目	5,000.00	缩短服务响应时间，提升全球客户交流体验和培训质量，加大新产品线的市场推广力度
补充流动资金项目	12,000.00	保证公司业务发展规划的顺利实施，优化财务结构，加强财务抗风险能力
合计	77,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

8.2、 公司亮点：技术和成本优势明显，推动国内进口替代、国外市场开拓

产品打破国外垄断，全产业链量产能力助推产品市占提升。公司是一家以全产业链技术发展趋势为导向、技术水平与国际接轨的数字化 X 线探测器生产商，目前拥有 184 项专利，其中发明专利 71 项。公司是数字化 X 线探测器进口替代进程的主导者，是国内领先的通过自主研发成功实现产业化并在技术上具备较强国际竞争力的企业。

公司成功研制出国产非晶硅平板探测器，打破国外厂商对非晶硅平板探测器的技术垄断，完成了产业链由发达国家向中国大陆的转移。公司的全产业链量产能力使得公司的产品价格较低，具有较强竞争力。在国内的摄影仪器由三甲医院向乡镇，私人医院渗透的过程中公司的市场占有率迅速增加。在全球医疗和宠物 X 射线探测器中，公司的占有率由 8.09%增至 12.91%，始终处于国内第一。公司对于国外的技术壁垒的打破正在改变该行业的竞争格局，公司的市场占有率正在加速赶超国际竞争对手。近年来，上海联影和东软医疗等国内知名医学影像设备整机供应商均开始使用公司产品。公司产品在前述公司的市场份额大幅提升，部分实现了对万睿视和佳能等进口探测器的国产替代，且替代速度呈加速趋势。

国内进口替代加速，国外市场不断开拓。2019 年，公司的国内客户占比为 44.73%，国外为 55.27%。公司在国内的营销策略主要为国产替代，先后为上海联影和东软医疗两大国内下游龙头实现批量供货，而公司在国外的营销策略主要为利用境外子公司实现和国外行业龙头实现深度合作实现。公司在 2017 年成功开拓了欧洲和韩国市场，并且开始向日本的两大行业龙头柯尼卡和富士实现了批量供货。结合公司在最早期于北美客户建立的长期合作关系，公司在业务发展的初期就已经建立了柯尼卡、锐珂、富士、西门子、飞利浦、安科锐、DRGEM、上海联影、万东医疗、普爱医疗、蓝韵影像、东软医疗等各地区龙头企业组成的全球化下游客户群，且各地区销售收入占比均衡，增强公司抗市场风险能力。

8.3、 行业大观：国内需求持续扩大，国产化进程不断加快

产业链全景：X 线探测器下游应用于各类医疗器械或 X 射线检测设备。医疗应用领域中，静态数字化 X 线探测器主流应用场景为静态拍片诊断，主要用于数字化 X 线摄影系统（DR）和数字化乳腺 X 射线摄影系统（FFDM）。动态数字化 X 线探测器主流应用场景为动态影像诊断、术中透视成像及治疗辅助定位，主要用于数字胃肠机（DRF）、数字减影血管造影系统（DSA）、C 型臂 X 射线机（C-Arm）、齿科 CBCT 及放射性治疗的相关设备。

行业趋势：新技术不断涌现，高端产品国产化进程加速。探测器领域新技术不断涌现。例如，新型探测器技术具有更高的 DQE 系数，及更广泛的环境适应性，是探测器行业的未来发展方向。面板新工艺：柔性材质是各个领域新材料的标杆，柔性工艺除了轻、薄、耐弯折以外，还可减少图像盲区，增加产品耐用性及便携性，是医疗探测成像领域未来五年内的发展趋势。由于我国数字化 X 线探测器起步较晚，目前规模生产企业仅奕瑞科技和江苏康众两家。目前，国内部分高端医学影像设备使用的数字化 X 线探测器仍依赖进口，进口价格高昂，致使我国医疗机构购置成本居高不下，设备后期维护费用高，加之国外进口仪器设备的售后服务反应速度慢、维修周期长等因素，加大了国内医疗卫生费用的支出。随着国产品牌向高端医疗设备领域渗透，高端医学影像设备核心部件国产化进程不断加快。

市场容量：全球市场稳定增长，国内市场迎高速发展契机。公司招股说明书披露，2018 年全球数字化 X 线探测器的市场规模约为 17.3 亿美元，其中医疗用产品市场份额约占 74%，工业安防产品贡献了余下的市场。预计至 2024 年，全球数字化 X 线探测器的市场规模将达到 24.5 亿美元，其中医疗用数字化 X 线探测器的市场规模约为 16.7 亿美金。在国内，2017 年，全国共有医院 3.1 万个，每个医院的 DR 平均保有量不足两台；此外，全国还有基层医疗卫生机构 93.3 万个。我国与发达国家的 DR 配置差距，形成了较大的采购需求。2011 年至 2018 年，国内 DR 市场年销售数量从

0.37 万台增加到 1.27 万台，年均复合增长率超过 19%；预计至 2022 年，市场规模将达到 1.57 万台，较 2018 年提升 23%。**工业用品方面：**相比于超声、红外、电磁等技术，X 射线较强的穿透力在终端应用中有更广泛的需求。工业无损检测目前广泛应用于机械制造、汽车、电子、铁路、航天航空、压力容器、军工等产业。目前，全球工业数字化 X 线探测器占整个市场份额相对较小，但在野外等工业现场等领域目前仍主要使用 X 线胶片，工业数字化 X 线探测器作为 X 线胶片的升级替代产品存在较大的市场上升空间。2018 年，全球工业数字化 X 线探测器的市场规模约为 1.9 亿美金，预计至 2024 年将达到 3.1 亿美元，年复合增长率超过 9%。

表20：可比公司对比（2017-2019）：奕瑞科技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（%）
开立医疗	12.59	65.29	8.10	7.47
平均	12.59	65.29	8.10	7.47
奕瑞科技	31.07	45.99	13.50	20.86

数据来源：Wind、开源证券研究所

9、 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