2020 年 07 月 05 日

中小盘研究团队

次新股说：本批寒武纪值得重点跟踪（2020 批次 24、25）

——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 10 家，科创板注册 8 家，其中寒武纪值得重点跟踪

证监会本批核发新股 10 家（上批 9 家），科创板注册 8 家（上批 8 家），核发和注册速度均加快。**传统 A 股：**力鼎光电（光学镜头设计、生产和销售）、科思股份（化学防晒剂与合成香料制造商）、申昊科技（智能电网相关技术产品的研发）、同庆楼（区域餐饮连锁店龙头）、四会富仕（印制电路板研发和生产）、新强联（大型回转支承和工业锻件生产）、交大思诺（列车运行控制系统关键设备研发）、冠盛集团（汽车零部件制造）、建霖家居（厨卫产品、净水产品等的研发、生产、销售）、图南股份（特种合金及其制品的研发、生产和销售）；**科创板：**寒武纪（人工智能芯片产品研发龙头）、艾迪药业（生产、销售人源蛋白产品，抗艾创新药研发）、伟思医疗（康复医疗器械及产品研发、销售）、三生国健（抗体药物研发）、芯朋微（模拟及数模混合集成电路设计）、慧辰资讯（国内领先的人工智能科技服务商）、震有科技（工业机器人龙头企业）、恒誉环保（数据分析服务提供商）。

其中寒武纪值得重点跟踪：公司是全球少数能提供云端、边缘端、智能终端全品类智能芯片和处理器产品的企业之一。在技术型创始人团队的带领和强大的研发队伍的支撑下，公司在云边端智能芯片设计领域均处于国内领先水平，并前瞻性布局了智能计算集群业务。随着云计算、5G、IoT 等技术的发展，人工智能芯片将迎来爆发式增长，全球人工智能芯片的市场规模预计将由 2018 年的 51 亿美元增长到 2025 年的 726 亿美元，年均复合增长率达到 46.14%。到 2024 年，中国人工智能芯片市场规模将达到 785 亿元，未来几年保持 40%-50%的增长速度。凭借在国内市场积累的先发优势，寒武纪有望充分受益于人工智能的应用。

● 本期科创板上会 5 家，A 股（不含科创板）上会 4 家，过会率均为 100%

本期科创板上会 5 家，较上期 8 家有所放缓，A 股（不含科创板）上会 4 家，较上期 2 家有所加快，过会率均保持 100%。剔除金融股后，本期传统 A 股公司平均募资约 6.4 亿元，高于上期的 5.7 亿元，科创板平均募资约 26.0 亿元，高于上期的 5.2 亿元。本期开板新股仅聚合顺一只，开板涨幅为 124.82%（上期为 348.8%），科创板上市首日平均涨幅 201.0%，低于上期的 215.7%。

● 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**（拥有首个本土二价 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）、**科博达**（汽车控制器龙头，充分受益车灯 LED 化和汽车电子化趋势）。

● 风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批甘李药业和天智航值得重点跟踪（2020 批次 22、23）》-2020.6.22

《精选层基本面跟踪报告-挂牌审核加速，受理企业成色如何？》-2020.6.18

《中小盘 IPO 专题-系列制度正式落地，创业板注册制改革加速推进》-2020.6.14

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 5.68%，表现弱于市场 4
2、 寒武纪（A20018.SH） 7
2.1、 全球领先的人工智能芯片设计公司，营收高速增长 7
2.2、 公司亮点：以人才和技术为支撑，云边端业务全覆盖 8
2.3、 行业大观：技术升级促进下游应用领域不断扩展，市场空间广阔 8
3、 艾迪药业（A19423.SH） 10
3.1、 国内领先的人源蛋白生产商，进军抗艾研发领域 10
3.2、 公司亮点：人源蛋白领域技术资源双重优势，抗艾药商用可期 10
3.3、 行业大观：人源蛋白产品需求空间广阔，政策助力艾滋、肿瘤重症医学发展 11
4、 力鼎光电（A19160.SH） 13
4.1、 国内光学镜头优质厂商，业绩高速增长 13
4.2、 公司亮点：立足中高端国际市场错位竞争，盈利能力强劲 14
4.3、 行业大观：下游应用领域不断扩展，市场空间广阔 14
5、 伟思医疗（A19463.SH） 15
5.1、 中国康复医疗器械行业的技术创新驱动型企业 15
5.2、 公司亮点：核心技术自主研发，销售网络已覆盖全国 16
5.3、 行业大观：康复医疗整体需求持续增长，细分市场发展迅速 17
6、 科思股份（A19163.SZ） 18
6.1、 化学防晒剂与合成香料制造商，盈利能力持续提高 18
6.2、 公司亮点：产品矩阵丰富，客户资源优质 18
6.3、 行业大观：下游应用领域不断扩展，市场空间广阔 19
7、 风险提示 20

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 5.68%，表现弱于市场 4
图 2： 寒武纪营收逐年增加 7
图 3： 寒武纪尚未实现盈利 7
图 4： 艾迪药业利润增速明显高于收入增速 10
图 5： 艾迪药业盈利能力呈上升趋势 10
图 6： 力鼎光电收入和利润高速增长 13
图 7： 力鼎光电 ROE 有所下滑 13
图 8： 伟思医疗收入和利润维持高速增长 16
图 9： 伟思医疗利润率有所提升 16
图 10： 科思股份利润增速高于收入 18
图 11： 科思股份盈利能力持续提高 18

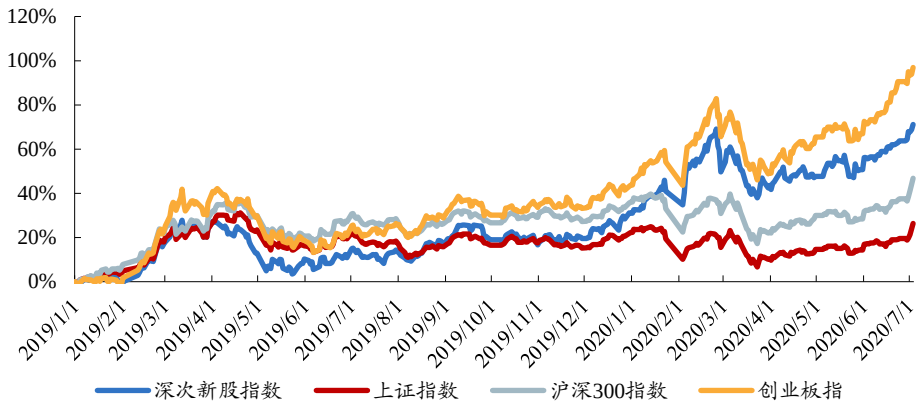
表 1： 本期传统 A 股共开板新股 1 只，平均开板涨幅 124.82% 4
表 2： 本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 201.0% 4
表 3： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 4： 本批科创板注册新股基本面一览 5
表 5： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 6

表 6: 下周科创板询价新股基本面一览 6
表 7: 公司智能芯片产品主要应用场景 7
表 8: 寒武纪募集资金的主要用途 7
表 9: 可比公司对比（2017-2019）：寒武纪成长性高于同业，盈利能力尚未转正 9
表 10: 艾迪药业募集资金的主要用途 10
表 11: 可比公司对比（2017-2019）：艾迪药业成长性优于行业平均 12
表 12: 力鼎光电募集资金的主要用途 13
表 13: 可比公司对比（2016-2018）：力鼎光电成长性和盈利能力优于行业平均 15
表 14: 伟思医疗募集资金的主要用途 16
表 15: 可比公司对比（2017-2019）：伟思医疗整体表现优于行业平均 17
表 16: 科思股份募集资金的主要用途 18
表 17: 可比公司对比（2017-2019）：科思股份成长性和盈利能力优于行业平均 20

1、 深次新股指数本期上涨 5.68%，表现弱于市场

本期（2020 年 6 月 22 日至 7 月 3 日，下同）深证次新股指数上涨 5.68%，表现弱于于上证指数（6.24%）、沪深 300 指数（7.83%）、创业板指（6.17%）。新股开板涨幅方面，本期传统 A 股共开板新股 1 只，平均开板涨幅 124.82%，低于上期 348.83%的平均开板涨幅。本期科创板共有 6 家公司上市，上市首日平均涨幅 201.0%。

图1：深次新股指数本期上涨 5.68%，表现弱于市场



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：本期传统 A 股共开板新股 1 只，平均开板涨幅 124.82%

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
605166.SH	聚合顺	2020-06-18	2020-06-30	7.05	15.85	6	124.82%
					均值	6	124.82%

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 201.0%

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
688600.SH	皖仪科技	2020-07-03	15.5	38.81	29.7	130.7%	131.6%
688528.SH	秦川物联	2020-07-01	11.33	45.43	29.62	153.4%	186.4%
688558.SH	国盛智科	2020-06-30	17.37	29.8	29.3	101.5%	155.0%
688555.SH	泽达易盛	2020-06-23	19.49	32.0	59.4	53.8%	312.4%
688518.SH	联赢激光	2020-06-22	7.81	43.0	37.1	116.1%	235.7%
688520.SH	神州细胞	2020-06-22	25.64	-	-	-	185.0%
			均值	37.8	37.0	111.1%	201.0%

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
300856.SZ	科思股份	11.00	26.21	26.36	41.24	20.70	化学防晒剂与合成香料制造商	赞宇科技、扬帆新材
300853.SZ	申昊科技	4.05	58.85	36.60	41.34	25.05	智能电网相关技术产品的研发	北京科锐、亿嘉和
A17202.SH	冠盛集团	-	23.64	15.91	13.83	16.23	汽车零部件制造	万向钱潮、正裕工业
A19184.SH	建霖家居	-	28.25	15.38	11.91	25.78	厨卫、净水产品等的生产、销售	惠达卫浴、海鸥住工
300855.SZ	图南股份	4.84	29.33	18.98	120.17	17.99	特种合金及其制品的生产和销售	钢研高纳、宜安科技
A19160.SH	力鼎光电	-	53.61	48.36	51.41	51.87	光学镜头设计、生产和销售	永新光学、联合光电
605108.SH	同庆楼	14.63	55.67	8.20	27.30	24.18	区域餐饮连锁店龙头	西安饮食、全聚德
300852.SZ	四会富仕	4.79	31.81	32.76	34.54	15.84	印制电路板研发和生产	崇达技术、兴森科技
300850.SZ	新强联	6.43	30.63	13.40	15.45	11.54	大型回转支承和工业锻件生产	五洲新春、南方轴承
300851.SZ	交大思诺	3.44	74.75	12.31	16.90	23.29	列车运行控制系统关键设备研发	辉煌科技、世纪瑞尔

数据来源：Wind、开源证券研究所

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
688336.SH	三生国健	11.77	89.25	9.00	17.42	11.04	抗体药物研发	恒瑞医药、贝达药业
688508.SH	芯朋微	3.35	37.96	16.64	33.45	18.66	模拟及数模混合集成电路设计	富满电子、士兰微
688256.SH	寒武纪	4.44	89.35	-	-	-	人工智能芯片产品研发龙头	兆易创新、汇顶科技
688580.SH	伟思医疗	3.19	73.89	47.19	65.45	33.94	康复医疗器械及产品研发、销售	心脉医疗、普门科技
688488.SH	艾迪药业	3.45	37.62	3.63	-22.20	0.10	人源蛋白生产，抗艾创新药研发	千红制药、普洛药业
688500.SH	慧辰资讯	3.84	38.11	8.85	97.18	9.12	国内领先的人工智能科技服务商	东软集团、久远银海
688418.SH	震有科技	4.24	50.10	61.33	88.44	13.08	工业机器人龙头企业	埃斯顿、机器人
688309.SH	恒誉环保	2.35	48.19	156.84	285.99	29.36	数据分析服务提供商	拓尔思、美林数据

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：开源中小盘次新股重点跟踪组合

证券代码	证券简称	7 月 3 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	75.88	171	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	71.94	90	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	160.10	290	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	202.41	226	国内 IGBT 模块领域领跑者
300782.SZ	新产业	400.90	119	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	289.11	80	人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大
603786.SH	科博达	69.50	56	汽车控制器龙头，充分受益车灯 LED 化和汽车电子化趋势

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
2020-07-08	688077.SH	大地熊	6.31	23.87	32.39	16.92	14.57	烧结钕铁硼永磁材料的生产和销售	金力永磁、正海磁材
2020-07-08	688336.SH	三生国健	11.77	89.25	9.00	17.42	11.04	抗体药物研究	恒瑞医药、贝达药业
2020-07-08	688508.SH	芯朋微	3.35	37.96	16.64	33.45	18.66	电源管理集成电路的研发和销售	士兰微、上海贝岭
2020-07-08	688418.SH	震有科技	4.24	50.10	61.33	88.44	13.08	综合通信系统供应	中兴通讯、烽火通信
2020-07-08	688589.SH	力合微	2.77	51.69	29.25	65.39	11.21	物联网通信领域芯片设计与开发	东软载波、鼎信通讯

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 寒武纪（A20018.SH）

2.1、 全球领先的人工智能芯片设计公司，营收高速增长

公司专注于人工智能芯片产品的研发与技术创新，提供丰富的芯片产品与系统软件解决方案。2019 年智能计算集群系统、云端智能芯片及加速卡、终端智能处理器 IP 三大主要业务分别实现收入 2.96/0.79/0.69 亿元，占总收入 66.7%/17.8%/15.5%。

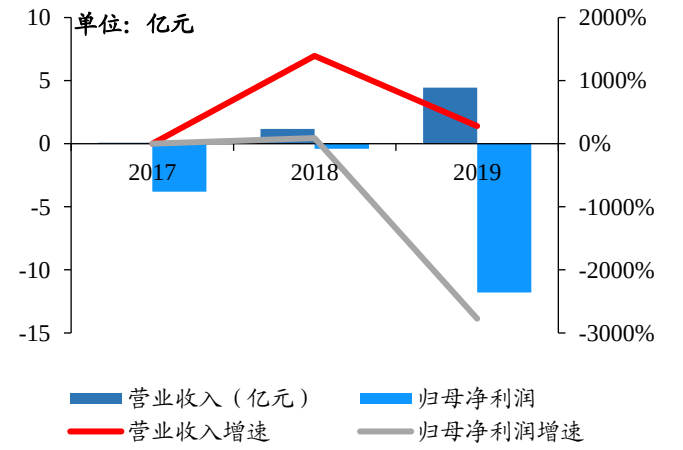
表7：公司智能芯片产品主要应用场景

应用场景	芯片需求	典型计算能力	典型功耗	典型应用领域
终端	低功耗、高能效、推理任务为主、成本敏感、硬件产品形态众多	<8TOPS	<5 瓦	各类消费类电子、物联网产品等
云端	高性能、高计算密度、兼有推理和训练任务、单价高、硬件产品形态少	>30TOPS	>50 瓦	云计算数据中心、企业私有云等
边缘端	对功耗、性能、尺寸的要求常介于终端与云端之间、推理任务为主、多用于插电设备、硬件产品形态相对较少	5TOPS 至 30TOPS	4 瓦至 15 瓦	智能制造、智能家居、智能零售、智慧交通、智慧金融、智慧医疗、智能驾驶等众多应用领域

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

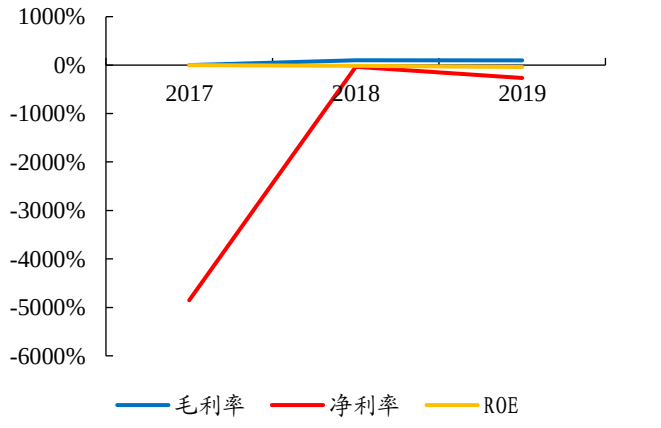
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 0.1、1.2、4.4 亿元，CAGR 为 652.3%，对应归母净利润分别为-3.8、-0.4、-11.8 亿元，毛利率分别为 100%、99.9%和 68.2%。公司毛利率下降主要因为高毛利的智能处理器 IP 业务占比明显下降。期间公司尚未实现盈利，主要因为研发支出投入高。2017-2019 年公司研发投入均超过当年营收，三年合计投入 8.13 亿元进行研发，是三年累计营收的 142.93%。

图2：寒武纪营收逐年增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：寒武纪尚未实现盈利



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：寒武纪募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
新一代云端训练芯片及系统项目	69,973.07	对公司现有的处理器芯片架构、指令集、硬件运算器和编程开发平台等技术开展升级迭代，并引入先进工艺、先进封装、先进存储以及高速片间互联等主流技术，研制新一代云端训练芯片及配套软件支撑系统。
新一代云端推理芯片及系统项目	60,016.97	本项目在现有的技术和产品积累基础上，均衡考虑成本和研发投入，采

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
		用合适的工艺、封装和存储技术，研制适用于更多应用场景、更高效、更高性价比的云端推理芯片及配套软件支撑系统。
新一代边缘端人工智能芯片及系统项目	60,072.47	本项目根据当前边缘计算与人工智能对边缘智能芯片在性能、接口、成本、功耗和尺寸等方面的需求，在现有的技术和产品积累基础上，均衡考虑成本和研发投入，研发具有多种接口、极低功耗、小封装尺寸的边缘智能芯片。
补充流动资金	90,000.00	保证公司生产经营所需资金、进一步优化资产负债结构，降低财务风险，增强公司的反应能力以及市场竞争力。
合计	280,062.51	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：以人才和技术为支撑，云边端业务全覆盖

创始团队具有深厚的芯片行业研究背景，建立了强大的研发队伍。寒武纪创始人陈天石博士曾在中国科学院计算技术研究所担任研究员（正高级职称）、博士生导师，在人工智能和处理器芯片等相关领域从事基础科研工作十余年，积累了深厚的理论功底和丰富的研发经验。公司首席技术官梁军是芯片架构专家，从业 20 多年中完成了多款高端复杂 SoC 芯片的架构 设计，累计量产芯片超亿颗。目前公司核心研发人员大多毕业于国内外著名高校或科研院所的计算机、微电子等相关专业，其中不少成员拥有多年的半导体行业从业经历。目前公司共有 680 名研发技术人员，占员工总数的 79%，其中硕士及以上学位拥有者占员工总数的 64%。成熟强大的研发团队为公司技术的快速迭代和核心竞争力的树立提供了关键的支撑。

寒武纪是全球少数能系列化提供云端、边缘端、终端全品类智能芯片和处理器产品的企业之一。云端：公司云端智能芯片思元 100 和第二代产品思元 270 均已实现量产出货，目前客户包括中科曙光、浪潮、联想等。最新的思元 290 芯片采用 7nm 先进制程，目前处于内部测试阶段，公司招股书中预计 2020 年四季度将向重点客户送样，2021 年将形成规模化收入，性能有望全球领先；**边缘端：**公司于 2019 年底推出思元 220 边缘智能芯片及 M.2 加速卡，可支持边缘计算场景下的智能数据分析与建模、视觉、语音、自然语言处理等多样化的人工智能应用。目前思元 220 芯片处于客户送样及测试阶段，公司预计 2020 年可实现规模化出货；**终端：**公司终端智能处理器产品以 IP 授权的形式广泛应用于智能手机、智能摄像头等各类智能终端。2016 年以来，公司已相继推出三代终端智能处理器，并较早实现了规模化应用。目前采用寒武纪终端智能处理器 IP 的 SoC 芯片出货量已经超过一亿颗。此外，公司前瞻性布局了**智能计算集群业务**：寒武纪是业内最早布局智能计算中心业务的企业之一，公司率先提出了“AI+IDC”的产业融合概念，基于自主研发推出了公司产品矩阵中的重点业务产品智能计算集群业务，将人工智能技术广泛应用于数据中心，引领产业与标准的融合。2019 年，公司智能计算集群系统业务实现销售收入 2.96 亿元，占主营业务收入的比重为 66.72%。截止目前，寒武纪已建成的珠海横琴及西安沣东智能计算集群是智能计算集群系统的示范项目，也是新基建中的“算力基础设施”的典型项目。

2.3、 行业大观：技术升级促进下游应用领域不断扩展，市场空间广阔

产业链全景：寒武纪主营人工智能芯片的设计，处于芯片产业链的上游。在不同细分领域，公司的竞争对手和应用场景有所不同。**云端：**云端训练芯片市场主要由英伟

达、Google、Intel、AMD 等国际厂商占据，国内寒武纪和华为海思等也在崛起。云端推断芯片市场除了上述巨头外，初创公司玩家较多。云端智能芯片主要应用于各类云服务器和数据中心。**边缘端：**目前边缘智能计算市场龙头为英伟达，寒武纪和华为海思是国内较早进入该领域的厂商。边缘智能计算可广泛应用于智能制造、智能零售、智能教育、智能家居、智能电网、智能交通等领域。**终端：**国际上终端智能处理器 IP 的提供商主要包括英国 ARM、以色列 CEVA 以及美国的 Cadence 等，国内寒武纪则是较早提供这一领域 IP 的厂商。目前终端智能芯片主要应用于智能手机，并在安防、自动驾驶、物联网等领域具有广泛的拓展空间。在产业链中游即芯片代工领域主要玩家则有台积电、联电、格芯、三星、中芯国际等，行业壁垒高。

行业趋势：新兴技术驱动智能芯片需求持续增长，人工智能算法持续演进。云计算、大数据、5G、IoT 等新兴技术驱动智能芯片需求持续增长，人工智能关键技术未来将在 5G、IoT、云计算和大数据等新兴技术日益成熟的背景下取得突破性进展。**云端芯片：**云计算和人工智能算法关系密切，未来搭载智能芯片的云计算硬件比例将大幅提升，云端智能芯片需求持续增长；**边缘端芯片：**随着 5G 时代和人工智能的发展，越来越多的数据处理需求必须在边缘侧完成，例如工厂智能控制、智能家居等，边缘智能芯片需求将迅速增长；**终端芯片：**随着智能算法和智能应用的进一步发展，手机、平板电脑等消费类电子产品对智能计算能力的需求会越来越大，汽车也逐步成为未来重要的智能终端之一，自动驾驶的应用对于车载智能芯片的需求也会迅速扩大。

市场容量：随着人工智能相关技术的进步，应用场景将更加多元化，中国人工智能芯片市场将得到进一步的发展。根据前瞻产业研究院的预测数据，未来几年内，中国人工智能芯片市场规模将保持 40%-50%的增长速度，到 2024 年，市场规模将达到 785 亿元。**云端：**根据 IDC 数据，2018 年中国智能服务器市场规模为 13.05 亿美金（约合人民币 90 亿元），同比增长 131%，到 2023 年将达到 43.26 亿美金（约合人民币 300 亿元），整体市场年均复合增长率将达到 27.08%。按照人工智能芯片占到人工智能服务器成本的 30%-35%进行测算，未来中国服务器市场对于人工智能芯片的需求有望突破 100 亿元人民币。**边缘端：**随着中国 5G 的快速商用落地，5G 产业的各项配套产业将迎来快速发展的契机，车联网、工业互联网、物联网等应用行业将逐步进入发展的新阶段。根据赛迪顾问预测，到 2022 年中国边缘计算市场规模将达到 325.31 亿元。**终端：**根据 Gartner 预测，搭载人工智能应用的智能手机出货量占比将从 2017 年的不到 10%提升到 2022 年的 80%，年销量超 13 亿部，带动终端人工智能芯片迎来高速增长;2020 年人工智能芯片在消费电子终端市场的销售规模将超过 25 亿美元。

表9：可比公司对比（2017-2019）：寒武纪成长性高于同业，盈利能力尚未转正

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（%）
虹软科技	27.74	93.27	37.27	12.67
汇顶科技	32.60	60.40	35.80	43.93
澜起科技	18.98	73.96	53.68	17.66
平均	26.44	75.88	42.25	24.75
寒武纪	652.34	68.19	-265.61	-39.28

数据来源：Wind、开源证券研究所

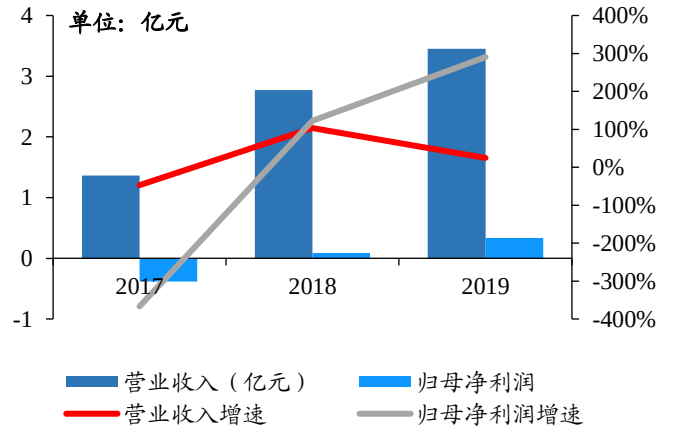
3、 艾迪药业（A19423.SH）

3.1、 国内领先的人源蛋白生产商，进军抗艾研发领域

艾迪药业主营人源蛋白的生产和销售，同时经销 HIV 诊断试剂和设备，并开展抗艾滋病等领域的创新药物研发。人源蛋白产品、HIV 诊断设备及试剂和其他药品三大业务 2019 年分别实现收入 2.6、0.5 和 0.3 亿元，占总收入比重分别为 75.2%、15.2%和 9.5%。

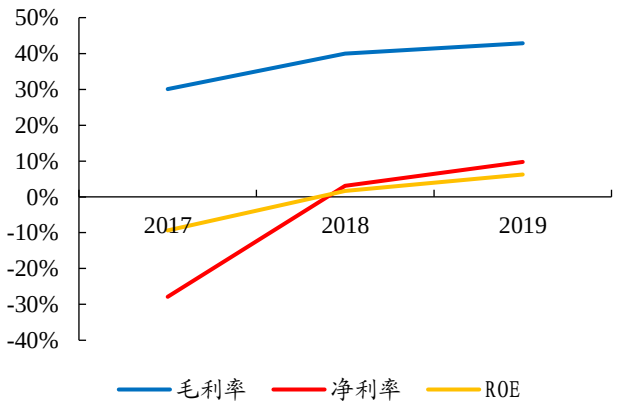
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.4、2.8、3.5 亿元，CAGR 为 59.2%，对应归母净利润分别为-0.4、0.1、0.3 亿元。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 30.1%、39.9%、42.8%，净利率分别为-27.9%、3.1%和 9.7%，ROE 分别为-9.4%、1.7%和 6.2%，盈利指标均有明显的提升。

图4：艾迪药业利润增速明显高于收入增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：艾迪药业盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：艾迪药业募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
原料药生产研发及配套设施项目	35580	项目财务内部收益率为 27.73%（所得税后），投资回收期为 6.50 年（所得税后，含建设期）
研发技术中心大楼购置项目	3,700	改善研发环境，提高研发能力
原料药生产研发及配套设施项目	20,330	为公司 ACC007、ACC008 等制剂品种的生产提供关键原料保障
偿还银行贷款及补充流动资金	15,000	降低公司借款规模，缓解公司短期偿债压力。
合计	74,610	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：人源蛋白领域技术资源双重优势，抗艾药商用可期

人源蛋白领域：国内领先的乌司他丁、尤瑞克林制剂粗品生产基地，天普生化唯一乌司他丁、尤瑞克林粗品规模供应商。公司独创人源蛋白在线吸附技术，在保证产品活性、杂质控制的基础上创造性地开发成功了主要人源蛋白产品的清洁生产工艺体系，攻克了环境污染、规模化收集纯化的技术难题，突破了人源蛋白原料收集瓶颈。得益于独创的吸附技术和上游资源采购布局，公司成为国内领先的能够大规模向下游乌司他丁、尤瑞克林制剂厂商供应粗品的生产基地，建立了和一线收集点的长期

稳固关系，构筑了吸附技术和资源禀赋的双重壁垒。公司第一大客户是全球最主要人尿蛋白质生物制药企业之一天普生化（注射用乌司他丁和注射用尤瑞克林是天普生化独家品种），公司是唯一能向天普生化规模化提供乌司他丁粗品、尤瑞克林粗品的供应商，双方形成了长期产业合作关系，公司乌司他丁粗品供货约占天普生化采购量的 90%。同时公司还积极延伸产业链，布局开发下游制剂品种，申报注射用乌司他丁在肝切除术中的新适应症，探索原料药+制剂一体化发展新路径。

艾滋病治疗领域：国产替代预期+“诊疗一体化”前瞻性商业布局。公司致力于开发全新一代非核苷类逆转录酶抑制剂 ACC007 及其复方制剂 ACC008，未来上市后可能逐步替代目前国内一线治疗方案中普遍使用的非核苷类逆转录酶抑制剂依非韦伦的市场前景，有望实现国产替代。目前 ACC007 已经获得临床试验批件，同意将直接开展 III 期临床试验，正在与国家药品审评中心沟通具体方案。ACC008 攻克制剂工艺壁垒，将 ACC007 与另外两种核苷类药物替诺福韦和拉米夫定组成单片复方制剂，日服一次、改变国内现有服药方式，预计能够减轻患者服药负担、提高依从性、减少耐药发生。此外，国内艾滋病治疗一般集中于各地指定的定点医院，HIV 诊断设备及试剂业务终端用户与药品处方用户存在高度重叠。公司通过经销美国雅培公司 HIV 诊断设备及试剂业务产品构建了国内 HIV 诊疗领域营销网络，目前覆盖全国重点区域 11 个省市，区域内患者数量约占全国 73%，为公司未来 ACC007 及 ACC008 布局销售渠道，形成“抗艾诊疗一体化”患者服务新范式。与此同时，公司已经按照 GMP 规范要求完成生产制剂车间同步建设。“诊疗一体化”业务模式有望快速提升市场占有率。

研发管线丰富、项目遴选能力突出。公司主要在研品种 12 个，核心包括 6 个 1 类新药、1 个 2 类新药。范围涉及新一代抗 HIV 非核苷类逆转录酶抑制剂、抗肝切除围手术期过度炎症反应、抗实体肿瘤、白血病等治疗领域，其中部分属于填补国内空白、疗效显著、市场前景较好的创新品种，覆盖临床前、I 期临床、III 期临床等多个阶段，形成合理梯队，为公司可持续发展提供长期动能。

3.3、 行业大观：人源蛋白产品需求空间广阔，政策助力艾滋、肿瘤重症医学发展

产业链全景：

人源蛋白领域：人源蛋白主要由男性尿液中经吸附剂吸附、解吸，经过蛋白质浓缩和沉淀技术而制得，销售给下游制剂企业用于相关制剂的原料药生产。公司主要人源蛋白下游产品为乌司他丁和尤瑞克林，随着社会的不断发展，人们的健康意识有所提升，在适应症和用药量的规范化之下，人源蛋白产品下游需求用量具备一定的潜力。

艾滋病治疗领域：公司上游承接美国雅培公司 HIV 诊断设备及试剂，目前以北京安普作为二级经销商方式经销。美国雅培公司的 HIV 诊断设备为封闭平台，采购美国雅培公司 HIV 诊断设备后，在此设备上只能使用美国雅培公司的配套 HIV 诊断试剂。下游构建国内 HIV 诊疗领域营销网络，主要以直销方式面向医院、省市疾控中心开展业务，并主要通过参加招投标或价格谈判方式获取终端订单。国家高度重视艾滋病防治工作，从 2007 年底起，要求所有的医务人员在各个医疗服务环节主动提供 HIV 的检测咨询，扩大 HIV 检测咨询服务的覆盖面。国家对艾滋病防治重视程度的不断提高及个人健康意识的增强将有效提振 HIV 诊断设备及试剂的需求。

行业趋势：

人源蛋白领域：患者、市场覆盖增加+适应症和用药量规范化+政策推动重症医学发展。公司主要人源蛋白下游产品乌司他丁为广谱蛋白酶抑制剂，目前乌司他丁制剂品种获得批准的临床适应症为急性胰腺炎、慢性复发性胰腺炎、急性循环衰竭的抢救辅助用药，多用于手术和脓毒症。在胰腺炎治疗领域，其患者基数会由于医源性因素和城镇化率提升而进一步增长。在脓毒症治疗领域，随着患者数量的逐年增长，国际上对于脓毒症概念和诊断标准也在不断进步，诊断率逐步提高，是将来抗炎抑酶药物发力的潜在领域。近年来国家出台一系列政策，大力推动中国重症医学的全面发展，加快 ICU 建设。ICU 和重症医学的发展将优化危重急诊患者的治疗，从而带动抗炎抑酶终端市场和上游人源蛋白粗品市场的发展。

艾滋病治疗领域：政府免费药物市场支出将逐步下降，医保支付渠道重要性有望大幅提升。一般来说，艾滋病药物分为政府免费治疗、医保支付、高端自费三种，目前我国抗 HIV 病毒药物市场以国家免费药物和进口药为主导（国家免费药物的市场规模约占据整体抗 HIV 病毒药物市场规模的七成以上）。随着经济水平的提高和支付意愿及能力的增强，患者追求更加有效、安全药物的诉求愈发强烈，抗艾滋病药物从以往完全国家集中采购免费治疗正在向政府免费治疗+医保支付+高端自费市场相结合转变，将是满足不同患者群体要求、提升临床用药可及性和先进性的重要趋势。公司 ACC007 和 ACC008 作为升级版的创新药物和复方制剂，拟分别发力于医保支付市场和高端自费市场，形成产品组合梯队。

市场容量：

人源蛋白领域：患者和市场覆盖的增加，适应症和用药量的规范化，以及医保的助力是乌司他丁等人源蛋白产品下游用量不断提升的主要推力。根据 IMSHealth&Quintiles 研究报告，以进院价格统计，2018 年国内抗炎抑酶市场规模达 46 亿元，2012-2018 年复合年增长率为 6%。ICU 和重症医学的发展将优化危重急诊患者的治疗，从而带动抗炎抑酶终端市场和上游人源蛋白粗品市场的发展。其中，公司主要下游产品乌司他丁制剂市场将在 2027 年约达 50 亿元，手术和脓毒症病人是助推力。乌司他丁制剂市场的增长会进一步带动乌司他丁粗品的增长，在中性情形下，预计 2027 年国内粗品市场规模约达 9 亿元。天普生化独家拥有乌司他丁注射剂品种，公司亦是目前唯一能够向天普生化规模化提供乌司他丁粗品的供应商，双方形成了较为稳固的上下游战略合作关系，市场地位较为巩固。

艾滋病治疗领域：患者基数增加、诊断率和治疗率提高、医保支付能力提升及自费人群的逐渐增加，共同推动我国抗 HIV 用药市场规模的快速提升。目前抗 HIV 用药市场规模在 15-20 亿元左右。根据 IMSHealth&Quintiles 研究报告，2027 年我国抗 HIV 药物市场规模将超过 110 亿元。预计到 2027 年，按照病人数量测算，政府免费治疗渠道约占 60%，医保支付渠道约占 36%，高端自费市场渠道约占 4%；按照金额规模测算，预计到 2027 年，医保支付渠道将占 60%，政府免费治疗渠道和高端自费市场渠道各自约占 20%。

表11：可比公司对比（2017-2019）：艾迪药业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（%）
千红制药	25.39	47.87	15.34	10.70

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（%）
普洛药业	13.97	32.37	7.67	15.66
上海莱士	15.80	64.15	23.44	5.43
平均	18.38	48.13	15.48	10.60
艾迪药业	59.17	42.85	9.75	6.24

数据来源：Wind、开源证券研究所

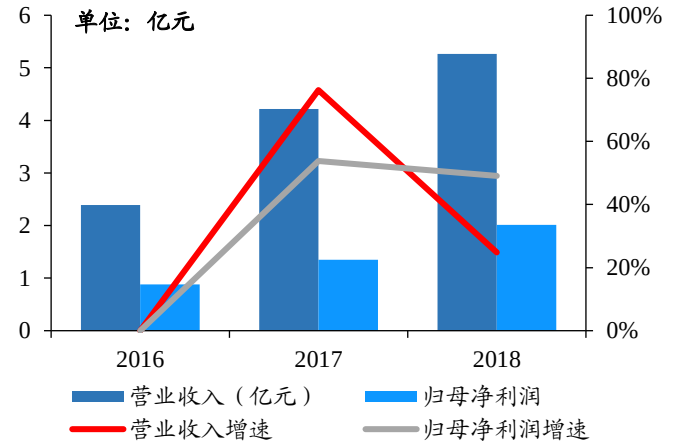
4、 力鼎光电（A19160.SH）

4.1、 国内光学镜头优质厂商，业绩高速增长

力鼎光电专注于光学镜头的设计、生产和销售业务，广泛应用于安防视频监控、车载成像系统、新兴消费类电子、机器视觉等领域。光学镜头是公司主营产品，2016、2017、2018 年分别实现收入 2.1、3.9 和 4.9 亿元，占总收入比重分别为 87.3%、91.8%和 93.6%。出口业务是公司重要的收入和利润来源。2016、2017、2018 年公司主营业务中境外销售收入分别为 1.6、3.0 万元和 4.1 万元，占主营业务收入的比重分别为 65.8%、70.9%和 78.2%。

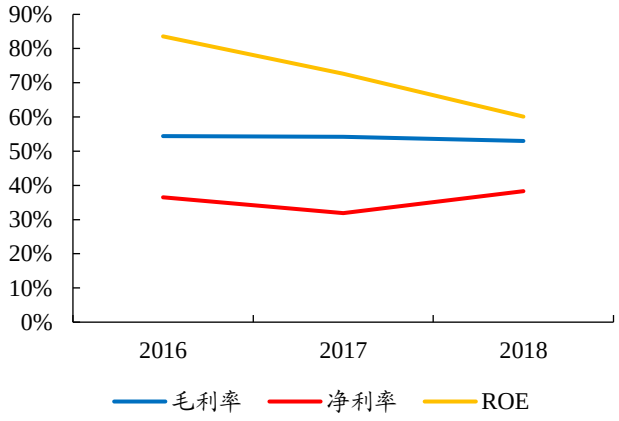
公司 2016、2017、2018 年营业收入分别为 2.4、4.2、5.3 亿元，CAGR 为 48.4%，对应归母净利润分别为 0.9、1.4、2.0 亿元，CAGR 达 51.4%。2016 至 2018 年，公司毛利率分别为 54.4%、54.2%、53.0%，净利率分别为 36.5%、31.9%、38.3%，ROE 分别为 83.6%、72.6%和 60.1%，利润率基本稳定，ROE 下降明显。

图6：力鼎光电收入和利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：力鼎光电 ROE 有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：力鼎光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
光学镜头智能制造项目	45837.93	项目完全达产当年可实现销售收入 4.26 亿元，投资回收期为 5.46 年（含建设期），内部收益率为 21.33%（税后），按 12%折现率计算净现值 1.72 亿元。
研发中心升级项目	8862.60	提升公司核心技术能力，增强公司的竞争优势。
合计	54700.53	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：立足中高端国际市场错位竞争，盈利能力强劲

公司毛利率多年保持在 50%以上，大幅超过同行业可比公司。赛道选择、技术优势和客户资源优势是力鼎光电高毛利的主要原因。公司在竞争较为激烈的国内安防视频监控市场参与程度较低，而将主要精力放在国际安防视频监控、新兴消费类电子、机器视觉等市场，以高性价比获取国际市场客户。此外，通过多年的技术积累，公司已获得专利 64 项，其中发明专利 9 项，如超低照度、广角无畸变等行业领先的技术，相关的星光级视频监控镜头、鱼眼镜头等产品在业内享有盛誉，使得公司在市场上具有较强的议价能力，因此公司的毛利率较高。公司终端品牌客户以下游细分领域国外知名一线厂商为主，产品应用以中高端安防视频监控和新兴消费类电子为主，终端品牌客户对于自身产品一致性、产品性能等的要求显著高于其他厂商，愿意为性能和品质更好的光学镜头支付更高的价格。

4.3、 行业大观：下游应用领域不断扩展，市场空间广阔

产业链全景：光学镜头行业的上游为光学元件、电子元件、机械结构件等，其中核心是光学材料（如光学玻璃、光学塑料等）和光学元件。上游原材料，特别是光学材料、光学元件的价格波动、质量水平对光学镜头的成本和品质影响较大。总体而言，目前上游原材料市场处于充分竞争状态，供应充足、价格稳定。光学镜头行业具有较强的下游联动性，行业的发展与下游应用领域的市场需求和发展趋势变化紧密相关。目前，智能手机、安防视频监控、车载成像系统是光学镜头三个最大的下游应用领域。同时，智能家居、无人机、视讯会议、VR/AR 设备、运动 DV、3DSensing、计算机视觉、数码相机/摄像机等新兴消费类电子以及机器视觉等不断扩展着光学镜头应用领域的广度和深度。

行业趋势：下游应用场景不断拓展，光学镜头产业链逐渐向中国转移。近年来，随着移动互联网、物联网、人工智能等技术快速发展，光学镜头的应用领域进一步丰富，机器视觉、自动驾驶、智能家居、视讯会议、运动 DV、VR/AR 设备、无人机、3DSensing、计算机视觉等热门应用领域层出不穷，为光学镜头产业的持续发展注入了新的动力。应用持续革新的浪潮推动光学镜头产品和技术的革新，对光学镜头厂商的综合创新能力提出了更高的要求，能够紧跟市场动态，针对不同实际应用场景进行深度开发，并在第一时间向客户提供合适的光学成像解决方案和光学镜头产品的厂商将获得更大的竞争优势。光学镜头产业自诞生至今已经历超过百年的发展历程，早期的光学镜头产业主要集中在德国和日本。进入 21 世纪，光学镜头制造向中国台湾、大陆转移：一方面，以苹果等智能手机为代表的消费类电子产品快速成长，带动了以生产塑料镜头为主的大立光、玉晶光电等中国台湾企业迅速成为全球光学镜头的龙头企业；另一方面，随着中国安防视频监控、汽车产业以及新兴消费类电子等产业的发展，中国大陆光学镜头厂商逐步成长，经过数十年的技术和经验积累，涌现了舜宇光学、凤凰光学、联合光电、福光股份、宇瞳光学、联创电子及力鼎光电等上规模厂商，已成为相关市场领域重要的参与者。

市场容量：目前，智能手机、安防视频监控、车载成像系统是光学镜头三个最大的下游应用领域。此外，新兴消费类电子以及机器视觉等不断扩展着光学镜头应用领域的广度和深度。

(1)安防视频监控领域：2011-2016 年全球安防视频监控设备市场五年间的复合增长率为 18.10%，2016 年总体规模已达到 3,010 亿元；未来几年，全球安防视频监控设备市场仍将保持高速增长，预计 2021 年全球安防视频监控设备市场总体规模将提升至

4,600 亿元，其中中国安防视频监控设备市场规模 1,693 亿元，占全球市场的 36.8%。TSR 研究报告预计 2017-2021 年间全球安防视频监控领域镜头的出货量的复合增长率将保持在 7.2%左右，至 2021 年全球安防视频监控领域镜头的出货量将达到 24,550 万件；预计 2017-2021 年间全球安防视频监控镜头的销售金额的复合增长率将保持在 6.6%左右，至 2021 年全球安防视频监控镜头的销售金额将达到 8.27 亿美元。

(2)车载成像系统：根据 TSR 研究报告显示，车载镜头出货量从 2014 年的 4,523.4 万件增长至 2016 年的 7,414.3 万件，复合增长率 28%，未来几年出货量将从 2017 年的 8,880.7 万件增长至 2021 年的 14,319.2 万件，复合增长率 12.7%；销售金额从 2014 年的 3.03 亿美元增长至 2016 年的 3.95 亿美元，复合增长率 14.2%，未来几年销售金额将从 2017 年 8.00 亿美元到 2021 年的 10.59 亿美元，复合增长率 7.3%。

(3)新兴消费类电子：以智能家居为例，根据 Market Research Future 的研究，2017-2023 年全球家用摄像头市场的年复合增长率预计将达到 11%，预计到 2023 年其市场规模将可达到 80 亿美元。根据 Technavio 的研究，预计 2018-2022 年全球智能门铃市场将迎来飞速发展，年复合增长率高达 69%，增长 35.91 亿美元

表13：可比公司对比（2016-2018）：力鼎光电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（%）	2018 年毛利率（%）	2018 年净利率（%）	2018 年 ROE（%）
宇瞳光学	31.01	22.51	9.83	17.35
永新光学	15.47	40.03	21.71	19.99
联合光电	26.23	22.34	6.19	8.95
平均	24.24	28.29	12.58	15.43
力鼎光电	48.36	52.98	38.30	60.10

数据来源：Wind、开源证券研究所

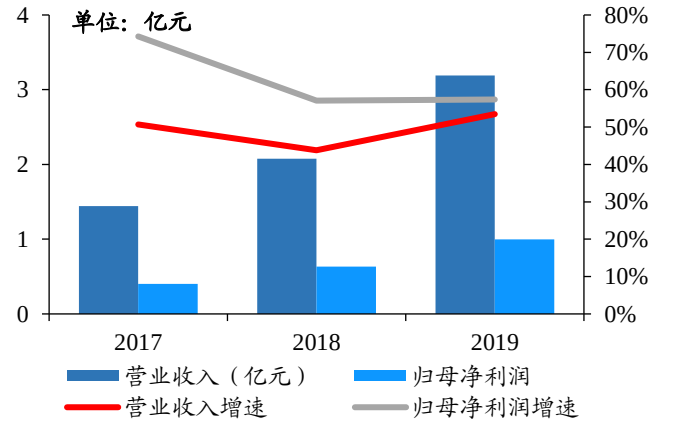
5、 伟思医疗（A19463.SH）

5.1、 中国康复医疗器械行业的技术创新驱动型企业

伟思医疗是中国康复医疗器械行业的技术创新驱动型企业，致力于在盆底及产后康复、神经康复、精神康复等细分领域为医疗及专业机构提供安全、有效的康复产品及整体解决方案。目前公司产品主要为电刺激类、磁刺激类、耗材及配件设备、电生理类等康复医疗器械及产品，2019 年所占收入比重分别为 45.84%、21.76%、17.04%、10.50%。

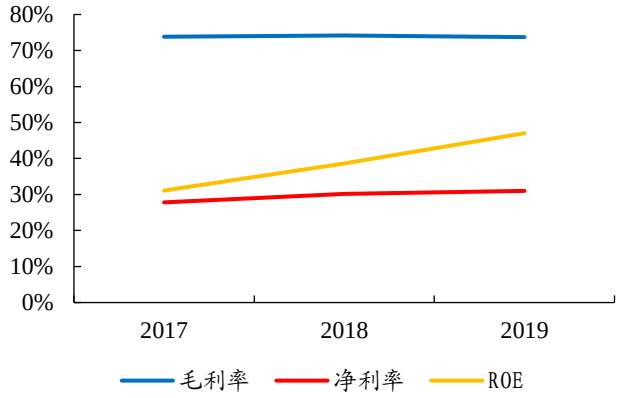
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.4、2.1、3.2 亿元，CAGR 为 48.6%，对应归母净利润分别为 0.4、0.6、1.0 亿元，CAGR 为 57.2%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 73.8%、74.2%、73.7%，净利率分别为 27.8%、30.2%、31.0%，ROE 分别为 31.1%、38.6%、47.0%，盈利指标有明显的提升。

图8：伟思医疗收入和利润维持高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：伟思医疗利润率有所提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：伟思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
研发中心建设项目	19,725.00	项目的实施有利于扩展公司核心技术的应用场景，丰富产品的功能，对核心技术承继发展具有重要作用。
信息化建设项目	4,475.00	以信息化、智能化系统代替传统的人员监管，大幅提升公司运维管理信息化程度，形成一整套完善的客户售后服务体系，提升提高公司管理水平和运营效率。
康复设备组装调试项目	7,486.00	公司提升产品组装调试能力，可以更好的满足客户对公司产品的供货响应要求，有利于公司核心技术的相关产品的推广应用。
营销服务及品牌建设储备资金	15,000.00	增强公司对市场和目标客户的影响力，培养客户基于公司产品的使用习惯，支持公司销售业绩不断提升。
合计	46,686.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：核心技术自主研发，销售网络已覆盖全国

公司凭借持续的高研发投入树立起技术优势，同时通过全国化销售网络布局推动产品渗透。公司董事长兼总经理王志愚长期致力于康复医疗器械领域的研究与开发，同时非常重视对公司研发能力的培养。截至 2019 年底，公司研发人员占员工总数的 17.67%，研发投入占收入的比重长期维持在 9%左右。经过多年的积累，公司已经在电刺激、磁刺激、电生理等领域掌握了自有知识产权。公司生产的经颅磁刺激仪和盆底功能磁刺激仪，完全自主研发，是业内少数摆脱对国外技术依赖的产品。凭借核心技术壁垒，公司实现了相当高的盈利水平，2019 年两款磁刺激类产品的平均毛利率分别达到 84.08%、82.18%。销售端，公司早期是国外 TT 等医疗器械公司的中国代理商，早在 2009 年之前就架设了完整的营销推广体系。公司多年来打造了实力强劲的经销商团队，数百家经销商遍布全国，产品终端覆盖国内 30 个省份、直辖市及自治区，打入 6000 余家科室和专业机构。2019 年，伟思医疗经销模式销售金额占主营业务收入比例已经高达 99.09%，并且与各大经销商建立了长期稳固合作关系。凭借技术优势和渠道优势，公司已建立起了一定的市场优势地位。根据 Frost&Sullivan 数据，在国内电刺激类康复医疗器械市场、磁刺激类康复医疗器械市场和电生理类康复医疗器械市场，公司医疗器械产品的市场占有率分别为 17.31%、18.64%和 4.64%。

5.3、 行业大观：康复医疗整体需求持续增长，细分市场发展迅速

产业链全景：电刺激治疗技术被广泛应用于盆底及产后康复领域、神经康复和精神康复等领域，其中以盆底及产后康复和神经康复最为主要。盆底及产后康复适应症主要针对产后女性或中老年妇女中常见的盆底功能障碍，如尿失禁、盆腔脏器脱垂、排便障碍、腹直肌分离、腰背痛、产后疼痛、子宫复旧等症状。公立及民营医院妇产科、妇幼保健专科医院、医院康复科及康复医院等医疗机构均可提供专业的盆底及产后康复服务，此外，一些民营非医疗机构，比如月子中心和专业产后康复中心也是盆底及产后康复服务的重要提供者。神经康复适应症主要是针对脑卒中、帕金森等中枢神经或周围神经损伤所致的运动功能障碍，如偏瘫、肌萎缩、肌力低下、步行障碍、手功能障碍等。磁刺激技术是继电刺激技术之后发展起来并逐步得到应用的新型康复医疗技术，产品以经颅磁刺激仪、盆底功能磁刺激仪为主，临床主要应用于精神康复、神经康复和盆底及产后康复领域。

行业趋势：神经系统疾病发病率持续增长的趋势决定了康复治疗在神经康复中越来越重要的地位，刚性康复医疗需求将持续上升。我国拥有庞大的神经康复市场，随着社会老龄化和城市化进程加速，居民不健康生活方式较为普遍，以脑卒中为代表的神经系统疾病患者数量持续上升，康复医疗服务需求将持续增加。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2018 年我国脑卒中患病人数已达 1,600 万人以上，并呈现发病率逐年提高、患者年轻化的趋势。随着经颅磁刺激在脑卒中康复治疗的应用逐渐成熟，其渗透率将不断提高。

市场容量：康复医疗器械市场处于高速发展期，市场扩容空间广阔。随着人口老龄化的加快、慢性病患者数量逐年增加、二胎政策放开后产妇数量的增加及其他因素的推动，我国康复医疗服务及康复医疗器械需求还将持续增长。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014-2018 年，中国的康复医疗器械市场规模从 115 亿元增长至 280 亿元，年均复合增长率为 24.9%，增速高于医疗器械行业整体市场，预计我国康复医疗器械市场规模将以 19.1%的复合年增长率增长至 2023 年的 670 亿元。公司的医疗器械类产品主要聚焦于电刺激、磁刺激、电生理和康复机器人，这 4 个领域技术发展迅速，市场处于快速发展阶段，尤其是磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场刚刚起步，预计未来将有较大增长空间。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2014-2018 年，公司聚焦的 4 个细分康复医疗器械市场从 7.2 亿元增长至 16.6 亿元，年均复合增长率达 23.0%，预计我国以上 4 个细分康复医疗器械市场规模将以 32.2%的复合年增长率增长至 2023 年的 66.9 亿元。

表15：可比公司对比（2017-2019）：伟思医疗整体表现优于行业平均

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（%）
心脉医疗	42.16	79.35	42.48	24.67
普门科技	29.81	60.51	23.79	13.77
迈瑞医疗	21.72	65.24	28.30	27.91
平均	31.23	68.36	31.52	22.12
伟思医疗	48.55	73.71	31.01	47.03

数据来源：Wind、开源证券研究所

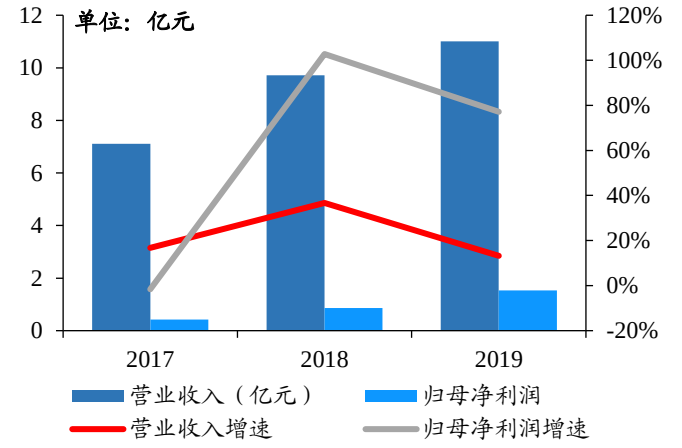
6、 科思股份（A19163.SZ）

6.1、 化学防晒剂与合成香料制造商，盈利能力持续提高

公司主要从事日用化学品原料的研发、生产和销售，产品包括防晒剂等化妆品活性成分、合成香料等。2019 年上半年化妆品活性成分及其原料/合成香料分别占主营业务收入的 74.7%/20.9%。公司产品在国际市场上具有较强的竞争力，2016-2018 年国外业务收入占比高达 91.6%/90.0%/88.8%。

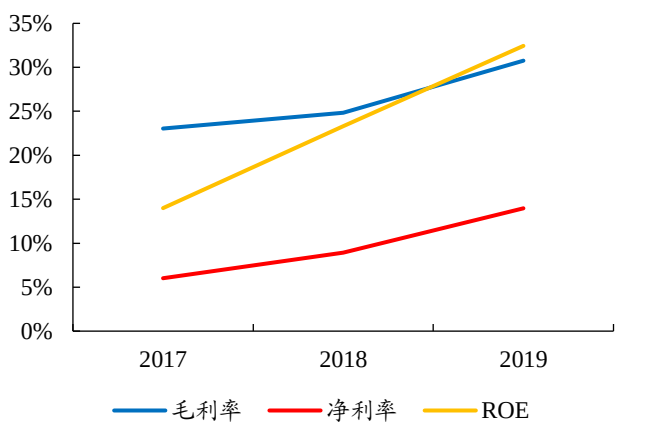
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 7.1、9.7、11.0 亿元，CAGR 为 24.4%，对应归母净利润分别为 0.4、0.9、1.5 亿元，CAGR 达 89.5%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 23.0%、24.8%、30.8%，净利率分别为 6.0%、8.9%、14.0%，ROE 分别为 14.0%、23.3%、32.4%，盈利能力持续提高。

图10：科思股份利润增速高于收入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：科思股份盈利能力持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表16：科思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
马鞍山科思化学有限公司 25000t/a 高端日用香原料及防晒剂配套项目（一期工程）	43,000.00	本项目达产期 4 年，预计投产后第一年生产负荷达到设计产能的 40%，第二年 60%达产，第三年 80%达产，第四年全额达产。投资回收期（税后）8.58 年，预期投资收益率 14.14%。
安徽圣诺贝化学科技有限公司研发中心建设项目	6,160.00	显著提升公司的技术水平，更好地满足下游客户的需求，提升公司的行业竞争地位，为公司的可持续发展打下坚实的基础。
偿还公司及子公司银行贷款	10,000.00	偿还银行贷款项目实施后，则 2019 年 6 月末公司的合并资产负债率将由 48.36%降低为 37.13%，流动比率和速动比率均有所提高。
补充流动资金	5,000.00	
合计	64,160.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、 公司亮点：产品矩阵丰富，客户资源优质

丰富的产品矩阵是公司技术产业化的核心载体，公司以产品为主导，重视产品的研发与产业化，形成了丰富的产品线。公司的防晒剂产品已覆盖目前市场上主要化学防晒剂品类，且涵盖了 UVA、UVB 的所有波段，可为不同需求的下游客户提供其所

需的产品。目前，公司已具备同时生产多种防晒剂系列产品的能力，依靠丰富的产品线和稳定的质量与下游客户建立了稳定的合作关系，成为防晒剂市场中的有力竞争者。公司的化妆品活性成分及其原料主要客户包括帝斯曼、拜尔斯道夫、宝洁、欧莱雅、默克等化妆品公司和专用化学品公司；公司的合成香料客户包括奇华顿、芬美意、IFF、德之馨、高砂、曼氏、高露洁等全球知名的香料香精公司和口腔护理品公司。公司下游客户基本涵盖了全球各国知名品牌化妆品生产企业和香精香料公司。优质的客户群体为公司未来的发展奠定了坚实的基础。

6.3、 行业大观：下游应用领域不断扩展，市场空间广阔

产业链全景：原材料供应商众多，下游需求稳定增长。公司产品的主要原材料包括甲苯、苯酚、异丁烯、三氯化铝等，在我国都属于市场规模较大、供应商数量较多的基础化学原料，能够满足国内精细化工行业的生产需要。但基础化学原料大多来自于石油，其价格与国际原油价格直接相关，且易受产量变动、政治因素的影响出现波动，进而影响到行业内公司原材料的采购价格。另外，在环保监管愈发严格的大环境之下，部分基础化工企业被限产甚至关停，一定程度上推高了精细化工行业的原材料采购价格。化妆品活性成分、合成香料被广泛应用于与人民生活密切相关的如化妆品、洗涤用品、口腔护理品等日用化学品行业中，随着下游行业的快速发展和应用领域的不断拓展，在未来较长时期内，化妆品活性成分、合成香料的消费量将会持续稳定的增长。

行业趋势：防晒等化妆品活性成分需求增加，国内企业的竞争地位逐步提高。经历较长时间的发展后，化妆品行业的整体规模和消费者数量都有了极大的提升，在消费者的健康知识和意识全面升级的大背景之下，对于紫外线伤害的处理方式也逐步由事后修补向事前防护过渡。除了防晒产品市场规模增大能够相应带动防晒剂等活性成分的市场规模外，消费者的专业化也将进一步强化这一趋势。日趋专业化的消费者不再单纯地依靠广告宣传和导购员的介绍挑选产品，而是会通过了解各种成分的功能和特性来对产品的功能性和安全性作出判断。这决定了化妆品厂商需要提供更优质的活性成分并提高活性成分在产品中所占比例以满足消费者的需求，带动了相关活性成分市场的发展。近年来，随着全球精细化工产业向发展中国家尤其是中国转移，以及中国精细化工企业自身在研发投入、产品品质等方面能力的持续提高，已经有部分企业在软件环境和硬件设施上具有参与全球竞争的能力，逐步进入国际化妆品公司的供应商名单中，建立起长期稳定的合作，获取更高比例的利润。具有较高技术水平、质量稳定性好和较低成本的国内化妆品活性成分龙头制造商将逐渐扩大产品出口市场，实现对国外同类产品的替代。

市场容量：国民防晒意识增强，防晒品行业增速高于国外。根据 Euromonitor 预测，受新兴市场国家消费升级需求拉动，全球日化行业市场 2016 年-2020 年复合增速为 6.0%；国内日化行业市场 2016 年-2020 年复合增速达 10.8%。防晒产品市场方面，近些年来，随着相关护肤、化妆和保养知识的日益丰富和事前预防观念的不断增强，更多的消费者也开始愈发注重防晒产品的日常使用。根据 Euromonitor 统计，全球防晒产品市场在 2016 年市场规模约为 80 亿美元，至 2021 年期间将以年均 6%的复合增长率继续增长。由于国民收入提高、户外活动及旅游增加、护肤意识加强等原因，防晒产品在中国市场的增长显著高于国际市场。2016 年我国防晒用品市场规模为 55.35 亿元，占化妆品整体市场 1.7%的份额；2012-2016 年防晒用品市场的年均复合增长率为 8.1%。预计在 2021 年市场规模达到 82.36 亿元人民币，复合增长率约为 8.27%。随着中国化工行业的发展和国内化妆品行业市场规模的快速增加，质量优异

并且拥有成本优势的国内防晒剂企业开始纳入国际化妆品原料供应体系，拥有了更广阔的发展空间。

表17：可比公司对比（2017-2019）：科思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（%）
赞宇科技	-2.41	16.34	5.92	14.32
扬帆新材	8.27	40.36	19.75	13.86
爱普股份	3.17	20.36	6.88	7.43
平均	3.01	25.68	10.85	11.87
科思股份	24.41	30.76	13.97	32.44

数据来源：Wind、开源证券研究所

7、 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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835