2020 年 06 月 22 日

中小盘研究团队

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）

——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 9 家，科创板注册 8 家，其中甘李药业和天智航值得重点跟踪

证监会本批核发新股 9 家（上批 5 家），科创板注册 8 家（上批 6 家），核发和注册速度均加快：甘李药业（重组胰岛素类似物生产商）、葫芦娃（儿科用药生产的中药企业）、美瑞新材（中高端 TPU 提供商）、中船汉光（OPC 鼓国产化和产业化）、锦盛新材（化妆品塑料包装容器提供商）、江西国光（江西本土连锁商超）、胜蓝股份（电子连接器及精密零组件提供商）、首都在线（互联网数据中心服务提供商）、捷安高科（计算机仿真实训系统研发商）、天智航（骨科手术导航定位机器人研发）、山大地纬（信息化解决方案提供商）、中科星图（数字地球产品研发与产业化）、埃夫特（工业机器人研发）、云涌科技（工业信息安全产品提供商）、国盾量子（量子通信产品及技术服务提供商）、迪威尔（视听信息技术解决方案）、皖仪科技（分析检测仪器及相关技术服务提供商）。

其中甘李药业和天智航值得跟踪：甘李药业是国内首家实现重组胰岛素类似物产业化生产的企业，同类产品价格较进口低 20%，成本优势明显。我国糖尿病患者已超 1 亿人且仍在持续增长，而人均医疗费用仅有美国的 4%，市场扩张空间广大。公司胰岛素产品在国内样本医院市场市占率由 2011 年的 1.01%上升至 2015 年的 2.65%，未来有望充分受益于糖尿病治疗药物市场的进口替代趋势。**天智航是国内骨科手术导航定位机器人领域龙头，产品渗透空间广阔。**中国每年骨创伤病例高达 2000 万个，其中 79.4%需要进行手术治疗，而截至 2019 年公司产品累计实施 5371 例手术，手术机器人使用比例极低。随着骨科手术机器人在辅助精准治疗方面的作用逐步被接受，公司产品将加速渗透并带来规模效应。

● 本期科创板上会 15 家，A 股（不含科创板）上会 8 家，过会率均为 100%

本期科创板上会 15 家，较上期 18 家有所放缓，A 股（不含科创板）上会 8 家，较上期 6 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 5.7 亿元，低于上期的 5.5 亿元，科创板平均募资约 5.2 亿元，低于上期的 9.4 亿元。本期开板新股平均开板涨幅达 348.8%（上期为 175.5%），主因万泰生物拉高平均涨幅，科创板上市首日平均涨幅 215.7%，高于上期的 193.8%。

● 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

《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

《中小盘 IPO 专题-从科创板看创业板注册制改革（打新篇）：市场充分博弈，收益值得期待》-2020.6.13

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 3.52%，表现强于沪市 4
2、 天智航（688277.SH） 7
2.1、 专注于骨科手术导航定位机器人研发，营收高速增长 7
2.2、 公司亮点：国内骨科手术机器人行业领军企业，骨科手术机器人领域销量和手术量第一 8
2.3、 行业大观：急需骨科手术机器人解决痛点，市场需求大 8
3、 甘李药业（603087.SH） 9
3.1、 国内重组胰岛素类似物生产领先企业，业绩高速增长 9
3.2、 公司亮点：掌握重组胰岛素类似物生产核心技术，价格优势明显 10
3.3、 行业大观：胰岛素市场潜在空间大，重组胰岛素类似物加速渗透 11
4、 葫芦娃（605199.SH） 12
4.1、 国内少数专注儿科用药研发生产的中药企业，业绩高速增长 12
4.2、 公司亮点：儿科用药产品体系、剂型完整，品牌优势明显，配送商模式毛利高 13
4.3、 行业大观：医药制造行业市场规模庞大，儿科用药需求旺盛 14
5、 云涌科技（688060.SH） 15
5.1、 工业互联网领域高新技术企业，业绩高速增长 15
5.2、 公司亮点：自研平台高效满足客户定制产品的需求，产品市占率高 16
5.3、 行业大观：工业信息安全行业向定制化方向发展，市场增速明显 17
6、 中科星图（688568.SH） 18
6.1、 国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，营收高速增长 18
6.2、 公司亮点：突破多项技术瓶颈，第五代 GEOVIS 数字地球产品行业领先 19
6.3、 行业大观：数字地球需求领域广，地理信息行业规模高速发展 20
7、 风险提示 21

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 3.52%，表现强于沪市 4
图 2： 天智航收入高速增长 7
图 3： 天智航毛利率呈上升趋势 7
图 4： 甘李药业收入和利润重回增长 10
图 5： 甘李药业盈利能力强 10
图 6： 葫芦娃收入和利润高速增长 13
图 7： 葫芦娃盈利能力呈上升趋势 13
图 8： 云涌科技收入和利润加速增长 16
图 9： 云涌科技盈利能力呈上升趋势 16
图 10： 中科星图收入和利润高速增长 18
图 11： 中科星图整体盈利能力较强 18

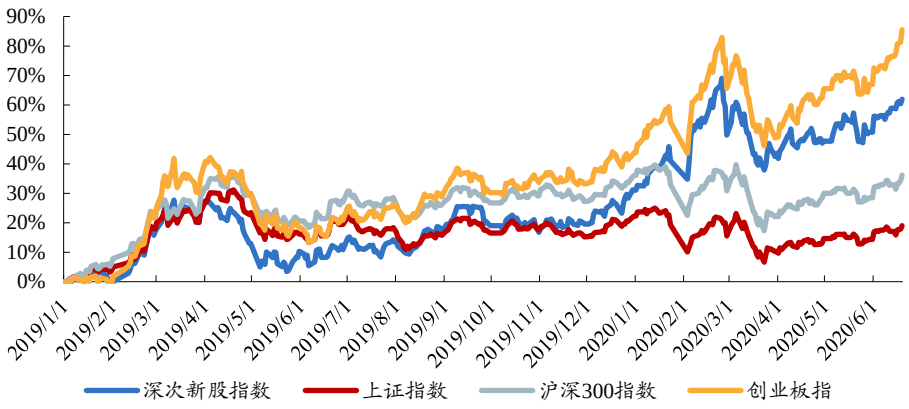
表 1： 本期传统 A 股共开板新股 8 只，平均开板涨幅 348.83% 4
表 2： 本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 215.7% 4
表 3： 本批核发批文新股基本面一览 5
表 4： 本批科创板注册新股基本面一览 5
表 5： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 6

表 6: 下周科创板询价新股基本面一览 6
表 7: 天智航募集资金的主要用途 7
表 8: 可比公司对比（2017-2019）：天智航成长性和盈利能力优于行业平均 9
表 9: 甘李药业募集资金的主要用途 10
表 10: 可比公司对比（2017-2019）：甘李药业盈利能力优于行业平均 12
表 11: 葫芦娃募集资金的主要用途 13
表 12: 可比公司对比（2017-2019）：葫芦娃整体表现优于行业平均 15
表 13: 云涌科技募集资金的主要用途 16
表 14: 可比公司对比（2017-2019）：云涌科技成长性和盈利能力优于行业平均 18
表 15: 中科星图募集资金的主要用途 19
表 16: 可比公司对比（2017-2019）：中科星图成长性和盈利能力优于行业平均 21

1、 深次新股指数本期上涨 3.52%，表现强于沪市

本期（2020 年 6 月 8 日至 6 月 19 日，下同）深证次新股指数上涨 3.52%，表现强于于上证指数（1.26%）、沪深 300 指数（2.44%）,弱于创业板指（7.07%）。新股开板涨幅方面，本期传统 A 股共开板新股 8 只，平均开板涨幅 348.83%，高于上期 175.50%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 215.7%。

图1：深次新股指数本期上涨 3.52%，表现强于沪市



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 8 只，平均开板涨幅 348.83%

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
300838.SZ	浙江力诺	2020-06-08	2020-06-18	10.78	28.55	8	164.84%
300837.SZ	浙矿股份	2020-06-05	2020-06-18	17.57	48.80	9	177.75%
600918.SH	中泰证券	2020-06-03	2020-06-16	4.38	14.25	9	225.34%
002989.SZ	中天精装	2020-06-10	2020-06-15	24.52	46.99	3	91.64%
601827.SH	三峰环境	2020-06-05	2020-06-10	6.84	11.26	3	64.62%
605168.SH	三人行	2020-05-28	2020-06-10	60.62	205.82	9	239.52%
300835.SZ	龙磁科技	2020-05-25	2020-06-10	20.00	73.95	12	269.75%
603392.SH	万泰生物	2020-04-29	2020-06-09	8.75	145.00	26	1557.14%
					均值	10	348.83%

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 215.7%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格（元）	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发 PE/行业平均 PE	上市首日涨幅
688505.SH	复旦张江	2020-06-19	8.95	46.93	41.8	112.3%	313.4%
688106.SH	金宏气体	2020-06-16	15.48	43.93	21.88	200.8%	151.5%
688004.SH	博汇科技	2020-06-12	28.77	35.5	59.5	59.8%	340.7%
688599.SH	天合光能	2020-06-10	8.16	27.6	24.1	114.7%	110.9%

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
688157.SH	松井股份	2020-06-09	34.48	30.2	20.3	148.7%	166.8%
688312.SH	燕麦科技	2020-06-08	19.68	32.3	39.4	81.9%	210.9%
			均值	36.1	34.5	119.7%	215.7%

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
300848.SZ	美瑞新材	6.49	20.41	32.99	42.63	29.87	中高端 TPU 提供商	万华化学、汇得科技
605199.SH	葫芦娃	13.06	57.30	42.08	72.56	13.87	专注儿科用药研发生产的中药企业	葵花药业、贵州百灵
300847.SZ	中船汉光	8.16	20.95	14.21	28.97	10.37	OPC 鼓国产化和产业化	恒久科技、鼎龙股份
300849.SZ	锦盛新材	3.43	34.24	11.63	0.77	17.48	化妆品塑料包装容器提供商	通产丽星、裕同科技
605188.SH	江西国光	25.27	25.07	0.67	5.85	18.19	江西本土领先的连锁商超	红旗连锁、步步高
603087.SH	甘李药业	28.95	91.75	16.09	10.16	25.19	重组胰岛素类似物生产	通化东宝、智飞生物
300843.SZ	胜蓝股份	7.24	26.23	23.84	55.97	18.23	电子连接器及精密零组件提供商	徕木股份、意华股份
300846.SZ	首都在线	7.39	33.04	29.09	34.55	9.66	互联网数据中心服务提供商	光环新网、数据港
300845.SZ	捷安高科	3.15	55.20	29.88	58.39	23.53	计算机仿真实训系统研发商	运达科技、多伦科技

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
A19312.SH	山大地纬	4.89	46.56	23.83	31.55	10.49	信息化建设软件解决方案提供商	万达信息、易联众
688568.SH	中科星图	4.89	53.93	132.92	296.64	52.72	数字地球产品研发与产业化的企业	航天宏图、数字政通
688165.SH	埃夫特	12.68	13.71	61.49	24.88	-1.95	工业机器人研发和制造	埃斯顿、机器人
688060.SH	云涌科技	2.51	43.31	11.37	17.49	24.28	工业信息安全产品提供商	安博通、蓝盾股份
688027.SH	国盾量子	2.58	70.22	7.94	11.08	7.32	量子通信产品及技术服务提供商	飞天诚信、中孚信息
688377.SH	迪威尔	6.94	26.82	58.21	87.75	7.48	视听信息技术解决方案	任子行、淳中科技
688277.SH	天智航	2.30	76.09	122.59	40.19	2.74	骨科手术导航定位机器人研发	盈康生命、开立医疗
688600.SH	皖仪科技	4.09	52.33	29.47	30.43	22.69	分析检测仪器及技术服务提供商	聚光科技、雪迪龙

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	6 月 19 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	81.72	185	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	75.95	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	159.59	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	176.60	197	国内 IGBT 模块领域领跑者
300782.SZ	新产业	624.00	103	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	134.87	38	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	74.36	60	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
2020-06-24	688060.SH	云涌科技	2.51	43.31	11.37	17.49	24.28	工业信息安全产品研发	安博通、蓝盾股份

数据来源：Wind、开源证券研究所

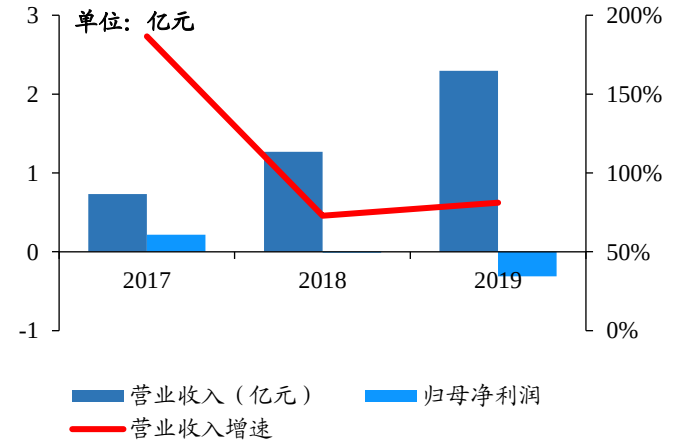
2、 天智航（688277.SH）

2.1、 专注于骨科手术导航定位机器人研发，营收高速增长

公司专注骨科手术导航定位机器人的研发、生产、销售和服务，主营业务包括骨科手术导航定位机器人、手术中心专业工程、配套设备及耗材和技术服务，2019 年分别实现收入 2.1、0.04、0.03 和 0.04 亿元，占总收入比重分别为 93.0%、1.9%、1.1%和 1.8%。

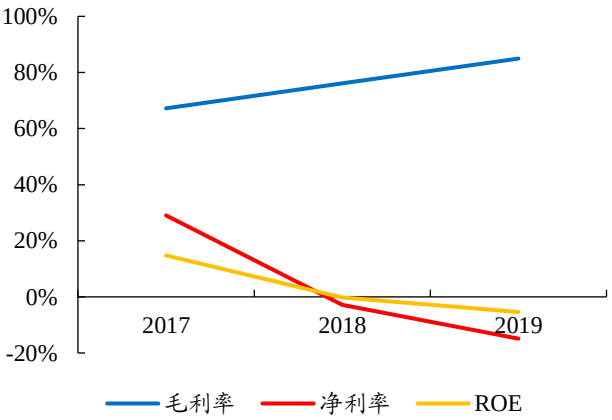
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 0.7、1.3、2.3 亿元，CAGR 为 77.0%，对应归母净利润分别为 0.2、0.0、-0.3 亿元。2019 年营收增长的主要原因系骨科手术导航定位机器人销量大幅上涨。2017 至 2019 年，毛利率分别为 67.2%、76.1%、84.9%，净利率分别为 29.0%、-2.9%和-14.9%，ROE 分别为 14.8%、-0.3%和-5.4%。

图2：天智航收入高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：天智航毛利率呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表7：天智航募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
骨科手术机器人技术研发计划	22,500.00	实现骨科手术机器人独有的远程手术“遥规划”功能，将能为基层骨科手术机器人用户提供远程手术规划、远程手术指导，将提升基层骨科手术机器人用户的临床诊疗水平
骨科手术机器人运营中心建设项目	15,700.00	有助于公司营销体系更为有效实施市场推广策略，有助于推动骨科手术机器人辅助手术量持续快速增长
营销体系建设	12,500.00	有利于推动发行人骨科手术机器人的市场销售，提升发行人骨科手术机器人的市场占有率
骨科手术机器人配套手术耗材、手术工具扩建项目	5,200.00	满足公司未来三年骨科手术导航定位机器人装机及临床应用过程中的配套专用手术工具和手术耗材的需求
国际化能力建设	1,500.00	有助于实现产品由专供国内市场转向国内、国际内外并举
合计	57,400.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：国内骨科手术机器人行业领军企业，骨科手术机器人领域销量和手术量第一

国内骨科手术机器人行业领军企业，市场先发优势明显。公司已研发出第三代产品“天玑”骨科手术导航定位机器人系统，为外科医生提供稳定的操作平台、精确的定位和智能的操作手段。临床试验数据显示，“天玑”骨科手术导航定位机器人适用于辅助进行骨盆和髋臼骨折经皮螺钉内固定治疗，并具有置入准确性高、透视辐射小、安全有效等优点。2015 年 8 月，在公司骨科手术导航定位机器人辅助下，北京积水潭医院成功实施了世界首例机器人辅助上颈椎手术，螺钉精确置入，定位精度小于 1 毫米。此次手术突破了“生命的禁区”，案例在国际权威骨科杂志《Spine》发表。公司骨科手术机器人已经进入国内 74 家医疗机构并开展了常规临床应用，骨科手术导航定位机器人所具有的“精准”、“微创”、“智能”、“低辐射”的临床优势获得了医生和患者的认可，建立起了用户粘性，在后续跟踪服务方面优于竞争对手。骨科手术机器人作为大型医疗装备，临床医生需要经过严格的培训、考核才可以开展骨科机器人辅助手术。由于骨科手术导航定位机器人购置成本较高和临床医生形成的使用习惯，竞争对手很难进入已经采购公司骨科手术机器人的医疗机构，公司先发优势明显。相较于国内的潜在竞争对手，公司已经启动了国际化建设项目，力图打开国际市场。

国内骨科手术机器人领域销量和手术量处于第一位。医疗机器人在我国医疗领域的应用还处于导入阶段，市场规模相对较小，根据中商产业研究院数据，2018 年我国医疗机器人行业市场规模为 5.1 亿美元（按照 1:7 的汇率折算，市场规模为 35.7 亿元），公司 2018 年度骨科手术机器人销售收入 9872.42 万元，推算可知公司在医疗机器人市场的占有率为 2.77%。目前因骨科手术导航定位机器人处于市场导入期，骨科手术机器人辅助手术在国内骨科手术市场的渗透率很低，2017-2019 年公司累计确认 77 台骨科手术导航定位机器人的销售收入，已在全国 74 家医疗机构开展临床应用，公司在国内骨科手术机器人领域中的销售数量和手术量处于第一位。

2.3、 行业大观：急需骨科手术机器人解决痛点，市场需求大

产业链全景：在骨科领域，形成了以美敦力、史赛克、捷迈邦美、施乐辉等国际医疗器械巨头为主导的竞争格局，但这些企业以销售手术器械和工具等骨科耗材为主。我国骨科植入物生产企业也较多，主要在创伤、脊柱和关节领域提供骨科耗材（假体等）。在世界范围内，掌握骨科手术导航定位机器人核心技术并进入临床应用的公司主要来源于创新型中小企业。天智航的骨科手术机器人主要用于创伤骨科和脊柱外科的手术。

行业趋势：骨科手术机器人辅助精准治疗，国家鼓励行业发展。（1）全球骨科疾病发病率逐步提高，精准治疗是骨科手术未来方向。随着社会现代化发展、现代交通工具的广泛应用，以及全球老龄化趋势的加剧，世界范围内脊柱疾病、关节损伤、骨科创伤的发病率逐年增加。数据显示，创伤已位居全球人类死因第四位；中国每年骨创伤病例高达 2000 万个，其中 79.35%需要进行手术治疗 5。骨创伤已成为严重影响人类生命和健康的突出问题。（2）传统骨科手术痛点亟待解决，骨科手术机器人应用处于推广期。针对骨科疾患，手术是主要的治疗手段，而国内骨科手术多采用传统的“徒手操作”模式，存在“结构复杂、位置深、创伤大、判断难”的痛点，手术风险高；手术效果严重依赖于医生经验，而由于学习曲线较长，具有丰富临床经验的外科医生数量较少，无法满足市场需求；骨科医生在传统骨科手术中遭受辐射损伤也较大，

患癌风险高。目前，国内应用的骨科手术导航定位机器人较少，但是随着医生对手术机器人产品功能、适用范围、临床精度、手术效果的认知加深，骨科医生对机器人智能辅助手术的接受度正逐步提升，骨科手术导航定位机器人处于应用推广阶段。(3)国家鼓励创建骨科手术机器人应用中心，提高全国骨科治疗水平。在国家骨科手术机器人应用中心技术指导委员会的指导下，由发行人和各医院共同组建的国家骨科手术机器人应用中心信息管理系统上线运行，该系统提供了骨科手术机器人实时装机和手术量数据，并提供案例录入、浏览、筛选功能，为骨科手术机器人案例交流提供共享平台。据该系统已录入的信息统计，截止 2019 年末，公司的产品已累计实施 5371 例手术。

市场容量：国内医疗器械市场潜力大，骨科手术机器人需求大。我国人口基数大，随着老龄化趋势加剧，医疗需求缺口较大；随着生活水平提高，人们对医疗保健和生活质量要求逐步提升，进而转化为对医疗器械的巨大需求，对高端医疗器械的接受度也逐步提高。我国医疗器械市场潜力大，在多方政策的鼓励下，行业处于快速发展期。我国医疗器械增长速度远超过全球增长速度。根据医械研究院测算，2018 年中国医疗器械市场规模约为 5304 亿元，同比增长 19.86%，接近全球医疗器械增速的 4 倍。我国医疗器械市场总规模 2017 年为 4425 亿元，医药市场总规模为 20543 亿元，医药和医疗器械消费比为 1:0.27，从消费比优化的角度来看，我国医疗器械市场未来提升空间广阔。从细分市场的情况来看，2018 年，医疗设备市场是中国医疗器械最大的细分市场，市场规模约为 3013 亿元，占比 56.80%；其次为高值医用耗材市场，市场规模约为 1046 亿元，占比 19.72%。我国人口基数大，患病人数多，骨科疾病已经成为现代社会的常见病和多发病。从骨科植入物市场规模增长可见一斑，根据医械研究院数据，2018 年我国骨科植入物市场规模同比增长 16.44%，达到 262 亿元。针对脊柱和关节这类慢性病，随着我国人民生活质量改善和对治疗效果的更高追求，患者对完成高效、安全的骨科手术的需求更大，因此迫切需要引入机器人辅助技术，为患者提供更满意的治疗方案。

表8：可比公司对比（2017-2019）：天智航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（%）
盈康生命	31.92	40.04	-120.86	-41.63
开立医疗	12.59	65.29	8.10	7.47
平均	22.26	52.66	-56.38	-17.08
天智航	76.98	84.95	-14.88	-5.39

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 甘李药业（603087.SH）

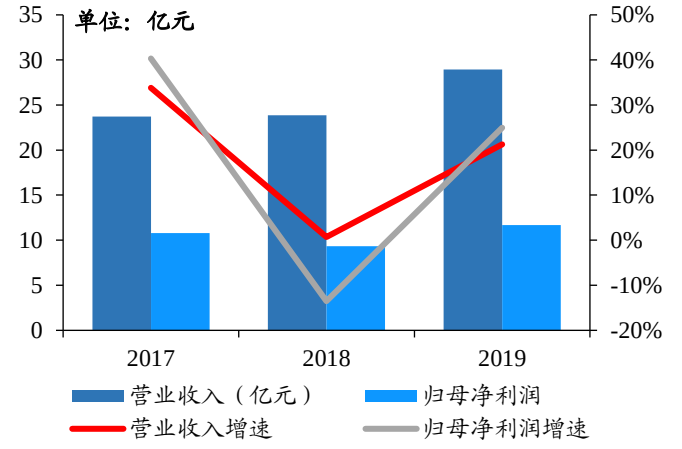
3.1、 国内重组胰岛素类似物生产领先企业，业绩高速增长

公司主要从事重组胰岛素类似物原料药及注射剂的研发、生产和销售。公司主营业务包括重组甘精胰岛素注射液（商品名“长秀霖”）、精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）、重组赖脯胰岛素注射液（商品名“速秀霖”），2019 年分别实现收入 25.5、1.2 和 0.9 亿元，占总收入比重分别为 87.9%、4.1%和 3.1%。

公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 23.7、23.9、29.0 亿元，CAGR 为 10.5%，

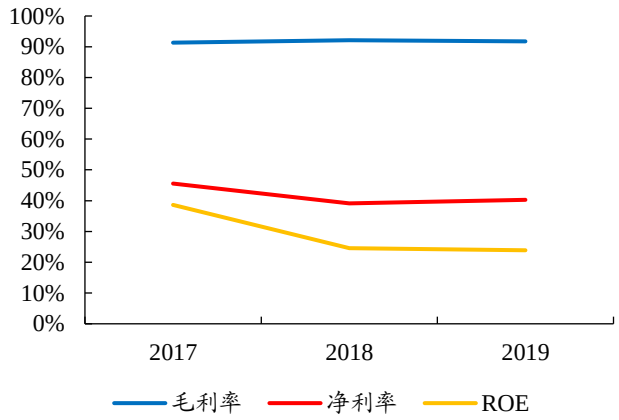
对应归母净利润分别为 10.8、9.3、11.7 亿元，CAGR 达 4%。同时，公司盈利能力维持高位，2017 至 2019 年，毛利率分别为 91.3%、92.1%、91.8%，净利率分别为 45.6%、39.1%和 40.3%，ROE 分别为 38.6%、24.6%和 23.9%。

图4：甘李药业收入和利润重回增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：甘李药业盈利能力强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：甘李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
营销网络建设项目	24,289.11	进一步提升产品销量，扩大市场占有率，提升公司营销网络的信息化管理水平，完善营销业务流程及客户资源管理体系，强化营销工作效率。
重组甘精胰岛素产品美国注册上市项目	28,944.28	将使公司与国际接轨，不仅为公司在美国产生较为可观的销售收入，也将促进本项目产品在其他国家的注册进度和销售增长。
胰岛素产业化项目	59,267.63	项目预计税后投资回收期为 4.53 年（含 2 年建设期），税后内部收益率 49.80%。
重组赖脯胰岛素产品美国注册上市项目	41,514.00	不仅可以在美国实现收入，也可以促进重组赖脯胰岛素产品在其他国家的注册进度和销售增长。
生物中试研究项目	19,368.00	项目建成后将成为公司中试创新平台，全面配置各类中试放大仪器和设备，构建中试人才队伍。
生物信息项目	10,894.51	保证公司药品质量，促进公司精准医药技术发展。
化药制剂中试研究中心建设项目	18,132.00	项目建成后，将成为公司化学制剂研发中试创新平台，全面配置各类化学制剂中试放大仪器和设备，构建化学制剂中试人才队伍，为推动公司创新化学制剂产业化奠定坚实的基础。
补充流动资金项目	55,800.00	优化财务指标、改善财务结构、增强偿债能力和抗风险能力，提高公司的盈利能力。
合计	258,209.53	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

3.2、公司亮点：掌握重组胰岛素类似物生产核心技术，价格优势明显

国内首家掌握重组胰岛素类似物产业化生产的企业，产品和渠道具有先发优势。公司是首家取得重组胰岛素类似物生产批文并已实现产业化生产的中国企业，使得我国成为世界上少数能进行重组胰岛素类似物产业化生产的国家之一。公司已拥有了长效甘精胰岛素、速效赖脯胰岛素及精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液（25R）三

个重组胰岛素类似物品种，覆盖长效、速效、中效三个胰岛素功能细分市场，从而更好地把握胰岛素市场快速发展的市场机会。渠道方面，公司相较其他本土企业也建立起了一定的先发优势。公司采用专业化的学术推广营销模式，拥有 1000 余人的专业销售团队。截至 2017 年上半年，公司已与 176 家经销商建立了长期稳定的合作关系，产品在全国近 7000 家县级以上医院均有销售，其中三级以上医院 1220 余家。

产品成本优势明显，有望受益于重组胰岛素产品进口替代。自上世纪 90 年代末期重组胰岛素类似物上市以来，其在发达国家市场已较大程度取代了重组人胰岛素产品。而我国重组胰岛素类似物市场起步较晚，目前基本被进口产品垄断。与进口重组胰岛素类似物相比，公司产品具有明显的价格优势，主要产品“长秀霖”价格较同类进口产品低 20%左右，可显著降低糖尿病患者的医疗负担，并在有效控制医保支出的同时使更多糖尿病患者能够接受高性价比的重组胰岛素类似物治疗。2014 年至 2016 年，“长秀霖”制剂在国内分别实现销售收入 7.8 亿元、11.4 亿元及 16.3 亿元，年复合增长率达到 44.34%。公司产品在国内糖尿病治疗药物临床用药市场份额不断提升，在国内样本医院市场份额由 2011 年的 1.01%上升至 2015 年的 2.65%，市场占有率提升 53.79%。随着公司产品线的拓展、渠道的进一步完善以及知名度的不断提高，公司将充分受益于糖尿病治疗药物市场的进口替代趋势。

3.3、 行业大观：胰岛素市场潜在空间大，重组胰岛素类似物加速渗透

产业链全景：上游市场竞争充分、货源稳定，下游对生物制品的需求保持快速增长。公司所处行业上游主要涉及酵母粉、葡萄糖、有机化合物、无机盐等原辅材料以及内外包装材料的生产。发酵生产中所使用的菌种或细胞系均由各制药企业自身研发培养，而上述物料基本为标准工业产品，具有生产厂家众多、市场竞争充分、货源稳定的特点。生物制药企业通常对每一类重要原辅材料均会选择数家备用供应商，不存在对某一供应商有重大依赖的情形。公司下游行业为医院和医药零售企业。生物制药产品在销售模式上以专业化的学术推广为主，通过医药经销商进行物流配送，药品生产企业对经销商的选择拥有自主性，不存在对某一经销商存在重大依赖的情形。

行业趋势：发展中国家糖尿病诊断率及胰岛素治疗率大幅提升，重组胰岛素类似物不断渗透。IDF 数据显示，以中国、印度、巴西及俄罗斯等国家为代表的新兴发展中国家正逐渐成为糖尿病大国，糖尿病负担正向发展中国家转移。另外，国际临床医学界经过与糖尿病几十年来的斗争，在治疗理念方面发生了一些显著变化。传统观念中，仅具有胰岛素依赖性的 1 型糖尿病患者或晚期 2 型糖尿病患者才需采用胰岛素。而近年来，国际学术界主张对 2 型糖尿病患者的治疗应从单药治疗向早期联合用药治疗转变，从首选口服降糖药向早期应用胰岛素转变。同时，重组胰岛素类似物不断渗透。在发达国家市场中，重组胰岛素类似物已成为市场主导产品，占全球胰岛素销量的 60%左右；若以销售额计算，重组胰岛素类似物占全球胰岛素市场份额已超过 80%。但在国内胰岛素市场，重组人胰岛素仍占有较大市场份额，动物源胰岛素在低端市场亦有使用，主要原因是重组胰岛素类似物价格较高，且进入市场较晚。随着我国居民消费能力的不断提高，专业化学术推广帮助医学界和患者对产品有了更为全面的认识，国内重组胰岛素类似物产品销售有望实现快速增长。

市场容量：国内糖尿病患者群体庞大，人均胰岛素使用量提高将推动行业大幅扩容。近年来，国内糖尿病患病率呈逐渐攀升趋势。根据南方医药经济研究所《糖尿病药物市场研究报告》，在 2010 年左右，我国 20 岁以上的人群中，男性和女性的糖尿病患病率分别达 10.6%和 8.8%，总体糖尿病患病率为 9.7%，由此，推算出全国糖尿病总

患病人数约为 9200 万人。根据 IDF 公布的数据，2015 年中国糖尿病患病人数约为 1.1 亿人，中国已成为全球糖尿病患病人数最多的国家，且糖尿病患者数量仍在持续快速增长。IDF 预测 2040 年中国糖尿病患病人群数量将达到 1.5 亿人。在患者群体基数庞大且仍在继续增长的同时，人均胰岛素使用量相比国外还有较大的提升空间。据 IDF 统计，国内仅有 2%的糖尿病患者使用胰岛素类药物控制血糖，而这一比例在美国约为 30%。另外，国内糖尿病患者人均医疗费用和胰岛素使用量也远低于发达国家水平。IDF 研究统计，2015 年中国糖尿病患者年人均医疗费用约为 465.3 美元；而美国糖尿病患者人均年医疗支出高达 10921.5 美元。IDF 预测，2030 年中国胰岛素市场容量占全球的比重将从 2013 年的 4.81%提高到 20%。届时，国内胰岛素市场容量将近 120 亿美元。

表10：可比公司对比（2017-2019）：甘李药业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（%）
通化东宝	4.45	74.02	29.15	16.58
智飞生物	180.82	42.05	22.35	47.67
长春高新	34.07	85.19	31.86	28.54
平均	73.11	67.09	27.79	30.93
甘李药业	10.51	91.78	40.32	23.88

数据来源：Wind、开源证券研究所

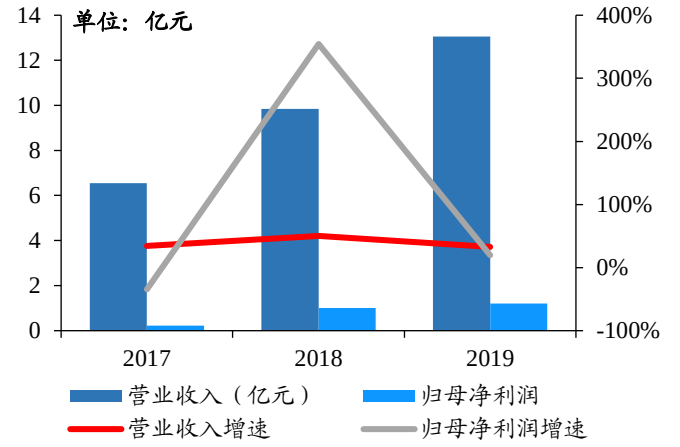
4、 葫芦娃（605199.SH）

4.1、 国内少数专注儿科用药研发生产的中药企业，业绩高速增长

公司主营儿科呼吸系统药物、消化系统药物、全身用抗感染药物和其他药物，2019 年分别实现收入 7.4、3.1、1.6 和 1.0 亿元，占总收入比重分别为 56.8%、23.7%、12.2%和 7.3%。

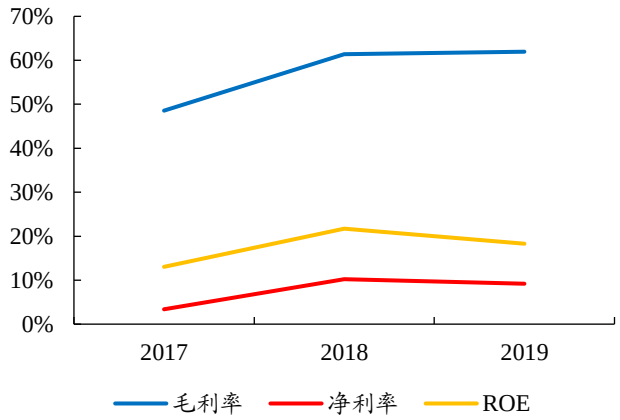
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 6.6、9.8、13.1 亿元，CAGR 为 41.2%，对应归母净利润分别为 0.2、1.0、1.2 亿元，CAGR 达 133.2%。近年公司营收增长的主要原因系公司不断扩大营销网络建设，近几年加大品牌推广及广告投放力度，使得“葫芦娃”品牌在行业及消费者中取得了较高的知名度和美誉度以及自 2017 年 1 月以来“两票制”政策实施使得公司配送经销商模式收入及占比逐步提高，该模式下产品销售价格相应提高，促使公司销售收入及毛利率明显提升。2017 至 2019 年，毛利率分别为 48.6%、61.4%、62.0%，净利率分别为 3.4%、10.2%、9.2%，ROE 分别为 13.0%、21.7%、18.3%。

图6：葫芦娃收入和利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：葫芦娃盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表11：葫芦娃募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
葫芦娃药谷口服固体车间 GMP 扩建	9588.28	预计财务内部收益率（税后）为 43.17%，静态投资回收期为 4.46 年
研发中心升级项目	6000.00	提升研发和检测能力，并在行业内引进一批研发技术人才，提升公司的自主创新能力，提高技术成果的转化效率，进而提升公司的核心竞争能力和行业地位
儿科药品研发项目	7505.00	丰富公司儿科产品线，强化儿科领域优势地位，提升公司核心竞争力
营销体系建设及品牌推广项目	14057.00	有效完善公司营销体系，扩大市场辐射范围和销售终端覆盖面，提高品牌认知度。
补充流动资金	6500.00	满足公司业务发展需要，缓解公司持续发展面临的资金需求压力，改善公司财务结构，提高公司盈利能力，为公司未来发展提供充分的保障
合计	43650.28	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：儿科用药产品体系、剂型完整，品牌优势明显，配送商模式毛利高

儿科用药产品体系、剂型较为完整，行业市占率领先。目前我国专门从事儿科用药研发、生产和销售的医药企业较少，主要是由于我国家长普遍不愿儿童参与临床试验，导致儿药研究时间长、资金成本较高，造成国内儿童药物研发包括剂型改进等进展缓慢，儿科用药面临品种少、剂型少、规格缺乏等问题。而公司在儿科制药领域具有较强的综合实力，目前拥有小儿肺热咳喘颗粒、肠炎宁颗粒、头孢克肟分散片、小儿氨金黄敏颗粒、小儿止咳糖浆、小儿清咽颗粒等在内的优质口服儿科用药 24 个品种，其中口服儿童专用药品（不含成人儿童双跨产品）共有 17 个品种，涵盖了儿童呼吸系统用药、消化系统用药及全身抗感染用药，形成较为完整的儿科用药产品体系。截至目前公司拥有 295 个药品批准文号，共有 58 种产品进入国家基本药物目录，97 种产品进入国家医保目录，其中化积片、尼美舒利缓释胶囊为独家剂型产品，小儿肺热咳喘颗粒（每袋 4 克装）、肠炎宁胶囊（每粒装 0.3g）、肠炎宁颗粒（每袋装 2g）为独家规格产品。**目前，小儿肺热咳喘和肠炎宁产品在 OTC 市场占有率位居同类产品第二名。**

“两票制”后，公司销售渠道以配送商模式为主，产品出厂价和毛利率大幅上升。公司产品销售模式主要有三类：直销模式（面向大型药品连锁药店）、传统经销模式（面向民营医院、私人诊所、非公立基层医疗机构、医药商业公司等医疗终端及中小型零售药店）、配送商模式（主要面向公立医院）。2017 年 1 月，国务院医改办会同国家卫生计生委等 8 部门联合下发的一份通知明确，综合医改试点省(区、市)和公立医院改革试点城市的公立医疗机构要率先推行药品采购“两票制”，鼓励其他地区执行“两票制”，以期进一步降低药品虚高价格，减轻群众用药负担。“两票制”是指药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代目前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过 2 个。两票制政策的实施对公司产品销售模式产生较大影响，两票制实施前，公司向公立医院终端客户销售产品主要以传统经销渠道为主（占比 52%），两票制实施后，配送商模式占比由 2017 年的 18.8%快速提升至 47.8%。由于配送渠道的定价明显高于传统经销模式，两票制后公司产品单价大幅上升，毛利也相应提升。

4.3、 行业大观：医药制造行业市场规模庞大，儿科用药需求旺盛

产业链全景：上游对医药制造行业成本影响较大，下游药品销量直接影响医药制造行业的市场需求。中成药制造的上游为中草药材的种植、药材或部分中药饮片流通行业。中草药材价格会直接影响中成药制造成本，而中药材作为农作物产品受区域、气候、节气、种植面积等因素影响较为明显，从而影响上游供给能力和供应原材料的品性、质量。而化学药制造的上游主要包括化学原料、辅料或已初步合成的原料药（有效活性成分）。由于化学药上游企业在生产过程中涉及原料的提取、合成、裂解等环节，受我国当前环保政策影响较为显著，如上游企业在生产过程中工艺不合规或配方超标，不符合国家环保标准和政策要求的，将会降低上游供给能力，从而导致原材料供应价格上升，影响医药制造企业的成本。医药制造企业下游链条主要包含经销商、配送商等药品流通或销售企业，以及医疗机构终端、零售终端和基层市场终端的终端市场。前者主要负责药品的推广、流通，后者主要为药品实现最终销售的环节。下游药品的销量直接影响到医药制造行业的市场需求，而国家医保体系则构成了部分药品的重要付费主体。此外，在药品销售领域，国家药品集中采购省级平台、药品交易所、区域联合体等不同参与者，也影响药品的销售模式、营销模式。

行业趋势：政策出台推动医疗行业转型升级，行业集中度有望提高。由于国家产业政策的支持和市场需求的拉动，我国医药制造业发展迅速。2010-2017 年我国医药工业总产值呈现平稳增长趋势。由 2010 年的 12,350 亿元增长至 2017 年的 35,669 亿元，年复合增长率 16.36%。随着政府相继出台法规提高生产质量标准和环保要求，推行公立医院集中采购和 4+7 城市带量采购试点，实施仿制药一致性评价制度，提高对公立医院采购药品的疗效要求，医药行业面临转型升级。规范化程度不高、研究能力较弱、资金实力不强、污染严重的企业经营压力增大，将面临转型、寻求龙头企业并购或遭到市场淘汰，具有较强仿制药与原研药研发能力、销售能力及产品质量优势的企业将占据优势地位，未来行业内企业整合将加快，行业集中度有望提高。

市场容量：儿科用药市场千亿规模，且保持较快增速。公司主营业务主要涉及儿科用药市场，同时也涉足承认呼吸和消化系统药物市场，几大细分市场均有较好的成长性。（1）儿科用药市场：目前儿童药市场规模（包括医生开处方药时给儿童使用药品减半部分）已经突破 1200 亿元，增速保持在 8.5%左右。从终端医院治疗情况来看，随着居民对儿童健康的日益关注，综合医院儿科门急诊量增长迅速，儿科门诊人次及占比逐年提高，2007 年至 2018 年我国综合医院儿科门诊人次由 9798 万人次上

升至 27164 万人次，占比由 8.22%上升至 10.72%；儿童专科医院的入院人数也逐年增加，由 2007 年 78.12 万人上升至 2018 年 205.93 万人，体现了我国社会对儿科疾病旺盛的医疗需求。(2)呼吸系统药物市场：近些年来，我国医院呼吸系统疾病就医出院人数显著增加，从 2007 年的 112.37 万人上升至 2018 年的 1,260.42 万人，年均复合增长率为 22.32%。我国呼吸系统疾病就医患者医药支出总体呈上升趋势，2018 年平均医药费用 6101.01 元，比 2007 年高出 3074.67 元。(3)消化系统药物市场：根据国家卫健委统计数据，我国医院消化系统疾病就医出院人数自 2007 年 105.07 万人上升至 2018 年 902.14 万人，消化系统疾病就诊需求呈上升态势。根据米内网统计数据显示，2015 年至 2018 年我国城市零售药店消化系统化学药与中成药合计销售额分别为 372.36 亿元、394.47 亿元、421.26 亿元、461.82 亿元，占我国城市零售药店化学药与中成药合计销售额的 19.85%、19.64%、19.59%、16.65%，2016 年、2017 年、2018 年销售额分别增长 5.09%、6.79%、9.63%。

表12：可比公司对比（2017-2019）：葫芦娃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（%）	2018 年毛利率（%）	2018 年净利率（%）	2018 年 ROE（%）
葵花药业	6.49	58.56	14.53	17.86
佛慈制药	12.02	27.62	11.87	5.06
贵州百灵	4.87	60.12	10.29	7.34
平均	7.79	48.77	12.23	10.09
葫芦娃	41.20	61.96	9.21	12.90

数据来源：Wind、开源证券研究所

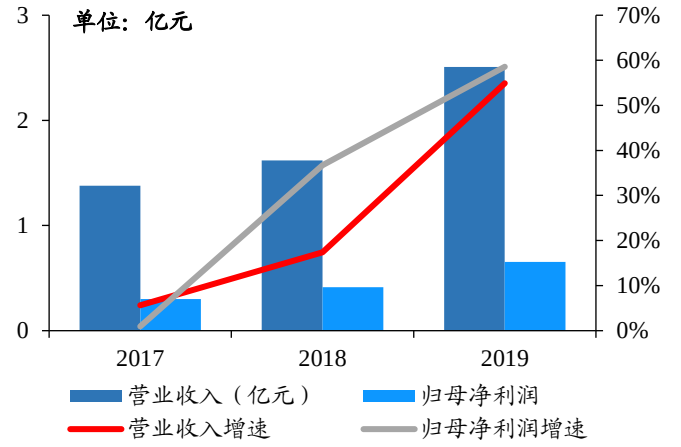
5、 云涌科技（688060.SH）

5.1、 工业互联网领域高新技术企业，业绩高速增长

公司致力于工业信息安全产品的研发、生产和销售，主营产品包括工业信息安全产品和智能档案柜及控制类产品，2019 年分别实现收入 2.3 和 0.3 亿元，占总收入比重分别为 89.95%和 10.05%。

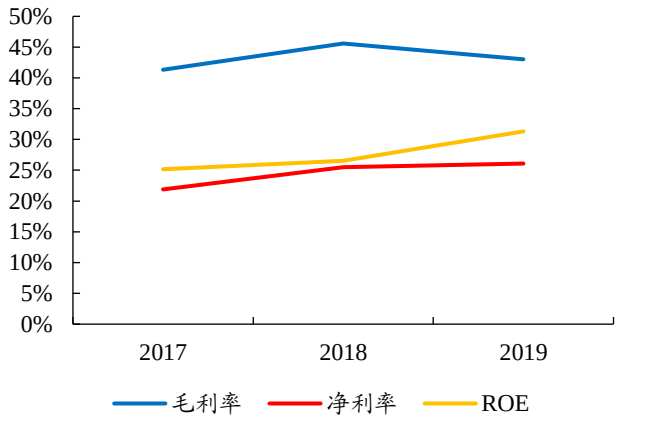
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 1.4、1.6、2.5 亿元，CAGR 为 34.9%，对应归母净利润分别为 0.3、0.4、0.7 亿元，CAGR 为 47.2%。2019 年营收增长的主要原因系工业信息安全产品中的工业安全态势感知设备收入大幅上涨。2017 至 2019 年，毛利率分别为 41.3%、45.6%、43.0%，净利率分别为 21.9%、25.5%和 26.1%，ROE 分别为 25.2%、26.5%和 31.3%。

图8：云涌科技收入和利润加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：云涌科技盈利能力呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表13：云涌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
国产自主可控平台建设项目	15,007.57	项目投资所得税后财务内部收益率为 24.01%，静态投资回报期为 6.22（含建设期）年
研发中心建设项目	9,715.55	持续研发创新，提升公司核心竞争力；安全操作系统加固，满足信息安全防护要求；研发工业互联网信息安全应用平台，拓展下游应用领域
营销中心和服务体系建设项目	2,152.38	进一步完善公司现有业务渠道体系，优化提升营销组织机构，配合公司集成产品开发（IPD）模式提高产品开发效率，提高公司品牌形象和市场影响力
补充流动资金	5,000.00	一方面可以减少未来债务融资，降低利息支出等财务费用，提高公司盈利能力；另一方面可以满足公司业务规模扩大带来的资金需求，进一步推动公司主营业务发展，提升公司资金实力和抵抗风险的能力
合计	31,875.50	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

5.2、公司亮点：自研平台高效满足客户定制产品的需求，产品市占率高

自研“云涌嵌入式技术开发平台”高效满足客户定制产品的需求，公司产品市占率高。公司基于自主研发形成的“云涌嵌入式技术开发平台”，经过多年的研发积累，逐步构建了工业信息安全、智能档案柜及控制类产品的技术池，该技术池中储备的技术具有功能模块化、高可拓展性等特点，可以根据客户的需求以及客户所处行业领域的技术标准，通过构建模块快速组合，实现产品的模块化开发，提高产品开发效率，高效地满足定制化产品的要求。工业安全通信网关设备市占率近 50%。公司产品符合国家文件对于电力二次系统“安全分区、网络专用、横向隔离、纵向加密”的要求。电力二次系统安全防护是电力调度的核心环节，据推断国电南瑞约占整个二次系统安全防护市场 70%以上份额。公司网关产品如纵向加密认证网关平台、网络物理隔离装置主要销售给北京科东和南瑞信通，在调度领域(纵向加密认证网关平台、网络物理隔离装置)约占北京科东和南瑞信通同类产品整体采购数量的 70%。内网监测产品市占率高达 85%。根据国网商务招投标平台公告信息查询统计结果，2018 年至 2019 年度，与公司业务相关的信息化-内网安全监测装置累计招标总量约为 20896 台。17 家中标厂商中，除去南瑞信通中标的 3117 台(占比 14.92%)

主要由立华科技提供，其余 16 家中标厂商均通过直接或间接向公司进行采购。在国网体系中，公司向 16 家中标厂商直接和间接销售的数量为 17799 台，公司内网监测产品在国网市场占比为 85.08%。

5.3、 行业大观：工业信息安全行业向定制化方向发展，市场增速明显

产业链全景：上游充分竞争、价格稳定，下游对信息安全产品需求领域广。公司上游企业主要包括电子元器件、集成电路芯片等在内的相关器件提供商以及软件提供商。上游行业厂商较多，基本处于完全竞争的市场，产品价格相对稳定，且性价比呈现上升趋势，上游行业的波动对公司所处行业的影响较小。目前，公司下游需求领域较广，其中公司产品主要涉及的是工业信息安全和智能档案柜及控制类产品领域。近年来，随着信息技术和网络技术的突破性进展，各种智能设备开始逐渐普及，信息设备国产化的趋势也在不断推进，这一切带来了对信息安全产品的巨大需求。而物联网的提出和应用的不断深入更是催生了众多领域对高可靠性、高实时产品的需求，包括智能电网建设，工业制造业改造等。

行业趋势：新一代信息技术促进新兴业态安全技术研发，工业信息安全产业链上下游加速协同互动，向定制化方向发展。（1）新一代信息技术促进新兴业态安全技术研发。移动互联网、物联网、云计算、大数据、人工智能等为代表的新一代信息技术风起云涌，加速 IT 和 OT 技术全方位的融合发展。与此同时，工业互联网等新兴业态的安全环境复杂多样，安全风险呈现多元化特征，安全隐患发现难度更高，安全形势进一步加剧。这一系列的技术和形势的变化，将促进威胁情报、态势感知、安全可视化、大数据处理等新技术在工业信息安全领域的创新突破。（2）工业信息安全产业链上下游加速协同互动。工业信息安全保障工作的重要性、复杂性和及时性需要工业企业、工控系统厂商、安全企业、研究机构、行业主管部门等参与方进行紧密配合。未来工业信息安全厂商与工控系统厂商、IT 系统集成商将针对工业领域各行业的生产运营特征，加快开展多层次、多维度的合作，形成有效的业务安全实践，共同打造协同发展的生态系统。（3）工业信息安全行业向定制化方向发展。工业信息安全领域，产品定制化越来越明显。在特定领域，如电力、铁路、国防、航天，产品形态、需求、性能各不相同，不同客户有着不同需求，从而导致定制化需求越来越高。同时，由于信息安全产品和服务的国产化势在必行，而国产芯片性能与国外先进产品有一定差距，通过定制化可以更好地弥补国产芯片的短板。

市场容量：工业信息安全行业进入快速发展时期，电力行业网络安全监管需求大。2017 年我国工业互联网市场规模约为 4677 亿元，比 2016 年增长 13.5%，根据中商产业研究院预测，到 2020 年工业互联网市场规模可达到 6929 亿元，年均增长率达到 13.93%。工业信息安全作为工业互联网重要的组成部分，随着工业互联网的快速发展，工业信息安全也进入加速发展时期。2018 年我国工业互联网安全市场规模约为 94.6 亿元，相比 2017 年增长 30%，高于工业互联网增速，也高于我国信息安全市场增速。根据赛迪顾问预测，未来三年工业互联网安全市场将保持 30%以上高速增长，到 2021 年市场规模达到 228 亿元。目前我国政府、电力以及石油三大领域的信息安全需求较大，市场份额分别为 32%、26%和 21%，相较于其他行业占比较高。根据国家电网有限公司 2019 年社会责任报告，2014 年电网投资额为 3855 亿元，到 2019 年投资额为 4473 亿元，相比 2014 年增长 16.03%，可以看出国家电网在电网领域投资规模始终维持较高水平。智能电网是建立在电力系统上的信息架构和基础设施体系，是电力系统建设的重要环节。随着国家电网公司和南方电网公司在智能电网方面的建设全面铺开，带动了电网信息化投资的增长。2010-2018 年，电力信息建设投

资规模年增长率保持在 15%以上，2018 年电力信息建设投资规模已超 700 亿。根据国家电网有限公司电子平台关于电力信息化建设招投标显示，2015 年，国家电网信息化设备(调度硬件类)2015 年招标数量为 26656 台/套，到 2019 年增至 57886 台/套，增长率达 117.16%。根据 2018 年度中国电力年鉴数据显示，截至 2017 年底，全国范围内 35KV 及以上变电站数量为 70716 座。电厂主要由五大发电集团及国网、南网电厂及各地自建电厂为主，国家电网发电厂累计数量约为 9800 座。我国 10KV 以下变电站数量累计百万数量级别。

表14：可比公司对比（2017-2019）：云涌科技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（%）
安博通	28.45	65.62	29.38	16.04
蓝盾股份	-6.94	47.14	-47.42	-21.56
平均	9.15	51.17	-13.67	-4.59
云涌科技	34.87	43.01	26.09	31.31

数据来源：Wind、开源证券研究所

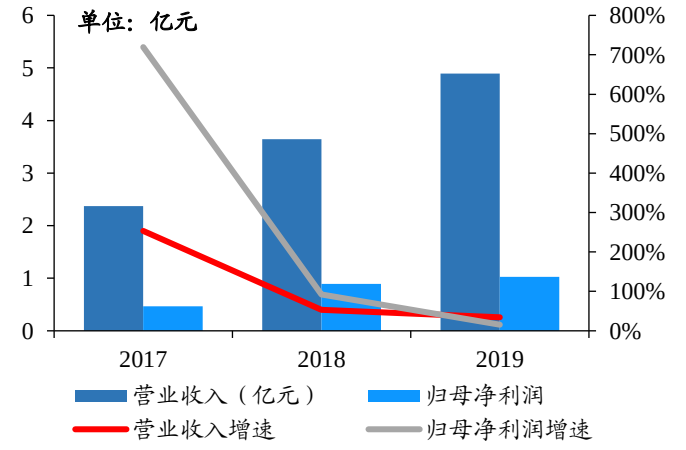
6、 中科星图（688568.SH）

6.1、 国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，营收高速增长

公司是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，主营业务包括 GEOVIS 技术开发与服务、GEOVIS 软件销售与数据服务、GEOVIS 一体机产品销售和系统集成，2019 年分别实现收入 2.9、1.1、0.7 和 0.3 亿元，占总收入比重分别为 58.2%、21.8%、14.5%和 5.6%。

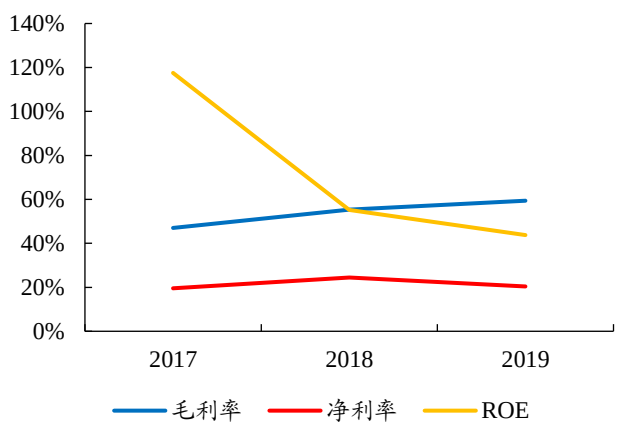
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.4、3.6、4.9 亿元，CAGR 为 43.6%，对应归母净利润分别为 0.5、0.9、1.0 亿元，CAGR 为 48.9%。2019 年营收增长的主要原因系 GEOVIS 技术开发与服务和 GEOVIS 软件销售与数据服务业绩大幅上涨。2017 至 2019 年，毛利率分别为 47.0%、55.4%、59.4%，净利率分别为 19.5%、24.5%和 20.3%，ROE 分别为 117.5%、55.2%和 43.8%。

图10：中科星图收入和利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：中科星图整体盈利能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表15：中科星图募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
GEOVIS6 数字地球项目	25,000.00	预测项目财务内部收益率为 35.93%，投资回收期（含建设期 3 年）为 4.56 年
空天遥感数据 AI 实时处理与分析系统项目	15,000.00	预测项目财务内部收益率为 37.02 %，投资回收期（含建设期 2 年）为 3.79 年
基于 GEOVIS 数字地球的 PIM 应用项目	10,000.00	预测项目财务内部收益率为 36.82 %，投资回收期（含建设期 2 年）为 3.60 年
营销服务网络建设项目	5,000.00	有利于促进新增产品的消化及提高渠道管理能力，为公司的健康发展奠定良好基础。从长远目标来看，将提升企业营销能力，具有较好的经济效益，对于企业的可持续发展具有重大意义
补充流动资金项目	1,5000.00	有利于公司正在或即将开发和实施的项目能够顺利推进，有利于新的募集资金投资项目的正常运作，同时也能降低公司的资产负债率，增强公司的偿债能力，降低公司的经营风险
合计	70,000.00	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

6.2、公司亮点：突破多项技术瓶颈，第五代 GEOVIS 数字地球产品行业领先

突破多项技术瓶颈，第五代 GEOVIS 数字地球产品行业领先。公司突破了获取低成本、可持续、高时效、高质量的卫星数据的瓶颈。公司在西安和北京分别建有 GEOVIS 数字地球数据工程中心和数据备份中心。GEOVIS 数字地球数据工程中心与国家高分专项数据中心专网连接，实现了高分数据的免费获取和本地化的存储维护，有效保障高分数据获取的高时效性和可持续性；北京数据备份中心实现了异地备份，保障了数据的安全性。**公司突破了卫星数据处理和影像解译劳动密集型瓶颈。**传统卫星数据处理过程需要人工的大量干预，仍无法摆脱劳动密集型的生产方式，严重制约了遥感产业的发展。为突破卫星数据处理的劳动密集型瓶颈，实现卫星数据处理自动化、智能化，公司自主研发了 GEOVIS iFactory 空天大数据智能处理软件，在基于高性能计算的遥感自动高效处理、高精度遥感数据处理算法以及遥感影像的智能解译三个方面实现了关键技术突破。**公司突破遥感应用软件交付人力密集型瓶颈。**公司通过行业标准体系、平台架构、行业应用共性服务插件集、产品一体化集成等方面的建设，形成了 GEOVIS 数字地球基础软件平台、GEOVIS 数字地球应用软件平台和 GEOVIS 数字地球一体机的产品体系，项目中定制开发工作量降低到 40%以下，产品收入占比实现了逐年提升，人均交付效率约是同行业公司的 2 倍。公司通过大数据、云计算和人工智能等新一代信息技术、地理信息技术与航空航天产业深度融合，推出了**第五代 GEOVIS 数字地球产品**，如 GEOVIS 特种数字地球应用软件实现特种环境中不同类型遥感数据信息的统一汇聚、时空关联、组织管理、共享分发、融合分析、可视表达、辅助决策等功能，支持特种领域各层次的应用扩展，为特种领域系统的建设提供坚强的支撑，GEOVIS 自然资源数字地球应用软件实现自然资源数据引接、智能处理、专业分析、可视化展示到多级数据共享等功能，为自然资源资源管理、生态环境保护等提供可靠的决策支持和信息保障等。公司获得 2018 十大创新软件企业和十大软件创新产品、2018 年度中国空天大数据领域影响力企业、2018 中国软件行业最具影响力企业、地理信息开发者大会 2019 年度最具影响力品牌、2019 年中国最具影响力软件和信息服务企业等奖项。公司拥有市政、气象海洋、自然资

源、交通等行业领域内的大量优质客户资源，许多主要客户对公司品牌具备较高的忠诚度，与公司保持长期的合作关系。

6.3、 行业大观：数字地球需求领域广，地理信息行业规模高速发展

产业链全景：上游技术更新和产品升级可与数字地球行业联动，下游最终用户领域广。数字地球的上游行业主要包括：（1）航空航天遥感：遥感卫星及其载荷制造业，无人机及其遥感载荷制造业；（2）卫星导航：导航定位卫星制造业，以及以导航卫星应用为基础的位置数据服务业。本行业与上游行业具有一定关联性，主要体现在技术更新和产品升级从而使本行业的产品方案与之联动变化。公司已经建立强大的研发团队，充分理解和掌握遥感与地理信息技术以及大数据、云计算、人工智能等新一代信息技术的发展趋势，可带动公司软件产品研发实力和技术开发服务能力的不断提升，不断增强公司整体竞争实力。数字地球的下游行业包括，以特种领域、自然资源、交通、气象、海洋、环保、应急等行业以及石油、电力、建筑等企业为主的最终用户，以及为最终用户提供定制系统服务的增值开发商。

行业趋势：航空航天遥感数据服务和以物联网为基础的地基应用数据服务业不断壮大，数字地球将服务于“一带一路”沿线国家乃至全世界。国家在民用航天和商业航天等多个方向都得到较快发展，使得无论是遥感卫星、导航卫星，还是遥感无人机都呈现出快速发展的态势，信息获取能力大幅提升，为数字地球行业发展打下了坚实的基础。在大数据、云计算和人工智能等新一代信息技术支撑下，航空航天遥感数据服务和以物联网为基础的地基应用数据服务业不断壮大，为数字地球行业的发展提供了可靠的保障。随着新一代信息技术和地理信息技术的融合发展，数字地球的下游需求正从传统的国土、农业、林业、水利、交通等行业，向数字经济及智慧城市、电子政务、电子商务等多个领域渗透，形成了特种领域、政府、企业和大众等多主体、多层次、多行业的应用格局。特别是随着“一带一路”等国家重大战略的实施，数字地球的需求进一步扩大，不仅涉及国民经济的诸多领域，还将走出国门，服务于“一带一路”沿线国家乃至全世界。

市场容量：软件行业需求不断增加，地理信息行业规模高速发展。（1）软件行业作为国家基础性、战略性产业——信息产业的核心组成部分，在促进国民经济和社会发展、转变经济增长方式、提高经济运行效率、推进信息化与工业化融合等方面具有重要的地位和作用，是国家重点支持和鼓励的行业。当前，中国的 IT 需求已从基于信息系统的基础构建应用转变成基于自身业务发展构建应用，伴随着这种改变，连接应用软件和底层操作软件之间的软件基础平台产品呈现出旺盛的需求。近年来，随着国产软件基础平台的产业链和应用生态环境的不断健全，国家对信息安全的高度重视，国有软件基础平台产品逐步成熟并赶超国外品牌。（2）中国地理信息产业目前已经初具规模，具备了良好的数据、人才和技术基础，市场需求旺盛，在信息技术变革和国民经济快速增长的带动下，我国地理信息产业正在进入产业高速发展期。从 Geospatial World 杂志旗下研究机构 GeoBuiz 统计的口径来看，世界地理信息产业包括全球导航及定位领域、GIS/空间数据分析领域、对地观测领域及 3D 扫描领域。2018 年世界地理信息产业产值约为 3300 亿美元，预计到 2020 年，世界地理信息产业产值将达到 4392 亿美元，年复合增长率达 13.6%。据《中国地理信息产业发展报告 2018》统计，2013 年全球地理信息数据分析领域产值为 424 亿美元，2017 年达到 699 亿美元，年复合增长率为 10.1%；在三个细分市场中，软件收入占比 22.9%、数据服务占比 51.3%、数据解决方案占比 25.8%。预计到 2020 年，全球地理信息数据分析领域产值将达 883 亿美元，实现年复合增长率 12.4%。

表16：可比公司对比（2017-2019）：中科星图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（%）
航天宏图	42.43	55.82	13.87	10.60
数字政通	2.24	32.91	10.33	5.74
久远银海	21.33	49.49	17.84	15.00
平均	22.00	46.07	14.01	10.45
中科星图	43.61	59.39	20.35	43.76

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