开源证券

挂牌审核加速，受理企业成色如何？

——精选层基本面跟踪报告

任浪（分析师）
证书编号：S0790519100001
邮箱：renlang@kysec.cn

孙金钜（分析师）
证书编号：S0790519110002
邮箱：sunjinju@kysec.cn

丁旺（联系人）
证书编号：S0790120040007
邮箱：dingwang@kysec.cn

报告日期：2020年6月18日

精选层VS科创板：低估值下精选层具有较好的投资性价比

一 总体结论

- 精选层（指49家精选层挂牌申请受理公司，下同）虽然在规模、盈利能力、科技含量等方面与科创板（110家上市公司，下同）有一定差距，但其同样具有较好的成长性。
- 从个股看，精选层已受理企业中不乏众多细分行业龙头。
- 结合当前新三板流动性不足导致的估值抑价，我们认为精选层具有较好的投资性价比，同时蕴含着挖掘优质成长股的机会。

二 精选层VS科创板：基本面对比

- **企业体量：**精选层市值、营业收入及利润均值分别为科创板的14%、56%和47%（根据wind数据统计，下同），规模差异显著。
- **盈利能力：**精选层毛利率、净利率均值分别为23.8%、9.1%，同样明显低于科创板的33.5%、11.6%，但精选层ROE均值为14.2%，科创板为14.8%，两者相差无几。
- **成长性：**精选层营收和利润CAGR达17.5%和27.8%，逊于科创板的26.9%和49.5%。但精选层绝对增速同样较高。
- **企业属性：**精选层科创属性不及科创板，研发投入占营收的比重均值为3.6%，仅有科创板的54%，但覆盖的行业范围更广。
- **估值水平：**精选层由于流动性不足导致估值偏低，PE和PB均值仅有科创板的31%和43%。

三 精选层不乏挖掘优质成长股的机会

截至2020年6月17日，精选层已过会企业9家，多为细分行业的龙头或者在行业中具有一定的领先地位，未来有望受益于行业的高增长或者集中度提升的大趋势。本报告介绍了其中的5家：贝特瑞（锂电池负极材料龙头）、颖泰生物（国际化的农化龙头企业）、艾融软件（互联网金融转型方案提供商）、龙泰家居（竹家居用品行业领先者）和佳先股份（国内最大的二苯甲酰甲烷生产企业）。以这些公司为代表，精选层将不乏挖掘优质成长股的投资机会。

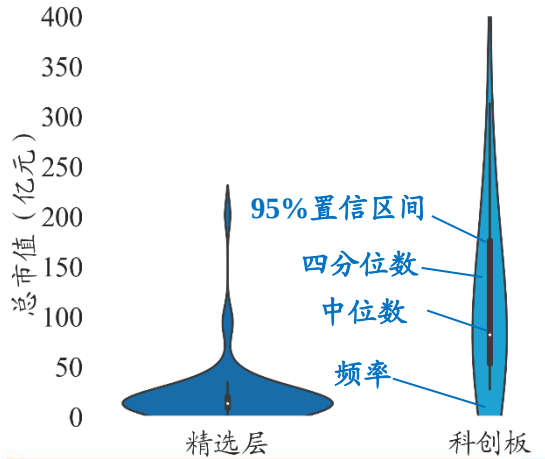
风险提示：政策变动风险、市场大幅波动风险等。

一、体量对比：精选层整体规模与科创板差距明显

总市值对比

精选层公司平均市值为22亿元，中值为13.4亿元，大幅低于科创板的158.8亿元和86.4亿元。且大多数精选层公司市值在30亿元以下，市值规模较小。

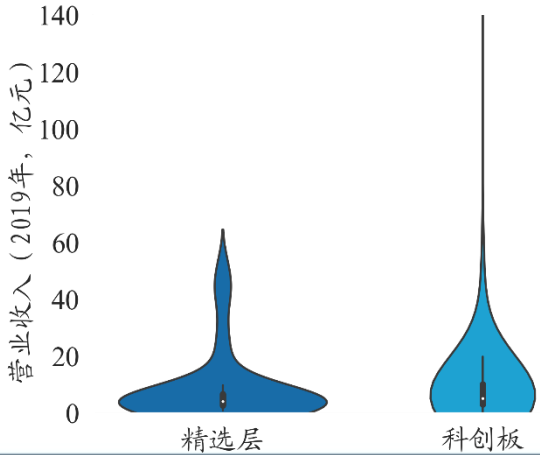
图1：精选层市值规模显著低于科创板



营业收入对比

精选层公司2019年营业收入平均值/中值为8.8/4.1亿元，科创板2019年营业收入平均值/中值为15.9/5.1亿元。精选层企业收入规模明显小于科创板，分布比科创板更集中。

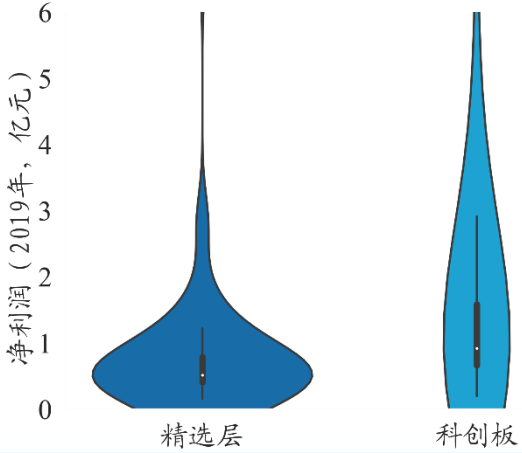
图2：精选层营业收入与科创板差距明显



净利润对比

精选层公司2019年净利润平均值/中值为0.8/0.5亿元，对比科创板的1.7/0.9亿元，精选层利润体量也较小。

图3：精选层利润体量也较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

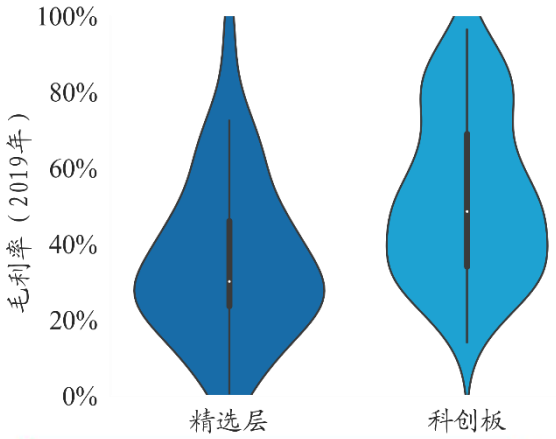
数据截止日期：2020年6月14日

二、盈利能力对比：精选层盈利能力与科创板有一定差距

毛利率对比

精选层毛利率均值/中值分别为23.8%/30.1%，科创板毛利率均值/中值分别为33.5%/50.3%，精选层毛利率与科创板差距较明显。

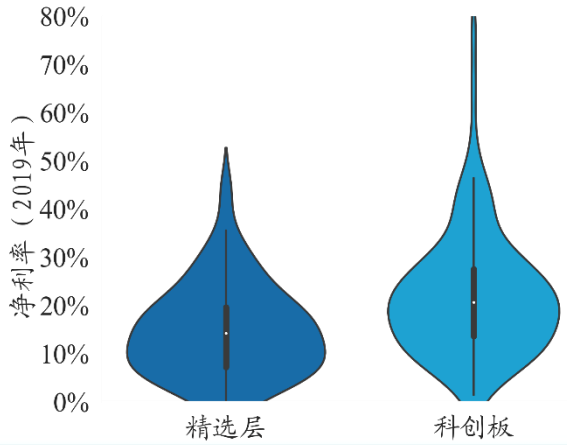
图4：精选层毛利率与科创板差距较明显



净利率对比

精选层净利率均值/中值分别为9.1%/14.2%，科创板为11.6%/19.7%。精选层净利率与科创板的差距缩小。

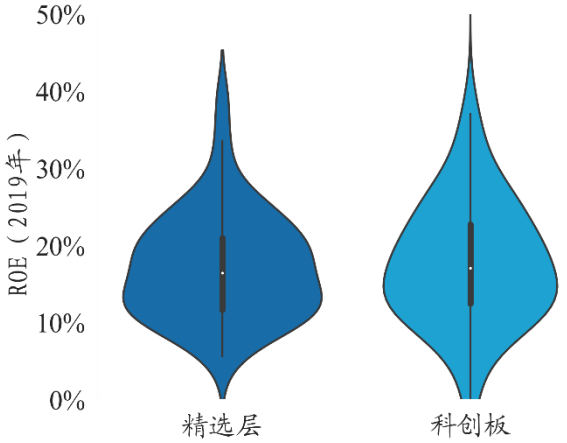
图5：精选层净利率与科创板差距缩小



ROE对比

- 精选层ROE均值/中值分别为14.2%/16.4%，科创板ROE均值/中值分别为14.8%/16.7%。精选层ROE与科创板几乎持平。

图6：精选层ROE与科创板相近



数据来源：Wind、开源证券研究所

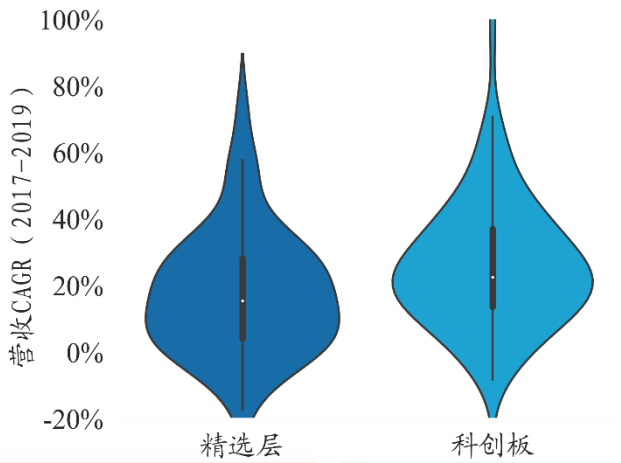
数据截止日期：2020年6月14日

三、成长性对比：精选层同样具有较好的成长性

营收增速对比

精选层2017-2019年营业收入CAGR的均值/中值分别为17.5%/15.1%，科创板分别为26.9%/22.5%。相比营收绝对规模，精选层收入增速与科创板的差距缩小。

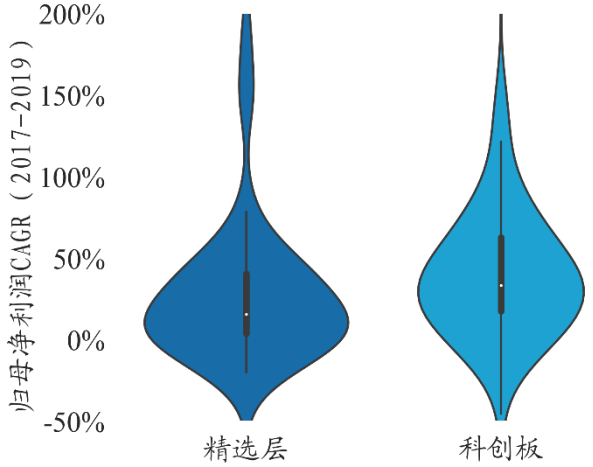
图7：精选层收入增速与科创板差距缩小



利润增速对比

- 精选层2017-2019年归母净利润CAGR的均值/中值分别为27.8%/16.8%，科创板分别为49.5%/34.4%。
- 虽然精选层的收入和利润增速与科创板相比仍有一定差距，但从绝对值来看，精选层同样具有较好的成长性。

图8：精选层与科创板归母净利润增速均较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

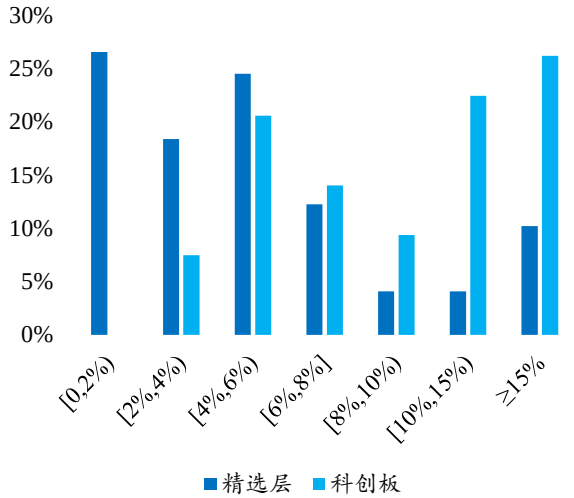
数据截止日期：2020年6月14日

四、企业属性对比：精选层科技属性相对较弱，行业标准更包容

研发投入对比

精选层（剔除钢银电商）研发投入占营收的比例均值/中值分别为3.6%/4.3%，明显低于科创板的6.7%/9.8%，且大多集中在0-6%之间。

图9：精选层研发投入低于科创板



行业分布对比

行业分布上，科创板公司均属于六大战略新兴产业，其中比例最高的是信息技术产业，科创属性强。精选层的行业要求则更包容，除了科技、医药等科技含量高的行业，也有较多消费类等传统行业的公司。

图10：精选层行业分布较广

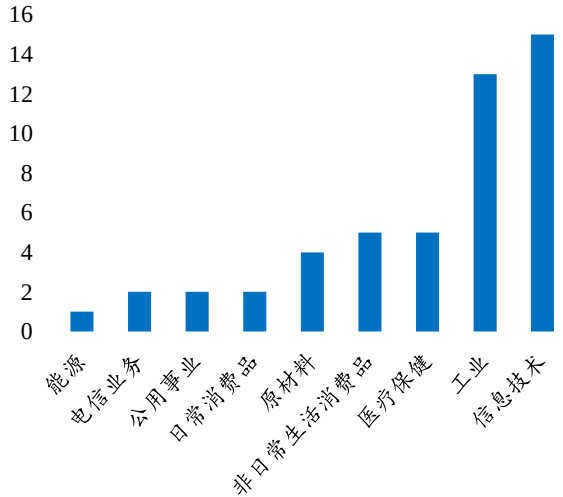
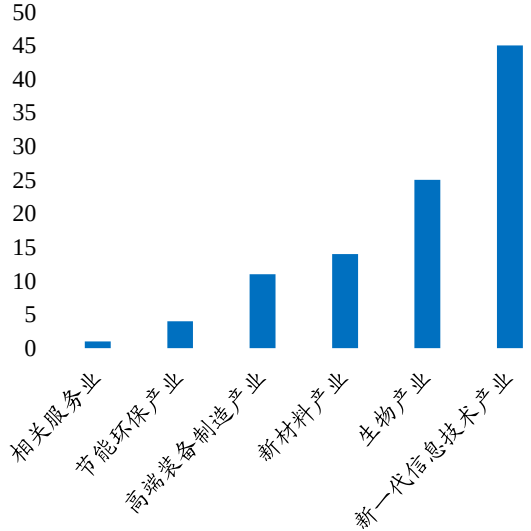


图11：科创板行业分布集中



数据来源：Wind、开源证券研究所

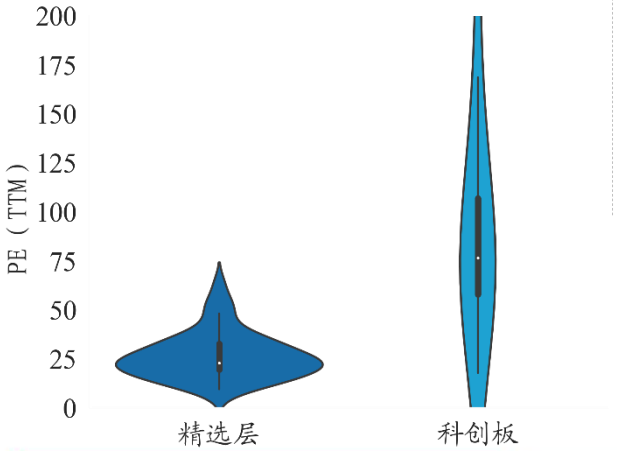
数据截止日期：2020年6月14日

五、估值对比：精选层估值显著低于科创板，流动性改善有望带来估值提升

PE对比

精选层PE（TTM）均值/中值分别为26.5/23.0倍，明显低于科创板的85.4/76.3倍。且精选层一半以上的公司PE低于25X。

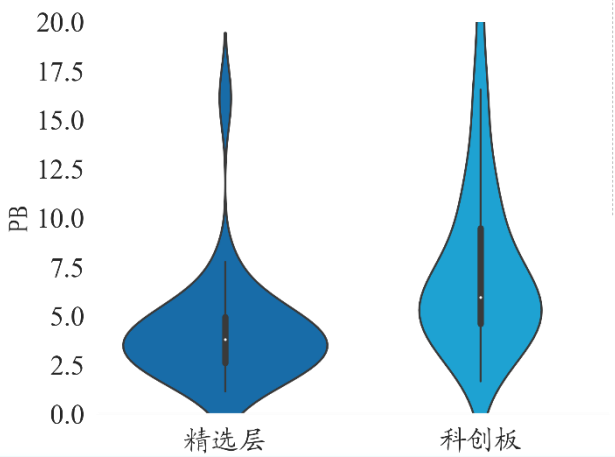
图12：精选层PE明显低于科创板



PB对比

精选层PB均值/中值分别为3.4/3.8倍，同样明显低于科创板的7.9/5.9倍。

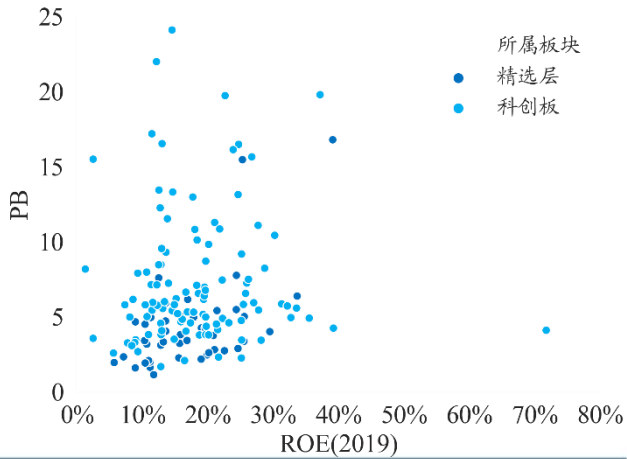
图13：精选层PB明显低于科创板



PB-ROE对比

精选层估值显著低于科创板，除了公司质地的差异，也反映了新三板流动性不足。我们预计精选层流动性将较传统新三板显著改善，从而有望带动精选层企业估值的提升。

图14：PB-ROE分布对比



数据来源：Wind、开源证券研究所

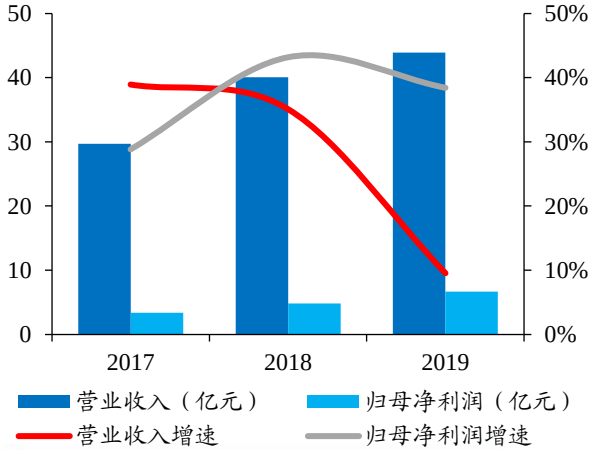
数据截止日期：2020年6月14日

六、公司简介（一）：贝特瑞——锂电池负极材料龙头

公司概况

贝特瑞是全球锂离子电池负极材料第一大供应商，2018年负极材料出货量占全球总出货量的16.1%。2017至2019年公司分别实现营收29.7、40.1、43.9亿元，CAGR为21.6%，对应归母净利润分别为3.4、4.8、6.7亿元，CAGR为40.8%。

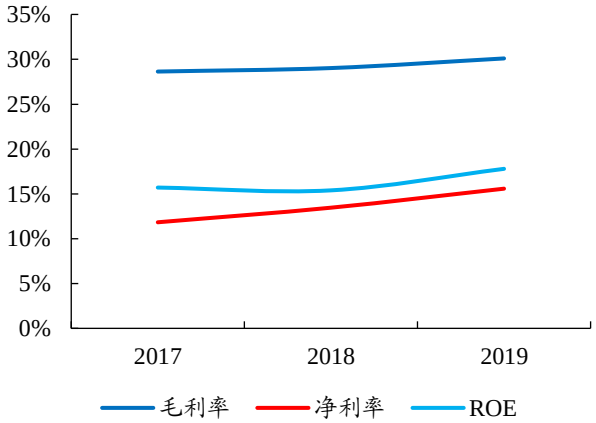
图15：贝特瑞营收和利润保持高增



盈利能力

贝特瑞盈利能力稳中有升。2017至2019年，公司毛利率分别为28.7%、29.0%、30.1%，净利率分别为11.8%、13.5%和15.6%，ROE分别为15.7%、15.4%和17.8%。

图16：贝特瑞盈利能力稳中有升



行业概况

新能源汽车的普及将推动动力电池行业进一步扩容，带动负极材料出货量快速增长。根据高工锂电预测，2022年我国负极材料出货量将达到53万吨，以2019年26.5万吨为基数，3年CAGR高达26.0%。

表1：贝特瑞盈利能力优于可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR（%）	2019年毛利率（%）	2019年净利率（%）	PE（TTM）
璞泰来	46.1	29.5	14.2	64.7
容百科技	49.3	14.0	2.1	185.9
杉杉股份	2.4	21.2	4.3	95.3
平均	**32.6**	**21.6**	**6.8**	**115.3**
贝特瑞	**21.6**	**30.1**	**15.6**	**30.3**

数据来源：Wind、高工锂电、开源证券研究所

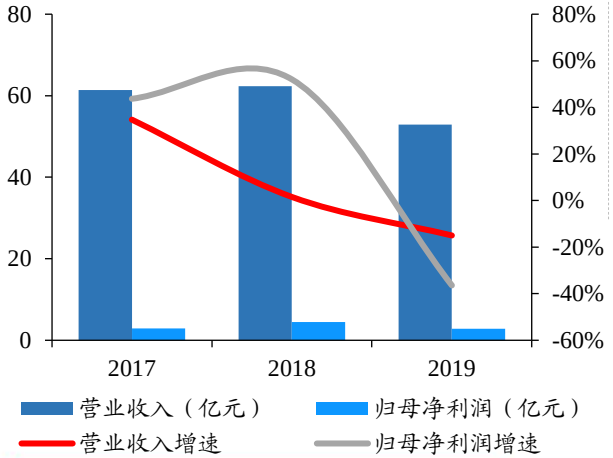
数据截止日期：2020年6月14日

六、公司简介（二）：颖泰生物——国际化的农化龙头企业

公司概况

颖泰生物主要从事高品质农药研制和销售，连续多年获得中国农药出口五十强第一名。2017至2019年，公司营业收入分别为61.4、62.3和53.0亿元，CAGR为-7.1%，对应归母净利润分别为2.9、4.4和2.8亿元，CAGR为-1.7%。

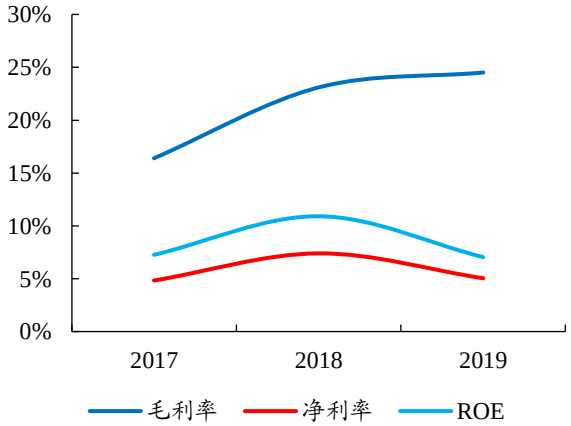
图17：业务结构调整导致营收利润下降



盈利能力

颖泰生物主动缩减了毛利率较低的贸易业务，导致公司盈利能力提升。2017至2019年，公司毛利率分别为16.4%、23.1%和24.5%，净利率分别为4.8%、7.4%、5.0%，ROE分别为7.3%、10.9%和7.1%。

图18：业务结构调整带动盈利能力提升



行业概况

行业需求稳定，龙头企业有望受益于集中度提升。Phillips McDougall预计，2018-2023年全球农作物农药市场将保持3%的增速，并于2023年达到667亿美元的规模。另外，我国环保高压常态化有望推动行业集中度提升。

表2：颖泰生物盈利能力接近可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR（%）	2019年毛利率（%）	2019年净利率（%）	PE（TTM）
安道麦A	7.6	32.2	1.0	-208.7
扬农化工	40.0	28.8	13.5	20.0
红太阳	-3.0	20.1	0.8	-57.8
平均	**14.8**	**27.1**	**5.1**	**-**
颖泰生物	**-7.1**	**24.5**	**5.0**	**27.8**

数据来源：Wind、Phillips McDougall、开源证券研究所

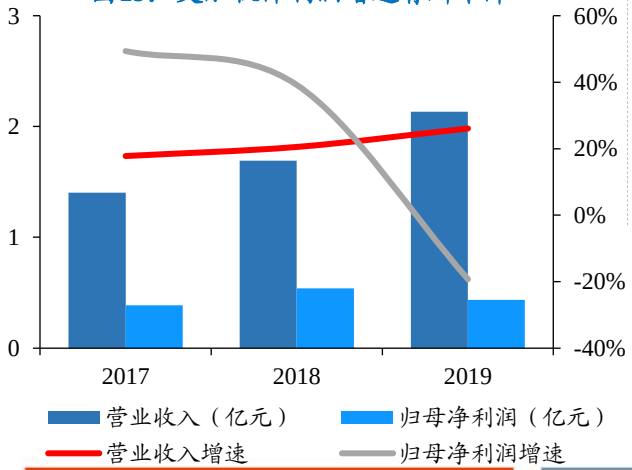
数据截止日期：2020年6月14日

六、公司简介（三）：艾融软件——互联网金融转型方案提供商

公司概况

艾融软件主要为工行等大型商业银行构建互联网金融业务平台。公司2017至2019年营业收入分别为1.4、1.7、2.1亿元，CAGR为23.3%，对应归母净利润分别为0.4、0.5、0.4亿元，CAGR为6.0%。

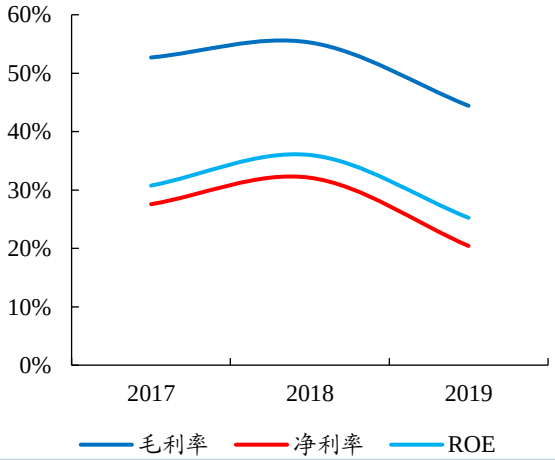
图19：艾融软件利润增速有所下降



盈利能力

近一年艾融软件盈利能力有所下降，但绝对水平仍然较高。公司毛利率分别为52.7%、55.3%、44.4%，净利率分别为27.6%、32.1%、20.4%，ROE分别为30.8%、36.0%、25.3%。

图20：艾融软件利润率有所下降



行业概况

目前我国广大村镇银行信息化水平还较低，需求潜力大。根据IDC报告，2018年，中国银行业IT解决方案市场整体规模达到420亿元人民币，比2017年增长23.6%，并预计到2023年达到1072亿元，2019-2023的CAGR为 20.8%。

表3：艾融软件整体表现优于可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR（%）	2019年毛利率（%）	2019年净利率（%）	PE（TTM）
科蓝软件	18.0	42.3	4.9	119.6
长亮科技	22.1	51.7	10.6	88.1
宇信科技	27.8	35.0	10.3	60.1
平均	**20.1**	**47.0**	**7.8**	**103.8**
艾融软件	**23.3**	**44.4**	**20.4**	**63.4**

数据来源：Wind、IDC、开源证券研究所

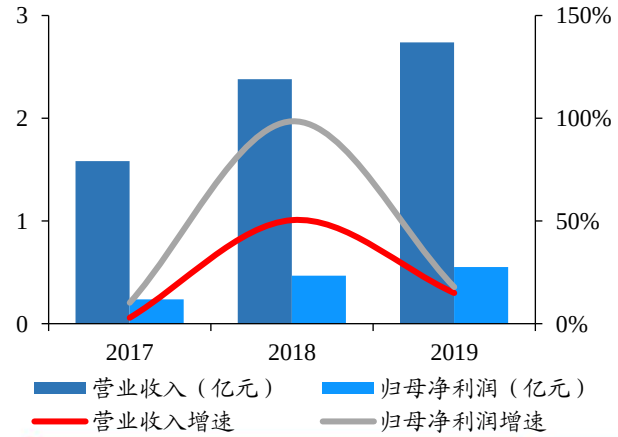
数据截止日期：2020年6月14日

六、公司简介（四）：龙泰家居——竹家居用品行业领先者

公司概况

龙泰家居是国内竹制家居用品（收纳、餐具等）行业龙头，80%以上收入来自为宜家代工。公司2017至2019年营业收入分别为1.6、2.4、2.7亿元，CAGR为31.5%，对应归母净利润分别为0.2、0.5、0.6亿元，CAGR为52.9%。

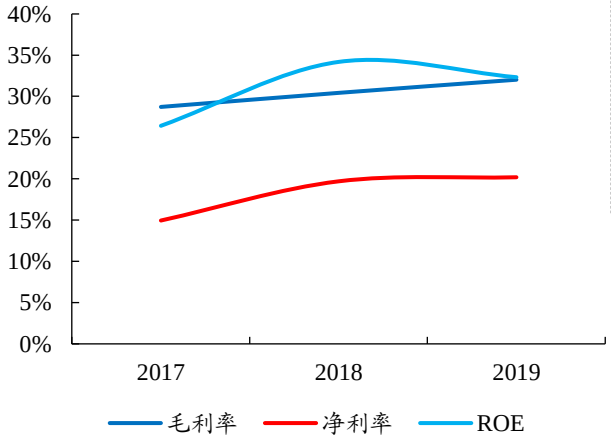
图21：龙泰家居收入和利润高速增长



盈利能力

近三年龙泰家居盈利能力有所提升。2017至2019年，公司毛利率分别为28.7%、30.4%、32.0%，净利率分别为14.9%、19.7%、20.2%，ROE分别为26.4%、34.2%、32.3%。

图22：龙泰家居利润率持续提升



行业概况

根据IBG统计，2017年国内收纳用品市场规模为258.6亿元，预计2020年将达1012.8亿元。另据Statista预测，2020年全球厨具市场规模将达1730亿美元。随着环保意识的加强，竹制家居用品渗透率也将上升。

表4：龙泰家居整体表现优于可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR（%）	2019年毛利率（%）	2019年净利率（%）	PE（TTM）
兔宝宝	6.0	17.1	8.5	21.2
美克家居	15.6	52.6	8.2	55.6
平均	**10.8**	**34.9**	**8.3**	**38.4**
龙泰家居	**31.5**	**32.0**	**20.2**	**23.9**

数据来源：Wind、IBG、Statista、开源证券研究所

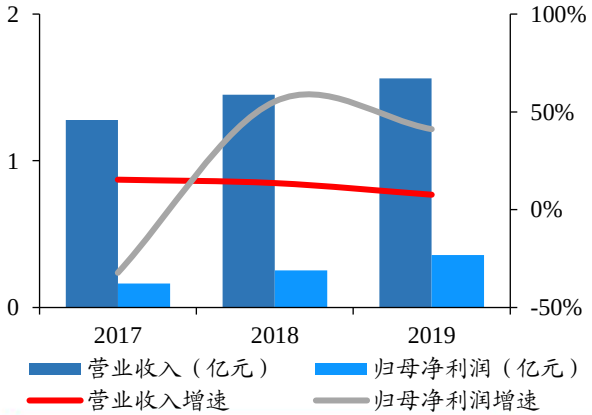
数据截止日期：2020年6月14日

六、公司简介（五）：佳先股份——国内最大的二苯甲酰甲烷生产企业

公司概况

佳先股份是国内最大的二苯甲酰甲烷（DBM）生产商，产品主要作为PVC热稳定剂，客户包括百尔罗赫等全球化工龙头。公司2017至2019年营收为1.3、1.5和1.6亿元，CAGR为10.6%，对应归母净利润0.2、0.3、0.4亿元，CAGR为48.0%。

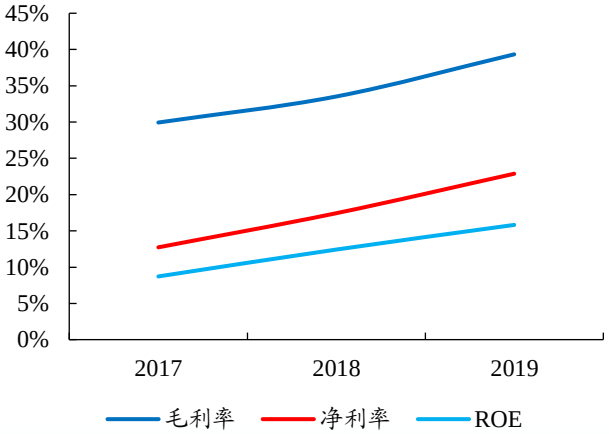
图23：佳先股份收入和利润稳步增长



盈利能力

随着国家环保监管趋严，公司产品竞争力加强，产品售价提升带动盈利能力提升。2017至2019年，公司毛利率分别为29.9%、33.5%、39.3%，净利率分别为12.8%、17.4%、22.9%，ROE分别为8.7%、12.4%、15.8%。

图24：产品提价推动利润率显著提升



行业概况

我国是世界上最大的PVC生产和消费国，据百川资讯数据，2019年我国聚氯乙烯表观消费量1961.7万吨，近三年CAGR6.5%。房地产行业是PVC最主要的消费市场，近年来国内房地产开工和销售均表现出了较好的韧性，在经济下行压力较大的背景下，房地产市场投资有望继续保持韧性。

表5：佳先股份整体表现优于可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR（%）	2019年毛利率（%）	2019年净利率（%）	PE（TTM）
三友化工	0.8	20.1	3.6	34.0
中泰化学	42.3	6.9	0.2	60.5
平均	**21.5**	**13.5**	**1.9**	**47.2**
佳先股份	**38.9**	**12.0**	**5.5**	**22.9**

数据来源：Wind、百川资讯、开源证券研究所

数据截止日期：2020年6月14日

核心结论

一 新三板与科创板错位发展

科创板定位于“面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业”，而新三板服务于创新型、创业型、成长型中小企业，精选层则在新三板中定位于企业升级。因此，精选层挂牌企业规模普遍偏小，盈利能力和科创成色亦逊于科创板。

二 精选层低估值高成长，投资性价比高

新三板低估值提供了较好的安全边际，同时精选层流动性的改善和转板制度的推出将推动精选层企业估值的提升。另外，新三板精选层具有和科创板相近的成长性。综合而言，我们认为精选层投资性价比较高。

三 精选层蕴含挖掘优质成长股机会

从目前已受理企业看，精选层覆盖行业范围广，已过会的9家企业来自完全不同的行业且多为细分领域的龙头，其中很多企业未来有望受益于行业的高增长或者集中度提升的大趋势。因此，我们认为精选层将不乏挖掘优质成长股的投资机会。

风险提示：政策变动风险、市场大幅波动风险等。

分析师声明

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。

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R4（中高风险），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。

股票投资评级说明

	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（underperform）	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（underperform）	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，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：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
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券