2020 年 06 月 07 日

中小盘研究团队

次新股说：本批康华生物值得重点跟踪（2020 批次 20、21）

——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

● **证监会近期核发新股 5 家，核发速度有所放缓**

证监会近期共核发新股 5 家，较上批有所放缓（7 家）——康华生物（国内首个人二倍体狂犬病疫苗生产商）、酷特智能（个性化定制服装）、新天绿能（天然气分销与风电运营商）、帝科股份（晶硅太阳能电池正面银浆领域龙头）、北鼎晶辉（销售高品质厨房小家电）。

其中，我们认为康华生物值得关注：公司拥有国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，相比动物细胞制备的狂犬病疫苗，人二倍体细胞狂犬病疫苗接种后无严重的不良反应，是目前国内传统狂犬病疫苗的有力补充，尤其适用于过敏体质者、老人及儿童等免疫力偏低的人群。近年来，国内人用狂犬病疫苗每年的批签发总数量维持在 6000-8000 万支，年产值维持在 30-50 亿元之间。随着国内宠物市场规模的扩大、暴露前免疫知识的普及，人用狂犬病疫苗接种率也将有较大的提升空间。虽然目前 Vero 细胞狂犬病疫苗仍为国内主流，但公司人二倍体狂犬病疫苗正快速放量，2017 年至 2018 年，公司狂犬病疫苗批签发量由 100 万剂迅速提高至 223 万剂，在国内狂犬病疫苗市场占有率 3.3%，未来有望持续渗透。

● **本批过会率继续保持 100%，上会速度略有放缓**

剔除科创板，本批首发上会企业共 6 家，较上批 7 家的上会速度略有放缓，过会率继续保持 100%。剔除金融股后，本批新股平均募资规模约 5.51 亿元，低于上一批单只新股平均 8.87 亿元的募资额。新股开板涨幅方面，本批共开板新股 12 只，平均开板涨幅 175.5%，明显低于上一批 264.4%的平均开板涨幅，其中有 5 只新股开板涨幅在 100%以内。

● **开源中小盘次新股重点跟踪组合**

目前新股评级我们采用主观的综合评分制。项目包括：股东结构、历史沿革、业务和技术、财务会计、募投项目、投资故事等，对于业务和技术，细项包括：行业给予企业的发展空间、企业相对对手的领先概率、核心产业环节的定价能力、生命周期决定的企业空间等。

开源证券中小盘次新股重点跟踪组合，包括：**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进程）、**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：创业板注册制改革添新规，上会速度放缓（2020 批次 18、19）》-2020.5.24

《中小盘 IPO 专题-发行与承销制度进一步完善，创业板注册制改革平稳过渡》-2020.5.23

《无-精选层推出在即，挂牌企业成色如何？》-2020.5.15

目 录

1、 深次新股指数本期上涨 5.97%，表现强于市场 4
2、 康华生物（A18128.SZ） 6
2.1、 国内首个人二倍体细胞狂犬病疫苗生产企业 6
2.2、 公司亮点：人二倍体细胞狂犬病疫苗放量，产品和技术优势明显 6
2.3、 行业大观：自主研发疫苗与国际接轨，狂犬病疫苗需求增长空间广阔 7
3、 酷特智能（A18110.SZ） 8
3.1、 个性化定制服装生产商，营收持续提升 8
3.2、 公司亮点：西服个性化定制和规模化生产相结合 9
4、 新天绿能（A18081.SH） 9
4.1、 河北领先的清洁能源开发与利用公司，营收持续提升 9
4.2、 公司亮点：天然气业务壁垒高，风电业务运营成熟 10
5、 帝科股份（A18134.SZ） 11
5.1、 国内领先的新型电子银浆供应商 11
5.2、 公司亮点：坚持自主研发和持续创新，打入优质客户供应链 12
6、 北鼎晶辉（A17393.SZ） 12
6.1、 高品质厨房小家电及配套产品和服务提供商，产品线丰富 12
6.2、 公司亮点：国外业务产品结构升级提升附加值，国内自主品牌崛起 13
7、 风险提示 14

图表目录

图 1： 深次新股指数本期上涨 5.97%，表现强于沪深两市 4
图 2： 康华生物收入和利润快速增长 6
图 3： 康华生物盈利能力较强 6
图 4： 酷特智能收入下滑、利润增长放缓 8
图 5： 酷特智能盈利能力略有上升 8
图 6： 新天绿能收入和利润增速持续下降 10
图 7： 新天绿能盈利能力呈下降趋势 10
图 8： 帝科股份收入和利润波动较大 11
图 9： 帝科股份盈利能力整体呈下降趋势 11
图 10： 北鼎晶辉收入和利润有所下滑 13
图 11： 北鼎晶辉期间盈利能力有所提高 13

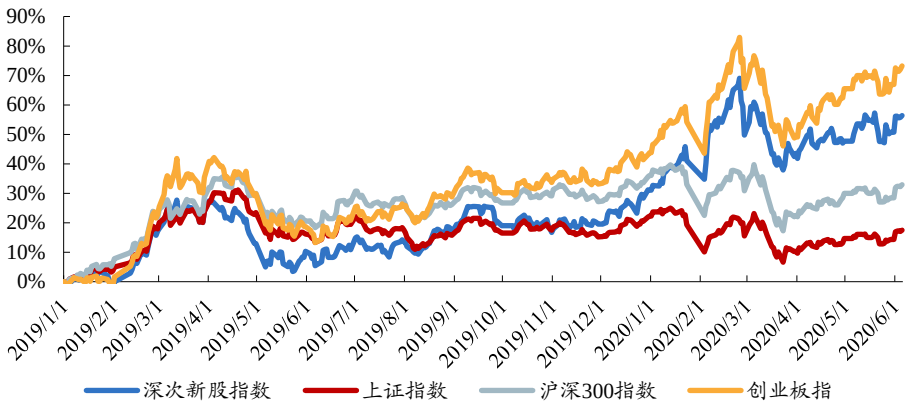
表 1： 2020 年 5 月 23 日至今共开板新股 12 只，平均开板涨幅 175.50% 4
表 2： 本批次新股 2017-2019 年盈利指标及百分位 5
表 3： 开源中小盘次新股重点跟踪组合 5
表 4： 科创板申购新股基本面一览 5
表 5： 近期科创板 1 家新股上市，股价高点出现在上市第 2 日 5
表 6： 康华生物募集资金的主要用途 6
表 7： 可比公司对比（2017-2019）：康华生物盈利能力优于行业平均 8
表 8： 酷特智能募集资金的主要用途 9
表 9： 可比公司对比（2017-2019）：酷特智能增长速度不及行业平均 9

表 10: 新天绿能募集资金的主要用途 10
表 11: 可比公司对比（2017-2019）：新天绿能整体表现优于行业平均 10
表 12: 帝科股份募集资金的主要用途 11
表 13: 可比公司对比（2017-2019）：帝科股份成长能力表现优于行业平均 12
表 14: 北鼎晶辉募集资金的主要用途 13
表 15: 可比公司对比（2017-2019）：北鼎晶辉整体表现不及行业平均水平 13

1、 深次新股指数本期上涨 5.97%，表现强于市场

2020 年 5 月 23 日至 6 月 5 日，深证次新股指数上涨 5.97%，表现强于于上证指数（4.16%）、沪深 300 指数（4.63%）及创业板指（5.85%）。新股开板涨幅方面，本期主板共开板新股 12 只，平均开板涨幅 175.50%，低于上一批 264.37%的平均开板涨幅。本期科创板共有 1 家公司上市，新股股价高点出现在上市第 2 日。

图1：深次新股指数本期上涨 5.97%，表现强于沪深两市



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020 年 5 月 23 日至今共开板新股 12 只，平均开板涨幅 175.50%

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（%）
300836.SZ	佰奥智能	2020-05-28	2020-06-05	28.18	69.57	6	146.88%
002986.SZ	宇新股份	2020-06-02	2020-06-04	39.99	62.48	2	56.24%
605288.SH	凯迪股份	2020-06-01	2020-06-03	92.59	139.53	2	50.70%
002990.SZ	盛视科技	2020-05-25	2020-06-01	36.81	85.37	5	131.92%
300831.SZ	派瑞股份	2020-05-07	2020-06-01	3.98	26.88	17	575.38%
603950.SH	长源东谷	2020-05-26	2020-05-29	15.81	29.10	3	84.06%
300832.SZ	新产业	2020-05-12	2020-05-29	31.39	156.07	13	397.20%
605001.SH	威奥股份	2020-05-22	2020-05-26	16.14	26.40	2	63.57%
300833.SZ	浩洋股份	2020-05-20	2020-05-25	52.09	81.68	3	56.81%
601778.SH	晶科科技	2020-05-19	2020-05-25	4.37	8.80	4	101.37%
002988.SZ	豪美新材	2020-05-18	2020-05-25	10.94	23.26	5	112.61%
300830.SZ	金现代	2020-05-06	2020-05-25	4.40	18.89	13	329.32%
					均值	6	175.50%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本批次新股 2017-2019 年盈利指标及百分位

证券代码	证券简称	近 3 年平均毛利率（%）	百分位	2019 年营业收入（亿元）	百分位	近 3 年营业总收入复合年增长率（%）	百分位	近 3 年归母净利润复合增长率（%）	百分位	ROE 均值	百分位
600956.SH	新天绿能	29.82	66%	119.69	5%	30.11	20%	22.71	47%	11.84	86%
300841.SZ	康华生物	92.69	1%	5.55	75%	45.52	6%	58.34	12%	37.98	3%
300824.SZ	北鼎股份	43.28	26%	5.51	76%	1.97	87%	27.03	36%	19.65	39%
300842.SZ	帝科股份	19.33	90%	12.99	45%	20.57	34%	11.03	69%	18.58	45%
300840.SZ	酷特智能	38.36	41%	5.35	78%	-4.25	98%	8.31	72%	12.37	82%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：百分位指公司相应指标在近 1 年首发上市所有公司相应指标中的百分位。

表3：开源中小盘次新股重点跟踪组合

证券代码	证券简称	6 月 5 日收盘价（元）	市盈率（TTM）	核心看点
300783.SZ	三只松鼠	86.37	195	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	78.94	99	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	124.18	225	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	147.77	165	国内 IGBT 模块领域领跑者
300782.SZ	新产业	570.57	94	国内射频前端芯片龙头，5G 商用化与国产替代双轮驱动
300841.SZ	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
603786.SH	科博达	61.19	50	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4：科创板申购新股基本面一览

证券代码	证券简称	近 3 年平均毛利率（%）	2019 年营业收入（亿元）	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
688555.SH	泽达易盛	48.69	2.21	33.68	59.28	18.55	食品、医药信息化流通	卫宁健康、创业慧康
688518.SH	联赢激光	37.31	10.11	17.86	-9.66	13.55	精密激光焊接设备	大族激光、华工科技
688520.SH	神州细胞	57.94	0.03	-33.65	0	-	创新型生物制药研发	万泰生物、智飞生物
688505.SH	复旦张江	91.26	10.29	41.98	73.78	10.26	生物医药创新研究	贝达药业、康弘药业

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：近期科创板 1 家新股上市，股价高点出现在上市第 2 日

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格（元）	5 日最高涨幅（%）	5 日最高涨幅日	10 日最高涨幅（%）	10 日最高涨幅日
688360.SH	德马科技	2020-06-02	25.12	213.57%	第 2 日	213.57%	第 2 日
			均值	213.57%		213.57%	

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：仍处于上市首日个股已予以剔除。

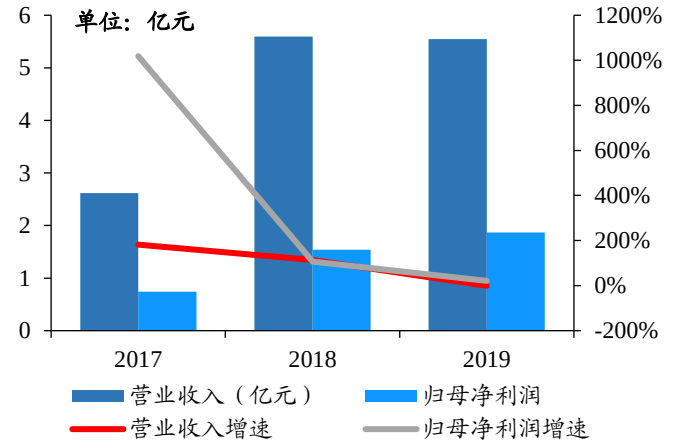
2、 康华生物（A18128.SZ）

2.1、 国内首个人二倍体细胞狂犬病疫苗生产企业

公司为综合性研究、开发、经营一体化的疫苗生产企业，是目前国内首家自主研发和生产人二倍体细胞狂犬病疫苗的疫苗企业。公司主营业务产品包括冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗，2019 年分别实现收入 5.4 和 0.2 亿元，占总收入比重分别为 97.0%和 3.0%。

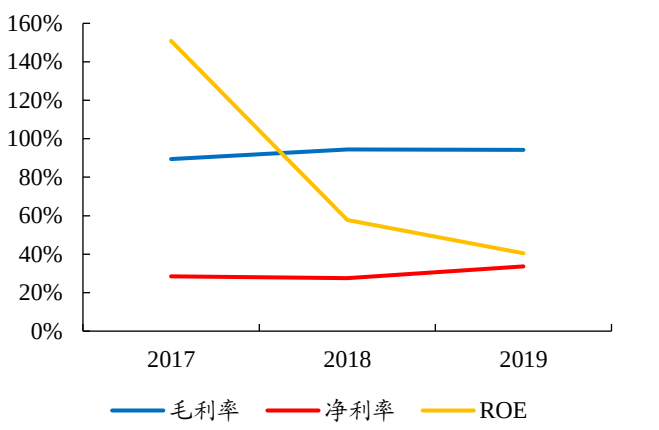
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 2.6、5.6、5.5 亿元，CAGR 为 45.5%，对应归母净利润分别为 0.7、1.5、1.9 亿元，CAGR 为 58.3%。公司人二倍体细胞狂犬病疫苗快速放量推动收入快速增长。2017 至 2019 年，毛利率分别为 89.5%、94.4%、94.2%，净利率分别为 28.4%、27.6%和 33.7%，ROE 分别为 150.9%、57.9%和 40.5%。

图2：康华生物收入和利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：康华生物盈利能力较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：康华生物募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
疫苗生产基地一期建设子项目	62,480.81	预期投资回收期（税后，含建设期 3 年）为 6.08 年，内部收益率（税后）为 28.22%
研发中心升级建设子项目	10,261.12	通过本项目的实施，可显著增强公司的自主研发和产品创新能力，巩固公司行业技术领先优势。
补充与主营业务相关的营运资金	27,000.00	营运资金的补充可大幅增加公司经营资本，优化公司财务结构并缓解现金流压力。
合计	99,741.93	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

2.2、 公司亮点：人二倍体细胞狂犬病疫苗放量，产品和技术优势明显

公司拥有国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，相比动物细胞制备的狂犬病疫苗具有明显的产品和技术优势。人二倍体细胞狂犬病疫苗被世界卫生组织称为预防狂犬病的黄金标准疫苗，接种后可产生可靠的免疫应答，产生高滴度的中和抗体，无严重的不良反应，是目前国内传统狂犬病疫苗的有力补充，尤其适用于过敏体质者、老人及儿童等免疫力偏低的人群。公司冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）

为国内首个上市销售的人二倍体细胞狂犬病疫苗，打破了国内狂犬病疫苗一直沿用动物细胞制备的局限，具有无引入动物源细胞残留 DNA 和动物源细胞蛋白、安全性高、免疫原性好、保护持续时间长等优势。2016 年至今，公司狂犬病疫苗经中检院批签发通过率为 100%。公司狂犬病疫苗于 2014 年实现销售，凭借其独特的产品优势，品牌影响力逐渐提高，切入市场的速度较快，2017 年度至 2018 年度，批签发量由 99.51 万剂迅速提高至 223.21 万剂。目前，由于产量低、大体积生物反应器培养人二倍体细胞难度较大等因素，2018 年公司人二倍体细胞狂犬病疫苗在国内狂犬病疫苗市场占比仅 3.34%，Vero 细胞狂犬病疫苗仍为国内主流。随着公司大规模生产技术的进步，未来人二倍体细胞狂犬病疫苗有望持续渗透。

2.3、 行业大观：自主研发疫苗与国际接轨，狂犬病疫苗需求增长空间广阔

产业链全景：上游市场成熟，下游对疫苗安全性、免疫持久性等有较高要求，行业集中度高。疫苗行业的上游行业主要为培养基、化学试剂、药品包装、医用设备设施行业。由于这些产业的市场都很成熟，竞争激烈，供应和价格都比较稳定。疫苗行业的下游客户主要为疾控中心和疫苗接种者。疾控中心是企业疫苗的采购方，拥有对疫苗品种、企业、价格等方面的决定权，疫苗安全性、稳定性、有效性和免疫持久性等质量要素，也是疾控中心采购疫苗的重要评估依据。接种者接种某种第二类疫苗的意愿及情况会直接影响疾控中心对该种疫苗的采购情况。疫苗接种者在接种疫苗时，虽然可能根据疫苗的售价对接种疫苗进行选择，但疫苗品牌的知名度、疫苗质量情况对接种者决策的重要性程度日益提高。受益于居民可支配收入增加及对疫苗安全性等方面要求提高等因素，疫苗接种者接种新型、安全性好、免疫原性高等第二类疫苗的意愿会逐渐增强。国内狂犬病疫苗市场集中度高，成大生物、宁波荣安、广州诺诚等生产的 Vero 细胞狂犬病疫苗，批签发量合计市占率超过 85%。

行业趋势：龙头致力于二类疫苗研发，狂犬病疫苗技术不断升级。我国第一类疫苗由于由政府推行，接种率高，市场规模较为稳定，但是利润低、发展空间小。而第二类疫苗毛利率普遍较高，且接种率提升空间大，因此近年来我国实力较强的疫苗企业致力于新型第二类疫苗的研发及销售。这推动了国产疫苗在技术、生产工艺、原研创新等方面实现较大进步，如万泰生物的二价 HPV 成功实现国产化，武汉生物制品研究所的吸附百日咳白喉破伤风乙型肝炎联合疫苗和智飞生物的 AC 群脑膜炎球菌（结合）、b 型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗则在多联疫苗的研发上与国际接轨。就细分的狂犬病疫苗市场而言，其生产技术同样不断升级。十九世纪八十年代，我国停用神经组织狂犬病疫苗，转向使用地鼠肾细胞非浓缩的狂犬病疫苗。十九世纪九十年代以来，又先后引进了 Vero 细胞和鸡胚细胞狂犬病疫苗。2014 年，康华生物自主研发的人二倍体细胞狂犬病疫苗经过中检院批签发正式上市，打破了国内狂犬病疫苗一直沿用动物细胞制备的局限。

市场容量：国内疫苗市场庞大，二类疫苗接种率有望持续提高。中国是全球最大的人用疫苗生产国，根据中检院数据披露，2019 年，全国疫苗批签发总量为 5.65 亿剂，同比增长 5.8%，全球排名第一，对应市场规模在 400 亿左右。其中，冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）常年位列国内前 20 大产值疫苗品种榜首。近年来，国内人用狂犬病疫苗每年的批签发总数量维持在 6000-8000 万支，即 1200-1600 万人份，整体批签发量基数较大，年产值维持在 30-50 亿元之间。从成长性看，国内二类疫苗占比不断提升，将为疫苗市场带来主要增量。截至 2019 年，国内二类苗批签发量占总批签发量的 39.2%，相较 2013 年的 23.0%有显著提高。就狂犬病疫苗而言，随着宠物市

场规模的扩大、暴露前免疫知识的普及，人用狂犬病疫苗接种率将有较大的提升空间。据《2017 年中国宠物行业白皮书》数据，中国宠物行业规模在 2017 年达到 1340 亿元，在 2010 年至 2020 年期间将保持年均 30.9%的高增速发展。

表7：可比公司对比（2017-2019）：康华生物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（%）
沃森生物	29.53	79.75	17.31	3.01
智飞生物	180.82	42.05	22.35	47.67
康泰生物	29.37	91.58	29.56	25.51
平均	79.91	71.12	23.08	25.40
康华生物	45.52	94.17	33.66	40.49

数据来源：Wind、开源证券研究所

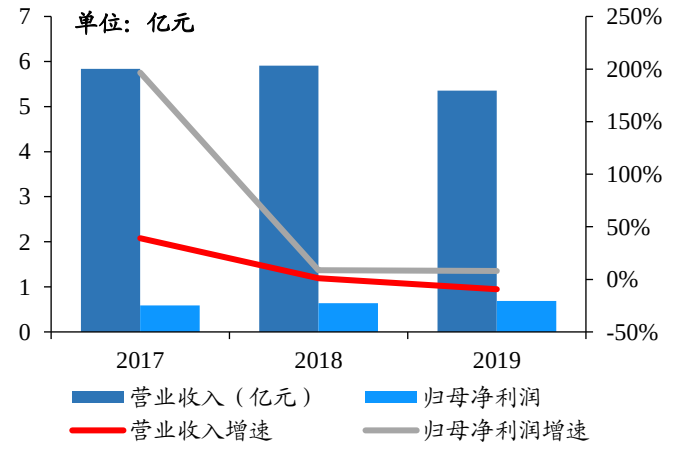
3、 酷特智能（A18110.SZ）

3.1、 个性化定制服装生产商，营收持续提升

公司主营个性化定制服装的生产与销售，并向国内相关传统制造企业提供数字化定制工厂的整体改造方案及技术咨询服务。公司主要产品覆盖了男士、女士正装全系列各品类，包括西服、西裤、马甲、裙装、衬衫、大衣和风衣等。2019 年公司西服、衬衣、其他服装类、咨询类、其他业务分别实现收入 4.0、0.7、0.2、0.2 和 0.3 亿元，占总收入比重分别为 75.5%、13.9%、3.1%、2.9%和 4.7%。

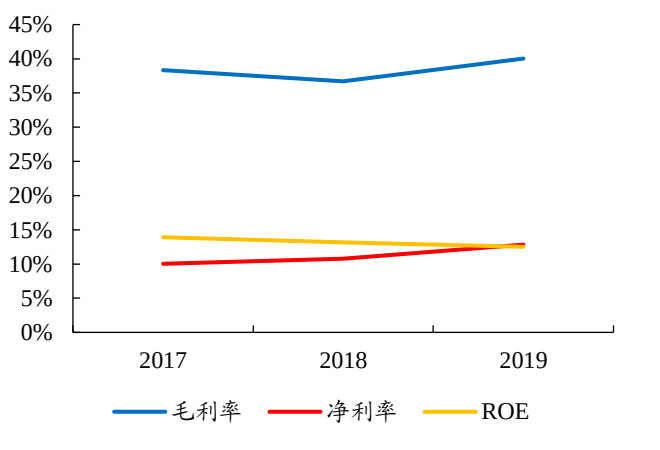
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.8、5.9、5.4 亿元，CAGR 为-4.2%，对应归母净利润分别为 0.6、0.6、0.7 亿元，CAGR 为 8.3%。公司收入增长主要系西服类产品单价及销量增长所致。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 38.3%、36.7%、40.0%，净利率分别为 10.0%、10.8%和 12.8%，ROE 分别为 13.9%、13.2%和 12.5%，近一年主要盈利能力指标均略有上升。

图4：酷特智能收入下滑、利润增长放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：酷特智能盈利能力略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：酷特智能募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
柔性智慧工厂新建项目	27,781.84	据测算达产年份可实现销售收入 46569.58 万元。经综合测算，本项目所得税后内部收益率（或“内含报酬率”）为 13.0%。
智慧物流仓储、大数据及研发中心综合体建设项目	13,979.32	有利于扩充现有数据库，提高系统性能，优化生产流程，实现精准营销。缓解现有生产线不断增长的物流仓储压力。
合计	41,761.16	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表9：可比公司对比（2017-2019）：酷特智能增长速度不及行业平均

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（%）
报喜鸟	12.17	61.70	6.24	8.07
乔治白	19.38	48.04	12.75	13.07
七匹狼	8.37	46.89	9.75	5.92
平均	13.31	52.21	9.58	9.02
酷特智能	-4.25	40.03	12.83	12.51

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 公司亮点：西服个性化定制和规模化生产相结合

公司实现了个性化定制服装的大规模生产，在满足消费者个性化需求的同时，有效降低定制成本。公司依托十多年来对国内外不同地区不同消费者的版型数据、量体数据和款式数据的积累，以及多年生产积累的西装生产工艺数据，建立了版型、量体等数据库系统。通过版型数据库自动匹配制版、量体数据库优化制版以及工艺数据库优化生产，公司实现了以工业化的效率和成本进行个性化产品的大规模生产，并有效缩短了制版周期，提升了客户体验。公司定制周期为 7 个工作日，明显短于同行。另外，完善的供应商体系对公司最大化满足客户需要提供了重要保障。以西服为例，公司拥有 500 余种驳头领型、20 余种衣扣排列、30 余种后背型、20 余种袖型、30 余种袋型供客户自主搭配选择。大规模生产与个性化定制成功结合，在大规模生产所要求的需求稳定性和客户消费需求动态性之间找到了平衡。目前发行人个性化定制西服年产能约为 45 万套，个性化定制衬衣年产能约为 22 万件，已成为国内服装行业智能制造模式的领先者。

4、 新天绿能（A18081.SH）

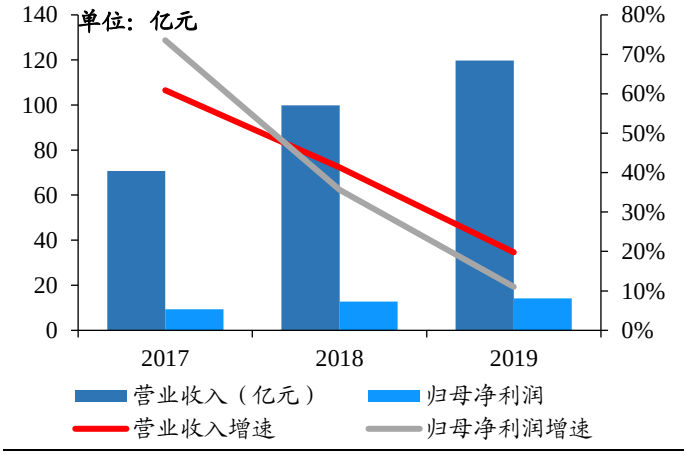
4.1、 河北领先的清洁能源开发与利用公司，营收持续提升

公司系河北省最大的天然气分销商和风电运营商，是中国十大风电运营商之一。公司主要从事清洁能源开发与利用，旗下拥有两大业务板块：天然气业务和风电业务。2018 年天然气销售业务及风力发电业务分别实现收入 77.7 和 39.5 亿元，占总收入比重分别为 65.0%和 33.0%。

公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 70.7、99.9 和 119.7 亿元，CAGR 为 30.1%，对应归母净利润分别为 9.4、12.7 和 14.2 亿元，CAGR 为 22.7%。公司收入增长主要

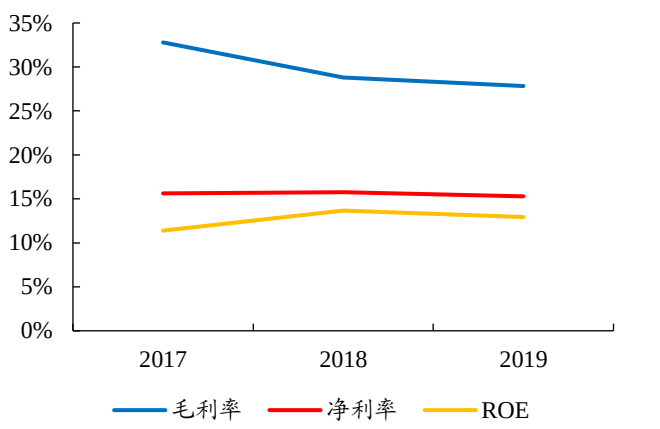
受国家“煤改气”等政策影响，公司天然气销售量逐年大幅增加以及销售单价上升所致。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 32.8%、28.8%和 27.8，净利率分别为 15.6%、15.8%和 15.3%，ROE 分别为 11.4%、13.7%和 12.9%，盈利能力整体呈下降趋势。

图6：新天绿能收入和利润增速持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：新天绿能盈利能力呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：新天绿能募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
河北建投丰宁森吉图风电场(三期)150MW 工程项目	147,335.19	本项目税后投资内部收益率为 7.10%，税后投资回收期为 11.49 年
合计	147,335.19	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表11：可比公司对比（2017-2019）：新天绿能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（%）
嘉泽新能	15.81	57.11	26.28	10.73
陕天然气	12.04	8.91	4.79	7.74
节能风电	15.29	52.40	26.06	8.19
平均	14.38	39.48	19.04	8.89
新天绿能	30.10	27.83	15.29	12.90

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 公司亮点：天然气业务壁垒高，风电业务运营成熟

公司天然气业务竞争壁垒高，盈利能力有保障。我国实行城市燃气特许经营制度，城市燃气经营具有区域排他性。目前河北省地级市和县的燃气特许经营权已基本授完，公司拥有石家庄市经济开发区、高邑、深州、晋州、宁晋、安国等区域的燃气特许经营权，为公司提供稳定的利润来源。2017 年公司天然气供给量 18.8 亿立方米，在河北省天然气消费市场份额接近 15%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计拥有天然气管线 4142.2 公里、30 个城市燃气项目、7 座 CNG 母站。得益于“煤改气”政策和天然气提价影响，2018 年公司天然气销售量达到 26.3 亿立方米，同比增长 40%。

风电业务已有成熟的运营经验，为公司创造新的增长点。公司以河北为依托，从事风电场的规划、开发、运营及电力销售，在全国范围内投资开发风电项目，目前已在河北、山西、新疆、云南等地区拥有风电项目，同时积极寻找海外适宜投资项目。截至 2018 年 12 月 31 日，公司风电控股装机总量 3858.2 兆瓦，较上年增长 15.2%，风电控股发电量 76.8 亿千瓦时，较上年增长 13.9%，可利用小时数 2482 小时。由于公司进入河北省清洁能源领域较早，在风电项目开发及运营阶段均有丰富的管理及技术经验，在政策支持、技术、市场品牌知名度等诸多方面已经建立起了竞争优势，这些优势将有利于巩固和提高公司在华北地区清洁能源行业的领先地位，为公司创造新的长期增长点。

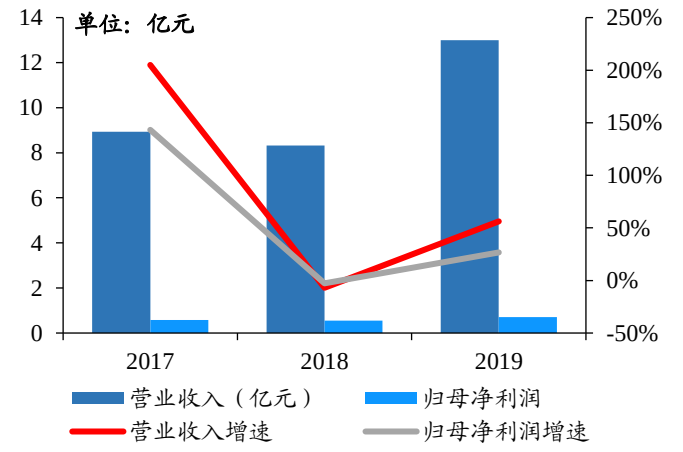
5、 帝科股份（A18134.SZ）

5.1、 国内领先的新型电子银浆供应商

公司是一家从事新型电子浆料的国内正银领域的领先企业，主要产品是晶硅太阳能电池正面银浆。2018 年公司正面银浆实现收入 13.0 亿元，占总收入比重接近 100%。

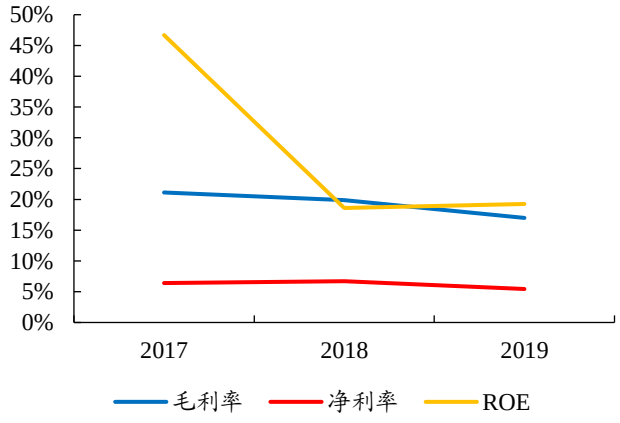
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 8.9、8.3、13.0 亿元，CAGR 为 20.6%，对应归母净利润分别为 0.6、0.6、0.7 亿元，CAGR 为 11.0%。公司收入增长主要系光伏行业快速发展，推动了正面银浆市场需求的大幅上升，以及公司凭借优异的产品性能树立了良好的市场口碑，加快了正面银浆国产化进程。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 21.1%、19.9%、17.0%，净利率分别为 6.4%、6.7%和 5.4%，ROE 分别为 46.7%、13.7%和 12.9%，主要盈利能力指标均有所下降。

图8：帝科股份收入和利润波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：帝科股份盈利能力整体呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：帝科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
年产 500 吨正面银浆搬迁及扩能建设项目	26,644.84	强化规模效应，提高公司在产业链中的议价能力，降低采购成本，提高产品的利润率和盈利能力。
研发中心建设项目	19,635.13	有利于增强公司自主研发能力，紧跟市场趋势，为公司储备新产品、新技术和新工艺，提升公司核心竞争力。
补充流动资金	5,000.00	有利于增强公司的整体资金实力，改善公司的财务状况和经营业绩。

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
合计	51,279.97	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表13：可比公司对比（2017-2019）：帝科股份成长能力表现优于行业平均

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（%）
苏州固锝	3.34	17.36	6.95	5.78
国瓷材料	32.98	47.76	25.24	14.64
平均	18.16	32.56	16.09	10.21
帝科股份	20.57	16.99	5.44	19.24

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 公司亮点：坚持自主研发和持续创新，打入优质客户供应链

打破正银市场国际巨头垄断格局，累积了众多国内优质客户。公司依托国际化研发团队，通过多年来的技术研发和持续创新，逐步形成了以市场为导向、客户需求驱动的自主研发体系，掌握了以玻璃体系、有机体系、银粉体系为代表的多项核心技术，形成了以 DK91、DK92 为代表的多系列正面银浆产品。公司凭借着优良、稳定的产品质量和服务体验，市场份额迅速增加，具有较高知名度和良好口碑，已发展成为国内正面银浆的领军企业，打破了国内正银市场主要依赖杜邦、贺利氏、三星 SDI 等国际巨头的局面。根据德国 TAIYANGNEWS 发布的《Market Survey Metallization Pastes 2018》数据统计，帝科股份已跻身于杜邦、贺利氏、三星 SDI、硕禾等一线正面银浆供应商梯队，成为正面银浆主要供应商之一。目前公司凭借产品研发、客户服务以及精准的市场定位在市场中树立了“高效、稳定、可靠”的良好品牌形象，获得了包括通威太阳能、无锡尚德、天合光能、江西展宇、协鑫集成、英利能源、中利集团、茂迪新能源等光伏产业知名厂商的广泛认可，成为国产正面银浆领军企业。上述优质客户对供应商的产品质量水平具有较高要求，认证过程严格且周期长，合作关系一旦建立往往会在较长时间内维持稳定。

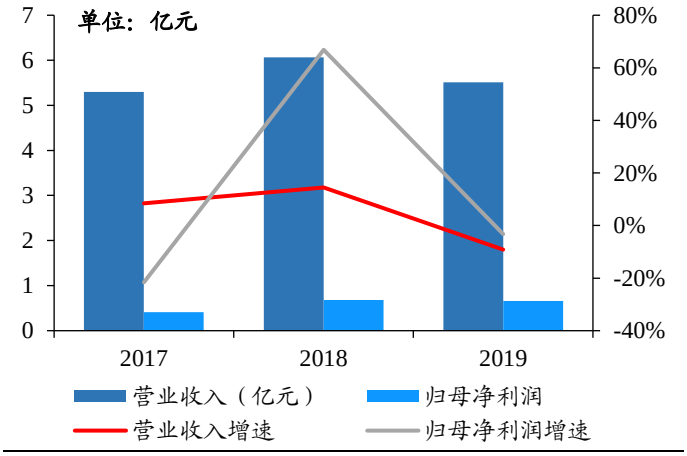
6、 北鼎晶辉（A17393.SZ）

6.1、 高品质厨房小家电及配套产品和服务提供商，产品线丰富

公司是一家致力于提供高品质厨房小家电及配套产品和服务的创新型企业。2019 年开水煲、养生壶、多士炉、电热水壶及其他业务分别实现收入 1.4、1.4、1.3、0.8、和 0.6 亿元，占总收入比重分别为 25.6%、25.6%、23.6%、14.7%和 10.5%。

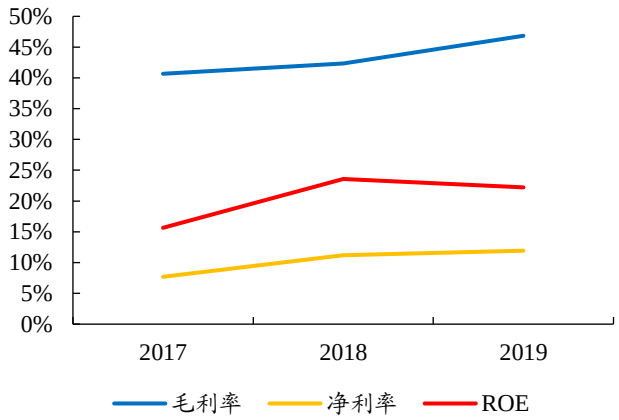
公司 2017、2018、2019 年营业收入分别为 5.3、6.1、5.5 亿元，CAGR 为 2.0%，对应归母净利润分别为 0.4、0.7、0.7 亿元，CAGR 为 27.0%。2017 至 2019 年，公司毛利率分别为 40.7%、42.3%、46.8%，净利率分别为 7.7%、11.2%和 11.9%，ROE 分别为 15.7%、23.6%和 22.2%，期间主要盈利能力指标有所提高。

图10：北鼎晶辉收入和利润有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：北鼎晶辉期间盈利能力有所提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：北鼎晶辉募集资金的主要用途

项目名称	投资总额（万元）	达成后贡献
厨房小电扩建项目	12,322.08	预计内部收益率（税后）为 46.13%，投资回收期（税后，含建设期）为 4.76 年。
品质生活厨房小电综合用品线下营销网络建设项目	8,291.50	在原有 500 余家门店的基础上，经过筛选分类，新建或升级 20 家体验店、80 家核心店、200 家 A 级门店，将线下门店发展成集产品体验、销售、售后服务于一身的综合型实体店。
品质生活厨房小电综合用品研发设计中心建设项目	5,076.33	通过引进高端研发技术人才，对公司研发部门进行全面升级，提升公司的研发技术水平。
品质生活厨房小电线上营销网络及品牌建设项目	9,940.00	在现有完善的线下营销网络的基础上，强化线上营销网络，在国内各大电商平台开立网店、建设电商自营渠道、与海外核心地区电商网点以商品入库的方式进行合作。
合计	35,629.91	

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

表15：可比公司对比（2017-2019）：北鼎晶辉整体表现不及行业平均水平

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（%）
九阳股份	13.59	32.52	8.62	21.22
苏泊尔	18.30	31.15	9.65	30.54
小熊电器	27.77	34.26	9.98	29.60
平均	19.89	32.64	9.41	27.12
北鼎晶辉	1.97	46.84	11.93	22.20

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、公司亮点：国外业务产品结构升级提升附加值，国内自主品牌崛起

加快升级 ODM 产品结构，提升外销业务附加值。针对公司传统 ODM 业务低毛利率的痛点，近年来公司主动调整产品结构，将原有低毛利率、传统的 ODM 产品逐步转换为高附加值的养生壶等 ODM 产品，提升 ODM 业务的附加值。同时，在现有韩国、

法国等市场的基础上，继续加强与知名品牌商和零售商的交流与合作，深挖重点客户，拓展新兴市场，如印度及其他东南亚市场。目前公司已为国际知名品牌商，如惠而浦集团、摩飞电器、铂富集团、美康雅集团等提供专业的研发、生产一体化服务。公司外销业务毛利率由 2017 年的 17.19%提高至 2019 年上半年的 20.46%，产品结构调整初现成效。

紧跟国内消费升级趋势，加强国内自主品牌业务发展。目前公司的经营重心已转移到自有品牌“BUYDEEM 北鼎”的发展，同时加强了国内市场的布局。顺应国内消费升级趋势，公司围绕厨房养生为核心，从深度、广度进行产品开发、拓展。例如不断改善养生壶产品外观、优化产品性能；积极打造养生场景生态圈，不断推出养生食材及周边产品；推动原有产品烤箱及饮水机的升级换代等。同时，积极推进国内市场的线上与线下布局，不断完善公司营销网络。线下渠道建设方面，公司产品已成功进驻全国多个省会级城市的 500 余家高端终端，如山姆、顺电、华润 OLE 等;线上渠道建设方面，公司进驻了天猫商城、淘宝、京东商城等电子商务平台。2017-2018 年，公司内销业务快速增长，收入从 1.9 亿元提高至 3.0 亿元，占主营业务收入的比例从 39.8%提升至 49.6%。

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