



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

2025年5月28日

从次新视角看北证价值牛的演绎

分析师：徐 偲 SAC执业证书号：S0010523120001 邮箱：xucai@hazq.com
分析师：余倩莹 SAC执业证书号：S0010524040004 邮箱：yuqianying@hazq.com

核心观点

➤ 近半年，北交所次新股辈出，万达轴承、星图测控、康农种业、林泰新材均走牛。近期IPO标的无论资产质量还是成长性较先前均有质变。更重要的是，标的IPO估值定价较低，一级市场折价较多而二级市场溢价明显给予次新股较大交易参与机会。我们将讨论：

➤ 1) 政策层面对北交所引导思路

- 政府高度重视北交所的发展，通过一系列政策措施支持其成为服务创新型中小企业的主阵地。2025年以来，北交所持续严监严管，提升上市公司投资价值，重拳整治异常交易，引导长期价值投资。

➤ 2) 驱动北证牛市的底层逻辑

- 在市场增量资金有限背景下，北交所整体市场盘子较小，总市值小、交投活跃度小、且股票整体数目少，一旦有资金流入，股票供不应求，市场更容易产生赚钱效应。2025年以来，证监会重视引导公募基金加大在北交所投资，公募基金布局北交所热情升温，频频调研北交所公司。随着北交所板块盈利能力的凸显，北证的配置价值将日益显现，当前北证的基金配置低，后续加仓空间较大，公募基金是否向北证持续调仓，是北证表现的重要的动力。

➤ 3) 等待IPO的标的资产质量分析

- 自2024年初至今，北交所共上市27家公司，其中均采用直接定价方式，新发个股整体发行价格和估值较低，平均发行价仅为10.67元，平均市盈率仅为14.93倍。相对较低的价格和估值下，后续上涨空间相对较大，尤其是在行情相对火热的情况下，或更易短期走强。而且上市机会减少下，新发企业质量较优。建议关注：昆仑联通、中环洁、宏远股份、广信科技。

目录

1

政策支持北交所发展，持续推进高质量建设

2

赚钱效应叠加公募机构加仓，有望驱动北证牛市

3

新发个股估值整体偏低，新股收益表现亮眼

4

新发企业质量偏优，关注来自次新的礼物

1.1北交所打造资本市场重要平台，服务专精特新中小企业

➤ 政府高度重视北交所的发展，通过一系列政策措施支持其成为服务创新型中小企业的主阵地。1) IPO审核规则优化。2024年8月31日，北交所发布了《北京证券交易所向不特定合格投资者公开发行股票并上市业务规则适用指引第1号》《第2号》《第3号》三项指引，进一步细化和完善了IPO审核流程，旨在降低企业上市门槛，提升审核效率，吸引更多专精特新“小巨人”企业登陆北交所。2) 深化与新三板协同发展，拓宽融资渠道。2024年4月，证监会批复同意北京市开展区域性股权市场制度和业务创新试点，5月31日试点正式启动，进一步打通了四板与新三板之间的通道。3) 多举措支持专精特新企业发展。2024年10月，北交所、全国股转公司制定了《北京证券交易所全国股转公司中小企业专精特新发展综合服务行动计划》，针对专精特新中小企业开展以下服务举措：一是加强对专精特新中小企业的培育服务；二是强化对专精特新中小企业的审核支持；三是促进专精特新中小企业高质量发展；四是助力专精特新中小企业获得更多金融资源。

近期北交所政策亮点及详解

序号	亮点	详解
一	加强对专精特新中小企业的培育服务	深入开展“进集群、进园区”调研走访，切实了解专精特新中小企业发展需求。深化与工信、金融等政府部门的合作，精准服务有挂牌上市意愿的专精特新中小企业。联合市场机构为专精特新中小企业开展上门问诊、人才培养等综合服务，定期组织面向专精特新中小企业关键人员的资本市场专题培训，助力企业结合自身发展阶段、对照挂牌上市标准提前规范，持续提升中小企业治理能力与公众公司意识。
二	强化对专精特新中小企业的审核支持	创新挂牌审核机制，针对区域性股权市场培育的专精特新中小企业开通审核绿色通道，允许符合条件的专精特新小巨人企业、制造业单项冠军企业通过公示审核快速挂牌。将企业专业化、精细化、特色化、创新能力作为判断企业创新属性的重要参考，支持未盈利的初创期专精特新中小企业挂牌，鼓励研发投入高、获得机构投资者认可的专精特新中小企业挂牌，支持突破关键核心技术、生产经营规范、发展前景良好的专精特新中小企业北交所上市。对于挂牌上市专精特新中小企业申请再融资以及发行股份购买资产的，实施申报前专人对接、专项咨询。
三	促进专精特新中小企业高质量发展	夯实挂牌上市专精特新中小企业信息披露质量、财务数据真实性和公司治理规范性。支持专精特新中小企业挂牌上市前依法合规设立股权激励和员工持股计划，上市后持续实施激励，促进关键人才与企业结成利益共同体。鼓励挂牌上市专精特新中小企业通过定向发行普通股、优先股、可转债等多种支付工具开展上下游产业链的并购整合，组织有意愿的挂牌上市“链主”企业以及相关产业链上有对接资本市场意愿但暂未挂牌上市的中小企业，开展并购重组对接。
四	助力专精特新中小企业获得更多金融资源	引导私募基金、政府引导基金、产业基金等加强对专精特新中小企业投资力度，鼓励社会资本“投早投小投创新”。支持符合条件的专精特新中小企业发行公司债券，鼓励政策性机构和市场机构为专精特新中小企业发行科创债券融资提供增信支持。推动银行推出专精特新中小企业专属信贷产品和评价体系，提供多元丰富的信贷配套服务。开展北交所上市公司专精特新指数研发编制工作，适时推出相关指数，推动沪深北跨市场专精特新指数编制发布。

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

1.1北交所打造资本市场重要平台，服务专精特新中小企业

➤ 4) 修订重组相关规则，丰富制度工具激发市场活力。为贯彻落实新“国九条”关于活跃并购重组市场以及“并购六条”关于提高并购重组审核效率等要求，配套《公司法》《上市公司重大资产重组管理办法》的修订，北交所对《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》和《北京证券交易所上市公司重大资产重组业务指引》进行了修订。此次修订中，引入了“小额快速”审核机制和重组简易审核程序，并对股份对价分期支付机制进行了细化明确。此外，规则还根据《公司法》进行了适应性调整。相关机制的引入，有效落实了新“国九条”和“并购六条”的政策要求，丰富了创新型中小企业的重组工具储备，充分体现北交所积极支持上市公司利用并购重组工具优化资源配置、实现高质量发展的态度。通过并购重组制度市场化改革，北交所优质上市公司将能够更有效利用并购重组实现高质量发展。

《北京证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》修订

条款名称	修订内容
明确简易审核程序的适用情形	适用范围包括两类交易，一类是上市公司之间换股吸收合并，一类是优质上市公司发行股份购买资产且不构成重大资产重组。优质上市公司是指总市值超过100亿元且最近两年上交所对上市公司信息披露质量评价为A。
设定简易审核程序的负面清单	一是上市公司或者其控股股东、实际控制人，中介机构或者其相关人员，在一定期限内受到证监会行政处罚或者交易所纪律处分，或者存在其他重大失信行为的；二是交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形的。
规定简易审核程序相关机制	对于符合简易审核程序条件的重组交易，交易所基于中介机构的核查意见，在2个工作日内受理，受理后5个工作日内出具审核意见。交易所重组审核机构不进行审核问询，无需就本次交易提交并购重组委员会审议。
强化简易审核程序的各方责任	上市公司及其相关方应当就本次交易符合适用简易审核程序要求作出承诺。压实压实中介机构核查把关责任，独立财务顾问应当就本次交易符合适用简易审核程序要求发表明确肯定的核查意见。同时，为避免简易审核程序被滥用，交易所对相关重组交易加强事后监管，发现存在违反简易审核程序相关规定行为的，按照相关规定从重处理。

《上市公司重大资产重组管理办法》修订

条款名称	修订内容
建立重组股份对价分期支付机制	将申请一次注册、分期发行股份购买资产的注册决定有效期延长至48个月；明确分期发行股份的，锁定期自首期股份发行结束之日起算；在计算是否构成重组上市等相关指标时，将分期发行的各期股份合并计算等。
完善锁定期规则支持上市公司之间吸收合并	明确上市公司之间吸收合并的锁定要求，对被吸并方控股股东、实际控制人或者其控制的关联人设置6个月锁定期，构成收购的，执行《上市公司收购管理办法》18个月的锁定期要求；对被吸并方其他股东不设锁定期。
鼓励私募基金参与上市公司并购重组	对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”，明确私募基金投资期限满48个月的，第三方交易中的锁定期由12个月缩短为6个月，重组上市中控股股东、实际控制人及其控制的关联人以外的股东的锁定期由24个月缩短为12个月。
根据新《公司法》做出适应性调整	根据新《公司法》《国务院关于上市公司独立董事制度改革的意见》等，删去上市公司监事等表述，将“股东大会”改为“股东会”。此外，还对部分条款表述进行了文字性修改。

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

1.2北交所推进高质量建设，引导长期价值投资

➤ 北交所持续严监严管，提升上市公司投资价值。1) 加大对已上市或拟上市公司各类违规问题的查处力度。截至2025年5月26日，共有12家公司因出现违规问题，领到北交所自律监管措施“罚单”，北交所就明显加大了对已上市或拟上市公司各类违规问题的查处力度，自律监管措施决定、纪律处分决定密集下发，向市场持续释放了严监严管的信号。2) 出台自律管理规则，全面推进程序化交易监管。发布《北京证券交易所程序化交易管理实施细则》，于2025年7月7日开始正式实施，围绕强监管、防风险、促高质量发展主线，秉承“趋利避害、突出公平、从严监管、规范发展”的程序化交易监管总体思路，对程序化交易报告管理、交易行为管理、信息系统管理、高频交易管理、监督检查等作出细化规定。

2025年北交所自律监管措施“罚单”

公示日期	证券简称	证券代码	措施类型	违规事项
2025-01-10	三友科技	834475	出具警示函	规范运作违规
2025-01-10	森达电气	831406	出具警示函	未披露关联方及关联交易等
2025-01-10	海希通讯	831305	口头警示	交易违规
2025-01-10	长虹能源	836239	口头警示	信息披露违规
2025-01-14	安达科技	830809	提交书面承诺	规范运作违规
2025-01-17	峪一药业	430478	提交书面承诺	三会治理及董监高管理违规
2025-01-17	戈碧迦	835438	出具警示函	交易违规
2025-01-17	国航远洋	833171	出具警示函	未及时披露重要合同进展情况等
2025-01-22	绿亨科技	870866	出具警示函	募投项目变更程序不规范等
2025-01-24	三协电机	873669	口头警示	信息披露违规
2025-02-18	金康精工	831978	口头警示	信息披露违规
2025-02-27	捷瑞数字	873696	出具警示函	信息披露违规

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

《北京证券交易所程序化交易管理实施细则》相关内容

条款名称	细化规定
程序化交易报告管理	从维护交易所系统安全出发，要求存在高频交易情形的投资者按照《实施细则》和前期有关程序化交易报告的通知规定，在履行一般报告要求基础上，额外报告高频交易系统服务器所在地、系统测试报告和系统故障应急方案等信息。
交易行为管理	明确了瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压以及短时间大额成交四类异常交易行为的构成要件。
信息系统管理	会员及使用交易单元的其他机构应当针对程序化交易建立合理合规的信息技术管理体系，完善系统建设、安全运行、应急处置、数据管理及风险防范等方面的管理制度，并定期检查制度的执行情况。
高频交易管理	明确高频交易认定标准为：单账户每秒申报、撤单笔数合计最高达到300笔以上，或者单账户全日申报、撤单笔数合计最高达到20000笔以上。
监督检查	投资者进行高频交易发生异常交易行为的，本所可以按规定从严从重采取自律管理措施，并要求会员加强相关客户交易行为管理。

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

1.2北交所推进高质量建设，引导长期价值投资

▶ **重拳整治异常交易，两家私募因操纵股价被限制交易。**2025年3月17日，北交所对“中投鼎鸿（北京）投资基金管理有限公司-中投风起扶摇五号私募证券投资基金”和“华睿千和（天津）资产管理有限公司-华睿千和量化中性二号私募证券投资基金”采取自律监管措施。上述两家机构被采取限制证券账户交易的自律监管措施，限制证券账户交易期为一个月，自3月18日至4月17日。对于上述自律监管措施，北交所将记入诚信档案。北交所指出，上述行为违反了《北京证券交易所交易规则（试行）》第6.2条第一款第（三）项“单个证券账户，或两个以上固定的或涉嫌关联的证券账户，大笔申报、连续申报、密集申报或申报价格明显偏离该证券行情揭示的最近成交价”的规定。此次处罚是北交所强化交易监管的缩影，引导建设健康稳定的市场秩序。

北京证券交易所2025年1号自律监管措施决定书

北京证券交易所自律监管措施决定书

[2025] 1 号

关于对“中投鼎鸿（北京）投资基金管理有限公司－中投风起扶摇五号私募证券投资基金”采取自律监管措施的决定

当事人：

“中投鼎鸿（北京）投资基金管理有限公司－中投风起扶摇五号私募证券投资基金”（一码通代码：1900XXXX3719），住所地：北京市朝阳区北苑东路19号院3号楼28层2811。

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

北京证券交易所2025年2号自律监管措施决定书

北京证券交易所自律监管措施决定书

[2025] 2 号

关于对“华睿千和（天津）资产管理有限公司－华睿千和量化中性二号私募证券投资基金”采取自律监管措施的决定

当事人：

“华睿千和（天津）资产管理有限公司－华睿千和量化中性二号私募证券投资基金”（一码通代码：1900XXXX4148），住所地：天津市南开区华苑小区日华里9-1-201。

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

目录

1

政策支持北交所发展，持续推进高质量建设

2

赚钱效应叠加公募机构加仓，有望驱动北证牛市

3

新发个股估值整体偏低，新股收益表现亮眼

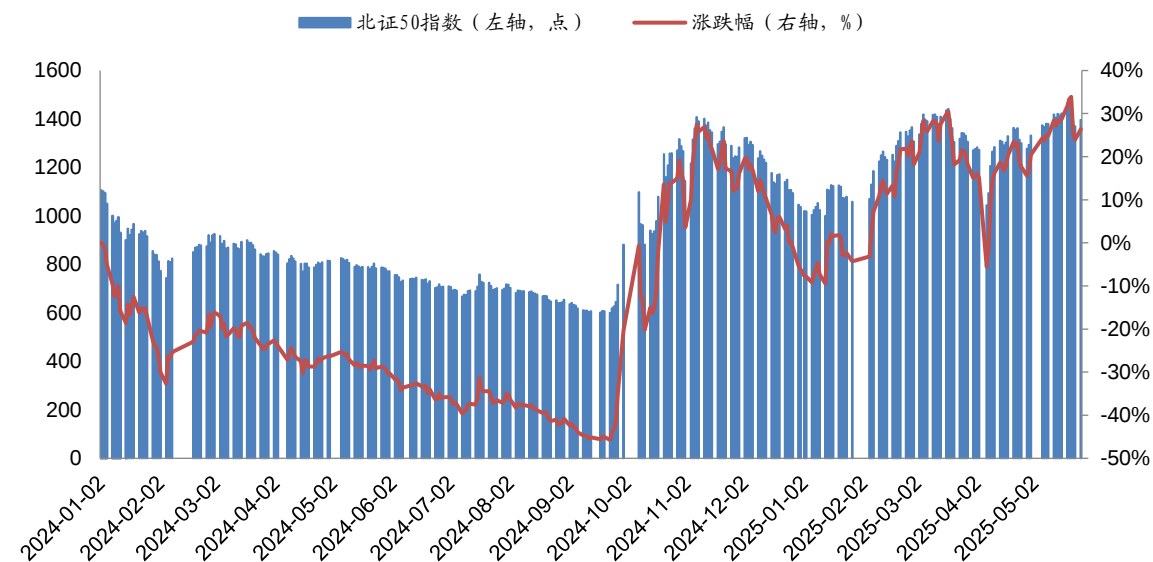
4

新发企业质量偏优，关注来自次新的礼物

2.1赚钱效应明显，资金加速聚集

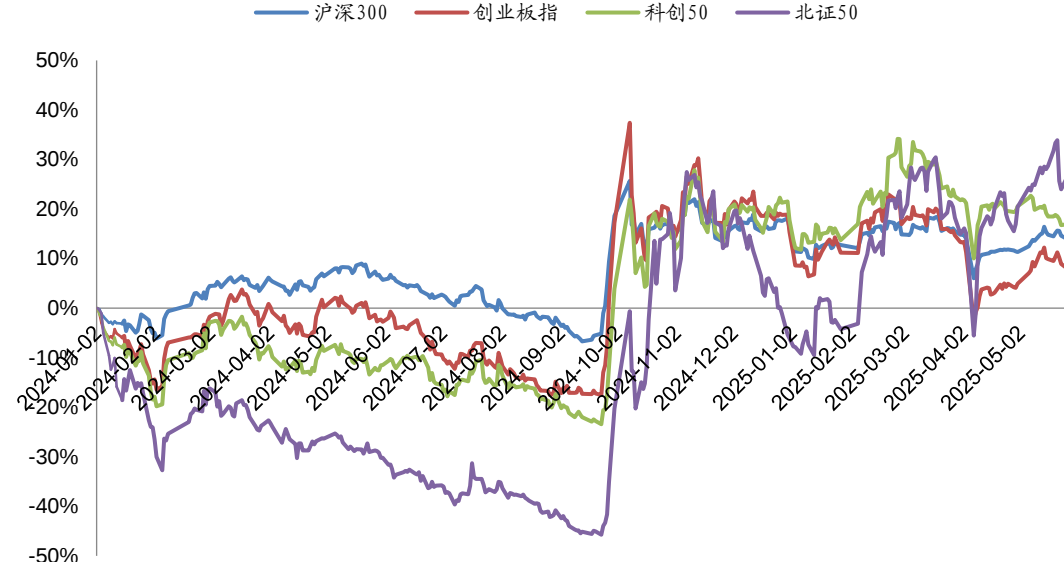
➤ 北交所规模体量小、波动大，更容易助推赚钱效应。在市场增量资金有限背景下，北交所整体市场盘子较小，总市值小、交投活跃度小、且股票整体数目少，一旦有资金流入，股票供不应求，市场更容易产生赚钱效应。此外，北交所实行 30% 的涨跌幅限制，相较于主板的 10%，股价单日波动范围更大，投资者在高风险下可能收获高收益。根据Wind数据，北证50指数从2024年年初的1105点上涨至2025年5月26日的1397点，涨幅为26%；自2024年年初至今，北交所股价翻倍的公司共73家，占比27%。

2024年以来北证50指数变化



资料来源：Wind，华安证券研究所

2024年以来核心指数涨跌幅情况 (%)

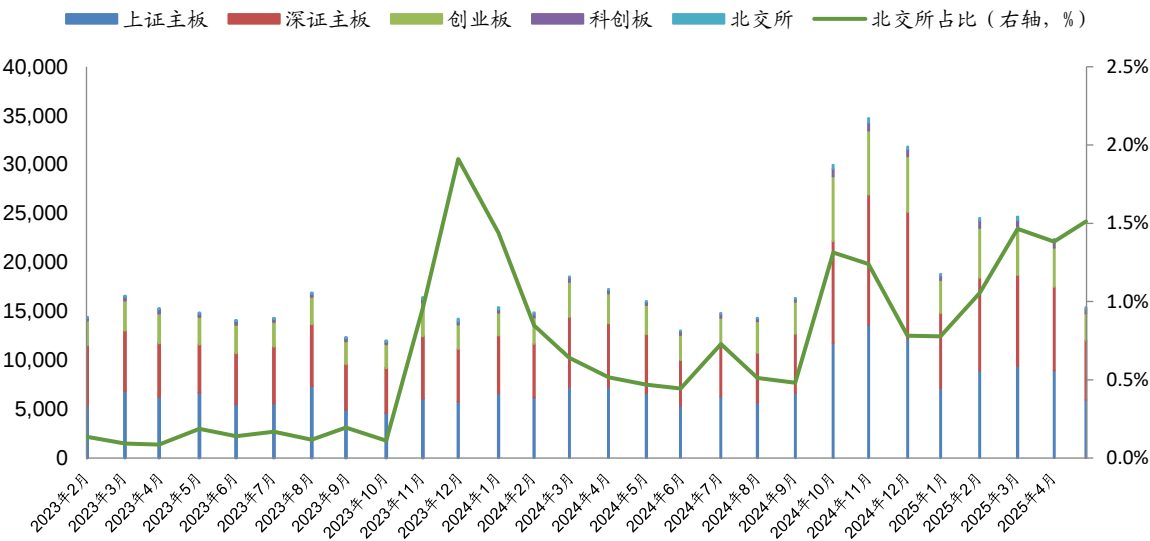


资料来源：wind，华安证券研究所

2.1赚钱效应明显，资金加速聚集

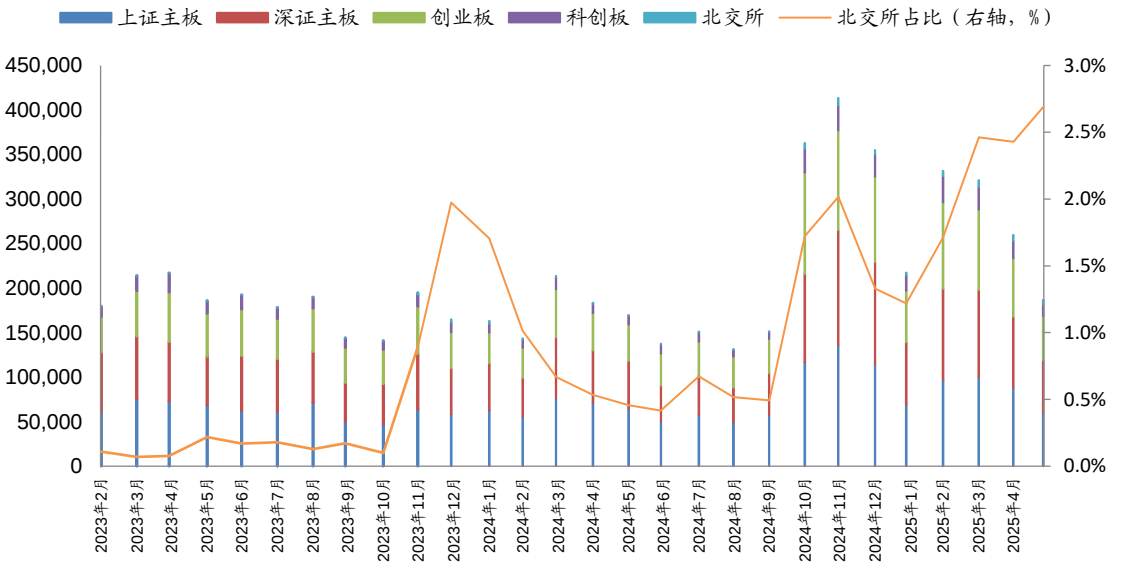
➤ 资金加速向高收益板块聚集，赚钱效应带动下形成正向循环。随着北交所板块盈利能力的凸显，北证的配置价值日益显现，自北交所从2023年10月底开始启动上涨行情，北交所的流动性明显提升，当前，北交所的日均成交量稳定在10亿股以上，日均成交额稳定在100亿元以上，提升明显。北交所的月度成交量占比从2023年1月的0.09%提升至2025年5月的1.51%，成交额占比从2023年1月的0.07%提升至2025年5月的2.69%。

2023年以来月度市场板块成交量情况（左轴，亿股）
及北交所成交量占比（右轴，%）



资料来源：Wind，华安证券研究所（2025年5月为截至2025年5月26日数据）

2023年以来月度市场板块成交额情况（左轴，亿元）
及北交所成交额占比（右轴，%）



资料来源：wind，华安证券研究所（2025年5月为截至2025年5月26日数据）

2.2公募机构加仓，有望驱动北证牛市

- 优化投资者结构，引导公募基金加大投资北交所。根据证监会2025年2月28日对《关于强化北京国家金融管理中心的支持力度，建设北交所成为国际一流证券交易所的建议》的答复，明确提到将优化投资者结构，提高对潜在投资者和已开户投资者的吸引力，引导公募基金加大在北交所投资，加大力度引入中长期资金，推动投融资两端平衡发展。
- 公募基金布局北交所热情升温，频频调研北交所公司。根据中国经济网报道，2024年四季度，共有63只基金前十大持仓名单中包含北交所公司，其中非北交所主题基金共33只，占比超过50%。根据证券时报报道，5月19日至5月20日30多家机构投资者武汉蓝电进行了调研，5月15日至5月19日一致魔芋接受了多家公募基金、众多海外机构的调研。

武汉蓝电调研情况

证券代码：830779 证券简称：武汉蓝电 公告编号：2025-045

武汉市蓝电电子股份有限公司 投资者关系活动记录表

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带法律责任。

一、 投资者关系活动类别

- ✓ 特定对象调研
- ☐ 业绩说明会
- ☐ 媒体采访
- ☐ 现场参观
- ☐ 新闻发布会
- ☐ 分析师会议
- ☐ 路演活动
- ✓ 其他 （线上交流会）

二、 投资者关系活动情况

活动时间：2025 年 5 月 19 日至 2025 年 5 月 20 日

活动地点：武汉市蓝电电子股份有限公司会议室&线上会议

参会单位及人员：长江证券、华源证券、汇添富基金、天弘基金、圆信永丰基金、同泰基金、红杉中国、太平资产、财通资管、中国人寿、国联基金、金信基金、西部利得基金、红塔证券、浙商证券、开源证券、野村东方国际证券、中国银河证券、先锋基金、苏州龙远投资管理有限公司、北京橡果资产管理有限公司、深圳中天汇富基金管理有限公司、深圳正圆投资有限公司、青岛中航赛维投资有限公司、上海益和源资产管理有限公司、深圳博普科技有限公司、英大国际信托有限责任公司、上海易正朗投资管理有限公司、深圳市尚诚资产管理有限责

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

一致魔芋调研情况

证券代码：839273 证券简称：一致魔芋 公告编号：2025-069

湖北一致魔芋生物科技股份有限公司 投资者关系活动记录表

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，没有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带法律责任。

一、 投资者关系活动类别

- ✓ 特定对象调研
- ☐ 业绩说明会
- ☐ 媒体采访
- ☐ 现场参观
- ☐ 新闻发布会
- ☐ 分析师会议
- ☐ 路演活动
- ✓ 其他 投资者交流网络会议

二、 投资者关系活动情况

活动时间：2025 年 5 月 15 日至 2025 年 5 月 19 日

活动地点：公司会议室、腾讯网络会议

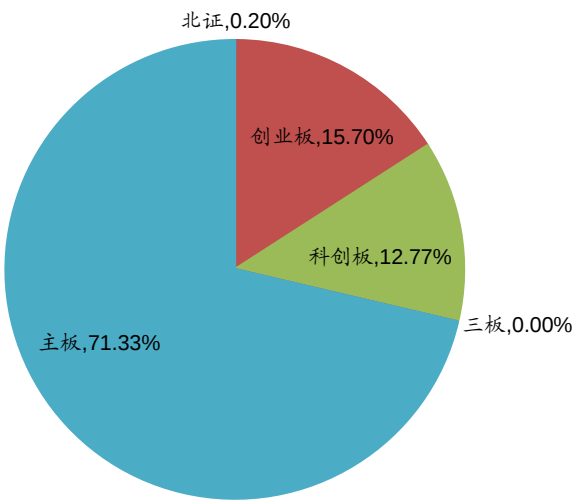
参会单位及人员：中金公司、国盛证券、中银基金、中金资管、广发证券、广发资管、泰康基金、WT Asset Management、摩根士丹利、3W FUND MANAGEMENT、ABOUT CAPITAL MANAGEMENT (HK)、BARING ASSET MANAGEMENT、BINYUAN CAPITAL、BOCI PRUDENTIAL、CENTRAL ASSET INVESTMENTS、CEPHEI CAPITAL MANAGEMENT COMPANY、CHINA ORIENT ASSET MANAGEMENT、CITI INVESTMENT MANAGEMENT、GOLDMAN SACHS ASSET MANAGEMENT、GRAND ALLIANCE ASSET MANAGEMENT、HSBC GLOBAL ASSET MANAGEMENT、MILLENNIUM PARTNERS、PACIFIC ALLIANCE GROUP、

资料来源：同花顺iFinD，华安证券研究所

2.2公募机构加仓，有望将驱动北证牛市

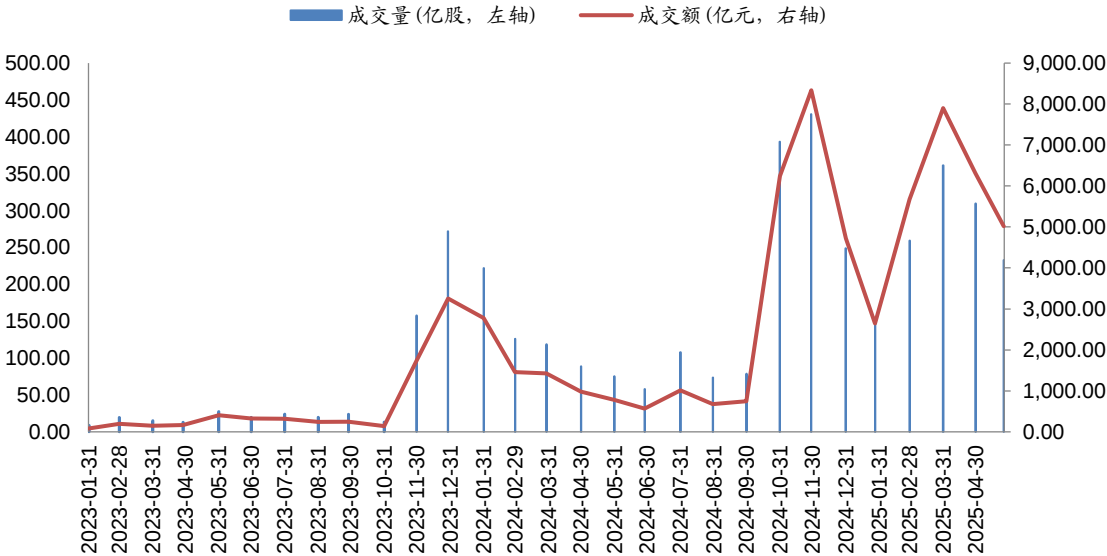
- ▶ **当前公募基金持仓比例较低，公募基金加仓配置将成为行情的主要推动资金。**截至2024年末，内地公募基金对于北证/创业板/科创板的配置比例分别为0.20%/15.70%/12.77%/71.33%，公募基金对于北交所的配置比例远低于其他上市板。随着北交所板块盈利能力的凸显，北证的配置价值将日益显现，当前北证的基金配置低，后续加仓空间较大，由于当前主动偏股型基金规模较大，是否向北证持续调仓，是北证表现的重要的动力。
- ▶ **对标创业板牛市，公募基金为主导力量。**2012年公募基金对于创业板的持股市值比例为4.80%，但是从2013年开始公募基金持续增加对于创业板的配置比例，2013年公募基金对于创业板的持股市值比例上升至14.83%，2014年为14.38%，2015年为20.98%。公募基金对于创业板的加仓配置是2013-2015年创业板行情的主要推动资金。

2024年内地公募基金对于不同板块的配置比例（%）



资料来源：wind，华安证券研究所

2023年以来北交所成交量及成交额情况



资料来源：wind，华安证券研究所

目录

1

政策支持北交所发展，持续推进高质量建设

2

赚钱效应叠加公募机构加仓，有望驱动北证牛市

3

新发个股估值整体偏低，新股收益表现亮眼

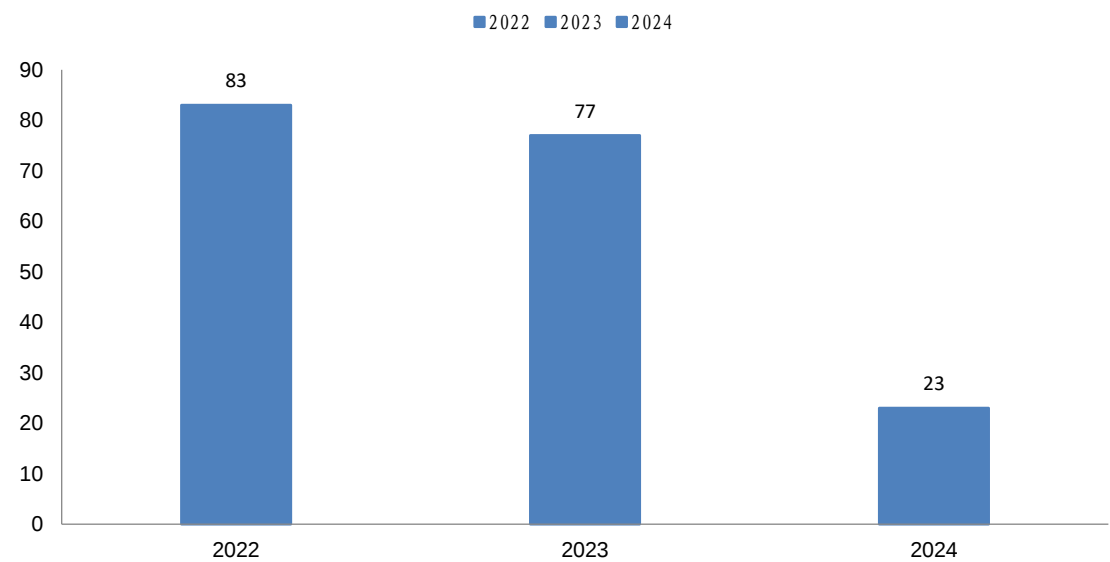
4

新发企业质量偏优，关注来自次新的礼物

3.1新股收益率亮眼，新发企业质量较优

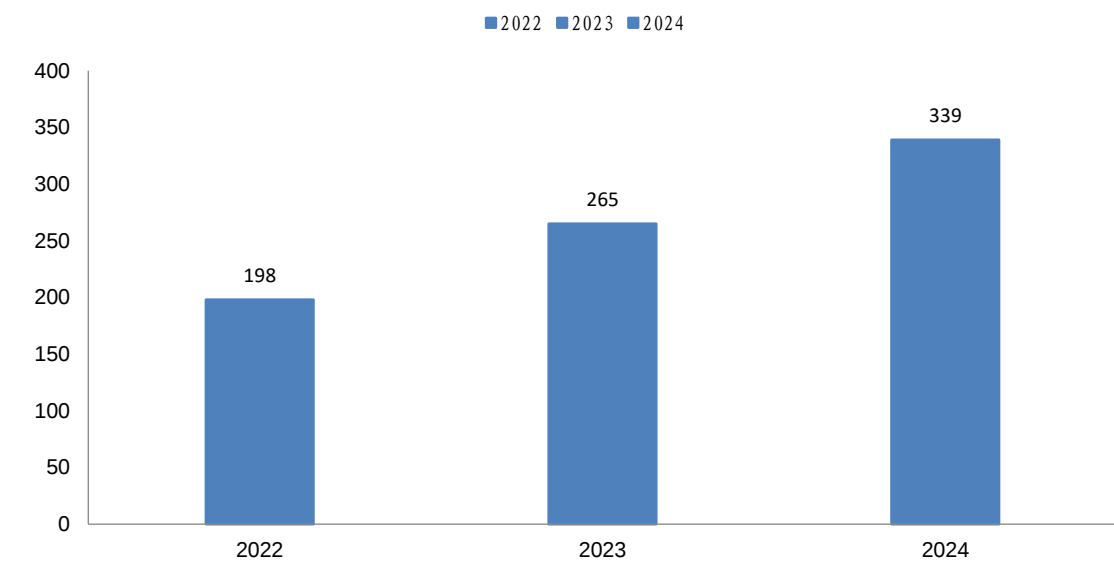
- 北交所新股收益率表现亮眼。统计2024年至今上市的27家公司，上市至今的平均收益率为36.63%，其中，万达轴承/星图测控/康农种业/林泰新材上市至今的收益率亮眼，分别为188%/178%/119%/102%。
- 上市机会减少下，新发企业质量较优。2024年，北交所上市公司数量明显下降，仅23家，相比2023年的77家和2022年的83家减少明显。而上市审核的时间变长，2022/2023/2024年内上市的企业从IPO受理到最终上市的时间分别为198/265/339天。在新股排队情况加剧的环境下，新股发行堆积，优质企业更容易获得发行上市的机会。

近3年北交所上市企业数量（家）



资料来源：北交所官网，华安证券研究所

近3年北交所上市企业从IPO受理到最终上市的时间（天）



资料来源：北交所官网，华安证券研究所

3.2 IPO估值定价低，给予次新股较大交易参与机会

➤ 标的IPO估值定价偏低，一级市场折价明显。北交所股票公开发行有三种定价方式，分别为：发行人和主承销商自主协商的直接定价方式、合格投资者网上竞价方式和合格投资者网下询价方式。自2024年初至今，北交所共上市27家公司，其中均采用直接定价方式，新发个股整体发行价格和估值偏低，平均发行价仅为 10.67元，平均市盈率仅为14.93倍。相对较低的价格和估值下，后续上涨空间相对较大，尤其是在行情相对火热的情况下，或更易短期走强。

2024年以来北交所上市公司发行估值情况

代码	简称	拟发行数量 (万股)	定价方式	发行价格	发行市盈率	代码	简称	拟发行数量 (万股)	定价方式	发行价格	发行市盈率
920068	天工股份	6000	直接定价	3.94	14.98	920016	中草药料	1495	直接定价	7.5	14.93
920029	开发科技	3346.6667	直接定价	30.38	8.15	920008	成电光信	920	直接定价	10	14.82
920108	宏海科技	2000	直接定价	5.57	14.99	920118	太湖远大	730	直接定价	17	11.8
920116	星图测控	2750	直接定价	6.92	14.98	920002	万达轴承	500	直接定价	20.74	14
920082	方正阀门	3330	直接定价	3.51	8.39	872931	无锡鼎邦	2500	直接定价	6.2	14
920106	林泰新材	585	直接定价	19.82	17.94	837023	芭薇股份	800	直接定价	5.77	14
920098	科隆新材	1500	直接定价	14	14.45	835438	戈碧迦	2000	直接定价	10	11.04
920128	胜业电气	1800	直接定价	9.12	15.96	873706	铁拓机械	2226.63	直接定价	6.69	16
920060	万源通	3100	直接定价	11.16	14.93	870656	海昇药业	2000	直接定价	19.9	14.53
920111	聚星科技	3883	直接定价	6.25	12.73	831396	许昌智能	3250	直接定价	4.6	29.66
920066	科拜尔	1081.8129	直接定价	13.31	13.92	837403	康农种业	1316	直接定价	11.2	16.34
920088	科力股份	2100	直接定价	7.32	14.26	873806	云星宇	7246.6667	直接定价	4.63	21.31
920019	铜冠矿建	5066.67	直接定价	4.33	14.92	873690	捷众科技	1200	直接定价	9.34	16.98
920099	瑞华技术	1600	直接定价	19	13.12	平均值				10.67	14.93

资料来源：北交所官网，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

3.2 IPO估值定价低，给予次新股较大交易参与机会

➤ 二级市场溢价明显，给予次新股较大交易参与机会。当前，北交所给予的估值溢价较高，截至2025年5月26日，北交所通信/交通运输/计算机/国防军工/环保/医药生物/基础化工/电子/食品饮料/有色金属/社会服务/建筑装饰/轻工制造/农林牧渔/纺织服饰/机械设备/公用事业/美容护理/建筑材料/汽车/家用电器/电力设备/石油石化的PE（TTM）分别为1110/639/611/330/273/257/146/84/77/75/74/72/69/69/59/56/55/53/52/48/46/44/40倍。

2024年以来北交所上市公司发行市盈率与所属板块估值对比

代码	简称	所属SW一级分类	A股整体板块估值情况	发行市盈率	发行折价率	代码	简称	所属SW一级分类	A股整体板块估值情况	发行市盈率	发行折价率
920068	天工股份	有色金属	17.98	14.98	83%	920016	中草香料	基础化工	24.29	14.93	61%
920029	开发科技	电力设备	28.79	8.15	28%	920008	成电光信	国防军工	74.16	14.82	20%
920108	宏海科技	家用电器	14.29	14.99	105%	920118	太湖远大	电力设备	28.79	11.8	41%
920116	星图测控	计算机	77.26	14.98	19%	920002	万达轴承	机械设备	31.09	14	45%
920082	方正阀门	机械设备	31.09	8.39	27%	872931	无锡鼎邦	机械设备	31.09	14	45%
920106	林泰新材	汽车	26.32	17.94	68%	837023	芭薇股份	美容护理	40.08	14	35%
920098	科隆新材	基础化工	24.29	14.45	59%	835438	戈碧迦	电子	48.58	11.04	23%
920128	胜业电气	电子	48.58	15.96	33%	873706	铁拓机械	机械设备	31.09	16	51%
920060	万源通	电子	48.58	14.93	31%	870656	海昇药业	医药生物	33.24	14.53	44%
920111	聚星科技	电力设备	28.79	12.73	44%	831396	许昌智能	电力设备	28.79	29.66	103%
920066	科拜尔	基础化工	24.29	13.92	57%	837403	康农种业	农林牧渔	16.89	16.34	97%
920088	科力股份	石油石化	16.05	14.26	89%	873806	云星宇	计算机	77.26	21.31	28%
920019	铜冠矿建	建筑装饰	10.52	14.92	142%	873690	捷众科技	汽车	26.32	16.98	65%
920099	瑞华技术	基础化工	24.29	13.12	54%						

资料来源：北交所官网，Wind，华安证券研究所（截至2025年5月26日）

敬请参阅末页重要声明及评级说明

目录

1

政策支持北交所发展，持续推进高质量建设

2

赚钱效应叠加公募机构加仓，驱动北证牛市

3

新发个股估值整体偏低，新股收益表现亮眼

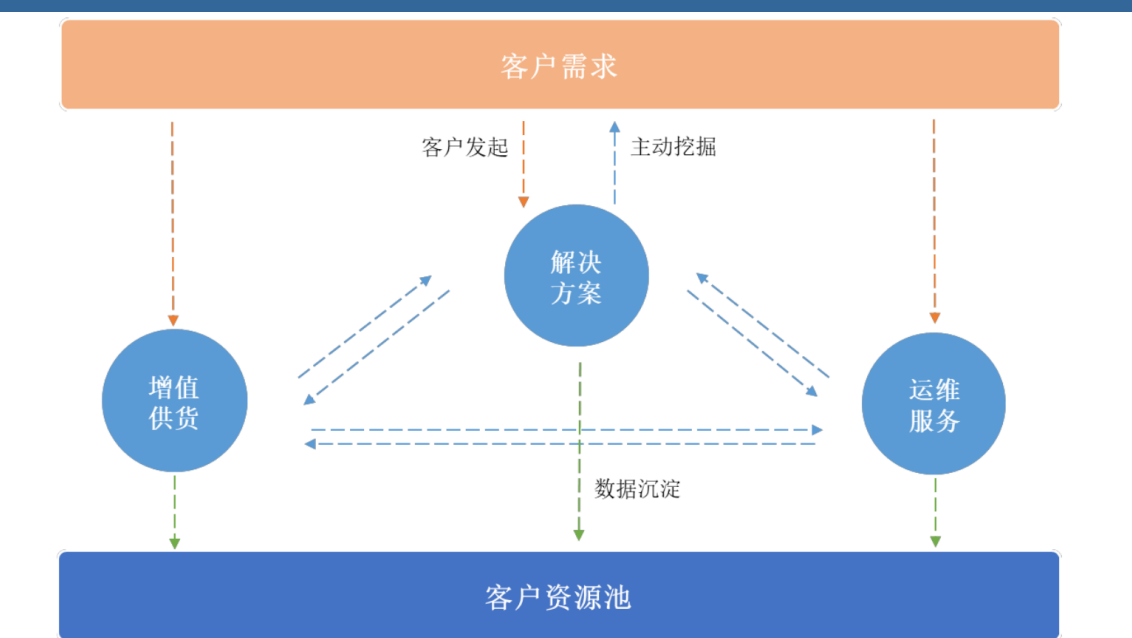
4

新发企业质量偏优，关注来自次新的礼物

4.1 昆仑联通：传统IT服务提供商，客户资源优势显著

- 公司是一家专业的 IT 基础架构解决方案提供商，主要提供 IT 基础架构解决方案、IT 运维服务和 IT 增值供货服务。其中，IT 基础架构解决方案包括数字化办公解决方案、云计算解决方案和信息安全解决方案；IT 运维服务业务包括系统健康巡检服务、在线远程技术支持服务、5*8/7*24 现场故障排除服务、7*24 告警管理服务、专家驻场支持服务、NOC 网络运营托管服务、SOC 安全运营托管服务、硬件维保服务等；IT 增值供货业务主要系向客户销售各种软硬件产品。
- 公司以咨询方案为驱动、产品交付为体现，为客户提供 IT 基础架构解决方案及产品。公司依托于原厂商的软硬件产品，在客户需求基础上，提供全方位的方案设计、原厂软硬件产品的选型和交付、实施部署、技术支持和运营维护。

公司主要业务的关联逻辑



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

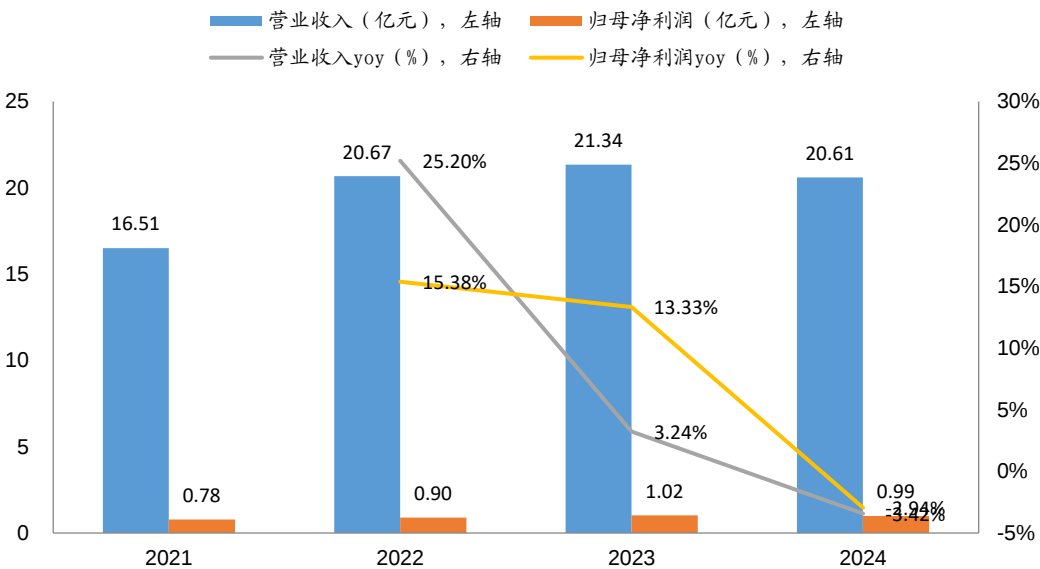
公司IT运维服务业务矩阵

服务内容	系统健康巡检 在线远程技术支持 现场故障排除 告警管理 专家驻场支持 NOC网络运营托管 SOC安全运营托管 硬件维保								
7x24 服务专家	 服务台		 L1工程师		 L2资深专家		 L3首席专家		
7x24 运营中心	服务支持		服务交付		业务关系管理				
	事件管理	问题管理	连续性管理	容量管理	需求管理	SOP管理			
	知识管理	变更发布管理	服务级别管理	可用性管理	服务水平管理	客户反馈			
服务组件	计算		存储/数据库		网络				
	虚拟机/物理机	容器/超融合	统一存储	分布式存储	对象存储	企业网	IPv6	WiFi6无线	
						SDN/SWAN	负载均衡	网络监控	
	终端		云		安全				
	VDI	工控/办公/移动	终端治理	公有云/私有云	云迁移	成本优化	数据安全	网络安全	安全攻防
							云安全	业务安全	安全评估

4.1 昆仑联通：传统IT服务提供商，客户资源优势显著

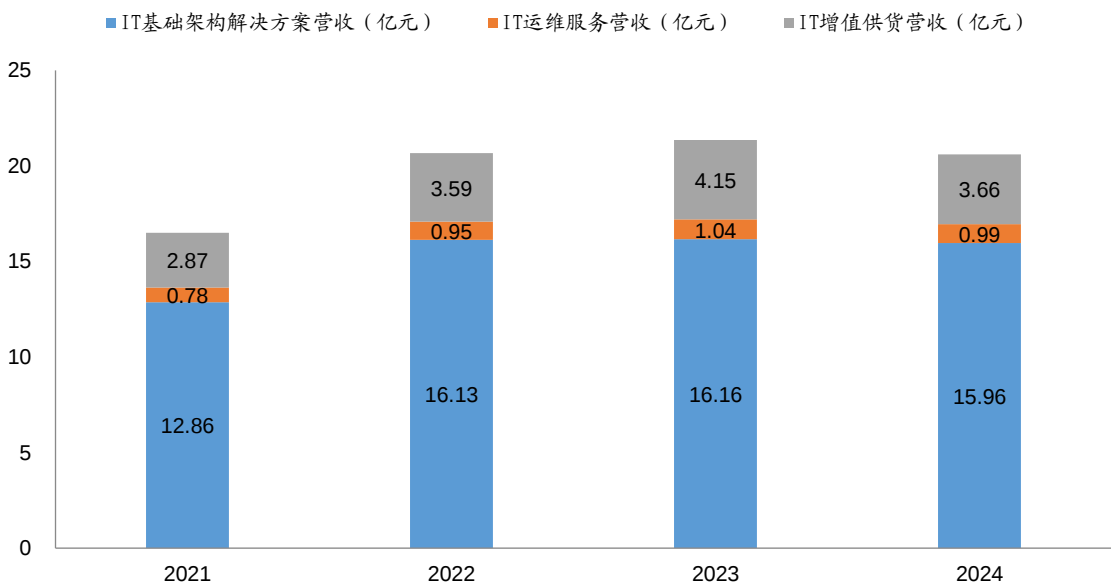
- ▶ **营收增长趋势放缓，归母净利润承压。**2021-2024年，公司营业收入由16.51亿元增长至20.61亿元，CAGR达7.67%；归母净利润由0.78亿元增长至0.99亿元，CAGR为8.27%。公司营收增长主要系公司具有覆盖广泛的供应商资源优势，加之客户的黏性不断增强，并进一步拓展现有客户的增量需求。公司归母净利润承压主要系公司基于成本加成法进行定价，价格受项目复杂程度、客户需求等多种因素影响。
- ▶ **IT 基础架构解决方案为公司核心业务。**公司IT 基础架构解决方案、IT 运维服务和 IT 增值供货服务的营业收入分别由2021年的12.86亿元、0.78亿元、2.87亿元增长至2024年的15.96亿元、0.99亿元、3.66亿元。其中IT 基础架构解决方案营收占比2024年为77.42%。

2021-2024年公司营业收入、归母净利润及yoy增速



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司主营业务收入

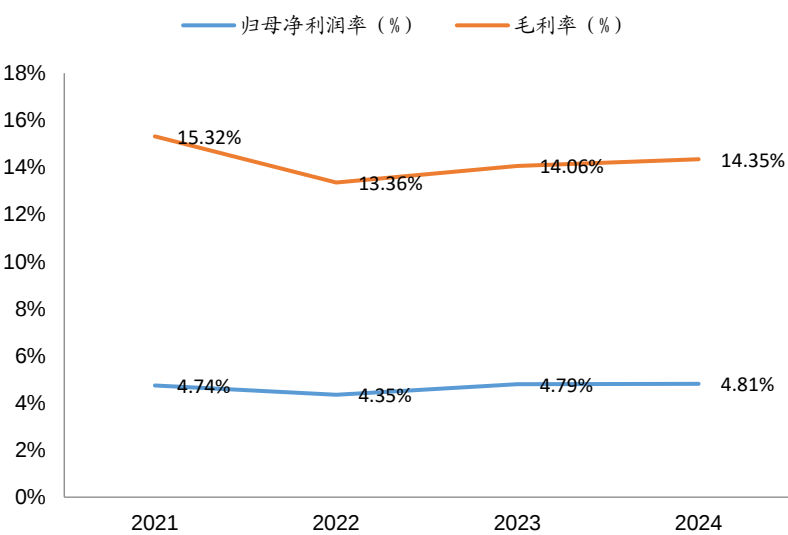


资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.1 昆仑联通：传统IT服务提供商，客户资源优势显著

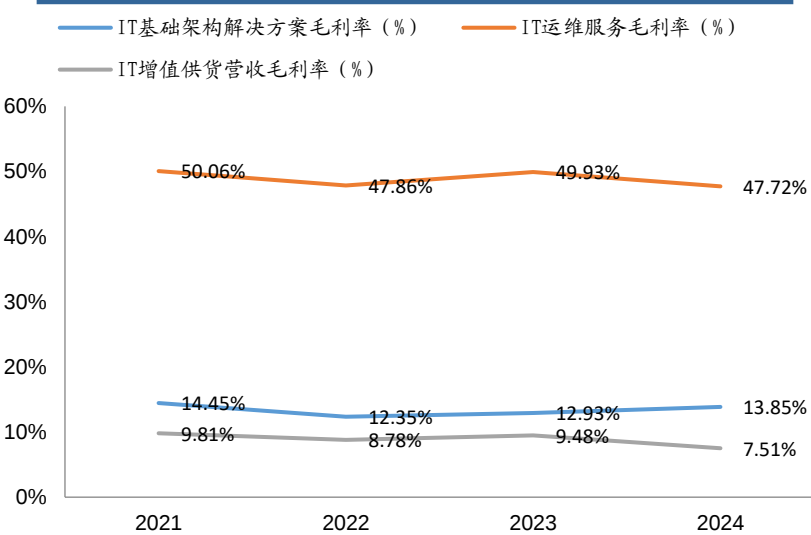
- ▶ **利润率水平近年呈下降趋势，2023年下降势头有所扭转。**公司毛利率与归母净利润率出现下滑趋势并扭转，主要是因为：1) IT 基础架构解决方案业务是公司主营业务最重要的部分，毛利率对公司综合毛利率具有决定性影响。2) 2022年云计算解决方案业务收入占比扩大，而其毛利率下降幅度较大。3) 2023年持续深化与宝马集团等客户在私有云建设业务方面的合作，而带动毛利率上升。
- ▶ **期间费用率较为稳定。**2021-2024年公司期间费用率在8%左右波动，占比保持基本稳定。2021-2024年公司销售费用率维持4.5%左右，主要系销售人员和技术人员的人数和平均工资增加所致。公司管理费用率较低，主要原因系公司目前经营规模较小，管理层级和组织架构相对简单。公司研发费用率低于同行业平均水平，主要系公司研发领域与同行业可比公司不同，且公司正处于成长期，研发投入相对有限。

2021-2024年公司归母净利润率及毛利率



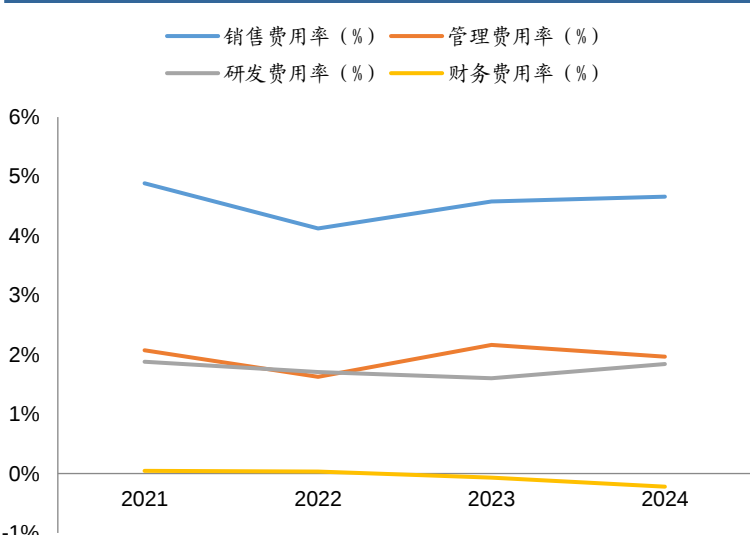
资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司分业务毛利率



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司期间费用率



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.1 昆仑联通：传统IT服务提供商，客户资源优势显著

- 积累了长期的客户资源优势。公司累计服务客户超过 4,500 家，覆盖制造、互联网、金融等行业，包括宝马、大众、蔚来、特斯拉、字节跳动、京东、百度、阿里、利星行等国内外知名企业。
- 公司在主要合作厂商的地位较高。公司与微软的合作金额在微软中国大陆市场排名前三；是 Adobe 中国大陆市场 5 家最高级别合作伙伴之一，合作的金额在整体大陆市场占比8%-10%；是全球知名企业管理（IT 基础设施应用）软件提供商BMC 在中国大陆市场两家最高级别合作伙伴之一，合作的金额占其大陆市场比例 70%；是全球最大的安全软件提供商之一 Micro Focus 最高级别合作伙伴，与 Micro Focus 合作的大数据软件销售金额排名第一，其中大数据软件市场公司占比70%以上，也是Micro Focus 授权的Vertica 产品在中国大陆市场唯一产品技术支持服务商。

公司的主要合作客户

行业领域	典型客户			
制造				
互联网				
金融				
服务				

资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

公司的供应商资源优势

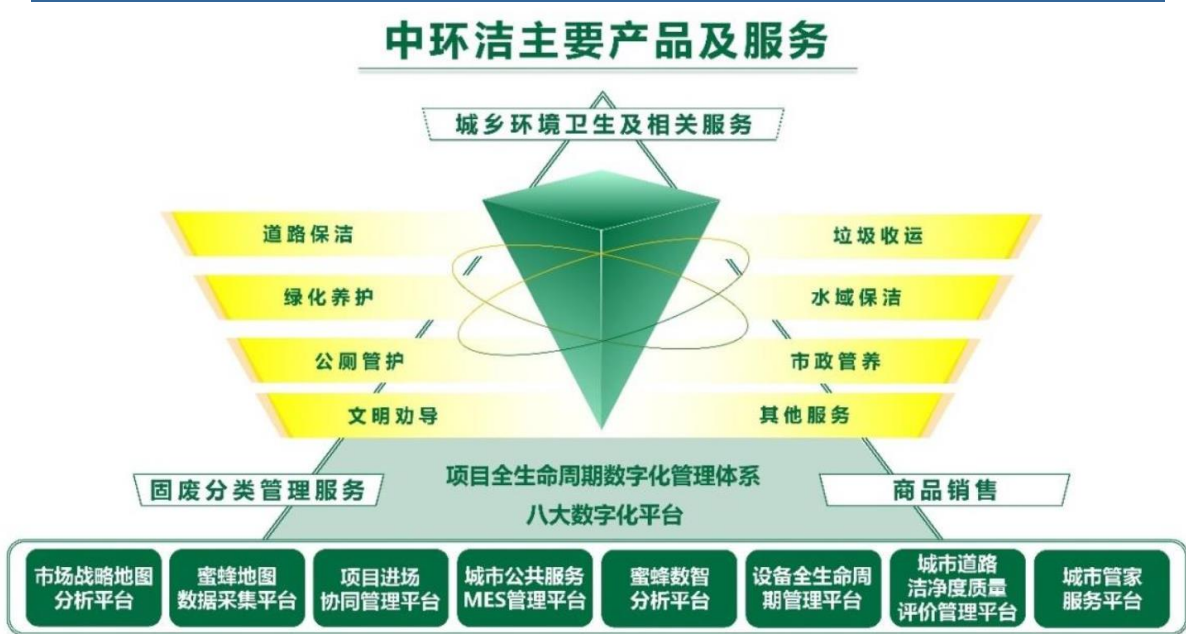
合作厂商	厂商地位优势
微软	合作金额在微软中国大陆市场排名前三。
Adobe	中国大陆市场 5 家最高级别合作伙伴之一，合作金额在整体大陆市场占比8%-10%。
BMC	在中国大陆市场两家最高级别合作伙伴之一，合作金额占其大陆市场比例 70%。
Micro Focus	Micro Focus 最高级别合作伙伴，与 Micro Focus 合作的大数据软件销售金额排名第一。
Veritas	中国大陆市场最高级别核心服务商，合作金额在华北地区非大金融（银行）市场排名第一。
VMware	合作伙伴中市场份额排名前三。
JetBrains	合作金额在中国大陆市场合作伙伴中排名第一。

资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.2中环洁：数字化管理创新，塑造城市洁净新标杆

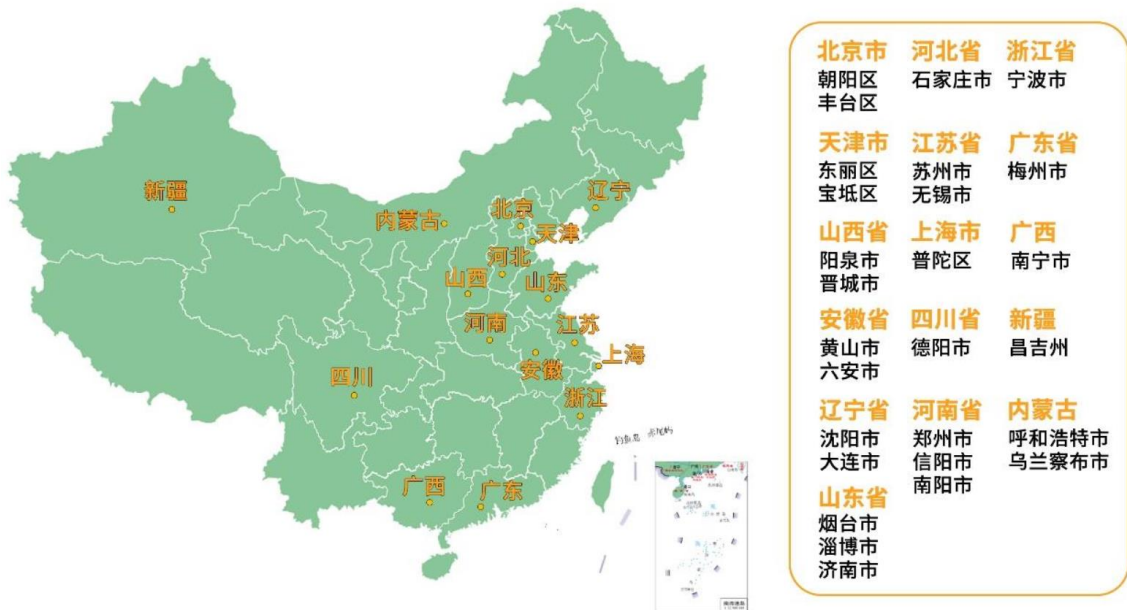
- 公司是一家数字化引领、管理先进的城乡环境及公共服务运营商，主营业务包括城乡环境卫生及相关服务、固废分类管理及商品销售。公司通过数字赋能和管理创新，建立了项目全生命周期数字化管理体系，组建八大数字化平台，并将数字化平台产品化，在提供城乡环境及公共服务的同时向客户同步交付。
- 公司积累了众多典型项目。截至2024年6月30日，发行人在运营项目40余个，项目年合同金额超20亿元，大型项目运营管理经验丰富。发行人业务遍布19个省37个城市，助力其中27个城市（区）成功创建国家卫生城市、全国文明城市。

公司主要产品及服务



资料来源：公司招股书，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

公司助力文明城市建设概况

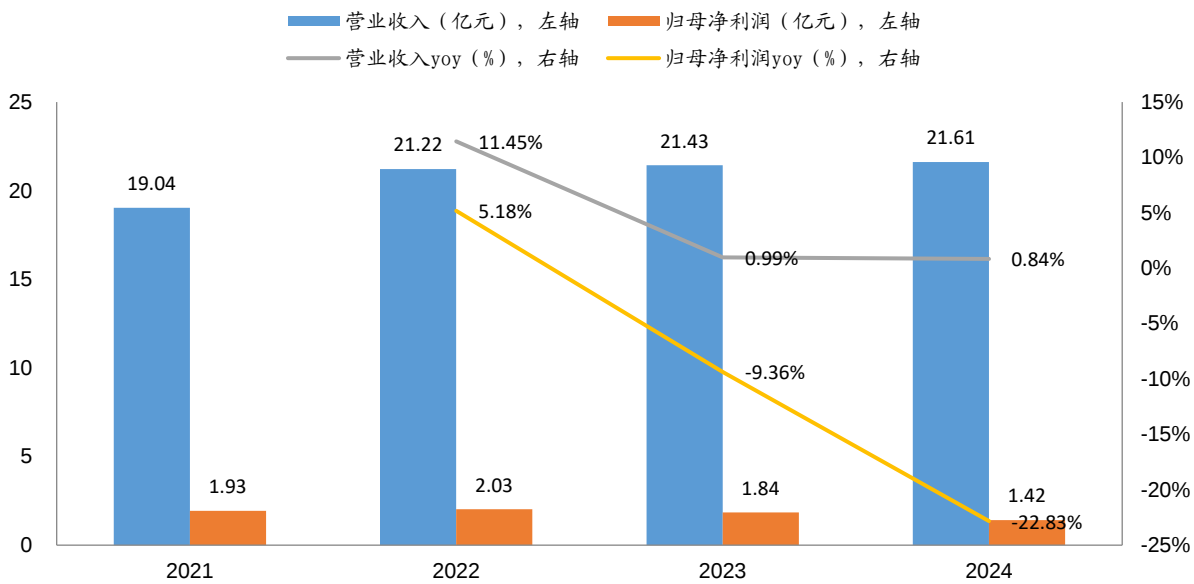


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

4.2 中环洁：数字化管理创新，塑造城市洁净新标杆

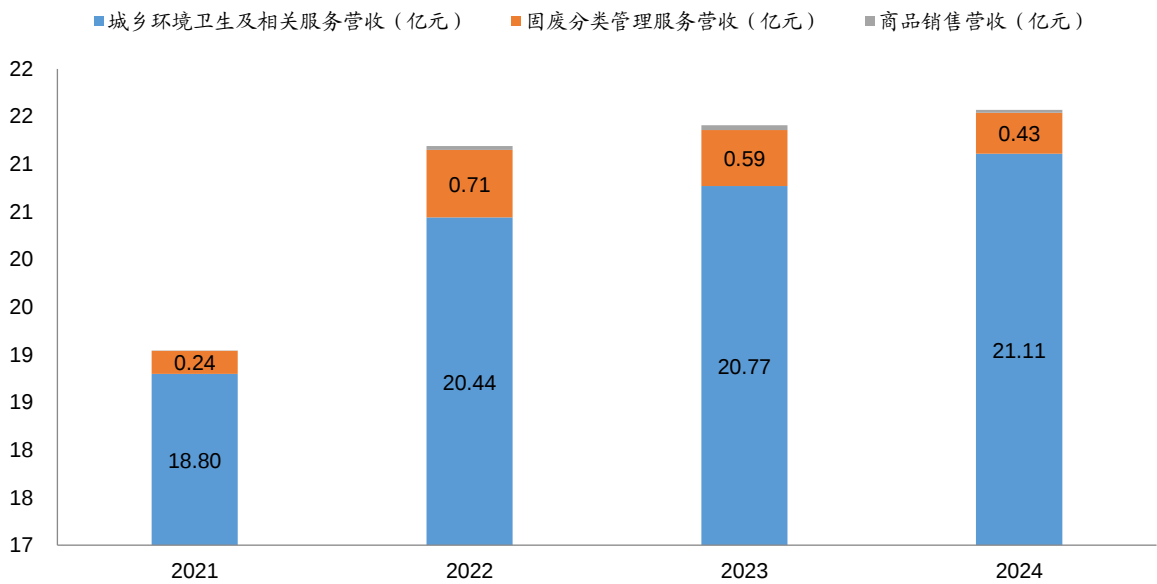
- 营收整体呈平稳增长趋势，利润逐年承压。2021-2024年，公司营业收入由19.04亿元增长至21.61亿元，CAGR达4.31%；归母净利润由1.93亿元降低至1.42亿元，CAGR为-9.72%。公司营收增长主要系公司凭借在城乡环境和公共服务领域的运营优势和品牌优势，承揽运作更多城乡环境和公共服务项目，收入规模逐年上升。公司归母净利润下降主要系优质项目市场竞争日趋激烈，项目总体利润空间较小。
- 城乡环境卫生及相关服务为公司核心业务。公司城乡环境卫生及相关服务、固废分类管理及商品销售的营业收入分别由2021年的18.80亿元、0.24亿元、4.96万元增长至2024年的21.11亿元、0.43亿元、0.03亿元。其中城乡环境卫生及相关服务营收占比2024年为97.69%。

2021-2024年公司营业收入、归母净利润及yoy增速



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司主营业务收入

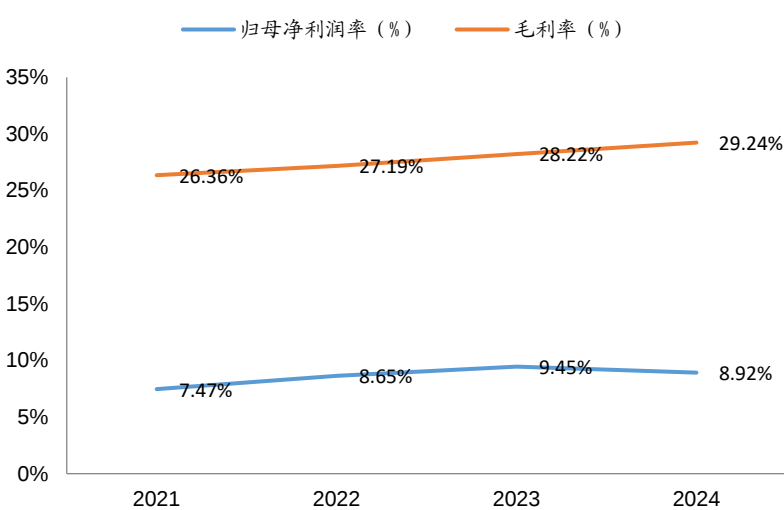


资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.2 中环洁：数字化管理创新，塑造城市洁净新标杆

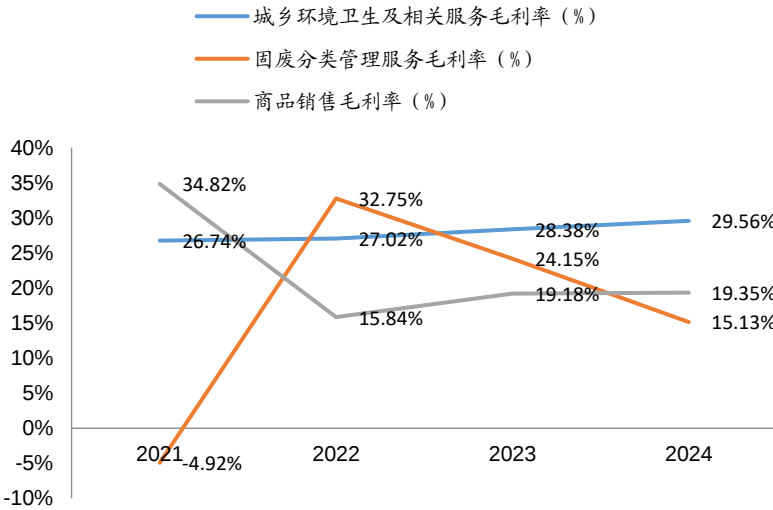
- ▶ **利润率水平逐年提高，盈利能力逐步向好。**2021-2024年公司毛利率与归母净利率呈增长趋势，主要系公司核心业务城乡环境卫生及相关服务业务毛利率提升所致。1) 公司项目精细化管理和机械化、自动化设备的广泛应用提升了作业效率，降低了成本。2) 公司针对性开拓重点项目周边区域市场，成本投入的规模效应逐渐显现，降低了成本。
- ▶ **2021-2024年公司期间费用整体保持稳定。**2021-2024年公司销售费用率呈现下降趋势，主要系公司聚焦现有业务区域，进行针对性开拓，配套销售人员数量、业务招待费和差旅费有所减少。2021-2024年公司管理费用率分别为8.59%、8.37%、8.89%、8.96%，基本保持稳定。2023年公司研发费用率增加，主要系公司开展了智慧环卫升级项目、数据共享分析平台项目和城市公共服务质量评价体系建设项目等。公司财务费用率较高，主要系公司融资渠道受限，扩大经营筹措资金主要依赖于债务融资。

2021-2024年公司归母净利润率及毛利率



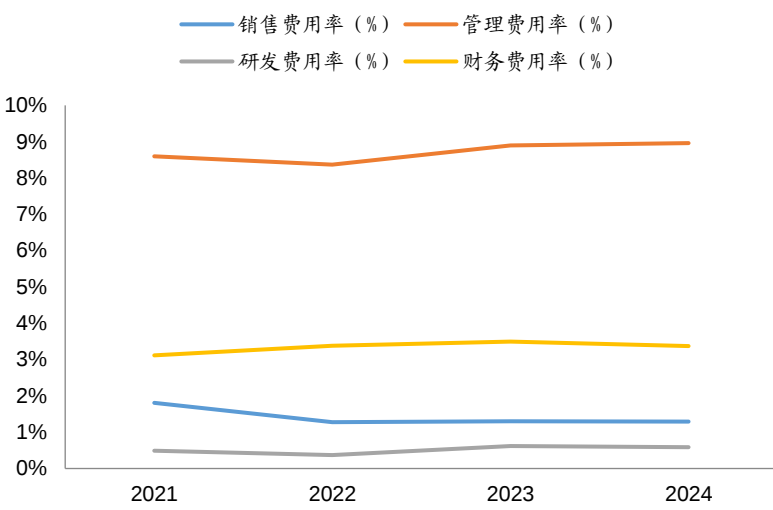
资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司分业务毛利率



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司期间费用率



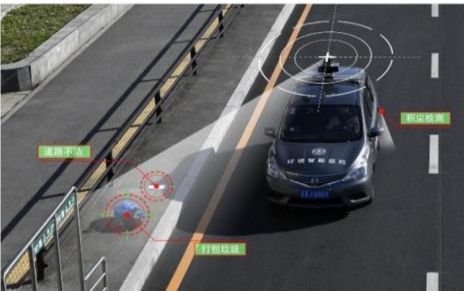
资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.2 中环洁：数字化管理创新，塑造城市洁净新标杆

- ▶ 打造全方位的装备管理体系，有效提升作业装备管理效能。公司基于遍布全国的项目布局和多场景作业经验，建立了严格的装备供应商准入、评价和管理体系。通过车载一体机、CBU、AI 智能摄像头、积尘传感器等物联网设备，实时采集车辆、中转站、公厕等设施以及作业人员的全流程数据，自动生成路线规划方案，精准掌握车辆作业状态，监控道路尘负荷情况，实现人与装备、环境的沟通互联。
- ▶ 建立项目全生命周期数字化管理体系，并结合客户需求进行数字化平台深度开发，实现“服务+数字化平台产品”的同步交付。公司构建的城市公共服务 MES 管理平台，作为项目运营的核心平台，涵盖公司城市公共管理的全业务条线，包括道路保洁、垃圾收运、绿化养护、水域保洁、公厕管护、市政管养、文明劝导等城乡环境卫生服务及固废分类管理服务。

公司的装备管理体系

图：积尘检测和 AI 图像识别



图：城市小型机械组合作业



图：无人机巡检



图：机械化保洁



公共服务MES管理平台

图：道路洁净度质量评价管理平台



图：市政管养管理系统



图：智慧公厕管理平台



图：垃圾收运管理系统



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.3宏远股份：深耕电磁线领域，客户集中度较高

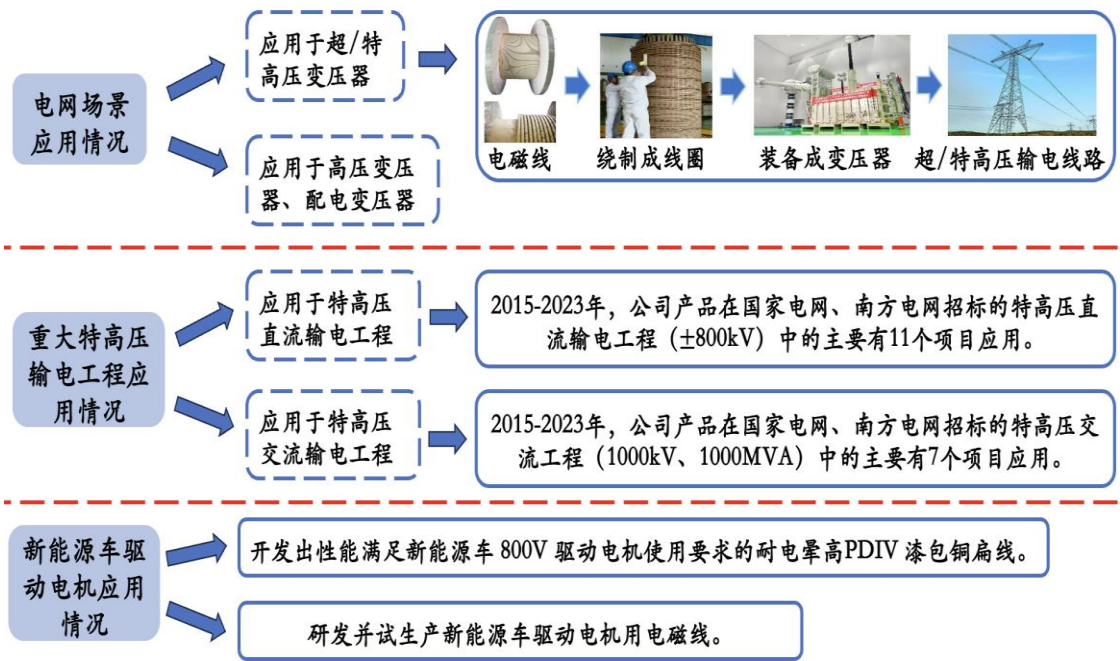
- 公司是具有成熟研发和生产能力的高压、超高压、特高压变压器用电磁线产品制造商，主要从事电磁线的研发、生产和销售，产品主要包括换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线、组合导线等多种品类，目前主要应用于高电压、大容量电力变压器、换流变压器和电抗器等大型输变电设备。
- 公司产品应用场景广泛。公司电磁线产品目前主要应用于高电压、大容量电力变压器、换流变压器、电抗器等大型输变电设备，是变压器的“心脏”。同时，公司积极布局新能源行业，目前已获得国内外部分新能源车企或电机企业的订单，公司产品未来将应用于新能源车驱动电机。

公司主要产品介绍

产品名称		图示	含义	应用领域
换位导线			换位导线是以一定根数的漆包扁线组合成宽面相互接触的两列，按技术要求在两列漆包扁线的上面和下面沿窄面作同一转向的换位，并用电工绝缘纸、绳或带作连续绕包或捆绑的绕组线。	主要应用于高压、超高压、特高压变压器
纸包线	单根纸包线		纸包线是在铜扁线表面用绝缘纸带作多层连续绕包的绕组线。	主要应用于高压及配电变压器
	单根纸包线		组合导线是指两根及以上的扁绕组线（如纸包铜扁线），组成宽面或窄面重叠的排列，按要求用绝缘纸带作多层连续绕包的绕组线。	
漆包线			漆包线是指涂覆固化树脂绝缘的绕组线	配电变压器及新能源车驱动电机。
漆包纸包线	单根漆包纸包线		漆包纸包线是指漆包线用绝缘纸进行多层连续绕包而成的绕组线。	主要应用于超高压、特高压变压器
	组合导线（漆包纸包线）		是指两根及以上的漆包铜扁线组合成宽面或窄面相互接触的一列，按要求用绝缘纸带作多层连续紧密绕包的绕组线。	

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

公司主要产品的应用情况

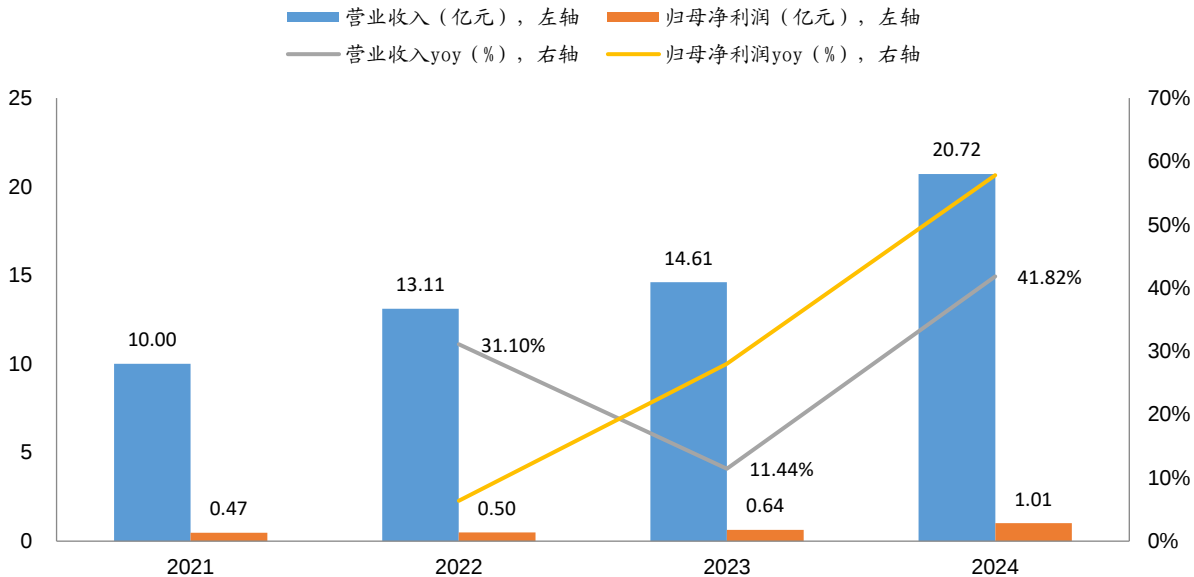


资料来源：公司招股书，华安证券研究所

4.3宏远股份：深耕电磁线领域，客户集中度较高

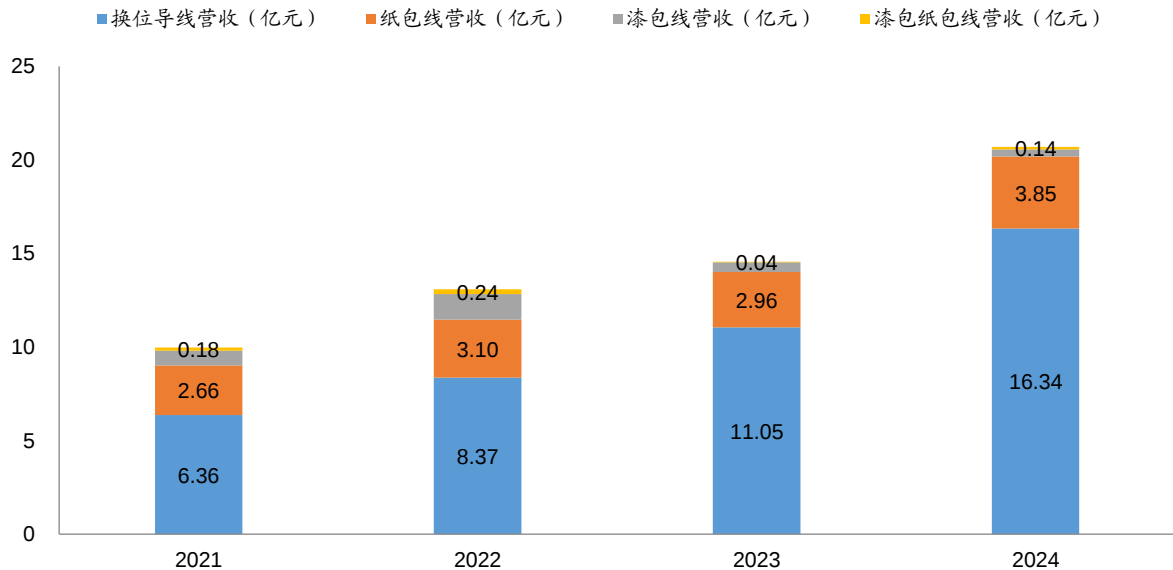
- **营收与净利润增长表现亮眼。**2021-2024年，公司营业收入由10.00亿元增长至20.72亿元，CAGR达27.49%；归母净利润由0.47亿元增长至1.01亿元，CAGR为29.04%。公司营业收入大幅增长系：1) 我国电源项目建设的加速推进和电网项目建设的持续推进，下游市场需求增长，公司产品销量大幅增长。2) 受产品结构及铜价影响，公司产品销售单价略有增加，销量与销售单价综合影响导致营业收入持续增长。
- **各类电磁线产品销售为公司主营业务。**公司换位导线、纸包线、漆包线、漆包纸包线的营业收入分别由2021年的6.36亿元、2.66亿元、0.78亿元、0.18亿元增长至2024年的16.34亿元、3.85亿元、0.37亿元、0.14亿元。其中，换位导线和纸包线贡献主要营收，其营收占比分别从2021年的63.75%、26.68%变动至2024年的78.86%、18.58%，换位导线为公司当前及未来重点发展的产品。

2021-2024年公司营业收入、归母净利润及yoy增速



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司主营业务收入

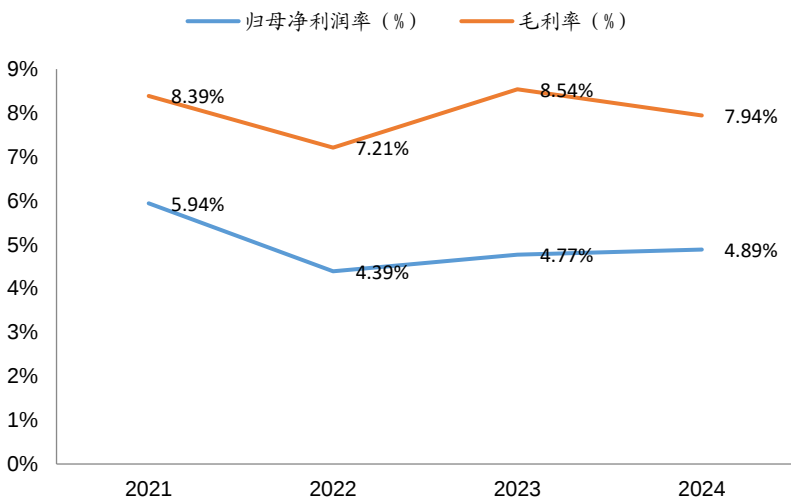


资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.3宏远股份：深耕电磁线领域，客户集中度较高

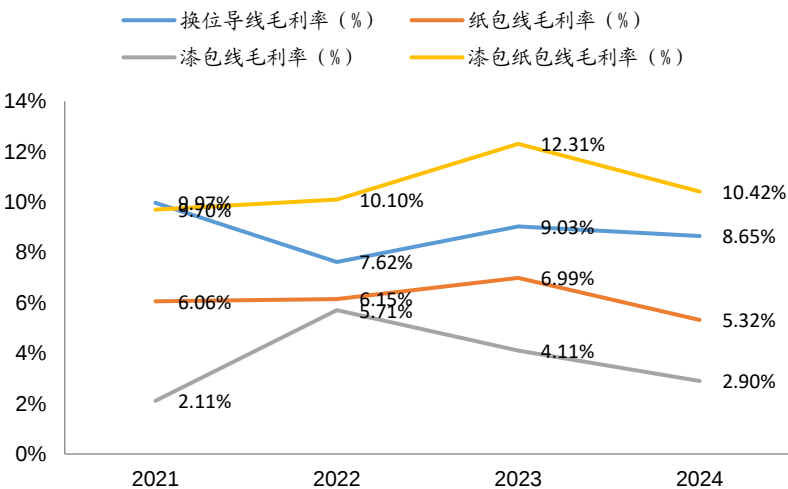
- ▶ 利润率水平有回暖趋势，毛利率水平略有波动。2021-2024年期间，公司各业务毛利率波动较小。从公司销售定价模式与整体成本构成来看，铜材占主营业务成本的比例较高且占比相对稳定，故铜价的波动与收入、成本正相关，而毛利率与铜价的波动呈反向趋势。2022年，换位导线毛利率下降主要系单位材料成本、单位人工成本均有所上升。2023年度纸包线毛利率上涨，主要系产品结构影响，毛利率较低的配电电压纸包线占比下降，其他毛利率相对较高的产品占比增加。
- ▶ 2021-2024年公司期间费用保持稳定。公司销售费用率较低，主要系公司产品结构不同，公司销售人员规模及薪酬规模较小，且公司客户较为集中。公司管理费用率逐年降低，主要系公司业绩增长及公司治理架构的逐步完善所带来的管理成本较低。2021-2024年，公司研发费用构成中职工薪酬占比最高，均在50%以上，材料投入占比低于职工薪酬，占比在15%-40%之间。

2021-2024年公司归母净利润率及毛利率



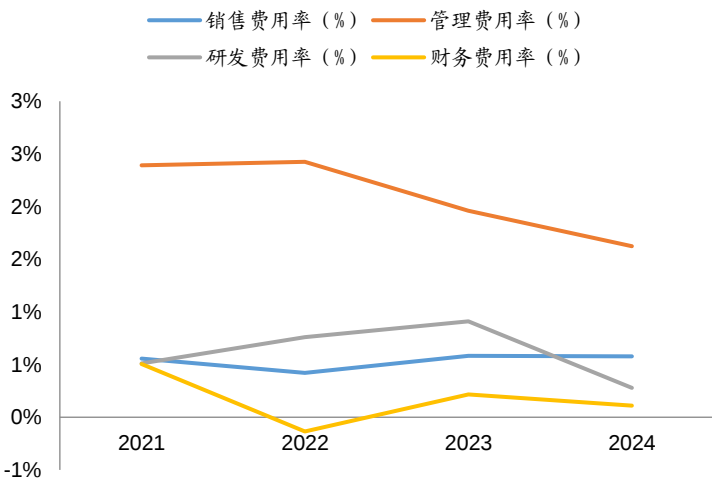
资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司分业务毛利率



资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

2021-2024年公司期间费用率

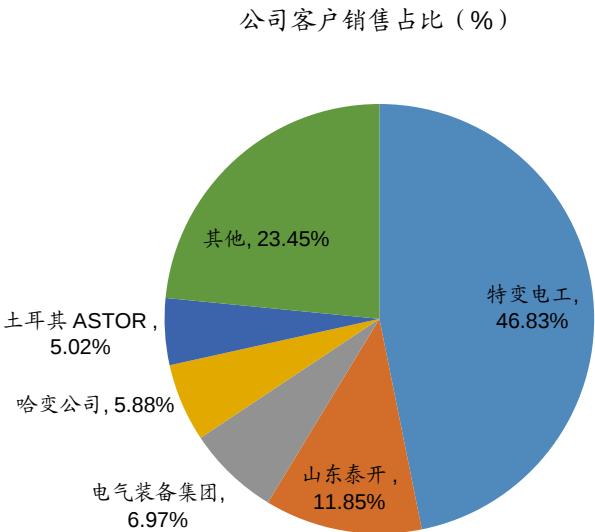


资料来源：公司招股书，公司年报，华安证券研究所

4.3宏远股份：深耕电磁线领域，客户集中度较高

- 优质、稳定的客户资源优势。公司凭借优良的产品质量和技术研发能力，经过多年的市场开发和维护，与国内多家知名输变电设备厂商建立了稳定且持续的合作关系。涵盖特变电工（600089.SH）、中国西电（601179.SH）、保变电气（600550.SH）、日立能源等主要大型输变电设备制造商。同时，公司产品远销土耳其、北美、埃及、印度尼西亚、越南、韩国等多个国家，包括土耳其ASTOR、美国VTC、埃及ELSEWEDY 和印尼B&D 等电力变压器制造商。
- 定制化研发及生产优势。公司可以根据客户对电磁线的规格、各种性能指标、特定使用条件等要求，为客户定制化研发和生产电磁线。此外，公司具有自主设计改造设备、模具的能力，从而生产各类定制化产品。公司研发的产品已覆盖高电压等级变压器所用纸包线、组合导线、漆包线、漆包纸包线、换位导线等全系列产品。

公司前五大客户销售占比



资料来源：公司招股书，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

公司主要产品的布局情况

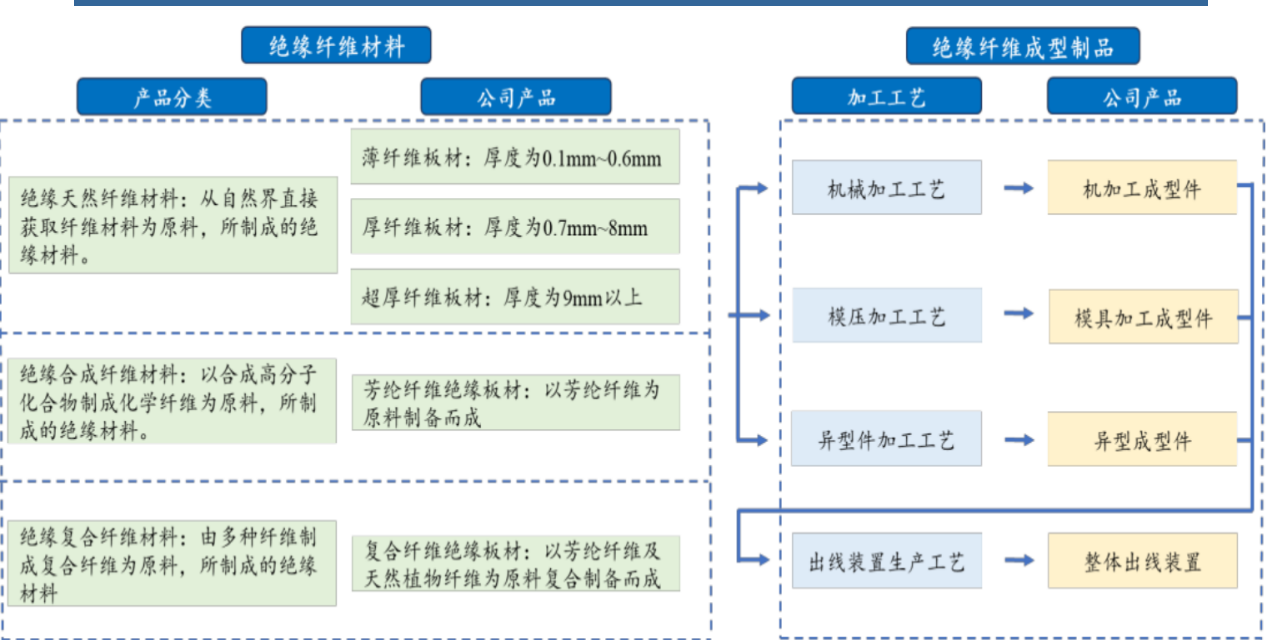
产品名称	分类方式	具体产品类别
换位导线	按绕包材料分	纸包换位导线、网包换位导线、膜包线
	按漆膜种类分	缩醛漆包换位导线、自粘漆包换位导线、耐高温自粘漆包换位导线
	按结构分	单根换位导线、组合换位导线、阶梯状组合换位导线、内屏蔽组合换位导线、油道式组合换位导线、光纤换位导线
	按导体分	普通软态换位导线、半硬换位导线
纸包线	按绝缘种类分	裸铜纸包绕组线、漆包纸包绕组线（单根漆包纸包线、漆包组合导线）
	按结构分	单根纸包线、组合导线（辐向组合导线、轴向组合导线、田字形组合导线）
	按导体分	普通软态纸包绕组线、半硬纸包绕组线
漆包线	按导体分	漆包扁铜线、漆包圆铜线
	按绝缘漆材料分	120 级缩醛漆包线、130 级聚酯漆包线、180 级聚酯亚胺漆包线、200 级聚酯亚胺/聚酰胺酰亚胺复合漆包线、220/240 级耐电晕漆包线、240 级聚酰亚胺漆包线
漆包纸包线	按结构分	单根漆包纸包线、漆包组合导线（单面、双面、轴向、径向）
	按导体分	普通软态漆包纸包线、半硬漆包纸包线

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

4.4广信科技： 专注绝缘材料供应， 聚焦行业前沿技术

- 公司是绝缘纤维材料及其成型制品的专业供应商。产品主要应用于输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。公司产品已覆盖了中低压、高压、超高压和特高压交直流电在内的全电压等级的输变电设备配套产品，成为了国内绝缘纤维材料及其成型制品领域的龙头企业之一。
- 公司主营绝缘纤维材料及其成型制品的研发、生产和销售。上游为木浆制造业，负责将原始树木制成杂质少、可便携运输的木浆板；下游则是变压器等电力设备生产商，负责将绝缘纤维材料及其成型制品安装在设备或产品上，最终应用在输变电系统、电气化铁路及轨道交通牵引变压系统、新能源产业以及军工装备等领域。

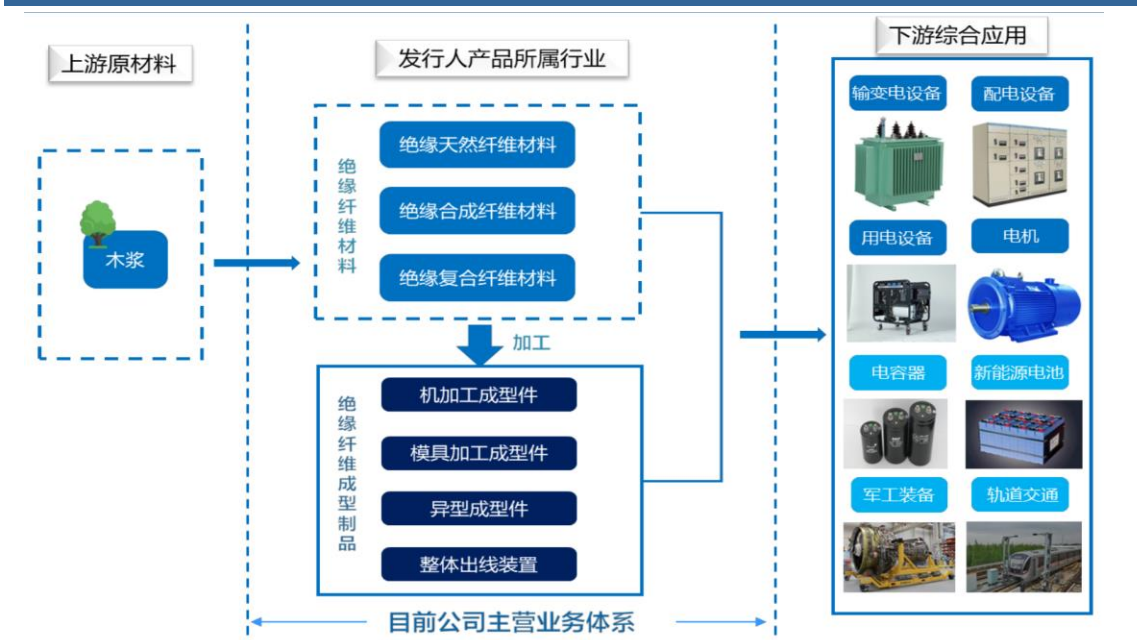
公司主要产品分类以及关系



资料来源： 公司招股书， 华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

公司产品所属产业链情况

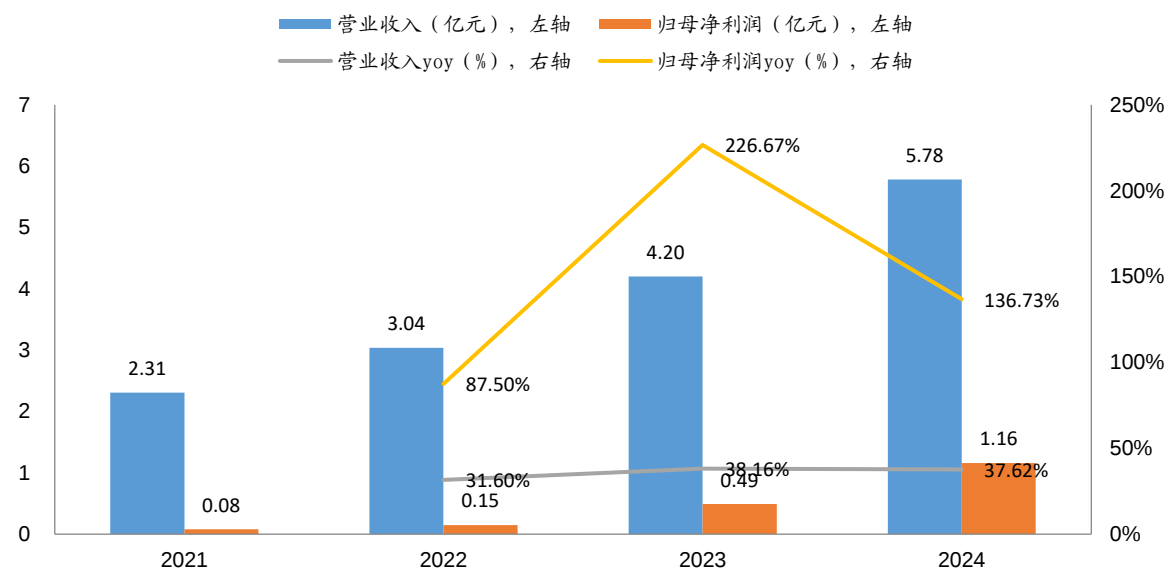


资料来源： 公司招股书， 华安证券研究所

4.4广信科技： 专注绝缘材料供应， 聚焦行业前沿技术

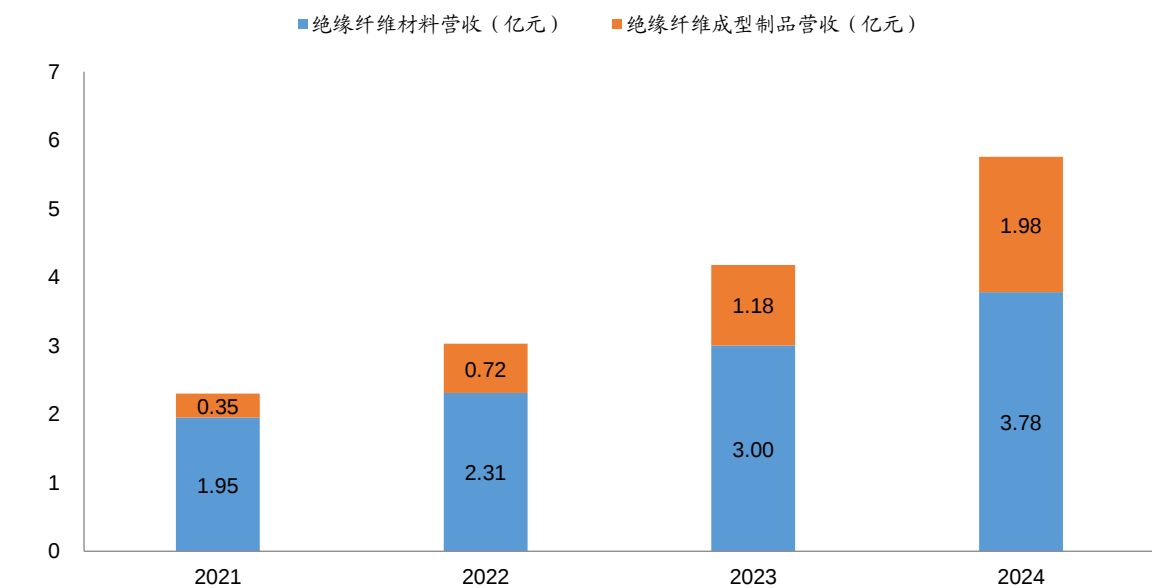
- 营收利润均呈现快速增长趋势。2021-2024年，公司营业收入由2.31亿元增长至5.78亿元，CAGR达35.76%；归母净利润由0.08亿元增长至1.16亿元，CAGR为143.85%。主要原因是产品销量和售价均有所增长所致：1) 电力电网、光伏发电等下游产业的发展带动公司产品需求增长。2) 优异的产品性能、齐全的产品线以及较高的性价比带动公司产品销量增长。3) 随着新增产线、设备投入使用，公司产能得到释放。
- 公司主营业务收入占营业收入比例均超过 99%。公司绝缘纤维材料、绝缘纤维成型制品的营业收入分别由2021年的1.95亿元、0.35亿元增长至2024年的3.78亿元、1.98亿元，作为电力设备生产的重要原材料，公司产品的市场需求不断增长，带动业务营收提升。

2021-2024年公司营业收入、归母净利润及yoy增速



资料来源： 公司招股书， 公司年报， 华安证券研究所

2021-2024年公司主营业务收入

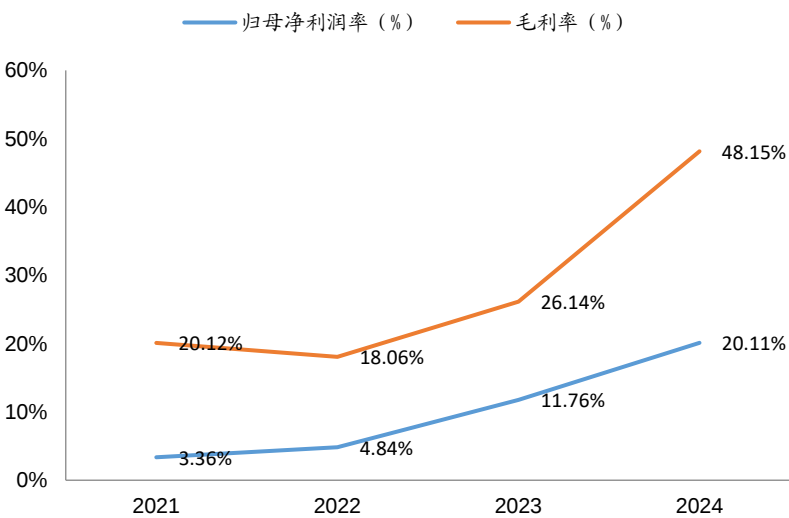


资料来源： 公司招股书， 公司年报， 华安证券研究所

4.4广信科技： 专注绝缘材料供应， 聚焦行业前沿技术

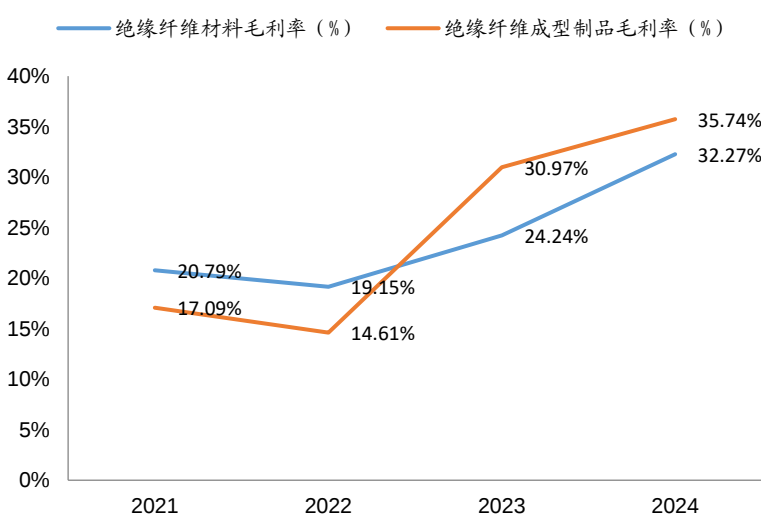
- ▶ **利润率水平增幅较大， 盈利能力大幅增加。**2021-2024年公司毛利率与归母净利率大幅增长， 主要系： 1) 市场需求增长导致公司产品销售单价上升。2) 公司原材料采购价格有较大幅度下降。3) 公司绝缘纤维成型件销售收入占比由 2022 年度的 23.87%增长至 28.24%， 另外其毛利率由 2022 年度的 14.61%增长至 30.97%， 带动了公司综合毛利率的提高。
- ▶ **2021-2024年公司期间费用率呈下降趋势。**受益于收入增长带来的规模效应， 公司期间费用率整体呈下降趋势。公司管理费用整体呈波动状态， 2022 年管理费用率下降主要系 2021 年支付相关咨询、 中介费相对较高所致。2023 年公司管理费用较上年度增加 881.39 万元， 主要系： 1) 公司营业规模扩大， 管理人员人数和平均薪酬增加； 2) 2023年确认挂牌相关中介费用所致。2022年研发费用增长系公司研发职工薪酬有所增长和公司新增研发设备导致折旧及摊销增长所致。

2021-2024年公司归母净利润率及毛利率



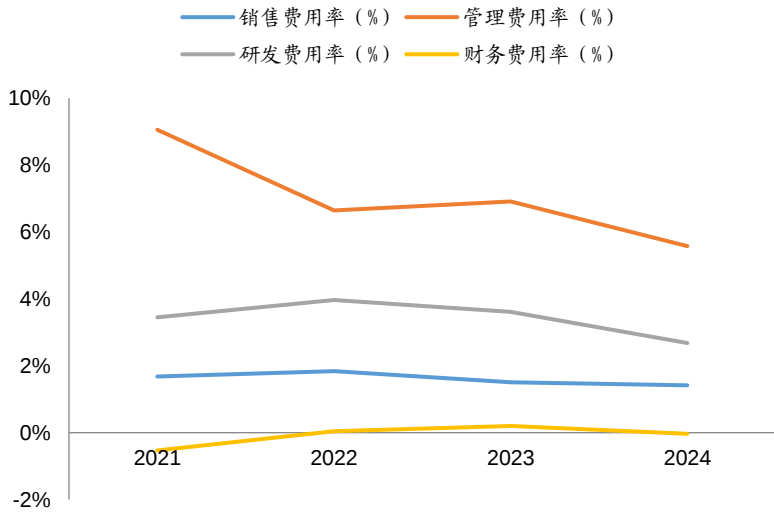
资料来源： 公司招股书， 公司年报， 华安证券研究所

2021-2024年公司分业务毛利率



资料来源： 公司招股书， 公司年报， 华安证券研究所

2021-2024年公司期间费用率

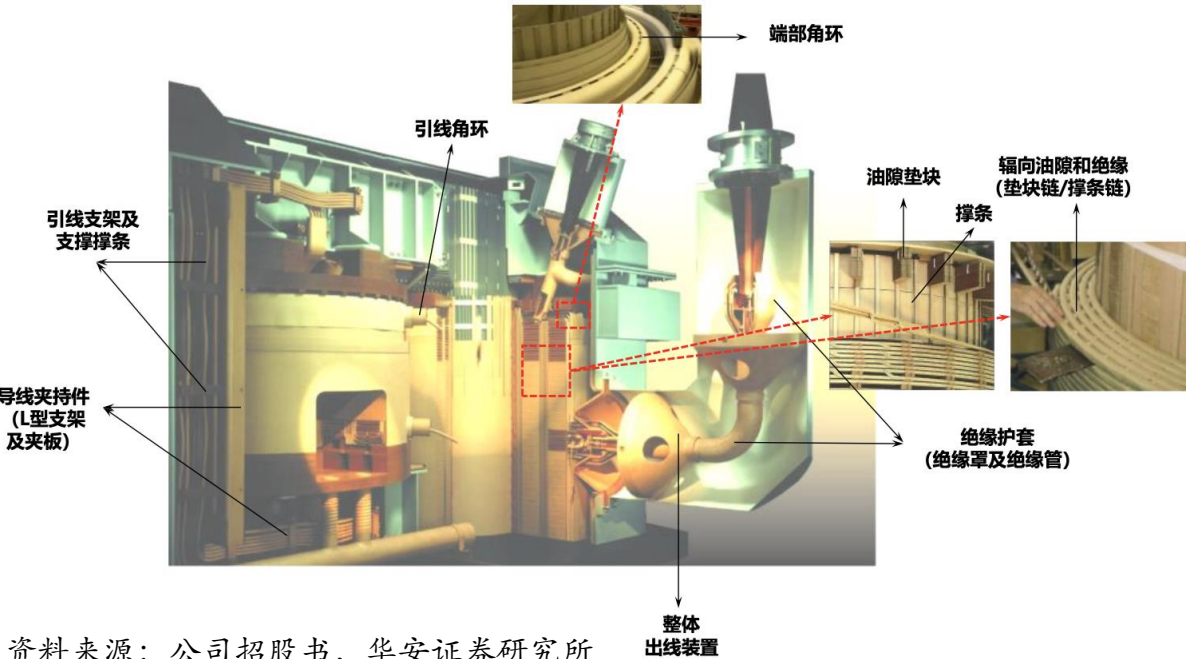


资料来源： 公司招股书， 公司年报， 华安证券研究所

4.4广信科技： 专注绝缘材料供应， 聚焦行业前沿技术

- 公司在输变系统中具有广泛的应用。下游客户根据不同型号变压器的设计结构装配相应的绝缘纤维成型制品。以500kV 变压器结构为例，变压器厂商全面使用了机加工成型件、模具加工成型件、异型成型件和整体出线装置，从而实现了良好的绝缘效果，保证变压器的长期稳定运行。
- 公司具备前沿技术优势。公司通过长期的研发创新和生产实践形成了大量的自有技术和独特的生产工艺，诸如超/特高压绝缘纤维板材制造技术、各种异型件生产技术、模制成型件生产技术、各种结构件生产技术，其独特的无胶粘制造技术和 9-30mm 超厚绝缘纤维板材制造技术，可满足超/特高压交直流变压器、电抗器和特高压开关特殊绝缘要求。

公司相关产品应用情况



资料来源：公司招股书，华安证券研究所
敬请参阅末页重要声明及评级说明

公司前沿技术情况

技术名称	技术特色	技术水平
薄型绝缘纤维板材技术	(1) 研发了多级循环洗浆及磁性高效除渣净化、二次磨浆及其染色技术等多项专利技术，提高了薄型绝缘材料浆料的纯度和密度，降低了灰分与电导率，提高了产品的均匀性和电气稳定性；(2) 开发了适用于各电压等级的超高压变压器用、电力电容器用薄型绝缘纤维材料等系列产品。	总体技术被鉴定达到国际先进水平
厚/超厚绝缘纤维板材关键技术	(1) 研发了以重力、强磁、洗涤为基础的多级组合净化系统，提高了纤维原材料的纯净度；(2) 开发了超厚纤维坯件的成型工艺，研制了专用设备，实现了超厚均匀纤维坯件的成型；(3) 建成了超厚纤维材料热压生产线，可生产 9mm 以上的无胶超厚绝缘纤维材料。	总体技术被鉴定达到国际先进水平，其中“无胶超厚绝缘纤维板材成型技术”被鉴定达到国际领先水平
绝缘纤维成型件关键技术	(1) 无胶粘绝缘纸螺杆采用“双平面”非全圆形结构，干燥和浸油性能好；(2) 无胶粘 L 型夹件绝缘件采用超厚湿坯成型工艺，电气性能优异；(3) 整体绝缘出线装置通过电场强度仿真分析，生产产品的无胶粘技术，提升了机械及电气性能；(4) 开发的变压器用大尺寸层压压板采用双面浸渍胶纸平接层叠工艺，解决了应力集中问题，提高了层合压板的电气性能。	总体技术被鉴定达到国际先进水平，其中“无胶粘绝缘纸螺杆、无胶粘 L 型夹件绝缘件技术”被鉴定达到国际领先水平
芳纶绝缘纤维材料技术	(1) 研发了毛面薄纸的干法层合、短切与沉析纤维湿法成型、高温热压干燥和纤维材料脱模等工艺技术，改善了该种材料在变压器高温工作状态下的使用性能；(2) 通过研究纤维均匀分散、交织增强成型技术，开发出了低、中、高密度耐高温芳纶绝缘纤维材料和绝缘成型件系列产品，电气性能优异。	总体技术被鉴定达到国内领先水平

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

感谢关注！

风险提示：主要原材料价格波动的风险、存货风险、下游行业投资放缓风险、应收账款的风险、毛利率波动的风险、供应商集中风险、产品代理授权被取消或不能续约的风险。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。