



科创板 获受理企业速查手册

第一辑

二

A 3D rendering of a hand holding a smartphone. The phone's screen displays a futuristic user interface. At the center is a globe with a grid pattern. To the right of the globe is a question mark icon with a small 'P' symbol next to it. The background of the phone's screen shows abstract red and white lines and shapes, suggesting a complex digital environment. The overall theme is technology and innovation.

2019年4月

科创板获受理企业

速查手册

(第一辑)

中信证券研究部

2019.4



编者按：本手册依照上交所网站公示的时间顺序收集了已提交科创板上市申请并获得上交所受理的企业，为速查科创板潜在上市标的之用。本手册第一辑的企业名单按照上交所公示信息截至 2019 年 4 月 4 日。

目录

晶晨股份 —— 围绕音视频，打造智能芯片技术平台	1
睿创微纳 —— 专注于红外热成像核心技术与产品研发	3
天奈科技 —— 锂电池碳纳米管导电剂行业龙头	5
江苏北人 —— 高速成长的智能制造新锐	7
利元亨 —— 领先的锂电后道设备供应商	9
容百科技 —— 专注高镍三元正极材料	11
和舰芯片 —— 国内技术先进的晶圆制造企业	13
安翰科技 —— 打造国产胶囊胃镜机器人	15
科前生物 —— 研发和盈利能力领先的猪用市场苗企业	17
贝斯达 —— 研发投入持续的磁共振领先企业	19
虹软科技 —— 领先的视觉人工智能算法供应商	21
华兴源创 —— 平板显示和集成电路检测设备提供商	23
微芯生物 —— 技术领先的原创新药研发企业	25
光峰科技 —— 专注激光显示光学引擎、核心器件和场景应用	27
鸿泉物联 —— 商用车智能网联领军企业	29
特宝生物 —— 研发技术领先的重组蛋白质药物行业新星	31
世纪空间 —— 领先的自主遥感卫星运控及地理空间信息大数据服务商	33
科大国盾 —— 量子通信龙头	36
福光股份 —— 军民融合，铸就国内光学镜头翘楚	38
传音控股 —— 布局全球新兴市场的手机行业龙头	40
交控科技 —— 轨道交通自主技术领先企业	42
中科星图 —— 领先的数字地球产品研发与产业化企业	44
当虹科技 —— 智能视频解决方案与视频云服务提供商	46
新光光电 —— 军用光学仿真技术领先，产品先发优势明显	48
安集科技 —— 打破国外厂商对化学机械抛光液的垄断	50
赛诺医疗 —— 持续研发投入的冠脉支架企业	52
中微公司 —— 高端半导体设备国产化先锋	54
木瓜移动 —— 出海数字营销服务商	56
博众精工 —— 高速成长的自动化系统服务商	59
UCloud —— 国内领先的中立第三方云计算服务商	61
澜起科技 —— 为 AI/云计算提供芯片级解决方案	63

除《企业家第一课》、《企业家功成堂》外，其他公众号分享本期资料的，均属于抄袭！

邀请各位读者朋友尊重劳动成果，关注搜索正版号：[《企业家第一课》](#)、[《企业家功成堂》](#)

谢谢观看！

企业家第一课，专注做最纯粹的知识共享平台



关注官方微信
获取更多干货



加入知识共享平台
一次付费 一年干货

申联生物 —— 全国领先的口蹄疫合成肽疫苗企业	65
创鑫激光 —— 国际知名的光纤激光器/核心光学器件厂商	67
天准科技 —— 国内领先的机器视觉技术提供商	69
海尔生物 —— 生物医疗低温储存领域的国内龙头企业	71
晶丰明源 —— 领先的电源管理驱动类芯片设计企业	73
聚辰股份 —— 国内 EEPROM 存储芯片龙头企业	75
紫晶存储 —— 领先的光存储科技企业	77
苑东生物 —— 原料制剂一体化的高端化学药生产企业	79
龙软科技 —— 领先的煤矿基础地理信息系统供应商	81
乐鑫科技 —— 国际一流的物联网通信芯片设计企业	83
恒安嘉新 —— “云-网-边-端”通信网络安全领军企业	85
南微医学 —— 国内微创诊疗器械领先企业	87
美迪西 —— 专业的临床前合同研究机构	89
铂力特 —— 领先的金属增材制造解决方案提供商	91
安博通 —— 网络安全行业的上游平台与技术提供商	93
威胜信息 —— 物联网创新龙头企业	95
瀚川智能 —— 智能制造装备，参与全球分工	97
杰普特 —— 深耕激光主业，从零组件到系统化方案	99
热景生物 —— 领先的 POCT 企业	101

晶晨股份：围绕音视频，打造智能芯片技术平台

公司简介及主营产品：晶晨股份成立于 2003 年，是专注于多媒体智能终端 SoC 芯片业务的 IC 设计公司，2018 年机顶盒芯片、智能电视芯片、AI 音视频系统终端芯片营收占比分别为 56%、33%、11%，公司在国内机顶盒芯片领域具备领先优势。

市场空间：分业务看，1) 机顶盒芯片：每台机顶盒均配置 1 颗主芯片，其市场空间取决于下游机顶盒销量。格兰研究数据显示：2017 年国内 IPTV/OTT 机顶盒市场出货量达 8690 万台(包含出口)，4 年 CAGR 为 46%；2017 年全球智能机顶盒销量为 1.6 亿台，4 年 CAGR 为 32.3%。2) 智能电视芯片：根据类型不同，智能电视一般需内置 1~3 颗芯片。前瞻产业研究院测算 2018 年我国智能电视销量达 5856 万台，6 年 CAGR 达 24%；咨询机构 Statista 数据表明 2018 年全球智能电视销量达 2.4 亿台。3) AI 音视频系统终端芯片：目前公司产品主要应用于智能音箱，单台音箱芯片用量为 1 颗。根据 Strategy Analytics 统计 2018 年全球智能音箱出货 8200 万台，同比+152%。

公司竞争力：公司 2016~18 年年均研发支出近 2.8 亿元，研发费用率均超过 15%。在音视频芯片等细分领域有长期积累，拥有 11 项核心技术、47 项专利和 39 项集成电路布图设计。公司各产品线均采用业内领先的 12 纳米工艺，绑定台积电领先产能。公司处于同业第一梯队，2018 年国内 IPTV/OTT 机顶盒芯片市场份额达 32.6%，仅次于海思。

下游应用：公司下游应用领域包括智能机顶盒、智能电视、智能音箱，计划拓展网络摄像机（IPC）和汽车电子领域。营收结构持续优化，2018 年机顶盒芯片营收占比由 2016 年的 81%降至 56%。公司销售模式为“经销为主、直销为辅”，直销大客户包括小米和中兴康讯。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次晶晨股份选择第四条上市标准登陆科创板，拟公开发行股份不超过 4112 万股，募集资金 15.14 亿，主要投向 AI 超清音视频处理芯片项目（2.37 亿）、智能电视芯片升级项目（2.48 亿）、8K 标准编解码芯片升级项目（2.31 亿）、研发中心建设项目（1.98 亿）、发展与科技储备资金（6.00 亿）。

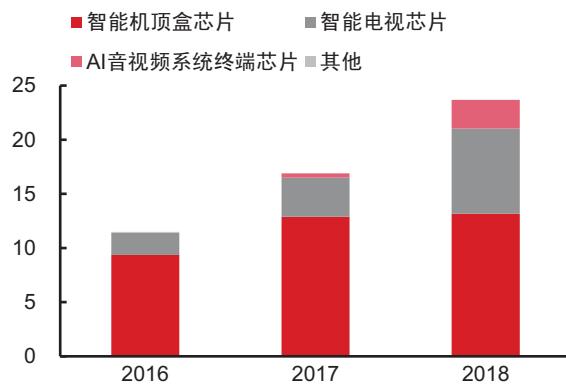
可比公司情况：A 股中下游应用与公司相近的 IC 设计公司主要有国科微、圣邦股份、全志科技，2017 年晶晨股份收入高于可比公司，归母净利润在扣除股权激励费用后处于领先水平。从盈利水平来看，公司毛利率、净利率水平处于行业中下游，2017 年公司毛利率 35.2%、净利率 4.6%（扣除股权激励费用后净利率为 9.9%）。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：上游封测供应商包括长电科技、华天科技，下游客户包括中兴通讯、青岛海尔，间接持有公司股份的公司有 TCL 电子（港股）、小米集团（港股）、华域汽车、新湖中宝、华胜天成、泰达股份。

估值方法建议：刨除 2017 年近 0.9 亿元的股权激励费用后，公司 2017/18 年调整后净利润增速为 130%/68%，处于快速成长期，建议综合使用 PE、PEG 等方式进行估值。

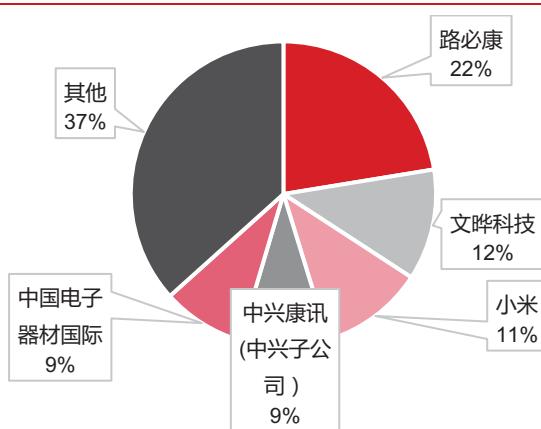
风险因素：IPC 芯片等新品市场拓展不及预期；上游供应商结构过于单一；市场竞争加剧导致芯片价格下跌等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2018 年公司前五大客户情况（按营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部 注：路必康、文晔科技、中国电子器材国际均为经销商

表 1：公司主要产品的市场地位

	市场份额	排名	主要竞争对手
中国 IPTV/OTT 机顶盒芯片市场	32.60%	第二	
中国机顶盒芯片运营商市场	29.40%	第二	海思、中兴、联发科、瑞芯微、全志科技等
中国 OTT TV 机顶盒芯片零售市场	63.25%	第一	
中国智能电视芯片市场	2018 年出货超 2000 万颗		晨星、联发科、三星、联咏、瑞昱、三星、锐迪科、海思
智能音箱芯片市场	合作客户包括百度、小米、若琪、Google、Amazon、JBL、Harman Kardon 等		联发科、高通、英特尔、紫光展瑞、全志、瑞芯微、海思等

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：晶晨股份近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	1,149.53	1,690.49	2,369.07
营业收入增长率 YOY	-	47%	40%
净利润（百万元）	73.02	77.92	282.34
净利润增长率 YOY	-	7%	262%
毛利率	32%	35%	35%
净利率	6%	5%	12%
净资产收益率 ROE	29%	11%	40%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部 备注：ROE 为加权口径

睿创微纳：专注于红外热成像核心技术与产品研发

公司简介及主营产品/业务：睿创微纳成立于 2009 年，实际控制人、董事长、总经理马宏毕业于华中科技大学电子科学与技术专业，博士学历。公司主营业务为红外 MEMS 芯片、探测器、机芯及整机的研发、生产和销售，是一家红外成像整体解决方案提供商，专注于生产非制冷红外探测器、机芯和终端整机。

行业情况：红外成像产品分为军用和民用两个市场，军用市场主要被欧美发达国家企业主导，受发达国家产品普及率高、禁运和技术封锁影响而趋于稳定；民用市场已充分实现市场化竞争。据 Maxtech International 数据：2018 年全球军用红外设备市场约为 88.86 亿美元，2014-2018 年 CAGR +3.3%；民用红外设备市场约为 45.73 亿美元，2014-2018 年 CAGR +10.2%，其中增长最迅速的是个人消费领域。

市场地位：招股书（申报稿）显示：公司具备探测器自主研发能力并实现量产，填补了我国在该领域高精度芯片研发、生产、封装、应用等方面的一系列空白。截至 2018 年底公司拥有研发人员 221 人、占员工的 37.4%，2016~18 年研发投入占营业收入比例分别为 29.78%/17.18%/16.94%，2018 年研发费用绝对值同比+143%。公司产品已经实现销往美国、英国、法国、德国、俄罗斯等 45 个国家或地区。

下游应用/客户及销售模式：公司 2018 年在军用和民用领域的销售收入分别占比 29.58% 和 70.42%。军用领域主要为一般军事应用，包括夜视扫描、精确制导等；民用领域包括安防监控、工业测温和个人消费等。军用产品全部采用直销模式销售；民用产品中，大部分整机采用经销模式，红外热像仪、机芯和小部分整机采用直销模式。公司民用产品的第一大客户为海康威视，2018 年约占总收入的 22.07%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次睿创微纳选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 6000 万股，募投 4.50 亿元，主要投向非制冷红外焦平面芯片技术改造及扩建（2.5 亿元），红外热成像终端应用产品开发及产业化（1.2 亿元），睿创研究院建设（0.8 亿元）。

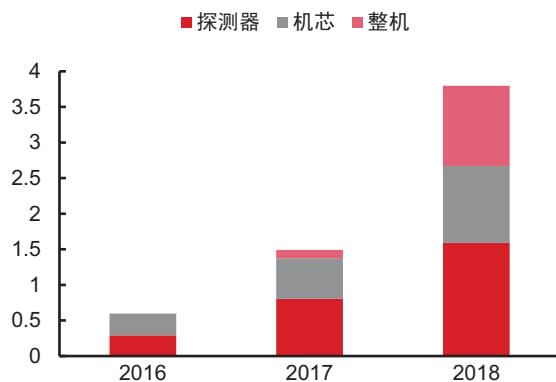
可比公司情况：根据招股说明书（申报稿），可比公司有业务类型接近的高德红外和大立科技等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据招股说明书（申报稿）及其它公开信息，公司上游原材料供应商包括舜宇光学（供应商），下游客户包括海康威视等。业务相近的上市公司为高德红外（同类企业）、大立科技（同类企业）。

风险因素：技术与产品研发风险，核心技术人员流失风险，贸易环境变化风险，军工业务向民营资本开放相关政策变化的风险等。

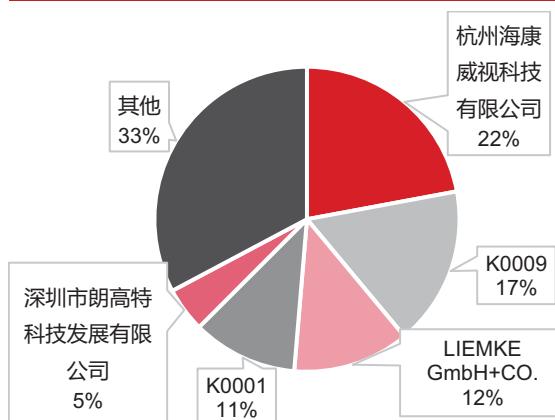
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：2018 年公司前五大客户情况（按营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：公司主要上市可比公司对比

	红外产品销量（台）		专利等知识产权情况	研发人员数量	最高性能非制冷探测器产品情况
	2016	2017			
睿创微纳	5,270	19,869	截至 2018 年末，已获授权专利共计 87 项（其中发明专利 41 项、实用新型专利 24 项、外观设计专利 22 项）、14 项集成电路布图设计权以及软件著作权 37 项	截至 2018 年末，公司拥有研发人员 221 人，占员工总数比例为 37.39%	阵列规模 1280×1024、像元尺寸：12 微米、NETD<40mK、工作帧频：30Hz
高德红外	8,352	16,527	截至 2017 年末，拥有 151 项专利权（其中发明专利 61 项、实用新型专利 66 项，外观设计专利 24 项），63 项著作权和 6 项集成电路布图专有权	截至 2017 年末，拥有研发人员 725 人，占员工总数比例为 26.23%	阵列规模 640×512、像元尺寸 12 微米、NETD≤40mK
大立科技	6,004	7,429	截至 2017 年末，已取得发明专利 19 项，实用新型 4 项，外观专利 4 项	截至 2017 年末，拥有研发人员 227 人，占员工总数比例为 16.95%	阵列规模 1280×1024、像元尺寸 15 微米、NETD=60mK、帧频≤60Hz

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：睿创微纳近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	60.25	155.72	384.10
营业收入增长率 YOY	-	158%	147%
净利润（百万元）	9.72	64.35	125.17
净利润增长率 YOY	-	562%	95%
毛利率	67%	67%	60%
净利率	16%	41%	33%
净资产收益率 ROE	5%	21%	28%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

备注：ROE 为摊薄口径

天奈科技：锂电池碳纳米管导电剂行业龙头

公司简介及主营产品/业务：天奈科技成立于 2001 年，由郑涛为代表的电池及新材料领域专业人士创建，目前已成为全国领先的碳纳米管企业（碳纳米管导电浆料市场份额超过三分之一，中国最大的碳纳米管生产企业）。

市场空间：2018 年，我国新能源汽车产销量超过 127 和 125.6 万辆，动力电池装机量 57GWh，同比增长 57%。到 2020 年和 2025 年，预计中国新能源汽车总产量有望分别超过 210 和 600 万辆，对动力电池需求分别达到 100GWh（两年复合 GAGR 超+32%）和 330GWh（两年复合 GAGR 超+27%）。动力电池需求增长带动未来高性能导电剂碳纳米管导电浆料需求高增。根据高工锂电统计预测，2018 年中国动力锂电池用碳纳米管导电浆料市场产值达到 8.5 亿元，同比增长 19.1%。预计 2020 年增速可超过 50%，市场产值近 20 亿。预计 2023 年，市场产值超 30 亿，未来五年复合增长率 32%。

公司竞争力和市场地位：在碳纳米管制备技术方面，公司国际领先，其纳米聚团流化床宏量制备纳米管的方法已在世界范围申请专利，并获教育部自然科学一等奖。在产品性能方面，公司行业领先，公司的第二代碳纳米管管径可控制在 7-11nm，长度在 5-20nm，纯度 99.9%，进一步提高性能的第三代产品已实现量产。在研发能力方面，公司创始团队技术背景深厚，研发实力较强，研发支出保持稳定增长。在市场地位方面，公司是中国最大的碳纳米管生产企业，碳纳米管导电浆料市场份额超过三分之一。

下游客户及销售模式：在锂电池领域，公司主要客户涵盖比亚迪、ATL（新能源科技）、CATL（宁德时代）、天津力神、卡耐新能源等国内一流锂电池生产企业，并建立长期良好合作关系。在导电塑料领域，公司已经和 SABIC、Total、Clariant 和 Polyone 等知名国际化工企业展开合作。在芯片制造领域，公司与美国 Nantero 公司开始展开合作。比亚迪、ATL 等优质客户占比不断提升，有望稳定公司销售业绩。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次天奈科技选择第一条上市标准登陆科创板，拟发行不少于 5796 万股，募集资金 8.7 亿元，公司募集资金主要用于“年产 3000 吨碳纳米管与 8000 吨导电浆料及年收集 450 吨副产物氢项目”、“石墨烯、碳纳米管与副产物氢及相关复合产品生产项目”和“碳纳米材料研发中心建设项目”三个项目，总投资 10.3 亿元，其中拟 8.7 亿元来自于募集资金。

可比公司情况：公司经营属于锂电池的辅助材料，市场空间相对较小，因此收入、利润规模相对较小。在与行业内公司比较中，公司在纳米导电剂方面具有巨大优势，2018 年营业收入（3.25 亿元）远高于同类企业纳米导电剂业务的收入（道氏技术 1.13 亿元，德方纳米 0.36 亿元）。

A 股产业链上下游龙头企业及相关影子股：

A 股新能源产业链龙头企业：宁德时代（下游企业）、比亚迪（下游企业）、天津力神（下游企业）、卡耐新能源（下游企业）

影子股：新宙邦（参股天奈科技，占比 3.95%），大港股份（参股天奈科技，占比 0.88%）。

估值方法建议： PE 法/PEG 法。公司属于锂电池材料加工制造环节，商业模式较为成熟，可采用传统的 PE 估值法，公司所处赛道为高速成长的锂离子电池行业，因此可以采用 PEG 法作为补充。

风险因素： 新能源汽车市场需求不及预期；新能源汽车政策波动；碳纳米管导电浆料替代进度不及预期；碳纳米管导电浆料存在被替代风险等。

图 1：公司主营业务分产品收入（万元）



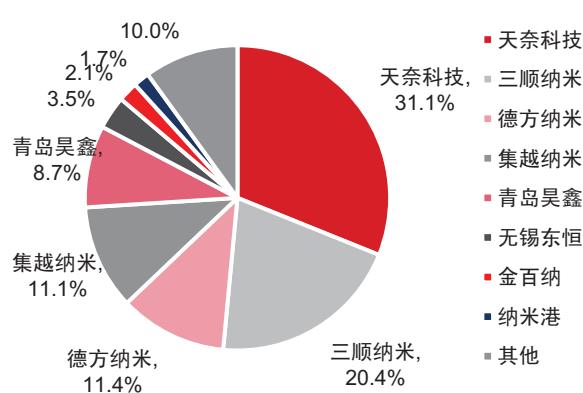
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区收入（万元）



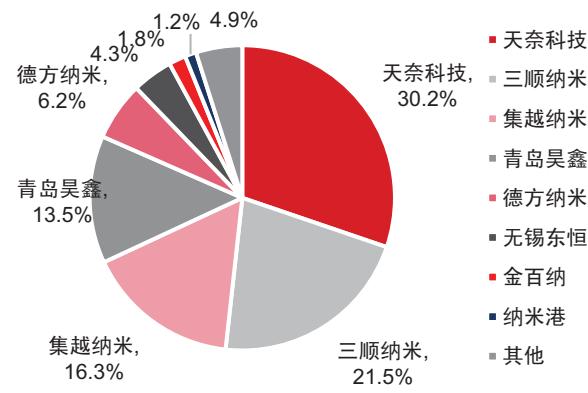
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 3：2017 年中国碳纳米管导电浆料竞争格局（出货量）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 4：2018 年中国碳纳米管导电浆料竞争格局（出货量）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：天奈科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（万元）	13,381	30,796	32,759
营业收入增长率 YoY	-	130%	6%
净利润（万元）	975	-1,480	6,745
净利润增长率 YoY	-	-252%	-
毛利率	49.1%	42.1%	40.4%
净利率	7.3%	-4.8%	20.6%
净资产收益率 ROE	6.7%	-6.2%	11.6%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

江苏北人：高速成长的智能制造新锐

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2011 年，是以焊接为核心的机器人系统集成商，主要提供工业机器人自动化生产的系统集成整体解决方案。主营业务涉及柔性智能化工作站和生产线的研发、设计、生产等。经过多年发展，公司在汽车金属零部件柔性自动化焊接领域积累了丰富经验，业务也逐渐向航空航天、军工、船舶、重工等高端装备制造领域拓展。

市场空间：中国为全球第一大工业机器人市场。2017 年中国机器人销量 13.8 万台，占全球总销量的三分之一以上，份额超欧美之和。中国工业机器人处于高速发展阶段，2013-2017 年 CAGR 达 39%，按照 40%的工业机器人应用于汽车和金属加工行业预计，预计 2019 年我国相关领域工业机器人系统集成市场规模约为 105 亿美元。

公司竞争力和市场地位：公司依靠自身的技术实力和项目经验积累，已在国内工业机器人系统集成及智能装备行业占据一席之地，尤其在汽车金属零部件柔性自动化焊接和高端装备制造业智能化焊接领域拥有突出的竞争优势。近年来公司依托在汽车零部件焊接的技术优势，进行了多方面应用拓展，横向从汽车零部件焊接延伸至航天、工程机械、重工等领域自动化焊接应用。纵向从焊接延伸至冲压、激光焊、视觉检测领域。

下游客户及销售模式：因客户需求差异较大，为满足客户个性化需求，呈现出非标准化和定制化特点，公司一般采取直销模式。机器人汽车零部件焊接应用是公司主要收入来源，2018 年占比近 88%。汽车领域方面，公司依托上汽集团、上海联明等大客户，份额不断提升。非汽车领域方面，近年来公司拓展如上海航空发动机、卡特彼勒等大客户，并取得较好的发展成绩。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次江苏北人选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 2934 万股，募投 3.6 亿，主要投向智能化生产线项目（2.2 亿）、研发中心项目（0.7 亿）、补充流动资金（0.7 亿）领域。

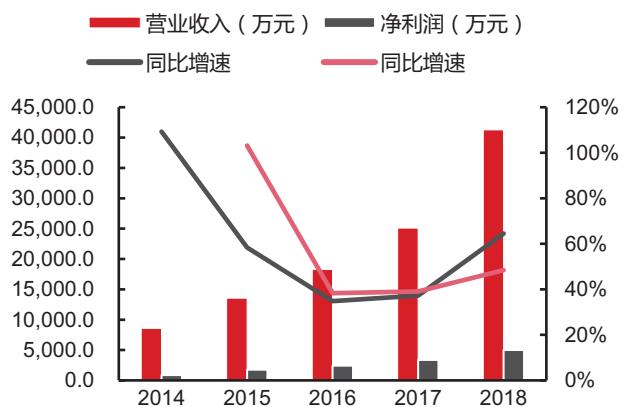
可比公司情况：基于所处行业、产品应用领域的相似性，选择华昌达（300278.SZ）、克来机电（603960.SH）、三丰智能（300276.SZ）、天永智能（603895.SH）四家上市公司作为可比公司。2018 年公司毛利率达 24.9%，净利率达 12.1%，与行业可比产品平均毛利率基本持平，2018 年公司管理费用率 6.7%，销售费用率 1.5%，处于行业中上水平。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：A 股机器人产业链龙头公司包括机器人（300024.SZ）、埃斯顿（002747.SZ）、汇川技术（300124.SZ）、拓斯达（300607.SZ）。

估值方法建议：参考已上市的机器人企业估值方法，建议对公司采用 PE 估值方法。

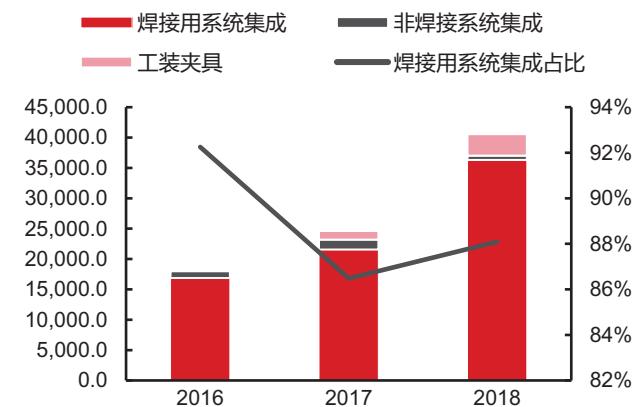
风险因素：汽车行业景气度下降，客户集中度高，市场竞争加剧等风险。

图 1：公司营业收入及净利润情况



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司收入分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：江苏北人近三年报表主要财务指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	18,275.88	25,084.23	41,262.45
同比	34.81%	37.25%	64.50%
净利润（万元）	2,428.88	3,405.00	4,841.49
同比	38.30%	40.19%	42.19%
净利率	13.29%	13.47%	12.15%
毛利率	26.15%	25.58%	24.87%
ROE	31.32%	18.22%	17.90%

资料来源：Wind，中信证券研究部

利元亨：领先的锂电后道设备供应商

公司简介及主营业务：利元亨成立于2014年11月，主营业务为智能制造装备的研发、生产及销售，为锂电池、汽车零部件、精密电子、安防等行业提供高端装备和工厂自动化解决方案。

行业发展与市场空间：2015年以来，新能源汽车市场高速发展，带动中国动力电池市场保持高速增长趋势。2012年以来，随着市场对高品质电芯需求的增长，迫使锂电池生产厂商采用大规模高精度的自动化生产模式，国产锂电生产设备的技术精度、自动化程度大幅提高，带动整个锂电制造设备市场规模的快速扩大，2017年国内设备市场规模接近160亿元，2017、2018年公司锂电设备收入分别同比增长108%和74%。据GGII调研统计，2017年中国动力电池市场销量同比增长44%，达44.5GWh，预计到2020年动力电池销量将突破140GWh。

公司竞争力和市场地位：公司拥有512名研发技术人员，其中本科学历以上302人，并与华中科技大学、中科院深圳先进技术研究院、广东省智能制造研究所、广东华中科技大学工业研究院、中国北方车辆研究所等高校或研究所进行“产、学、研”合作。公司是国内锂电池制造装备行业领先企业之一，已与新能源科技、宁德时代、比亚迪、力神等知名厂商建立了长期稳定的合作关系。在电池检测环节，公司容量化成测试一体设备达到行业领先水平，同时公司是具备动力电池电芯装配、电池模组组装及箱体Pack整线智能成套装备研发制造能力的少数厂商之一。

下游应用/客户/市场：公司销售为全直销模式，与客户直接进行技术洽谈、合同签订、产品交付、产品验收及货款结算。在签署订单、发货时收一笔占订单金额40%-60%的预收款，验收后合计收取订单金额的80%-90%，验收后12个月收取订单金额10%质保金。

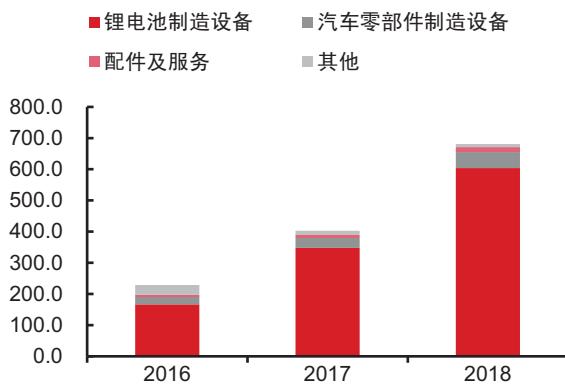
拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次利元亨选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行2000万股，占发行后总股本的25%，募投7.45亿，主要投向工业机器人智能装备生产项目（5.6亿），工业机器人智能装备研发中心项目（1.28亿），补充流动资金（0.5亿）。

可比公司情况：A股上市公司中，同样处于锂电池设备的企业包括先导智能、赢合科技、科瑞技术、杭可科技。公司产品以电池检测设备为主，电芯装配和电池组装设备为辅；先导智能产品以电芯装配设备为主，电池检测和电池组装设备为辅；赢合科技产品以电芯制造和电芯装配设备为主，电池组装设备为辅；科瑞技术和杭可科技的产品以电池检测设备为主。2018年公司研发投入占营业收入比例为11.50%，与可比公司相比，公司研发费用率处于较高水平。

估值方法建议：参考上市的锂电设备企业估值方法，建议对公司采用PE估值法。

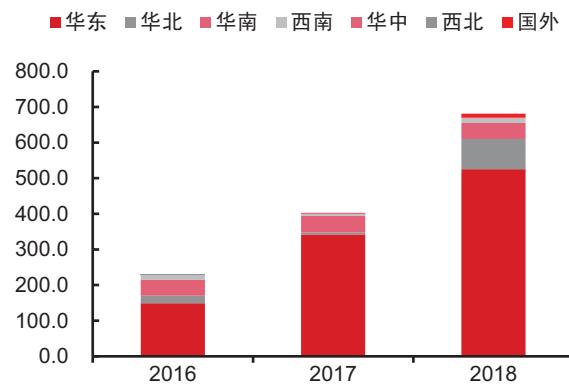
风险因素：下游行业增速放缓或下滑风险，销售集中风险，技术升级和产品更新换代风险，新技术、新产品研发失败风险，研发、设计人员流失风险，关键技术被侵权风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：利元亨近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	228.9	402.6	681.3
同比	-	75.8%	69.2%
净利润（百万元）	12.6	41.5	129
同比	-	229.9%	210.2%
毛利率	30.6%	41.7%	41.6%
净利率	5.5%	10.3%	18.9%
ROE	106.7%	51.4%	30.6%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

容百科技：专注高镍三元正极材料

公司简介及主营产品：宁波容百新能源科技股份有限公司（简称“容百科技”）是一家从事锂电池正极材料专业化研发与经营的高新技术新能源材料企业。主要产品包括三元正极材料及其前驱体。三元正极材料主要用于锂电池的制造，下游应用于新能源汽车动力电池、储能设备及电子产品等领域。三元前驱体是生产三元正极材料的中间体，公司生产的前驱体除自用外，部分对外销售。

行业情况：根据高工锂电数据，2018 年我国锂电池出货量 102GWh。2018 年我国锂电正极材料市场总产值 535 亿元，同比增长 27.7%；其中 NCM 三元正极材料的市场规模 230 亿元，同比增长 33%。

市场地位：招股书（申报稿）显示：公司 2016 年率先突破并掌握高镍三元正极材料的关键工艺技术，2017 年成为国内首家实现 NCM811 材料大规模量产的企业。公司 NCM811 产品的技术水平和生产规模均处于全球领先地位。凭借在单晶和高镍材料领域的优势，公司跻身世界三元正极材料的第一梯队。

下游客户：公司下游客户为锂电池生产企业（主要为动力电池生产企业）。根据公司招股说明书内容，2018 年公司下游第一大客户为天津力神，销售额为 6.4 亿元，占营收比例为 19.6%，其余客户比克、CATL、比亚迪和 ATL 占比分别为 12.1%、6.9%、6.6% 和 6.2%，前五大客户合计占比为 52.8%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次公司选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 4,500 万股人民币普通股（A 股），募集资金总额将根据实际发行数量及发行价格确定。本次募集资金主要投向 2025 动力型锂电材料综合基地一期项目建设（12 亿元）和补充营运资金（4 亿元）。

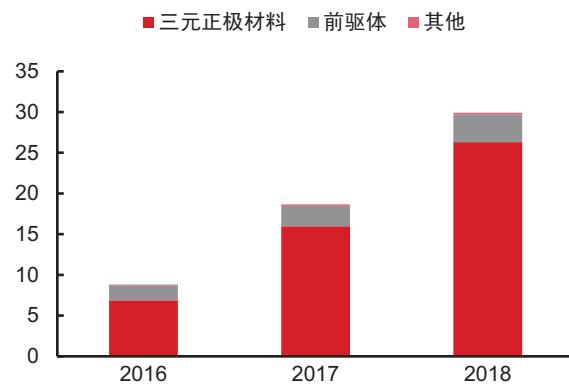
可比公司情况：公司的可比公司为国内从事锂电正极材料（主要为三元正极材料）生产的企业，上市公司包括当升科技、厦门钨业、杉杉能源等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游为钴锂原料和前驱体供应商，龙头公司为天齐锂业、华友钴业、格林美；下游为锂电池生产企业，龙头公司为宁德时代；业务最相近的上市公司为当升科技（主营业务均为三元正极材料）。

风险因素：行业技术路线变更或新品开发风险；产业政策变化风险；市场竞争加剧导致毛利率下滑风险；原材料供应风险；应收账款占比高和经营现金流净额为负的风险等。

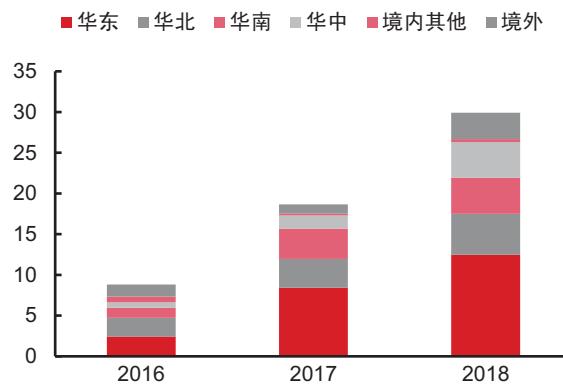
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：公司主要产品情况

产品	2018 年销量	2018 年国内市场份额	主要竞争对手
三元正极材料	13602 吨	10%	当升科技、厦门钨业、长远锂科、杉杉能源、振华新材
前驱体	2566 吨	1.20%	格林美、中伟新材、湖南邦普、长远锂科

资料来源：公司招股说明书（申报稿），高工锂电，鑫椤资讯

表 2：容百科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	885.19	1878.73	3041.26
营业收入增长率 YoY		112.24%	61.88%
净利润（百万元）	6.88	31.13	212.89
净利润增长率 YoY		352.63%	583.92%
毛利率	12.10%	14.81%	16.62%
净利率	0.63%	1.45%	6.94%
净资产收益率 ROE	3.17%	3.86%	8.51%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

和舰芯片：国内技术先进的晶圆制造企业

公司简介及主营业务：公司是台湾晶圆厂商联华电子在大陆的子公司，于 2003 年正式投产，目前月产量达 6 万片，员工逾 2000 人。公司提供从 0.5 微米至 28 纳米的主流逻辑、混合信号、嵌入式非易失性存储器、高压及影像传感器工艺，亦可提供从设计服务、掩膜版制作、晶圆生产到封装测试等专业的一站式生产服务。代工产品以消费与汽车、工业电子为主，涵盖液晶驱动、微处理器、电源管理、指纹辨识、智能卡等。

市场空间：根据 IC Insights 资料显示：2017 年全球整体晶圆代工销售额为 623.1 亿美元、同比增长 8%，2018 年突破 710 亿美元、同比增长 5%。根据 WSTS 数据，2017 年中国大陆半导体销售额已占全球的 31.9%。

公司竞争力和市场地位：公司为全球少数完全掌握 28nm Poly-SiON 和 HKMG 双工艺方法的晶圆制造企业之一。拥有完整的 28nm、40nm、90nm、0.11μm、0.13μm、0.18μm、0.25μm、0.35μm、0.5μm 工艺技术平台，可满足市场上主要应用产品的需求，制程效能与良率达到世界先进水平。根据中国半导体协会统计数据：公司 2017 年实现销售额 33.60 亿元，在中国半导体制造十大企业中位列第八位。

下游客户：2018 年公司前五大客户分别为联发科（14.66%）、紫光集团（13.27%）、联咏（12.69%）、矽力杰（12.26%）和联华电子（7.17%），客户中联发科、联咏为中国台湾厂商。2016/2017/2018 前五大客户占比分别为 61.67%/64.20%/60.06%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次和舰芯片选择第四条上市标准登陆科创板，拟公开发行 4 亿股，募集资金 25 亿元，主要投向产能扩充项目（20 亿）、流动资金补充（5 亿），公司计划新增 8 英寸晶圆产能 32 万片/年。

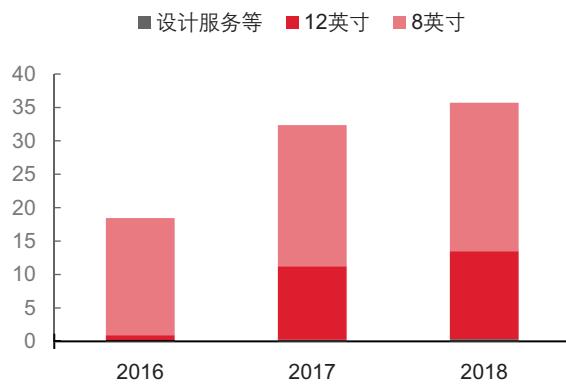
可比公司情况：同类晶圆代工企业中，台积电技术及规模优势明显，中芯国际深耕指纹识别、电源管理等领域，华虹半导体的核心竞争力在于智能卡及 IGBT 等功率器件。和舰芯片在 eNVM、电源管理、RF CMOS、CIS 等方面具备较强的竞争力。公司 2018 年营收 36.90 亿元；母公司毛利率 32.42%，高于中芯国际，略低于华虹半导体。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据招股说明书（申报稿），公司上游 IC 设计企业包括汇顶科技、中颖电子、紫光国微（参股紫光同创）等。业务类型近似的上市公司包括中芯国际（港股）、华虹半导体（港股）。

估值方法建议：公司主营晶圆代工制造，属重资产型行业，且先进制程初期高折旧影响企业盈利，针对当前，建议侧重于从业务规模进行评估，市净率 P/B 法和市销率 P/S 法估值具有一定的代表性。鉴于公司未来业绩有提升空间，当公司实现扭亏为盈后亦可考虑采用 PE 法、PEG 法进行估值。

风险因素：境外股东向境内投资或技术转让的法律法规发生变化的风险，市场竞争风险，知识产权风险，产能利用率下降风险，汇率波动及出口业务风险，原材料供应风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2018 年公司前五大客户情况（按营收占比）

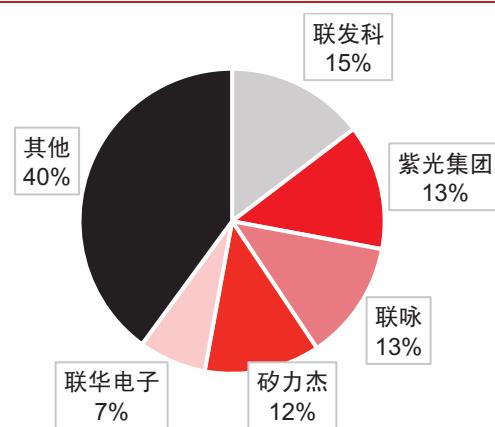

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部
注：联华电子为母公司

表 1：2017 年中国半导体制造十大企业销售排名

排名	企业名称	销售额（亿元）	市占率
1	三星（中国）半导体有限公司	274.4	18.95%
2	中芯国际集成电路制造有限公司	210.5	14.54%
3	SK 海力士半导体（中国）有限公司	130.6	9.02%
4	英特尔半导体（大连）有限公司	121.5	8.39%
5	上海华虹（集团）有限公司	94.9	6.55%
6	华润微电子有限公司	70.6	4.88%
7	台积电（中国）有限公司	48.5	3.35%
8	和舰芯片制造（苏州）股份有限公司	33.6	2.32%
9	西安微电子技术研究所	27.0	1.86%
10	武汉新芯集成电路制造有限公司	22.2	1.53%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：和舰芯片近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	1,877.64	3,359.89	3,694.03
营业收入增长率 YOY	-	79%	10%
净利润（百万元）	-1149.39	-1266.78	-2601.89
净利润增长率 YOY	-	-	-
毛利率	20%	-19%	-35%
净利率	-61%	-38%	-70%
净资产收益率 ROE（加权）	-3.63%	1.76%	0.69%

资料来源：Wind，中信证券研究部

安翰科技：打造国产胶囊胃镜机器人

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2009 年，聚焦消化道系统健康，主营“磁控胶囊胃镜系统”机器人的自主研发、生产、销售及服务，是全球首家获得 CFDA 核发的“磁控胶囊胃镜系统”三类医疗器械注册证的公司。公司在“磁控胶囊胃镜系统”机器人产品方面拥有自主知识产权，技术涵盖精准磁控、专用芯片、人工智能、智能制造、微光学成像、图像处理、无线传输等多个领域，是行业领先的高端医疗器械研发和生产企业。

市场空间：内窥镜应用十分广泛，目前已覆盖消化内科、呼吸科、普外科、耳鼻喉科、骨科、泌尿外科、妇科外科等。根据中国报告网的数据，2017 年全球医用内窥镜市场规模 350 亿美元，预计 2019 年达 400 亿美元。中国开展内窥镜检查及微创治疗的时间较晚，但普及速度十分快。根据前瞻产业研究院的数据，2017 年中国医用内窥镜市场规模 156 亿元，预计 2019 年达 246 亿元。

公司竞争力和市场地位：公司研发的“磁控胶囊胃镜系统”机器人是目前全球最早取得 CFDA 核发的“磁控胶囊胃镜系统”三类医疗器械注册证并量产投入市场的磁控胶囊胃镜产品，目前已进驻我国数百家医疗机构并在中国、法国、匈牙利和阿联酋等地产生销售收入，也已在英国等地开展临床研究和验证。公司产品核心器件具有较高技术含量且为自主研发，积累了大量临床数据，具有研发优势。

下游应用/客户及销售模式：公司产品主要围绕消化道系统、依托现有技术平台，从诊断到治疗到健康管理逐步覆盖。公司向公立医疗机构销售胶囊及设备一般采用经销模式，对民营体验机构一般采用直销模式。公司大客户为美年大健康产业集团公司及其加盟店，营收占比达 70% 以上。

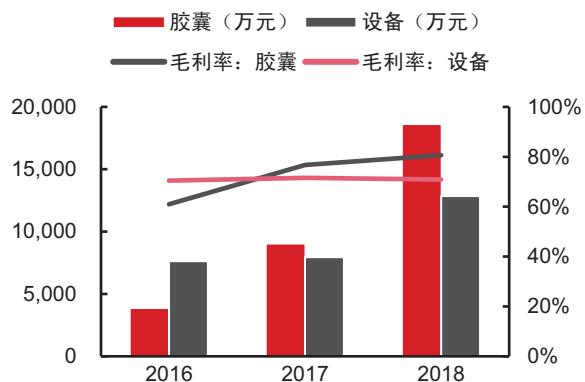
拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次安翰科技选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 4000 万股，募投 12 亿，主要投向互联网医院平台及营销网络建设项目（1.8 亿）、消化道胶囊武汉生产基地升级建设项目（5.0 亿）、人工智能与健康医疗大数据平台研发项目（3.5 亿）、补充营运资金（1.6 亿）领域。

可比公司情况：选取主营业务为创新医疗器械且产品与业务模式类似的企业作为可比公司，包括开立医疗（300633.SZ）、迈瑞医疗（300760.SZ）、万东医疗（600055.SH）、正海生物（300653.SZ）。相较于可比公司，公司研发费用率较高，2018 年为 24.9%；公司盈利能力较强，2018 年毛利率达到 76.7%；公司销售费用率较低，2018 年为 16.4%。

估值方法建议：参考医疗器械企业的估值方法，建议对公司采用 PE 估值方法。

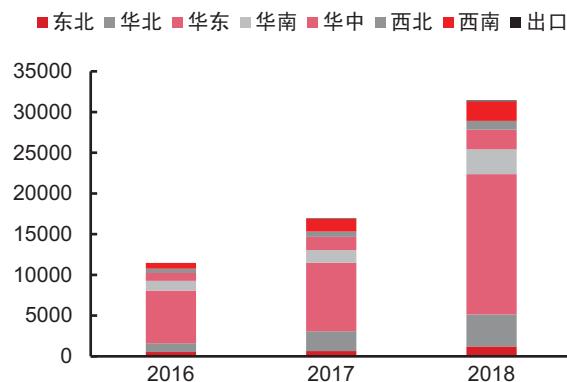
风险因素：客户集中、产品单一、研发技术落后、经销商管理等风险。

图 1：公司收入及毛利率分产品构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司收入分区域构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司近三年主要财务指标

	2016	2017	2018
营业收入 (万元)	11,502.19	17,216.69	32,247.75
同比		49.68%	87.31%
净利润 (万元)	2,862.42	-1,033.78	6,594.19
同比		-136.12%	737.87%
毛利率	67.31%	74.42%	76.69%
净利率	24.89%	-6.00%	20.45%
ROE	20.24%	-2.87%	9.33%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

科前生物：研发和盈利能力领先的猪用市场苗企业

公司简介及主营产品/业务：科前生物成立于 2001 年，由陈焕春院士为代表的数位畜禽疫病专家成立，目前已成为全国领先的猪用市场化疫苗（猪苗占比超 95%，市场化疫苗占比超 99%）企业，旗下伪狂犬疫苗等多款猪苗产品国内市占率领先。

市场空间：据中国兽药协会统计，2017 年我国动物疫苗行业规模 133 亿元，近 9 年复合增速 11%，其中，猪用疫苗 53 亿元，近 9 年 CAGR 11.3%。长期来看，疫苗市场持续受益于养殖规模化推动带来的市场苗渗透率的提高。据测算，2017 年我国生猪头均疫苗费用不足 8 元，同期温氏、牧原股份平均疫苗费已经达到 40 元，以此参照，我国猪用疫苗市场有将近 4 倍左右的成长空间，结合其余疫苗种类，整体估计疫苗市场规模有 2 倍上升空间（由于养殖规模化基本完成，家禽疫苗市场较为稳定；牛羊仍处于规模化早期，疫苗增长较慢）

公司竞争力：公司团队由陈焕春院士领衔，多个高管均具备兽医从业经历和高知背景，且借助华中农业大学的资源，公司有效地进行合作研发，推动产品的市场化。目前公司已形成了以伪狂犬为中心的系列产品解决方案，根据公告信息，通过不断研发投入，公司还拥有丰富的在研产品储备。

销售模式：公司销售模式以市场化疫苗为主，政府采购疫苗占比不到 1%。市场化疫苗销售中，经销占比将近 55%。随着大规模场近年来加速扩栏，前五大客户销售占比增加明显，公司直销占比也由 2016 年的 36% 增长至 2018 年的 45%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次科前生物选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 1.2 亿股，募投 17.9 亿元，主要投向产能扩建（8.7 亿元）、工艺提升（2.9 亿元）、研发升级（1.4 亿元）、营销网络搭建（1.3 亿元）、信息化建设（0.4 亿元）、科研项目立项（1.8 亿元）、流动资金补充（1 亿元）领域。

可比公司情况：同类上市公司中，科前生物收入仅次于生物股份和瑞普生物（禽苗为主），归母净利仅次于生物股份。从盈利水平来看，科前股份毛利率、净利率水平在动物疫苗行业居第一，2017 年公司毛利率 85%，净利率 51%；管理费用率、销售费用率连续两年行业最低，2017 年公司管理费用率 4.89%，销售费用率 13.61%。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：同类上市公司有生物股份、海利生物、普莱柯、中牧股份、天康生物、瑞普生物等，均为生产销售动物疫苗的公司。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向下游养殖企业，采用传统 PE 估值法即可，考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 作为补充。

风险因素：疫情风险（如非洲猪瘟等全国范围的疫情对生猪存栏的影响等），销量不达预期风险，价格不达预期风险（如市场竞争加剧带来销售均价的下滑）、新产品上市不及预期（如新兽药获批时间过长等）等。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）

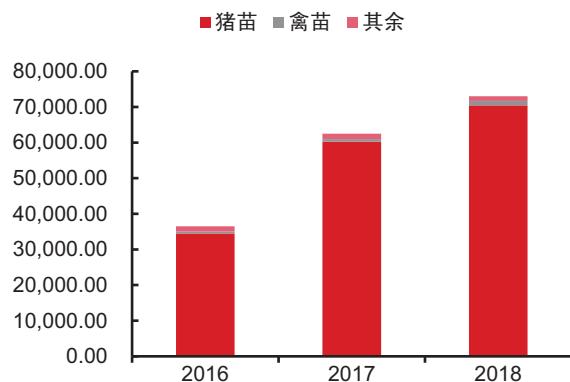
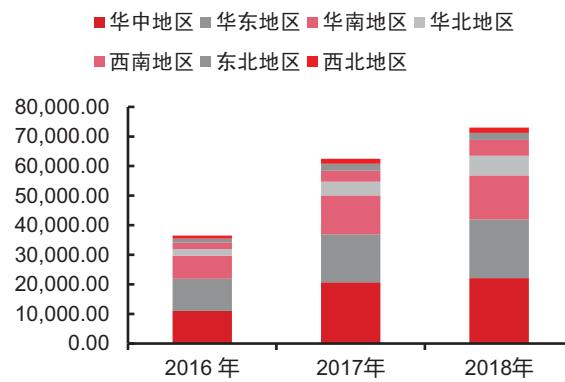


图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司主要产品市占率

产品名称	2016	2017		
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
猪伪狂犬病活疫苗	29.06%	1	28.92%	1
猪乙型脑炎疫苗	29.69%	1	30.98%	1
猪细小病毒疫苗	22.43%	1	30.46%	1
猪胃肠炎、腹泻二联疫苗	—	—	13.22%	2
猪支原体肺炎疫苗	13.88%	2	19.81%	2
猪圆环疫苗	5.15%	7	6.03%	4

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：科前生物近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	390.40	632.83	735.30
营业收入增长率 YOY	-	62.10%	16.19%
净利润（百万元）	186.16	320.32	388.97
净利润增长率 YOY	-	72.07%	21.43%
毛利率	79.00%	84.47%	84.42%
净利率	47.69%	50.62%	52.89%
净资产收益率 ROE	57.33%	59.55%	50.22%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

贝斯达：研发投入持续的磁共振领先企业

公司简介。贝斯达成立于 2000 年，专注于大型医学影像诊断设备的研发、生产和销售，产品包括磁共振成像系统、医用 X 射线设备、彩色超声诊断系统、核医学设备、医疗信息化软件等五大系列近四十款产品。公司是国产磁共振成像系统的领军企业，2018 年公司营业收入和归母净利润分别为 4.71 亿元和 1.08 亿元，同比分别增长 13.49%、4.64%，其中磁共振收入 2.98 亿元，同比增长 28.59%，占比整体营业收入的 65.81%。

行业情况。受益于老龄化、分级诊疗、鼓励社会资本办医及国产医疗器械的技术升级，我国医学影像行业正处于快速发展期。2013-2017 年我国磁共振成像系统市场保持高速增长，年复合增长率达到 17.31%，保有量从 4376 台增长到 8287 台（不含军队），考虑到目前我国每百万人口磁共振成像系统的拥有量仅 6.2 台，远低于欧美日等发达国家，随着国产产品综合性能的优化升级以及鼓励进口替代政策的落地，未来我国磁共振市场有望继续保持较快增长。

公司竞争力。公司的主要核心技术人员曾参与了我国上世纪九十年代第一代自主知识产权的电磁型磁共振设备研发，是我国最早从事核磁共振研发的技术团队之一，长期从事大型医学影像诊断设备的研发，基础理论功底扎实，工程实践经验丰富。从市场排名来看，2017 年公司的磁共振成像系统产品市场销量排名国产品牌第二位，市场保有量排名国产品牌第二位，其中公司永磁型 MRI 设备销量在市场全部品牌中排名第一位。

销售模式。目前公司的终端客户主要以民营医院、中小医院为主，销售上公司采取“直销和经销相结合，直销为主”的模式，2016-2018 年公司通过直销模式实现的收入占主营业务收入的比例分别为 64.75%、60.47% 和 61.43%。目前公司已搭建起覆盖全国的直销网络，市场覆盖国内所有省、自治区、直辖市的近 2000 家医疗机构。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途。此次贝斯达选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 4500 万股，募投总额约 3.38 亿元，扣除发行费用后将按轻重缓急顺序投资以下项目：（1）高性能医学影像设备扩能项目，募投 1.75 亿元；（2）高性能医疗设备关键部件研发及产业化项目，募投 8063 万元；（3）研发中心建设项目：2207 万元；④补充营运资金：6000 万元。公司募投项目均围绕主营业务开展。

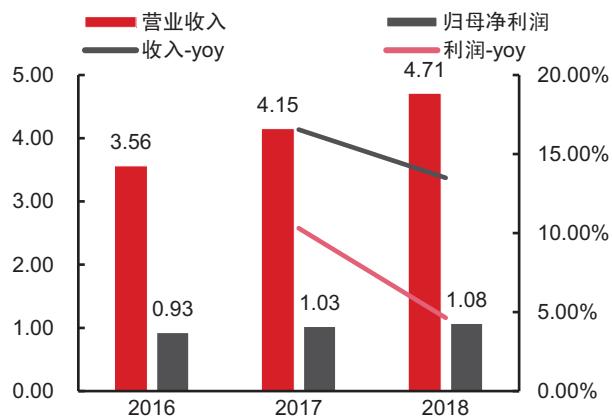
可比公司情况。已上市公司中，与公司主营业务较为可比的主要有万东医疗（X 射线设备、磁共振成像系统），2017 年公司收入规模不足万东医疗的 50%，净利润基本与其相当。2017 年公司毛利率为 47.13%，高出万东医疗 5.79 个百分点；费用率角度，2017 年公司的销售和管理费用率分别为 11.37% 和 7.35%，分别较万东医疗低 6.02 和 1.05 个百分点；研发投入角度，2017 年公司研发费用率为 6.16%，较万东医疗低 0.79 个百分点。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：A 股有以下公司与贝斯达主营业务相关：万东医疗（X 线、磁共振）、迈瑞医疗（DR、超声）、新华医疗（X 线）等。

风险因素：应收款项回收风险、技术升级及新产品开发风险、竞争加剧价格下降风险、经营性现金流量净额较低的风险等。

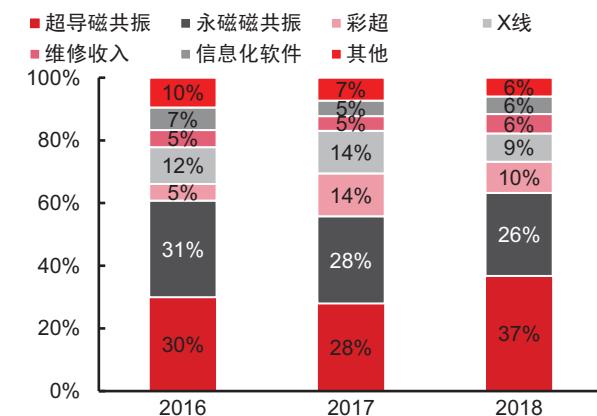
估值方法建议：公司已有稳定净利润和现金流，选取可比公司估值或 DCF 均可，可比公司建议选取 A 股影像设备类相关公司。

图 1：2016-2018 年公司营业收入、净利润（亿元）及增速



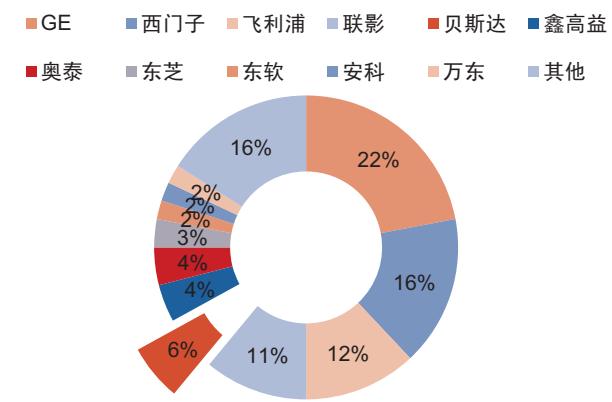
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2016-2018 年公司主营业务结构占比（%）



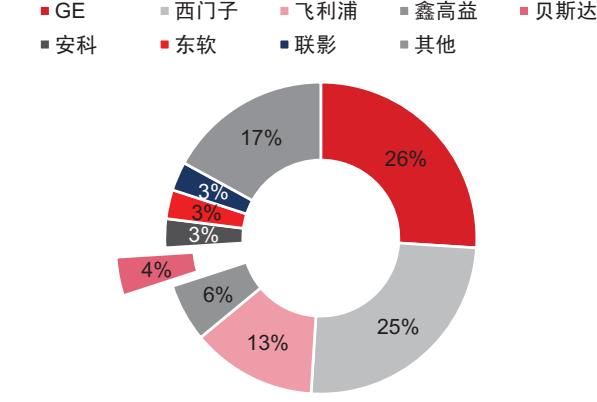
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 3：2017 年我国 MRI 设备市场销量分布（分品牌）



资料来源：中国医学装备协会，公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 4：我国 MRI 设备保有量品牌分布情况



资料来源：中国医学装备协会，公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：贝斯达 2016-2018 年主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	356	415	471
营业收入 YOY (%)	14.19%	16.55%	13.49%
净利润（百万元）	93	103	108
净利润 YOY	12%	10%	5%
毛利率	46.60%	47.13%	46.81%
净利率	26.19%	24.79%	22.86%
净资产收益率 ROE	12.34%	9.71%	9.22%

资料来源：Wind，中信证券研究部

虹软科技：领先的视觉人工智能算法供应商

公司简介及主营产品/业务：虹软科技成立于 2003 年，是计算机视觉行业领先的算法服务提供商及解决方案供应商。公司将领先的计算机视觉人工智能技术商业化应用在智能手机、智能汽车、智能家居、智能零售、互联网视频等领域，其中智能手机视觉解决方案是公司最主要的收入来源，2018 年占总营收的 96.57%。

市场空间：根据中商产业研究院数据，2017 年中国视觉人工智能市场规模达到 41.0 亿元，较 2016 年增长 259.6%。随着视觉人工智能技术的逐渐成熟及应用领域的逐步扩大，预计 2020 年中国视觉人工智能市场规模将进一步扩大，达到 755.5 亿元。视觉人工智能可以落地的商业场景广阔，能够有效解决应用行业的痛点，市场发展空间巨大。

公司竞争力和市场地位：经过多年在技术、专利和人才方面的积累，公司已全面掌握了视觉人工智能及人工智能的各项底层算法技术，掌握包括人体识别、物体识别、场景识别、图像增强、三维重建和虚拟人像动画等全方位视觉人工智能技术。公司与产业链上下游的主流公司开展了深度合作。目前，公司已成为全球最大的智能手机视觉人工智能算法供应商之一，2018 年全球出货量前五的手机品牌中，除苹果公司完全采用自研视觉人工智能算法外，安卓手机品牌三星、华为、小米、OPPO 的主要机型均有搭载虹软科技智能手机视觉解决方案。

下游应用/客户及销售模式：公司设立销售部门，采用直销的方式主要向智能手机、智能汽车、智能家居、智能零售以及各类带摄像头的 IoT 设备制造商及智能保险行业客户销售视觉人工智能算法软件。公司收费采用固定费用和计件模式。2018 年，公司前五大客户收入为 26,860.37 万元，占公司营收总额中的 58.64%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：参考公司招股说明书（申报稿），本次拟发行新股不低于 4001 万股，且不超过 5000 万股，募集 11.30 亿元。公司拟将资金按轻重缓急投向智能手机 AI 视觉解决方案能力提升项目（3.40 亿），IoT 领域 AI 视觉解决方案产业化项目（3.80 亿），光学屏下指纹解决方案开发及产业化项目（2.20 亿），研发中心建设项目（1.90 亿）。

可比公司情况：公司主要从事视觉人工智能技术的研发和应用，目前已上市的公司中并无直接竞争对手和业务一致的可比公司。参考 2B 服务方式，收入规模与研发投入占整体收入比，主要选取泛微网络、深信服、万兴科技等以软件开发和销售为主营业务的上市公司相关进行比较，2017 年公司的毛利率为 93.94%，高于平均水平。销售费用率 25.51%，低于平均水平，因为公司与主要客户开展合作更多的依靠领先的技术及研发实力，销售费用较低。

风险因素：关键人才流失，5G 视频应用发展不及预期，互联网巨头跨界竞争。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：A 股市场中，小米集团为公司下游客户。

估值方法建议：计算机视觉业务目前属于科技前沿业务，公司通过稳定服务大客户，

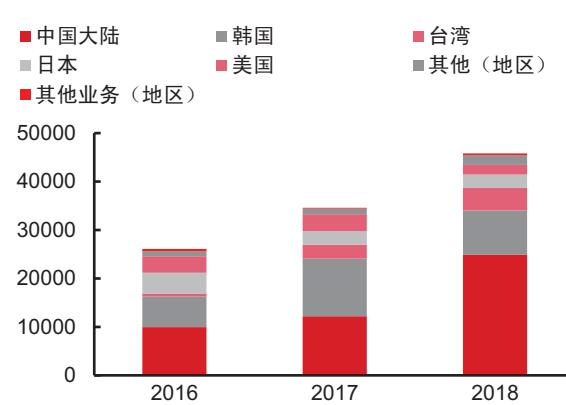
商业模式持续升级，盈利成长预期稳定，建议按照总市值法，在确定下游硬件设备视觉应用需求总市场总空间基础下，结合公司细分市场市占率，给与市值与市场业务空间直接对标。另外也可以采用 PS 法，公司业务云化服务发展趋势确定。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：2018 年智能手机出货量前五名有四家是公司的客户

手机品牌	2018		是否搭载公司智能手机视觉解决方案
	出货量（万台）	排名	
三星	29230	1	是
苹果	20880	2	否
华为	20600	3	是
小米	12260	4	是
OPPO	11310	5	是

资料来源：IDC，中信证券研究部

表 2：虹软科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	261.00	345.92	458.07
营业增长率 YoY	-	32.54%	32.42%
净利润（百万元）	80.36	86.33	175.32
净利润增长率 YoY	-	7.43%	103.07%
毛利率	92.30%	93.66%	94.29%
净利率	27.89%	21.50%	38.27%
净资产收益率	94.99%	22.24%	25.10%

资料来源：Wind，中信证券研究部

华兴源创：平板显示和集成电路检测设备提供商

公司简介及主营业务：成立于 2005 年 6 月，是国内领先的检测设备与整线检测系统解决方案提供商，主要从事平板显示及集成电路的检测设备研发、生产和销售，产品涵盖 LCD 与 OLED 平板显示、集成电路、汽车电子等行业。分业务来看，检测设备与检测治具营收占比超 90%；分区域来看，随着显示平板产能向国内转移，2018 年境外营收占比降低。

行业发展与市场空间：根据 IHS 数据，对于显示面板行业，2017 年全球显示面板出货量为 38.27 亿片，同比增长 4.9%；产业规模达到 1,272 亿美元，同比增长 21.2%。预计到 2022 年，全球显示面板出货量将接近 40 亿片；产业规模将达到 1,380 亿美元。根据 WSTS 数据，对于集成电路行业，2017 年全球半导体产业全年产业规模达到 4122.1 亿美元，同比大幅增长 21.6%。长期看来，公司产品下游应用行业增长空间仍然可观。

公司竞争力和市场地位：管理团队核心成员均具有专业的教育背景，主要创始人具有多年的市场经验和管理经验，目前公司有超过 40% 的员工为研发人员，2018 年度经审计研发费用占营业收入的 13.78%，较 2017 年增加 6.95pcts。公司基于在信号和图像算法领域自主研发的核心技术成果，具有提供整体解决方案的能力，凭借产品质量、技术创新能力和配套服务能力，积累了丰富的客户资源和良好的市场口碑。

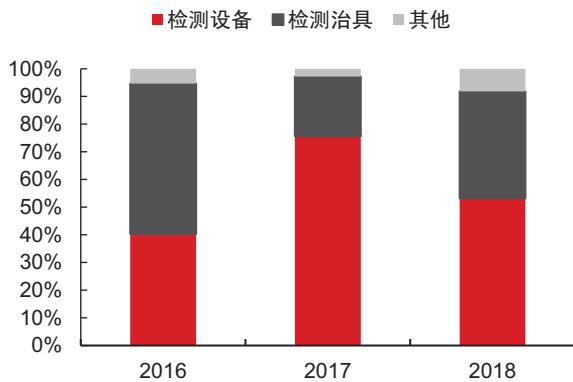
下游应用/客户：公司的主要产品应用于国内外知名的平板或模组厂商以及消费电子终端品牌商，下游行业集中度较高，受此影响，公司来自主要客户的收入较为集中。2016 年度、2017 年度和 2018 年度，公司来自前五大客户的销售收入占营业收入的比例分别为 78.99%、88.06% 和 61.57%，主要包括苹果、三星、LG、夏普、京东方、JDI 等行业内知名厂商。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次华兴源创选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 4,010 万股，募投 10.09 亿，主要投向平板显示生产基地建设项目（3.98 亿）、半导体事业部建设项目（2.6 亿）、流动资金补充（3.5 亿）。

可比公司情况：在上市公司中，精测电子（300567.SZ）与公司处于同一行业，故选其作为对比标的。从盈利水平来看，2017 年公司毛利率、净利率分别为 45.03%、25.56%，精测电子同期为 46.66%、18.88%。从期间费用来看，2017 年公司管理费用率为 11.45%，高于精测电子同期的 7.40%；销售费用率为 3.79%，低于精测电子同期的 8.53%；财务费用率为 7.91%，高于精测电子同期的 0.10%，主要由于公司汇兑收益增加所致。

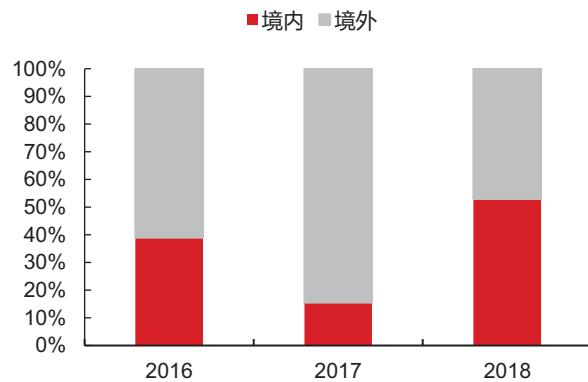
风险因素：客户集中、市场竞争加剧、新市场开拓受阻等风险。

图 1：公司主营业务分产品构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：华兴源创近三年主要财务指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	515.95	1,369.83	1,005.08
YOY	-	165.50%	-26.63%
净利润（百万元）	180.30	209.67	243.29
YOY	-	16.29%	16.03%
研发费用（百万元）	47.72	93.51	138.52
研发费用率	9.25%	6.83%	13.78%
毛利率	58.90%	45.03%	55.38%
净利率	34.94%	15.31%	24.21%
净资产收益率 ROE(加权)	30.94%	31.83%	30.83%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

微芯生物：技术领先的原创新药研发企业

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2001 年，是一家原创新分子实体生物医药企业，主要产品是已经上市销售的国家 1 类新药西达本胺，也是全球首个亚型选择性组蛋白去乙酰化酶（HDAC）抑制剂，在研管线中有多个处于临床后期的 I 类创新药。

市场空间：公司研发的药物在肿瘤、糖尿病等领域进展较快，根据 IMS 统计，2016 年全球肿瘤、糖尿病市场规模为 753 亿、662 亿美元，2011-2016 年复合增速为 10.90%、16.40%，预计 2021 年将达到 1200 亿-1300 亿、950 亿-1100 亿美元，2016-2021 年 CAGR 达 9%-12%、8%-11%。

公司竞争力和市场地位：公司研发团队实力雄厚，多名高管具有知名药企的研发经验。同时，公司具有差异化的开发策略，具有先进的小分子药物筛选平台和丰富的临床、医学研究管理经验。此外，公司在研项目储备丰富（14 项），其中增加适应症、临床 III 期、临床 II/III 期、准备开展 III 期、临床 II 期的项目分别有 1、1、1、1、4 项。

下游应用/客户及销售模式：公司采用了行业通行的由“经销商负责物流配送、肿瘤产品事业部负责专业化学术推广”的销售模式，下游客户为医院或零售药店。同时，公司国外销售采用专利授权（license-out）的方式进行，成为中国首个授权美国等发达国家实用专利并实现全球同步开发的原创新药。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次微芯生物选择第一条上市标准“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元”登陆科创板，拟公开发行不超过 5000 万股，募投 8.035 亿，主要投向创新药研发中心和区域总部项目（1.8 亿）、创新药生产基地项目（1.0 亿）、营销网络建设项目（1.0 亿）、偿还银行贷款项目（0.935 亿）、创新药研发项目（1.7 亿）、补充流动资金（1.6 亿），为公司中长期发展蓄力。

可比公司情况：公司可比公司主要为创新药企业，相较于同行，公司收入及净利润规模属于中等偏上水平，但总资产和净资产规模处于中等偏下水平。同时，公司产品管线数量在可比公司中处于中等水平，从技术来源看，公司在研药物全部为自主研发，原创性较强。

估值方法建议：公司为创新药企业，2016-2018 年研发投入占营业收入比重达到 60.52%、62.01%、55.85%，对净利润影响较大，因此按照 PE 估值并不能反映出公司的管线价值，建议按照 DCF 的现金流折现模型对公司进行估值。

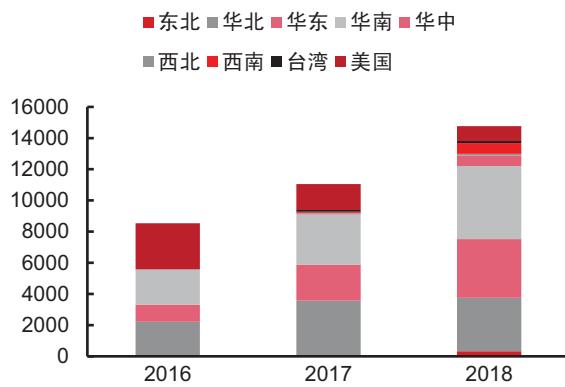
风险因素：新药研发失败风险；产品集中度较高风险；核心技术人员流失风险；药品价格政策调整风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：微芯生物近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	85.36	110.50	147.69
营业收入增长率 YOY	-	29.45%	33.65%
净利润（百万元）	5.40	25.91	31.28
净利润增长率 YOY	-	379.81%	20.73%
毛利率	97.46%	95.24%	96.27%
净利率	6.33%	23.45%	21.18%
净资产收益率 ROE	3.17%	9.23%	6.44%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

光峰科技：专注激光显示光学引擎、核心器件和场景应用

公司简介及主营产品：光峰科技成立于 2006 年，提供激光投影核心组件、激光投影整机等产品，采用硬件销售或租赁运营模式。2018 年收入构成：激光光学引擎(21.45%)、激光投影整机(50.94%)、其他产品(4.01%)、光机租赁服务(21.96%)、其他业务(1.64%)。公司在激光显示领域拥有深厚的技术沉淀，全球范围内已获授权专利 766 项，同时正在申请授权的专利超 700 项。

行业情况：分业务看，1) 数字电影放映机：据 Futuresource 数据：世界数字电影放映机市场 2018 年度销量为 9,463 台。2) 电影银屏：据国家电影局数据和要求：2017 年末全国银幕数为 50,776 块，2018 年银幕新增 9,303 块、同比增长 18.32%；要求到 2020 年，全国加入城市电影院线的电影院银幕总数达到 8 万块以上。3) 激光电视：据 AVC 数据，2018 年中国激光电视出货量为 16.4 万台，同比增长 130.99%。4) 激光工程投影机：据 AVC 数据，2018 年中国激光工程投影机出货量为 4.2 万台、同比增长 23.53%。

市场占有率：截至 2018 年底，公司 1) 激光电影放映机在全国部署 14,018 套，市场占有率为 60%；2) 激光电视光机市场占有率超 30%；3) 激光教育投影机出货 50,335 余台，市场占有率为 28%，位列全国第二。

下游应用及销售模式：公司研发、设计应用于电影、电视、教育、展示等多领域的激光显示产品。产品销售采取直销为主、经销为辅的销售模式。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次光峰科技选择第一条上市标准，拟公开发行 6800 万股，募集资金 10 亿元，主要投向新一代激光显示产品研发及产业化项目（3.13 亿元）、光峰科技总部研发中心项目（2.84 亿元）、信息化系统升级建设项目（0.70 亿元）与补充流动资金（3.33 亿元）领域。

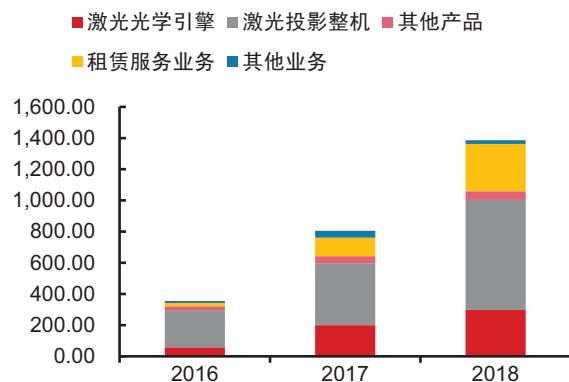
可比公司情况：A 股中下游应用与公司相近的激光电视公司主要有海信电器，公司主营业务对标的国际公司包括巴可、IMAX、NEC 等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：激光显示行业的上游包括芯片制造、光学器件制造等行业，激光器、显示芯片是激光显示设备的重要零部件。根据招股说明书（申报稿）信息：公司下游客户包括小米集团及其关联公司（港股上市）、巴可及其关联公司、TCL（A 股上市）等，公司与中国电影（A 股上市）下属中影器材成立合资公司将光峰科技的激光光源应用到电影放映领域。

风险因素：新技术的研发风险，技术人员流失风险，知识产权保护风险，需求波动风险等。

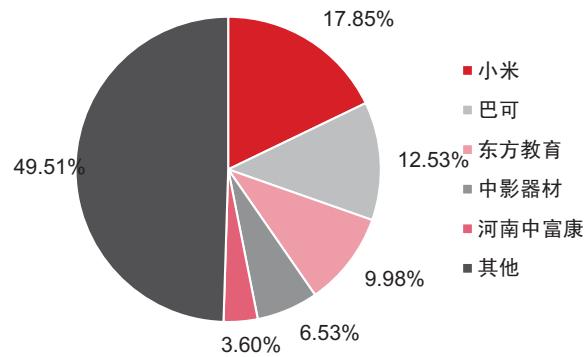
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：2018 年公司前五大客户情况（按营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：光峰科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	354.95	805.59	1,385.72
营业收入增长率 YoY	-	127%	72%
净利润（百万元）	18.02	112.87	211.55
净利润增长率 YoY	-	527%	87%
毛利率	32.97%	41.95%	43.48%
净利率	5.08%	14.01%	15.27%
净资产收益率 ROE（加权）	35.24%	197.26%	41.25%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

鸿泉物联：商用车智能网联领军企业

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2009 年，以“降低交通运输的代价”为使命，致力于利用人在回路的智能增强驾驶技术、人工智能技术和大数据技术，研发、生产和销售智能增强驾驶系统和高级辅助驾驶系统等汽车智能网联设备，主要应用于商用车（载货汽车、客车、专项作业车等）领域，主要产品包括高级辅助驾驶系统（智能）、智能增强驾驶系统（网联）、人机交互终端、车联网终端。全资子公司成生科技提供智慧城市业务，主要产品为智慧城市政务管理系统。

市场空间：据美国 IHS 预计，到 2035 年全球智能驾驶汽车销量将超过 1000 万辆，到 2022 年全球联网汽车的市场保有量将达 3.5 亿台，市场占比达到 24%，具有联网功能的新车销量将达到 9800 万台，市场占比达 94%。2018 年 1 月，国家发改委发布《智能汽车创新发展战略》（征求意见稿），提出到 2020 年智能汽车新车占比达到 50%，大城市、高速公路的车用无线通信网络（LTE-V2X）覆盖率达到 90%，北斗高精度时空服务实现全覆盖。

公司竞争力和市场地位：公司在商用车智能网联领域的研发能力、生产能力、工艺技术、产品质量等方面均具有较强的竞争优势，处于国内领先地位。经过多年的发展，公司目前已成为陕汽、北汽福田、安徽华菱、苏州金龙、北奔等大型整车厂的主要供应商。2010 年公司为苏州金龙开发了“G-BOS 智慧运营系统”，将智能增强驾驶系统应用于客车领域，早于 2011 年底交通部对“两客一危”车辆安装卫星定位装置并接入全国重点营运车辆联网联控系统的强制性要求，成为行业先行者。2011 年公司为陕汽开发了“天行健车联网服务系统”，将智能增强驾驶系统应用于载货汽车领域。2014 年公司研发了高级辅助驾驶系统，在湖南省长沙市城市渣土车项目实现推广。2016 年公司将智能增强驾驶系统应用于中植一客成都汽车有限公司，实现了新能源客车领域拓展。公司围绕智能网联设备形成了多项核心技术，拥有 28 项专利、86 项软件著作权。公司拥有技术人员 174 人，占员工总数的 49.29%。2018 年公司研发投入占比达 15.98%。

下游应用/客户及销售模式：公司业务分为前装和后装两类，前装业务是指将设备直接销售给整车厂或者通过经销商销售给整车厂，整车厂安装设备后，再将整车销售给客户的业务模式，公司已与多家品牌商用车厂形成长期稳定的合作关系；后装业务是指针对出厂后车辆进行产品销售，主要客户包括“两客一危”、道路运输车辆、专项作业车辆等。公司销售模式分为直销和经销两种，2018 年直销占比 97.62%，经销占比 2.38%，直销模式主要针对大部分前装客户和渣土车客户，包括国内各大整车厂如陕汽、北汽福田及各地市渣土车平台运营商、4S 店；经销模式针对少量前装客户和后装行业监控车辆客户，包括汽车电子经销商、平台运营商等。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次鸿泉物联选择第一套上市标准，拟公开发行不低于 2500 万股，募集 5.80 亿，用于年产 20 万台行驶记录仪生产线项目（1.00 亿）、年产 15 万套辅助驾驶系统技术改造项目（1.60 亿）、研发中心建设项目（2.70 亿）、营销网络建设项目（0.50 亿）。

可比公司情况：与公司业务相近或同属智能网联汽车行业的企业包括 Mobileye（已被英特尔 INTC.O 收购）、兴民智通（002355.SZ，控股子公司英泰思特）、四维图新（002405.SZ）、新宁物流（300013.SZ）、慧翰股份、深圳锐明、厦门雅迅等。2017 年公

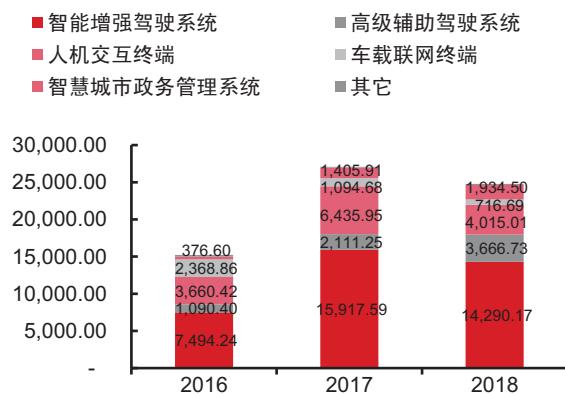
司毛利率（51.2%）高于相近行业上市公司平均水平（四维图新、新宁物流、兴民智通的毛利率平均值为44.5%），主要原因为产品分类结构存在差异；如果仅选取和公司产品相近的部分业务，则公司毛利率与四维图新的车联网业务（2017年毛利率53.0%）、新宁物流的设备销售及服务及软件业务（57.8%）、兴民智通的车载无线及集成产品（40.9%）基本保持一致。

A股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游主要为芯片、组件、结构件、模块、连接线、电子元器件、PCB等，产业较为分散；下游主要为商用车整车厂，前五大客户中包括福田汽车（600166.SH）、金龙汽车（600686.SH）等。千方科技（002373.SZ）通过北大千方持有本公司19.94%股份。

估值方法建议：PE法。公司面向B端市场，采用传统PE估值法即可。

风险因素：研发失败或未能实现产业化的风险；大客户依赖的风险；公司业务扩张带来的资金紧张风险等。

图1：公司主营业务分产品构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图2：公司主营业务分行业构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：公司在我国商用车智能网联领域处于领先地位

分产品	市场占有率
智能增强驾驶系统	进入国内前十大重卡整车厂中的四家
高级辅助驾驶系统	应用于21个城市渣土车项目
人机交互终端	进入陕汽、苏州金龙等整车厂
智慧城市政务管理系统	应用于上海、浙江地区环卫、气象、河道部门

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：鸿泉物联近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	15,217.69	27,071.45	24,790.23
营业收入增长率 YoY	-	77.89%	-8.43%
净利润（万元）	3227.16	4779.57	5711.87
净利润增长率 YoY	-	48.10%	19.51%
毛利率	46.88%	51.17%	50.35%
净利率	21.21%	17.66%	23.04%
加权平均净资产收益率	47.33%	39.11%	26.30%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

特宝生物：研发技术领先的重组蛋白质药物行业新星

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 1996 年，是一家主要从事重构组蛋白质及其长效修饰药物研发、生产及销售的创新型生物医药企业，以免疫细胞相关细胞因子药物为主要研发方向，聚焦病毒性肝炎、恶性肿瘤等领域，上市了国内首个长效干扰素派格宾。

行业发展：公司产品主要聚焦于重组蛋白质药物行业，根据招股书（申报稿），2007-2013 年该行业全球销售额由 487 亿美元增加到 638 亿美元。但国内市场发展较慢，大多数重组蛋白质药物停留在短效技术上，长效产品主要被国外公司垄断。从治疗领域来看：1) 干扰素：2017 年行业规模 30 亿元，其中长效产品 14.12 亿元；2) 肿瘤相关造血生长因子：由 2014 的 55.10 亿元增长为 2017 年的 78.12 亿元，CAGR 为 12.34%。

公司竞争力和市场地位：公司研发技术领先，派格宾打破了国外进口同类产品垄断中国市场的局面，入选了 2016 年度“中国医药生物科技十大进展”，在于进口产品派罗欣的头对头临床实验中，数据显示疗效、安全性相当，且免疫原性更低。而在造血生长因子领域拥有 rhG-CSF、rhGM-CSF、rhIL-11 三个产品，具有组合治疗优势。

销售模式：公司下游客户主要是医疗机构，营销模式采用经销和专业学术推广相结合的模式。公司通过拥有 GSP 资质的大型医药流通企业进入终端流通，并采用专业学术推广的方式，提高临床医生对公司产品相关理论及应用知识的认知。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：公司选择第四条上市标准“预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元”登陆科创板，拟发行不超过 4650 万股，募投金额 60766 万元，主要用于蛋白质药物生产改扩建和研发中心建设项目（2.90 亿元）、新药研发项目（2.89 亿元）和慢性乙型肝炎临床治愈研究项目（0.29 亿元）。

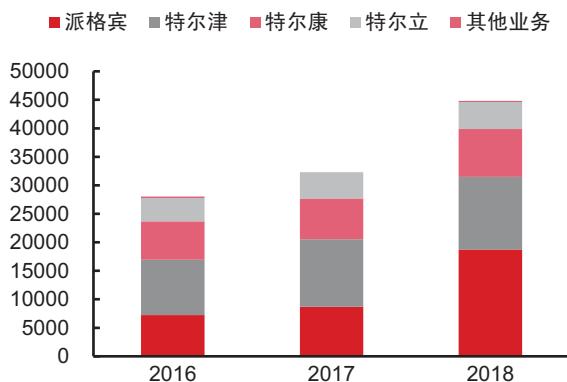
可比公司情况：公司的可比公司主要为重构组蛋白质药物生产和研发企业，与同行相比，公司申报治疗用生物制品总数量为 10 项，处于行业中游，而申报 1 类治疗用生物制品数量为 5 项，排名行业第一。但从规模来看，公司在 2017 年工信部排名（生物医药-主营收入）为 49 名，处于较为落后的位置。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：通化东宝（第二大股东）。

估值方法建议：公司已经具有一定收入和利润体量，建议采用 PE 的方式进行估值，但需要考虑：1) 公司产品壁垒较高，增速较快；2) 研发费用较高，显著高于同期净利润规模；3) 公司体量较小。因此公司估值（PE）应当享有一定溢价。

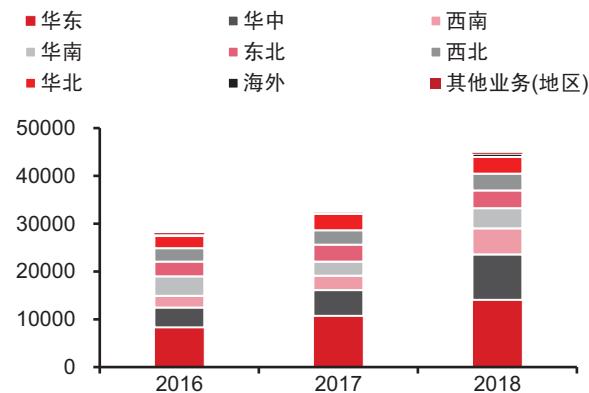
风险因素：药品研发失败风险；技术升级迭代风险；产品价格大幅下降风险；核心技术人员流失风险。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司主要产品市场占有率

产品名称	2016 年		2017 年	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
派格宾		3		3
特尔津		5	6.81%	6
特尔康		3	8.86%	3
特尔立		1	63.33%	1

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	280.37	323.08	448.28
营业收入增长率 YOY	30%	15%	39%
净利润（百万元）	29.31	5.17	16.00
净利润增长率 YOY	146%	-82%	210%
毛利率	89%	87%	88%
净利率	10%	2%	4%
净资产收益率 ROE	8%	1%	3%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

世纪空间：领先的自主遥感卫星运控及地理空间信息大数据服务商

公司简介及主营产品/业务：世纪空间成立于 2001 年，是面向中国及全球客户的自主遥感卫星运控及地球空间信息大数据服务商，是中国第一家与国际技术领先的卫星系统研建机构合作并自主拥有和独立运控商用遥感卫星系统的国家级高新技术企业，是国内商业卫星遥感的开拓者。公司主营业务为基于自主运控自有遥感卫星的数据获取、处理分析及销售和空间信息综合应用服务。2018 年公司空间信息综合应用服务、卫星遥感大数据产品业务占分别总营收的 61.85%、37.89%。

市场空间：根据《2018 年卫星产业状况报告》，2017 年全球卫星产业总收入为 2,686 亿美元，同比增长近 3%。全球卫星产业产值从 2007 年的近 1,220 亿美元到 2017 年的 2,686 亿美元，十余年间增长近 2.5 倍。国内卫星遥感及空间信息服务行业暂无专项统计数据，但卫星遥感及空间信息服务行业是测绘地理信息服务业的核心组成，根据国家测绘地理信息局统计年报数据，2016 年我国测绘地理信息服务总值为 945.99 亿元，2011 年至 2016 年间，我国测绘地理信息服务的 5 年平均增长率为 15.19%。

公司竞争力和市场地位：公司在整个行业中具有显著的先发优势，具备空间段-地面段-服务段全产业链服务能力，“北京”系列遥感小卫星已成为国际知名品牌，有良好的用户口碑和市场认知度。公司在技术方面也具有优势，公司在卫星遥感空间大数据获取、遥感影像与信息高质量和大规模快速生产、基于卫星遥感的空间信息综合应用与服务等三个方面突破了多项关键技术。公司现在已发展成为我国卫星遥感及地球空间信息服务行业领先的集遥感卫星运营和测控管理、卫星遥感大数据采集处理和销售、空间信息综合应用服务等全产业链服务能力的企业，2018 年公司被中国地理信息产业协会评为“2018 中国地理信息产业百强企业”，是百强企业前 20 名中唯一的遥感卫星运营/地球空间大数据应用服务企业，在国内具有显著的行业领先地位。

下游应用/客户及销售模式：公司主要通过提供卫星遥感大数据产品、空间信息综合服务及其他的方式取得收入。据招股书（申报稿）披露，公司主要向政府部门、科研院所及企事业单位等提供遥感大数据产品和空间信息综合应用服务，市场营销部门一般通过市场走访、参加展会、学术会议等方式开发新客户。对于需要投标的项目，公司按照招标要求组织投标工作，精心编制投标文件，并经过公司质量保障部组织的可行性专业评审后统一组织进行投标；对于不需要投标的项目，公司根据客户需求形成针对性的解决方案，经过公司项目质量管理部组织的可行性评审后与客户进行商业洽谈。2018 年，前五大客户贡献的收入占比总收入的 54.01%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：根据上海证券交易所发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》，公司选择如下具体上市标准：“预计市值不低于人民币 10 亿元，近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。”公司拟发行新股不超过 6065 万股（未考虑公司 A 股发行的超额配售选择权），公司募集资金拟投资项目的

投资总额为 80,760 万元，募集资金投入金额为 79,860 万元。公司拟将募集资金扣除发行费用后，按照轻重缓急依次投入以下项目：卫生对地观测数据获取能力提升建设（1.78 亿）、遥感数据产品柔性生产系统建设（1.00 亿）、空间大数据应用平台（一期）建设（3.98 亿）、北美研发中心建设（0.36 亿）、欧洲研发中心（0.45 亿）、西部遥感卫星地面系统建设项目（0.43 亿），为公司中长期发展蓄力。

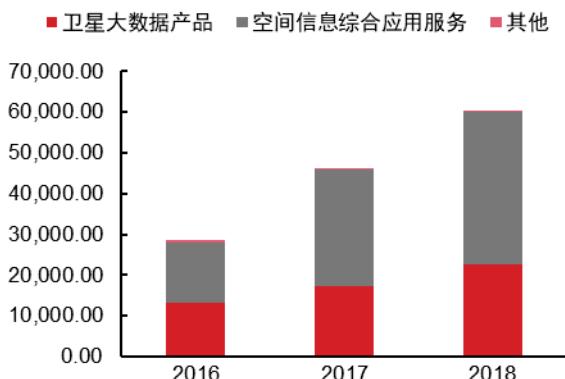
可比公司情况：由于在卫星遥感运营和自主数据服务领域并无产品类型、结构相同的上市公司，故选取业务中存在与卫星相关的四维图新、超图软件、北斗星通、欧比特进行比较。在五家公司中，2017 年世纪空间收入和归母净利润均为最低，公司毛利率和净利率排名第 3，分别为 54.34%、10.02%。销售费用率排名第 2，为 9.23%，管理费用率排名第 2，为 16.84%，研发费用率排名第 3，为 9.41%。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：欧比特（部分业务与公司相同）。

估值方法建议：分部估值：民用业务采用相对估值法（P/E），细分优势市场采用市值对标市场业务空间。民用业务可类比公司商业模式相对成熟，建议对标成熟模式公司；政府等细分市场公司具备明确进入优势和壁垒，建议采用市值对标方式。

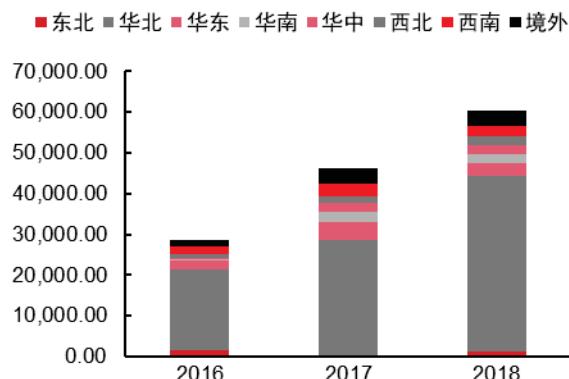
风险因素：政府采购不及预期，募投项目采购不及预期，研发产品化不及预期等。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司是中国地理信息产业百强企业前 20 强中唯一的遥感卫星运营/地球空间大数据应用服务商

排名	公司
1	北京四维图新科技股份有限公司
2	北京北斗星通导航技术股份有限公司
3	北京高德云图科技有限公司
4	正元地理信息有限责任公司
5	北京超图软件股份有限公司
6	北京数字政通科技股份有限公司
7	广州中海达卫星导航技术股份有限公司
8	北京合众思壮科技股份有限公司
9	北京城建勘测设计研究院有限责任公司

排名	公司
10	厦门亿力吉奥信息科技有限公司
11	黄河勘测规划设计有限公司
12	大连九成测绘信息有限公司
13	苍穹数码技术股份有限公司
14	上海华测导航技术股份有限公司
15	中国地图出版集团
16	天津市普迅电力信息技术有限公司
17	北京恒华伟业科技股份有限公司
18	二十一世纪空间技术应用股份有限公司
19	北京中色测绘院有限公司
20	深圳市勘察研究院有限公司

资料来源：中国地理信息协会，中信证券研究部

表 2：世纪空间近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	286.28	462.24	603.84
营业增长率 YoY	47.62%	61.61%	30.52%
净利润(百万元)	15.85	46.36	72.02
净利润增长率 YoY	-72.19%	192.47%	55.37%
毛利率	58.80%	54.32%	53.14%
净利率	5.54%	10.02%	11.93%
净资产收益率	2.09%	4.05%	6.15%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

科大国盾：量子通信龙头

公司简介及主营产品/业务：成立于 2009 年 5 月，技术团队起源于中科学的量子信息研究团队。主要提供基于量子密钥分发技术（QKD）的软硬件产品，并为下游政务、金融、电子、国防等领域提供组网及量子安全应用解决方案，目前国内市占率第一（中国已建成实用化光纤量子保密通信网络总长达 7,000 余公里，其中超 6,000 公里使用公司产品）。

市场空间：Gartner 数据显示 2017 年全球网络安全产业规模达到 989.86 亿美元，较 2016 年增长 7.9%。根据中国产业信息网数据，预计到 2020 年，我国信息安全市场规模将达到 68.41 亿美元，CAGR 达 20.60%。量子保密通信以其绝对安全属性成为前瞻性刚需。

公司竞争力和市场地位：量子通信行业技术壁垒极高，我国对密码技术和产品依法实施管理，竞争者数量少，公司为细分行业的绝对龙头。公司团队核心成员潘建伟博士为国际上量子密钥分发、光量子计算等领域的开拓者之一，公司管理层均来自中科大、中科院，拥有深厚量子通信技术背景。公司研发投入高，研发人员占总员工比重 43.89%，研发费用率 36.35%，远超行业平均），技术预研和产品研发能力强大，有效推动量子通信产业化发展。公司市占率领先拥有议价权，2018 年毛利率 76.18%，高出行业平均近 20%。

下游应用/客户及销售模式：采用直销模式，主要以商务谈判和招投标方式获得订单。主营业务集中，QKD 产品营收占比 71.91%；前五大客户/第一大客户神州数码营收占比 80.75%/57.90%。下游为政务、金融、电力等对信息安全高度敏感的领域。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次科大国盾选择第二套上市标准，公开发行不超过 2,000 万股，募投 3.04 亿，募集资金用于量子通信网络设备项目（2.57 亿）和研发中心建设项目（0.47 亿），全部用于公司主营业务相关的科技创新领域。

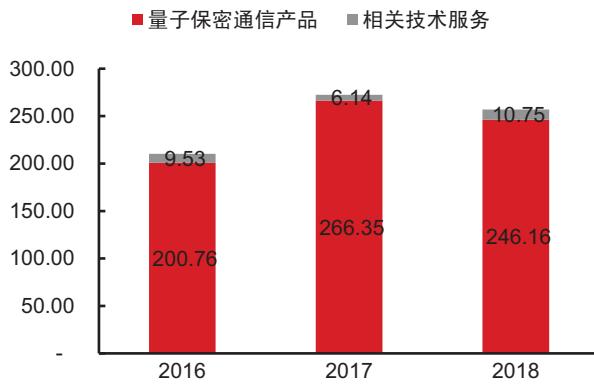
可比公司情况：目前没有从事生产量子通信产品的上市公司，故可比对象为提供密码产品为主要业务的卫士通（002268）、飞天诚信（300386）、中孚信息（300659）、格尔软件（603232）等 4 家上市公司。2017 年公司盈利水平处于行业领先，毛利率 70.58%，研发费用率（36.35%）连续三年行业第一。2017 年销售费用率 10.75%，低于中孚信息（300659）（17.92%）；管理费用率 26.45%。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：上游繁杂多样，下游龙头公司为神州数码。影子股包括：神州信息（000555.SZ）持有科大国盾少量股权；银轮股份(002126.SZ)间接持有科大国盾约 0.38% 股份；浙江东方（600120.SH）未直接持有科大国盾股份，通过认购的兆富基金持有部分科大国盾股份（4.34%）；光迅科技(002281.SZ)与科大国盾共同投资设立了山东国迅量子芯科技有限公司。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向 B 端市场，采用传统 PE 估值法即可，考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 作为补充。

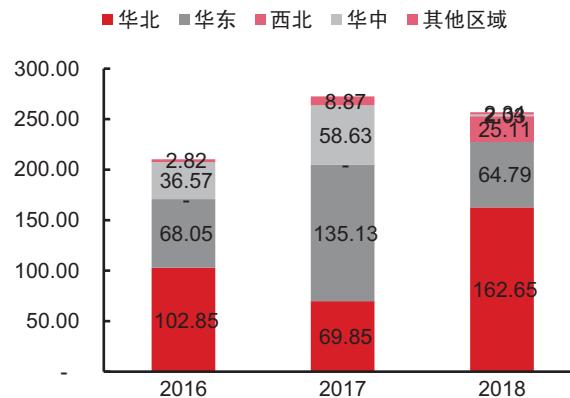
风险因素：量子通信市场开拓不及预期，客户集中，无形资产减值等风险。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司在我国量子通信领域市场占有率第一

市场地位指标	简介
核心技术	公司秉承“预研一代、研制一代、生产一代”的总体布局，目前，公司已拥有 169 项专利技术和多项领先的非专利技术。公司在基础研究向工程应用转化能力上达到了国际领先水平，并在组网控制、工程技术及核心组件等方面都具有巨大的优势
研发体系	公司核心技术团队对量子信息技术有深刻的理解和广阔的视野，能够及时跟踪行业应用和基础科研动态，准确把握前沿领域客户的需求，多名核心技术人员负责或参与了国家高技术研究发展计划（863 计划）等研发项目
研发成果	目前公司已拥有专利 169 项，其中发明专利 40 项、实用新型专利 88 项、外观设计专利 30 项、国际专利 11 项，计算机软件著作权 179 项，并拥有多项领先的非专利技术。公司核心技术支撑了主要产品市场竞争力，产品广泛应用于量子保密通信骨干网、城域网、局域网及其他行业和领域的应用。依托公司的技术实力和行业中的地位，公司正在牵头或参与多项国际、国家及行业标准的制定
竞争优势	依靠强大的技术创新能力、经验丰富的经营管理团队和技术团队、广阔的市场发展前景，公司具有较强的竞争优势
转化能力	公司具备将技术成果有效转化为经营成果的条件和能力。我国目前已建成的实用化光纤量子保密通信网络总长（光缆皮长）已达 7,000 余公里，其中超过 6,000 公里使用了公司提供的产品且处于在线运行状态

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：科大国盾近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	227.15	283.66	264.67
营业收入增长率 YoY	-	24.88%	-6.69%
净利润（百万元）	58.75	74.31	72.49
净利润增长率 YoY	-	26.49%	-2.45%
毛利率(%)	67.48%	68.16%	74.33%
净利率(%)	25.87%	26.20%	27.16%
净资产收益率(%)	8.40%	9.36%	8.35%

资料来源：Wind，中信证券研究部

福光股份：军民融合，铸就国内光学镜头翘楚

公司简介及主营产品：公司成立于 2004 年，专业从事于军用特种光学镜头及光电系统、民用光学镜头、光学元组件等产品的科研生产，是福建省重要的军民融合企业以及全球光学镜头重要制造商。公司产品可分为“定制”与“非定制”两系列，“定制产品”18 年营收占比 13%，包括军用特种光学镜头及光电系统；“非定制产品”18 年贡献 87% 营收，包括变焦/定焦/车载/红外镜头和其他光学元件，应用于安防、物联网、车联网等领域。

市场空间：分下游应用来看，1) 安防：根据 TSR 数据，2017 全球安防视频监控镜头销量约 1.86 亿件，对应销售金额 6.4 亿美元，TSR 预计 2021 年市场销量将增长至 2.45 亿件，对应金额 8.27 亿美元。2) 车载：根据 TSR 数据，2017 年全球车载镜头出货量为 8880 万件，6 年 CAGR 为 30%，并预计 2021 年增长至 1.43 亿件。

市场地位：TSR 数据显示，按销量计算 2017 年公司在全球安防视频监控镜头领域的市占率为 11.8%，全球排名第三。其中，变焦镜头是公司优势产品，全球销量排名第二，市占率约 8.9%。公司在安防领域引领超高清技术创新和应用，2016 年在全球 4K 高清镜头的市占率达 65.8%，并于 2018 年率先设计开发出 25-300mm、8K 高清连续变焦镜头。

下游客户：“定制产品”系列主要供给军用客户，涵盖中国科学院及各大军工集团下属科研院所、企业；“非定制产品”针对民用需求，其下游客户群体包括华为、安讯士、博世、霍尼韦尔、海康威视、大华股份等。此外，公司正重点布局物联网镜头、AI 镜头等新兴领域，目前已经与华为、旷视科技、依图科技、云从科技、地平线、海康威视等知名 AI 企业建立合作关系。2018 年，公司前五大客户包括大华股份、海康威视、Jabil Poland、师凯科技和同为数码，其合计营收占比接近 40%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次公司采用第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 3880 万股，募投 6.51 亿元，主要投向：1) 全光谱精密镜头智能制造基地项目（一期）(3.80 亿元)，2) AI 光学感知器件研发及产业化项目(1.06 亿元)，3) 精密及超精密光学加工实验中心建设项目(1.65 亿元)。

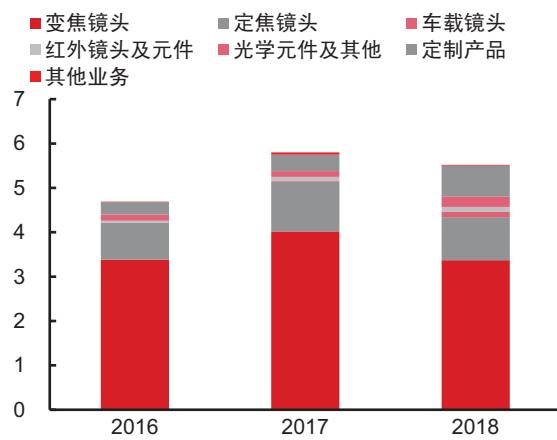
可比公司情况：根据招股说明书（申报稿），公司可比公司包括联合光电和舜宇光学科技（港股）。2018 年公司营收达 5.52 亿元，低于可比公司；同年公司毛利率为 34.27%，高于联合光电而低于舜宇光学科技（光学零件业务）。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司下游客户有海康威视、大华股份、同为股份；业务相近的有联合光电、舜宇光学科技（港股）；间接持有公司股份的有厦门国贸、兴业银行。

估值方法建议：公司是国内领先的光学镜头制造商和福建省重要的军民融合企业，受益军费开支稳步增长、以及民用需求不断释放，公司 2016-18 年净利润 CAGR 为 13%，建议综合 PE、PEG 等方式进行估值。

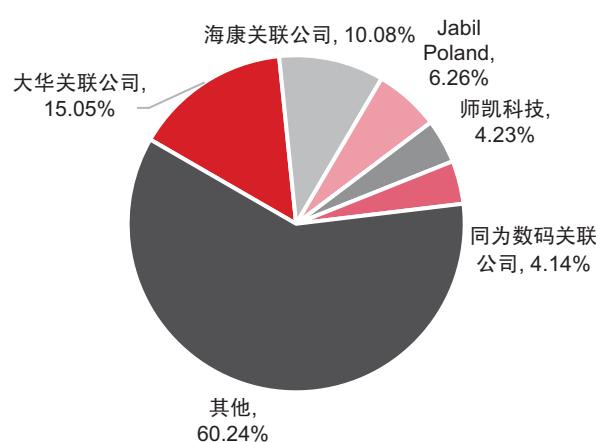
风险因素：安防领域需求释放不及预期；市场竞争加剧；军工业务资质丧失风险等。

图 1：公司营收分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：2018 年公司前五大客户情况（营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：全球安防监控/变焦镜头市场份额（按销量）

全球安防监控镜头销量市占率			全球安防变焦镜头销量市占率		
排名	企业名称	市场占有率	排名	企业名称	市场占有率
1	宇瞳光学	38.10%	1	宇瞳光学	37.70%
2	舜宇光学科技	16.10%	2	福光股份	8.90%
3	福光股份	11.80%	3	联合光电	8.30%
4	福特科	8.30%	4	福特科	6.30%
5	厦门力鼎	4.60%	5	富士	5.80%

资料来源：TSR，中信证券研究部

表 2：公司近三年报表关键指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	469.07	580.22	552.00
营业收入增长率	-	23.70%	-4.86%
净利润	71.99	91.26	91.39
净利润增长率	-	26.77%	0.14%
毛利率	33.45%	33.79%	34.27%
净利率	15.35%	15.73%	16.56%
净资产收益率 ROE（加权）	12.59%	14.28%	12.58%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

传音控股：布局全球新兴市场的手机行业龙头

公司简介及主营产品/业务：公司主要从事以手机为核心的智能终端的设计、研发、生产、销售和品牌运营，主要产品为 TECNO、itel 和 Infinix 三大品牌手机。基于在新兴市场积累的领先优势，公司围绕主营业务积极实施多元化战略布局，进入数码配件、家用电器、售后服务等领域。主要产品为手机（包括功能手机和智能手机），2016-2018 年手机产品销售收入占当期主营业务收入的比例均达到 96%以上。

行业情况：根据 IDC 统计：全球手机出货量由 2011 年的 17.18 亿部增长至 2018 年的 18.91 亿部，出货金额由 2011 年的 3,049 亿美元增长至 4,950 亿美元。

市场占有率：2018 年公司手机出货量超过 1 亿部，全球市场占有率为 7.04%，在全球手机品牌厂商中排名第四；非洲市场出货量合计占有率为 48.71%，位列非洲第一；印度市场的出货量合计占有率为 6.72%，位列印度第四。

下游市场：2016-2018 年，公司在非洲市场 / 亚洲等其他地区的销售收入占比分别为 88.62%/11.38%、76.86%/23.14%、77.30%/22.70%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次传音控股选择第一条上市标准，拟公开发行不低于 8000 万股，募集资金 30.10 亿元，主要投向传音智汇园手机制造基地项目（10.59 亿元）、手机生产基地（重庆）项目（5.18 亿元）、移动互联网系统平台建设项目（3.71 亿元）、上海手机研发中心建设项目（2.05 亿元）、深圳手机及家电研发中心建设项目（2.24 亿元）、市场终端信息化建设项目（3.33 亿元）、流动资金补充（3.00 亿元）领域。

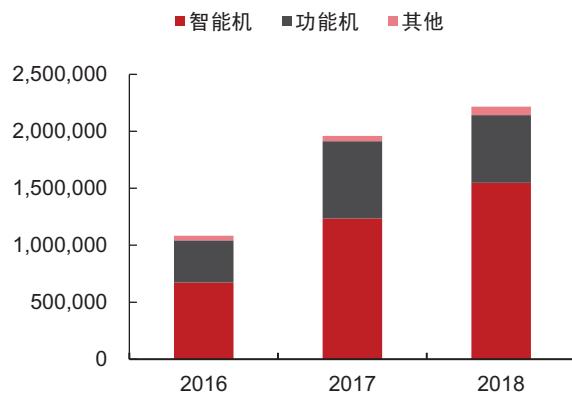
可比公司情况：根据其招股说明书（申报稿），公司同行业可比公司主要有天珑移动、小米集团、苹果公司、三星电子等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游主要是面向手机的零组件厂商，与公司业务接近的上市公司有闻泰科技（手机终端行业）、小米集团（H 股，手机终端行业）。

风险因素：市场竞争风险；新市场拓展不力的风险；境外经营风险和汇率波动风险；主要原材料供应集中及价格波动风险；技术创新无法满足市场需求的风险等。

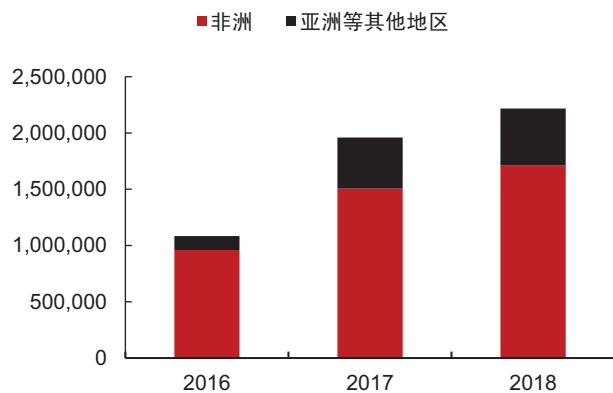
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：公司主要产品市占率

产品名称	2018		2017	
	市场份额	市场排名	市场份额	市场排名
全品类手机	7.04%	4	6.54%	4
智能手机	2.75%	9	1.97%	10
功能手机	19.47%	1	19.62%	1

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	11,636.76	20,043.63	22,645.88
营业收入增长率 YoY	-	72.24%	12.98%
净利润（百万元）	86.28	677.26	653.80
净利润增长率 YoY	-	684.95%	-3.46%
毛利率	20.59%	20.97%	24.45%
净利率	0.74%	3.38%	2.89%
净资产收益率 ROE（加权）	7.43%	24.43%	18.49%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

交控科技：轨道交通自主技术领先企业

公司简介及主营产品/业务：北京交控科技有限公司于 2009 年 12 月 4 日设立，2015 年 12 月 3 日，设立“北京交控科技股份有限公司”，2016 年 9 月 14 日，更名为“交控科技股份有限公司”。公司的主营业务是以具有自主知识产权的 CBTC 技术为核心，专业从事城市轨道交通信号系统的研发、关键设备的研制、系统集成以及信号系统总承包。

市场空间：根据中国城市轨道交通协会的相关数据，2000 年至今城市轨道交通建设速度不断加快，2001 年至 2005 年建成投运 399 公里，新增里程相比 2000 年之前增长 173%；2006 年至 2010 年建成投运 910 公里，相比之前五年增长 128%；2011 年至 2015 年建成投运 2,019 公里，相比之前五年增长 122%。截至 2018 年年底，中国大陆地区共 35 个城市开通运营城市轨道交通，新增运营线路 22 条，新开延伸段 14 段，城市轨道交通运营线路总长度达 5,766.6 公里，其中地铁 4,511.3 公里，占比 78.23%。根据“十三五”规划，到 2020 年，我国将新增城市轨道交通运营里程约 3,000 公里，线路成网规模超过 400 公里的城市将超过 10 个。

公司竞争力和市场地位：公司是国内十二家城市轨道交通信号系统总承包商之一，是国内首家成功研制并应用自主化 CBTC 核心技术的厂商。作为行业内国产厂商的龙头企业，公司也是多项行业标准制定的重要参与者，推动了全自动运行、互联互通、车车通信等行业技术的发展和进步，是国内城市轨道交通信号系统自主技术的领跑者。

下游应用及销售模式：公司产品应用市场包括新建线路市场、既有线路升级改造市场和重载铁路市场。公司的销售模式主要为公开投标和以总承包商承接项目。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：公司选择的上市标准为《科创板上市规则》第二十二条之（一）：“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5,000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。”新股发行所募集资金扣除发行费用后将全部用于与本公司主营业务相关的项目及补充营运资金。公司拟公开发行 1.6 亿股，募投 5.5 亿元，主要投向轨道交通列控系统高科产业园建设项目（2.5 亿元）、新一代轨道交通列车控制系统研发与应用项目（0.9 亿元）、列车智能网络控制及健康管理信息系统建设与应用项目（0.6 亿元）、补充营运资金（1.5 亿元）。

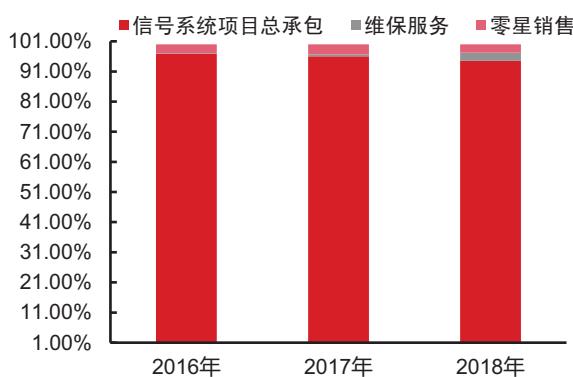
可比公司情况：公司主营业务为轨道交通信号系统的研发、关键设备的研制、系统集成和信号系统总承包，其中，信号系统总承包业务收入占比在 95% 左右。招股说明书（申报稿）将 A 股上市公司众合科技、世纪瑞尔、辉煌科技、神州高铁、鼎汉技术和思维列控作为可比上市公司，其中，众合科技和神州高铁分别有占比约 30%-40% 和 18% 的业务来源于轨道交通信号系统，其余可比上市公司主要业务均为生产销售轨道交通重要系统或设备，无业务模式完全可比的上市公司。从盈利水平来看，交控科技在同类上市公司中位于行业前列。2017 年，公司关键自制设备毛利率为 54.99%，高于行业平均水平；销售费用率为 7.45%，低于行业平均水平；管理费用为 10.71%，与行业水平基本接近；公司应收账款周转率高于可比公司平均水平。

A股产业链上下游龙头公司及相关影子股：与公司业务相近的上市公司包括众合科技、神州高铁。

估值方法建议：鉴于公司的业务模式相对成熟，下游客户信息化程度逐步进入稳定发展期，建议对标A股垂直行业信息化公司的估值方式，采用PE估值法。

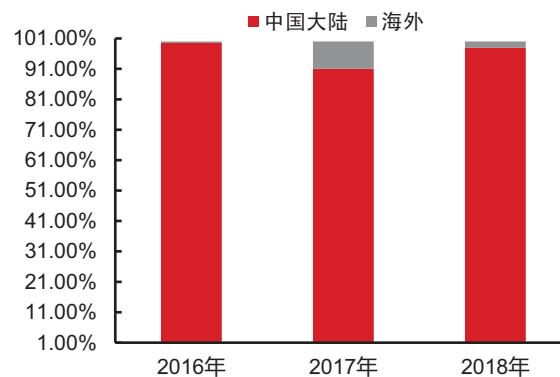
风险因素：应收账款发生坏账损失及回款速度不及预期，新产品研发不及预期，股权分散、无实际控制人带来的风险等。

图1：公司主营业务分业务构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图2：公司主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：公司城市轨道交通正线线路公开招标市场份额

年度	2018年	2017年	2016年
公开招标正线线路（条）	26	30	17
公司中标线路（条）	8	7	1
按中标线路计算的市场份额	30.77%	23.33%	5.88%
按中标线路的市场排名	1	2	6

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：交控科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	866.5	879.62	1162.52
营业收入增长率 YOY		1.5%	32.16%
净利润(百万元)	54.65	45.77	65.91
净利润增长率 YOY		-16.25%	44%
毛利率	29.96%	31.42%	26.93%
净利率	6.16%	5.2%	5.67%
净资产收益率 ROE	17.37%	11.27%	16.22%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

中科星图：领先的数字地球产品研发与产业化企业

公司简介及主营产品/业务：中科星图成立于 2006 年，是国内领先的数字地球产品研发与产业化企业。公司的主要产品包括 GEOVIS 数字地球基础平台产品和 GEOVIS 数字地球应用平台产品。2018 年 GEOVIS 技术开发与服务、GEOVIS 软件销售与数据服务、GEOVIS 一体机销售及系统集成占公司营业收入的比重分别为 55.69%、15.57%、21.13% 和 7.61%。

市场空间：中国国家测绘地理信息局在 2016 年发布的地理信息产业报告显示，中国地理信息产业的总产值为 4,360 亿元人民币，约占全球产值的 15.68%，到 2020 年中国地理信息产业的总产值规模将达到 9,040.90 亿人民币，预计年复合增长率可达 20%。

根据《国际地理信息产业发展报告（2018）》，对地观测领域上游部分（含卫星和地面系统、发射服务、载荷生产）预计在 2017 年-2020 年期间以 15.2% 的复合年增长率增长，从 2017 年的 154 亿美元产值增加到 2020 年的 236 亿美元。对地观测领域下游服务（含商业图像数据，增值服务）的产值预计将从 2017 年的约 283 亿美元增长到 2020 年的 423 亿美元。

公司竞争力和市场地位：公司是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，在国内数字地球行业具有领先地位。经过十余年的数字地球理论和研发积累，公司已经攻克云计算、大数据、空天大数据智能处理等核心技术，推出了第五代 GEOVIS 数字地球产品，并在各大应用领域拥有成熟的应用解决方案，得到了市场及客户的高度认可，树立了良好的公司品牌和信誉。GEOVIS 数字地球作为中科星图的核心产品获得北京市科学技术奖一等奖、军队科技进步一等奖、军队科技进步二等奖、军队科技进步三等奖。

下游客户及销售模式：在销售模式上，公司以直接向国防、政府、行业和企业用户销售成套数字地球产品和数据服务为主，以提供系统功能或数据产品的云服务发布销售模式为辅。2018 年，前五大客户贡献的收入占比总收入的 54.43%..

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次中科星图选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 5500 万股，募投 7 亿，主要投向 GEOVIS 6 数字地球项目（2.5 亿）、空天遥感数据 AI 实时处理与分析系统项目（1.5 亿）、基于 GEOVIS 数字地球的 PIM 应用项目（1.0 亿）、营销服务网络建设项目（0.5 亿）、补充流动资金项目（1.5 亿）领域，项目的实施将有望进一步提升公司的研发能力，增强公司研制的“GEOVIS 数字地球”系列核心产品竞争力，扩大市场规模，进而实现公司战略发展目标。

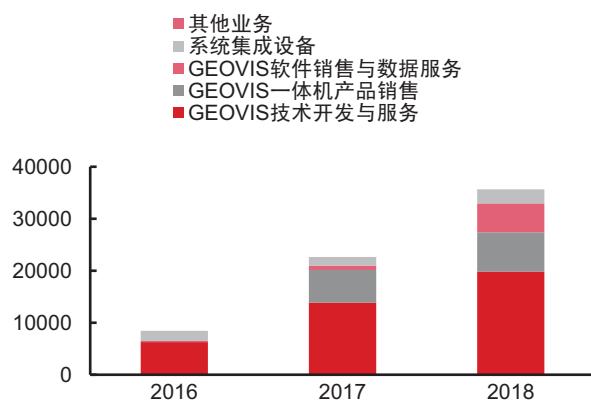
可比公司情况：目前在细分领域中不存在与公司完全可比的上市公司，从与公司业务范围和客户特征存在部分重叠和相似性的角度出发，选取的可比公司包括超图软件、数字政通、久远银海等。同行业上市公司中，中科星图营业收入增长率高于行业平均值，源于充分受益于地理信息产业的发展，依托发行人自身优势和竞争力，公司盈利能力快速增强。公司销售费用率略低于同行业可比上市公司平均水平，管理费用率与同行业可比上市公司平均水平接近。2017 年公司销售费用率 6.03%，管理费用率 12.11%。

风险因素：研发进展不及预期，互联网巨头加入竞争，人才流失风险等。

A股产业链上下游龙头公司及相关影子股：就业务部分而言，公司的可比公司有四维图新、旋极信息；启明星辰是公司下游客户；中科曙光持有中科星图 2.329% 的股份。

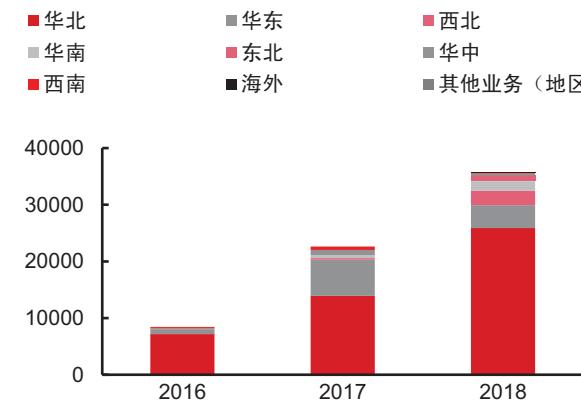
估值方法建议：建议按照总市值方法，在确定下游细分领域，特别是国防领域应用需求总市场空间基础下，结合公司细分市场市占率，给与市值与市场业务空间直接对标。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司是国内最早从事数字地球产品研发与产业化的企业，获得多项荣誉资质

荣誉资质

- 北京市级企业科技研究开发机构
- 北京市国民经济和装备动员重点单位
- 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
- 2018 “军工榜” 年度十大商业航天企业

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：中科星图近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	84.34	226.35	356.58
营业增长率 YoY	-	168.37%	57.54%
净利润（百万元）	14.87	39.04	86.9
净利润增长率 YoY	-	162.53%	122.60%
毛利率	53.07%	46.70%	55.59%
净利率	17.63%	17.25%	24.39%
净资产收益率	57.67%	73.33%	51.02%

资料来源：Wind，中信证券研究部

当虹科技：智能视频解决方案与视频云服务提供商

公司简介及主营产品/业务：当虹科技成立于 2010 年，公司为软件类企业，专注于智能视频技术及整体解决方案的研发、设计与销售和视频云服务，通过持续创新和自主研发，向传媒文化和公共安全等行业用户提供视频直播产品、内容生产产品、互动运营产品和公共安全产品等，并为其提供专业视频技术服务。

行业情况：本段内容摘自招股书（申报稿）。根据《2018 年第四季度中国有线电视行业发展公报》，截至 2018 年 12 月底，我国有线电视用户总量 22,316 万户，年度净减少 2,139.6 万户，同比降幅达到 8.7%。根据《2018 年通信业务统计公报》，截至 2018 年 12 月底，IPTV 用户净增 3,315.9 万户，同比增长 27.1%，总量达到 1.55 亿户。根据 CNNIC 《中国互联网络发展状况统计报告（2019 年 2 月）》，截至 2018 年 12 月，网络视频用户规模达 6.12 亿，较 2017 年底增加 3,309 万，占网民总体的 73.9%。手机网络视频用户规模达到 5.90 亿，较 2017 年末增加 4,101 万，占手机网民的 72.2%。根据中国报告大厅数据，2010 年至 2017 年，我国视频监控市场规模从 242 亿元增长至 1,142 亿元，复合增长率超过 24%。

市场地位：根据招股书（申报稿），目前公司已覆盖国内主要的 IPTV 运营商、三大电信运营商、主流互联网视频公司、公安司法等公共安全行业用户。公司为广播级 AVS2 超高清实时编码器等产品的供应商，系央视 4K 频道的重点协作企业，已经在核心编转码设备和系统方面承担重任。

下游应用/客户：公司主要向下游传媒文化和公共安全领域内客户提供产品和服务。目前下游客户包括但不限于传媒文化领域中的传统媒体行业、新媒体行业和互联网视频行业及公共安全领域的相关行业客户。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次当虹科技选择《上市规则》第 2.1.2 条第（一）项规定的上市标准申请登陆科创板，拟公开发行 0.2 亿股，募投 6.0 亿，主要投向下一代编转码系统升级建设项目（1.8 亿）、智能安防系列产品升级建设项目（1.6 亿）、前沿视频技术研发中心建设项目（0.8 亿）、补充流动资金项目（1.8 亿）领域，为公司中长期发展蓄力。

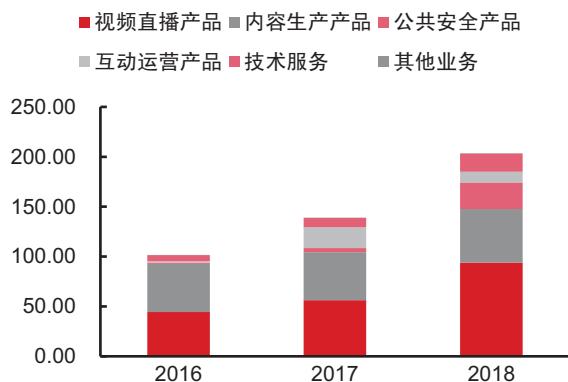
可比公司情况：根据招股说明书（申报稿），国内同类上市软件公司有数码科技、捷成股份、佳创视讯、中科大洋等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游供应商包括浪潮信息、中科曙光；业务相近的上市公司包括捷成股份、数码科技、佳创视讯。

风险因素：技术创新风险；市场竞争加剧；产业政策发生变化等。

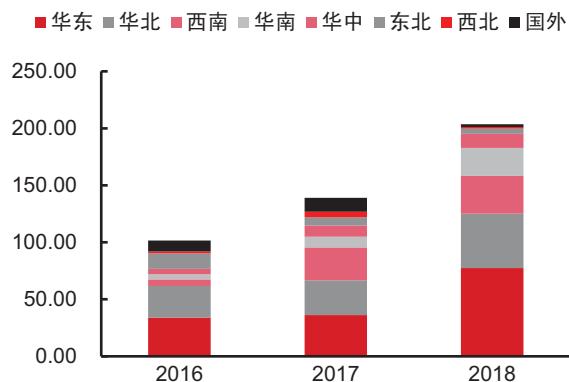
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分客户领域构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：当虹科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入(百万元)	101.51	138.98	203.55
营业收入增长率 YOY		36.91%	46.46%
净利润(百万元)	35.67	40.68	63.90
净利润增长率 YOY		14.04%	57.07%
毛利率	73.81%	65.69%	61.74%
净利率	35.14%	29.27%	31.39%
净资产收益率 ROE	45.17%	17.17%	18.19%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

新光光电：军用光学仿真技术领先，产品先发优势明显

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2007 年，是国内军用光学制导、仿真、测试领域的领先企业，主营业务包括光学目标与场景仿真系统、光学制导系统、光电专用测试设备、激光对抗系统四大板块。光学目标与场景仿真系统可以模拟复杂作战场景，应用于先进武器系统的研制，目前已研制四代系列产品，总体技术水平达到国际先进、国内领先。光学制导系统方面具备研发多种型号可见光、红外、激光、多模复合光学制导系统的能力，多项关键技术有效支撑了多个重点型号导弹的研发、生产和装备。光电专用测试设备可以为导弹定型、批产贮存和发射各环节提供技术支持和装备支撑，目前已完成 10 个重点型号导弹的配套任务。激光对抗系统方面目前已经完成了国内多台套激光合束发射系统的样机研制工作。此外，公司还探索森林防火、电力、铁路、安防等民用市场，部分产品已完成试点应用。

市场空间：导弹贮存期占到其服役寿命的 99.9%，导弹在弹药库长期存储或在阵地临时存放期间需定期或不定期对光学制导武器进行检测，预计随着我军实战化训练加强以及战备快速性和战时可靠性的需求不断增加，导弹的消耗及检测需求将持续提升。

公司竞争力和市场地位：1) 光学制导及测试领域技术行业领先。公司在像方扫描成像制导技术、大视场高速红外成像制导技术、激光空间合束技术等方面完成重大突破，于 2016 年获得国防科技进步一等奖。公司承担了 4 项国家重大科技专项、高工工程等重大型号配套研制工作，20 余项国家重点武器型号的配套研制工作。2) 产品具有先发优势。公司具备多品种、系列化高端军用产品的研发和批产能力，为多个重点型号导弹提供了高性能批量产品。军工行业产品定制属性较强，公司作为率先进入相关科研院所配套体系内企业拥有明显的先发优势。

下游应用/客户及销售模式：公司采用直销的销售模式，主要通过招投标、议标及单一来源采购等方式获取订单，批产产品价格按军方审价方式确定，主要客户包括航天科工集团所属单位、航天科技集团所属单位、航空工业集团所属单位和中国电子科技集团所属单位等。公司持续扩展客户数量，2018 年与第一大客户航天科工集团所属 13 家单位存在交易，与第二大客户航天科技集团所属 9 家单位存在交易，均显著高于 2016 年、2017 年对同一集团控制下的客户交易数量。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次新光光电选择第一套上市标准，拟公开发行不超过 2500 万股，募投 8.76 亿，募集资金计划用于光机电一体化产品批产线升级改造及精密光机零件制造项目（2.5 亿）、睿光航天光电设备研发生产项目（2.3 亿）、研发中心建设项目（1.36 亿）以及补充流动资金（2.6 亿）。

可比公司情况：以业务领域及主要产品类型相近程度为依据，新光光电可比公司包括高德红外（002414.SZ）、久之洋（300516.SZ）、大立科技（002214.SZ）、师凯科技（精准信息 300099.SZ 的全资子公司）、航天科工系统仿真、美国菲利尔公司等。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游包括光学原材料、金属原材料、电子元器件和结构件等，前五大供应商包括中国电科、兵器工业、航天科工等军工集团下属单位；下游主要为航天科工、航天科技、航空工业旗下单位。A 股上市公司中，海南海药（000566.SZ）通过上海联创间接参股新光光电。

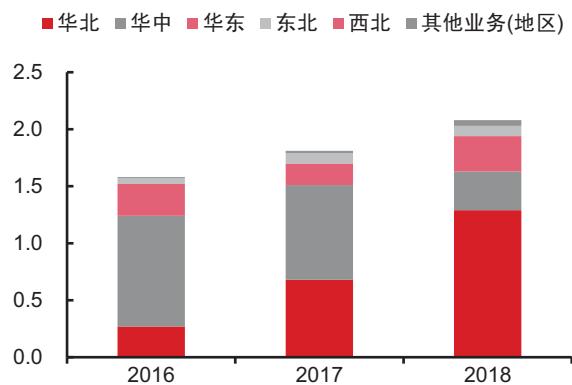
估值方法建议：建议采用 PE 估值法。公司主要面向 G 端市场，毛利率、净利率水平相对较高，采用传统 PE 估值法即可。

风险因素：产品研制及技术研发风险；毛利率下滑风险；招标采购不及预期风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



图 2：公司主营业务分地区构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司关键技术梳理

业务领域	核心技术
光学目标与场景仿真领域	领先的高动态红外场景生成技术；有成熟的薄膜式波束合成技术；有定制化的视景仿真软件开发技术
光学制导领域	有先进的像方扫描成像制导技术；精良的高动态性能红外成像制导技术
光电专用测试领域	大视场完善耦合技术、红外高质量静态图像生成技术、测试与标定技术等方面处于国内领先地位
激光对抗领域	攻克了激光空间合束技术、基于同波段的激光发射/接收成像共口径设计技术、热效应控制补偿技术、激光杂散光抑制技术、小型化激光红外干扰技术等关键技术难关
民品领域	将像方扫描成像制导技术、稳像技术、大视场完善耦合技术等军用技术民用化

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：新光光电近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	15,856.55	18,204.89	20,840.99
营业收入增长率 YoY	-	14.81%	14.48%
净利润（万元）	6,684.17	4,019.80	7,267.61
净利润增长率 YoY	-	-39.86%	80.80%
毛利率	72.25%	65.29%	48.59%
净利率	42.15%	22.08%	34.85%
净资产收益率	33.06%	9.70%	24.39%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

安集科技：打破国外厂商对化学机械抛光液的垄断

公司简介及主营产品：公司成立于 2006 年，主营产品包括化学机械抛光液（2018 年收入占比 82.78%，其中铜及铜阻挡层系列 66.32%，其他系列 16.46%）和光刻胶去除剂（占比 16.97%，其中集成电路制造用 5.15%，晶圆级封装用 4.36%，LED/OLED 用 7.46%）。公司营业收入持续增长，2017/2018 年同比增速分别为 18.20% 和 6.63%。

市场空间：根据 SEMI 数据，2017 年全球半导体材料销售额为 469.3 亿美元，其中晶圆制造材料销售额 278 亿美元。根据《中国电子报》，2018 年我国半导体材料市场规模 85 亿美元，其中晶圆制造材料市场规模约为 28.2 亿美元，封装材料市场规模约为 56.8 亿美元。根据 Cabot Microelectronic 统计及预测，2018 年全球 CMP 抛光材料市场规模为 20.1 亿美元，其中抛光液和抛光垫市场规模分别为 12.7 亿美元和 7.4 亿美元，2017-2020 年全球 CMP 抛光材料市场规模年复合增长率为 6%。

公司竞争力和市场地位：公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现了进口替代。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点规模化销售，应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线，14nm 节点产品进入客户验证阶段，10-7nm 技术节点产品研发中。截至 2018 年底，公司共获得 190 项发明专利，负责四项国家“02 专项”项目。公司化学机械抛光液 2016-2018 年全球市场占有率为 2.42%/2.57%/2.44%。

下游客户：公司销售较为集中但集中度持续下降，2016/2017/2018 年公司前五大客户占比分别为 92.70%/90.01%/84.03%，其中向中芯国际下属子公司销售占比 66.37%/66.23%/59.70%。公司前五大客户中芯国际、台积电、长江存储、华润微电子、华虹宏力均为全球或国内领先的集成电路制造商。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次安集科技选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 1327.7 万股，募投约 3 亿元，主要投向 CMP 抛光液生产线扩建（1.2 亿）、集成电路材料基地项目（9400 万）、材料研发中心建设项目（6900 万）、信息系统升级项目（2000 万）。

可比公司情况：就化学机械抛光液和光刻胶去除剂两个细分领域而言，A 股市场无可比上市公司，可选取同为半导体材料行业的上海新阳和江丰电子。公司 2016/2017/2018 年毛利率分别为 55.61%/55.58%/51.10%，高于可比公司毛利率平均值（2016/2017 年分别为 37.77%/35.62%）。公司研发费用占比 2016/2017 年分别为 21.81%/21.77%，高于可比上市公司平均值 7.72%/7.14%。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游主要原材料供应商无 A 股公司，下游客户包括中芯国际（港股）、台积电（台股）、华虹半导体（港股）。A 股上市公司中，中兴通讯和新易盛通过春生三号间接持有公司股份，上海新阳和江丰电子与公司业务接近，鼎龙股份有 CMP 抛光垫产品与公司有抛光液有一定相关性。

估值方法建议：公司是国内关键半导体材料供应商，2017/18 年的净利润增速为 7.12%/13.14%，公司业绩稳健增长，在细分领域打破国外厂商垄断，具备进一步拓展潜力，建议综合 PE 法、PEG 法等进行估值。

风险因素：产品更新换代较快带来的产品开发风险；原材料供应及价格上涨风险；募投项目新增固定资产折旧导致利润下滑的风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（百万元）

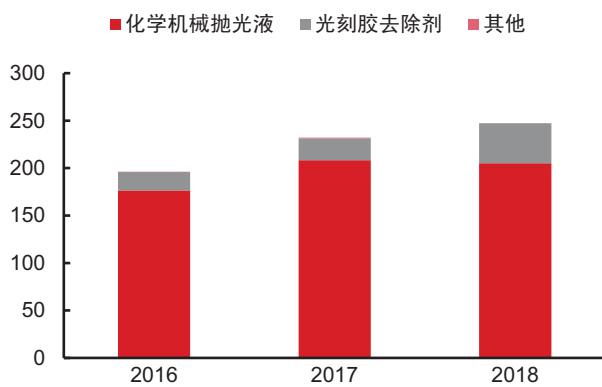
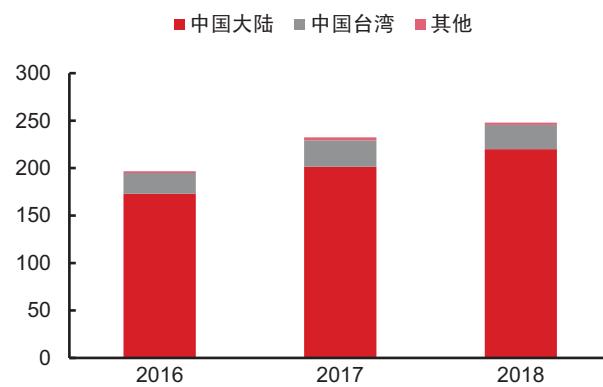


图 2：公司主营业务分地区构成（百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司主要产品全球市占率及竞争对手

	2016	2017	2018
全球化学机械抛光液销售额（万美元）	110000	120000	127000
公司化学机械抛光液销售额（万元）	17648.37	20834.64	20516.44
公司化学机械抛光液销售额（万美元）	2656.97	3085.79	3100.38
公司化学机械抛光液全球市场占有率	2.42%	2.57%	2.44%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：公司近三年报表关键指标

项目 / 年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	196.64	232.43	247.85
营业收入增长率 YOY		18.20%	6.63%
净利润（百万元）	37.1	39.74	44.96
净利润增长率 YOY		7.12%	13.14%
毛利率 (%)	55.61%	55.58%	51.10%
净利率 (%)	18.87%	17.10%	18.14%
净资产收益率 (ROE, %)	29.26%	14.10%	13.87%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

备注：ROE 为加权口径

赛诺医疗：持续研发投入的冠脉支架企业

公司简介。赛诺医疗成立于 2007 年，产品管线主要覆盖心血管、脑血管、结构性心脏病等介入治疗领域，其自主研发的 BuMA 生物降解药物涂层冠脉支架系统是公司的核心产品。目前 BuMA 支架及颅内球囊扩张导管等介入医疗器械为公司的主要收入来源，2018 年公司 91.47% 的收入来自支架销售、8.53% 的收入来自球囊销售。

行业情况。根据公司招股说明书（申报稿）数据，2017 年我国 PCI 手术例数 75 万例，平均植入支架数为 1.47 支，2013-2017 年整体复合增长率为 12.70%。从渗透率角度，目前我国平均每百万人行 PCI 的例数为 542，而同期日本、美国的例数分别超过 2000 例和 3000 例。国内冠脉支架市场的空间和老龄化进程、医疗保障水平等因素密切相关。

市占率情况。公司主要产品 BuMA 支架相对于同类型聚乳酸降解涂层药物支架具有技术优势，可降低植入后血栓事件发生率，并且在涂层降解时间、体内药物释放周期、涂层技术等方面上具有显著技术独特性并形成专利保护。公司市场占有率为 2015 年的 8.99% 提升至 2017 年的 11.62%，位居国内冠脉支架厂商中第四位。

销售模式。根据公司招股说明书（申报稿），公司销售模式以经销模式为主、直销模式为辅，在个别地区实行配送模式。截至 2018 年末，公司合作经销商超过 400 家，产品销售覆盖全国 30 个省市的超过 1000 家医院，其中超过 600 家为三级医院。

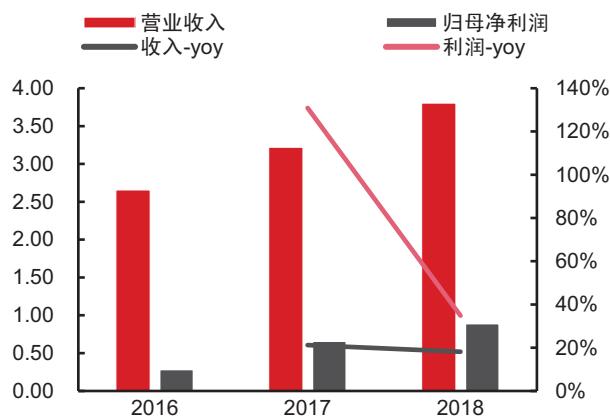
拟采用上市门槛及发行募资使用用途。此次赛诺医疗符合 2.1.2 条第二款标准登陆科创板，拟公开发行不超过 8000 万股，募集资金扣除发行费用后的净额全部用于公司主营业务相关的项目，包括：（1）高端介入治疗器械扩能升级项目，募投 1.44 亿元；（2）研发中心建设项目，募投 2268 万元；（3）补充流动资金，募投 1.00 亿元。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股。以下公司均有心脏支架产品在销售：乐普医疗、蓝帆医疗、微创医疗（HK）、信立泰。

风险因素：招标降价政策变化、新品研发不达预期、“两票制”推行风险、产品集中的风险等。

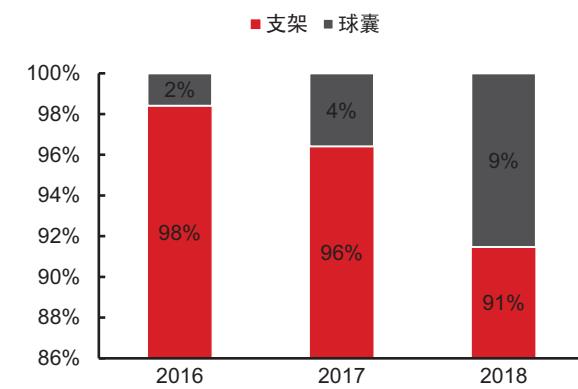
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：2016-2018 年公司营业收入、净利润（亿元）及增速



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：2016-2018 年公司主营业务结构占比（%）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：2015-2017 年我国心脏支架市场主要厂家的市场占有率（按植入量计算）

排名	企业名	2015 年	2016 年	2017 年
1	微创医疗	23.75%	23.50%	23.31%
2	乐普医疗	20.35%	20.33%	20.25%
3	吉威医疗	16.60%	15.50%	14.90%
4	赛诺医疗	8.99%	10.35%	11.62%
	前四合计	69.69%	69.69%	70.08%

资料来源：米内网，公司招股说明书（申报稿）

表 2：赛诺医疗 2016-2018 年主要财务指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	265.61	322.00	380.42
营业收入 YOY (%)		21.23%	18.14%
净利润（百万元）	28.65	66.15	89.19
净利润 YOY		130.87%	34.84%
毛利率	85.57%	83.84%	82.31%
净利率	10.79%	20.54%	23.45%
净资产收益率 ROE	14.13%	10.90%	12.72%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

中微公司：高端半导体设备国产化先锋

公司简介及主营产品：中微公司成立于 2004 年，是立足中国、面向全球的高端半导体微观加工设备公司，涉足半导体集成电路制造、先进封装、LED 生产、MEMS 制造等领域。产品分为等离子体刻蚀设备（2018 年收入占比 40.47%，其中电容性 CCP 用于介质刻蚀，电感性 ICP 用于硅刻蚀、通孔及沟槽刻蚀）、MOCVD 设备（占比 59.53%，用于 LED 外延片及功率器件），以及其他设备（2018 年未贡献收入，工业用空气净化 VOC 设备等）。

市场空间：分业务来看，1) 等离子刻蚀设备：根据 Factor&Equilibrium 预测，2019 年全球半导体刻蚀设备市场空间约 94 亿美元，预计 2017~2025 年销售额 CAGR 为 6.8%；根据 Gartner 估算，刻蚀设备中介质刻蚀与硅刻蚀均占 45%以上，金属刻蚀约占 3~4%。2) MOCVD 设备：根据 Technavio 统计及预测，全球 MOCVD 市场将从 2016 年 6.148 亿美元增加到 2021 年 11.628 亿美元，CAGR 达 13.6%。

公司竞争力和市场地位：公司 2016~18 年累计研发投入达 10.37 亿元，占收入比重平均 32%。公司已申请 1201 项专利，已获授权专利 951 项、其中发明专利 800 项，另外先后承担了五个国家科技重大专项。公司的等离子体刻蚀设备应用于 65nm~14nm/7nm/5nm 的 IC 制造及先进封装，达到国际先进水平。MOCVD 设备在行业领先客户生产线大规模投产，氮化镓基 LED MOCVD 世界排名前列、国内占主导地位。

下游客户：公司刻蚀设备客户包括国内外一线 IC 制造商、封测厂商，MOCVD 设备客户包括行业领先的 LED 芯片、功率器件制造商。近三年前五大客户包括台积电、中芯国际、海力士、华力微电子、联华电子、长江存储、三安光电、华灿光电、乾照光电、璨阳光电等。随着客户群体扩大和产品线拓宽，公司客户集中度有所下降，前五大客户占比由 2016 年的 85.74% 下降至 2018 年的 60.55%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次中微公司选择第四条上市标准登陆科创板，拟公开发行 5348.6 万股，募集资金 10 亿，主要投向高端半导体设备扩产升级项目(4 亿)、技术研发中心建设升级项目（4 亿）、补充流动资金（2 亿）领域，进一步扩展生产研发能力。

可比公司情况：可比公司包括国际市场上市的全球半导体设备龙头：应用材料、泛林半导体、东京电子、维易科、爱思强，以及 A 股上市的北方华创。中微公司 2018 年收入 16.39 亿元，在可比公司中较小，主要因公司之前深耕细分领域；从盈利水平来看，中微公司 2017 年毛利率 38.59%，高于北方华创、维易科、爱思强。

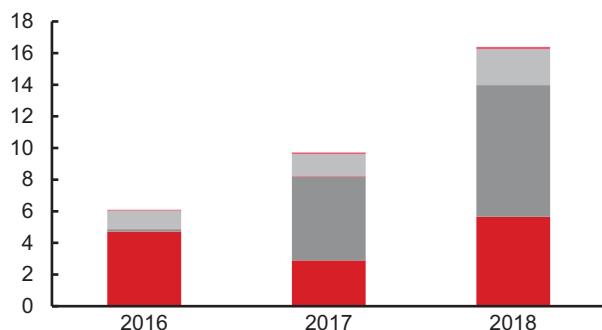
A 股市场产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据招股说明书（申报稿），公司上游公司中无 A 股上市公司，下游客户包括三安光电、华灿光电、乾照光电。A 股上市公司中，可立克通过置都投资间接持有公司股份，四川双马通过义务和谐锦弘间接持有公司股份），北方华创与中微公司同属 IC 设备行业。

估值方法建议：公司为国际先进的刻蚀及 MOCVD 设备国内龙头，客户涵盖台积电等国内外一线厂商，有望受益中国大陆对半导体设备的旺盛需求。公司 2017 年扭亏为盈，2018 年归母净利润增速 204%，处于快速增长期，建议综合采用 PS、PE、PEG 等估值方法。

风险因素：技术被赶超或替代的风险；研发方向存在偏差的风险；关键技术人员流失的风险；下游客户扩产不及预期的风险；知识产权争议风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）

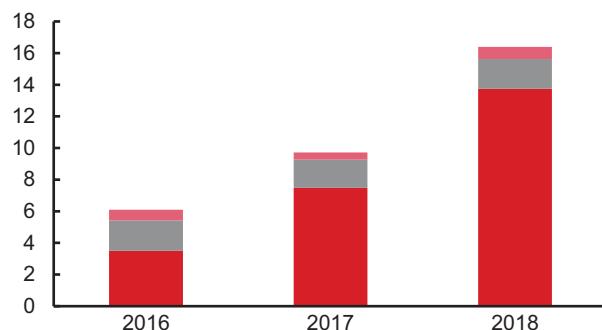
■ 刻蚀设备 ■ MOCVD 设备 ■ 其他设备 ■ 备品备件 ■ 设备维护



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：亿元）

■ 大陆地区 ■ 台湾地区 ■ 其他国家和地区



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司主要产品的市场地位

	全球市场份额	排名	主要竞争对手
介质刻蚀设备	3%	第四	日本东京电子、美国泛林半导体、美国应用材料
MOCVD 设备	15%	前三	美国维易科、德国爱思强
VLSI Research 客户满意度排名			
全球晶圆制造设备供应商	第三		
芯片制造设备专业供应商	第二		
薄膜沉积设备供应商	第一		

资料来源：公司招股说明书（申报稿），半导体行业观察，Technavio，中信证券研究部

表 2：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	609.53	971.92	1639.29
营业收入增长率 YOY	-	59%	68%
净利润（百万元）	-238.79	29.92	90.84
净利润增长率 YOY	-	113%	204%
毛利率	43%	39%	36%
净利率	-39%	3%	6%
净资产收益率 ROE	-	11%	4%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

备注：ROE 为摊薄口径

木瓜移动：出海数字营销服务商

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2008 年 4 月，面向海外市场，依托 Facebook 等海外媒体资源与大数据能力，为国内企业提供海外营销服务，包括搜索展示类服务（2018 年收入占比 97%）和效果类服务。公司 2016-2018 年分别实现营业收入 5.6 亿元、22.8 亿元和 43.3 亿元，2017、2018 年对应同比增速 304%、90%，归母净利润为 3434 万元、6176 万元和 8345 万元，2017、2018 年对应同比增速 80%、35%。

市场空间：公司主营业务主要属于云计算与互联网营销两大行业。我国大数据产业尽管起步较晚，但受 BAT 等大型互联网企业推动，近年来发展迅猛。根据信通院数据，2017 年我国大数据产业规模为 4700 亿元人民币，同增 30%；预计 2020 年超 1 万亿元，CAGR 约 30%。近年来，我国互联网营销发展极为迅速。根据艾瑞咨询，互联网市场空间由 2012 年的 773.1 亿元增长至 2017 年的 3327 亿元左右，其中移动互联网营销是核心驱动力。预计未来大数据应用市场规模将持续高速增长，同时大数据和机器学习的应用又将使互联网营销更加精准化。

公司竞争力和市场地位：公司在出海大数据营销产业中处于市场领先地位，在脸书媒体渠道出海营销收入排名前 2 位，在谷歌媒体渠道出海营销收入排名前 5 位。具体而言，公司主要具有四大方面的竞争优势：1) 技术优势：公司是首批涉足全球程序化投放的企业之一，经过 6 年发展形成了全套拥有自主知识产权的大数据业务系统，拥有超过 30 项核心技术；2) 数据资源优势：公司作为国内最早以技术为出发点构筑全球营销平台的企业之一，截至目前积累了全球 200 多个国家和地区超过 20 亿人的目标受众数据，数据规模达 PB 级别；3) 市场先发优势：数字营销行业壁垒较高，公司是国内最早涉足大数据营销的企业之一，积累了流量特征学习、大数据标准化、广告投放人工智能等经验，为后来者形成较高壁垒；4) 全球媒体资源优势和客户优势：与脸书、谷歌、推特等全球媒体进行技术对接，对接的媒体网络覆盖全球 200 多个国家和地区，合作媒体超 2000 家，覆盖全球 90%以上互联网高端用户；同时，公司还是百度、奇虎 360、今日头条等大型互联网企业的合作伙伴，积累超 5000 家企业客户。

下游应用/客户及销售模式：公司主要是直销模式，通过参加展会、上门拜访、老客户介绍、客户主动联系等方式开发新客户，达成合作意向后与其签订广告投放合同。投放完成后，公司信息系统自动汇总生成广告花费数据并收款。目前公司主营业务集中，2018 年搜索展示类产品占比 97.05%；前五大客户较为分散，2018 年营收总占比为 32.80%，第一大客户为 Diandian Interactive Holding。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：公司符合“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元”上市标准，此次拟向社会公众公开发行人民币普通股 2258 万股，占发行后总股本比例不低于 25%，主要用于“Papaya 大数据智能平台升级项目”、“研发中心建设项目”、“总部基地项目”和“补充流动资金项目”，投资总额分别为 32176 万元、6350 万元、9060 万元和 70000 万元。

可比公司情况：数字营销服务商领域，公司的可比公司主要包括华扬联众（603825）、蓝色光标（300058）、佳云科技（300242）等上市公司。其中蓝色光标具备市场公关领域传统优势，拥有大量国内品牌广告主资源，出海营销收入行业第一；佳云科技扎根国内程序化营销市场，提供全案与互联网营销服务；华扬联众为国内最大广告资源代理商之一，A股上市公司中数字营销收入排名第二。

A股产业链上下游龙头公司及相关影子股：上游为 Facebook、Google 等海外互联网媒体巨头，无 A 股相关标的；下游为有出海需求的互联网公司，其中 Diandian Interactive Holding 为世纪华通（002602.SZ）子公司。

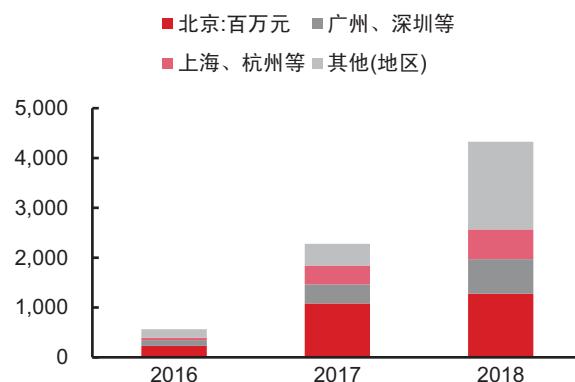
估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司已实现盈利，可参考行业可比公司采用 PE 方法估值；考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 作为补充。

风险因素：移动营销行业竞争加剧，供应商集中度过高，应收账款减值等风险。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司具备出海数字营销服务优势

市场地位指标	简介
技术优势	公司是首批涉足全球程序化投放的企业之一，经过 6 年发展形成了全套拥有自主知识产权的大数据业务系统，拥有超过 30 项核心技术
数据资源优势	公司作为国内最早以技术为出发点构筑全球营销平台的企业之一，截至目前积累了全球 200 多个国家和地区超过 20 亿人的目标受众数据，数据规模达 PB 级别
市场先发优势	数字营销行业壁垒较高，公司是国内最早涉足大数据营销的企业之一，积累了流量特征学习、大数据标准化、广告投放人工智能等经验，为后来者形成较高壁垒
全球媒体资源优势和客户优势	与脸书、谷歌、推特等全球媒体进行技术对接，对接的媒体网络覆盖全球 200 多个国家和地区，合作媒体超 2000 家，覆盖全球 90% 以上互联网高端用户；同时，公司还是百度、奇虎 360、今日头条等大型互联网企业的合作伙伴，积累超 5000 家企业客户

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入：百万元	565	2,279	4,328
同比(%)	65.5	303.5	89.9
净利润	34	62	83

	2016	2017	2018
同比(%)	-1.7	79.9	35.1
ROE(摊薄)(%)	23.1	20.7	21.0
销售毛利率(%)	20.3	6.2	4.4
销售净利率(%)	6.1	2.7	1.9

资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：公司商业模式示意图



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

博众精工：高速成长的自动化系统服务商

公司简介及主营业务：成立于 2006 年 9 月，是国内数字化工厂系统解决方案提供及服务商，主要从事自动化设备、自动化柔性生产线、自动化关键零部件以及工装夹的生产，产品涵盖消费电子、汽车、新能源等行业。分业务来看，自动化设备营收占比超 70%，治具及零部件营收占比超 25%；分区域来看，2018 年由于区域结构调整，国内营收占比首次达到 40%。

市场空间与行业发展：根据 IHS 的数据，对于工业自动化行业，2019 年全球产业规模将达到 2,182 亿美元。根据中国工控网的数据，2018 年中国自动化市场规模达 1,830 亿元，同比增长 10.5%；2008-2018 年中国自动化市场规模复合增速为 4.9%。根据 IFR 的数据，对于机器人行业，2017 年全球机器人销售额达 147 亿美元，同比增长 11.36%；我国的机器人销售额 42.2 亿美元，同比增长 24.12%，过去五年的复合增速 31.48%，高于全球平均增速 17 个百分点。2013-2017 年我国汽车制造业、电子信息业的固定资产投资完成额 CAGR 分别为 10%、21%。行业固定资产投资规模的不断增长为自动化设备应用和升级创造了较为广阔和持续的市场需求。

公司竞争力：目前公司 30%的员工为研发人员，2018 年度经审计研发费用占营业收入的 11.43%，高于同期行业平均水平。截至 2018 年末，公司作为专利权人拥有 1,131 项专利，其中发明专利 744 项，实用新型专利 342 项，外观设计专利 45 项。公司并先后获得了“江苏省高新技术企业”“江苏省科技小巨人企业”、“江苏省企业技术中心”等称号。

下游应用/客户 /销售模式：公司的主要产品应用于消费电子、汽车、新能源等行业，下游行业集中度较高，受此影响，公司来自主要客户的收入较为集中。2016-2018 年前五大客户销售收入占比分别为 81.44%、83.72% 和 74.35%，其中，第一大客户苹果公司销售收入占比分别为 59.09%、64.45% 和 47.21%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次博众精工选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 4,001 万股，募投 11.03 亿，主要投向消费电子行业自动化设备扩产建设项目（5.60 亿）、汽车、新能源行业自动化设备产业化建设项目（0.92 亿）、研发中心升级项目（1.01 亿）、补充流动资金（3.50 亿）。

可比公司情况：选取与公司同处于自动化设备行业的赛腾股份（603283.SH）、先导智能（300450.SZ）、赢合科技（300457.SZ）、机器人（300024.SZ）等 4 家公司作为对比标的。从盈利水平来看，2018 年公司毛利率、归母净利率分别为 41.78%、12.83%，处于行业领先地位。从期间费用来看，2018 年公司管理费用率为 7.28%，与行业平均水平 6.94% 接近；销售费用率为 8.72%，稍高于行业平均水平 5.64%，主要系开拓新的下游应用领域所致。从研发费用来看，2017 年公司研发费用率为 11.46%，高于行业平均水平 7.15%。

估值方法建议：参考已经上市的自动化设备企业，建议采用 PE 估值方法。

风险因素：公司未来将在自动化核心零部件等四个方面做战略性开拓，新业务开拓存在不确定性；前五大客户销售收入占比约 80%，存在客户集中度较高的风险；下游消费电子行业的景气波动将显著影响公司订单和业绩。

图 1：博众精工主营业务分产品构成

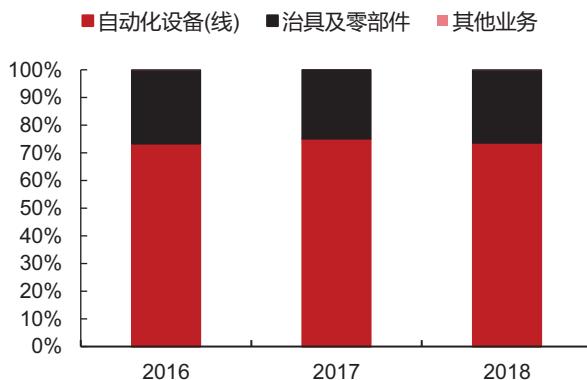
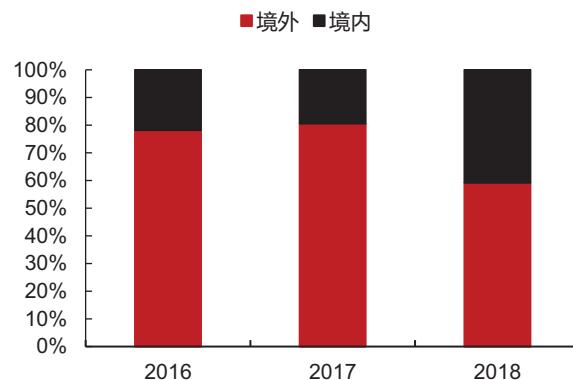


图 2：博众精工主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：博众精工近三年主要财务指标

项目	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	1,550.30	1,991.37	2,517.51
YOY	-	28.45%	26.42%
归母净利润（百万元）	275.99	80.39	323.01
YOY	-	-70.87%	301.80%
扣非后归母净利润（百万元）	26,010.96	28,155.74	30,674.64
YOY	-	8.25%	8.95%
研发费用（百万元）	197.16	253.27	287.79
研发费用率	12.72%	12.72%	11.43%
毛利率	44.99%	47.27%	41.77%
归母净利率	17.80%	4.04%	12.83%
扣非后归母净利率	16.78%	14.14%	12.18%
收益率 ROE(摊薄)	33.25%	9.81%	29.01%
扣非后净资产收益率 ROE(摊薄)	31.34%	34.37%	27.55%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

UCloud：国内领先的中立第三方云计算服务商

公司简介及主营产品/业务：公司 UCloud（优刻得）成立于 2012 年，是国内领先的中立第三方云计算服务商。产品以公有云为主（近三年营收占比 85%以上），并不断向私有云、混合云拓展，由 IaaS 层向 PaaS 层拓展，致力于为客户打造安全、可信赖的云计算服务平台。

行业发展：根据 IDC 统计，2018 年全球云计算市场规模达 3058 亿美元，同比增长 17.52%。我国云计算市场发展起步较晚，基数小，因此发展速度快，发展潜力大。2018 年国内公有云市场规模达 482.72 亿美元，同比增长 66.82%，增速领跑全球；其中，IaaS 占据主导地位，占比 65.18%，SaaS 和 PaaS 占比分别为 25.47% 和 9.35%。云计算相比传统 IT 架构具有低成本、高效率、弹性交付及快速响应等诸多优势，代替传统 IT 架构趋势明显。根据 IDC 预计，2018 至 2022 年我国公有云市场复合增长率达 39.91%，2022 年规模将达 1849.67 亿元。

公司竞争力和市场地位：公司自成立以来便专注于云计算领域，恪守中立原则，已成为国内最大的中立第三方云计算服务商。公司已为上万家企业级客户在全球的业务提供云服务支持，客户包括互动娱乐、移动互联、企业服务等互联网企业以及金融、教育机构、新零售、智能制造等传统行业的企业。公司目前拥有包括内核热补丁技术、数据回滚技术、软件定义网络、负载均衡技术、分布式数据库、安全屋等在内的多项业内领先或创新的云计算技术，公司核心产品在应用服务器响应时间、应用 CPU 使用率等关键性能指标上优于行业平均水平。

客户/市场：公司在互联网及传统行业拥有丰富的客户资源，与多家客户建立了较为密切的合作伙伴关系。截至 2018 年末，公司公有云平台注册用户数达 14.45 万名，消费 ID 数 1.29 万个，单个 ID 的 ARPU 值 9.18 万元，报告期内用户平均次月留存率分别为 86.60%、88.85% 和 90.66%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次 UCloud 选择第二十条第二款上市标准（预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元）登陆科创板，拟发行股票不超过 1.214 亿股，募集 47.50 亿元，主要投向多媒体云平台项目（10.50 亿元）、网络环境下应用数据安全流通平台项目（2.20 亿元）、新一代人工智能服务平台项目（8.80 亿元）、内蒙古乌兰察布集宁区优刻得数据中心项目（26 亿元）。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：按照公司招股说明书（申报稿），处于上游的 A 股上市公司有：紫光股份、浪潮信息；

估值方法建议：鉴于公司云计算业务已经初具规模，且盈利发展态势稳定，建议采用 PS 法。

风险因素：市场竞争风险；公司营业收入主要依赖于有云的风险；互联网企业作为公司下游主要客户带来的稳定经营风险；公司大数据及人工智能等新业务的培育风险；境外

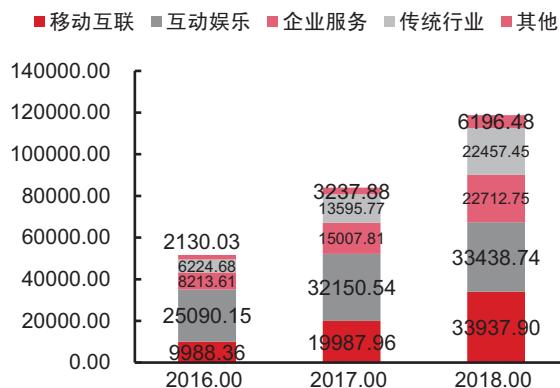
业务的经营风险；系统性安全的风险；技术革新风险；核心技术泄露及研发、人员流失的风险；信息安全与数据保密风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成



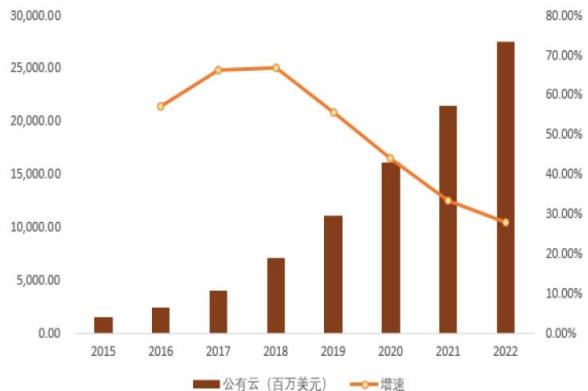
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分客户领域构成



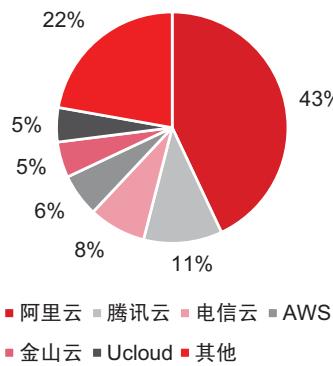
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 3：2015-2022 年国内公有云市场规模（百万美元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 4：2018 年上半年 UCloud 在中国公有云 IaaS 市场中排名第 6



资料来源：IDC，中信证券研究部

表 1：UCloud 近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入(万元)	51,646.84	83,979.97	118,743.32
营业收入增长率		62.60%	41.39%
净利润(万元)	-19,716.88	7,683.46	8,032.33
净利润增长率 YoY		128.11%	30.14%
毛利率	29.07%	36.47%	39.48%
净利率	-38.18%	9.15%	6.76%
净资产收益率 ROE（加权）	-34.41%	13.34%	5.50%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

澜起科技：为 AI/云计算提供芯片级解决方案

公司简介及主营产品：澜起科技成立于 2004 年，致力于为云计算和人工智能领域提供以芯片为基础的解决方案。公司在内存接口芯片（贡献超 99% 营收）领域深耕十多年，目前已进入国际主流内存、服务器和云计算领域，是全球内存接口芯片的主要供应商。2016 年起公司与 Intel 及清华大学鼎力合作开发津逮服务器平台，努力为云计算数据中心提供更安全、可靠的运算平台。

行业情况：内存接口芯片是服务器内存模组的核心逻辑器件，其作用是提升内存数据访问的速度及稳定性，其市场规模与内存出货量同步增长。根据公司招股说明书（申报稿），2018 年全球内存接口芯片市场空间 5.5 亿美元，较 2016 年规模接近翻倍。

市场地位：招股说明书（申报稿）显示，公司核心技术基于自主知识产权，并形成有规划、有策略的专利布局，截至招股说明书签署日，公司已获授权的国内外专利 90 项。公司能够提供从 DDR2 到 DDR4 完整解决方案，发明的 DDR4 全缓冲“1+9”架构被 JEDEC（电子器件工程联合委员会，为全球微电子产业的领导标准机构）国际标准采纳；同时公司正积极参与 DDR5 JEDEC 标准的制定。

下游应用/客户/市场：公司销售模式以直销为主，内存接口芯片主要面向三星、海力士、美光等 DRAM 龙头。由于消费电子芯片业务的剥离，近几年来公司下游客户集中度进一步提升，2016~2018 年公司前五大客户的营收占比分别为 70.18%/83.69%/90.10%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次澜起科技选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 1.13 亿股，募集资金 23.00 亿元，主要投向新一代内存接口芯片项目（10.18 亿元）、津逮服务器 CPU 及其平台技术升级项目（7.45 亿元）、AI 芯片研发项目（5.37 亿元）。

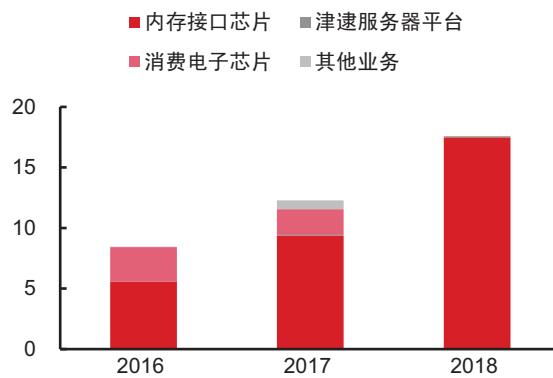
可比公司情况：集成电路设计行业国内 A 股上市公司中，尚无与公司产品相同的企业。按照公司招股说明书（申报稿），选取的可比公司为汇顶科技、兆易创新。两家可比公司与澜起科技在终端应用、上下游细分市场情况、竞争状况等方面存在差异，主要在经营规模、业务模式和盈利能力上具有可比性。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据招股说明书（申报稿），长电科技（封测）是公司的上游供应商。间接持有公司股份的 A 股上市公司有华西股份、新华文轩、中原高速。

风险因素：DDR5 内存接口芯片研发进展不及预期；津逮 CPU 客户导入不及预期；汇率波动风险等。

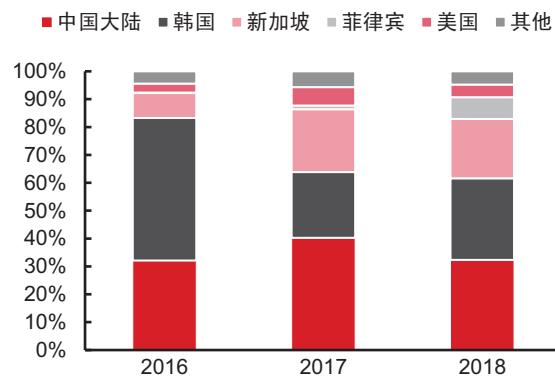
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司营业收入拆分——按产品结构（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司营业收入拆分——按地区分布



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：内存接口芯片主要供应商对比

	澜起科技	IDT	Rambus
公司概况	2004 年成立于上海，2018 年员工人数为 255 人。	1980 年成立于美国加州圣何塞，全球约 1700 人，2000 年纳斯达克上市。	1990 年成立于美国加州森尼维尔市，1997 年在纳斯达克上市，(截至 2018 年) 拥有 2500 多项专利，超过 800 名员工。
财务情况	2018 年收入约 17.6 亿元，几乎全部来自内存接口业务，净利润约 7.40 亿人民币，毛利率约 71%。	2019 财年前三季度营收 7.04 亿美元，其中内存接口芯片领域收入 2.07 亿美元，占比近 30%。	2018 年前三季度收入 1.63 亿美元，亏损 1.56 亿美元。
产品	安全可控的 CPU、内存模组以及内存接口芯片解决方案	内存接口芯片解决方案、交换机和网桥、信号完整性产品和电源管理解决方案	提供安全研发、高级 LED 照明设备和显示器以及拟真移动媒体领域的服务

资料来源：公司招股说明书（申报稿），各公司财报

表 2：公司关键财务数据

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	844.94	1,227.51	1,757.66
营业收入增长率 YOY	137%	45%	43%
净利润（百万元）	92.8	346.92	736.88
净利润增长率 YOY	-	274%	112%
毛利率	51%	53%	71%
净利率	11%	28%	42%
净资产收益率 ROE（加权）	11%	34%	37%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

申联生物：全国领先的口蹄疫合成肽疫苗企业

公司简介及主营产品/业务：申联生物成立于 2001 年，专业从事兽用生物制品研发、生产与销售，主要产品为猪口蹄疫疫苗。作为国内第一家合成肽疫苗生产企业，公司在国内口蹄疫合成肽疫苗市场处于领先地位（16/17 年国内市场占有率均保持第一）。

市场空间：据中国兽药协会统计，2017 年我国疫苗行业规模 133 亿元，近 9 年复合增速 11%。其中，口蹄疫苗作为最大的细分市场，增长尤快，格局最优（仅 8 家企业），2017 年行业规模已近 40 亿元，占比 30%。长期来看，疫苗市场持续受益于养殖规模化推动带来的市场苗渗透率的提高。据测算，2017 年我国生猪头均疫苗费用不足 8 元，同期温氏、牧原股份平均疫苗费已经达到 40 元，以此参照，我国猪用疫苗市场有将近 4 倍左右的成长空间，结合其余疫苗种类，整体估计疫苗市场规模有 2 倍上升空间（由于养殖规模化基本完成，家禽疫苗市场较为稳定；牛羊仍处于规模化早期，疫苗增长较慢）。

公司竞争力和市场地位：公司团队由张改平院士领衔，汇集众多行业经验丰富、跨领域、多学科的技术专家和海归博士，研发实力卓著。公司是国内口蹄疫合成肽疫苗领域的领军者，在巩固传统优势地位的同时，公司积极从事口蹄疫灭活疫苗的研发。此外，通过不断研发投入（2018 年研发占比达 7.74%），公司还储备有圆环、细小病毒等系列疫苗，产品系列有望进一步扩宽。

销售模式：公司销售模式以政府招标采购为主，占比超 94%，市场化销售占比不到 6%。公司针对疫情变化不断对产品进行升级，疫苗产品受到各地动物疫病主管部门的广泛认可，先后在全国 30 个省市中标，政采收入保持稳定。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次申联生物选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 0.5 亿股，募投 4.5 亿，主要投向口蹄疫灭活疫苗项目，以完善现有研发、生产体系和销售体系。

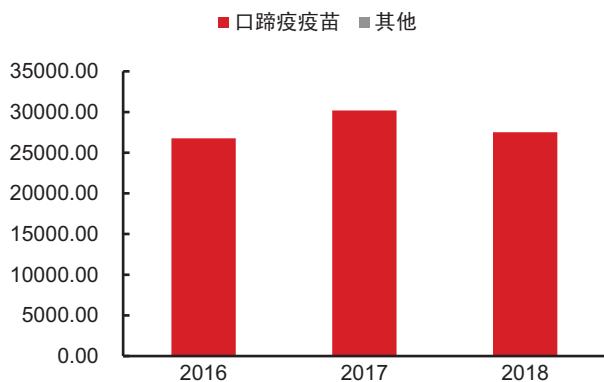
可比公司情况：同类上市公司中，申联生物与生物股份可比性最强。2017 年，申联实现收入 3.02 亿元（生物 19.01 亿元），归母净利 0.99 亿元（生物 8.70 亿元），毛利率 79.96%，净利率 32.68%。公司管理费用率连续两年低于行业平均，销售费用率与行业平均相当，2017 年公司管理费用率 14.27%，销售费用率 23.34%。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：同类上市公司有生物股份、海利生物、普莱柯、中牧股份、天康生物、瑞普生物等，均为生产销售动物疫苗的公司。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向下游养殖企业，采用传统 PE 估值法即可，考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 作为补充。

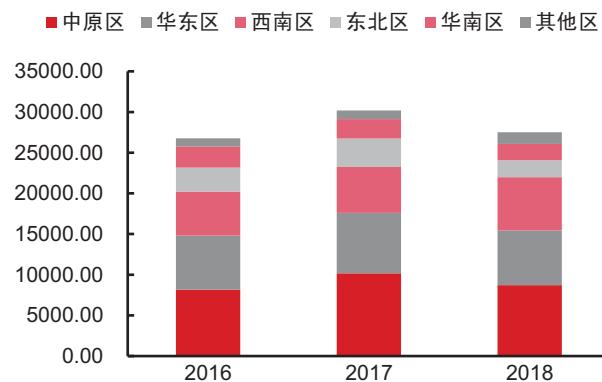
风险因素：疫情风险（如非洲猪瘟等全国范围的疫情对生猪存栏的影响等），销量不达预期风险，价格不达预期风险（如市场竞争加剧带来销售均价的下滑）、新产品上市不及预期（如新兽药获批时间过长等）等。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	267.71	301.94	275.06
营业收入增长率 YOY	-	12.79%	-8.90%
净利润（百万元）	73.47	98.68	87.58
净利润增长率 YOY	-	34.31%	-11.25%
毛利率	78.19%	79.96%	80.16%
净资产收益率 ROE	17.81%	19.59%	14.04%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

创鑫激光：国际知名的光纤激光器/核心光学器件厂商

公司简介及主营产品/业务：深圳市创鑫激光股份有限公司成立于 2004 年，是国内首批成立的光纤激光器制造商之一。公司主营业务包括脉冲光纤激光器和连续光纤激光器，2018 年销售收入占主营业务收入比例分别为 40.38%、59.33%，其他收入（定制特殊规格光纤激光器、直接半导体激光器和清洗机等）占比 0.29%。

市场空间：根据 Strategies Unlimited 发布的数据：2018 年全球激光器市场规模约为 137.5 亿美元，2009 至 2018 年 CAGR 为 11.14%。我国激光器和激光设备市场整体起步较晚，经过多年摸索实现了激光器和核心光学器件的规模化生产。根据中国科学院武汉文献情报中心《2018 中国激光产业发展报告》：2018 年我国激光设备销售收入达到 605 亿元，同比增长 22.2%，2011-2018 年激光设备市场销售规模 CAGR 达到 26.5%。

公司竞争力和市场地位：公司是国内首批成立的激光器制造商之一，也是国内目前实现光纤激光器、激光核心光学器件两类核心技术国产化并进行大规模生产的少数企业之一。根据公司招股说明书（申报稿）引用的中国科学院武汉文献情报中心《2019 中国激光产业发展报告》：2018 年公司为国内市场第二大本土激光器制造企业，国内激光器市场占有率为 12.3%。

下游应用/客户及销售模式：公司以直销为主，客户主要为激光设备集成商，2016~18 年 90%以上营收来自国内，TOP5 客户销售占比分别为 27.20%/26.66%/36.47%。随着我国制造业转型升级激光切割需求景气，公司 2016~18 年连续激光器营收占比显著提升，分别为 33.33%/42.83%/57.90%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次创鑫激光选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 2459 万股，募集资金 7.64 亿元，主要投向：(1) 苏州激光器产业基地建设项目 7.01 亿元，(2) 苏州研发中心建设项目 0.63 亿元。

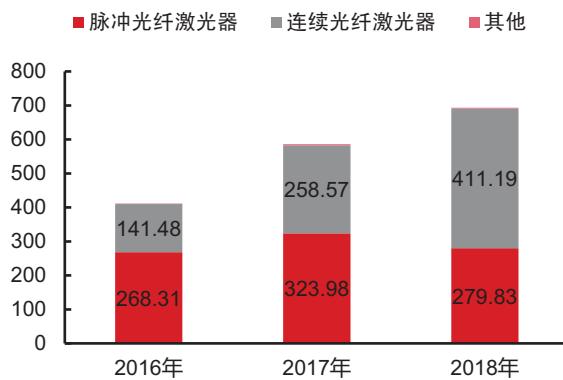
可比公司情况：与公司业务和产品最相似的国内企业为锐科激光。与锐科激光相比：(1) 2017 年公司连续光纤激光器销售收入 2.59 亿元，相比锐科激光的 7.19 亿元仍有差距，公司计划利用募集资金扩充连续光纤激光器产能，巩固在高功率和超高功率激光器领域的技术优势。(2) 2017 年公司脉冲光纤激光器销售收入 3.24 亿元，相比锐科激光的 1.75 亿元高出 84.76%，公司在全球脉冲光纤激光器市场占据一定优势。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：A 股产业链相关公司包括福晶科技（产业链上游材料），锐科激光（脉冲/连续光纤激光器厂商），大族激光（产业链下游激光装备制造），华工科技（产业链下游激光设备制造）。

估值方法建议：公司是我国实现光纤激光器进口替代的主力军之一，公司 2017/18 年扣非归母净利润增速为 2180.43%/39.53%，处于快速增长期，建议综合 PE 法、PEG 法等方法进行估值。

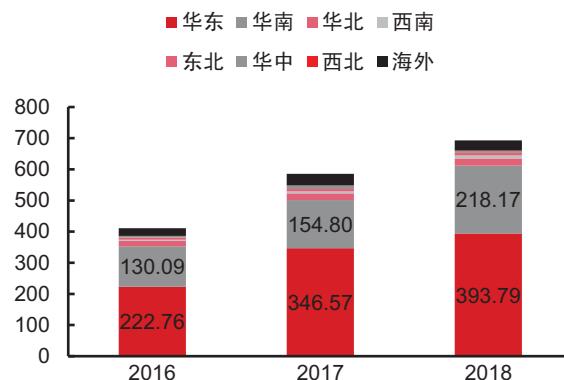
风险因素：技术升级迭代风险，市场竞争加剧和产品价格下降风险，重要进口原材料采购风险，税收优惠政策变化风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：激光器行业主要公司市占率

主要公司	市场占有率（2017年）
IPG	52.70%
锐科激光	12.10%
创鑫激光	10.30%
SPI/相干/恩耐	7.40%
杰普特	6.30%
其他	11.20%

资料来源：Laser Market Research，中信证券研究部

表 2：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	424.45	603.76	710.22
营业收入增长率 YOY	17.91%	42.25%	17.63%
净利润（百万元）	-3.67	76.31	106.47
净利润增长率 YOY	-114.43%	2180.43%	39.53%
毛利率	24.09%	33.44%	36.05%
净利率	-0.86%	12.64%	14.99%
净资产收益率 ROE（加权）	-2.03%	30.67%	29.26%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

天准科技：国内领先的机器视觉技术提供商

公司简介及主营业务：公司成立于 2009 年，专注服务于工业领域客户，以领先的机器视觉技术推动工业转型升级，帮助企业实现数字化、智能化发展。公司主要产品为工业视觉装备，包括精密测量仪器、智能检测装备、智能制造系统、无人物流车等，产品功能涵盖尺寸与缺陷检测、自动化生产装配、智能仓储物流等工业领域多个环节。

市场空间与行业发展：机器视觉是人工智能最重要的分支之一，在国内外人工智能企业应用技术中占比超过 40%。根据中国机器视觉产业联盟统计，2015-2017 年机器视觉行业快速增长，销售额 CAGR 达 36.4%，与此同时，机器视觉产品的应用范围也逐步扩大，由起初的半导体和消费电子行业，扩展到汽车制造、光伏半导体等领域，在交通、机器人等行业也有大量应用。

公司竞争力和市场地位：公司凭借领先的机器视觉技术研发能力，通过持续高强度的科技创新，不断满足工业领域客户的最新需求，为客户提供最优的产品与解决方案。目前，公司产品已经可以与国外知名品牌竞争，成功实现进口替代，在中国工业领域转型升级起到重要作用。据中国机器视觉产业联盟调查，2017 年，国内机器视觉企业平均销售额约为 7,269.3 万元，年销售额在平均线以上的企业数量占全部被访企业总数的比例约为 26.4%，营业收入超过 1 亿元以上的占比 16.5%。公司 2018 年实现销售收入超过 5 亿元，在国内机器视觉产业处于领先地位。

下游应用/客户：公司采用直销为主、经销为辅的销售模式，下游应用行业覆盖消费电子行业、汽车制造业、光伏半导体行业、仓储物流行业等工业领域，主要客户群体包括苹果公司、三星集团、富士康、欣旺达、德赛集团、博世集团、法雷奥集团、协鑫光伏、菜鸟物流等国际知名企。

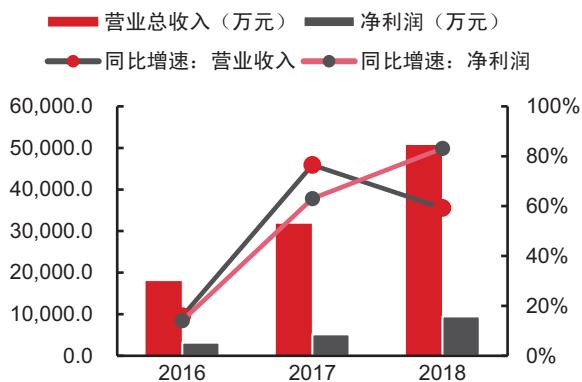
拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次天准科技选择第三条上市标准登陆科创板，拟公开发行 4840 万股，募投 10 亿，主要投向机器视觉与智能制造装备建设项目（4.75 亿）、研发基地建设项目（2.75 亿）、补充流动资金（2.5 亿）领域。

可比公司情况：基于主营业务、产品形态、应用领域的相似性，选择精测电子（300567.SZ）、美亚光电（002690.SZ）、赛腾股份（603283.SH）三家 A 股上市公司作为可比公司，2018 年公司毛利率达 49.2%，净利率达 18.6%，处于行业中游水平。2018 年公司销售费用率 12.1%。

估值方法建议：公司收入和利润已初具规模，并处于快速成长阶段，建议采用 PE 估值方法。

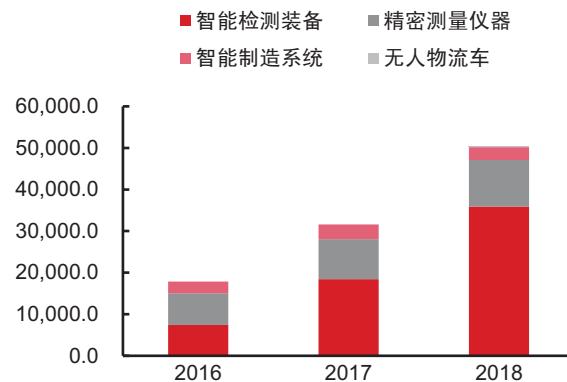
风险因素：宏观经济变化、客户集中度高，研发失败等风险。

图 1：公司营业收入及净利润情况



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司收入分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：天准科技近三年主要财务指标

	2016	2017	2018
营业总收入（万元）	18,085.0	31,920.1	50,828.0
同比	15.8%	76.5%	59.2%
净利润（万元）	3,163.6	5,158.1	9,447.3
同比	14.1%	63.0%	83.2%
毛利率	17.5%	16.2%	18.6%
净利率	58.0%	48.0%	49.2%
ROE	16.7%	21.1%	26.3%

资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 海尔生物：生物医疗低温储存领域的国内龙头企业

公司简介及主营产品/业务：成立于 2005 年 10 月，发行人主营业务始于生物医疗低温存储设备的研发、生产和销售，是基于物联网转型的生物科技综合解决方案服务商。实际控制人为海尔集团，合计持股 55.8%。从产品主要应用场景来看，发行人主营业务涵盖五大领域：生物样本库（2018 年收入占比 47.2%）、药品与试剂安全（26.5%）、疫苗安全（13.0%）、血液安全（4.1%）、生命科学实验室（7.0%）。

市场空间：根据 Evaluate Med Tech 发布的《2018 年全球医疗器械市场概览与 2024 年展望》，2017 年全球医疗器械销售规模为 4,050 亿美元，预计 2024 年将达到 5,950 亿美元，年均复合增长率保持在 5.6%。根据《中国医疗器械蓝皮书》统计，2017 年中国医疗器械市场规模达到 4,425 亿元，2008-2017 年均复合增长达到 23.6%，远高于全球医疗器械市场同期增速。

公司竞争力和市场地位：目前公司研发人员占比为 27.0%，2018 年度经审计研发费用占营业收入的 10.7%。截至 2018 年末，公司拥有 177 项专利，其中发明专利 31 项。公司在低温存储领域有着近 20 年的研发和技术积累，突破了多项关键技术，为率先在国内实现低温存储设备规模化生产的企业之一，位居国产品牌市场占有率第一位。

下游应用/客户及销售模式：公司销售模式以经销为主，2016-2018 年，经销收入占比分别为 94.5%、82.5% 和 76.1%。公司产品最终用户涵盖医院、生物制药公司、高校等科研机构、检测中心、疾控中心等，2016-2018 年前五大客户销售收入占比分别为 11.8%、12.6% 和 19.2%，客户集中度较为分散。

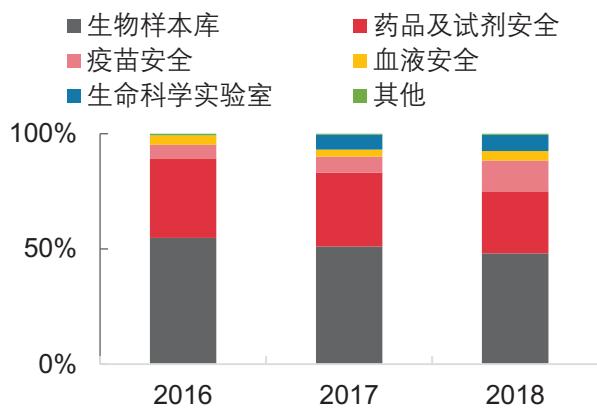
拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次海尔生物选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 9,116 万股，募投 10.0 亿元，主要投入海尔生物医疗产业化项目（3.0 亿元）、产品及技术研发（5.0 亿元）、销售网络建设（2.0 亿元）。

可比公司情况：在上市公司中，选取同处于低温存储设备行业的中科美菱（835892.OC）、澳柯玛（600336.SH）作为可比标的。从盈利水平来看，2018 年公司毛利率、归母净利率分别为 50.8%、13.5%，高于同行业可比公司。从研发费用来看，2018 年公司研发费用率为 10.7%，高于中科美菱的 6.5%。

估值方法建议：参考已上市存储设备企业的估值方式，建议对公司采用 PE 估值方法。

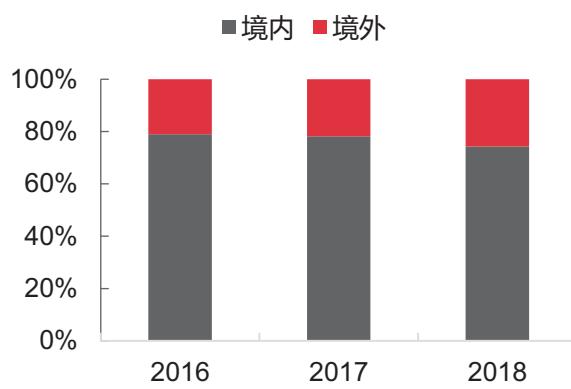
风险因素：公司运用物联网技术持续升级产品，新产品推广存在不确定性；行业竞争加剧，公司研发进度不及预期的风险；医疗器械行业监管政策变化的风险等。

图 1：海尔生物主营业务分产品构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：海尔生物主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：海尔生物近三年主要财务指标

项目	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	481.98	621.41	841.67
YOY	2.90%	28.93%	35.45%
归母净利润（百万元）	123.21	60.39	113.96
YOY	53.93%	-50.98%	88.70%
研发费用（百万元）	35.67	82.88	90.35
研发费用率	7.40%	13.34%	10.73%
毛利率	52.90%	52.87%	50.75%
归母净利率	25.56%	9.72%	13.54%
收益率 ROE(摊薄)	17.05%	9.82%	10.27%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

晶丰明源：领先的电源管理驱动类芯片设计企业

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2008 年，是国内领先的电源管理驱动类芯片设计企业之一，目前主要产品包括 LED 照明驱动芯片（贡献 90%以上营收）、电机驱动芯片等电源管理驱动类芯片。其中 LED 照明驱动芯片又可分为通用 LED 照明驱动芯片和智能 LED 照明驱动芯片，2018 年营收占比分别为 75%/16%。

市场空间：公司产品 LED 照明驱动芯片、电机驱动芯片，属于模拟芯片类别中的电源管理类芯片。根据 Semiconductor 数据及估算：2017 年全球电源管理芯片产值为 223 亿美元、同比+12.63%，2018 年市场空间估测达到 248 亿美元。根据国家半导体照明工程研发及产业联盟（CSA）统计：2016 年我国国内 LED 照明产品产量约为 80 亿只（台/套），2017 年上升到 106 亿只（台/套）、同比+32.50%。

公司竞争力和市场地位：公司掌握电源管理驱动芯片多项核心技术，自主研发的 700V 高压集成工艺等技术已达到业内领先水平。截至 2018 年，公司已获得国际专利 4 项、国内专利技术 149 项、集成电路布图设计专有权 105 项。在技术、规模、品牌优势驱动下，2016 年公司在国内 LED 照明驱动芯片市场占有率达到 28.80%，位于行业领先水平。

下游客户：公司销售模式以经销和直销结合，2018 年经销商客户的营收占比达 73%。公司目前与国内外主要的 LED 照明产品供应商均建立了长期的合作关系，如飞利浦、欧普照明、雷士照明、阳光照明、三雄极光、佛山照明、得邦照明等。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次公司采用第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行 1540 万股，募集 7.10 亿元，主要投向：1、通用 LED 照明驱动芯片项目（1.69 亿元），2、智能 LED 照明芯片项目（2.41 亿元），3、产品研发及工艺升级（3.00 亿元）。

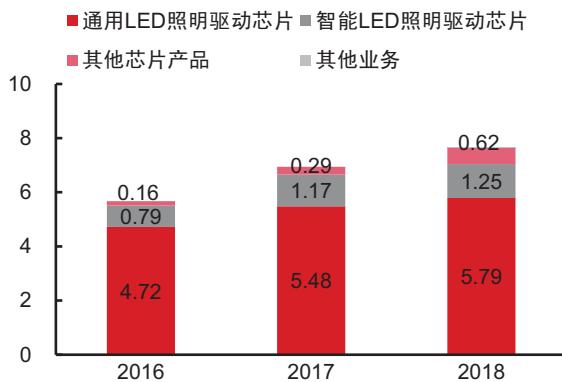
可比公司情况：根据招股说明书（申报稿），公司可比公司包括士兰微、圣邦股份、全志科技和上海贝岭。2016 年至 2018 年，公司综合毛利率分别为 20.31%/22.06%/23.21%，低于可比上市公司平均水平 32.98%/33.35%/-，主要原因是主营业务产品结构和下游应用领域不同。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据招股说明书（申报稿）：公司上游晶圆供应商有华虹半导体（港股）、中芯国际（港股），MOS 供应商有华微电子；封测服务商包括华天科技、长电科技、通富微电；下游客户有欧普照明、雷士照明（港股）、阳光照明、三雄极光、得邦照明等。A 股上市公司中从事 LED 驱动芯片业务的主要有士兰微、圣邦股份。

估值方法建议：公司是国内领先的 LED 照明驱动芯片设计企业，2016~18 年净利润 CAGR 为 64.9%，处于持续增长期，建议综合 PE 法、PEG 法等进行估值。

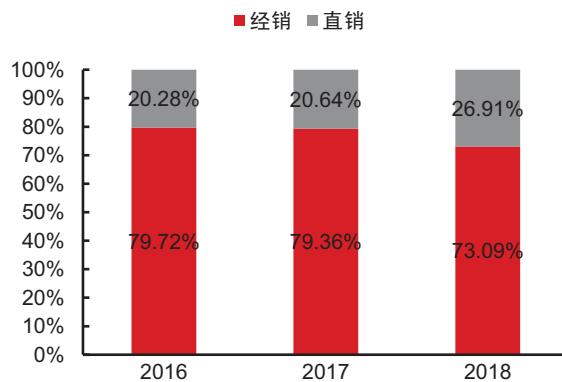
风险因素：产品结构单一；下游 LED 照明产品需求不及预期；LED 照明驱动芯片市场竞争加剧等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分销售模式构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 3：公司 LED 照明驱动芯片已切入国内外主流 LED 照明厂商供应链中



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：公司近三年报表关键指标（单位：百万元）

	2016	2017	2018
营业收入	567.49	694.38	766.59
营业收入增长率	-	22.36%	10.40%
净利润	29.92	76.12	81.33
净利润增长率	-	154.44%	6.85%
毛利率	20.31%	22.06%	23.21%
净利率	5.27%	10.96%	10.61%
净资产收益率 ROE（加权）	19.08%	48.10%	34.52%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

聚辰股份：国内 EEPROM 存储芯片龙头企业

公司简介及主营产品：聚辰半导体股份有限公司成立于 2009 年，是专门从事研发、制造和销售模拟和数字集成电路产品的科技企业。公司拥有 EEPROM（电可擦除可编程只读存储器）、音圈马达驱动芯片和智能卡芯片三条主要产品线，营收占比分别为 89.2%、8.93%、1.37%。公司是国内最大的（EEPROM）供应商，也是手机摄像头领域组合产品（EEPROM + Lens Driver）的全球最大的供应商。

市场空间：分业务看：(1) EEPROM：据赛迪顾问统计及预测：2018 年全球 EEPROM 市场规模达到 7.14 亿美元、同比增长 5.61%；智能手机摄像头和汽车电子成为 EEPROM 市场增长的主要驱动力，预计 2023 年市场规模将达到 9.05 亿美元。(2) 音圈马达驱动芯片：主要应用于智能手机的摄像头模组，单机多摄像头趋势有利于市场稳定增长。根据赛迪顾问统计和预测：2018 年全球智能手机摄像头领域对 EEPROM 的需求量 21.63 亿颗，预计到 2023 年 EEPROM 需求量将达到 55.25 亿颗。(3) 智能卡芯片：据沙利文统计及预测：2018 年全球智能卡芯片出货量增长到 155.89 亿颗、5 年复合年增长率为 14.66%，预计 2023 年全球智能卡芯片市场规模将达到 38.6 亿元。

公司竞争力：根据赛迪顾问统计数据：2018 年公司为全球排名第三的 EEPROM 供应商（市占率 8.17%）、国内市场份额第一；公司的智能手机摄像头 EEPROM 产品全球排名第一（市占率 42.72%）。公司持续投入研发，2016~2018 年研发投入占收比分别为 16.07%/13.75%/12.06%；截至 2018 年底公司拥有境内发明专利 26 项、实用新型专利 16 项、美国专利 5 项、集成电路布图设计登记证书 44 项，建立起完整的自主知识产权体系。

下游应用：公司产品广泛应用于消费电子、汽车电子、通讯、电脑及周边、工业控制、智能识别、公共交通等诸多领域。公司销售模式为“经销为主、直销为辅”，2018 年 TOP5 客户为深圳智嘉电子（21.25%）、柏建电子（11.77%）、算科电子（10.20%）、Lipers Enterprise（7.59%）以及 Macnica Galaxy（6.77%）。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：聚辰股份选择科创板上市第一条标准，拟公开发行不超过 3021 万股，募集资金 7.20 亿元，主要投向：(1) 以 EEPROM 为主体的技术开发及产业化 3.60 亿元，(2) 混合信号类芯片产品技术升级 2.60 亿元；(3) 研发中心建设 1.0 亿元。

可比公司情况：目前 A 股及港股上市公司中，主营业务为存储用途的模拟和数字集成电路产品的企业较少，其中上海复旦（港股）主要产品包括 EEPROM 等非易失存储芯片、兆易创新主要产品为闪存芯片，具有一定可比性；此外，也将同样采用 Fabless 模式的 IC 设计企业汇顶科技、圣邦股份、富瀚微、中颖电子作为可比公司。2016-2018 年公司综合毛利率分别为 45.47%/48.53%/45.87%，与上述可比公司平均值 44.74%/44.98%/45.87% 接近、不存在重大差异。

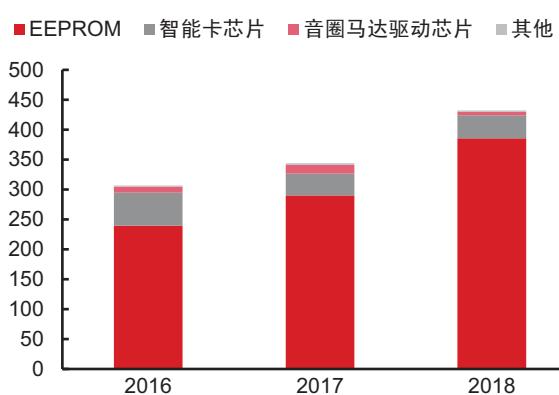
A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：根据公司招股说明书（申报稿），公司上下游公司包括中芯国际（港股，上游晶圆制造）、长电科技（上游封装测试供应商）、舜宇

光学科技（港股，下游摄像头模组）、欧菲科技（下游摄像头模组）、丘钛（港股，下游摄像头模组）、小米集团（港股，下游终端客户）、青岛海尔（下游终端客户）、中兴通讯（下游终端客户）等。公司与天壕环境有同一最终实际控制人。

估值方法建议：公司2017/18年归母净利润增速为66%/80%，处于快速增长期，建议综合PE法、PEG法等方法进行估值。

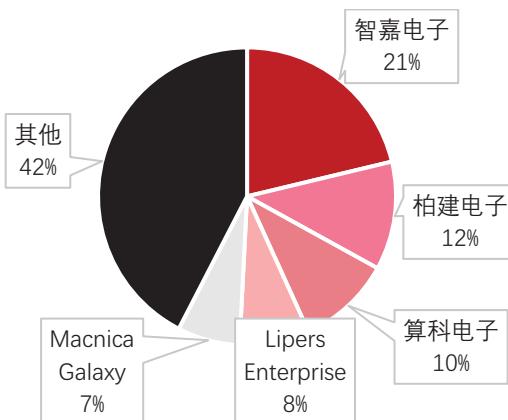
风险因素：技术升级迭代风险，研发失败风险，核心技术泄密风险，行业波动风险，市场竞争加剧导致市场价格下降风险，原材料供应及委外加工风险，供应商集中度高的风险等。

图1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图2：2018年公司前五大客户情况（按营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：公司主要产品的市场地位

	市场份额	排名
全球 EEPROM 市场	8.17%	第三
细分领域：全球智能手机摄像头 EEPROM 供应市场	42.72%	第一
中国音圈马达驱动芯片	公司自主研发了音圈马达驱动芯片与 EEPROM 二合一产品，大大减少了两颗独立芯片在摄像头模组中占用的面积，提升了产品竞争力	
全球智能卡驱动芯片	公司的智能卡芯片产品是将 EEPROM 技术与下游特定应用相结合的一类专用芯片	

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：聚辰股份近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	306.75	343.86	432.19
营业收入增长率 YOY	44.02%	12.10%	25.69%
净利润（百万元）	34.67	57.43	103.37
净利润增长率 YOY	58.25%	65.64%	79.99%
毛利率	45.47%	48.53%	45.87%
净利率	11.30%	16.70%	23.92%
净资产收益率 ROE（加权）	24.45%	26.97%	32.61%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

紫晶存储：领先的光存储科技企业

公司简介及主营产品/业务：紫晶存储成立于2010年，是国内领先的光存储科技企业，面向大数据时代冷热数据分层存储背景下的光磁电混合存储的应用需求，以及政府、军工等领域对自主可控和数据存储安全提升的需求，开展光存储介质、光存储设备，以及基于光存储技术的数据智能分层存储及信息技术解决方案的研发、设计、开发、生产、销售和服务。其中系统解决方案是公司最主要的收入来源，2018年占总营收的80.35%。

市场空间：根据IDC发布的《数据时代2025》，2015年以来我国数据圈（以数据圈代表每年被创建、采集或是复制的数据集合）持续保持高速增长趋势，到2018年我国数据圈7.6ZB，预计到2025年将增至48.6ZB，成为全球最大的数据圈，2018年至2025年年均复合增长率将达到30.35%。从类型分布来看，《数据时代2025》预计企业产生的数据将从2015年占中国数据圈的49%增长到2025年的69%，呈现更快的增长速度。

公司竞争力和市场地位：公司是唯一入选工信部“2018年工业强基工程存储器一条龙”的光存储上游材料、生产设备制造和光存储制造企业，且大数据安全云存储技术项目同步入选示范项目；底层光存储介质中的“数据记录关键镀膜（合金）材料”中标工信部“2018年工业强基工程”，以研发突破高性能数据光存储无机记录层材料和反射层材料的关键配方和生产工艺，实现自主知识产权；是唯一一家BD-R底层编码策略通过国际蓝光联盟认证的大陆地区光存储企业（全球仅九家）。

下游应用/客户及销售模式：公司产品服务均采取直销买断式销售，下游客户以中国大陆地区为主，同时公司依托珠三角的区位优势，面向中国香港客户销售。公司在销售过程中综合考虑项目需求情况、定制化程度、软硬件成本、竞争情况、行业及区域示范性、品牌推广以及长期合作等因素通过协商确定价格及收款条件，个别项目根据客户要求情况采取分期收款的模式。2018年公司前五大客户收入为23029.93万元，占比57.35%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次紫晶存储选择第一条上市标准登陆科创板，本次拟公开发行股份不超过47,596,126股，募集12亿元，募集资金拟主要投资于大数据安全云存储技术项目（2018年工业强基工程示范项目）（2.50亿）、紫晶绿色云存储中心项目（3.10亿）、全息光存储技术研发项目（1.30亿）、自主可控磁光电一体融合存储系统研发项目（1.20亿）、全国营销中心升级建设项目（0.40亿）和补充业务运营资金项目等项目（3.50亿）。

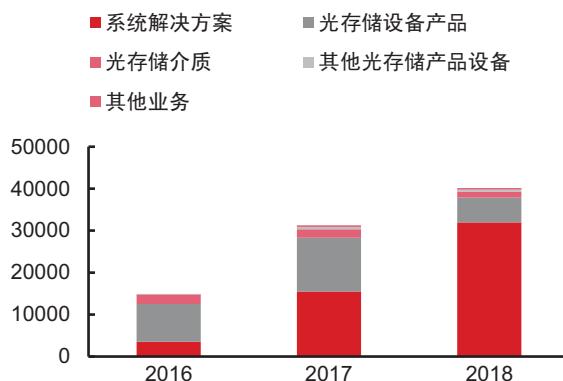
可比公司情况：截至目前，在境内外上市公司中，尚无与公司业务完全一致的同行业上市公司，因此公司在进行财务会计信息对比分析时，选择存储行业中与公司在产品或业务上存在一定程度相似的易华录（300212.SZ）、同有科技（300302.SZ）、美国网存（NETAPP）和易安信（EMC）作为可比公司。2018年公司的毛利率为49.07%，与美国网存、易安信以及易华录相对可比业务的毛利率基本一致，均保持在50%左右，且高于同有科技。2017年公司销售费用率2.82%，低于同行业可比上市公司平均水平；管理费用率5.57%，与同行业可比上市公司基本保持一致，不存在重大差异。

A股产业链上下游龙头公司：与公司业务相近的上市公司包括易华录、同有科技。

估值方法建议：鉴于公司的业务模式在A股有产业链的可比公司，且行业竞争格局逐步清晰，公司商业模式具备一定优势，建议对标电子板块和智能硬件收入规模可比公司的PE法估值方式，并给与一定溢价。

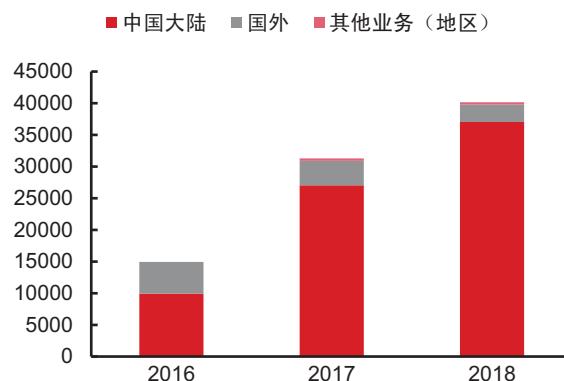
风险因素：关键人才流失，光存储企业级市场发展不及预期，业绩承诺协议执行风险等。

图1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：市场整体格局及公司地位

项目	光存储	磁存储	电存储
底层介质 （国内）	紫晶存储、香港御铭、 台湾中环、台湾莱德	暂无	长江存储、紫光、福建晋 华等
	松下、索尼、三菱等	索尼、富士、IBM（磁带）；西 部数据、希捷（机械硬盘）等	三星、东芝、海力士、英 特尔、闪迪、美光、金士 顿等
传统磁电 存储架构 （国外）	（国内）	同有科技等	
	（国外）	EMC（易安信）、NETAPP（美国网存）、IBM、惠普等	
光磁电混 合存储架 构	（国内）	紫晶存储、易华录、苏州互盟等	
	（国外）	松下、索尼、IBM等	

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：紫晶存储近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	149.38	312.92	401.6
营业增长率 YoY	-	109.48%	28.34%
净利润（百万元）	33.08	53.64	104.93
净利润增长率 YoY	-	43.84%	95.63%
毛利率	48.69%	34.61%	49.07%
净利率	22.14%	17.14%	26.13%
净资产收益率	17.72%	15.15%	21.54%

资料来源：Wind，中信证券研究部

苑东生物：原料制剂一体化的高端化学药生产企业

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2009 年，主营业务为化学原料药和化学药制剂的研发、生产与销售。公司已具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型和化学原料药的生产能力，并已布局生物药领域。目前公司已实现 16 个化学药制剂产品和 11 个化学原料药产品的产业化，产品涵盖抗肿瘤、心血管、消化、麻醉镇痛、儿童用药等重点领域。

行业情况：根据统计局数据，2017 年国内原料药市场规模为 4991 亿元，2013-2017 年复合增长率为 9.76%。国内原料药行业短期内面临着一定的产能压力，同质化竞争较为激烈。但长期来看，化学原料药行业将转型升级，包括提升产品质量、成本和环保控制等，有望改善部分产品的供需关系。根据 Wind 数据，2017 年国内化学药制剂市场规模为 8300 亿元，2013-2017 年复合增长率为 9.70%。

市场地位：公司形成了药物晶型集成创新与产业化技术、创新药物结构设计合成及评价集成技术、缓控释技术、制备工艺设计与精益控制技术等 4 大类核心技术，拥有国内外授权发明专利 65 项，其中国际授权发明专利 7 项；累计承担国家重大新药创制、省级战略性新兴产业专项等省部级项目 30 余项；在研创新药 9 个（1 类新药 7 个，2 类新药 2 个），其中 4 个产品进入临床试验。

下游应用/客户/市场：对于国内市场，化学原料药的销售采取直销模式。由公司直接向化学药制剂制造商销售。对于国外市场，化学原料药的销售采取直销和经销两种模式。经销模式由公司向经销商进行销售，再由经销商向制剂制造商销售。公司化学药制剂产品销售采用经销模式，公司与经销商实行买断式销售，公司向经销商销售产品后，商品的所有权及风险即转移至经销商，再由经销商销售至医疗机构及零售终端。化学药制剂产品的销售终端以等级医院为主。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：本次公司选择的上市标准为“预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元。”计划公开发行不超过 3,009 万股，募投 11.13 亿元，募集资金用于“重大疾病领域创新药物系列产品产业化基地建设项目”（6.2 亿元）、“药品临床研究项目”（0.85 亿元）、“营销网络建设项目”（0.61 亿元）、“技术中心能力建设项目”（0.27 亿元）、“信息化系统建设项目”（0.20 亿元）以及补充流动资金（3 亿元）。

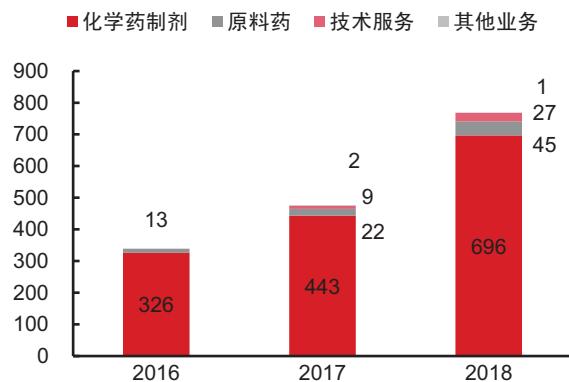
可比公司情况：参考公司招股说明书（申报稿），公司的可比公司有恒瑞医药（600276）、海思科（002653）、恩华药业（002262）和普洛药业（000739），其中，恒瑞医药作为化学原料药及制剂领域的领军企业，在抗肿瘤、麻醉镇痛等领域与公司形成竞争；海思科的主要产品和业务模式与公司具有可比性；恩华药业在麻醉镇痛领域与公司具有可比性；普洛药业的乌苯美司产品与公司具有可比性。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游为公司生产所需原材料主要是医药中间体及其他精细化工品、原料药、辅料和包装材料，较为分散。公司下游为医药商业企业，A 股国内上市龙头药企有上海医药（601607）。

风险因素：招标降价幅度大于预期，新药研发进度不及预期，新药上市后推广不及预期，监管政策变化，宏观经济下行，核心人才流动等。

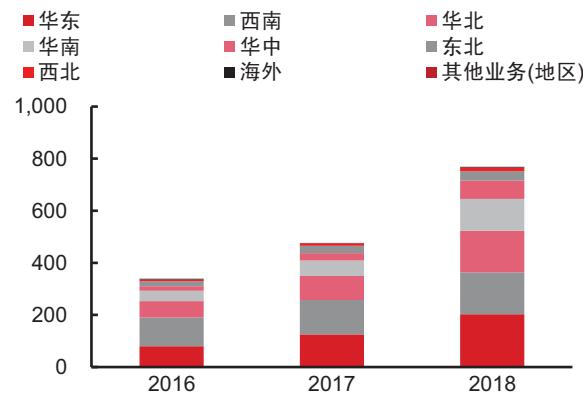
（特别说明：以上内容摘自公司招股说明书（申报稿）及其他已公开信息，仅作归类参考）

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	339	476	769
营业收入增长率 YoY	40.75%	40.59%	61.39%
净利润（百万元）	57	65	135
净利润增长率 YoY	52.36%	12.30%	109.77%
毛利率(%)	79.26%	85.04%	88.64%
净利率(%)	16.92%	13.51%	17.56%
净资产收益率(%)	14.70%	14.46%	23.19%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

龙软科技：领先的煤矿基础地理信息系统供应商

公司简介及主营产品/业务：龙软科技成立于 2002 年，以自主研发的“龙软专业地理信息系统”为底层开发平台，服务于煤炭、石油天然气等能源行业以及政府应急和安全监管部门、科研院所、安全生产服务机构、工业园区、高危行业等政企单位，提供智能矿山、智慧安监、智能应急等专业解决方案。主要产品包括 LongRuan GIS、LongRuan GIS “一张图”、LongRuan 安全云服务三大基础技术平台及在其基础上开发的系列专业应用软件。按产品划分，智能矿山工业软件是公司最主要的收入来源，2018 年占总营收的 67.05%。

市场空间：根据智研咨询数据，2017 年我国工业软件市场规模超过 1400 亿元，同比增长 11.94%。在《中国制造 2025》的大背景下，工业企业转型升级、加快两化融合成为大势所趋，工业软件以及信息化服务的需求仍将继续增加，智研咨询预计 2021 年工业软件市场规模将达 2222 亿元。

公司竞争力和市场地位：目前已 82 家矿业集团或公司及其下属单位使用公司的软件产品；据中国煤炭工业协会公布的“2018 年中国煤炭企业 50 强”中，有 40 家大型煤炭集团使用公司产品；自公司成立以来，累计达 1400 余家煤矿单位及科研院所使用公司 LongRuan GIS 平台及地测空间管理系统软件产品。同时由于公司掌握了煤矿空间信息处理的关键核心技术并具备不断升级和拓展应用的强大研发能力，所以公司的系列核心技术也逐渐应用到石油天然气等其他能源行业、安全监管监察和国土资源等政府部门，此外还用于科研院校的研究领域。

客户及销售模式：公司最主要的销售模式是直销，即公司利用自身的 Longruan GIS 平台基础、研发优势和服务优势，直接与客户签订销售合同并完成项目的开发实施工作，是公司主要的销售和盈利模式。2018 年公司前五大客户收入为 7255.37 万元，占比 57.82%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次龙软科技选择第一条上市标准登陆科创板，本次拟公开发行股票数量不超过 1769 万股，所募资金将投资于矿山安全生产大数据云服务平台项目(4820 万)、基于“LongRuan GIS”的智慧矿山物联网管控平台项目开发(8931 万)，基于时空智能的应急救援综合指挥与逃生引导系统与装备(4218 万)和补充流动资金(7500 万)。

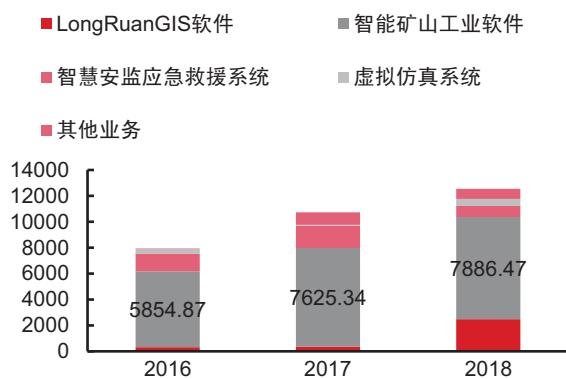
可比公司情况：超图软件与公司业务同属于专注于从事专业的地理信息系统 GIS 软件的研究开发、产品销售和行业解决方案的提供商，超图软件主要面向政府和企业等机构用户提供专业地理信息系统（GIS）软件产品和技术开发服务；数字政通的主营业务是专业智慧城市应用软件的开发和销售，并提供技术支持和后续服务，是智慧城市应用软件开发商和全面解决方案提供商之一，与公司的业务有类似之处。因此，超图软件和数字政通可作为可比上市公司。2017 年，公司毛利率为 54.20%，高于行业平均水平；销售费用率为 9.95%，与行业平均值基本持平；管理费用率 11.16%，也与同行业上市公司平均值持平。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：与公司业务相近的上市公司包括超图软件、数字政通。

估值方法建议：鉴于公司的业务模式相对成熟，下游客户信息化程度逐步进入稳定发展期，建议对标 A 股垂直行业信息化公司的估值方式，采用 PE 估值法。

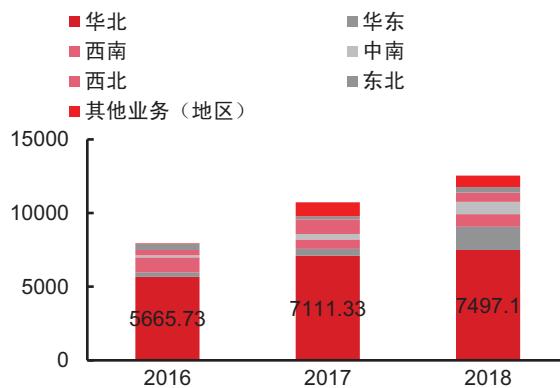
风险因素：核心人才流失，技术升级不及预期，市场开拓不及预期等。

图 1：公司主营业务分产品构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司获得的证书或奖项

序号	证书或奖项	数量
1	国家科学技术进步奖二等奖	1
2	中国煤炭工业协会科学技术一等奖	4
3	教育部科技进步一等奖	1
4	国家专利	12
5	计算机软件著作权	135

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：龙软科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	79.33	107.27	125.48
营业增长率 YoY	-	35.21%	16.97%
净利润（百万元）	3.02	21.6	31.15
净利润增长率 YoY	-	463.05%	44.19%
毛利率	60.02%	54.20%	53.07%
净利率	3.81%	20.14%	24.82%
净资产收益率（加权）	3.55%	17.59%	21.30%

资料来源：Wind，中信证券研究部

乐鑫科技：国际一流的物联网通信芯片设计企业

公司简介及主营产品/业务：乐鑫信息科技（上海）有限公司成立于 2008 年，公司致力于物联网 Wi-Fi MCU 通信芯片及其模组的研发、设计及销售。公司主要产品为 ESP8089 芯片、ESP8266 芯片和 ESP32 系列芯片，主要应用于智能家居、智能支付终端、可穿戴设备等物联网领域。

市场空间：随着智能家居、智能支付终端、可穿戴设备等物联网领域的迅速发展，物联网无线通信芯片领域快速增长。根据市场调研机构 Markets and Markets 统计及预测：2016 年全球 Wi-Fi 芯片市场规模达 158.90 亿美元，2022 年将增长至 197.2 亿美元、CAGR 为 3.7%。

公司竞争力和市场地位：在物联网 Wi-Fi MCU 芯片领域，公司与高通、德州仪器、美满、赛普拉斯、瑞昱、联发科等同属于第一梯队，产品具有较强的进口替代实力和国际市场竞争力。

下游客户及销售模式：公司 2018 年前五大客户分别为涂鸦智能、小米、安心可、优贝克斯以及芯海科技；2016-2018 年，公司向前五名客户的销售收入占比分别为 62.97%/43.21%/47.88%。公司采取直销为主、经销为辅的销售策略，2018 年直销收入占比 79.45%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：公司选择科创板上市第一条标准，拟公开发行不超过 2000 万股，募集资金 10.11 亿元，拟用于：(1) 标准协议无线互联芯片技术升级项目 1.68 亿元；(2) AI 处理芯片研发及产业化项目 1.58 亿元；(3) 研发中心建设项目 0.86 亿元，(4) 发展与科技储备资金 6 亿元。

可比公司情况：从事物联网 WiFi MCU 芯片的同类可比公司中，高通是全球领先的无线通信技术研发企业，2018 年营收 227.32 亿美元；德州仪器主攻模拟电路和嵌入式处理器；美满是一家提供全套宽带通信和存储解决方案的 IC 设计厂商，2017 年营收 24.09 亿美元。公司所在的物联网 Wi-Fi MCU 通信芯片领域目前暂无 A 股上市公司；根据公司招股书（申报稿）选择 Fabless 模式的富瀚微、全志科技、中颖电子、汇顶科技作为可比公司。公司 2017/2018 年毛利率为 51.45%/50.81%/50.66%，显著高于可比公司平均值 47.35%/44.22%/38.07%。

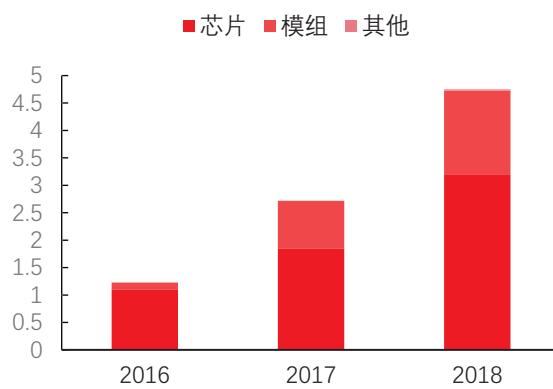
A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上下游公司主要包括台积电（台股，上游晶圆制造）、兆易创新（上游闪存供应商）、长电科技（上游封装测试）、小米集团（港股，下游终端客户）、立讯精密（下游制造客户）。复星国际通过亚东北辰、京东方 A 通过北京芯动能、美的集团通过美的创新投资分别间接持有公司 IPO 前股本的 9.9%/5.2%/1.5%。

估值方法建议：公司近三年来主营业务增长迅速，2017/2018 年营收增速分别为 121%/75%，2017/2018 年归母净利润增速分别为 6437%/220%，处于高速增长期，建议

综合采用 PE 法和 PEG 法对公司进行估值。

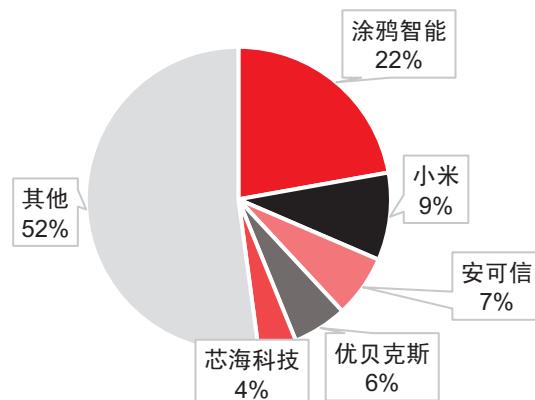
风险因素：市场竞争风险，经营业绩波动风险，技术研发风险，技术泄密及人才流失风险，知识产权风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2018 年公司前五大客户情况（按营收占比）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：国内外主流 Wi-Fi 芯片型号对比

厂商	主要产品型号	特点	应用
高通	QCA4004	功耗低、成本低，内部集成了 TCI/IP 协议栈	物联网 WIFI 智能控制解决系统
德州仪器	CC3100/3200	功耗低、可兼容 SimpleLink WiFi 系列设计平台	电池供电式设备的开发使用
美满	MW300	集成度高、安全度高、功耗低	家用电器与家庭网络的长时间连接
瑞昱	RTL8710BN	可用内存大，42K、内置 1MB flash	智能家居、传感器网络、可穿戴产品等领域
联发科	MT7688/7681	可建立双频无线的物联网网关、支持 eMMC、SD-XC、UART 等多种外围接口	照明灯具、智慧电视、智慧门锁等家电的网络连接
乐鑫	ESP 系列芯片	集成度高、尺寸小、功耗低、安全性高	智能家居、智能照明、智能支付终端、智能可穿戴设备、传感设备等领域
南方硅谷	SV60 系列芯片	低功耗、集成度高、数据速率较快	智能家居、工业自动化、可穿戴电子设备、医疗保健及消费电子等领域
联盛德	W600	内置 Flash，支持 SDIO、SPI、UART 等多种接口，以及 PRNG/SHA1 等加解密协议	智能家电领域

资料来源：公司招股说明书（申报稿），各公司官网，中信证券研究部

表 2：乐鑫科技近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	122.94	272.01	474.92
营业收入增长率 YOY	-	121%	75%
净利润（百万元）	0.45	29.37	93.88
净利润增长率 YOY	-	6437%	220%
毛利率	51.45%	50.81%	50.66%
净利率	0.37%	10.8%	19.77%
净资产收益率 ROE（加权）	0.52%	20.81%	36.04%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

恒安嘉新：“云-网-边-端”通信网络安全领军企业

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2008 年，是具有“云-网-边-端”整体解决方案的通信网络安全领军企业，专注于网络空间安全综合治理领域，主营业务是向电信运营商、安全主管部门等政企客户提供基于互联网和通信网的网络信息安全综合解决方案及服务。公司产品广泛布局在全国除港澳台外 31 个省、自治区和直辖市，为安全主管部门和电信运营商监测核心网、骨干网、城域网近 2000 个核心网络节点，网络安全数据实时分析能力超过 300Tbps。

市场空间：根据中国信息通信研究院发布的《中国网络安全产业白皮书（2018）》，预计 2018 年全球网络安全产业规模为 1060 亿美元（+7.1%），我国网络安全产业规模为 545.49 亿元（+24.2%），我国增速显著高于全球。就下游行业而言，我国政府、电信、金融、能源四大行业领域的信息安全需求较大，市场份额分别为 22.7%、18.7%、17.9% 和 17.23%。随着信息安全日益受到重视，国家对关键信息基础设施的安全保障要求不断提高，将有望带动重点行业和领域的信息安全市场快速增长。

公司竞争力和市场地位：根据 CNCERT（国家互联网应急中心，National Internet Emergency Center）于 2018 年 6 月发布的考核结果，公司是仅有两家考核等级为优的国家级支撑单位之一，在网络空间安全领域拥有突出的行业公信力和品牌影响力。公司围绕互联网和通信网一体化的海量数据实时处理技术、具有深度学习能力的智能安全引擎技术、“云-网-边-端”综合管控技术，构建了自主可控的知识产权体系和产品体系：共申请发明专利 46 项，其中 6 项已获得专利权（含 1 项美国专利）；拥有计算机软件著作权 58 项和作品著作权 2 项；参与指定多项国家、行业、团体标准，其中 15 项行业标准已完成发布。截至 2018 年 12 月 31 日，公司共有研发人员 385 人，占员工总数的 49.17%，最近三年研发投入合计 3.2 亿元，占最近三年合计营业收入的 20.35%。

下游应用/客户及销售模式：公司主要采用直销模式进行销售，销售的主要产品包括网络空间安全综合治理产品、移动互联网增值产品及通信网网络优化产品等，主要客户为电信运营商、安全主管部门等政企客户。公司主要通过公开渠道获取电信运营商和安全主管部门的订单，包括公开招标、邀请招标、竞争性谈判、单一来源采购等。截至招股说明书签署日，公司主要产品已广泛应用于三大运营商的集团公司、子公司及省分公司。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次恒安嘉新选择第一套上市标准，拟公开发行不超过 2,597 万股，募集 8 亿元，募集资金用于面向 5G 的网络空间安全态势感知平台项目（3.05 亿）、面向工业互联网及物联网的安全综合治理平台项目（1.65 亿）、网络空间安全产业基地项目（2.3 亿）以及补充流动资金（1 亿）。

可比公司情况：在信息安全行业中，可比公司包括任子行（300311.SZ）、绿盟科技（300369.SZ）、美亚柏科（300188.SZ）、华为、天融信（南洋股份 002212.SZ 的全资子公司）、永鼎致远（永鼎股份 600105.SH 的控股子公司）、博瑞德（初灵信息 300250.SZ 的全资子公司）、微志信业（东方通 300379.SZ 的全资子公司）、武汉绿网等。2017 年公司毛利率（48.4%）低于同行业上市公司（任子行、绿盟科技、美亚柏科的毛利率平均值为 62.3%），主要原因因为业务结构及产品存在差异；销售费用率（9.7%）低于同行业上市公司平均值（21.3%），反映了公司与主要客户的长期稳定的合作关系；管理费用率（8.5%）低于同行业上市公司平均值（11.7%），主要原因因为管理效率较高及管理部门员工人数较少；研发费用率（22.5%）高于同行业上市公司平均值（15.2%），反映公司高度重视研发投入。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游包括工控机、服务器、交换机等

硬件生产企业以及操作系统、数据库、开源系统等软件产品企业，前五大供应商包括高鸿信安（高鸿股份 000851.SZ 的控股子公司）、恒为科技（603496.SH）；下游主要为政府、电信运营商、金融等政企客户和经销商，前五大客户中包括中国联通（600050.SH, 00762.HK, CHU.N）、中国移动（00941.HK, CHL.N）、中国电信（00728.HK, CHA.N）等。启明星辰（002439.SZ）持有公司 13.68% 股份。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向 G 端/B 端市场，采用传统 PE 估值法即可，考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 法作为补充。

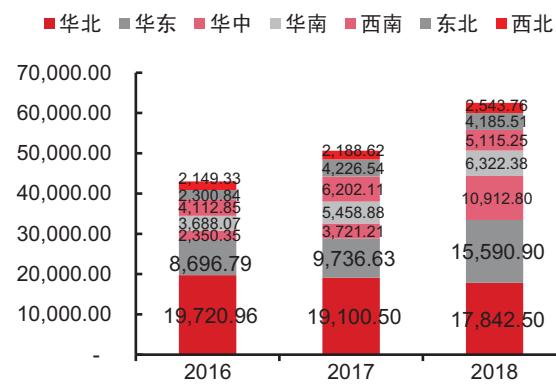
风险因素：技术创新及新产品开发未能达到预期经济效益的风险；下游客户集中度较高的风险；产业政策风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司在我国网络安全领域具有领先地位

市场地位指标	简介
核心技术	互联网和通信网一体化的海量数据实时处理技术，具有深度学习能力的智能安全引擎技术，“云-网-边-端”综合管控技术
转化能力	通过长期的内部培养和人才引进，公司已搭建一支技术能力突出、专业方向全面的研发团队；公司不断构筑自主可控的安全技术体系，并已形成具有自主知识产权的核心技术群及知识产权体系
客户粘性	公司主要安全产品广泛应用于三大运营商的集团公司、子公司及省分公司，核心客户的粘性较高

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：恒安嘉新近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	43,019.19	50,634.50	62,513.09
营业收入增长率 YoY	-	17.70%	23.46%
净利润（万元）	3916.05	4185.64	9664.35
净利润增长率 YoY	-	6.9%	130.9%
毛利率	42.05%	48.41%	54.14%
净利率	9.10%	8.27%	15.46%
净资产收益率（加权）	22.93%	15.10%	25.89%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

南微医学：国内微创诊疗器械领先企业

公司简介及主营产品/业务：南微医学是国内微创诊疗器械领域的领先企业，起源于2000年创办的南京微创医学科技有限公司，经过近二十年的积累，公司已逐步建立并完善了内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层成像（OCT）三大技术平台，依托三大技术平台公司形成了多项行业领先的核心技术，并广泛应用于公司的微创器械产品中。2018年公司营业收入9.22亿元，同比增长43.93%，归母净利润1.93亿元，同比增长90.45%。

市场空间：公司产品主要涉及内镜诊疗器械行业和肿瘤消融设备及耗材行业，随着市场需求的释放及新的产品技术的推广，公司所在行业的市场空间明显：(1)内镜诊疗器械：根据波士顿科学的统计和预测数据，2017年全球内镜诊疗器械市场规模为50亿美元，预计2017-2020年全球内镜诊疗器械市场规模的复合增长率将会达到5%；(2)肿瘤消融设备及耗材：根据Grand View Research的统计数据，2017年全球肿瘤消融设备及耗材相关行业市场规模为9.34亿美元，预计2025年市场规模将会达到21.71亿美元，年复合增长率达到11.12%。

公司竞争力和市场地位：公司是我国主要的内镜诊疗器械制造商之一，市场覆盖率较高，其开发的支架、活检钳、软组织夹等产品产销规模居国内同类企业前列，相关产品覆盖了国内2900多家医院，其中三甲医院超过780家，三甲医院覆盖率达到55%以上，海外市场产品远销包括美国、德国、日本等发达国家在内的七十多个国家和地区。公司子公司康友医疗是我国领先的肿瘤消融设备及耗材制造商之一，已覆盖了全国525家医院。为保障持续的产品输出，公司研发投入持续，2016-2018年研发支出分别为1780万/3787万/4912万元，占比当期营业收入的4.30%/5.91%/5.33%。

下游应用/客户及销售模式：公司的终端客户主要为医院等医疗机构，销售模式主要为经销、直销以及贴牌销售（OEM/ODM），2018年公司经销、直销、贴牌销售的收入占比分别为72.65%/13.93%/13.42%。分区域来看，公司在国内的销售以经销模式为主，美国市场以直销为主，欧洲市场公司在德国采取直销、其他欧洲市场采取经销模式。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次南微医学选择科创板上市规则第2.1.2条第（一）款所规定的标准申请上市，拟公开发行不超过3334万股，募集资金扣除发行费用后的净额将用于：(1)生产基地建设项目，拟募投6.56亿元；(2)国内外研发及实验中心建设项目，拟募投1.53亿元；(3)营销网络及信息化建设项目，拟募投8583万元。

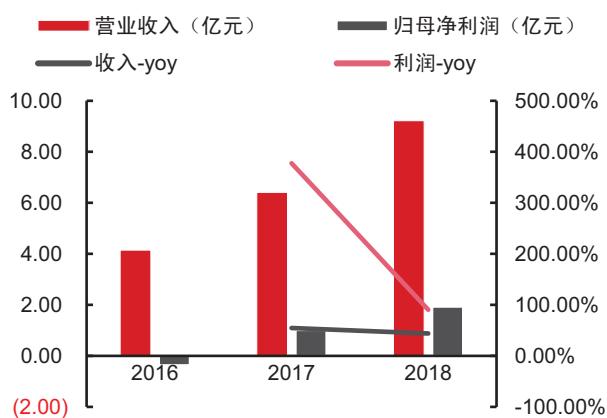
可比公司情况：目前暂无与公司业务相关直接可比的上市公司，选取医疗器械与耗材领域的乐普医疗、维力医疗、和佳股份、凯利泰作为可比公司，2016-2018年南微医学的毛利率较行业均值高出0.93/6.57/9.75个百分点，盈利水平较高；销售费用率基本与行业平均相当，管理费用率2016-2018年分别高出行业均值28.02%（股权激励费用）/5.14%/3.05%，主要系公司处于快速成长期，规模效应不明显。

A股产业链上下游龙头公司及相关影子股：A股上市公司中，开立医疗具有内窥镜相关业务，和佳股份具有肿瘤微创治疗设备业务，迈瑞医疗具有硬镜系统及内窥镜手术器械业务。

估值方法建议：PE 法/ DCF 法，公司已有稳健净利润及现金流，采用传统 PE 估值法或 DCF 法均可。

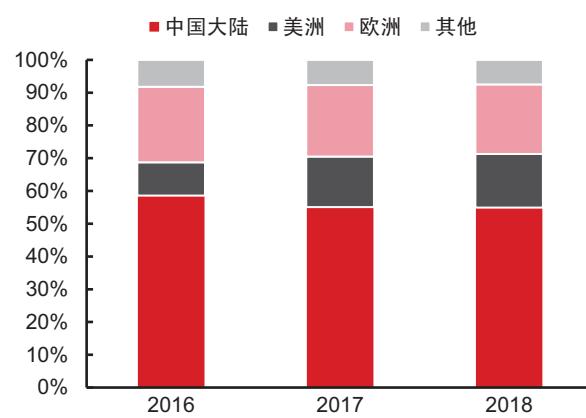
风险因素：无实际控制人风险、技术研发失败风险、应收账款风险、两票制影响的风险、国际贸易摩擦风险、汇率波动风险等。

图 1：2016-2018 年公司营业收入及净利润（亿元）情况及增速



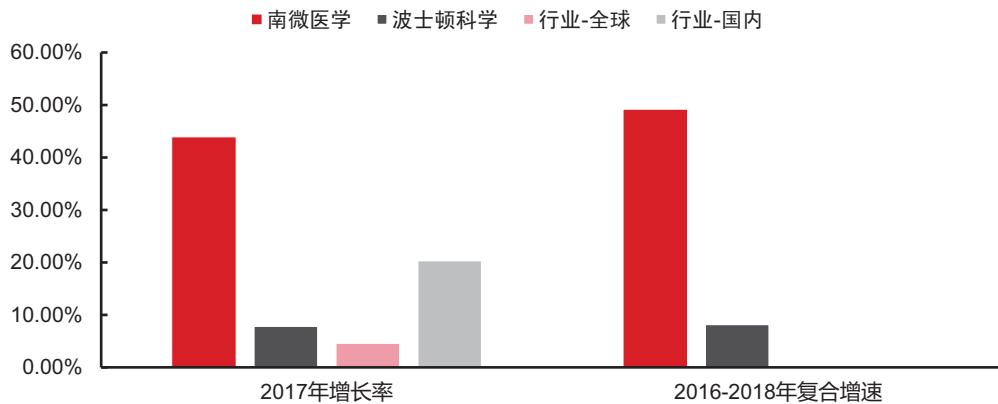
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2016-2018 年公司产品分区域销售占比（%）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 3：南微医学与行业增速及竞争对手的增速比较



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：南微医学近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	414.31	640.67	922.11
营业收入增长率 YoY	58.93%	54.64%	43.93%
净利润（百万元）	(36.45)	101.18	192.70
净利润增长率 YoY	-216.42%	377.56%	90.45%
毛利率(%)	57.20%	60.57%	63.77%
净利率(%)	-6.28%	17.50%	22.06%
净资产收益率(%)	-10.90%	23.22%	33.24%

资料来源：Wind，中信证券研究部

美迪西：专业的临床前合同研究机构

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2004 年，是一家专业的生物医药临床前综合研发服务 CRO，为全球医药企业和科研机构提供全方位的符合国内及国际申报标准的一站式新药研发服务。公司服务涵盖医药临床前新药研究的全过程，主要包括药物发现（蛋白靶标验证、结构生物学、化学合成、化合物活性筛选及优化）、药学研究（原料药与制剂工艺研究、质量标准和稳定性研究）及临床前研究（药效学、药代动力学、毒理学安全性评价等）。

行业发展：国家药品监督管理局南方医药经济研究所数据显示，2015 年国内 CRO 行业规模达 379 亿元，其中临床前市场规模 164 亿元。近年随着国内创新药研发的需求加速释放，CRO 行业有望迎来持续增长的行业发展黄金机遇。

公司竞争力和市场地位：公司处于国内 CRO 企业领先梯队，具有丰富的临床前新药研发经验，2015 年以来已有超过 50 个公司参与的项目通过 CFDA/NMPA 批准进入 I 期临床试验，多个新药项目通过美国 FDA 和澳大利亚 TGA 的审批进入临床 I 期试验。公司在免疫肿瘤药物、抗体和抗体偶联物领域有相对优势，已建立 200 多种肿瘤模型，完成数个抗体及药物偶联（ADC）的整套临床前研究，其中 2 个已进入临床阶段。

下游应用/客户/市场：公司的客户是国内外大型制药企业和科研机构。服务模式为接受客户委托，依据其研究需求和行业规范开展新药服务并按照合同约定将研究成果和数据等资料移交给客户，公司主要通过向客户收取研究服务费来实现盈利。客户选择临床前 CRO 时，综合权衡临床前业务资质、业务经验、技术团队、创新能力、服务质量、品牌地位、商务报价水平等因素。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：本次公司预计选择第一套上市标准，计划公开发行不超过 1550 万股，募投 3.47 亿，募集资金用于“创新药研究及国际申报中心之药物发现和药学研究及申报平台新建项目”（1.5 亿）和“创新药研究及国际申报中心之临床前研究及申报平台新建项目研发中心建设项目”（0.97 亿）以及补充流动资金（1 亿）。

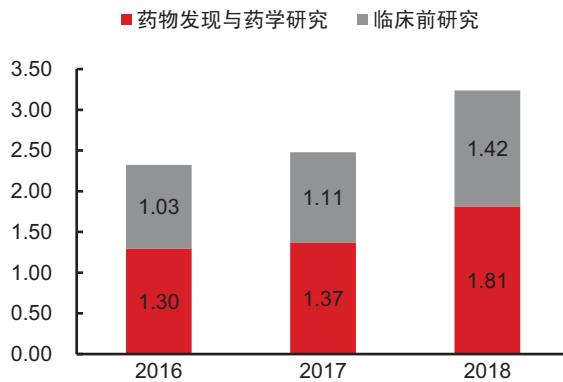
可比公司情况：目前国内 CRO 上市公司有药明康德（603259）、康龙化成（300759）、昭衍新药（603127）等上市公司。公司与上述上市公司均为国内 CRO 第一梯队企业，收入规模与可比公司相比较小，净利率处于可比上市公司平均水平。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游为化工原材料和实验动物生产企业，市场较为分散，其中壁垒较高的上游公司有分子砌块供应商药石科技（300725）。公司下游为国内外药企，国内上市龙头药企中恒瑞医药（600276）、华东医药（000963）是公司客户。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向 B 端市场，采用传统 PE 估值法即可，考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 作为补充。

风险因素：药企研发投入放缓，大药企收购兼并，创新药政策变化等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司位于国内 CRO 行业第一梯队

市场地位指标	简介
研发经验	公司是国内少数能提供从先导化合物筛选、优化、原料药制备、制剂工艺开发、药效学研究到临床前药代动力学及物安全性评价等一系列服务的综合性 CRO。2015 年以来已有超过 50 个公司参与项目通过 CFDA/NMPA 批准进入 I 期临床试验，多个新药项目通过美国 FDA 和澳大利亚 TGA 的审批进入临床 I 期试验。
技术团队	公司各业务板块主要管理人员都在医药研发领域有超过 10 年的研究管理经验，对行业有非常丰富的和深刻理解。截至 2018 年末，公司员工 939 人中，本科及以上学历 724 人，占员工总数的比例为 77.10%；其中，硕士及博士 299 人，占员工总数的比例为 31.84 %。
质量体系	公司通过了中国 NMPA 的 GLP 认证，同时达到美国 FDA 认证，为国内极少数能够承担 8 类研究项目并达到美国 FDA 标准的 GLP 研究机构。子公司普亚医药于 2009 年即通过 AAALAC 认证。此外，公司按照国际标准建立了 Provantis GLP Tox 软件、EMPOWER 数据采集管理系统、Chromeleon 变色龙谱数据库系统、LIMS 系统强化研究过程的规范性和可溯源，应用 SEND 格式处理数据以确保临床研究申报满足 FDA 要求。
优质客户	国内：大药企客户包括恒瑞医药、扬子江药业、石药集团、华海药业、众生药业等，知名创新生物技术企业包括广州百奥泰、信达生物、杭州多禧、江苏太瑞生诺、北京思路迪、苏州信诺维、亚盛医药、海和生物、宜明昂科、柯菲平、阿诺生物、再鼎生物等生物医药技术企业。 海外：武田制药、强生制药、葛兰素史克、罗氏制药、吉利德科学公司等

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	232	248	324
营业收入增长率 YoY	41.72%	6.66%	30.57%
净利润（百万元）	43	40	59
净利润增长率 YoY	64.17%	-6.39%	46.79%
毛利率(%)	35.94%	33.79%	36.13%
净利率(%)	18.91%	16.63%	18.71%
净资产收益率(%)	17.64%	14.18%	17.22%

资料来源：Wind，中信证券研究部

铂力特：领先的金属增材制造解决方案提供商

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2011 年 7 月，是中国领先的金属增材制造技术全套解决方案提供商，业务范围涵盖金属 3D 打印服务、设备、原材料、工艺设计开发、软件定制化产品等，构建了较为完整的金属 3D 打印产业生态链。公司产品及服务广泛应用于航空航天、工业机械、能源动力、科研院所、医疗研究、汽车制造及电子工业等领域，在航空航天领域市占率较高，目前是空客在亚洲唯一的金属 3D 打印供应商。

市场空间：根据美国咨询机构 Wohlers Associates, Inc. 统计显示，全球增材制造产业（包括产品与服务）从 2012 年的 22.8 亿美元增长到 2017 年的 77.36 亿美元，年复合增长率 26.2%。2017 年增材制造相关产品产值 31.33 亿美元，同比增长 17.4%，；增材制造相关服务产值 42.02 亿美元，同比增长 23.8%。据 IDC 预测 2016-2020 年全球增材制造产业年复合增长率将保持 22.3%，2020 年产值达到 289 亿美元。中国增材制造产业起步较晚，目前已日趋成熟，市场呈快速增长趋势，根据中国增材制造产业联盟统计，2015-2017 年中国市场年均增速超过 30%，产业规模已超过 100 亿元，预计 2022 年市场规模将达到 80 亿美元左右。

公司竞争力和市场地位：公司在增材制造控制、激光加工技术等领域进行了多年研究，是目前国内规模较大、技术实力较强的金属增材制造技术提供商，多型产品已实现量产和装机，产品性能良好，部分产品达到国际领先水平。公司具有丰富的金属增材制造批量产品工程化应用经验，2017 年获得“全球 3D 打印 OEM 奖（企业）”，2016 至 2018 年公司累计销售各类增材制造设备 66 台，国产装备市占率第一，2017 年自主研发的 S300 型装备销售至欧洲市场。公司已与空中客车、中国航发、中航工业等国内外下游应用龙头企业建立了稳固的合作关系。截至 2018 年底，公司共有研发人员 116 人，占员工总数的 26.73%，研究生学历及以上人员 61 人，占研发人员的比例为 52.59%。

下游应用/客户及销售模式：公司客户主要分布于航空航天、工业机械、能源动力等领域，相关产品及服务主要以直销方式提供。同时公司代理销售德国 EOS 公司部分设备，亦将 EOS 设备作为解决方案的一部分提供给客户。公司根据客户需求，向客户提供金属增材制造设备、产品、3D 打印技术服务等，下游客户包括中航工业、中国航发、航天科工等集团及下属公司，以及空客客车等海外龙头企业。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次铂力特选择《上市规则》第 2.1.2 条第(一)项规定的上市标准，公开发行不超过 2000 万股，募投 7 亿，募集资金用于金属增材制造智能工厂建设项目（6 亿）以及补充流动资金（1 亿）。

可比公司情况：可比公司包括 3D Systems (DDD.N)、Stratasys (SSYS.O)、EOS、Arcam (被 GE 公司收购)、Concept Laser (被 GE 公司收购)、Phenix Systems (被 3D Systems 收购)、SLM Solutions (AM3D.F)、先临三维 (830978.OC) 等。

A 股产业链上下游龙头公司：公司上游包括金属粉末、配件、整机设备等企业，前五大供应商包括 EOS、阿帕奇光线激光技术、PRAXAIR SURFACE 等；下游主要为航空航天

天、工业机械、能源动力等领域企业，前五大客户中包括中航工业、中国航发、中航科工等集团及下属公司，相关 A 股公司有中航沈飞（600760.SH）、航发动力（600893.SH）等。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向 G 端/B 端市场，采用传统 PE 估值法比较合理，但是考虑到公司未来可能的高成长性，可采用 PEG 作为补充。

风险因素：产业化风险、产品研发风险、客户流失风险、制造装备核心器件依赖进口、政府补助金低于预期等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：万元）

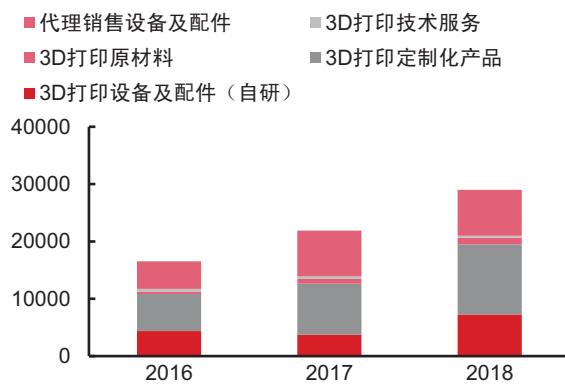
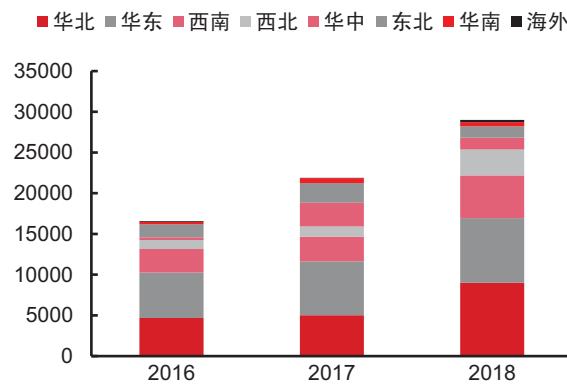


图 2：公司主营业务分地区构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司在金属增材制造领域处于领先地位

市场地位指标	简介
核心技术	公司已经在金属增材制造领域掌握了系统的“金属 3D 打印原材料研发与制备、金属增材制造工艺开发与应用、金属增材制造产品设计、金属 3D 打印设备研发与制造”等具有自主知识产权的核心技术。
转化能力	公司成立研发中心并下设设备研发、技术研发、产品研发等部门，进行增材制造装备、工艺、产品、原材料、软件等关键技术及产品的研发工作。已分别在增材制造专用新材料、装备、软件、工艺、新产品等方面建立了完整的知识产权保护体系，有效保护公司核心技术成果。
客户粘性	公司与中航工业、法国空客等 300 多家国内外知名企建立了稳固的合作关系，客户粘性较高。

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：铂力特近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	16,634.33	21,994.84	29,147.92
营业收入增长率 YoY	-	32.23%	32.52%
净利润（万元）	3132.71	3425.54	5718.36
净利润增长率 YoY	-	9.35%	66.93%
毛利率	42.94%	41.03%	43.68%
净利率	18.83%	15.57%	19.62%
净资产收益率	10.34%	10.14%	14.45%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

安博通：网络安全行业的上游平台与技术提供商

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2007 年，是国内领先的网络安全系统平台与安全服务提供商，依托于自主开发的应用层可视化网络安全原创技术，为业界众多网络安全产品提供软件支撑及相关的技术服务。公司定位于做网络安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商，坚持“被嵌入与被集成”策略，为下游产品与解决方案厂商提供产品或服务，不直接面对最终客户。公司持续积累研发的网络安全系统平台 ABT SPOS 专门针对新型网络攻击手段与高级持续性威胁，已成为国内多家大型厂商安全网关类产品和安全管理类产品所广泛选用的软件系统平台，是国内外部分政府部委与央企网络安全态势感知整体解决方案的重要功能组件与数据引擎。

市场空间：随着 IPV6 的快速发展和信息安全产品国产化自主可控趋势日益显著，我国云安全、物联网安全、工业互联网安全等市场将迎来爆发机遇。根据赛迪顾问股份有限公司发布的《2019 中国网络安全发展白皮书》，2018 年中国云安全市场规模达到 37.8 亿元，YOY+44.8%，2021 年有望达到 115.7 亿元，5 年 CAGR+44.8%；2018 年中国物联网安全市场规模达 88.2 亿元，YOY+34.7%，预计 2021 年达到 301.5 亿元，5 年 CAGR+43.3%；2018 年中国工业互联网安全市场规模达到 94.6 亿元，YOY+30%，2021 年预测规模为 228 亿元，5 年 CAGR+32.2%。

公司竞争力和市场地位：公司在网络安全领域深耕多年，在我国网络安全特别是安全管理可视化领域具有较明显的领先优势。公司自主研发的网络安全系统平台 ABT SPOS 在 2016 年和 2017 年连续入选“工信部电信和互联网行业网络安全试点示范项目”。2017 年 10 月，公司参与中央网信办十九大重保任务，实施过程顺利，平台运行稳定。IDC 在 2017 年 10 月发布的最新报告显示，安博通在 2016 年中国安全管理平台（SOC）市场份额排行榜中位列第八。截至申报日，公司已申请发明专利 109 项，其中 12 项已取得发明专利证书，拥有计算机软件著作权 74 项，已形成了具有自主知识产权的核心技术和知识产权体系。截至 2018 年末，公司共有研发人员 87 人，技术支持人员 32 人，合计占员工总数的 64.67%，最近三年研发投入合计 6,894 万元，占最近三年合计营业收入的 15.24%。

下游应用/客户及或销售模式：公司坚持定位于做安全能力的提供者、上游软件平台与技术提供商，通过直销模式向行业内各大产品与解决方案厂商销售。经过多年发展，公司积累了一大批行业内知名客户，包括华为、新华三、星网锐捷、卫士通、启明星辰、360 网神、任子行、绿盟科技、太极股份、荣之联、中国电信系统集成、迈普通信等知名产品与解决方案厂商等。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次安博通选择《上市规则》第 2.1.2 条第(一)项规定的上市标准，拟公开发行不超过 1,279.5 万股，募集 2.98 亿元，募集资金用于深度网络安全嵌入系统升级与其虚拟资源池化项目（1.58 亿）、安全可视化与态势感知平台研发及产业化项目（0.77 亿）、安全应用研发中心与攻防实验室建设项目（0.63 亿）。

可比公司情况：在信息安全行业中，可比公司启明星辰（002439.SZ）、绿盟科技（300369.SZ）、深信服（300454.SZ）、迪普科技（300768.SZ）、任子行（300311.SZ）等。2017 年公司毛利率（66.2%）基本与同行业上市公司（启明星辰、绿盟科技、深信服、科迪股份和任子行的毛利率平均值为 66.9%）持平；销售费用率（9.9%）低于同行业上市公司平均值（27.4%），反映了公司与主要客户的深度的合作关系；管理费用率（10.2%）高于同行业上市公司平均值（7.6%），主要原因因为迪普科技和深信服管理人员占员工总人数比例较低，使得管理费用中薪酬相对较少，拉低了同行业上市公司平均水平。研发费用率（17.6%）低于同行业上市公司平均值（18.4%），主要原因是公司和可比公司研发侧重点不同以及地区工资差异。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游包括嵌入式网络通信平台、服务

器、可视化设备等硬件设备供应商。前五大供应商中相关公司有方正世纪（由方正控股00418.HK的子公司方正数码100%控股）、长城科技（603897.SH）；下游主要为网络安全产品和解决方案提供商，前五大客户中有太极股份（002368.SZ）。公司影子股包括烽火通信（600498.SH）、电广传媒（000917.SZ），分别拥有公司8.08%和0.71%的股权。

估值方法建议：PE法/PEG法。公司面向B端市场，采用传统PE估值法较为合理，但是考虑到公司未来可能的高成长性，可采用PEG法作为补充。

风险因素：技术创新、新产品开发落后的风险，客户集中度较高的风险，采购商集中度较高的风险；知识产权被侵害的风险等。

图1：公司主营业务分产品构成（单位：万元）

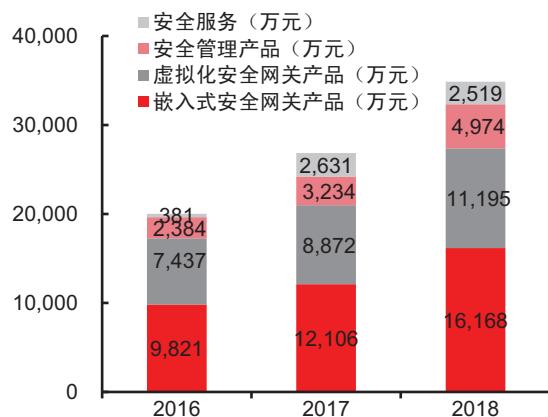
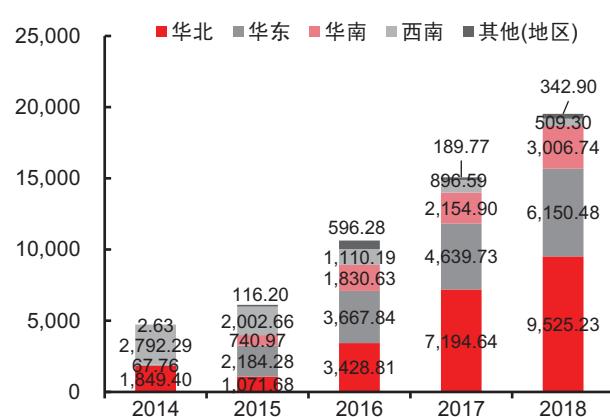


图2：公司主营业务分地区构成（单位：万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：公司在我国网络安全特别是安全管理可视化领域具有较明显的领先优势

市场地位指标	简介
核心技术	自主研发ABT SPOS安全系统平台，具备优秀的跨硬件平台适应能力与云计算虚拟化能力，全面的对外开放接口以及大规模的行业应用实践。
研发体系	公司形成了以中青年科技精英为骨干的高素质研发及运营团队，具有雄厚的研发实力。公司坚持以市场需求为导向，不断进行技术创新、产品升级和新产品孵化，实现研发创新成果的市场转化。经过多年的技术开发积累，公司已获得多项核心专利技术和计算机软件著作权。
研发成果	公司已申请发明专利109项，其中12项已取得发明专利证书，拥有计算机软件著作权74项，已形成了具有自主知识产权的核心技术和知识产权体系。
客户粘性	公司主要安全产品应用于大型网络安全产品和解决方案提供商，客户粘性较大。

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：安博通近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	10,633.75	15,075.63	19,534.65
营业收入增长率 YoY	73.9%	41.8%	29.6%
净利润（万元）	976.84	3,536.88	5,964.39
净利润增长率 YoY	-	262.1%	68.6%
毛利率	64.6%	66.0%	65.9%
净利率	9.1%	19.1%	21.3%
净资产收益率（加权）	12.5%	23.5%	26.9%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

威胜信息：物联网创新龙头企业

公司简介及主营产品/业务：威胜信息技术成立于 2004 年 5 月，是公用事业领域的应用解决方案提供商，以物联网技术优化电、水、气、热等能源管理。公司技术储备覆盖物联网架构各层级关键环节，业务贯穿物联网的感知层、网络层与应用层，其中硬件产品包括电监测终端、水气热传感终端、通信网关、通信模块，解决方案则包括智慧能源管理系统、智慧消防系统、智慧路灯管理系统等应用管理系统。

市场空间：物联网整体解决方案持续渗透各应用领域，根据 IDC 预测，2020 年全球物联网行业规模将达到 7.10 万亿美元，5 年 CAGR+21.1%；赛迪研究预测，我国相关市场规模在 2020 年将达 2.20 万亿元，5 年 CAGR+24.1%，增速高于全球水平。其中，工业物联网和智慧城市应用场景扮演主要驱动，智慧工业和智慧电力相关行业预计将占有 38.3% 的市场份额。

公司竞争力和市场地位：威胜信息所在的智慧公用事业细分领域众多，核心业务的电力行业处于市场化竞争状态；国家电网、南方电网和地方电力公司，对用电信息采集设备等产品，主要采取集中招标方式进行统一采购。公司产品在稳定性与性能指标领先，市场占有率连续数年稳居行业前列。根据国家电网的信息采集类产品招标数据，威胜信息在 2017 年和 2018 年的中标金额比例分别为 5.6% 和 5.2%，连续两年领先。与此同时，威胜信息在水务、燃气、热力、消防等领域展现出产品创新与研发实力。截至 2018 年末，公司共有 342 位研发人员（员工占比 46.4%），596 项有效专利（其中发明专利 64 项），专利数量与研发团队在行业处于领先地位。

下游应用/客户及或销售模式：公司在国内市场采用直销的销售模式，包括参与采购项目投标以及客户直接下单进行采购。在国外市场则采取以直销为主，经销为辅的销售模式，海外经销商有助公司了解当地客户需求，开拓当地市场。客户结构上，公司主要客户是大型电力公司或政府机构，规模体量较大；前 5 大客户营收占比 64.8%，而国家电网和南方电网合计占比 49.2%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：威胜信息选择科创板第一套上市标准，拟公开发行不超过 1.5 亿股，募集 6.05 亿元，用于物联网感知层监测设备扩产及技改项目(0.60 亿)，物联网感知层流体传感设备扩产及技改项目 (0.60 亿)，物联网网络层产品扩产及技改项目 (2 亿)，物联网综合研发中心项目 (1.50 亿) 和补充营运资金 (1.30 亿)。

可比公司情况：根据主营产品类型（信息采集物联网设备）与面向客户领域（电力等公用事业），国内可比公司为新联电子（002546.SZ）、光一科技（300356.SZ）、友讯达（300514.SZ）。2018 年公司的营收盈利行业领先，收入 10.38 亿（同业 4.36 亿~7.07 亿）、净利 1.77 亿（同业 0.22 亿~1.56 亿）；毛利率 32.47%，与行业基本持平，但费用率优于行业，关键指标对比：研发费用率 7.13%（同业 8.17%~13.59%）；管理费用率 2.84%（同业 8.27%~15.03%）；销售费用率 5.97%（同业 5.02%~15.14%）。

A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：上游包括电容、模组和集成电路等元器件和材料供应商，前 5 大供应商包括新联电子（002546.SZ）、鼎信通讯（603425.SH）等上市公司。威胜控股（03393.HK）持有公司 40.74% 股份，同时也是前 5 大客户之一。

风险因素：物联网市场需求不及预期、技术及产品路线不符预期、客户份额集中度过高、政策变动加剧行业竞争。

估值方法建议：公司业务稳健，客户主要是B端与G端的大型企业，建议采用PE估值法；考虑到应用领域的高增速，可采取PEG估值法作为补充。

图1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）

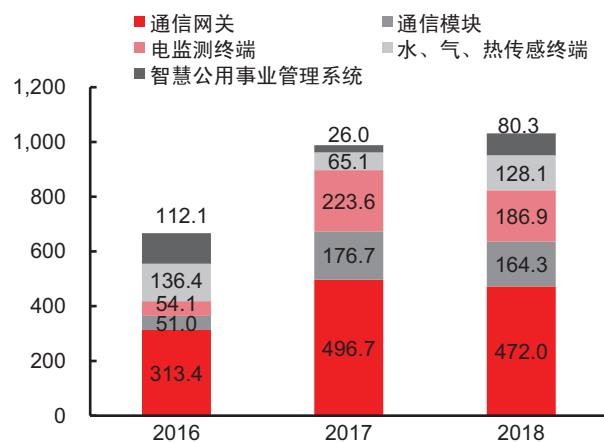
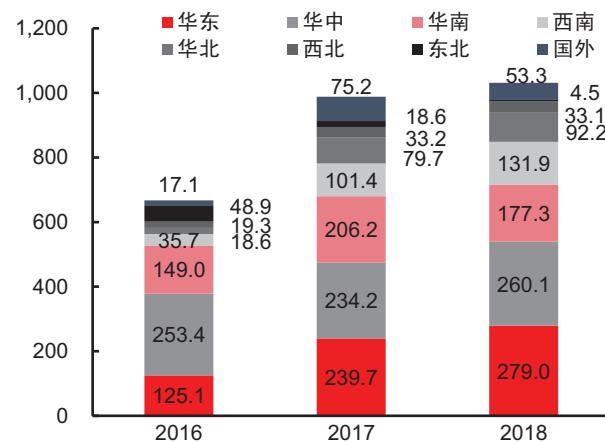


图2：公司主营业务进一步细分（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表1：威胜信息在国内公共事业物联网处于领先地位

市场地位指标	简介
核心技术	公司主导设计模块化用电信息采集终端、ARM平台与Linux操作系统的能源数据采集终端、以及兼容多厂家、多型号产品的通信中继产品等多款领先产品，并率先在省会城市和大型企业规模化应用多表集抄、LoRa微功率远距离无线通讯、DMA分区计量等技术和系统，相关领域积累丰富经验，多项关键技术处于行业领先地位。
研发体系	截至2018年12月31日，公司研发人员342名，占总员工人数比重46.4%。公司一方面根据行业技术的发展趋势，开展主导性的先发研究，重点进行物联网核心技术的研发；另一方面在与客户的合作过程中，深入了解客户特点，快速响应市场需求，开发贴合客户实际且符合行业趋势的新产品。
研发成果	2018年12月31日，公司共参与制定国家行业标准17项，其中国家标准14项、行业标准3项，为智慧公用事业领域的行业标杆。同时拥有596项有效专利，其中发明专利64项，具备较强的产品和技术研发能力。
竞争优势	依靠强大的技术创新能力、经验丰富的经营管理团队和技术团队，公司具有较强的竞争优势
市场份额	国家电网的用电信息采集类产品招标的中标情况显示，公司在2017年和2018年中标金额比例分别为5.62%和5.22%，连续两年在可比公司（光一科技、新联电子和友讯达）中名列第一。

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表2：威胜信息近三年关键财务指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	680.31	995.09	1038.64
营业收入增长率YoY	-	46.27%	4.37%
净利润（百万元）	80.50	153.63	177.07
净利润增长率YoY	-	90.8%	15.25%
毛利率(%)	27.24%	35.41%	32.47%
净利率(%)	17.04%	15.44%	17.04%
净资产收益率(加权, %)	13.06%	13.30%	7.68%

资料来源：Wind，中信证券研究部

瀚川智能：智能制造装备，参与全球分工

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2012 年，是专业的智能制造装备整体解决方案供应商，主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务。客户包括泰科电子、莫仕、法雷奥、大陆集团等国际知名汽车零部件供应商。公司是国内同行业中少数能够参与国际智能制造装备项目的供应商，在德国、美国、法国、匈牙利等国家的全球知名企业中均有智能制造项目落地。

市场空间：我国是世界第一制造大国，根据《“十二五”智能制造装备产业发展规划》，到 2020 年，智能制造装备产业市场规模将超过 3 万亿元。根据盖世汽车研究院《2017 年中国汽车电子行业白皮书》预测，从下游应用市场来看汽车电动化、智能化和联网化趋势驱动汽车电子行业未来 5 年保持 10%以上增速；医疗健康行业受人口老龄化影响，需求持续提升，中国医学装备协会统计 2013 年至 2017 年间我国医疗器械市场收入 CAGR 达到 16.3%；新能源电池行业受益新能源汽车而快速扩张，2013 年至 2017 年间中国锂电池出货量 CAGR+38.7%。受下游行业驱动，制造装备市场成长空间巨大。

公司竞争力和市场地位：在汽车电子行业中，全球前十大零部件厂商有 7 家为公司客户；在连接器细分领域，全球前 2 大厂商均为公司客户；在医疗健康行业，公司拥有美敦力、百特、3M 等客户；另外在新能源电池行业，公司还拥有亿纬锂能、欣旺达等客户。截至招股书签署日，公司共拥有核心技术 14 项，专利 44 项，软件著作权 3 项；正在申请中专利 47 项，软件著作权 3 项。截至 2018 末，公司共有研发人员 163 人，占员工总人数的 23.12%，其中包括核心技术人员 6 人。公司最近三年研发投入合计 4369 万元，占最近三年合计营业收入的 5.26%。

下游应用/客户及销售模式：公司下游主要是汽车电子厂商，连接器、新能源电池等领域的大型制造企业。公司客户集中度高，2018 年前五大客户泰科电子系、大陆集团、亿纬锂能、力特、莫仕的销售收入分别为 1.57 亿元、8206 万元、3603 万元、3347 万元和 1891 万元，合计占主营业务收入的比例达 75.07%。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：瀚川智能选择《上市规则》第 2.1.2 条第（一）项规定的上市标准，拟公开发行不超过 2,700 万股，募集 4.68 亿元，用于智能制造系统及高端装备的新建项目（4.68 亿）。

可比公司情况：在装备制造行业中，可比上市公司包括克来机电（603960.SH）、智云股份（300097.SZ）、迈为股份（300751.SZ）、智慧松德（300173.SZ）等。2018 年公司毛利率（35.61%）略高于同行业上市公司（克来机电、智云股份、迈为股份和智慧松德的毛利率平均值为 34.31%）；应收账款周转率 5.40 略高于行业平均的 4.64，主要由于公司分阶段收款模式导致应收账款较少，预收账款较多；存货周转率 2.15，高于同行业可比上市公司，主要是因为公司具体产品不同。

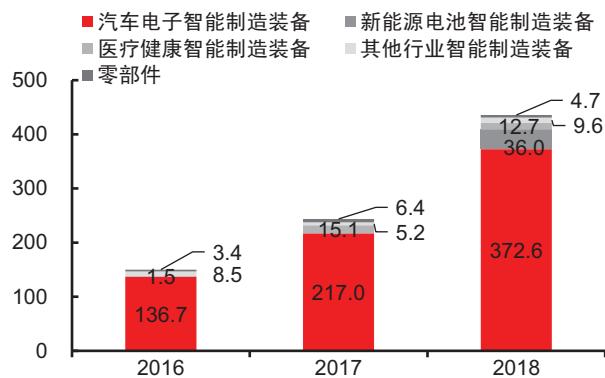
A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游主要为电子元器件、机械加工及机器人行业。下游行业较为广泛，包括汽车行业、医疗健康、新能源电池和消费电子等。

公司前五大客户中有四家是外国企业，A股上市公司包括亿纬锂能（300014.SZ）。A股影子股，苏州高新（600736.SH）间接持有公司 1.28%的股份；汉威电子（300007.SZ）间接持有公司 0.54%的股份。

估值方法建议：PE 法/PEG 法。公司面向 B 端市场，采用传统 PE 估值法较为合理，但是考虑到公司未来可能的高成长性，故可采用 PEG 法作为补充。

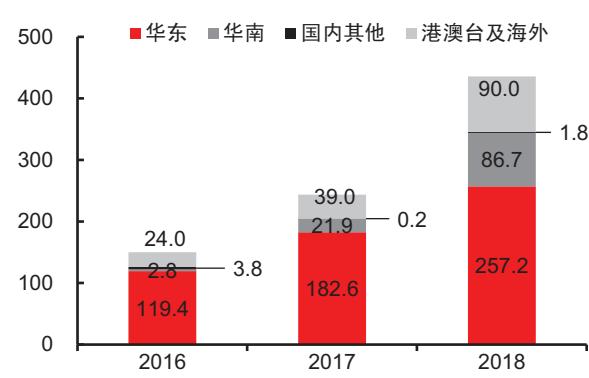
风险因素：客户集中度较高的风险；下游应用较为集中的风险；产业政策风险；科技创新能力持续发展的风险；技术泄露风险等。

图 1：公司主营业务分产品构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：公司主营业务分地区构成（单位：百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：公司在装备制造领域拥有核心技术优势和客户资源优势

市场地位指标	简介
核心技术	在汽车电子制造领域，公司已经形成了超高速精密曲面共轭凸轮技术、嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术、机器视觉高速定位技术等 14 项核心技术，公司的超高速精密曲面共轭凸轮技术、嵌入式工业设备实时边缘计算网关技术等技术处于国际领先水平。
研发成果	截至招股书签署日，公司共拥有核心技术 14 项，专利 44 项，软件著作权 3 项；正在申请中专利 47 项，软件著作权 3 项。
客户资源	在汽车电子行业中，全球前十大零部件厂商有 7 家（大陆集团、博世、电装、麦格纳、爱信精机、李尔和雷奥）为公司客户；在连接器细分领域，全球前 2 大厂商（泰科电子、莫什）均为公司客户；在医疗健康行业，公司拥有美敦力、百特、3M 等客户；另外在新能源电池行业，公司还拥有亿纬锂能、欣旺达等客户。
境外资源	公司是国内同行业为数不多走出国门的企业，在德国和菲律宾均设有办事处，在德国、美国、法国、匈牙利等国家的全球知名企业均有智能制造项目落地。

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 2：瀚川智能近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（万元）	15,002.64	24,384.91	43,601.76
营业收入增长率 YoY	-	62.3%	78.8%
净利润（万元）	242.71	3,282.68	7,111.36
净利润增长率 YoY	-	1252.5%	78.8%
毛利率	38.28%	37.20%	35.61%
净利率	1.62%	13.46%	16.31%
净资产收益率（加权）	14.42%	44.09%	47.36%

资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

杰普特：深耕激光主业，从零组件到系统化方案

公司简介及主营产品/业务：公司成立于 2006 年，主营业务为研发、生产和销售激光器以及用于集成电路和半导体光电相关器件精密检测及微加工的智能装备，产品包括脉冲光纤激光器、连续光纤激光器和固体激光器，广泛应用于激光精密加工、光谱检测、消费电子产品制造、贴片元器件制造等领域。

市场空间：得益于激光器产品特性的突出优势以及广泛的应用领域，全球激光器市场处于稳步增长的趋势，根据 Strategies Unlimited 数据，2018 年全球各类工业激光器销售收入由 2017 年的 48.55 亿美元增长至 50.58 亿美元，2019 年预计可达 51.61 亿美元，其中光纤激光器 2018 年同比增长 6% 至 26.03 亿美元，预计 2019 年可达 27.46 亿美元。

公司竞争力和市场地位：激光器行业具有一定技术壁垒，市场参与者有限，公司基于客户需求和自身在激光光源领域的技术沉淀，以及差异化竞争策略，成功研发出智能光谱检测机和激光调阻机。智能光谱检测机于 2014 年进入苹果供应链，订单快速增长；公司掌握激光调阻机高精度的量测技术和激光光源技术，自 2015 年以来陆续服务国巨股份、厚声乾坤科技、乾坤科技、华新科技等知名电阻厂商，具备较高市场占有率。

下游应用/客户/市场：公司激光器产品在 3C 电子领域主要应用于半导体晶圆、芯片及模组表面标记、划线，PCB 电路板和柔性电路板（FPC）加工，ITO 导电膜、银浆蚀刻，异种金属、精密金属薄片焊接，以及电子数码产品外壳标记等；在新能源及传统汽车领域主要应用于新能源汽车极片、光伏电池硅片切割，油漆清除、模具清洗等；在传统制造业领域主要应用于激光打标、激光深雕、激光切割与焊接等。下游客户包括苹果、AMS、意法半导体、LGIT、国巨等。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次杰普特选择第一条上市标准登陆科创板，拟公开发行不超过 2309 万股，募资 9.73 亿元，主要投向光纤激光器扩产（1.3 亿）、激光/光学智能装备项目扩产（1.2 亿）、半导体激光器扩产（0.98 亿）、研发生产建设项目（2.56 亿）、研发中心建设（0.77 亿）、流动资金（2.9 亿）。

可比公司情况：我们选取 A 股中与公司业务接近的设备类公司（大族激光、华工科技、锐科激光、精测电子、长川科技）作为可比公司，杰普特的收入和净利润规模仍偏低。从利润率水平看，公司 2017 年毛利率为 34.20%，净利率为 14.01%，处于可比公司下游水平。费用管控总体较好，2018 年销售费用率和管理费用率分别为 5.74% 和 4.58%，低于可比公司均值 8.81% 和 5.99%。

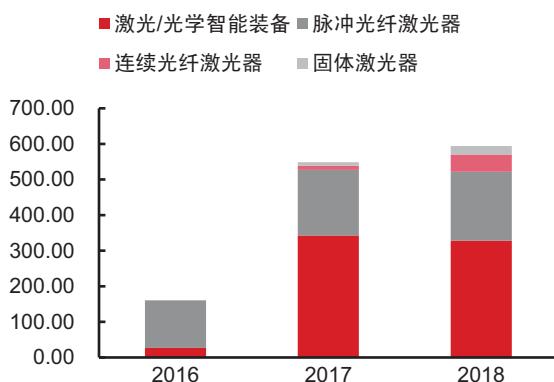
A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：公司上游主要为激光器零组件如泵浦源、光纤、光栅等，下游主要是集成激光设备解决方案如大族激光、华工科技等，与公司处于同一产业链环节的公司有锐科激光、创鑫科技。直接或间接持股公司股份的影子股包括中兴通讯、广深铁路、奥特迅等。

估值方式：公司所处激光器行业，正处于渗透传统加工设备以及国产化替代的过程，

公司有望凭借供应大客户的资质进一步打开下游市场，建议按照 PE 并参考 PEG 的方式进行估值。

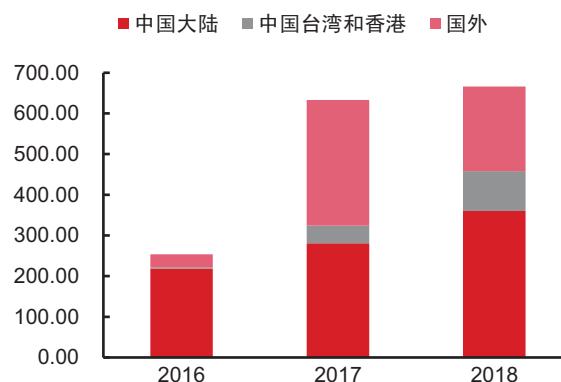
风险因素：市场、行业政策变化风险；大客户销售占比过高风险；国内激光器行业竞争加剧风险；公司高功率产品研发不及预期风险；下游激光器需求不及预期风险。

图 1：公司主营业务分产品构成（百万元）



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

图 2：公司主营业务分地区构成



资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 1：2018 年公司前五大客户

	客户名称	营收（亿元）	占比
1	苹果及其主要关联企业	1.54	23.10%
2	国巨股份及其主要关联企业	0.77	11.51%
3	深圳市东盈迅达电子有限公司	0.31	4.69%
4	乾坤科技及其主要关联企业	0.19	2.88%
5	厚声电子及其主要关联企业	0.16	2.43%
合计		2.97	44.61%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

表 2：公司近三年报表关键指标

项目/年度	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	253.49	633.34	666.25
营业收入增长率 YoY	-0.73	149.85	5.20
净利润（百万元）	6.18	87.67	93.36
净利润增长率 YoY	-	1,318.43	6.49
毛利率	31.27%	33.65%	34.20%
净利率	2.44%	13.84%	14.01%
净资产收益率 ROE（加权）	5.32%	34.91%	24.30%

资料来源：公司招股说明书（申报稿）

热景生物：领先的 POCT 企业

公司简介及主营产品/业务：热景生物成立于 2005 年，是国内领先的即时检测(POCT)企业，核心产品主要应用于肝癌肝炎、心脑血管疾病、感染诊断等临床医学领域。经过持续多年技术研发，公司构建了以上转发光、磁微粒化学发光、糖捕获、基因重组与单克隆抗体技术为核心的研发技术平台，开发了一系列的体外诊断试剂及仪器，是业内为数不多的产品涵盖全场景应用的供应商之一。2018 年公司营业收入 1.87 亿元，同比增长 31.69%，归母净利润 0.48 亿元，同比增长 60.09%。

市场空间：根据 Renub Research Analysis 数据，2018 年国内 IVD 市场规模预计达到 63.35 亿美元，2014-2018 年实现复合增速 19.46%，处于较快增长阶段，其中免疫和生化诊断合计约占整体市场的 50%以上。POCT 具有快速简便、现场分析等特点，是 IVD 领域最具发展潜力的领域之一，根据 BISResearch 数据，2017 年我国 POCT 市场规模约为 6 亿美元，到 2026 年将达到约 15 亿美元。

公司竞争力和市场地位：国内 IVD 的高端市场仍主要被进口厂家占据，国产企业主要集中在中低端市场，且格局较为分散。热景生物是业内为数不多的产品涵盖全场景应用的供应商之一，目前公司在肝炎肝癌早期诊断领域处于行业领先水平，在心脑血管诊断、炎症感染诊断等领域已经取得了较为明显的竞争优势。

销售模式：热景生物采取直销和经销相结合的销售模式，经销为主，直销为辅，2016-2018 年公司收入结构中经销模式占比分别为 94.52%/90.71%/90.54%。在推广模式上，针对：(1) 临床类产品：采取“联动销售”推广模式，公司通过招投标或竞争性谈判，通过经销商向终端医疗机构销售试剂，并免费配套提供仪器；(2) 公共安全类产品：“买仪器赠送试剂”推广模式，公司按照合同约定的价格将仪器销售给客户，同时根据客户购买仪器的数量对应赠送一定价值试剂。

拟采用上市门槛及发行募资使用用途：此次热景生物选择科创板上市规则第 2.1.2 条第（一）款所规定的标准申请上市，拟公开发行 1555 万股、募集金额约为 2.88 亿元，募集资金扣除发行费用后的净额将用于年产 1200 万人份体外诊断试剂、850 台配套仪器生产基地及研发中心项目，项目建成后，预计将形成具备年产 1200 万人份体外诊断试剂产品、体外诊断仪器 850 台的生产能力。

可比公司情况：按照公司招股说明书（申报稿），选取的可比公司为万孚生物（POCT 业务）、基蛋生物（POCT 业务）、明德生物（POCT 业务），主营均为 POCT 业务。产品毛利率角度，热景生物的心脑血管产品毛利率低于基蛋生物，感染炎症类产品毛利率低于明德生物，主要系基蛋生物和明德生物分别在心脑血管类、感染炎症类市场市占率较高、竞争优势较强。期间费用角度，公司的销售和管理费用（合并研发费用后）率高于同行业均值，主要系公司将“联动销售”仪器的折旧费用计入销售费用核算，同时公司所处北京地区的人工工资等其他费用均较高所致。此外，公司的研发费用率与行业水平基本相当，2016-2018 年研发费用占比分别为 10.88%、11.00% 和 9.82%。

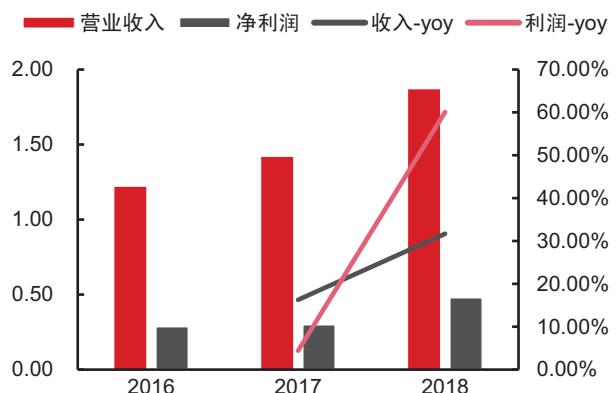
A 股产业链上下游龙头公司及相关影子股：处于同一细分领域、主营业务（POCT 业务）相同的万孚生物、基蛋生物、明德生物。

估值方法建议：PE 法/DCF 法，公司已有稳健净利润及现金流，采用传统 PE 估值法

或 DCF 法均可。

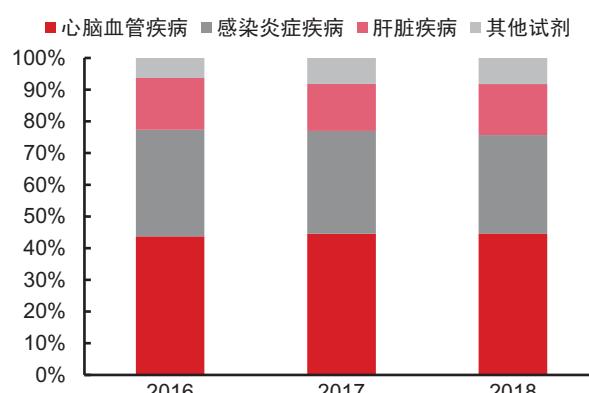
风险因素：技术研发失败风险、新产品未能注册或产业化不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、技术升级迭代的风险等。

图 1：2016-2018 年公司营业收入及净利润（亿元）情况及增速



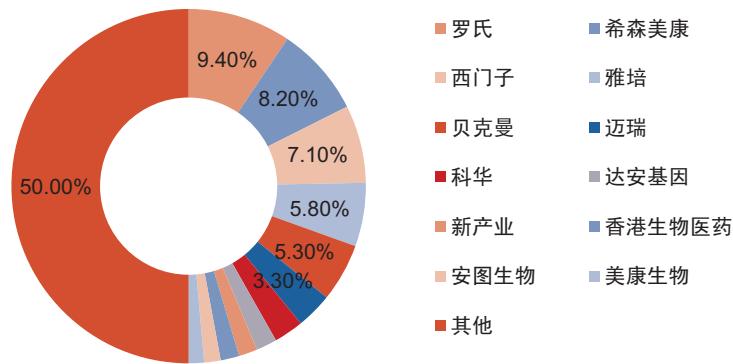
资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 2：2016-2018 年公司快速检测试剂分品类占比（%）



资料来源：公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

图 3：2017 年国内市场 IVD 行业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，公司招股说明书（申报稿），中信证券研究部

表 1：热景生物近三年报表关键指标

	2016	2017	2018
营业收入（百万元）	122.20	142.09	187.12
营业收入增长率 YoY		16.28%	31.69%
净利润（百万元）	28.80	30.07	48.14
净利润增长率 YoY		4.42%	60.08%
毛利率(%)	76.04%	74.08%	73.74%
净利率(%)	23.57%	21.16%	25.75%
净资产收益率(%)	21.99%	18.60%	22.95%

资料来源：Wind，中信证券研究部

本资料由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构(仅就本资料免责条款而言,不含 CLSA group of companies),统称为“中信证券”。

法律主体声明

本资料在中华人民共和国(香港、澳门、台湾除外)由中信证券股份有限公司(受中国证券监督管理委员会监管,经营证券业务许可证编号:Z20374000)分发。本资料由下列机构代表中信证券在相应地区分发:在中国香港由 CLSA Limited 分发;在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发;在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.分发;在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发;在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号: 198703750W) 分发;在欧盟由 CLSA (UK) 分发;在印度由 CLSA India Private Limited 分发(地址:孟买(400021) Nariman Point 的 Dalamal House 8 层; 电话号码: +91-22-66505050; 传真号码: +91-22-22840271; 公司识别号: U67120MH1994PLC083118; 印度证券交易委员会注册编号: 作为证券经纪商的 INZ000001735, 作为商人银行的 INM000010619, 作为研究分析商的 INH000001113); 在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发;在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发;在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd.分发;在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发;在菲律宾由 CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发;在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国: 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可,中信证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

美国: 本资料由中信证券制作。本资料在美国由 CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本资料将不被视为对本资料中所评论的证券进行交易的建议或对本资料中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本资料的接收者如果希望在美国交易本资料中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡: 本资料在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问), 仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问(修正)规例(2005)》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定,《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本资料存有疑问,还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd. (电话: +65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大: 本资料由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本资料将不被视为对本资料中所评论的证券进行交易的建议或对本资料中所载任何观点的背书。

英国: 本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本资料在英国须被归为营销文件,它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写,亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本资料在欧盟由 CLSA (UK) 发布,该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本资料针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年(金融推介)令》第 19 条所界定的投资方面具有专业经验的人士,且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验,请勿依赖本资料的内容。

一般性声明

本资料对于收件人而言属高度机密,只有收件人才能使用。本资料并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本资料仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本资料而视其为中信证券的客户。本资料所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本资料中提及的任何证券或金融工具,本资料的收件人须保持自身的独立判断。

本资料所载资料的来源被认为是可靠的,但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本资料所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本资料提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本资料所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的情况并不能代表未来的表现。

中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本资料的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定,但是,分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本资料,则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本资料中提及的证券或要求获悉更详细信息。本资料不构成中信证券向发送本资料金融机构之客户提供投资建议,中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为(前述金融机构之客户)因使用本资料或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权,任何人不得以任何目的复制、发送或销售本资料。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。