

新股研究

2023年01月04日

相关研究**证券分析师**

林瑾 A0230511040005
linjin@swsresearch.com
彭文玉 A0230517080001
pengwy@swsresearch.com

研究支持

王艺儒 A0230121110002
wangyr@swsresearch.com
朱敏 A0230122050005
zhumin@swsresearch.com

联系人

朱敏
(8621)23297818×
zhumin@swsresearch.com

鑫磊股份:空气动力设备领域代表性生产商

——注册制新股纵览 20230104

本期投资提示:

- **AHP 得分——剔除流动性溢价因素后，鑫磊股份 2.27 分，总分的 30.7%分位。**考虑流动性溢价因素后，我们测算鑫磊股份 AHP 得分为 2.22 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 32.9%，位于中游偏上水平。剔除流动性溢价因素后，我们测算鑫磊股份 AHP 得分为 2.27 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 30.7%分位，位于中游偏上水平。假设以 70%入围率计，中性预期情形下，**鑫磊股份**网下 A、B、C 三类配售对象的配售比例分别是：0.0362%、0.0358%、0.0203%。
- **空气动力领域头部出口商，覆盖海内外优质客户群体。**公司已发展成为国内主要的空气压缩机生产与出口企业之一，2019 年、2020 年公司出口业务收入在主要动力用空压机厂商中分别排名第 2 位、第 3 位。公司营销网络已覆盖到国内外主要国家和地区，并积累了一批优质的客户资源。公司小型活塞机产品已销往 100 多个国家和地区，与国外大型品牌商德国 SCHEPPACH 集团、波兰 AIRPRESS 集团、墨西哥 TRUPER 集团，大型连锁超市如瑞典 BIRGMA 等建立了稳定的合作关系；螺杆机及离心鼓风机产品领域，拥有国机集团、海螺集团、国家电投等优秀的国内客户群体。
- **核心技术积累深厚，多项领域实现价值转化。**公司掌握了空气动力产品核心零部件的自主研发与设计能力，研发出具备物联网功能的螺杆式空压机和离心鼓风机，实现了对公司产品的精确调试、远程监控和预警维修，保证了用户生产经营的连续性、稳定性，提升了传统行业的智能化和信息化水平。此外，公司克服了螺杆主机铸造、生产和测试等技术难关，成功开发并批量化生产永磁变频两级螺杆式空压机、工频螺杆式空压机等节能型螺杆机产品。其中，空气悬浮离心鼓风机荣获 2021 石油和化工行业设备管理与技术创新成果一等奖。
- **多元布局产品线，节能性能优越。**公司坚持以市场和客户需求为导向，不断对现有产品进行迭代升级，同时开发新产品。纵向布局上，公司在功能、性能和成本相兼顾的前提下形成了高、中、低配的多个产品系列。横向布局上，公司在空气动力领域拓展业务范围，成功研发出螺杆式空气压缩机、空气悬浮离心式鼓风机、磁悬浮离心式鼓风机，优化产品结构，成为行业内产品种类齐全、具有较强竞争优势的企业。同时，公司产品节能性能优越，全系列两级压缩螺杆机产品达到或超过国家 1 级能效，契合我国提高能源利用效率、推动绿色低碳循环发展的战略目标，市场发展空间巨大。
- **业绩规模、增速均低于可比公司平均；毛利率水平、研发投入占比不及可比公司平均。**公司 2020 年、2021 年营收分别为 7.32 亿元、8.21 亿元，归母净利分别为 0.67 亿元、0.60 亿元，2019 年-2021 年公司营收、归母净利复合增速分别为 15.96%、5.95%，业绩增速、规模均低于可比公司平均。同期，公司毛利率水平、研发投入占比同样不及可比平均。
- **风险提示：****鑫磊股份**需警惕技术升级迭代不及预期、技术研发人员短缺、市场竞争加剧、主要原材料价格波动、实际控制人不当控制、应收账款坏账、存货跌价等风险。



申万宏源研究微信服务号

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

目录

1.AHP 分值及网下配售比例.....	4
2.新股基本面亮点及特色.....	4
2.1 空气动力领域头部出口商，覆盖海内外优质客户群体	4
2.2 核心技术积累深厚，多项领域实现价值转化	5
2.3 多元布局产品线，节能性能优越	5
3.可比公司财务指标比较.....	6
3.1 业绩规模、增速均低于可比公司平均	6
3.2 毛利率水平、研发投入占比低于可比平均.....	6
4.募投项目及发展愿景	7
5.风险提示	8
附录 1：公司主营结构及业绩情况.....	9
附录 2：发行方案要点梳理	9
附录 3：AHP 模型分值划分标准.....	10

图表目录

图 1：鑫磊股份与可比公司营业收入对比.....	6
图 2：鑫磊股份与可比公司归母净利对比.....	6
图 3：鑫磊股份与可比公司毛利率对比	7
图 4：鑫磊股份与可比公司研发支出占营收比重对比	7
图 5：鑫磊股份 2019-2021 年营收、归母净利润及增速.....	9
图 6：鑫磊股份 2019-2021 年收入构成	9
表 1：鑫磊股份 AHP 得分及网下三类投资者预期配售比例	4
表 2：鑫磊股份募投项目及项目收益预期.....	7
表 3：发行方案要点	9
表 4：发行重要时间安排	10
表 5：非科创板 AHP 模型分值与所处水平划分标准	10

1.AHP 分值及网下配售比例

考虑流动性溢价因素后，我们测算鑫磊股份 AHP 得分为 2.22 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 32.9%，位于中游偏上水平。剔除流动性溢价因素后，我们测算鑫磊股份 AHP 得分为 2.27 分，位于非科创体系 AHP 模型总分的 30.7%分位，位于中游偏上水平。**(注：AHP 模型采用多层次分析方法，目前设置 30 多项定性定量考察指标)**

假设以 70%入围率计，中性预期情形下，鑫磊股份网下 A、B、C 三类配售对象的配售比例分别是：0.0362%、0.0358%、0.0203%。

表 1：鑫磊股份 AHP 得分及网下三类投资者预期配售比例

代码	名称	AHP 得分	总分	A 类预期情形	预期配售比例		
		分-剔除流动性溢价因素	的分位值水平		注 A 类	注 B 类	注 C 类
301317	鑫磊股份	2.27	30.7%	乐观	0.0463%	0.0458%	0.0274%
				中性	0.0362%	0.0358%	0.0203%
				谨慎	0.0290%	0.0286%	0.0160%

资料来源：申万宏源研究

2.新股基本面亮点及特色

2.1 空气动力领域头部出口商，覆盖海内外优质客户群体

空气动力领域优质出口企业，规模化优势降低生产成本。公司产品质量稳定、品质优异，在业内赢得了良好的市场口碑。同时，公司具备规模化生产优势。采购方面，公司上游议价能力好，原材料价格相对稳定；生产方面，公司引进先进的生产、检测设备，能够快速响应客户需求。此外，公司是行业内少数掌握主要零部件自主研发、设计与生产的企业，能够在保障产品稳定高品质的情况下控制生产成本，有效提升了公司在行业内的竞争力。经过多年的发展，公司已发展成为国内主要的空气压缩机生产与出口企业之一，“鑫磊”商标荣获中国驰名商标。根据《中国通用机械工业年鉴》，2019 年、2020 年公司出口业务收入在主要动力用空压机厂商中分别排名第 2 位、第 3 位。

与存量客户深度合作，海内外市场同步发展。经过多年的市场开拓与项目经验积累，公司营销网络已覆盖到国内外主要国家和地区，并积累了一批优质的客户资源。公司起步于**小型活塞式空压机**的出口业务，丰富的产品线能够满足市场上绝大部分客户需求，小型活塞机产品已销往 100 多个国家和地区，并与国外大型品牌商

德国 SCHEPPACH 集团、波兰 AIRPRESS 集团、墨西哥 TRUPER 集团，大型连锁超市如瑞典 BIRGMA 等建立了稳定的合作关系。**螺杆机及离心鼓风机产品领域**，公司大力发展自主品牌业务，拥有国机集团、海螺集团、宁夏建材、粤海水务、国家电投、冀东水泥等优秀的国内客户群体。

2.2 核心技术积累深厚，多项领域实现价值转化

空气动力设备领域技术积累深厚，技术创新能力行业领先。公司在空气动力产品制造领域，形成了完善成熟的技术体系，掌握了核心零部件的自主研发与设计能力。公司应用综合多学科多专业的系统优势，形成了以转子型线设计技术、三元流叶轮设计技术、高速永磁同步电机技术等为代表的关核心关键技术，具备了包括主机、电机、压力容器等核心部件以及整机的自主生产能力。在新旧产业融合方面，公司顺应行业的智能化、信息化发展趋势，研发出具备物联网功能的螺杆式空压机和离心鼓风机，实现了对公司产品的精确调试、远程监控和预警维修，保证了用户生产经营的连续性、稳定性，提升了传统行业的智能化和信息化水平。

小型活塞机领域，公司掌握了小型活塞机的全套生产技术和工艺，形成了以无油低噪音技术、低噪音阀板设计技术、防油雾呼吸器技术等为核心的活塞机生产技术，产品性能和质量均得到大幅提升。

螺杆机和离心鼓风机领域，公司已经全面掌握了螺杆主机和电机的设计、生产和加工工艺，克服了螺杆主机铸造、生产和测试等技术难关，成功开发并批量化生产永磁变频两级螺杆式空压机、工频螺杆式空压机等节能型螺杆机产品。离心鼓风机产品则凭借其节能、环保、低噪等优势快速打开市场。其中，空气悬浮离心鼓风机荣获 2021 石油和化工行业设备管理与技术创新成果一等奖。

2.3 多元布局产品线，节能性能优越

形成多元化产品组合，构建行业内优势地位。公司坚持以市场和客户需求为导向，利用空气压缩机和离心式鼓风机多用途、可设计性强、附加值高的特点，不断对现有产品进行迭代升级，同时开发新产品。多元化的产品组合能够持续满足下游产业对于空气动力设备高可靠性、高能效、低噪音、高清洁度等需求。**纵向布局上**，公司在功能、性能和成本相兼顾的前提下形成了高、中、低配的多个产品系列。**横向布局上**，公司在空气动力领域拓展业务范围，成功研发出螺杆式空气压缩机、空气悬浮离心式鼓风机、磁悬浮离心式鼓风机，优化产品结构，成为行业内产品种类齐全、具有较强竞争优势的企业。同时，公司持续优化生产管理，生产线智能化和自动化程度不断提升，目前已具备同时提供多品类、多型号产品，同时开展多订单生产的制造能力。

产品节能性能优越，契合绿色低碳循环发展。公司生产的全系列两级压缩螺杆机产品达到或超过国家 1 级能效，被国家发改委列入《国家重点节能低碳技术推广目录（2017）》，被工信部列入“能效之星产品目录（2017）”及“国家工业节

能技术装备推荐目录（2017）”；离心式鼓风机产品被工信部列入《“能效之星”装备产品目录（2021）》。具体来看，公司 37KW 的 1 级能效螺杆式空压机与 2 级、3 级能效相比，每年可以节电 33,696.00 度、84,240.00 度；公司 200KW 的 1 级能效螺杆式空压机与 2 级、3 级能效相比每年可以节电 172,800.00 度、449,280.00 度。现阶段，我国经济发展目标正在由高速增长向高质量增长转换。公司产品节能性能优越，契合我国提高能源利用效率、推动绿色低碳循环发展的战略目标，市场发展空间巨大。

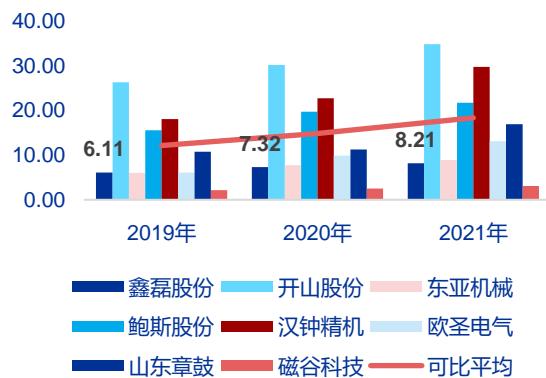
3. 可比公司财务指标比较

3.1 业绩规模、增速均低于可比公司平均

结合鑫磊股份招股说明书的披露，通过对比所属行业、主营业务等因素，我们选择开山股份（300257）、东亚机械（301028）、鲍斯股份（300441）、汉钟精机（002158）、欧圣电气（301187）、山东章鼓（002598）、磁谷科技（688448）这 7 家 A 股上市公司作为鑫磊股份的可比上市公司。

从营收和净利规模来看，公司 2020 年、2021 年营收分别为 7.32 亿元、8.21 亿元，归母净利分别为 0.67 亿元、0.60 亿元，2019 年-2021 年公司营收、归母净利复合增速分别为 15.96%、5.95%，业绩增速、规模均低于可比公司平均。

图 1：鑫磊股份与可比公司营业收入对比
(单位：亿元)



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 2：鑫磊股份与可比公司归母净利对比
(单位：亿元)



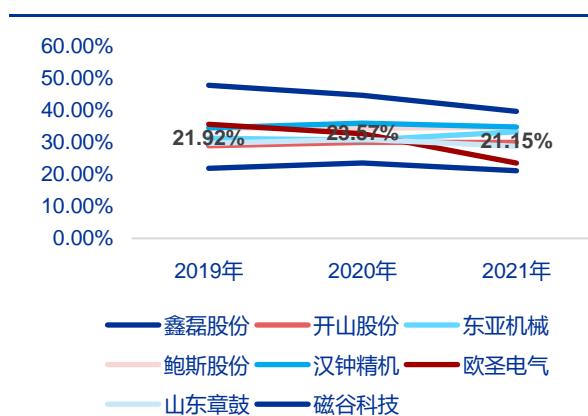
资料来源：iFinD、申万宏源研究

3.2 毛利率水平、研发投入占比低于可比平均

从毛利率水平来看，公司 2019 年-2021 年综合毛利率分别为 21.92%、23.57%、21.15%，低于可比公司平均。

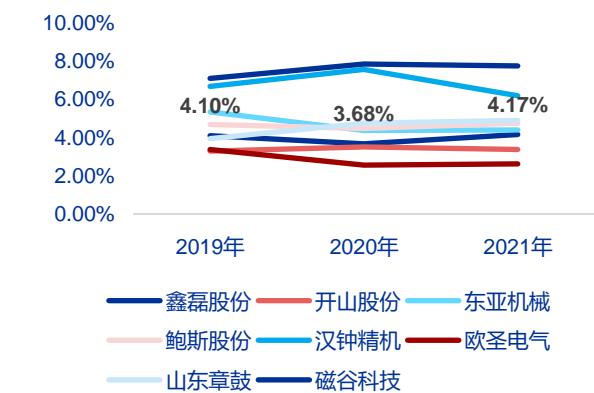
再从研发支出来看，公司 2019 年-2021 年研发支出占营收比重分别为 4.10%、3.68%、4.17%，低于可比公司平均。

图 3：鑫磊股份与可比公司毛利率对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

图 4：鑫磊股份与可比公司研发支出占营收比重对比



资料来源：iFinD、申万宏源研究

4.募投项目及发展愿景

公司本次拟向社会公众公开发行新股 3,930.00 万股，占发行后总股本的比例为 25.00%。本次募集资金在扣除发行费用后将投资于以下项目：**新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目、年产 80 万台小型空压机技改项目、新增年产 2200 台离心式鼓风机项目、补充流动资金。**

本次募集资金投资项目切合公司未来发展方向，有利于推动主营业务持续健康发展，有助于增强公司的市场竞争能力和抗风险能力。**“新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目”、“年产 80 万台小型空压机技改项目”及“新增年产 2200 台离心式鼓风机项目”**的实施将通过对现有生产项目的技改、扩建，提升产品供应能力，保障产品质量，优化产品结构，为公司未来业绩增长提供新的动力；**“补充流动资金”**项目可为公司日常经营资金需求提供保障，进一步增强公司财务的稳健性。

未来，公司将以发行上市为契机，通过募集资金投资项目的顺利实施，全面提升公司的生产能力，提高国内外市场的占有率和品牌知名度，成为具有较强综合竞争实力的空气动力设备生产厂商。

表 2：鑫磊股份募投项目及项目收益预期

拟投项目	总投资 (万元)	项目建设期	动态投资回收期 (含建设期, 年)	税后内部收益率
新增年产 3 万台螺杆式空压机技改项目	19,717.80	2 年	-	-
年产 80 万台小型空压机技改项目	10,553.18	1 年	-	-
新增年产 2200 台离心式鼓风机项目	10,045.60	2 年	-	-
补充流动资金	5,000.00	-	-	-

资料来源：公司招股意向书，申万宏源研究

5. 风险提示

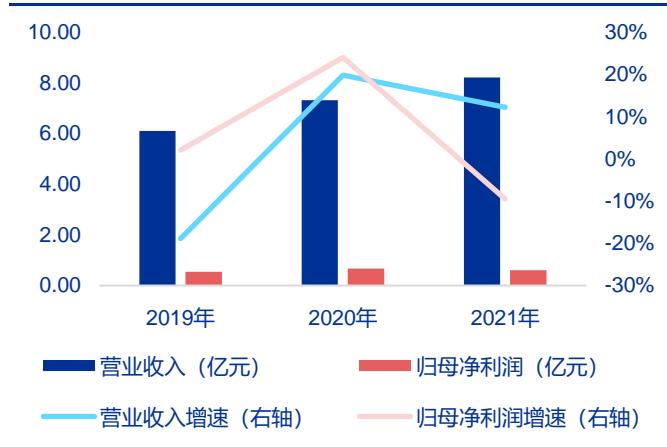
鑫磊股份需警惕技术升级迭代不及预期、技术研发人员短缺、市场竞争加剧、主要原材料价格波动、实际控制人不当控制、应收账款坏账、存货跌价等风险。

附录 1：公司主营结构及业绩情况

鑫磊股份是一家专注于空气动力领域相关技术、产品开发及推广的高新技术企业，主营业务为节能、高效空气压缩机、鼓风机等空气动力设备的研发、生产和销售。

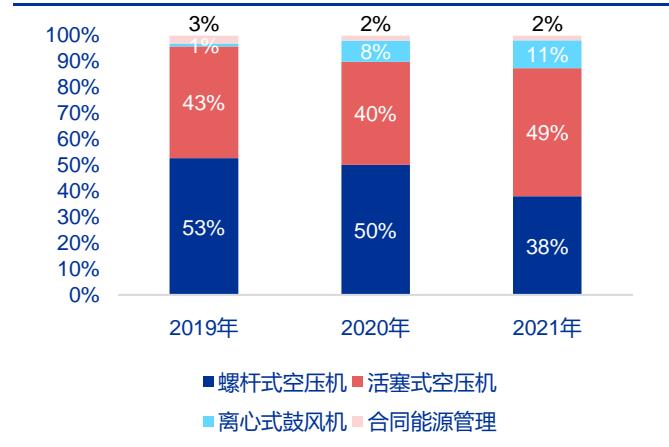
2019 年-2021 年公司营收、归母净利润复合增速分别为 15.96%、5.95%。公司预计公司 2022 年可实现营业收入 70,000.00 万元至 74,000.00 万元，与上年相比减少 14.75%至 9.88%；预计 2022 年可实现归属于母公司所有者的净利润 8,050.00 万元至 8,900.00 万元，与上年相比增长 33.29%至 49.02%。

图 5：鑫磊股份 2019-2021 年营收、归母净利润及增速



资料来源：iFinD、公司公告、申万宏源研究

图 6：鑫磊股份 2019-2021 年收入构成



资料来源：iFinD、公司公告、申万宏源研究

附录 2：发行方案要点梳理

表 3：发行方案要点

项目	鑫磊股份
拟发行新股量（万股）	3,930.00
拟募资净额（万元）	45,316.58
询价方式	初步询价确定发行价
市值门槛	创业板主题封闭运作基金与战略配售基金 1,000 万元，其他对象 6,000 万元
网下初始份额	70.00%
保荐人跟投比例	不超 5%
高管员工参与战略配售比例	无
其他战略配售比例	无
绿鞋机制	无
优配对象份额设置	注 A 类≥70%，注 A 类≥注 B 类≥注 C 类
网下最低申购量（万股）	100

网下最高申购量（万股）

1,300

资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 4：发行重要时间安排

发行安排	鑫磊股份
刊登《发行安排及初步询价公告》《招股意向书》等相关公告与文件	T-6 日 (2022 年 12 月 30 日)
网下投资者提交核查文件	T-6 日~T-4 日
网下路演	(2022 年 12 月 30 日~2023 年 1 月 4 日)
初步询价日 (9:30-15:00)	T-3 日 (2023 年 1 月 5 日)
网下申购发行日 (9:30-15:00)	T 日
网上申购发行日 (9:15-11:30, 13:00-15:00)	(2023 年 1 月 10 日)
网上申购配号	
刊登《网上中签结果公告》《网下发行初步配售结果公告》	
网下发行获配投资者缴款，认购资金到账截止 16:00	T+2 日 (2023 年 1 月 12 日)
网上中签投资者缴纳认购资金	
网下配售投资者配号	

资料来源：公司公告、申万宏源研究

附录 3：AHP 模型分值划分标准

表 5：非科创板 AHP 模型分值与所处水平划分标准

所处水平	非科创板 AHP 分位值区间	
	考虑流动性溢价	剔除流动性溢价
下游偏下	小于 22.5%	小于 20%
下游偏上	22.5%~27.5%	20%~25%
中游偏下	27.5%~32.5%	25%~30%
中游偏上	32.5%~37.5%	30%~35%
上游偏下	37.5%~42.5%	35%~40%
上游偏上	42.5%以上	40%以上

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。