



精选层推出在即，挂牌企业成色如何？

任浪（分析师）

证书编号：S0790519100001

邮箱：renlang@kysec.cn

孙金钜（分析师）

证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）

证书编号：S0790120040007

报告日期：2020年5月15日

精选层VS科创板：低估值下精选层具有较好的投资性价比

一 总体结论

- 精选层公司虽然在规模、盈利能力、科技含量等方面与科创板有一定差距，但其同样具有较好的成长性。
- 从个股看，精选层亦不乏众多细分行业龙头。
- 结合当前新三板流动性不足导致的估值抑价，我们认为精选层具有较好的投资性价比，同时蕴含着挖掘优质成长股的机会。

二 精选层VS科创板：基本面对比

- **企业体量：**精选层市值、营业收入及利润均值分别为科创板的10%、72%和33%，规模差异显著。
- **盈利能力：**精选层毛利率、净利率和ROE均值分别为21.8%、7.6%和13.4%，同样明显低于科创板的35.7%、12.8%和15.2%。
- **成长性：**精选层营收和利润CAGR达21.3%和35.4%，略逊于科创板的77%和71%。但从绝对增速看，精选层同样具有良好的成长性。
- **企业属性：**精选层科创属性不及科创板，研发投入占营收的比重均值为3.2%，仅有科创板的41%，但精选层覆盖的行业范围更广。
- **估值水平：**精选层由于流动性不足导致估值偏低，PE和PB均值仅有科创板的31%和42%。

三 精选层市值前五大个股均为细分行业领先企业

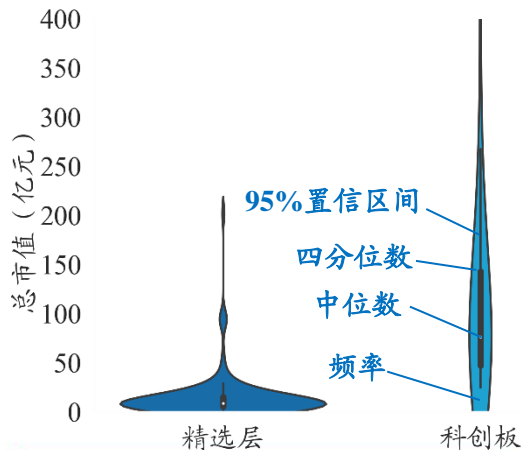
精选层挂牌申请已受理的17家公司中，市值前五大企业贝特瑞（锂电池负极材料龙头）、颖泰生物（国际化的农化龙头企业）、伊禾农品（跨境生鲜流通服务商）、翰博高新（背光显示模组一站式综合方案提供商）和晨越建管（国内领先的工程咨询服务提供商）均为各自行业的龙头或者在行业中具有一定的领先地位，未来有望受益于行业的高增长或者集中度提升的大趋势。以这些公司为代表，精选层将不乏挖掘优质成长股的投资机会。

一、体量对比：精选层整体规模与科创板差距明显

总市值对比

精选层（指138家精选层辅导公司，下同）平均市值为14.6亿元，中值8.6亿元，明显低于科创板（指100家科创板上市企业，下同）的139.8亿元和76.0亿元。

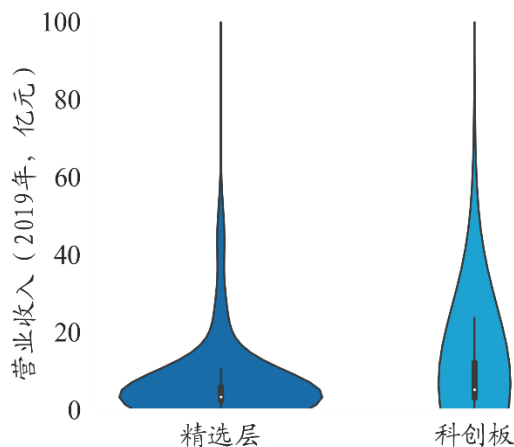
图1：精选层市值规模显著低于科创板



营业收入对比

精选层公司2019年营业收入平均值/中值为7.7/3.2亿元（剔除钢银电商），与科创板的10.7亿元和5.1亿元（剔除中国通号）差距明显。

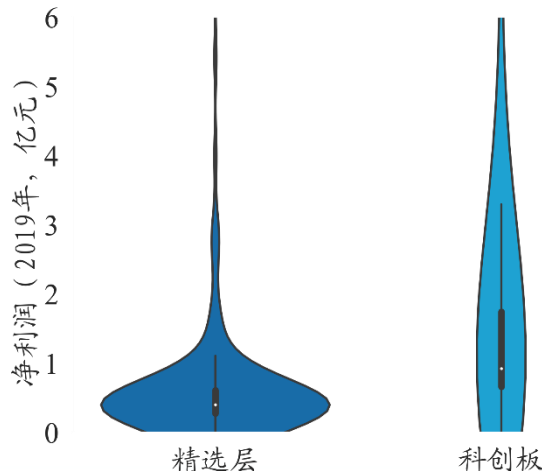
图2：精选层营业收入与科创板差距明显



净利润对比

精选层公司2019年净利润平均值/中值为0.6/0.4亿元，对比科创板的1.8/0.9亿元，精选层利润体量也较小。

图3：精选层利润体量也较小

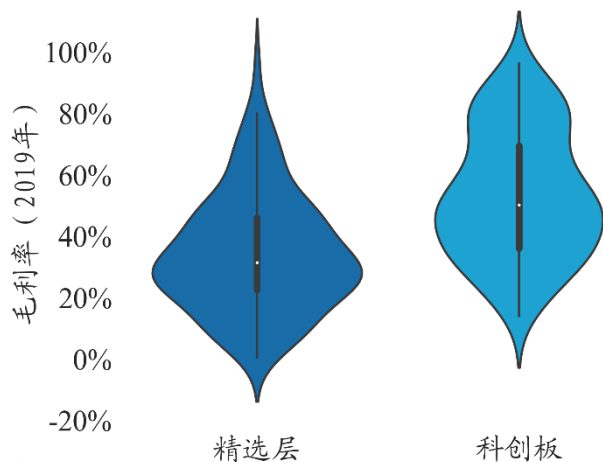


二、盈利能力对比：精选层盈利能力与科创板有一定差距

毛利率对比

精选层毛利率均值/中值分别为21.8%/31.5%，科创板毛利率均值/中值分别为35.7%/50.3%，精选层毛利率与科创板差距较明显。

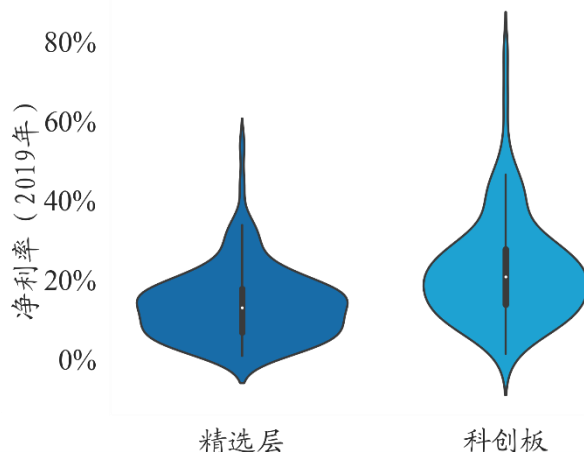
图4：精选层毛利率与科创板差距较明显



净利率对比

精选层净利率均值/中值分别为7.6%/11.8%，同样明显低于科创板的12.8%/20.0%。

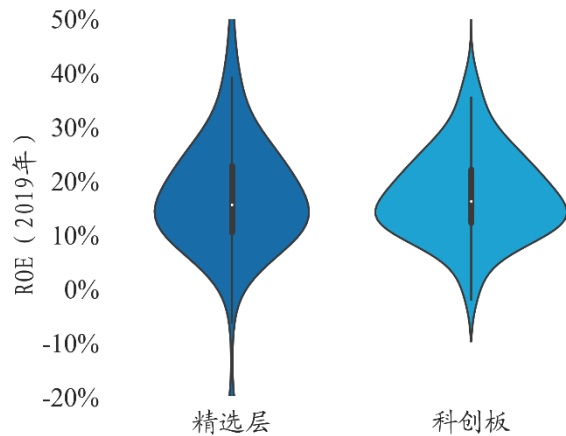
图5：精选层净利率明显低于科创板



ROE对比

- 精选层ROE均值/中值分别为13.4%/15.6%，科创板ROE均值/中值分别为15.2%/15.9%。
- 整体来看，精选层公司盈利能力与科创板公司有一定差距。

图6：精选层ROE与科创板相近

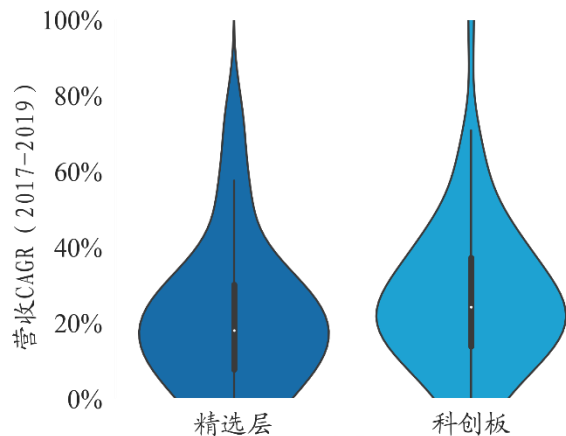


三、成长性对比：精选层同样具有较好的成长性

营收增速对比

精选层2017-2019年营业收入CAGR的均值/中值分别为21.3%/18.0%，科创板分别为27.5%/24.2%。精选层收入增速逊于科创板，但差距较市值、盈利能力等指标有明显缩小。

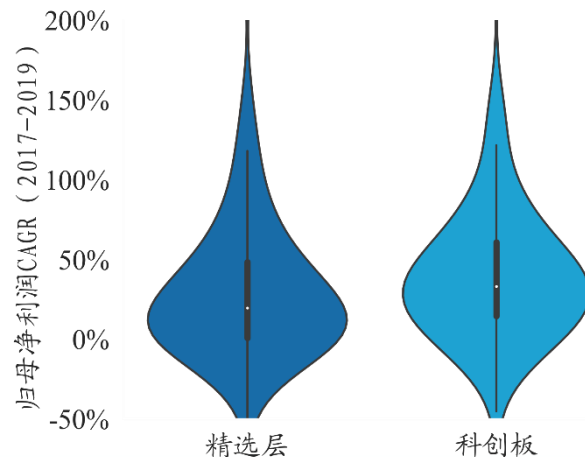
图7：精选层收入增速与科创板差距较小



利润增速对比

- 精选层2017-2019年归母净利润CAGR的均值/中值分别为35.4%/19.7%，科创板分别为49.9%/38.8%。
- 虽然精选层的收入和利润增速与科创板相比仍有一定差距，但从绝对值来看，精选层同样具有较好的成长性。

图8：精选层归母净利润增速不及科创板

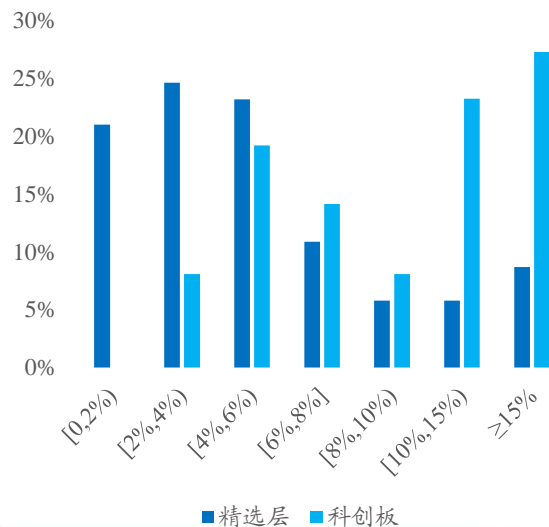


四、企业属性对比：精选层科技属性相对较弱，行业标准更包容

研发投入对比

精选层（剔除钢银电商）研发投入占营收的比例均值/中值分别为3.2%/4.5%，低于科创板的7.9%/10.2%。

图9：精选层研发投入低于科创板



行业分布对比

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

图10：精选层行业分布较广

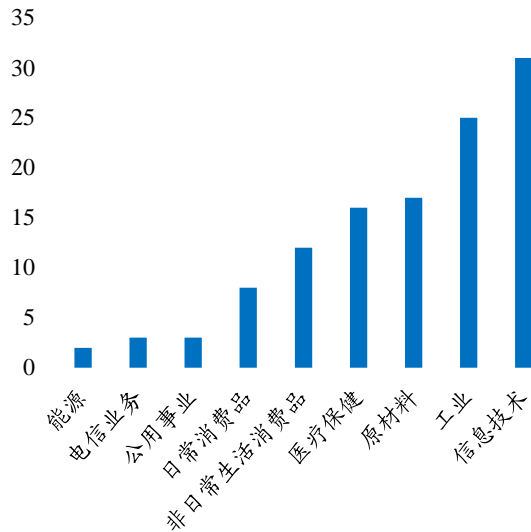
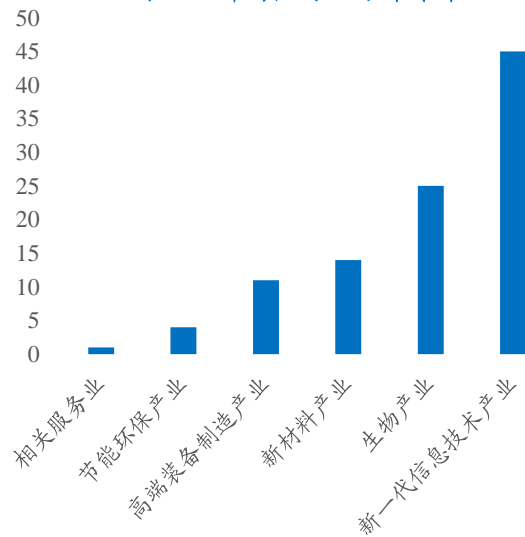


图11：科创板行业分布集中

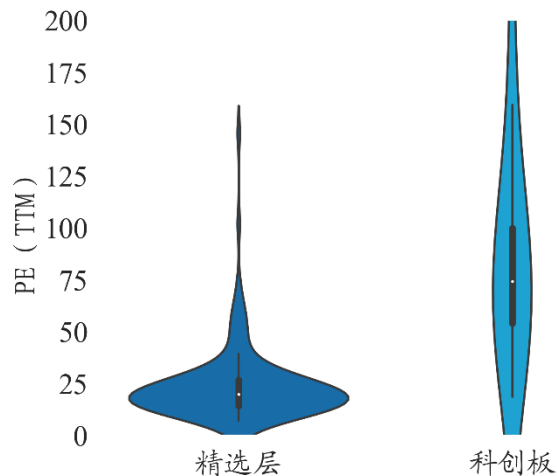


五、估值对比：精选层估值显著低于科创板，流动性改善有望带来估值提升

PE对比

精选层PE（TTM）均值（剔除合成药业）/中值分别为24.2/13.0倍，明显低于科创板的78.5/65.2倍。

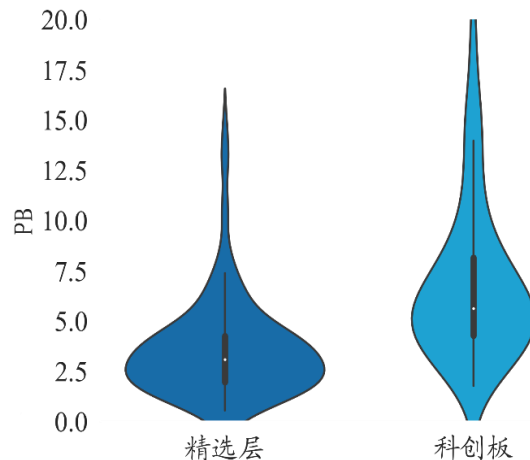
图12：精选层PE明显低于科创板



PB对比

精选层PB均值/中值分别为2.9/3.1倍，明显低于科创板的6.9/5.2倍。

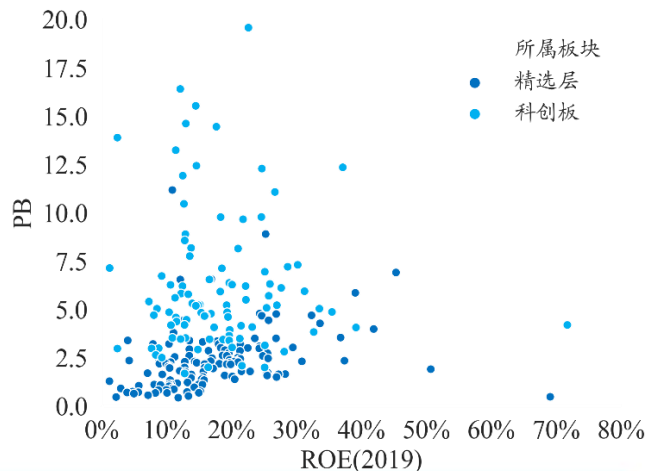
图13：精选层PB明显低于科创板



PB-ROE对比

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

图14：PB-ROE分布对比

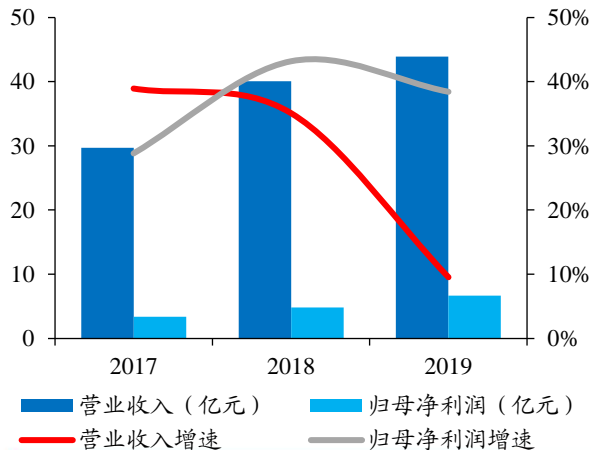


六、公司简介（一）：贝特瑞——锂电池负极材料龙头

公司概况

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

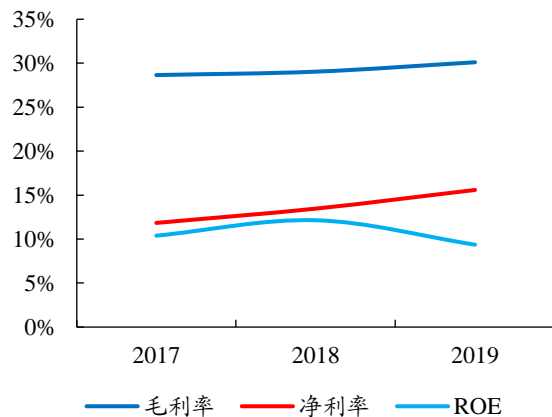
图15：贝特瑞营收和利润保持高增



盈利能力

贝特瑞盈利能力整体稳中有升。2017至2019年，公司毛利率分别为28.7%、29.0%、30.1%，净利率分别为11.8%、13.5%和15.6%，ROE分别为10.4%、12.1%和9.4%。

图16：贝特瑞整体盈利能力稳中有升



行业概况

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

表1：贝特瑞盈利能力优于可比公司

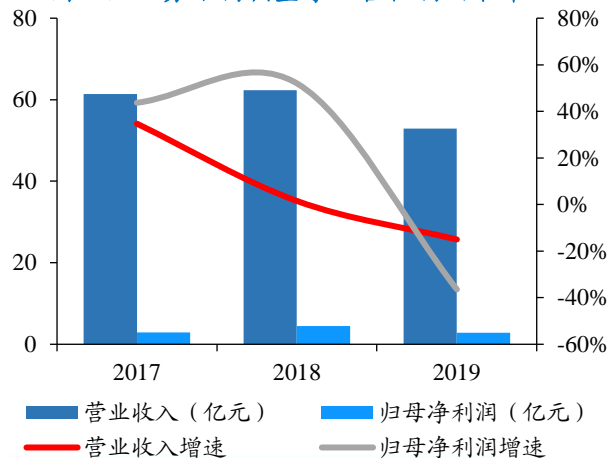
公司名称	近3年营业收入CAGR (%)	2019年毛利率 (%)	2019年净利率 (%)	PE (TTM)
容百科技	49.3	14.0	2.1	173.6
杉杉股份	2.4	21.2	4.3	82.7
璞泰来	46.1	29.5	14.2	57.1
平均	32.6	21.6	6.8	104.5
贝特瑞	21.6	30.1	15.6	30.3

六、公司简介（二）：颖泰生物——国际化的农化龙头企业

公司概况

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

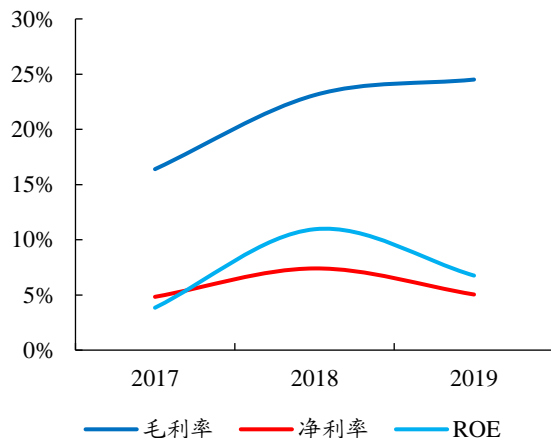
图17：业务结构调整导致营收利润下降



盈利能力

颖泰生物主动缩减了毛利率较低的贸易业务，导致公司盈利能力提升。2017至2019年，公司毛利率分别为16.4%、23.1%和24.5%，净利率分别为4.8%、7.4%、5.0%，ROE分别为3.8%、10.9%和6.7%。

图18：业务结构调整带动盈利能力提升



行业概况

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

表2：颖泰生物盈利能力接近可比公司

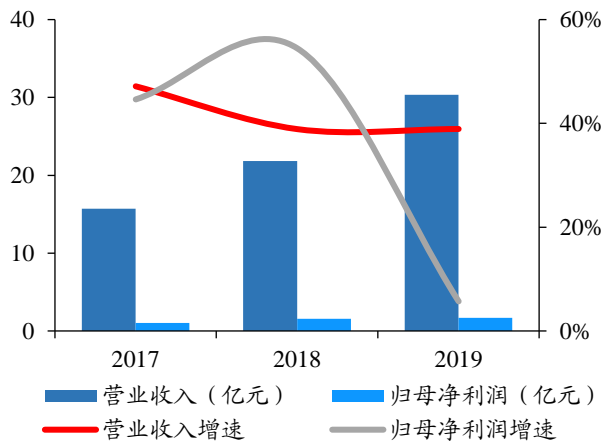
公司名称	近3年营业收入CAGR (%)	2019年毛利率 (%)	2019年净利率 (%)	PE (TTM)
安道麦A	7.6	32.2	1.0	-221.2
扬农化工	40.0	28.8	13.5	19.4
红太阳	-3.0	20.1	0.8	-65
平均	14.8	27.1	5.1	-
颖泰生物	-7.1	24.5	5.0	28.1

六、公司简介（三）：伊禾农品——跨境生鲜流通服务商

公司概况

伊禾农品是一家全球优质生鲜产品流通综合服务商。公司2017至2019年营业收入分别为15.7、21.8、30.3亿元，CAGR为38.9%，对应归母净利润分别为1.0、1.6、1.7亿元，CAGR为27.8%。

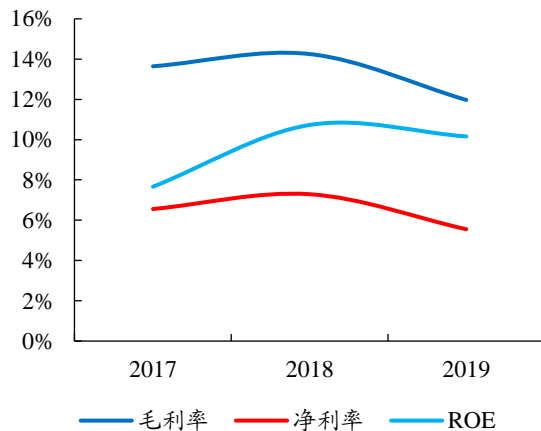
图19：伊禾农品收入和利润高速增长



盈利能力

近三年伊禾农品利润率略有下降，ROE有所提升。2017至2019年，公司毛利率分别为13.6%、14.2%、12.0%，净利率分别为6.6%、7.3%、5.5%，ROE分别为7.7%、10.7%、10.2%。

图20：伊禾农品利润率有所下降



行业概况

进口生鲜市场高速增长，生鲜行业集中度提升空间大。根据中国食品土畜进出口商会的统计，2014-2018年，我国肉类、水果等生鲜进口额CAGR高于10%。Euromonitor统计，2018年我国生鲜行业CR5仅为11.2%，而美国CR3高达30.0%。

表3：伊禾农品整体表现优于可比公司

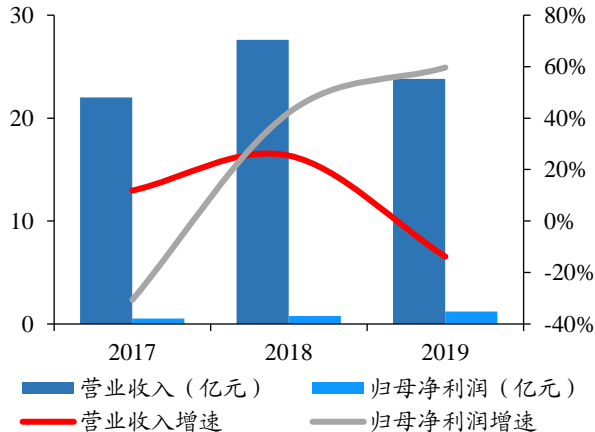
公司名称	近3年营业收入CAGR (%)	2019年毛利率 (%)	2019年净利率 (%)	PE (TTM)
宏辉果蔬	11.6	15.5	9.3	50.2
龙大肉食	60.0	6.0	1.8	28.0
冠农股份	42.6	11.3	5.5	30.5
平均	38.0	10.9	5.5	36.2
伊禾农品	38.9	12.0	5.5	22.9

六、公司简介（四）：翰博高新——背光显示模组一站式综合方案提供商

公司概况

翰博高新是半导体显示面板重要零部件背光显示模组一站式综合方案提供商。公司2017至2019年营业收入分别为22.0、27.6、23.8亿元，CAGR为4.0%，对应归母净利润分别为0.5、0.8、1.2亿元，CAGR为50.7%。

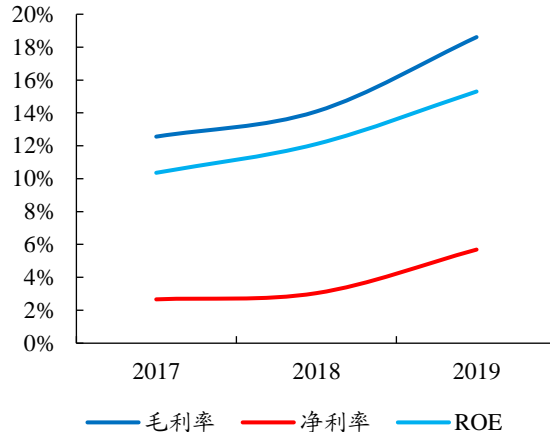
图21：翰博高新利润增速明显快于收入



盈利能力

公司主动缩减毛利率较低的偏光片业务推动利润率显著提升。2017至2019年，公司毛利率分别为12.6%、14.1%、18.6%，净利率分别为2.7%、3.0%、5.7%，ROE分别为10.4%、12.1%、15.3%。

图22：产品结构调整推动利润率显著提升



行业概况

5G扩展半导体显示面板使用场景，行业有望维持稳定增长。5G和物联网时代的到来将大幅拓展显示面板应用场景，行业有望迎来新一轮的发展周期。根据CINNORESEARCH的统计，从2014年至2019年，全球半导体显示面板出货面积从1.7亿平方米增至2.2亿平方米，预计2024年将增至2.9亿平方米。

表4：翰博高新盈利能力高于可比公司

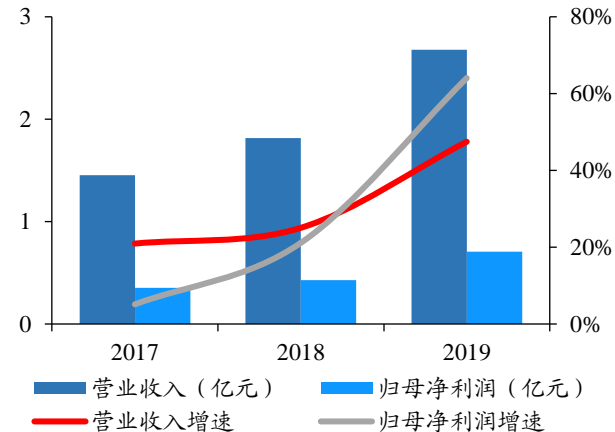
公司名称	近3年营业收入CAGR (%)	2019年毛利率 (%)	2019年净利率 (%)	PE (TTM)
同兴达	30.0	9.6	1.8	36.0
隆利科技	36.9	15.6	5.0	43.5
平均	33.5	12.6	3.4	39.7
翰博高新	4.0	18.6	5.7	24.0

六、公司简介（五）：晨越建管——国内领先的工程咨询服务提供商

公司概况

晨越建管是国内领先的工程咨询服务提供商，业务范围涵盖工程管理服务行业的全部子行业。2017至2019年公司营业收入分别为1.5、1.8、2.7亿元，CAGR为35.8%，对应归母净利润分别为0.4、0.4、0.7亿元，CAGR为41.0%。

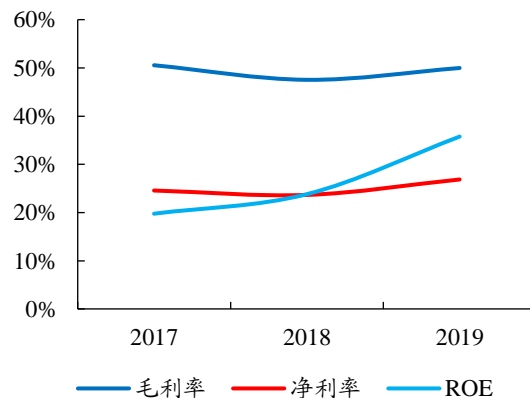
图23：区域扩张加速推动收入和利润高增



盈利能力

晨越建管盈利能力稳中有升。2017至2019年，公司毛利率分别为50.6%、47.6%、50.0%，净利率分别为24.6%、23.7%和26.8%，ROE分别为19.8%、23.8%和35.8%。

图24：晨越建管盈利能力稳中有升



行业概况

市场规模稳定增长，集中度将持续提高。根据住建部数据，2018年工程造价咨询等五个细分行业总收入8570.7亿元，2015-2018年间CAGR达13.3%。随着行业市场化改革的推进，具有全过程工程咨询能力且项目经验丰富的企业竞争力将逐渐凸显，从而推动行业集中度提高。

表5：晨越建管成长性及盈利能力高于可比公司

公司名称	近3年营业收入CAGR (%)	2019年毛利率 (%)	2019年净利率 (%)	PE (TTM)
中达安	17.9	38.2	12.3	92.2
合诚股份	48.9	37.1	10.0	31.8
建研院	17.3	44.8	13.7	28.1
平均	28.0	40.0	12.0	50.7
晨越建管	35.8	50.0	26.8	37.1

核心结论

一 新三板与科创板错位发展

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

二 精选层低估值高成长，投资性价比高

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

三 精选层蕴含挖掘优质成长股机会

精选层覆盖行业范围广，挂牌企业中不乏众多细分行业的龙头，未来有望受益于行业的高增长或者集中度提升的大趋势。因此，精选层将不乏挖掘优质成长股的投资机会。

特别声明

特别声明 《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

免责声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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

开源证券版权所有并保留一切权利。

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券