

2023 年 06 月 18 日

次新股说：本批华虹宏力等值得重点跟踪（2023 批次 23、24、25）

中小盘研究团队

——中小盘 IPO 专题

任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

周佳（联系人）

zhoujia@kysec.cn

证书编号：S0790121080046

● 本批主板、科创板、创业板注册 1、4、14 家，其中华虹宏力值得重点跟踪

本批主板、科创板、创业板注册 1、4、14 家。主板：荣泰电工。科创板：中巨芯、精智达、光格科技、华虹宏力。创业板：科净源、智迪科技、盟固利、福事特、敷尔佳、智信精密、君逸数码、蓝箭电子、飞南资源、舜禹水务、盘古智能、长华化学、民爆光电、盛邦安全。其中华虹宏力值得重点跟踪。

公司深耕特色晶圆代工领域，掌握多个全球领先的特色工艺技术平台，并基于此在 0.35 μ m 至 90nm 工艺节点的 8 英寸晶圆代工平台以及 90nm 到 55nm 工艺节点的 12 英寸晶圆代工平台，形成行业内特色工艺平台覆盖最全面的代工服务。其中嵌入式非易失性存储器领域，公司是全球最大的智能卡 IC 制造代工企业以及国内最大的 MCU 制造代工企业，NORD-Flash 满足 MCU 超低静态功耗与生产效率的双重需求。功率器件领域，公司是全球产能排名第一的功率器件晶圆代工企业，也是唯一一家同时具备 8 英寸以及 12 英寸功率器件代工能力的企业，其 IGBT 具备大电流、小尺寸、高可靠性等优势，而超级结 MOSFET 的导通电阻、功率密度等均达到全球领先水平。模拟与电源管理领域，公司 BCD 技术工艺在国内晶圆代工行业中起步最早，并已在 90 纳米工艺节点上实现量产，是全球领先的模拟与电源管理芯片提供商。凭借技术水平的先进性，公司成功与超过 1/3 的全球前 50 名的设计公司开展晶圆代工合作，现已成为全球第六大、国内第二大晶圆代工厂。随着新能源车、工业控制、物联网、新一代移动通讯、数据中心等领域半导体需求快速增长，特色晶圆代工行业迎来快速发展。同时，国内 MOSFET、IGBT 等领域技术研发已有所突破，叠加政策支持、终端应用市场规模扩大，我国有望在更多细分领域实现国产替代。公司作为国内最大的特色晶圆代工厂，有望受益行业持续扩容及国产替代。

● 本期科创板和创业板上会 36 家，主板上会 39 家

本期科创板和创业板上会 36 家，过会率为 94.44%。主板上会 39 家，过会率 100.00%。本期科创板与创业板平均募资约 9.61 亿元。新股涨幅方面，主板 1 家新股上市，上市首日平均涨幅 59.18%；科创板 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 32.19%，低于上期的 40.43%；创业板 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 26.78%，低于上期的 35.56%。

● 开源中小盘次新股重点跟踪组合

源杰科技（本土高速激光芯片龙头，新产品逐步放量打开成长空间）、日联科技（工业 X 射线智能检测装备龙头，打破微焦点 X 射线源海外垄断）、中船特气（国内领先的电子特种气体供应商，受益电子特种气体行业国产替代）、裕太微（国内以太网物理层芯片龙头，受益于车载以太网芯片的快速放量）、茂莱光学（工业级精密光学“小巨人”，受益于半导体国产替代和 AR/VR、激光雷达的放量）、富创精密（国内半导体设备零部件龙头，充分受益于行业国产替代）。

● 风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

相关研究报告

《AIGC 势头强劲，关注 AI 及 5G 通信领域投资机会——中小盘主题》-2023.6.13

《仿真测试助力自动驾驶加速落地——中小盘周报》-2023.6.11

《预计 2023 年简易程序定增融资规模超 800 亿——中小盘周报》-2023.6.4

目录

1、	深次新股指数本期上涨 0.43%，表现不及大盘	3
2、	华虹宏力（A22632.SH）	5
2.1、	全球领先的特色工艺晶圆代工厂，营收、归母净利润快速增长	5
2.2、	公司亮点：全球领先的特色晶圆代工厂，依托国际先进技术平台打造高性能、高可靠、覆盖面广的“特色 IC+功率器件”产品矩阵	6
2.3、	行业大观：新能源汽车、物联网等应用领域持续扩容推动全球特色晶圆代工需求快速增长，本土企业加速崛起	7
3、	中巨芯（A22020.SH）	8
3.1、	国内电子化学材料龙头，营收规模持续增长	8
3.2、	公司亮点：国内少数同时生产电子湿化学品、电子特种气体以及前驱体材料的企业之一，掌握半导体等领域优质客户资源	9
3.3、	行业大观：半导体等领域需求增长叠加技术升级推动电子化学材料行业扩容，国产替代空间广阔	10
4、	敷尔佳（A21407.SZ）	11
4.1、	国内专业皮肤护理产品龙头厂商，营收、归母净利润持续增长	11
4.2、	公司亮点：产品端、渠道端、营销端、运营端共振，2021 年在国内贴片类专业皮肤护理产品市场排名第一	12
4.3、	行业大观：消费升级叠加 Z 世代、线上渠道崛起推动专业皮肤护理产品行业扩容，2026 年国内专业皮肤护理产品市场规模预计达 877 亿元	14
5、	智信精密（A21618.SZ）	15
5.1、	国内研发能力突出的智能制造装备厂商之一，营收规模持续增长	15
5.2、	公司亮点：凭借先进的机器视觉等核心技术以及较强的软件开发能力打造领先的整线智能解决方案，掌握消费电子等领域知名客户资源	16
5.3、	行业大观：AI 等新兴技术赋能叠加应用领域需求旺盛推动智能制造设备需求增长，2025 年全球智能制造市场规模预计将达到 3848 亿美元	16
6、	风险提示	18

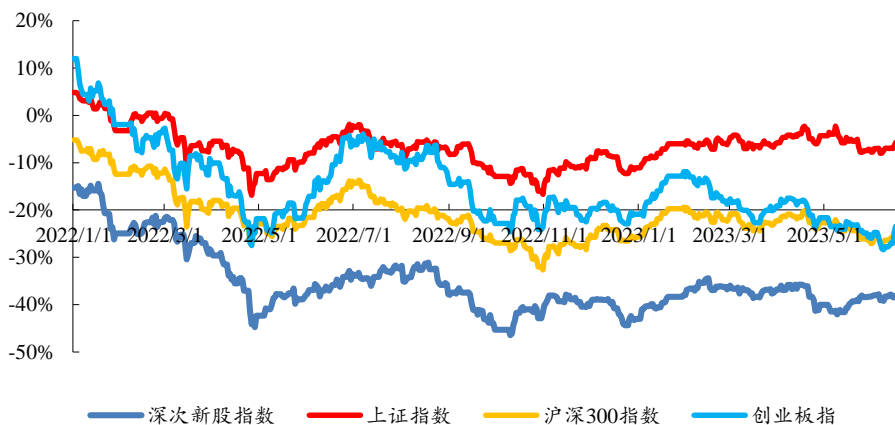
图表目录

图 1：	深次新股指数本期上涨 0.43%，表现不及大盘	3
图 2：	华虹宏力营收、归母净利润持续增长	6
图 3：	华虹宏力毛利率、净利率、ROE 持续提升	6
图 4：	中巨芯营收规模持续增长	9
图 5：	中巨芯 2021 年毛利率、ROE 有所提升	9
图 6：	敷尔佳营收、归母净利润持续增长	12
图 7：	敷尔佳毛利率、净利率持续提升	12
图 8：	智信精密营收规模持续增长	15
图 9：	智信精密毛利率、净利率小幅下滑	15
表 1：	本期主板共 1 家新股上市，上市首日平均涨幅 59.18%	3
表 2：	本期科创板共 6 家新股上市，上市首日平均涨幅 32.19%	3
表 3：	本期创业板共 9 家新股上市，上市首日平均涨幅 26.78%	3
表 4：	本批主板注册新股基本面一览	4
表 5：	本批科创板注册新股基本面一览	4
表 6：	本批创业板注册新股基本面一览	4
表 7：	开源中小盘次新股重点跟踪组合	5
表 8：	华虹宏力募集资金的主要用途	6
表 9：	可比公司对比（2020-2022）：华虹宏力成长性、盈利能力低于可比公司平均	8
表 10：	中巨芯募集资金的主要用途	9
表 11：	可比公司对比（2019-2021）：中巨芯成长性、盈利能力低于可比公司平均	11
表 12：	敷尔佳募集资金的主要用途	12
表 13：	可比公司对比（2020-2022）：敷尔佳毛利率、净利率、ROE 高于可比公司	14
表 14：	智信精密募集资金的主要用途	15
表 15：	可比公司对比（2020-2022）：智信精密毛利率、净利率高于可比公司	18

1、深次新股指数本期上涨 0.43%，表现不及大盘

本期（2023年5月29日至2023年6月16日，下同）深次新股指数上涨0.43%，表现不及上证指数（+1.89%）、沪深300指数（+2.92%）、创业板指数（+1.83%）。新股涨幅方面，主板1家新股上市，上市首日平均涨幅59.18%；科创板6家新股上市，上市首日平均涨幅32.19%，低于上期的40.43%；创业板9家新股上市，上市首日平均涨幅26.78%，低于上期的35.56%。

图1：深次新股指数本期上涨 0.43%，表现不及大盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：本期主板共1家新股上市，上市首日平均涨幅59.18%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格(元)	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发PE/行业平均PE	上市首日涨幅
001373.SZ	翔腾新材	2023-06-01	28.93	32.1	32.2	100%	59.2%
均值				32.1	32.2	1.0	59.18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：本期科创板共6家新股上市，上市首日平均涨幅32.19%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格(元)	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发PE/行业平均PE	上市首日涨幅
688472.SH	阿特斯	2023-06-09	11.10	19.9	22.4	89%	17.6%
688623.SH	二元科技	2023-06-08	125.88	79.8	31.4	254%	-18.7%
688576.SH	西山科技	2023-06-06	135.80	109.3	31.6	345%	40.8%
688570.SH	天玛智控	2023-06-05	30.26	33.8	37.8	89%	9.5%
688523.SH	航天环宇	2023-06-02	21.86	77.7	41.4	188%	55.5%
688593.SH	新相微	2023-06-01	11.18	55.2	32.3	171%	88.5%
均值				62.6	32.8	1.9	32.19%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：本期创业板共9家新股上市，上市首日平均涨幅26.78%

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格(元)	首发市盈率	首发行业平均市盈率	首发PE/行业平均PE	上市首日涨幅
301225.SZ	N恒勃	2023-06-16	35.66	36.4	24.6	148%	28.3%
301232.SZ	C飞沃	2023-06-15	72.50	46.4	31.2	149%	-4.0%
301287.SZ	C康力源	2023-06-14	40.11	33.0	34.9	95%	25.6%
301355.SZ	C南王	2023-06-12	17.55	50.0	20.6	242%	23.5%
301320.SZ	豪江智能	2023-06-09	13.06	40.6	23.2	175%	99.8%
301383.SZ	天键股份	2023-06-09	46.16	80.3	32.5	247%	0.7%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券代码	证券简称	上市日期	首发价格 (元)	首发市盈率	首发行业平均市 盈率	首发 PE/行业平 均 PE	上市首日涨幅
301323.SZ	新莱福	2023-06-06	39.06	36.6	24.7	148%	38.2%
301310.SZ	鑫宏业	2023-06-02	67.28	46.7	25.0	187%	-2.3%
301353.SZ	普莱得	2023-05-30	35.23	30.0	30.3	99%	31.1%
均值				44.4	27.4	1.7	26.78%

数据来源: Wind、开源证券研究所

表4: 本批主板注册新股基本面一览

证券代码	证券简称	最近1 年营业 收入 (亿元)	近3年 平均毛 利率 (%)	近3年营业 总收入复合 年增长 率(%)	近3年归 母净利润 复合增长 率(%)	ROE 均值 (%)	主营业务	A股可比公司
A22131.SH	荣泰电工	6.67	33.91	35.23	114.13	21.19	各类耐高温绝缘云母制品的研发、生产和销售	科达利、旭升集团、平安电工

资料来源: Wind、各公司招股说明书、开源证券研究所

表5: 本批科创板注册新股基本面一览

证券代码	证券简称	最近1 年营业 收入 (亿元)	近3年 平均毛 利率 (%)	近3年营业 总收入复合 年增长 率(%)	近3年归 母净利润 复合增长 率(%)	ROE 均值 (%)	主营业务	A股可比公司
A22020.SH	中巨芯	7.99	20.36	41.30	-34.69	2.06	电子湿化学品、电子特种气体和前驱体材料的研发、生产和销售	江化微、晶瑞电材、格林达
A22140.SH	精智达	5.05	38.23	33.13	55.13	10.25	新型显示器件检测设备的研发、生产和销售	精测电子、华兴源创、凌云光
A22418.SH	光格科技	2.80	58.98	56.04	100.82	27.46	新一代光纤传感网络与资产数字化运维管理系统研发、生产与销售	理工光科、容知日新、科汇股份
A22632.SH	华虹宏力	167.86	27.47	57.85	143.97	9.39	全球领先的特色工艺晶圆代工企业	中芯国际、晶合集成

资料来源: Wind、各公司招股说明书、开源证券研究所

表6: 本批创业板注册新股基本面一览

证券代码	证券简称	最近1 年营业 收入 (亿元)	近3年 平均毛 利率 (%)	近3年营业 总收入复合 年增长 率(%)	近3年归 母净利润 复合增长 率(%)	ROE均 值(%)	主营业务	A股可比公司
A21696.SZ	科净源	4.39	46.33	16.96	16.96	47.46	水环境系统治理的创新型综合服务商	金达莱、德林海、金科环境
A21455.SZ	智迪科技	9.45	18.08	10.11	10.11	23.44	键盘、鼠标等计算机外设产品的研发、生产及销售	传艺科技、佳禾智能、朝阳科技
A21685.SZ	盟固利	32.34	9.04	40.18	40.18	5.82	锂电池正极材料的研发、生产和销售	容百科技、当升科技、长远锂科
A22393.SZ	福事特	4.65	41.45	9.08	9.08	35.29	液压管路系统研发、生产及销售	恒立液压、艾迪精密、长龄液压
A21407.SZ	敷尔佳	17.69	80.50	5.65	5.65	62.81	专业皮肤护理产品的研发、生产和销售	贝泰妮、华熙生物、珀莱雅
A21618.SZ	智信精密	5.47	48.40	17.06	17.06	22.55	自动化设备、自动化线体等的研发、设计、生产、销售和相关技术服务	博众精工、赛腾股份、荣旗科技
A21200.SZ	君逸数码	4.10	35.08	11.84	11.84	14.95	安防监控、系统集成、计算机网络系统和楼宇建筑智能化工程设计与施工	熙菱信息、恒锋信息、正元智慧
A21502.SZ	蓝箭电子	7.52	21.60	14.70	14.70	16.88	半导体器件制造及半导体	长电科技、苏州固得、华天

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券代码	证券简称	最近1年营业收入(亿元)	近3年平均毛利率(%)	近3年营业收入复合增长率(%)	近3年归母净利润复合增长率(%)	ROE均值(%)	主营业务	A股可比公司
A20667.SZ	飞南资源	87.67	12.42	34.75	34.75	17.55	封装测试 危险废物处置业务及再生资源回收利用	科技 惠城环保、东江环保、金圆股份
A21188.SZ	舜禹水务	7.52	33.88	19.31	19.31	15.74	二次供水和污水处理业务	威派格、中金环境、节能国祯
A21289.SZ	盘古智能	3.43	58.94	-0.68	-0.68	24.96	集中润滑系统及其核心部件研发、生产与销售	艾迪精密、长龄液压
A22029.SZ	长华化学	23.12	7.26	10.93	10.93	20.48	高活性聚醚多元醇、软泡聚醚多元醇、低粘度高固量聚合物多元醇等产品	航锦科技、沈阳化工、隆华新材
A20402.SZ	民爆光电	14.65	31.44	17.64	17.64	21.00	专业制造LED光电系列产品的元器件制造商	立达信、光莆股份、阳光股份
A22317.SH	盛邦安全	2.36	77.33	24.66	24.66	18.31	网络安全产品的研发、生产和销售，并提供相关网络安全服务	启明星辰、安恒信息、绿盟科技

资料来源：Wind、各公司招股说明书、开源证券研究所

表7：开源中小盘次新股重点跟踪组合

证券代码	证券简称	最新收盘价(元)	市盈率(TTM)	核心看点
688498.SH	源杰科技	283.00	271	国内高速半导体激光芯片龙头
688531.SH	日联科技	151.90	151	国内领先的工业X射线智能检测装备供应商
688146.SH	中船特气	44.63	63	国内领先的电子特种气体和三氟甲磺酸系列产品供应商
688515.SH	裕太微-U	168.79	-355	国内以太网物理层芯片龙头
688502.SH	茂莱光学	174.46	156	国内领先的工业级精密光学供应商
688409.SH	富创精密	115.71	99	国内半导体设备零部件龙头

资料来源：Wind、开源证券研究所（最新收盘价对应日期为2023年6月16日）

2、华虹宏力（A22632.SH）

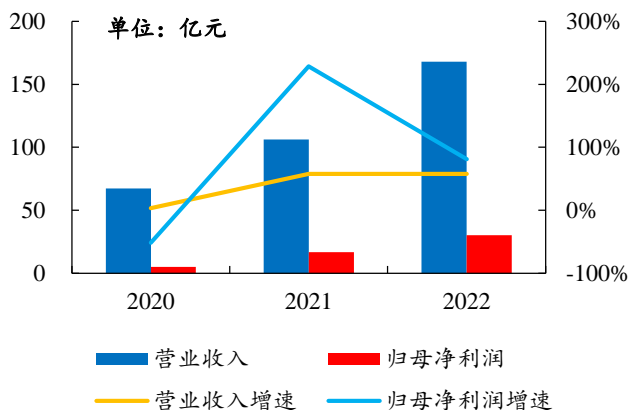
2.1、全球领先的特色工艺晶圆代工厂，营收、归母净利快速增长

公司是全球领先的特色工艺晶圆代工厂，也是行业内特色工艺平台覆盖最全面的晶圆代工厂。公司立足于先进“特色 IC+功率器件”的战略目标，以拓展特色工艺技术为基础，提供包括嵌入式/独立式非易失性存储器、功率器件、模拟与电源管理、逻辑与射频等多元化特色工艺平台的晶圆代工及配套服务。目前，公司共有 3 座 8 英寸晶圆厂和 1 座 12 英寸晶圆厂，截至 2022 年年底产能合计达到 32.4 万片/月（约当 8 英寸），总产能位居中国大陆第二位。凭借多元化产品矩阵及强大的生产能力，公司现已成为国内领先的晶圆代工企业。2022 年公司半导体、其他产品收入分别为 23.77、0.99 亿元，占总收入的比重分别为 96.01%、3.99%。

公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 67.4、106.3、167.9 亿元，CAGR 为 57.8%，对应归母净利润分别为 5.1、16.6、30.1 亿元，CAGR 为 144.0%。近年来，新能源汽车、工业智造、新一代移动通讯及物联网等领域的应用需求逐步加强，带动国内半导体市场规模快速提升，有力推动上游晶圆代工行业规模持续增长。同时，为满足庞大而多样化的市场需求，公司近年来持续加大产线设备投入，提升生产能力，推动公司营收规模持续增长。毛利率方面，2021 年以来，公司通过新产品新技术导入、生产规模扩大、产品组合优化、产品价格提升、降本增效，有效提升公司

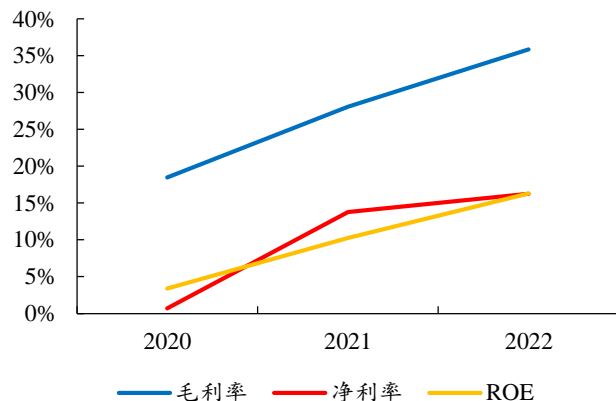
主营业务毛利率水平，进而推动公司净利率、ROE 持续增长。2020-2022 年，公司毛利率分别为 18.5%、28.1%、35.9%，净利率分别为 0.7%、13.8%、16.2%，ROE 分别为 3.4%、10.3%、16.3%。

图2：华虹宏力营收、归母净利润持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：华虹宏力毛利率、净利率、ROE 持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：华虹宏力募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (亿元)	达成后贡献
华虹制造（无锡）项目	约 478 (67 亿美元)	本项目将建设一条 12 英寸特色工艺生产线，月产能将达 8.3 万片，进一步完善并延展嵌入式/独立式存储器、模拟与电源管理、高端功率器件等工艺平台，显著提升公司产能并助力特色工艺技术迈上新台阶
8 英寸厂优化升级项目	20	本项目将升级 8 英寸厂的部分生产线，以匹配嵌入式非易失性存储器等特色工艺平台技术需求，同时计划升级 8 英寸厂的功率器件工艺平台生产线
特色工艺技术创新研发项目	25	本项目将拓展公司在相关领域的自主创新能力和研发水平，保持特色工艺平台技术领先地位
补充流动资金	10	本项目的实施将有效增加营运资金，提高经营效率，增强经营能力，满足公司业务规模的扩张带来的新增营运资金需求，对公司发展战略的实施提供充分的资金支持
合计	约 533	

资料来源：华虹宏力招股说明书、开源证券研究所（注：以 6 月 17 日美元兑人民币汇率 7.13 测算）

2.2、公司亮点：全球领先的特色晶圆代工厂，依托国际先进技术平台打造高性能、高可靠、覆盖面广的“特色 IC+功率器件”产品矩阵

依托国际先进的工艺技术平台打造高性能、高可靠、覆盖面广的“特色 IC+功率器件”产品矩阵，现已成为国内最大的特色晶圆代工厂。公司深耕特色晶圆代工领域，经过二十多年的技术积累，在特色工艺晶圆代工领域掌握一系列行业领先的技术工艺。具体而言，嵌入式非易失性存储器工艺平台方面，公司自主研发的 NORD-Flash 单元以及相关低功耗及超低漏电嵌入式闪存工艺平台满足市场上 MCU 电子产品超低静态功耗与生产效率的双重需求。功率器件工艺平台方面，公司通过不断优化迭代自研 IGBT 技术，使得公司功率器件具备大电流、小尺寸、高可靠性等优势，而超级结 MOSFET 工艺平台的导通电阻、功率密度等均达到全球领先水平，相应电压范围可以涵盖 200-900V，电流范围涵盖 1-100A，高度契合当前热门的大功率快充电源、LED 照明电源、数据中心电源及新能源汽车充电桩及车载充电机等高端应用需求。模拟与电源管理工艺平台方面，公司的模拟与电源管理平台已自主研发覆盖 8 英寸 0.35 μ m-0.11 μ m 以及 12 英寸 90nm-55nm 等多代 BCD 工艺平台，器件种类涵盖中低压、高压以及超高压等各类产品（1.5V-700V），是全球领先的模拟与电

源管理工艺技术提供商。**逻辑与射频工艺平台方面**，公司拥有自主开发的射频 SOI 工艺平台，主要包括特色逻辑射频工艺产品和图像传感器，是国内主要的射频及图像传感器技术制造方案提供商。凭借技术水平的先进性，公司拥有较高的器件丰富度，能够提供各类型低电压到高电压的器件，满足不同芯片应用的设计需求，且主要类型器件在速度、功耗、导通电阻等性能达到或接近全球领先水平。公司现已成为全球第六大、中国第二大晶圆代工厂以及国内最大的特色晶圆代工厂。其中**嵌入式非易失性存储器领域**，根据 TrendForce 及 ABI Research 的行业数据，公司是全球最大的智能卡 IC 制造代工企业，在全球 SIM 卡及银行 IC 卡、国内二代身份证及社保卡领域的市场占有率处于领先地位。**功率器件领域**，根据 TrendForce 的数据，公司是全球产能最大的功率器件晶圆代工厂，也是唯一一家同时具备 8 英寸以及 12 英寸功率器件代工能力的企业。

自研 IP 设计、测试等以提供晶圆代工一站式服务，与超过三分之一的全球前 50 名的芯片设计公司展开深度合作。公司具备提供 IP 定制、测试等配套服务能力，能够为客户提供一站式解决方案。具体而言，**IP 设计服务方面**，公司为客户提供涵盖标准和定制 IP 开发、全定制版图设计以及匹配客户需求的产品整体解决方案的一站式服务。**测试服务方面**，公司为客户提供部分特色工艺产品的测试程序开发和晶圆量产测试服务，包括从产品设计时的可测试性设计、产品测试评价及量产测试系统的开发，到外协的封装测试支持的全方位测试技术解决方案。**晶圆后道加工服务方面**，公司具备突出的晶圆背面加工能力，特别在 IGBT 等功率器件工艺平台的背面加工工艺（如超薄片减薄、背面离子注入、背面激光退火、背面金属、背面光刻等）方面拥有自研专利技术，帮助产品优化电学性能。领先的技术水平、丰富的产品组合、一系列配套服务为公司带来优质的客户群体，覆盖汽车、通讯、工业、消费电子等多个终端领域，遍及全球多个国家和地区。全球排名前 50 名的知名设计公司中超过三分之一与公司开展晶圆代工业务合作，包括 IDM 和 Fabless 模式下的知名客户，其中多家与公司达成研发、生产环节的战略合作。通过产品工艺的共同开发，公司的客户黏性日趋增强，与全球知名客户拥有多年的长期合作关系。

2.3、行业大观：新能源汽车、物联网等应用领域持续扩容推动全球特色晶圆代工需求快速增长，本土企业加速崛起

行业趋势：新能源汽车、物联网等应用领域持续扩容推动全球特色晶圆代工需求快速增长，本土企业加速崛起。在新能源汽车、工业控制、物联网、新一代移动通讯、数据中心等应用领域快速发展的推动下，全球半导体行业市场规模快速增长，进而带动晶圆代工需求持续增长。其中为满足市场对于半导体产品功能、性能等特性的差异化需求，IDM 厂商、晶圆代工厂等企业不断研发创新晶圆制造工艺技术，逐步演进形成先进逻辑工艺、特色工艺两大晶圆制造工艺。与沿着摩尔定律不断追求晶体管缩小的先进逻辑工艺不同，特色工艺不完全追求器件的缩小，而是通过持续优化器件结构与制造工艺最大化发挥不同器件的物理特性以提升产品性能及可靠性，主要用于制造功率器件 MCU、智能卡芯片、电源管理芯片、射频芯片、传感器等，广泛应用于新能源汽车、工业智造、新一代移动通讯、物联网、新能源、消费电子等众多应用领域。具体而言，**功率器件领域**，功率器件由最早的功率二极管、三极管、晶闸管，发展至后来的 MOSFET、IGBT，体现出大功率化、高频化、集成化、低能耗与高可靠性等发展趋势。随着新能源汽车渗透率不断提升，光伏、风电、储能等新能源发电产业持续建设，功率器件迎来更广阔的市场空间。**嵌入式非易失性存储器领域**，智能物联产品、工业控制和新能源汽车等市场需求的快速增长带动 MCU 芯片的旺盛需求，而智能卡逐渐被应用于移动通讯 SIM 卡、社保卡、居民身

份证、金融 IC 卡等多元领域，需求逐渐增加。**模拟芯片领域**，在电子化产品更加复杂以及节能减排发展趋势的影响下，电源管理类芯片、信号链类芯片两大类模拟芯片凭借其品类多、应用广的特点获得更广阔的发展空间。随着相关领域持续扩容，对应特色晶圆代工需求也将持续增长。同时，国内晶圆代工行业虽起步较晚，但在国家政策支持、本土企业技术水平提升、终端应用市场规模扩大的驱动下，国内芯片设计公司对晶圆代工服务的需求日益提升，推动国内晶圆代工行业实现快速发展。具体而言，**功率器件领域**，我国已经实现功率二极管、晶闸管等传统功率器件产品的突破，具备与国外一线品牌竞争的水平实力，并且在 MOSFET、IGBT 等产品领域的技术研发方面也有所成就。**嵌入式非易失性存储器领域**，以 MCU 为例，随着本土企业供应链不断积累产品与市场经验，以及品牌知名度和市场认知度不断提高，叠加海外芯片公司缺货的现状，国内 MCU 厂商有望迎来较为快速的增长期。**模拟芯片领域**，依托于国内的庞大市场，随着终端应用新技术与产业政策的双轮驱动，国内模拟芯片市场将迎来更大的发展机遇，模拟芯片作为消费终端、汽车和工业的重要元器件，产业地位将得到稳步提升。

市场容量：2021 年全球晶圆代工行业市场规模达到 1101 亿美元，国内晶圆代工市场规模达到 94 亿美元。随着物联网、新一代移动通信、人工智能等新技术的不断成熟，工业控制、汽车电子等半导体主要下游制造行业的产业升级进程加快，推动半导体代工需求持续增长。根据 IC Insights 的数据，全球晶圆代工市场规模从 2016 年的 652 亿美元增长至 2021 年的 1101 亿美元，CAGR 为 11.05%。同时，依托国内这一全球最大的半导体市场以及半导体产业链逐渐完善，国内晶圆代工行业持续扩容。根据 IC Insights 的数据，国内晶圆代工市场规模从 2016 年的 46 亿美元增长至 2021 年的 94 亿美元，CAGR 为 15.12%，整体增速高于全球行业增速。

表9：可比公司对比（2020-2022）：华虹宏力成长性、盈利能力低于可比公司平均

公司名称	3年营业收入年均复合增速 (%)	2022年毛利率 (%)	2022年净利率 (%)	2022年 ROE (%)
中芯国际	34.26	38.30	29.59	10.01
晶合集成	157.79	46.16	31.40	26.91
平均	96.03	42.23	30.50	18.46
华虹宏力	57.85	35.86	16.24	16.30

数据来源：Wind、华虹宏力招股说明书、开源证券研究所

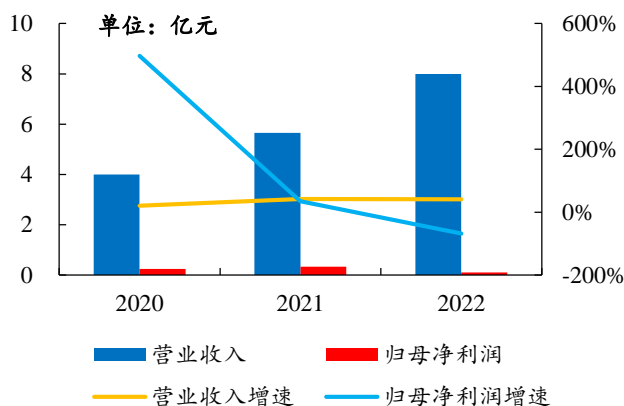
3、中巨芯（A22020.SH）

3.1、国内电子化学材料龙头，营收规模持续增长

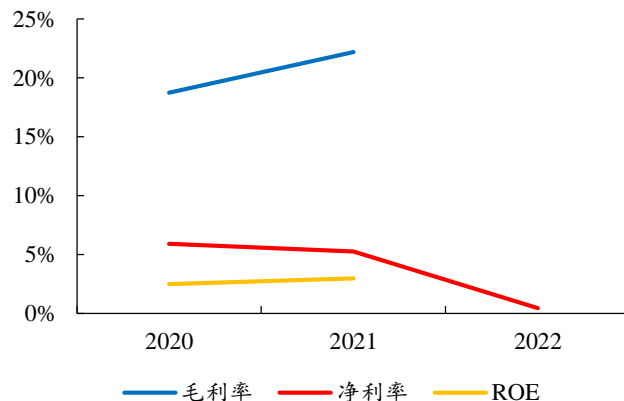
公司是国内电子化学材料龙头，主要从事电子湿化学品、电子特种气体和前驱体材料的研发、生产和销售，其中电子湿化学品包括电子级氢氟酸、电子级硝酸、电子级硫酸、电子级盐酸、电子级氨水、缓冲氧化物刻蚀液、硅刻蚀液等；电子特种气体包括高纯氯气、高纯氯化氢、高纯六氟化钨、高纯氟碳类气体等；前驱体材料包括 HCDS、BDEAS、TDMAT 等，广泛应用于集成电路、显示面板以及光伏等领域的清洗、刻蚀、成膜等制造工艺环节，是上述产业发展不可或缺的关键性材料。2021 年公司通用湿化学电子化学品、电子特种气体、以及其他业务收入分别为 4.47、0.90、0.28 亿元，占总收入的比重分别为 79.02%、15.97%、5.00%。

公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 4.0、5.7、8.0 亿元，CAGR 为 41.3%，对应归母净利润分别为 0.2、0.3、0.1 亿元。受半导体国产化进程加速、显示面板产能向大陆地区转移等影响，国内集成电路、显示面板行业走上高速发展的快车道。在

此背景下，市场对上游电子湿化学品和电子特种气体的需求大幅提升，且国产替代进程加速。同时，公司较早投入相关产品的研发，产品品质不断提升，在产品逐渐得到市场验证和认可后，营业收入持续增长。毛利率方面，受 2020 年毛利率较高的电子湿化学品营收占比下降影响，公司毛利率略有下降。2021 年，随着公司电子特种气体产品品质改善和稳定以及客户数量的增加，其产量和销售收入规模逐渐扩大，毛利率更是从-28.89%提升至 35.48%，推动公司整体毛利率有所提升，并带动公司 ROE 略有提升。2020-2021 年，公司毛利率分别为 18.7%、22.2%，净利率分别为 5.9%、5.2%，ROE 分别为 2.5%、3.0%。

图4：中巨芯营收规模持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：中巨芯 2021 年毛利率、ROE 有所提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：中巨芯募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
中巨芯潜江年产 19.6 万吨超纯电子化学品项目	138,000.00	本项目建成后将形成年产 19.6 万吨超纯电子化学品的生产能力，进一步扩大公司产能，巩固公司核心竞争力和行业地位
补充流动资金	30,000.00	本项目有利于公司降低财务杠杆，满足未来长期发展的资金需要
合计	168,000.00	

资料来源：中巨芯招股说明书、开源证券研究所

3.2、公司亮点：国内少数同时生产电子湿化学品、电子特种气体以及前驱体材料的企业之一，掌握半导体等领域优质客户资源

多种电子化学材料产品打破国际垄断，技术水平达到 12 英寸晶圆制造要求。经过多年的发展，公司成功掌握产品制备技术、产品检验技术、包装物处理技术等电子化学材料的关键核心技术，现已成为国内少数同时生产电子湿化学品、电子特种气体以及前驱体材料的企业之一。具体而言，**电子湿化学品领域**，公司已成为国内规模化生产电子湿化学品的主要企业之一，是国内少数能够稳定批量供应 12 英寸 1Xnm (10-20nm) 制程的集成电路制造用电子级氢氟酸，是国内少数能够为逻辑电路、存储器制造稳定批量供应电子级硝酸，是国内少数能够为 12 英寸 28nm 制程稳定批量供应电子级硫酸的企业。公司的电子级氢氟酸、电子级硫酸、电子级硝酸等主要产品均已达到 12 英寸集成电路制造用级别，产品等级均达到 G5 级，产品质量达到国内同类先进水平。公司的电子级氢氟酸被浙江省经济和信息化厅认定为技术水平国际先进且打破国际垄断，电子级硫酸、电子级硝酸、电子级氨水和缓释氧化物刻蚀液等四个产品均被浙江省经济和信息化厅认定为技术水平国内领先，打破国际垄断。根据中巨芯招股说明书的数据，公司 2021 年在国内集成电路工艺用电子

湿化学品市场的市占率为 5.97%，其中主要产品电子级氢氟酸、电子级硫酸和电子级硝酸的市场份额分别为 19.78%、4.41% 和 66.39%。**电子特种气体领域**，公司已实现 6N 纯度高纯氯气、6N 纯度高纯氯化氢、4N5 纯度六氟丁二烯和 5N5 纯度高纯六氟化钨量产，产品技术处于国内同类产品的领先水平，其中高纯氯气、高纯氯化氢被浙江省经济和信息化厅认定为技术水平国内领先，打破国际垄断。**前驱体材料领域**，公司的 HCDS 已量产销售，BDEAS、TDMAT 等产品已成功送样至华虹半导体（无锡）有限公司等企业，是国内少数能够进入该领域并完成产品生产的企业之一。

掌握半导体等领域核心客户资源，在手订单充裕支撑短期业绩。凭借先进的技术水平、优良的产品品质和丰富的产品组合，公司已进入国内外多家半导体等领域龙头厂商供应链。具体而言，**电子湿化学品领域**，公司已获得 SK 海力士、台积电、德州仪器、中芯国际、长江存储、华虹集团、华润微电子、厦门联芯等多家知名的半导体企业的认可。**电子特种气体及前驱体材料领域**，公司已陆续进入中芯国际、厦门联芯、士兰微、立昂微、上海晶盟、华润微电子、德州仪器、京东方、华星光电等主流客户的试用与供应阶段。优质的龙头客户资源给公司带来充足的订单。截至 2022 年 6 月末，公司合计拥有在手订单约 1.24 亿元，充足的在手订单为公司短期业绩提供重要支撑。

3.3、行业大观：半导体等领域需求增长叠加技术升级推动电子化学材料行业扩容，国产替代空间广阔

行业趋势：半导体等领域需求增长叠加技术升级推动电子化学材料行业扩容，国产替代空间广阔。近年来，集成电路、显示面板、光伏、光纤光缆、新能源汽车等产业持续发展，电子湿化学品、电子特种气体等作为上述产业发展不可或缺的关键性电子化学材料，市场规模保持高速增长。同时，电子产业发展迅速，新产品的工艺特点和技术要求电子湿化学品与之同步发展，以适应其不断迭代的需要，并且还将增加对电子化学材料的耗用量。具体而言，**电子湿化学品领域**，以集成电路制造为例，集成电路性能与半导体制程紧密联系，应用于集成电路电子湿化学品的品控要求从 G2 级提升至 G4 级乃至 G5 级。同时，根据中国产业信息网的数据，12 英寸晶圆制造所消耗的电子湿化学品是 8 英寸晶圆制造的 4.6 倍，6 英寸晶圆制造的 7.9 倍。半导体和显示面板行业产能的扩张及技术升级将拉动电子湿化学品用量的快速增长。**电子特种气体领域**，集成电路、显示面板、光伏、新能源汽车等下游应用领域产业技术快速更迭，例如晶圆尺寸从 6 英寸、8 英寸发展到 12 英寸，制程技术从 28nm 到 14nm 再到 7nm；显示面板从 LCD 向 OLED 乃至柔性面板发展；光伏从晶体硅电池片向薄膜电池片发展等。电子特种气体作为这些产业发展的关键性材料，在气体纯度、混配精度等方面的技术要求将持续提高，如在先进制程的集成电路制造过程中，电子气体纯度要求通常在 6N 以上。因此，半导体等领域需求增长叠加技术升级推动电子化学材料行业扩容。此外，我国电子化学材料起步较晚，国产替代市场空间广阔。具体而言，**电子湿化学品领域**，根据中国电子化学材料行业协会的数据，我国电子湿化学品国产化方面存在如下瓶颈：（1）集成电路领域，2020 年集成电路工艺用电子湿化学品整体国产化率 23%，8 英寸及以上晶圆制造用电子湿化学品国产化率不足 20%，国内企业产品供应主要集中在 6 英寸及以下晶圆制造及封装领域；（2）显示面板领域，包括各个世代的液晶面板及 OLED 用电子湿化学品整体国产化率为 40%，其中 OLED 面板及大尺寸液晶面板所需的电子湿化学品部分品种目前仍被韩国、日本和中国台湾地区等少数电子湿化学品厂商垄断。**电子特种气体领域**，美国空气化工、爱尔兰林德集团、法国液化空气和日本太阳日酸四大国际领先企业

在国内市场的份额达到 88%，国产化率仍较低。**前驱体材料领域**，目前生产商基本为德国默克，法国液化空气，美国英特格，日本 TriChemical，韩国 Soul-Brain、DNF、HansolChemical 等海外企业，目前国内前驱体产品成熟度仍然很低，与国际先进水平的差距很大，国产化率极低。但经过多年的发展，我国企业技术水平已经得到一定的提升，未来发展前景广阔。具体而言，**电子湿化学品领域**，少数领先企业在细分产品领域实现单点突破和国产替代，例如中巨芯的电子级氢氟酸、电子级硫酸、电子级硝酸，湖北兴福的电子级磷酸、电子级硫酸、硅刻蚀液、铝刻蚀液，晶瑞电材的电子级双氧水，上海新阳的电子级硫酸、铜电镀液、铜刻蚀后清洗液和铝刻蚀后清洗液等产品，已经在 8 英寸、12 英寸集成电路生产线批量应用。**电子特种气体领域**，中巨芯、派瑞特气、南大光电、华特气体、金宏气体、雅克科技等企业在部分电子特种气体产品的关键技术上取得突破性进展，部分产品可以达到国际通行标准。**前驱体材料领域**，例如南大光电完成及正在开发多个前驱体产品；雅克科技通过收购韩国 UPChemical 进入前驱体业务领域，多款产品已在国际知名存储器制造公司中得到应用；中巨芯的 HCDS 已量产销售，BDEAS、TDMAT 等产品已成功送样至华虹集团等下游用户。

市场容量：2020 年全球电子湿化学品市场规模约为 58.5 亿美元，2025 年全球电子特种气体市场规模预计将超过 60 亿美元。半导体等领域需求增长叠加技术升级推动电子化学材料行业扩容，国内市场也迎来较大的发展空间。具体而言，**电子湿化学品领域**，根据中国电子材料行业协会的数据，全球电子湿化学品市场规模预计将从 2018 年的约 52.65 亿美元增长至 2020 年的 58.50 亿美元，CAGR 约为 5.41%。而根据智研咨询的预测，我国电子湿化学品市场规模预计将从 2021 年的 117.46 亿元增长至 2027 年的 210.38 亿元，CAGR 为 10.20%。**电子特种气体领域**，根据电子材料市场研究机构 Techcet 的数据，全球电子特种气体市场规模预计将从 2020 年的 41.9 亿美元增长至 2025 年的超 60 亿美元，CAGR 约为 7.5%。而 2020 年我国电子特种气体市场规模达到 173.6 亿元，2013-2020 年 CAGR 为 15%。根据 SEMI 及江苏省半导体行业协会测算，2023 年我国电子特种气体市场规模预计将达到 238 亿元。**前驱体材料领域**，根据富士经济的数据，全球前驱体市场规模从 2014 年约 7.50 亿美元增长至 2019 年的约 12.00 亿美元，2014-2019 年 CAGR 达 9.86%，预计 2024 年可达 20.21 亿美元，2020-2024 年 CAGR 达 5.3%。而根据 QYResearch 的数据，2021 年国内半导体前驱体市场规模达到 5.9 亿美元，预计 2028 年将达到 11.56 亿美元，CAGR 预计为 10%。

表11：可比公司对比（2019-2021）：中巨芯成长性、盈利能力低于可比公司平均

公司名称	2019-2021 年营业收入 年均复合增速 (%)	2021 年 毛利率 (%)	2021 年 净利率 (%)	2021 年 ROE (%)
江化微	27.09	22.15	7.06	4.99
晶瑞电材	55.70	21.12	11.32	13.99
格林达	21.91	27.48	18.03	12.14
平均	34.90	23.59	12.14	10.37
中巨芯	30.69	22.19	5.24	2.96

数据来源：Wind、中巨芯招股说明书、开源证券研究所

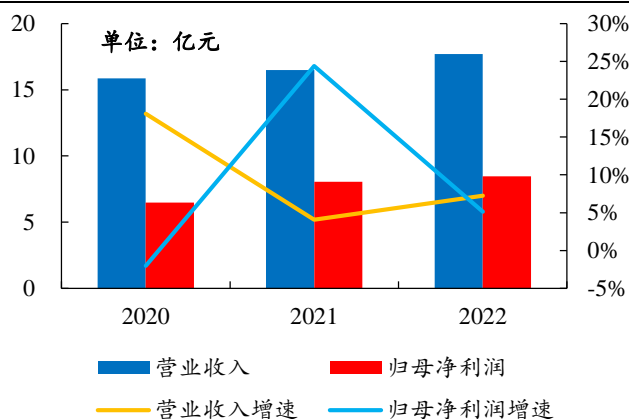
4、敷尔佳（A21407.SZ）

4.1、国内专业皮肤护理产品龙头厂商，营收、归母净利润持续增长

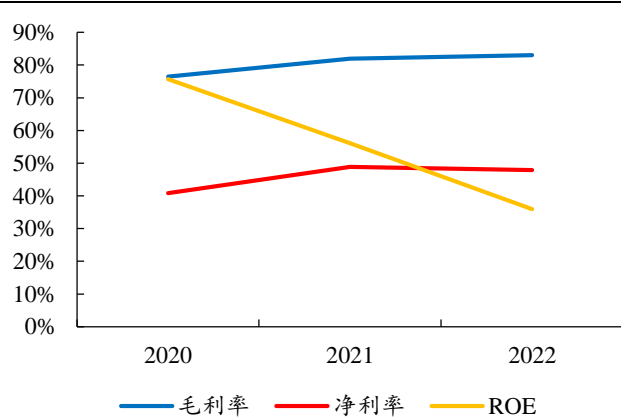
公司是国内专业皮肤护理产品龙头厂商，主要从事专业皮肤护理产品的研发、生产

和销售。公司在售产品覆盖医疗器械类敷料产品和功能性护肤品，主打敷料和贴、膜类产品，并推出水、精华及乳液、喷雾、冻干粉等多形态产品。基于对透明质酸钠及胶原蛋白的研究，公司形成以适用于轻中度痤疮、促进创面愈合与皮肤修复的 II 类医疗器械类产品为主，多种形式的功能性护肤品为辅的立体化产品体系。2022 年公司化妆品、医疗器械、其他业务收入分别为 9.03、8.66、0.001 亿元，占总收入的比重分别为 51.05%、48.94%、0.01%。

公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 15.9、16.5、17.7 亿元，CAGR 为 5.7%，对应归母净利润分别为 6.5、8.1、8.5 亿元，CAGR 为 14.4%。在医疗器械类敷料产品和功能性护肤品行业整体呈快速增长态势、消费者对相关产品需求日益旺盛、电子商务零售业态日益丰富和成熟、Z 世代消费理念逐渐成为市场主流的背景下，公司持续进行产品扩充和迭代升级，产品线具备适用性广、安全性高及功效性强等优势、推动公司营收规模持续增长。毛利率方面，2021 年 2 月收购北星药业后，公司医疗器械和化妆品业务主要采取自主生产模式，享有生产环节利润，导致毛利率大幅提升。2022 年，随着生产规模的持续增长，公司规模成本优势进一步体现，且毛利率较高的直销及代销模式营收占比有所提升，推动整体毛利率进一步提升，进而带动公司净利率有所提升。2020-2022 年，公司毛利率分别为 76.5%、81.9%、83.1%，净利率分别为 40.9%、48.8%、47.9%，ROE 分别为 75.7%、56.2%、36.0%。

图6：敷尔佳营收、归母净利润持续增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：敷尔佳毛利率、净利率持续提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

表12：敷尔佳募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
生产基地建设项目	65,550.89	本项目建成后公司将改进生产工艺和产品用料配方及配比技术，对现有产品系列进行性能升级和品类更新，并通过拟配置国际标准配置水平的自动化生产线生产专业皮肤护理产品系列，生产车间配备智能生产控制系统可大幅提升产能
研发及质量检测中心建设项目	5,698.53	本项目将购置先进的研发设备和检测设备，对功能性护肤品和医用胶原蛋白敷料进行研发，增强公司的核心竞争能力，最终扩大公司市场占有率
品牌营销推广项目	88,552.61	本项目拟开展营销推广项目，充分利用电商红利，与天猫、京东、唯品会等各大电商平台建立深度合作，实现产品的广告投放与流量的及时导入；并通过采用 KOL 推广、明星代言等方式增强公司品牌影响力
补充流动资金	30,000.00	本项目将满足核心业务快速发展及持续研发投入对流动资金的需要
合计	189,802.03	

资料来源：敷尔佳招股说明书、开源证券研究所

4.2、公司亮点：产品端、渠道端、营销端、运营端共振，2021 年在国内贴片类专业皮肤护理产品市场排名第一

以国内首批获准上市的透明质酸钠成分的 II 类医用敷料贴类产品为基础快速拓宽功能性护肤品的布局和成分应用，2021 年在国内贴片类专业护肤品市场排名第一。公司以肌肤问题解决类产品作为主要切入点，推出国内第一批获准上市的透明质酸钠成分的 II 类医用敷料贴类产品，拥有先发优势。该产品充分利用透明质酸钠活性成分，促进皮肤屏障自我修复，实现对肌肤的护理，具备良好功效。同时，以透明质酸钠成分医用敷料为基础，公司快速拓宽功能性护肤品的布局和成分应用，形成以经典单品孵化新品的产品策略。一方面，公司在医用敷料产品领域良好的品牌形象的基础上，不断挖掘消费者的潜在需求，相继推出契合需求的多种功能性护肤品，如主打胶原蛋白、虾青素、积雪草等新成分的功能性护肤品，满足消费者保湿、舒缓、修护等多种功效需求。另一方面，鉴于消费者已不满足保湿、舒缓、修护等基础功效，对美白、抗衰、舒缓抗敏等功效需求日益提升，公司不断夯实产品用料配方及配比技术，探索成分配方、功效原料等方面的创新，打造差异化的新产品。公司精选烟酰胺、金盏花提取物、依克多因成分造“美白面膜”、“清痘面膜”、“熬夜面膜”作为功效补充，并积极探索乳酸菌、益生菌、奇亚籽等多种不同成分的新功效，并以之为基础继续不断推出满足市场需求的新产品。此外，公司还持续推进配方、包材、防伪、剂型等技术应用创新，形成立体化产品布局，满足消费者多样化需求。凭借对消费者专业皮肤护理需求的精准把握，公司产品深受市场青睐。根据弗若斯特沙利文的数据，2021 年公司贴片类产品销售额在国内贴片类专业皮肤护理产品市场排名第一，市占率为 15.9%；其中医疗器械类敷料贴类产品市占率为 17.5%，排名第一；功能性护肤品贴膜类产品市占率为 13.5%，排名第二。

线上线下渠道齐发力、多元化营销推广、高效运营，推动公司不断发展壮大。公司积极践行线上线下渠道齐发力、多元化营销推广、研发和生产模式适时转变发展战略，推动公司不断发展壮大。具体而言，**渠道端**，公司积极布局经销渠道，充分发挥医用敷料产品具备医疗器械和日常消费的双重属性优势，在医用敷料贴的医用市场之外激发家用需求，利用经销商的资源和终端渠道优势，将医用敷料产品从公立医院销售推广到院外医疗机构、美容机构、连锁零售药店等终端渠道。公司还与淘宝网店开展经销合作，利用其网络流量和推广方案触达线上消费者，形成线上品牌流量的聚集和壮大。同时，在经销模式深度拓展的基础上，为适应 Z 世代人群、国货创新、电商新消费场景等发展趋势，顺应消费市场的潮流变化，公司在天猫、小红书、考拉海购、京东、抖音、快手、拼多多等 B2C 平台开展直销模式，实现线上销售平台的全覆盖，从而提升线上销售竞争力。**营销端**，公司通过多层次、多维度、多元化的推广矩阵打造品牌影响力。公司凭借专业皮肤护理产品的口碑效应及高渗透的分销网络，抓住小红书等社交平台营销红利期，通过消费者使用体验的广泛传播实现口碑营销。同时，在线下美博会招商推广模式的基础上，公司大力投入线上电商平台推广，并选择符合品牌定位的明星艺人进行产品代言，赞助同期收视率领先的影视综艺节目，利用新媒体营销渠道开展直播、KOL 合作，从而形成传统媒体、新媒体、移动端、公众号及小程序等多层次触达矩阵，实现从广度到精度的品牌推广。此外，公司一直以“专业修复、贴心呵护”为品牌文化，不断提升品牌格调。通过赞助“时间的朋友”跨年演讲、“知识进化论”4·23 世界读书日主题演讲，将产品与文化进行融合，并通过冠名抖音《国风大典》活动等普及国风、国货潮流。公司还通过私域流量运营，搭建品牌与用户即时互动的场景，从而了解品牌用户的特点、诉求，进一步提升精准营销水平。**运营端**，公司研发和生产模式适时转变，展现高效运营能力。公司前期主要基于产品用料配方及配比技术推出契合市场需求的新产品，随着公司的不断积累，公司逐步转变研发方向，通过产学研合作加码新原料、新技术的研究，形成研发模式的创新成长。生产模式也由原来的轻资产运营

模式转为自主生产模式，完成产业链的垂直整合，从而确定公司研发、生产、销售良性契合的优势。

4.3、行业大观：消费升级叠加 Z 世代、线上渠道崛起推动专业皮肤护理产品行业扩容，2026 年国内专业皮肤护理产品市场规模预计达 877 亿元

行业趋势：消费升级叠加 Z 世代、线上渠道崛起推动专业皮肤护理产品行业扩容，国产品牌市场份额逐渐提升。在居民生活水平及对自身健康及肌肤护理的重视程度不断提高、皮肤护理产品种类繁多、可满足需求多样化等多重因素的驱动下，国内皮肤护理产品行业快速发展。其中随着皮肤护理产品制造工业的革新，以及消费者对高品质产品的需求，使用专业皮肤护理产品逐渐成为市场新趋势，相应产品凭借适用性广、安全性高及功效性强等优势备受消费者青睐。专业皮肤护理产品行业主要受消费升级、Z 世代成为主力消费人群、线上渠道加速崛起推动。具体而言，**消费需求方面**，消费者对高质量、高安全性及具备较好功效的产品更加青睐，且护肤产品的使用需求及使用场景逐渐丰富化。因此，祛斑、美白、防晒、敏感肌修复等类型的皮肤护理产品相继推出，而有效成分也在以前的透明质酸钠、丁二醇、戊二醇、胶原蛋白的基础上增加神经酰胺、虾青素等成分。**消费人群方面**，Z 世代已超过“千禧一代”逐渐成为我国消费主力军，该类群体消费时往往不盲目追求大品牌产品，而更加关注消费体验、消费品质和产品本身的价值，其对国产优质品牌的接受度也更高。**消费渠道方面**，与线下渠道相比，线上渠道具有管理和渠道费用低、流通效率高、产品展示齐全、信息传递快、可有效收集用户消费行为数据等优势。线上渠道为皮肤护理品牌进一步了解消费者、宣传自身产品和品牌等提供更多的参考信息，因此未来将成为各大品牌争相布局的重要渠道，该渠道的发展也将推动整体市场的销售放量。同时，随着国产皮肤护理产品质量和品质不断提升，近年来市场出现明显的买国货、用国货以及晒国货的新消费潮流。大量国产品牌通过多元化、互动式的营销手段出现在消费者的视线中，并通过线上线下信息传播，逐渐成为明星国货产品，专业皮肤护理产品行业国产替代进程加速。根据敦尔佳招股说明书的数据，皮肤护理行业国产品牌的 CR8 由 2011 年的 3.4% 提升至 2020 年的 14.2%，市场竞争力不断增强。

市场容量：2026 年国内专业皮肤护理产品市场规模预计达 877 亿元。在消费升级、Z 世代成为主力消费人群、线上渠道加速崛起等的推动下，国内专业皮肤护理产品行业市场规模持续扩大。根据敦尔佳招股说明书的数据，国内专业皮肤护理产品的市场规模预计将由 2017 年的 108 亿元增长至 2026 年的 877 亿元，CAGR 达 26.2%。其中**按监管类型分**，功能性护肤品、医疗器械类敷料产品的市场规模预计将分别从 2017 年的 102.5 亿元、5.7 亿元增长至 2026 年的 623.0 亿元、253.8 亿元，CAGR 分别为 22.2%、52.5%。**按产品形态分**，贴片类、非贴片类专业皮肤护理产品的市场规模将分别从 2017 年的 23.9 亿元、84.4 亿元增长 2026 年的 271.8 亿元、605.0 亿元，CAGR 分别为 31.0%、24.5%。

表13：可比公司对比（2020-2022）：敦尔佳毛利率、净利率、ROE 高于可比公司

公司名称	近 3 年营业收入年均复合增速 (%)	2022 年毛利率 (%)	2022 年净利率 (%)	2022 年 ROE (%)
贝泰妮	37.90	75.21	20.95	20.48
华熙生物	55.42	76.99	15.12	15.75
珀莱雅	30.45	69.70	13.02	25.95
平均	41.26	73.97	16.36	20.73
敦尔佳	5.65	83.07	47.89	35.95

数据来源：Wind、敦尔佳招股说明书、开源证券研究所

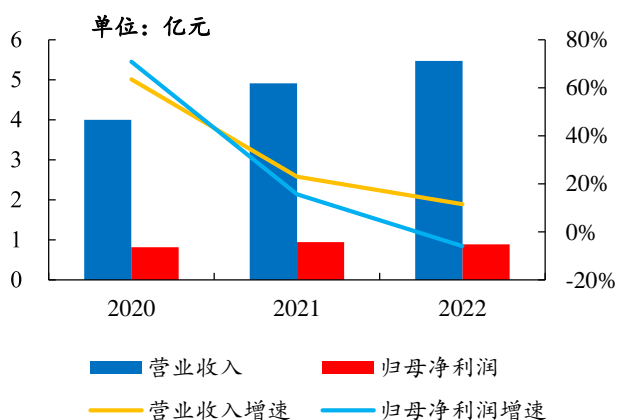
5、智信精密（A21618.SZ）

5.1、国内研发能力突出的智能制造装备厂商之一，营收规模持续增长

公司是国内研发能力突出的智能制造装备厂商之一，自成立以来以机器视觉及工业软件开发为核心，一直致力于自动化设备、自动化线体及夹治具产品的研发、设计、生产、销售和相关技术服务，并为客户实现生产智能化提供软硬件一体化系统解决方案。公司产品和服务主要应用于消费电子行业，同时积极向新能源和医疗等领域拓展。2022 年公司技术改造及技术服务、自动化系列产品、自动化设备、夹治具、以及其他业务营业收入分别为 1.87、1.57、1.56、0.42、0.05 亿元，营收占比分别为 34.20%、28.70%、28.57%、7.59%、0.94%。

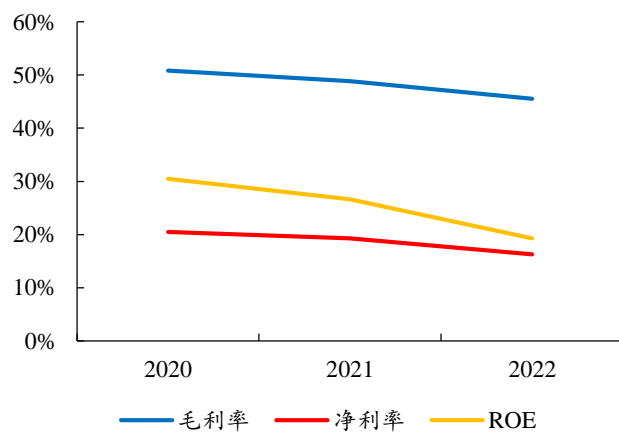
公司 2020、2021、2022 年营业收入分别为 4.0、4.9、5.5 亿元，CAGR 为 17.1%，对应归母净利润分别为 0.8、0.9、0.9 亿元，CAGR 为 4.3%。随着智能制造装备行业的快速发展，公司以自动化设备为基础，凭借整线智能解决方案优势，积极开拓自动化线体和夹治具业务，巩固并不断开拓优质客户群，智能设备销售收入持续增长。同时，随着公司已销售设备、线体和夹治具数量的持续增加、终端产品技术迭代升级以及公司在客户端形成的良好口碑，终端客户对相关产品的改造需求也在不断增加，推动公司改造及技术服务收入不断增长，进而共同推动公司营收稳步增长。毛利率方面，公司自动化设备营收占比较高，但由于首台/套实践经验不足，前期组装成本及后期安装调试成本较高，拉低公司整体毛利率，进而导致公司净利率、ROE 也出现小幅下滑。2020-2022 年，公司毛利率分别为 50.8%、48.8%、45.6%，净利率分别为 20.5%、19.3%、16.3%，ROE 分别为 30.5%、26.6%、19.3%。

图8：智信精密营收规模持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：智信精密毛利率、净利率小幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

表14：智信精密募集资金的主要用途

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
自动化设备及配套建设项目	31,047.08	本项目拟在江苏省苏州市购置场地，建设厂房，引进先进的生产设备等，扩大自动化设备、自动化线体和夹治具产品的生产规模，适应公司未来发展需求
研发中心建设项目	3,887.71	本项目将通过采购先进的研发设备和检测设备，引进高素质技术人员，加大新产品、新技术研发力度等措施，持续提升自主创新能力和研发能力

项目名称	计划投资总额 (万元)	达成后贡献
信息化系统升级建设项目	1,388.24	本项目将研发管理软件系统、升级 ERP 系统、升级办公自动化系统、实施智能物流项目，并搭建相关配套软硬件设施、增设信息管理部门及引进信息化人才，实现公司各个信息管理板块间的数据共享，提高信息管理的智能化程度
补充流动资金	4,000.00	本项目将增强公司资金实力、优化财务结构、降低财务费用，支持公司主营业务持续、快速、健康发展
合计	40,323.02	

资料来源：智信精密招股说明书、开源证券研究所

5.2、公司亮点：凭借先进的机器视觉等核心技术以及较强的软件开发能力打造领先的整线智能解决方案，掌握消费电子等领域知名客户资源

凭借先进的机器视觉等核心技术以及较强的软件开发能力打造领先的消费电子整线智能解决方案，积极开拓新能源等领域智能制造设备业务以放大公司成长空间。经过多年的发展，公司成功掌握行业领先的机器视觉、精密运动控制、通用软件平台等技术，并将这些技术应用于精密检测、精密组装和整线自动化领域，技术综合性较强，减小检测分级误差，有效提高生产效率和测量精度。同时，公司拥有较强的软件平台开发能力，自主开发的通用软件平台集成智能控制、智能测量和信息处理等各种功能，可实现软件跨设备通用和可视化快速编程；生产智能管理平台可实现设备综合效率、产量管理、质量控制及维护保养的可视化和智能化。凭借行业领先的产品研发设计和定制化生产能力，公司积极推进消费电子领域智能制造设备布局，其生产的精密检测、精密组装设备、自动化线体和夹治具等产品可广泛应用于智能手机、电脑、平板、电源、电池和可穿戴设备等消费电子产品。同时，在新能源行业快速发展的背景下，公司以锂电设备为突破积极开拓新能源领域，成功开发高速切叠一体机、高速激光模切分切一体机和高速卷绕机等锂电池中段生产设备，并陆续进入样机调试验证阶段。2022 年公司已经与安徽利维能动力电池有限公司就高速切叠一体机达成初步合作意向，并签订战略合作协议，预计 2023 年取得量产订单，首批订单收入预计将超过千万元；公司与多家新能源行业客户开展技术交流，并成为国轩高科、广汽埃安、天能锂电、桑顿新能源和耀宁新能源合格供应商；公司与星恒电源股份有限公司达成合作，样机已发往星恒电源中试线开始现场验证，并已取得星恒电源两条量产订单，金额为 725.66 万元。此外，公司于 2016 年成功进入光伏领域，为客户批量提供“金刚线检测机”；于 2020 年进入医疗领域，为客户提供电极检测设备。展望未来，新能源等领域持续开拓将为公司贡献新的营收增长点。

掌握消费电子等领域知名客户资源，在手订单丰富为短期业绩提供强劲支撑。凭借独特的“市场反应快速、行业技术领先、订单交付准时和售后服务质量高”的综合能力，公司已与多家国内外知名企业形成稳定、紧密的合作关系，包括苹果公司、铠胜控股、立讯精密、富士康、伟创力、新能源科技、赛尔康等。通过与客户持续的沟通和配合，公司可以充分理解客户的产品参数、工艺要求和市场前沿技术需求等，并提早进行开发布局，有利于公司建立自动化方案的先发优势，增加客户粘性。客户资源丰富也为公司带来充裕的订单。2020-2022 公司在手订单分别为 1.98 亿元、2.26 亿元和 2.67 亿元，CAGR 为 16.18%。截至 2023 年 4 月末，公司在手订单超过 6 亿元，总体呈现增长趋势，为短期业绩提供强劲支撑。

5.3、行业大观：AI 等新兴技术赋能叠加应用领域需求旺盛推动智能制造设备需求增长，2025 年全球智能制造市场规模预计将达到 3848 亿美元

行业趋势：人工智能等新兴技术赋能叠加应用领域需求旺盛推动智能制造设备需求

增长，国内智能制造水平持续提升。目前，人工智能技术已经能够实现对复杂制造领域进行感知、预测、规划、执行等功能，并且在 5G 网络、大数据、云计算等多个领域实现重大突破，不断推动新产品与新模式的诞生。在人工智能等新兴技术的引领下，传统制造业加速智能化转型升级的步伐。智能制造一方面能够大幅提高企业的生产运营效率，帮助企业构筑核心竞争力，另一方面作为新工业革命的主攻方向，是世界各国制造业竞争的高地。同时，受益智能制造在提升生产力等方面的重要作用，消费电子、新能源、医疗等领域智能制造需求持续增长。具体而言，**消费电子领域**，目前消费电子产品智能化、集成化趋势需要自动化设备实现产品生产的精密度要求，而产品迭代快的特点也催生出对消费电子设备的持续投入需求。并且在 ChatGPT 等 AI 大语言模型所推进的场景数字化趋势推动下，手机、平板、可穿戴设备、VR/AR 消费电子产品有望加速智能化进程，推动消费电子行业的持续复苏，进一步扩大相关自动化设备产品的需求。**新能源领域**，新能源电池具有能量密度高、化学性质活跃的特性，在生产环节如采用手工、传统半自动化模式进行生产，难以满足对电池产品一致性、稳定性、安全性要求，催生对智能制造设备的需求；在检测环节，电池泄漏等重要缺陷测试难以通过人工检测方式进行有效识别，对智能装备也存在较大依赖。因此，智能制造设备是生产制造新能源电池的必要装备。随着动力电池、储能电池出货量继续保持快速增长态势，新能源领域智能制造设备需求也将迎来较快发展。此外，在我国人口红利逐步消失、产业结构亟需优化升级的背景下，大力培育和发展智能制造装备业是提质增效、转型升级、提升我国产业核心竞争力的必然要求。在国家政策支持及新一代信息技术在制造业得到深度应用与融合的背景下，我国智能制造行业迎来快速发展。**技术方面**，得益于网络信息技术的迅速发展，智能制造技术与先进工艺技术在产业重点行业内持续普及，制造业数字化、网络化与智能化程度不断加深，制造过程控制与制造执行系统在全行业内普及，核心工艺流程数控化率显著提高；**产品方面**，以高档数控机床、工业机器人、智能仪器仪表等为代表的关键技术产品研发与生产取得飞速进展，产品质量与生产水准持续提高。

市场容量：2025 年全球智能制造市场规模预计将达到 3848 亿美元，2022 年我国规模以上专用设备制造业企业营收为 3.81 万亿元。在技术升级及应用端需求增长的背景下，智能制造行业持续扩容。根据 MarketsandMarkets 的数据，全球智能制造市场规模预计将从 2020 年的 2147 亿美元增长至 2025 年的 3848 亿美元，CAGR 达 12.38%。同时，在产业政策支持及国内有关企业技术升级的背景下，国内智能制造行业也迎来快速发展。根据国家统计局的数据，2022 年我国规模以上专用设备制造业企业营收为 3.81 万亿元，2017-2022 年 CAGR 为 7.09%。此外，具体到消费电子智能制造层面，根据智信精密招股说明书的数据，2020-2021 年立讯精密、鸿海精密、比亚迪、歌尔股份、领益智造、伟创力、捷普集团等 22 家全球主要 EMS 厂商设备类固定资产增加额分别为 525.22 亿元和 691.45 亿元。结合检测设备投资额占整线投资的比例为 10%-20%，组装类设备占整线投资的比例为 80%-90% 进行测算，消费电子检测类设备市场规模超过 60 亿元，组装类设备市场规模超过 500 亿元。

表15：可比公司对比（2020-2022）：智信精密毛利率、净利率高于可比公司

公司名称	近3年营业收入年均复合增速 (%)	2022年毛利率 (%)	2022年净利率 (%)	2022年ROE (%)
博众精工	36.12	32.26	6.82	12.40
赛腾股份	20.18	40.10	10.97	20.51
荣旗科技	21.74	41.68	18.75	33.21
平均	26.01	38.01	12.18	22.04
智信精密	17.06	45.56	16.27	19.27

数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

宏观经济风险、新股发行制度变化。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号

楼10层

邮编：200120

邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮编：100044

邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮编：518000

邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

邮箱：research@kysec.cn