

科创板上市公司全景概览之四

——心脉医疗、乐鑫科技、安集科技、方邦股份



核心观点

❖ 心脉医疗 (688016. SH)

心脉医疗主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械研发、生产及销售的高新技术企业。在主动脉介入医疗器械领域，公司主要产品为主动脉覆膜支架系统；在外周血管介入医疗器械领域，公司目前拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品；公司掌握了涉及治疗主动脉疾病的覆膜支架系统的核心设计及制造技术，成功开发出第一个国产腹主动脉覆膜支架、国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系。公司 2016-2018 年分别实现营业收入 1.25 亿元、1.65 亿元和 2.31 亿元，实现归属母公司股东的净利润 0.41 亿元、0.63 亿元、0.91 亿元。

可对标 A 股上市标的（乐普医疗、大博医疗、凯利泰）

❖ 乐鑫科技 (688018. SH)

全球化的无晶圆厂半导体公司，2016 年、2017 年和 2018 年分别实现销售收入 1.23 亿元、2.72 亿元和 4.75 亿元，2017-2018 年分别实现归属母公司股东的净利润 0.29 亿元、0.94 亿元。主营业务收入来自芯片和模组，其中芯片占比有所降低、模组占比有所提升。

可对标 A 股上市标的（富瀚微、全志科技、中颖电子、汇顶科技）

❖ 安集科技 (688019. SH)

公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的自主创新型高科技微电子材料企业，主营业务为关键半导体材料的研发和产业化。公司产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司 2016-2018 年分别实现营业收入 1.97 亿元、2.32 亿元和 2.48 亿元，分别实现归属母公司股东的净利润 0.37 亿元、0.40 亿元、0.45 亿元。

可对标 A 股上市标的（上海新阳、江丰电子）

❖ 方邦股份 (688020. SH)

高端电子材料及解决方案供应商，2016 年、2017 年和 2018 年，公司主营业务收入分别为 1.90 亿元、2.26 亿元和 2.75 亿元，实现归属母公司股东的净利润 0.80 亿元、0.96 亿元和 1.17 亿元。公司现有产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，属于高性能复合材料，其中电磁屏蔽膜是公司目前主要收入来源，占主营业务收入比重均保持在 98% 以上。

可对标 A 股上市标的（乐凯新材）

❖ 风险提示：宏观经济增长不及预期、行业竞争加剧、市场监管及政策风险

📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部

报告类别 | 行业深度

报告时间 | 2019/7/16

👤 分析师

方科

证书编号：S1100518070002
021-68595195
fangke@cczq.com

陈雳

证书编号：S11000517060001
010-66495651
chenli@cczq.com

👤 联系人

杨广

证书编号：S1100117120010
010-66495651
yangguang@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、心脉医疗（688016.SH）	4
1. 公司基本情况	4
2. 公司财务表现	6
3. 拟募资金额及项目情况	7
4. 心脉医疗 A 股对标公司	8
二、乐鑫科技（688018.SH）	10
1. 公司基本情况	10
2. 公司财务表现	11
3. 拟募资金额及项目情况	13
4. 乐鑫科技 A 股对标公司	14
三、安集科技（688019.SH）	16
1. 公司基本情况	16
2. 公司财务表现	17
3. 拟募资金额及项目情况	18
4. 安集科技 A 股对标公司	19
四、方邦股份（688020.SH）	20
1. 公司基本情况	20
2. 公司财务表现	22
3. 拟募资金额及项目情况	23
4. 方邦股份 A 股对标公司	24
风险提示	25

图表目录

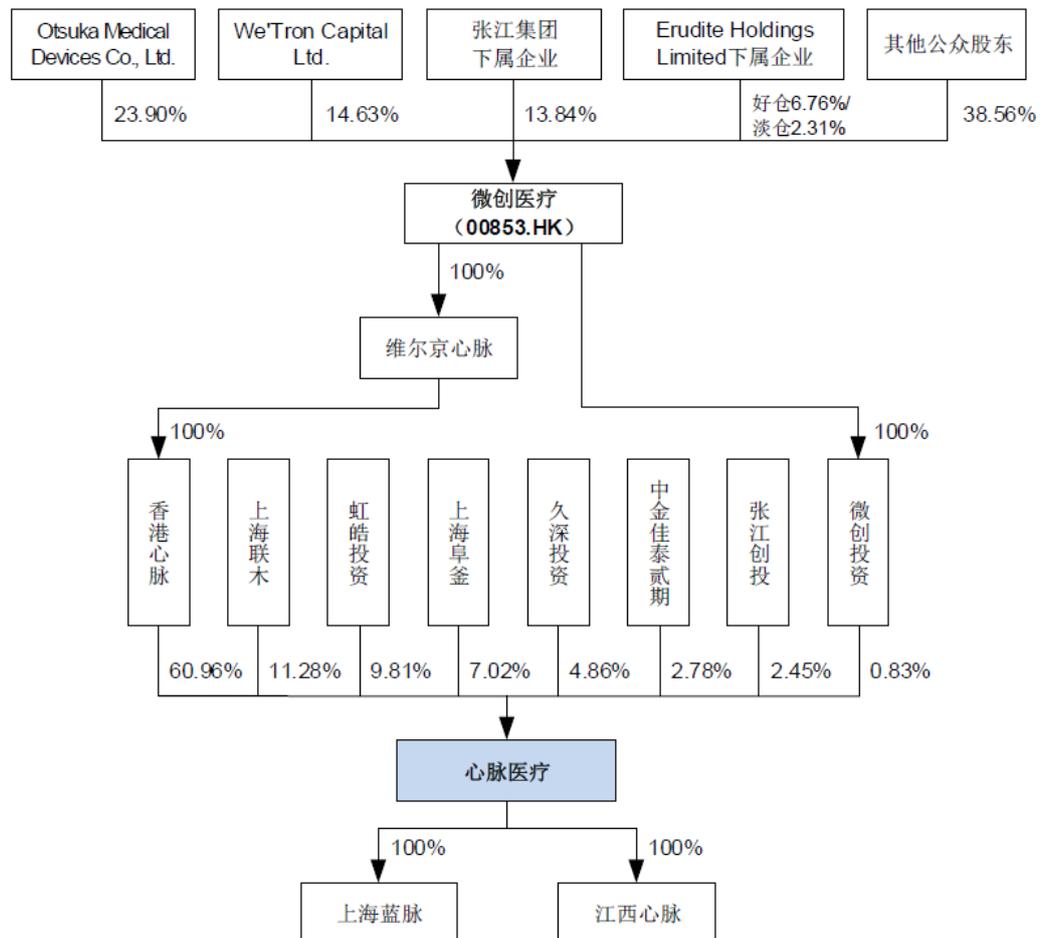
图 1:	心脉医疗股权结构.....	4
图 2:	心脉医疗营业收入及变化单位: 亿元)	6
图 3:	心脉医疗净利润入及变化 (单位: 亿元)	6
图 4:	心脉医销售毛利率和净利率情况	7
图 5:	心脉医疗研发费用变化情况	7
图 6:	乐鑫科技股权结构.....	10
图 7:	乐鑫科技主要产品及应用情况	11
图 8:	乐鑫科技 2016-2018 年营收和利润变化.....	12
图 9:	乐鑫科技主营业务收入构成及变化	12
图 10:	乐鑫科技整体毛利率情况	13
图 11:	乐鑫科技各个业务毛利率情况	13
图 12:	乐鑫科技近三年研发投入及营收占比	13
图 13:	乐鑫科技期间费用占比	13
图 14:	安集科技股权结构	16
图 15:	安集科技营业收入与利润变化	17
图 16:	安集科技各业务毛利率	17
图 17:	安集科技研发投入及营收占比	18
图 18:	安集科技期间费用变化情况	18
图 19:	方邦股份股权结构	20
图 20:	方邦股份主要产品及应用	21
图 21:	方邦股份营业收入与利润变化	22
图 22:	方邦股份主营业务收入构成及变化	22
图 23:	方邦股份整体毛利率情况	23
图 24:	方邦股份各个业务毛利率情况	23
图 25:	方邦股份近三年研发投入及营收占比	23
图 26:	方邦股份三大费用变化情况	23
表格 1:	心脉医疗主要产品	5
表格 2:	心脉医疗募集资金拟投资项目投入计划 (亿元)	8
表格 3:	心脉医疗 A 股对标公司	9
表格 4:	乐鑫科技募集资金拟投资项目投入计划 (亿元)	14
表格 5:	乐鑫科技 A 股对标公司	15
表格 6:	安集科技募集资金运用情况 (亿元)	18
表格 7:	安集科技 A 股对标公司	19
表格 8:	方邦股份募集资金拟投资项目投入计划 (亿元)	24
表格 9:	方邦科技 A 股对标公司	24

一、心脉医疗（688016.SH）

1. 公司基本情况

心脉医疗成立于2012年8月，主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械研发、生产及销售的高新技术企业。在主动脉介入医疗器械领域是国内产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一，公司在该领域的主要产品为主动脉覆膜支架系统；在外周血管介入医疗器械领域，公司深耕多年，目前拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品；公司掌握了涉及治疗主动脉疾病的覆膜支架系统的核心设计及制造技术，成功开发出第一个国产腹主动脉覆膜支架、国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系。公司控股股东为香港心脉，直接持有发行人60.96%股份；微创医疗系香港联交所主板上市公司，其第一大股东为Otsuka Medical，持股比例为23.90%。

图 1：心脉医疗股权结构

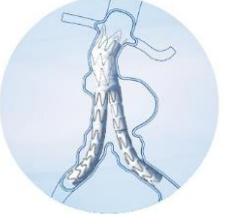
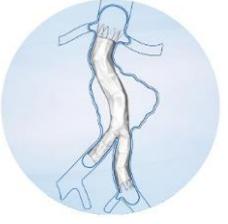
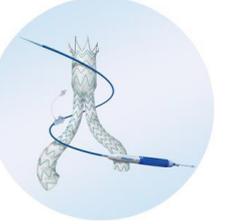
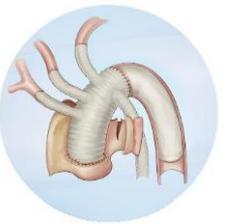


资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

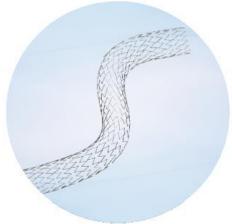
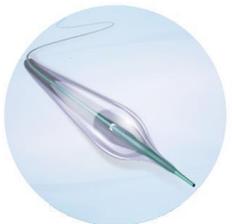
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

公司主要产品可分为主动脉覆膜支架类、术中支架类及其他产品。

表格 1. 心脉医疗主要产品

产品类别	主要用途	具体产品	图示
主动脉支架类	胸主动脉覆膜支架系统	Hercules Low Profile 直管型覆膜支架及输送系统	
		Castor 分支型主动脉覆膜支架及输送系统	
	腹主动脉覆膜支架系统	Hercules 分叉型覆膜支架及输送系统	
		Aegis 分叉型大动脉覆膜支架及输送系统	
术中支架类	配合主动脉夹层治疗手术，使二次开胸手术简化为一次完成，降低全弓置换手术操作难度	Minos 腹主动脉覆膜支架及输送系统	
		CRONUS 术中支架系统	

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

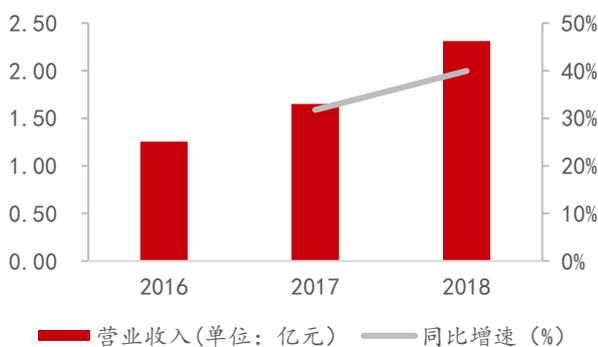
	外周血管支架系统	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张	CROWNUS 外周血管支架系统	
其他产品	外周血管球囊扩张导管	治疗外周血管的狭窄或闭塞性病变的扩张	Reewarm 外周球囊扩张导管	
	主动脉球囊扩张导管	主动脉覆膜支架释放后，用球囊进行扩张，使支架更好地贴合血管内壁	Hercules 球囊扩张导管	

资料来源：公司官网、招股说明书，川财证券研究所

2. 公司财务表现

2016 年至 2018 年，公司整体实力和盈利能力不断增强，公司利润呈持续增长趋势，其中主动脉支架类产品收入是主要的收入来源。作为具备较强市场竞争能力的国产品牌，公司在主动脉介入医疗器械市场拥有相对较高的市场份额。2018 年公司营业收入达 2.31 亿元，同比增长 39.96%；归属母公司股东的净利润为 0.91 亿元，同比增长 43.01%。

图 2：心脉医疗营业收入及变化单位：亿元



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 3：心脉医疗净利润入及变化（单位：亿元）



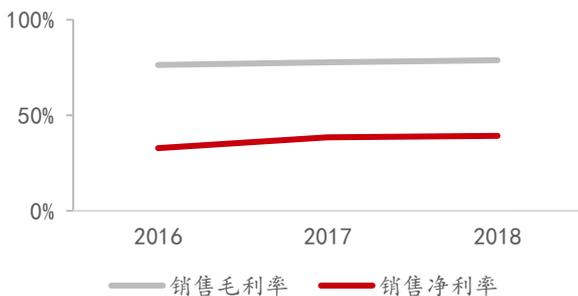
资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2016-2018 年度公司在主动脉及外周血管介入医疗器械领域拥有多年技术沉淀和经验积累，处于国内领先地位。公司的毛利率主要受到市场需求，产品结构、销售单价、单位成本、新产品推出等因素影响，主营业务毛利率稳定在 78%左右，并呈现小幅上升趋势。

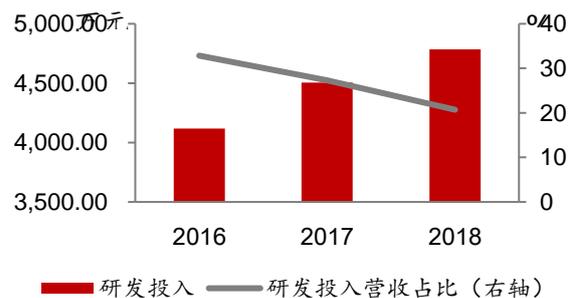
公司研发费用整体呈上升趋势，2018 年研发费用同比增加 44.16%，主要原因系在研项目的增加且研发人员人数和奖金较 2017 年增加。2016-2018 年公司研发投入占营业收入比例较 2016 年有所下降，主要系公司营业收入规模快速增长所致。与同行业可比公司相比，公司研发费用率较高，一方面基于战略及业务发展的需要公司历来注重新产品研发和生产工艺技术的持续优化，不断推陈出新，研发投入较大；另一方面各公司的研发项目和方向不同各项目周期和预算各有不同。

图 4：心脉医销售毛利率和净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：心脉医疗研发费用变化情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

3. 拟募资金额及项目情况

心脉医疗本次公开发行新股不超过 1800 万股，发行价格为 46.23 元/股，发行总规模为 8.3214 亿元，网上发行中签率为 0.0486%。募集资金拟投资项目为：主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目、主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目、营销网络及信息化建设项目和补充流动资金。

此次募资项目拟生产主动脉及外周血管介入医疗器械相关产品，项目建成后可形成年产主动脉及外周血管介入医疗器械 35,100 条的生产能力，建成达产后，将实现多个主动脉及外周血管介入医疗器械的产业化，其中包括 Minos 腹主动脉覆膜支架、Fontus 分支型术中支架、Reewarm PTX 药物球囊扩张导管、Tallos 直管型胸主动脉覆膜支架等已进入创新医疗器械特别审批程序的产品。公司总体产品线结构将不断得到优化，抗风险能力得以增强，为公司开辟新的

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

增长驱动力及盈利增长点,从而进一步扩大公司在主动脉及外周血管介入医疗器械的市场份额及品牌影响力。

表格 2. 心脉医疗募集资金拟投资项目投入计划 (亿元)

拟投资项目	项目总投资额	计划利用募集资金投资额
主动脉及外周血管介入医疗器械产业化项目	1.51	1.51
主动脉及外周血管介入医疗器械研究开发项目	3.55	3.55
营销网络及信息化建设项目	0.45	0.45
补充流动资金	1.00	1.00
合计	6.51	6.51

资料来源: 公司招股说明书, 川财证券研究所

4. 心脉医疗 A 股对标公司

心脉医疗主要从事主动脉及外周血管介入医疗器械研发、生产及销售, 在主动脉介入医疗器械领域, 公司是国内产品种类齐全、规模领先、具有市场竞争力的企业之一, 公司在该领域的主要产品为主动脉覆膜支架系统; 在外周血管介入医疗器械领域, 公司深耕多年, 目前拥有外周血管支架系统、外周血管球囊扩张导管等产品; 另外, 公司拥有国内唯一获批上市的可在胸主动脉夹层外科手术中使用的术中支架系统。

乐普医疗是一家专业从事冠脉支架、PTCA 球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产和销售的企业, 国内高端医疗器械领域能够与国外产品形成强有力竞争的为数较少的企业之一。自成立以来, 相继完成了支架、导管等多项介入医疗核心产品的研制开发和产业化工作, 在业内第一个获得国家药监局颁发的“冠状动脉支架输送系统”产品注册证(III 类)、第一个研发并试制成功抗感染“药物中心静脉导管”。公司具备了心血管介入、麻醉监护产品的工业化生产能力, PARTNER 药物支架成功上市使公司为拥有雷帕霉素药物支架生产技术的公司。

凯利泰主营业务为椎体成形微创介入手术系统的研发、生产和销售, 产品主要用于因骨质疏松导致的椎体压缩性骨折的临床微创手术治疗, 包括经皮椎体成形(PVP)手术系统和经皮球囊扩张椎体后凸成形(PKP)手术系统。

大博医疗是国内骨科植入物领域的主要生产商, 主要产品为骨科创伤类植入耗材、脊柱类植入耗材、神经外科类植入耗材以及微创外科耗材。

本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

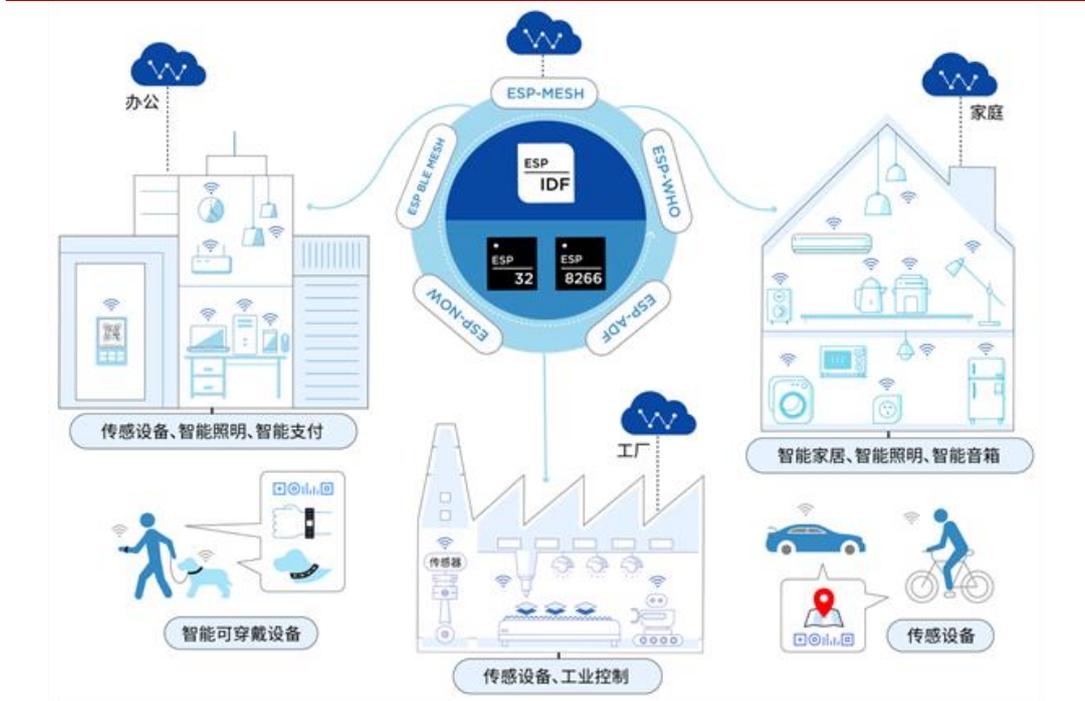
表格 3. 心脉医疗 A 股对标公司

证券 代码	股票 简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	市净率 (MRQ)	市销率 (TTM)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
						2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300003.SZ	乐普医疗	25.60	456.10	6.66	6.71	0.95	1.26	1.65	26.83	20.27	15.47
002901.SZ	大博医疗	37.81	151.97	9.92	18.20	1.16	1.46	1.85	32.72	25.88	20.40
300326.SZ	凯利泰	10.02	72.38	2.80	7.33	0.43	0.56	0.70	23.42	18.05	14.24

资料来源: wind, 川财证券研究所; 数据截止 2019.07.15

公司主要产品包括 Wi-Fi MCU 及模组，主要用于智能家居、智能照明、智能支付终端、智能可穿戴设备、传感设备及工业控制等物联网领域，ESP8089 系列芯片主要应用于平板电脑、机顶盒等领域，ESP8266 系列和 ESP32 系列芯片产品具有通用性，适用于多种物联网应用领域，在主要客户终端产品的具体应用均为智能家电设备（如扫地机器人、空调、洗衣机、电饭煲、净水器等）、智能照明、智能插座、智能移动支付播报设备等物联网设备。公司产品应用场景丰富、应用领域遍及生活、办公及工业等多领域。

图 7：乐鑫科技主要产品及应用情况



资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

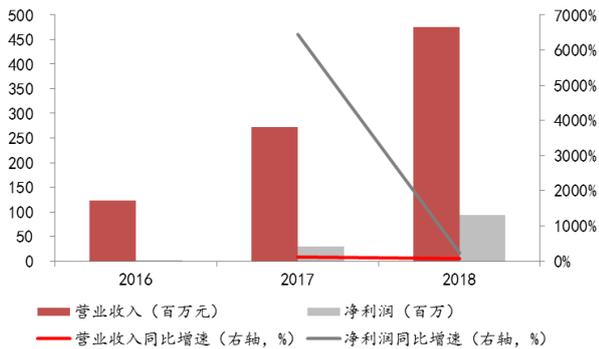
2. 公司财务表现

公司 2016 年、2017 年和 2018 年分别实现销售收入 122.94 百万元、272.01 百万元和 474.92 百万元，年均复合增长率为 96.55%，分别实现净利润 0.45 百万元、29.37 百万元和 93.88 百万元。公司营业收入保持持续较快增长，主要来自销售规模的增长，并主要得益于如下因素：（1）公司技术创新能力强，新产品的持续推出。（2）智能家居、智能照明、智能支付终端等下游物联网市场的快速发展。（3）人工智能等新兴市场领域的快速发展。（4）公司品牌及市场地位的持续提升。（5）公司开源生态系统，有利于拓展公司产品的应用领域和提高市场覆盖率。主营业务收入来自芯片和模组，其中芯片占比有所降低、模

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

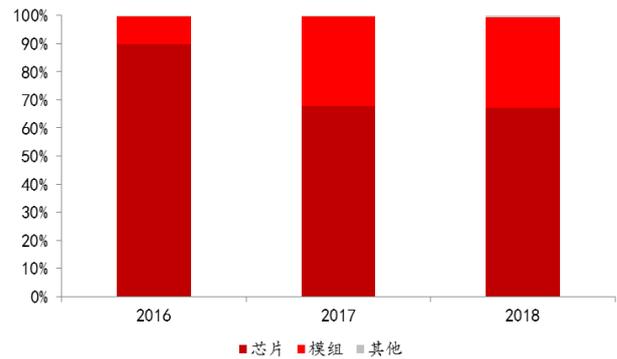
组占比有所提升。芯片为公司自主研发的核心技术产品；而模组是为了满足下游客户差异化应用的需求，在自主研发芯片的基础上进行开发并委外生产的产品，集成了闪存、晶振、随机存储器、天线等其他电子元器件，便于下游物联网客户的产品开发。

图 8：乐鑫科技 2016-2018 年营收和利润变化



资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

图 9：乐鑫科技主营业务收入构成及变化

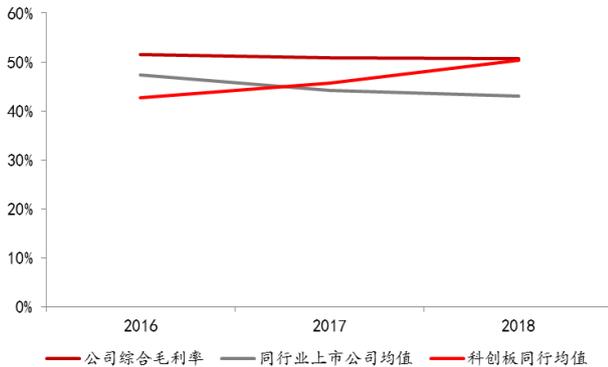


资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

集成电路设计公司处于电子行业上游，芯片作为电子产品的核心部件，是下游产品实现各项功能的关键。同时，芯片研发技术含量高、专业性强，需要耗费大量研发资源，获取成本高，周期长，行业准入门槛高，因此集成电路设计公司一直享有较高的毛利率和较好的盈利水平。2016-2018 年度，公司综合毛利率分别为 51.45%、50.81%和 50.66%。

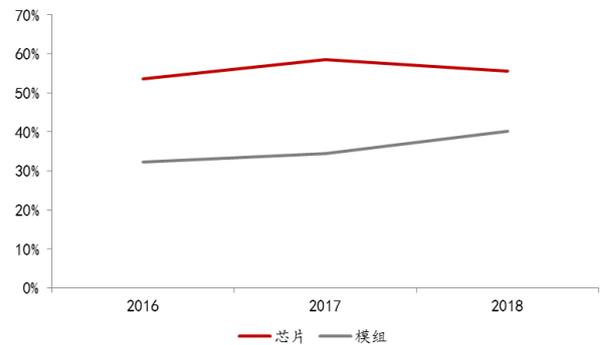
公司产品毛利率与同行业整体变动趋势并无显著差异。集成电路行业中，不同公司因具体芯片类型、技术含量、下游市场需求情况、公司相对市场竞争地位、公司销售策略等不同，毛利率具有一定差异，也具有合理性。2018 年度芯片产品结构较 2017 年度未发生重大变化，毛利率下降主要系售价降低导致的整体毛利率下降。ESP32 系列模组的收入占比在报告期内逐渐上升，ESP32 系列模组的毛利率高于 ESP8266 系列模组，2018 年度占比上升幅度较大，导致模组毛利率整体上升幅度较大。

图 10：乐鑫科技整体毛利率情况



资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

图 11：乐鑫科技各个业务毛利率情况

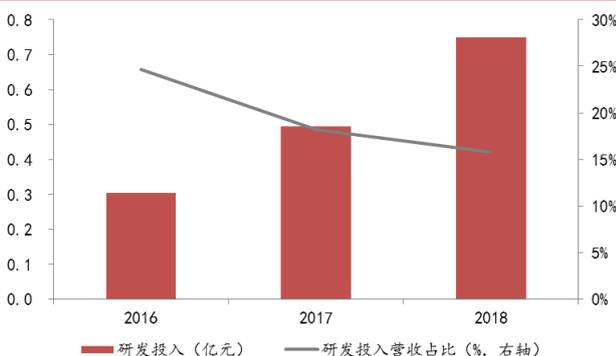


资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

公司研发费用主要由研发人员的职工薪酬等项目构成。公司研发费用占比高主要是公司以技术研发为核心，为维持产品及技术优势，持续投入较多研发支出，2016-2018 年，公司研发费占营业收入的比例在 15% 以上。

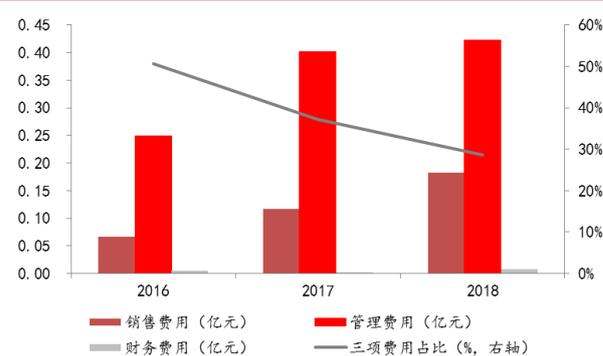
2016-2018 年度，公司期间费用率分别为 50.71%、37.27% 及 28.71%。公司期间费用率逐步降低，主要系 2016 年度、2017 年度分别确认股份支付 1,311.57 万元和 1,838.00 万元，这两个年度管理费用较高所致；同时，随着公司产销售规模的逐步扩大，部分费用相对固定，规模效应逐步体现，期间费用占比相应下降。

图 12：乐鑫科技近三年研发投入及营收占比



资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

图 13：乐鑫科技期间费用占比



资料来源：乐鑫科技招股说明书，川财证券研究所

3. 拟募资金额及项目情况

乐鑫科技本次公开发行新股不超过 0.2 亿股，发行价格为 62.60 元/股，发行本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

市盈率为 56.67 倍，行业市盈率 31.11 倍，预计募资 12.52 亿元，发行费用为 1.21 亿元，募集资金净额 11.31 亿元，网上发行中签率为 0.0472%。募集资金拟投资项目为：标准协议无线互联芯片技术升级项目、AI 处理芯片研发及产业化项目、研发中心建设项目、发展与科技储备资金。

表格 4. 乐鑫科技募集资金拟投资项目投入计划（亿元）

序号	项目名称	投资金额	使用募集资金金额	募集资金使用计划	
				第 1 年	第 2 年
1	标准协议无线互联芯片技术升级项目	1.68	1.68	0.72	0.96
2	AI 处理芯片研发及产业化项目	1.58	1.58	0.73	0.85
3	研发中心建设项目	0.86	0.86	0.56	0.30
4	发展与科技储备资金	6.00	6.00	-	-
合计		10.11	10.11	2.01	2.11

资料来源：公司公告，川财证券研究所

4. 乐鑫科技 A 股对标公司

汇顶科技（603160.SH）是一家基于芯片设计和软件开发的整体应用解决方案提供商，目前主要面向智能移动终端市场提供领先的人机交互和生物识别解决方案，并已成为安卓阵营全球指纹识别方案第一供应商。公司正努力扩展技术研究领域和产品应用市场，将在移动终端、IoT 和汽车电子领域为全球更多用户提供应用覆盖面更广的领先技术、产品及应用解决方案，打造世界级的中国“芯”。

富瀚微（300613.SZ）成立于 2004 年 4 月，专注于视频监控芯片及解决方案，满足高速增长的数字视频监控市场对视频编解码和图像信号处理的芯片需求。公司提供高性能视频编解码 SoC 和图像信号处理器芯片，以及基于这些芯片的视频监控产品方案。公司致力于与国内外设备制造商、解决方案提供商建立紧密合作关系，共同把握市场契机，为客户提供高性价比的产品和服务，持续创造价值。

紫光国微（002049.SZ）是紫光集团旗下半导体行业上市公司，专注于集成电

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

路芯片设计开发领域，是目前国内领先的集成电路芯片设计和系统集成解决方案供应商。公司专注于集成电路芯片设计开发业务，是领先的集成电路芯片产品和解决方案提供商，产品及应用遍及国内外，在智能安全芯片、高稳定存储器芯片、安全自主 FPGA、功率半导体器件、超稳晶体频率器件等核心业务领域已形成领先的竞争态势和市场地位。

表格 5. 乐鑫科技 A 股对标公司

证券代码	股票简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	市净率 (MRQ)	市销率 (TTM)	每股收益 (元)			市盈率 (倍)		
						2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300613.SZ	富瀚微	93.35	41.49	4.03	9.93	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
300458.SZ	全志科技	23.23	76.80	3.55	5.50	0.50	0.66	0.86	46.17	34.96	26.95
300327.SZ	中颖电子	23.03	0.00	6.55	0.00	0.79	1.02	1.31	29.33	22.67	17.60
603160.SH	汇顶科技	145.74	665.71	14.50	15.22	3.38	4.01	4.66	43.12	36.31	31.29

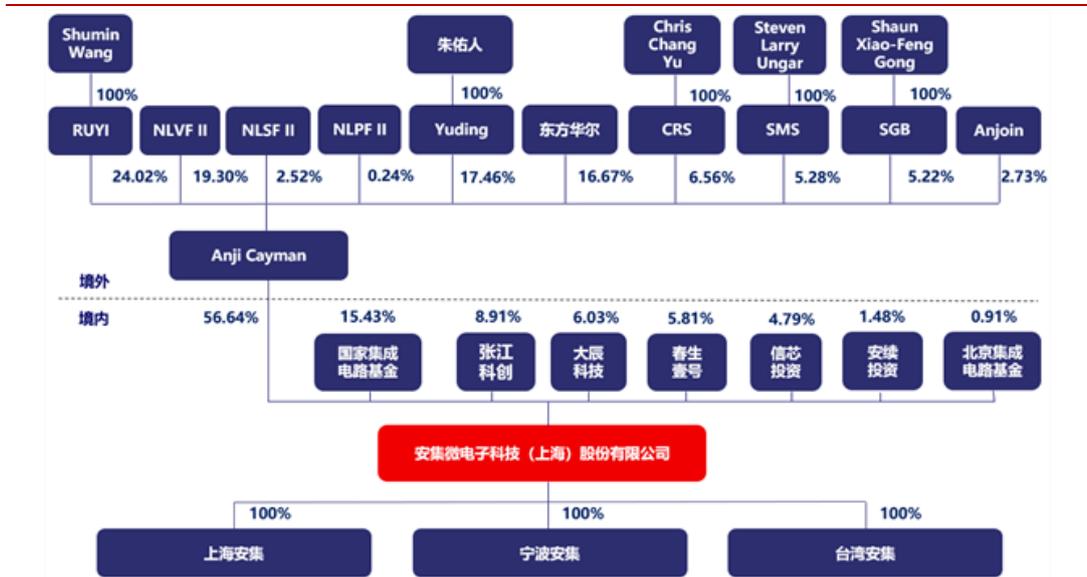
资料来源: wind, 川财证券研究所; 数据截止 2019.07.15

三、安集科技（688019.SH）

1. 公司基本情况

公司是一家集研发、生产、销售、服务为一体的自主创新型高科技微电子材料企业，主营业务为关键半导体材料的研发和产业化。公司产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司主要采用直接面对终端客户的直销模式，当产品通过客户评价和测试后，生产部门再根据客户订单制定量产计划。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，在半导体材料行业取得了一定的市场份额和品牌知名度。公司拥有一系列具有自主知识产权的核心技术，涵盖了整个产品配方及工艺流程，并通过有效的管理降低了产品成本，从而可以给客户提供高性价比的产品。同时公司通过提供本土化、定制化、一体化的服务积累了众多优质客户资源，包括中芯国际、台积电等行业领先的集成电路制造商。

图 14：安集科技股权结构



资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，目前产品包括不同系列的：

- 1) 化学机械抛光液
- 2) 光刻胶去除剂

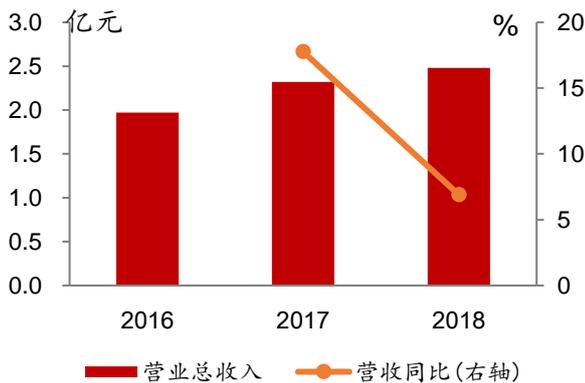
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

主要应用于集成电路制造和先进封装领域。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，使中国在该领域拥有了自主供应能力。公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

2. 公司财务表现

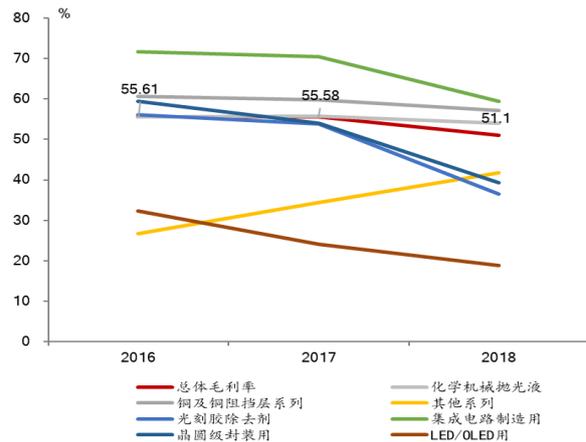
公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，目前产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。报告期内，公司营业收入保持持续增长，2017 年和 2018 年分别增长 18.20% 和 6.64%。公司营业收入主要来自于主营业务收入，主营业务突出。

图 15：安集科技营业收入与利润变化



资料来源：Wind，川财证券研究所

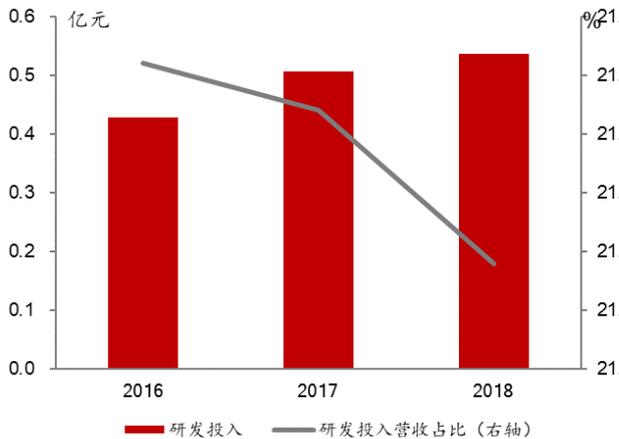
图 16：安集科技各业务毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

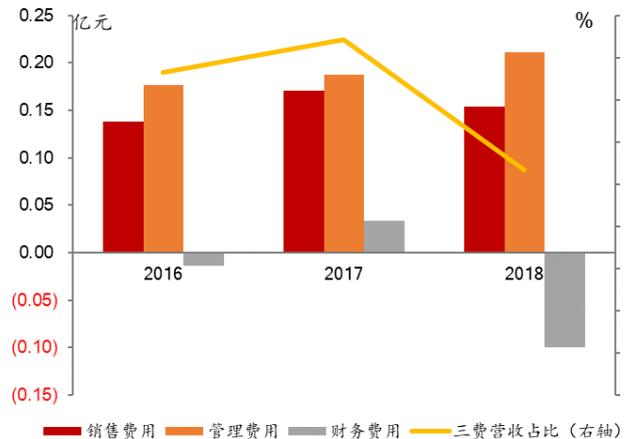
公司销售费用、管理费用、研发费用占营业收入的比例基本稳定，财务费用占比随美元兑人民币汇率波动有所波动。作为科技创新企业，持续大量的研发投入是公司产品与不断推进的集成电路制造及先进封装技术同步的关键，因此研发费用占营业收入的比例较高。

图 17: 安集科技研发投入及营收占比



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 18: 安集科技期间费用变化情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

3. 拟募资金额及项目情况

公司本次公开发行新股 1327.71 万股, 占发行后总股本的比例不低于 25.00%。本次发行价格为 39.19 元/股, 全部为新股发行, 无老股转让。行业市盈率为 31.11, 发行市盈率为 48.26, 预计募资 5.20 亿元, 实际募资 5.20 亿元, 发行费用为 4543.75 万元, 募集资金净额为 4.75 亿元, 网上发行中签率为 0.0464%。

公司四个募投项目中, CMP 抛光液生产线扩建项目、安集集成电路材料基地项目属于科技创新领域。此外, 公司募集资金投向集成电路材料研发中心建设项目, 加强企业自主创新能力, 提升企业核心竞争力。

表格 6. 安集科技募集资金运用情况 (亿元)

项目名称	项目投资金额	拟使用募集资金金额
安集微电子科技(上海)股份有限公司 CMP 抛光液生产线扩建项目	1.2	1.2
安集集成电路材料基地项目	1.05	0.94
安集微电子集成电路材料研发中心建设项目	0.69	0.69
安集微电子科技(上海)股份有限公司信息系统升级项目	0.2	0.2
合计	3.14	3.03

资料来源: 公司招股说明书, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

4. 安集科技 A 股对标公司

行业内主要化学机械抛光液企业客户集中度较高，因此公司客户集中度较高具有行业普遍性。化学机械抛光液是公司主要的收入来源，就细分领域而言公司无可比国内 A 股上市公司。我们选取同为“2017 年中国半导体材料十强企业”的上海新阳（光刻胶及光刻胶去除剂）和江丰电子（靶材）进行对比。

表格 7. 安集科技 A 股对标公司

证券代码	股票简称	股价（元）	总市值（亿元）	市净率（MRQ）	市销率（TTM）	每股收益（元）			市盈率（倍）		
						2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300666.SZ	江丰电子	36.70	80.28	12.87	11.85	0.37	0.49	0.48	98.79	74.62	76.87
300236.SZ	上海新阳	35.69	69.16	5.50	11.98	0.82	0.50	-	43.65	71.58	-

资料来源：wind, 川财证券研究所；数据截止 2019.07.15

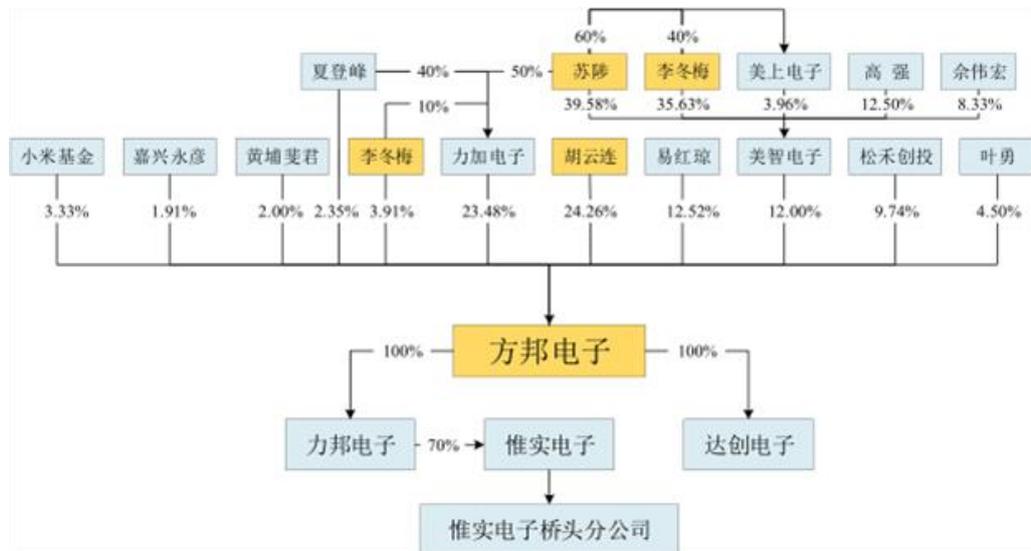
四、方邦股份（688020.SH）

1. 公司基本情况

公司 2010 年成立，注册资本合计人民币 900 万元。公司主营业务为高端电子材料的研发、生产及销售，专注于提供高端电子材料及应用解决方案。2015 年 11 月 17 日，方邦有限股东会做出决议，同意方邦有限的现有股东胡云连、力加电子、易红琼、美智电子、松禾创投、叶勇、李冬梅、刘军、夏登峰作为发起人，将方邦有限整体变更为股份有限公司，以截至 2015 年 9 月 30 日经天健会计师审计净资产值 15,633.88 万元折合 6,000 万股股份。公司现有产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，属于高性能复合材料，其中电磁屏蔽膜是公司报告期内的主要收入来源。

公司控股股东为胡云连、力加电子、美智电子、李冬梅，分别直接持有公司股份数量为 1,455.5802 万股、1,408.6260 万股、720.0000 万股、234.7710 万股，分别占公司本次发行上市前股份比例为 24.26%、23.48%、12.00%、3.91%，共计 63.65%。

图 19：方邦股份股权结构



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

公司主营业务为高端电子材料的研发、生产及销售，专注于提供高端电子材料及应用解决方案。公司现有产品包括电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等，属于高性能复合材料，其中电磁屏蔽膜是公司目前的主要收入

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

来源。公司所属产业为战略性新兴产业，根据国家统计局发布的《战略性新兴产业分类(2018)》，电磁屏蔽膜、极薄挠性覆铜板、超薄铜箔等均为重点产品。

方邦电子的电磁屏蔽膜主要可分为 HSF6000 和 HSF-USB3 两大系列。HSF6000 推出以后，公司持续对产品进行完善，产品逐步被下游客户认可，现已广泛应用于手机、平板电脑等终端设备。HSF-USB3 系列电磁屏蔽膜是公司 2014 年推出的新型电磁屏蔽膜，屏蔽效能进一步提高，同时可大幅降低信号传输损耗，降低传输信号的不完整性，推向市场后，取得较好的效果，已应用于三星、华为、OPPO、VIVO、小米等品牌的终端产品，并可应用于 5G 等新兴领域。

公司的导电胶膜主要有 TCF4000 及 TCF8000 两大系列。公司的极薄挠性覆铜板的采用涂布工艺与溅镀工艺相结合的方法，实现高剥离强度的极薄两层挠性覆铜板 (2L-FCCL)。在 PI 膜表面涂布自主研发的热塑性聚酰亚胺树脂 (TPI)，固化之后，在其表面溅射金属层，然后电镀/解加厚，此方法铜的厚度可达到 $9\mu\text{m}$ 以下，且剥离强度高达 $9\text{N}/\text{cm}$ 以上。公司利用自主研发或改进的精密涂布设备、真空溅射设备、卷状电沉积设备和相关工艺技术以及配方，且具有较高的性价比。

超薄铜箔可满足 PCB 的细线化、高密度化、薄层化的要求，同时可适应 PCB 高可靠性的要求，实现高频信号传输；既可作为锂离子电池负极材料的载体，也可作为负极电子收集与传输体，表面光滑、厚度均匀、耐腐蚀性强，具有良好的导电性。

图 20：方邦股份主要产品及应用



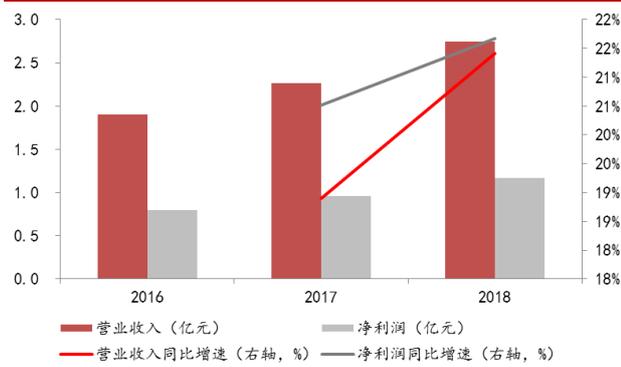
资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 公司财务表现

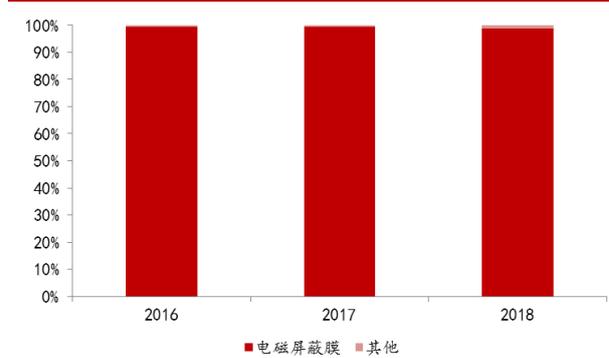
公司营业收入全部来源于主营业务收入，主营业务突出。公司主营业务收入包括电磁屏蔽膜、导电胶膜和极薄挠性覆铜板等产品的销售收入。2016年、2017年和2018年，公司主营业务收入分别为19,028.26万元、22,625.45万元和27,470.74万元。公司主要产品为电磁屏蔽膜，占主营业务收入比重均保持在98%以上。公司依靠核心技术实现批量化生产销售的产品为电磁屏蔽膜，电磁屏蔽膜主要有HSF-6000系列产品和HSF-USB3系列产品，其产生的收入为公司主营业务收入，其他收入主要为导电胶膜、覆铜板销售收入和公司子公司惟实电子离子膜销售收入。

图 21：方邦股份营业收入与利润变化



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

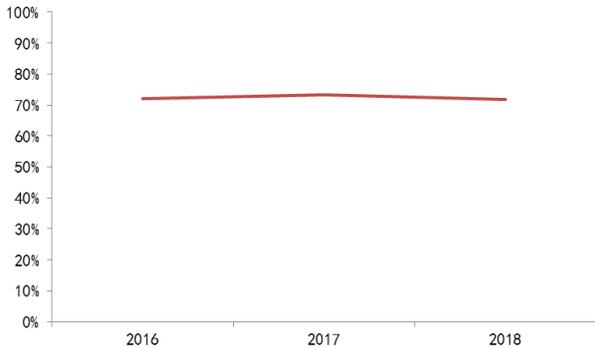
图 22：方邦股份主营业务收入构成及变化



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

公司毛利的主要来源为电磁屏蔽膜的销售，与主营业务收入的结构一致。随着下游需求的增长，公司电磁屏蔽膜收入逐年增长，毛利相应增加。2012年开发成功电磁屏蔽膜并生产、销售，打破日本厂商的垄断，目前已成为市场占有率位居世界前列的电磁屏蔽膜生产企业。2016年、2017年和2018年，公司电磁屏蔽膜销量为237.29万平方米、292.19万平方米和364.50万平方米，业务规模位于行业前列。公司的产品已应用于三星、华为、OPPO、VIVO、小米等众多知名品牌，积累了旗胜、BH CO., LTD、Young Poong Group、弘信电子、景旺电子、三德冠、上达电子等国内外知名FPC客户资源。公司毛利率较高主要基于其在电磁屏蔽膜细分市场领先地位带来的超额盈利溢价。

图 23：方邦股份整体毛利率情况



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

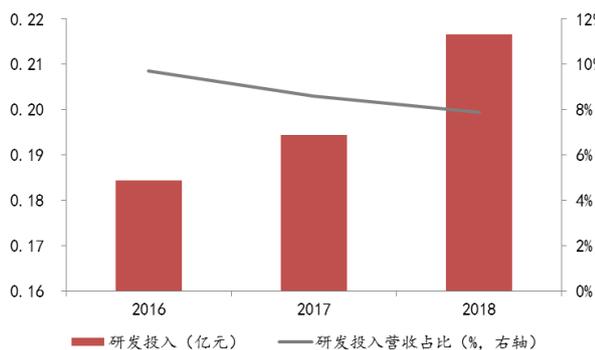
图 24：方邦股份各个业务毛利率情况



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

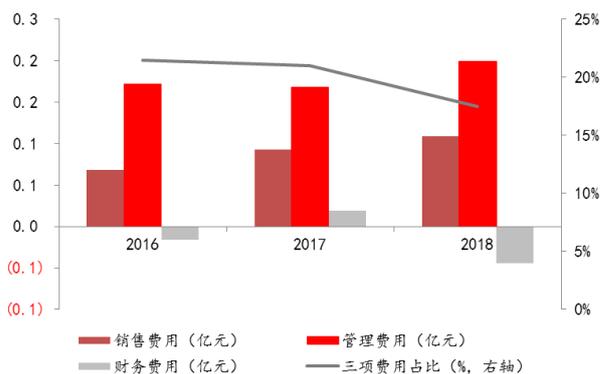
公司研发费用主要由职工薪酬、材料费用和租赁物管水电费等构成。2016年至2018年，公司研发费用分别为1,843.70万元、1,943.97万元和2,165.78万元，逐年增长，主要是公司研发投入逐年增加。公司期间费用合计占营业收入的比重分别为21.50%、20.98%和17.50%。公司下游客户主要是FPC厂商，终端用户为华为、小米等品牌厂商，拓展客户及持续获得订单的关键，在于产品的品质能否获得终端厂商的认可，并稳定在较高的技术水平，因此维系客户关系的营销成本相对较低，无需大量的营销投入。公司产品与下游客户的关系趋于成熟，所以销售费用占营业收入的比例相对较低。公司高度重视研发工作，在研发方面保持较高投入水平，目前暂不存在研发费用资本化的情况。

图 25：方邦股份近三年研发投入及营收占比



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

图 26：方邦股份三大费用变化情况



资料来源：方邦股份招股说明书，川财证券研究所

3. 拟募资金额及项目情况

方邦股份本次公开发行新股不超过0.2亿股，发行价格为53.88元/股，发行本报告由川财证券有限责任公司编制 敬请参阅尾页的重要声明

市盈率为 38.51 倍，行业市盈率 31.20 倍，预计募资 10.78 亿元，实际募资亿元，发行费用为 0.99 亿元，募集资金净额 9.79 亿元，网上发行中签率为 0.0469%。募集资金拟投资项目为：挠性覆铜板生产基地建设项目、屏蔽膜生产基地建设项目、研发中心建设项目、补充营运资金项目。

表格 8. 方邦股份募集资金拟投资项目投入计划（亿元）

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	挠性覆铜板生产基地建设项目	6.11	5.97
2	屏蔽膜生产基地建设项目	1.50	1.43
3	研发中心建设项目	2.23	2.18
4	补充营运资金项目	1.00	1.00
合计		10.84	10.58

资料来源：公司公告，川财证券研究所

4. 方邦股份 A 股对标公司

方邦股份主营业务为高端电子材料的研发、生产及销售，根据中国证监会颁布的《上市公司行业分类指引》，属于“C39 计算机、通信和其他电子设备制造业”。公司从事电磁屏蔽膜、导电胶膜、极薄挠性覆铜板及超薄铜箔等高端电子材料的研发、设计、生产、销售及技术服务，在同行业中无可比公司。乐凯新材电磁屏蔽膜销量普遍规模较小，可以作为参考。

保定乐凯新材料股份有限公司主要产品包括信息防伪材料和电子功能材料两大业务板块，其中信息防伪材料包括热敏磁票、磁条等产品，电子功能材料包括 FPC 用电磁波防护膜、压力测试膜等产品。2016 年、2017 年及 2018 年的收入分别为 26,144.06 万元、25,823.31 万元和 26,445.96 万元，其中 2018 年电子功能材料销售收入为 684.67 万元。

表格 9. 方邦科技 A 股对标公司

证券代码	股票简称	股价（元）	总市值（亿元）	市净率（MRQ）	市销率（TTM）	每股收益（元）			市盈率（倍）		
						2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
300446.SZ	乐凯新材	22.48	27.61	4.26	10.34	1.09	1.70	2.25	20.70	13.19	9.99

资料来源：wind，川财证券研究所；数据截止 2019.07.15

风险提示

宏观经济增长不及预期

行业竞争加剧

市场监管及政策风险

分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004