

迅安科技 (834950.BJ)
电焊防护面罩龙头企业，系列化新品打造第二增长曲线

2023年08月01日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2023/7/31
当前股价(元)	11.30
一年最高最低(元)	13.98/10.30
总市值(亿元)	5.31
流通市值(亿元)	1.36
总股本(亿股)	0.47
流通股本(亿股)	0.12
近3个月换手率(%)	26.85

● 电焊防护面罩龙头企业，系列化产品上市新创增长空间可期

迅安科技是国内电焊防护面罩龙头企业，拥有防护面罩及配件（87%）、呼吸器及配件（13%）两大业务板块。客户为一些国际知名企业。2022年实现营收1.81亿元、归母净利润4111万元，毛利率、净利率分别为38.37%及22.68%。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.49/0.58/0.69亿元，对应EPS分别为1.05/1.23/1.47元/股，对应当前股价PE分别为10.5/9.0/7.5X，可比公司PE(2023E)均值29.8X，我们看好系列化产品放量潜力，以及面罩类、呼吸器类产品扩产稳步增长，首次覆盖给予“增持”评级。

● 用户体验及产品细节处深度竞争，产品性能、盈利能力为行业内较高水平

竞争力：自动变光电焊防护面罩在关键性能指标方面与全球市场主要参与者3M较为接近，达到较高水平。现阶段产品竞争已向产品细节、用户体验等方面发展。**市场地位：**根据Orbis Research数据测算，2021年全球市占率为7.12%，为国内最高，并随着销售收入的增长，市场占有率逐渐扩大。**同业对比：**与国内最可比公司吉星吉达、威和光电相比，迅安科技营收规模、盈利能力及成长性均处领先地位。**募投：**拟新增年产120万只电焊防护面罩及8万套电动送风过滤式呼吸器，并引进MES系统、WMS仓库管理系统，实现制造生产过程智能管理。

● 欧美现为焊工护具最大市场，国家立法助力国内需求增长

空间：根据Orbis Research数据显示，预计到2025年全球电焊防护面罩市场规模增长至约8.32亿美元，主要集中在北美、欧洲和亚太地区，其中2020年北美市场占全球市场的37.75%，欧洲市场占29.30%。普通防护面罩和自动变光电焊防护面罩，目前市场占比分别约为57%和43%。**需求：**中国电焊机行业销售规模由2017年的125亿元增长至2021年的164亿元，中国焊接材料产量由2016年400万吨增至2022年512万吨，表明焊接产业呈现增长态势。在焊接防护立法方面，自动变光焊接滤光镜和焊接防护具被列为拟发布个体防护装备重点国家标准，为焊接从业人员的个体防护装备配备管理提供执法和监管依据。

● 风险提示：海外市场准入政策变化的风险、关联交易风险、市场竞争风险

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	212	181	206	243	281
YOY(%)	19.9	-14.6	13.7	18.1	15.6
归母净利润(百万元)	57	41	49	58	69
YOY(%)	31.5	-28.2	19.9	16.9	19.7
毛利率(%)	38.6	38.4	38.5	38.7	38.8
净利率(%)	27.0	22.7	23.9	23.7	24.5
ROE(%)	63.8	17.1	18.8	20.5	21.9
EPS(摊薄/元)	1.22	0.87	1.05	1.23	1.47
P/E(倍)	9.0	12.6	10.5	9.0	7.5
P/B(倍)	5.8	2.1	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

北交所研究团队

目 录

1、我国电焊防护面罩龙头公司，产品迭代频创盈利增长空间.....	4
1.1、看点一：电焊面罩扩产提供基本盘，呼吸器提供增长空间.....	4
1.2、看点二：产品性能达业内高水平，于用户体验及产品细节深化竞争.....	5
1.3、看点三：国内电焊防护面罩龙头公司，盈利能力行业领先.....	6
2、专注电焊防护面罩及过滤式呼吸器，打造第二增长曲线.....	8
2.1、业务：防护面罩及配件构建收入基本盘，营收占比 85%以上.....	8
2.2、商业模式：外销占比营收九成左右，客户集中度较高.....	10
2.3、财务：2023Q1 营收 0.51 亿元（+14%）、归母净利润 1026 万元（+50%）.....	11
3、欧美现为焊工护具最大市场，国家立法助力国内需求增长.....	13
3.1、电焊防护面罩行业：焊接防护护具被列为国家重点标准或创新增量.....	13
3.1.1、市场：欧美国家为全球主要市场，预计 2025 年市场规模为 8.32 亿美元.....	14
3.1.2、需求：下游行业增速回归+职业安全意识愈被重视奠定需求增长基础.....	15
3.2、电动送风过滤式呼吸器行业：高危空气环境+立法共促需求稳增.....	17
3.2.1、市场：2025 年全球规模预计为 26.99 亿美元，欧美占全球七成份额.....	17
3.2.2、需求：高危空气创造呼吸器刚需，全球加速立法及落地或创需求增量.....	18
4、盈利预测与投资建议.....	20
5、风险提示.....	20
附：财务预测摘要.....	21

图表目录

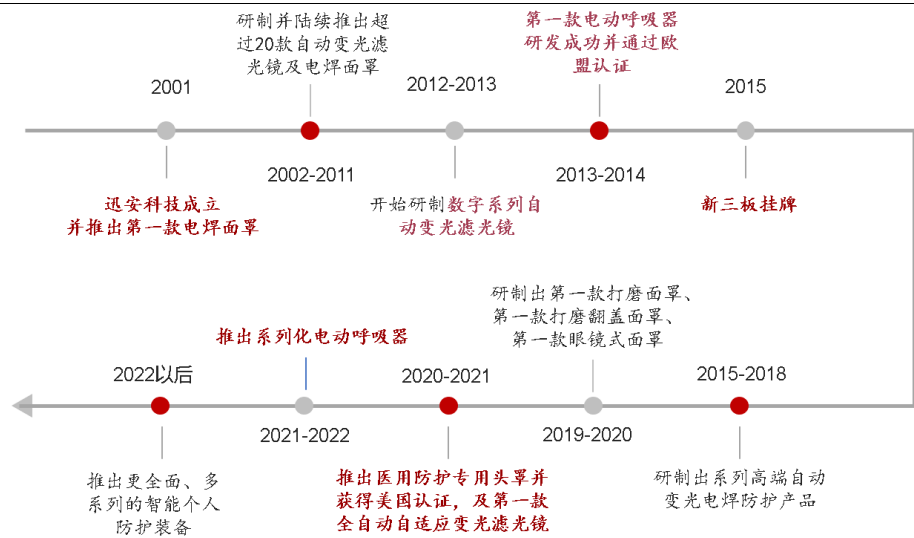
图 1：迅安科技专注推出更全面、多系列的智能个人防护用品.....	4
图 2：迅安科技营收规模处于同业最高（亿元）.....	7
图 3：迅安科技毛利率始终维持在 40%左右，盈利能力为三家最高（%）.....	7
图 4：迅安科技营收、归母净利润 3 年 CAGR 分别为 12.69%/20.39%（%）.....	7
图 5：2022 年面罩及配件实现营收 1.57 亿元.....	9
图 6：面罩及配件为收入主要来源，营收占比 85%以上.....	9
图 7：2022 年面罩及配件贡献毛利 5624.87 万元.....	10
图 8：面罩及配件贡献毛利八成左右.....	10
图 9：系列化电焊面罩稳定增长，打造多场景呼吸器第二增长曲线.....	11
图 10：2023Q1 实现营收 0.51 亿元（+14.05%）.....	11
图 11：2023Q1 实现归母净利润 1025.61 万元（+49.99%）.....	11
图 12：2023Q1 年公司综合毛利率达 40.36%.....	12
图 13：面罩及配件毛利率保持平稳态势.....	12
图 14：2023Q1 公司期间费用率为 14.60%.....	12
图 15：2023Q1 公司净利率为 20.05%.....	12
图 16：迅安科技主要业务属于眼面护具类及呼吸护具类.....	13
图 17：电焊防护面罩行业上游主要为液晶片等行业，下游主要为人工焊接应用领域.....	14
图 18：2025 年全球电焊防护面罩市场预计为 8.32 亿美元.....	14
图 19：自动变光电焊防护面罩市场占比约为 43%.....	14
图 20：电焊防护面罩市场主要集中在北美、欧洲和亚太地区.....	15
图 21：预计 2025 年中国电焊防护面罩市场规模达到 7944 万美元.....	15

图 22: 2021 年中国电焊机行业销售规模为 164 亿元.....	16
图 23: 2022 年中国焊接材料产量为 512 万吨.....	16
图 24: 电动送风过滤式呼吸器下游涵盖工业及医疗健康等领域.....	17
图 25: 全球电动送风过滤式呼吸器市场规模预计稳增.....	18
图 26: 北美、欧洲为主要市场.....	18
图 27: 2025 年中国电动送风过滤式呼吸器市场规模预计达 3.00 亿美元.....	18
表 1: 投入募集资金用于产能扩张及研发中心建设.....	4
表 2: 迅安科技电焊防护面罩与 3M 厂商接近.....	5
表 3: 呼吸器产品关键指标达到同业较高水平.....	6
表 4: 迅安科技三类自动变光电焊防护面罩产品技术先进.....	8
表 5: 呼吸器系统产品可应用于电焊、打磨、个人防护等场景.....	9
表 6: 产能利用率持续达到饱和, 扩产需求较强.....	10
表 7: 可比公司 PE (2023E) 均值 29.8X.....	20

1、我国电焊防护面罩龙头公司，产品迭代频创盈利增长空间

迅安科技成立于2001年，是专注研发、生产和销售系列化智能个人防护装备的高新技术企业。主要产品为全系列自动变光电焊防护面罩，多场景电动送风过滤式呼吸器，产品广泛应用于机械制造、金属加工、汽车、建筑、航空航天、船舶、维修、采矿、个人防护等行业。自2012年起连续获得高新技术企业认定，被评为江苏省焊接防护装备工程技术研究中心、江苏省省级企业技术中心、2022年度江苏省“专精特新”中小企业等。采用与欧美认证实验室同步的检测设备，产品通过CE、ANSI、NIOSH、UKCA等多国产品认证，远销欧美多个国家和地区。

图1：迅安科技专注推出更全面、多系列的智能个人防护用品



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

1.1、看点一：电焊面罩扩产提供基本盘，呼吸器提供增长空间

迅安科技募集资金，主要是购置土地新建扩产项目，建设实施期为两年，目前在有序推进中。该项目通过购置自动化产品生产线，引进MES系统、WMS仓库管理系统，实现对主营产品的制造生产过程智能管理，能够有效提高智能制造水平及品质检测管理水平。最终投产后，自动变光电焊防护面罩、电动送风过滤式呼吸器生产能力将得到有效提升，并改善研发环境和实验条件，加速产品研发效率，提升整体研发水平，有利于加速市场布局，巩固和完善行业地位。

表1：投入募集资金用于产能扩张及研发中心建设

序号	项目名称	计划投资总额(万元)	拟投入募集资金额(万元)
1	年产120万只电焊防护面罩及8万套电动送风过滤式呼吸器建设项目	23465.99	20465.99
2	研发中心项目	6049.52	5049.52
3	补充流动资金	2000.00	2000.00
	小计	31515.51	27515.51

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

年产120万只电焊防护面罩及8万套电动送风过滤式呼吸器建设项目将通过购置自动化产品生产线，引进MES系统、WMS仓库管理系统，实现对主营产品的制造生产过程智能管理，能够有效提高智能制造水平及品质检测管理水平，未来将为

公司业绩平稳增长提供有力支撑。

产品更新迭代速度快带动收入上涨。自动变光电焊防护面罩的新品迭代主要包括两种形式，分别是迅安科技根据市场调研情况自主研发新品进行产品升级，以及定制类的产品根据客户的需求进行新品研发，从而满足定制类客户的产品迭代需求。

自研新品中，较为代表性的为于 2019 年推出的新品电焊面罩系列，该系列产品可适配更大视窗面积的芯盒，并在数字式控制界面、记忆存储系统等方面进行了产品升级，该系列产品在 2021 年实现较大规模销售，带动自动变光电焊防护面罩产品收入整体上涨。



在客户定制产品的新品迭代方面，迅安科技根据定制客户的需求每年对原有自动变光电焊防护面罩进行研发升级，如在 2019 年新推出的系列产品，在 2020 年度实现了较大规模销售。因该款产品能够更好的满足定制客户的需求，2021 年度销量继续保持较大幅上涨。在对原系列产品完成新品迭代的同时又带动对该定制客户的整体销售上涨。2023 年迭代的产品依然保持销售上涨的趋势。

系列化设计的空气过滤式呼吸器的研发项目目前部分已完成，适用多场景的呼吸器带来新一轮业绩提升。这些研发项目的呼吸器追求系列化、智能化和便于穿戴，基于电动主动式过滤技术来提升呼吸质量，可满足更多功能工作场合的防护需求，可自动识别不同性质的空气滤芯并自动调整主机工作模式，同时实现检测、显示滤芯使用状态并及时告警。

1.2、看点二：产品性能达业内高水平，于用户体验及产品细节深化竞争

迅安科技的高端款自动变光电焊防护面罩在关键性能指标方面与全球市场主要参与者 3M 较为接近。全球电焊防护面罩行业发展的竞争格局，主要体现在综合实力靠前的主要厂商在产品**关键技术指标、产品细节、用户体验**等方面的竞争。

表2：迅安科技电焊防护面罩与 3M 厂商接近

品牌/厂商	迅安科技	3M
产品型号	AS-6000F	3M 9100XXi
图片		
响应时间	0.04ms	0.1ms
视窗尺寸	100×83.4mm	72×107mm
暗度等级	5~9/9~13 双段调节	5、8、9-13
暗态延时	0.1~0.9s	0.04-0.25s
电池更换功能	可更换	/
光学等级	1/1/1/1	/
续航时间	5000 小时	/
零售价	RMB705.00	USD591.76

数据来源：问询回复函、开源证券研究所

迅安科技的电动送风过滤式呼吸器与主要竞争对手同类产品的对比，在过滤比率方面均达到了较高的水平；在出风量方面，不仅具有恒定风量的特点，也能根据使用者的需要调节三档出风量给使用者更多选择；此外，在警报方式、警报场景方面，也设置了更多的方式和场景。

表3：呼吸器产品关键指标达到同业较高水平

品牌/厂商	迅安科技	3M
产品型号	迅安 P1004	3 M 36 - 1101 - 20sw
图片		
搭配面罩类型	自动变光电焊防护面罩	自动变光电焊防护面罩
过滤比率	99.996%	/
警报方式	液晶显示、震动、灯显示、声音报警	声音和视觉报警
警报场景	电量低、滤芯堵、低风量、电池温度高	低气流和低电量
出风量	一档 170 升/分钟 二档 200 升/分钟 三档 230 升/分钟	205 升/分钟
是否恒定风量	是	是
工作噪声	最大 73 分贝	/
工作时间	一档大于等于 10 小时 二档大于等于 8 小时 三档大于等于 6 小时	8-10 小时
电池寿命	大于 500 次充放	/
适用环境温度	-5°C~55°C	/
产品重量	1370 克（含电池）	/
充电时间	3.5 小时	3 小时 80% 6.5 小时 100%
零售价	RMB3680.00	USD2950.00

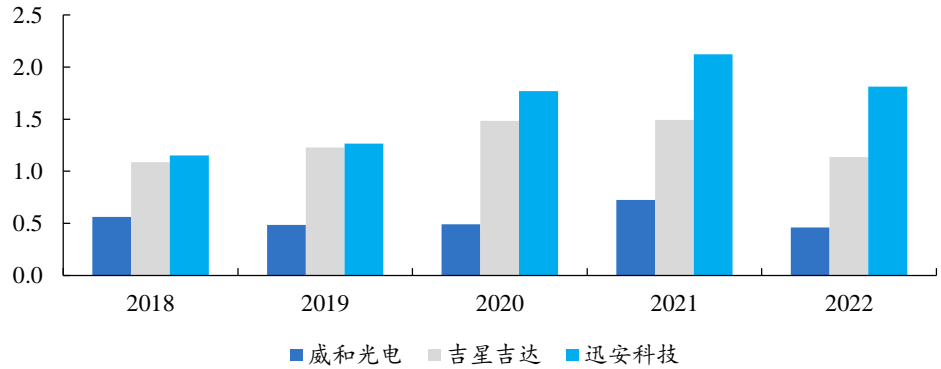
数据来源：问询回复、开源证券研究所

迅安科技高度重视产品细节和用户体验，根据客户反馈和市场调研，持续对产品细节进行创新性改进，并通过**新增智能性功能**提高使用者的用户体验。比如睡眠模式、蓝牙控制、高亮态与高暗态模式、色号渐变等。

1.3、看点三：国内电焊防护面罩龙头公司，盈利能力行业领先

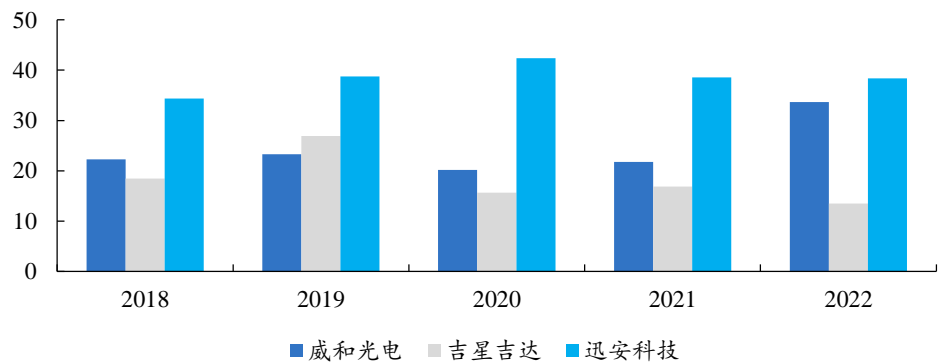
国内可比公司较少，选取业务最对标的公司**吉星吉达**和**威和光电**为可比公司。

同业规模对比：营收规模对比而言，迅安科技相比吉星吉达和威和光电规模较大，处于 2 亿元左右；三家公司 2022 年分别营收 1.81 亿元、1.14 亿元、0.46 亿元，位列同业第一，发展前景可观。

图2：迅安科技营收规模处于同业最高（亿元）


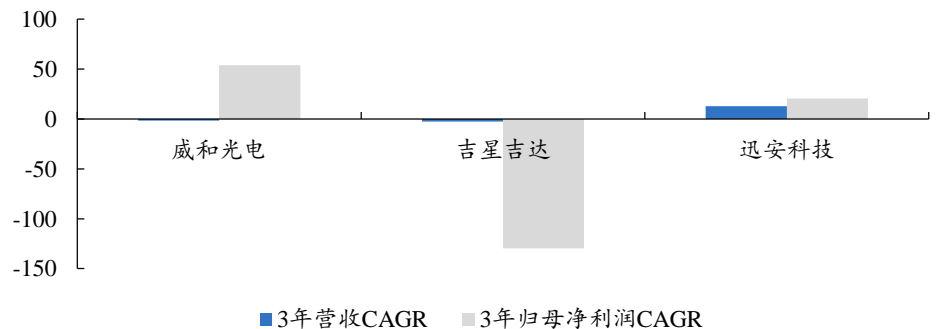
数据来源：Wind、开源证券研究所

同业盈利能力对比：迅安科技毛利率为三家最高，盈利能力较强，2018-2022年毛利率为 34.35%/38.79%/42.37%/38.60%/38.37%，自呼吸器产品开始销售以来，毛利率基本维持在 40%左右，反映出较高生产效率带来的较强成本控制能力。

图3：迅安科技毛利率始终维持在 40%左右，盈利能力为三家最高（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

同业成长性对比：从 2019-2022 年的 3 年营收、归母净利润复合增速来看，迅安科技以 CAGR 12.69%/20.39%领先于一众可比公司，威和光电归母净利润增速高原因为基数过小，吉星吉达两个指标均为负值。

图4：迅安科技营收、归母净利润 3 年 CAGR 分别为 12.69%/20.39%（%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、专注电焊防护面罩及过滤式呼吸器，打造第二增长曲线

2.1、业务：防护面罩及配件构建收入基本盘，营收占比 85% 以上

迅安科技产品包括全系列自动变光电焊防护面罩、多场景电动送风过滤式呼吸器等智能个人防护装备。

相对于传统的黑玻璃焊接滤光片面罩而言，自动变光焊接滤光镜采用光学镀膜技术，对紫外线红外线等过滤效果可达到较高等级，可以较为大幅降低电弧光中的有害射线对眼睛的伤害，可实现滤光镜焊接起弧瞬间变暗，方便焊接工人精确定位焊点，避免盲焊；并在焊接过程中根据弧光强弱等在一定范围内自动调节暗度，方便焊接工人轻松观察熔池；焊接完成后无需将面屏掀起放下，可同时进行打磨操作，为焊接工人提供焊接全过程防护。

迅安科技自动变光电焊防护面罩产品技术先进，性能稳定可靠，佩戴舒适，产品通过欧盟 CE、美国 ANSI、加拿大 CSA、澳洲 AS/NZS、英国 UKCA 认证等产品标准认证，客户覆盖了全球多个国家和地区，产品得到客户普遍认可。

表4：迅安科技三类自动变光电焊防护面罩产品技术先进




产品名称	产品简介	用途	示意图
自动变光电焊防护面罩	<ol style="list-style-type: none"> 1、自动变光，遇弧光变暗，弧光熄灭自动变亮； 2、暗度可调节，暗度可实现多档位调节； 3、响应时间符合欧盟及美国标准要求； 4、优质光学组件，光学指标满足欧盟标准要求； 5、滤光镜具有永久的紫外和红外过滤功能； 6、帽壳采用特种尼龙材质，可承受高温不变形，并可满足高速及高质量冲击要求； 7、人体工程学设计，佩戴舒适，长时间使用不疲劳。 	主要应用于焊接及相关作业过程中眼面部的防护。	
打磨面罩	<ol style="list-style-type: none"> 1、兼容性设计，可与隔音耳罩，防尘口罩，安全帽等其他防护用品组合使用； 2、视野清晰，宽广，透光率高达 90% 以上； 3、轻量化设计，佩戴舒适。 	主要应用于打磨抛光等相关作业过程中眼面部的防护。	
普通电焊防护面罩	<ol style="list-style-type: none"> 1、使用不同色号焊接滤光片； 2、面罩可快速向上掀起，便于焊接前后观察； 3、轻量化设计，佩戴舒适。 	主要应用于焊接及相关作业过程中眼面部的防护。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

电动送风过滤式呼吸器可与自动变光焊接面罩配合使用，提供眼面、呼吸综合防护，特别适用狭小、封闭和半封闭的工作场所和粉尘、烟雾、气溶胶、有害气体浓度较高的工作环境。它通过电机送风系统将周围的空气吸入机器内，由滤芯将污

染空气净化，把净化后的空气送入面罩内，供使用者呼吸。由于电机提供大流量的空气，维持面罩内正压，避免操作人员吸入外界污染空气，改善了操作人员的作业条件和作业环境。迅安科技电动送风过滤式呼吸器产品已通过欧盟 CE、美国 NIOSH 认证等，产品质量受到国际认可。

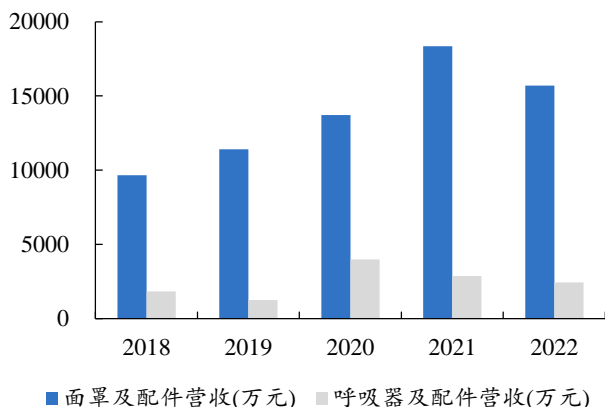
表5: 呼吸器系统产品可应用于电焊、打磨、个人防护等场景

产品名称	产品简介	用途	示意图
电动送风电焊防护面罩及呼吸器系统	1、3 档风量调节；	暗度可调节，暗度可实现多档位调节，适合多种焊接作业过程的眼面部及呼吸防护，防止强光及粉尘颗粒、烟尘、有害气体等对劳动者健康的伤害。	
电动送风个人防护面罩及呼吸器系统	2、自主研发的控制系统，确保风量稳定输出； 3、低电量，滤芯堵塞，电池温度过高等报警功能； 4、整机过滤效率在 99.97% 以上； 5、可持续运行超过 10h； 6、产品符合欧盟及美国标准要求	视野清晰，宽广，透光率高达 90% 以上，可应用于粉尘、烟雾、喷漆、个人防护其他相关作业过程的呼吸防护，过滤粉尘、有害气体等。	
电动送风打磨面罩及呼吸器系统		满足高质量和高速冲击，应用于打磨抛光相关作业过程的呼吸防护，过滤多种有害粉尘和颗粒物。	

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

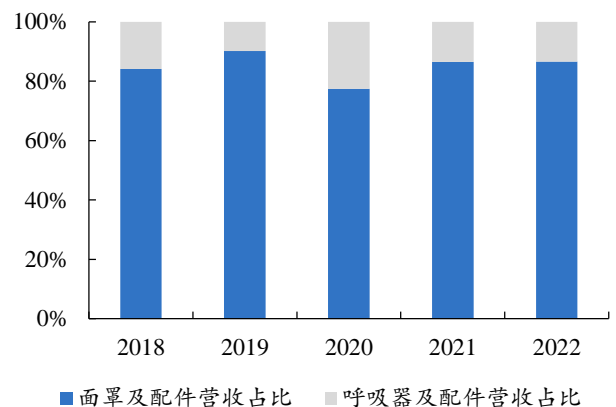
收入端：面罩及配件、呼吸器及配件两大业务板块的收入整体呈现增长态势，2022 年分别创收 1.57 亿元及 0.24 亿元。受益于境外个人防护用品需求上升，2019-2021 年迅安科技两大业务收入保持同步增长，占比基本维持在 85%:15% 左右，2022 年两块业务呈同比例收缩趋势，主要原因为境外通货膨胀较严重，政府优惠政策减少导致订单递延。

图5: 2022 年面罩及配件实现营收 1.57 亿元



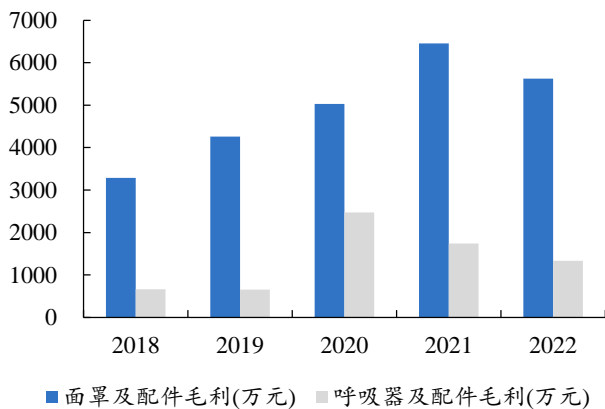
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6: 面罩及配件为收入主要来源，营收占比 85% 以上

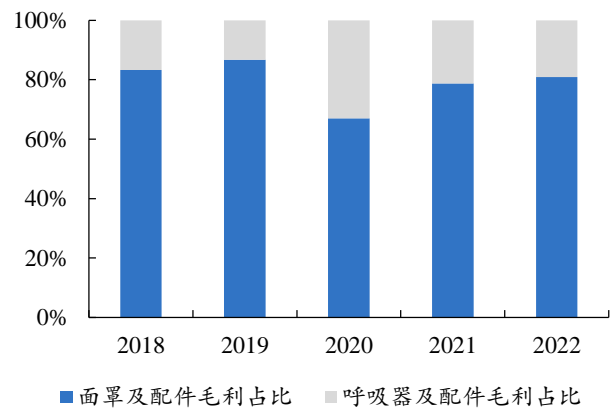


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利端：面罩及配件为毛利主要贡献项，贡献毛利占比维持 80% 左右。2022 年面罩及配件、呼吸器及配件分别贡献毛利 5624.87 万元及 1329.17 万元，毛利贡献占比分别为 80.89% 及 19.11%。

图7：2022 年面罩及配件贡献毛利 5624.87 万元


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：面罩及配件贡献毛利八成左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

产能端：产能利用率持续达到饱和，扩产需求较强。目前迅安科技生产环节主要为组装、测试、调试、包装等工序，在现有生产场所大小等条件制约下，人力为重要生产要素之一，因而以人力投入(采用生产工时作为度量指标)衡量生产能力利用情况。2019-2021 产能利用率已达 114%以上，2022H1 为 109.75%，产能利用率较高。

表6：产能利用率持续达到饱和，扩产需求较强

项目	2019 年度	2020 年度	2021 年度	2022 年 1-6 月
理论工时	206775.28	220754.96	292761.04	119522.40
实际工时	235973.28	271626.24	352260.08	131175.36
产能利用率(实际工时/理论工时)	114.12%	123.04%	120.32%	109.75%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

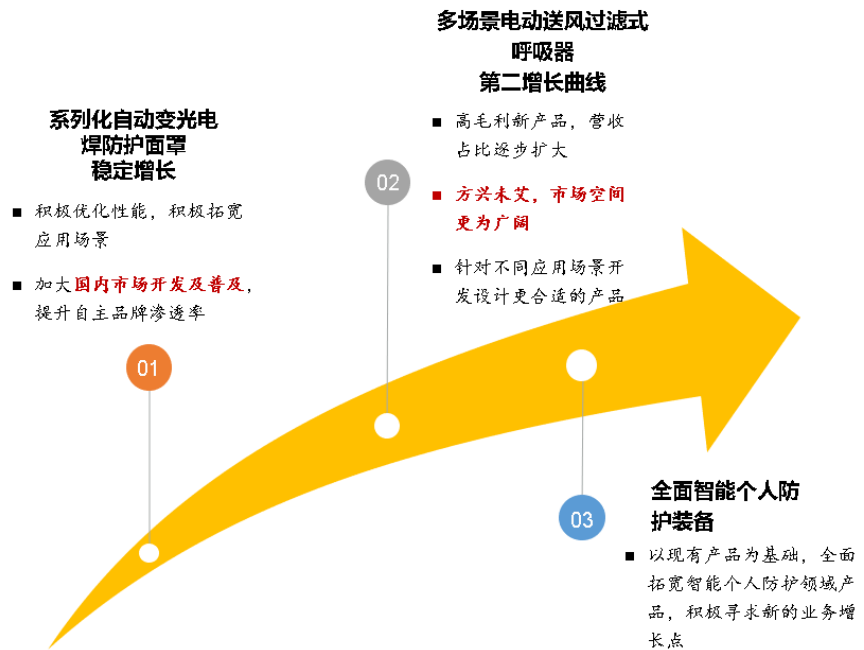
2.2、商业模式：外销占比营收九成左右，客户集中度较高

采购&生产模式：主要采用“以销定产、以产定购、适当备货”的模式，主要原材料为液晶光阀、帽壳、集成电路、电容电阻、PC 板、光敏二极管、线路板等。业务流程包括自行生产和外协加工相结合的方式，其中外协加工工序主要包括帽壳喷漆、贴花和印制电路板的贴片焊接（SMT），自行生产工序主要包括组装、测试、调试、包装，生产过程中品管部对产品质量进行检验。

销售模式：目前以 ODM 方式销往欧美为主，并在积极布局和推进国内市场的拓展工作。市场销售部负责营销和市场推广，产品销往欧美等发达国家，并同步开发自有品牌。近年来随着国内保护意识的加强，迅安科技制定了线下与线上并重的销售模式。线下方面，主要将产品销售至贸易商和零售商等客户；线上方面，自 2021 年开始，通过电商平台开设网店的方式对自有品牌进行推广，目前规模在不断扩大。

研发模式：采取自主创新的研发模式，研发内容主要围绕电焊防护面罩和电动送风过滤式呼吸器两大类产品。主要的研发内容包括三个方面：电焊防护面罩的造型工业设计、材料结构设计、佩戴人机工程设计等；自动变光电焊滤光镜的工作性能指标设定、外观结构设计、电子电路设计、嵌入式软件设计编写、光学组件设计等；电动送风过滤式呼吸器的造型工业设计、材料结构设计、佩戴人机工程设计、蜗壳气路设计、电机风机设计、驱动控制电路设计、嵌入式软件设计编写等。

图9：系列化电焊面罩稳定增长，打造多场景呼吸器第二增长曲线



资料来源：公司招股书、开源证券研究所

2.3、财务:2023Q1 营收 0.51 亿元(+14%)、归母净利润 1026 万元(+50%)

营收及净利润3年CAGR分别为12.69%、20.39%，2023Q1业绩处于历史高位。2022年实现营收1.81亿元(-14.63%)、归母净利润4111.02万元(-28.21%)，业绩下滑的主要原因为2022年境外通货膨胀较为严重，政府优惠政策减少导致订单延缓。2023Q1实现营收0.51亿元(+14.05%)、归母净利润1025.61万元(+49.99%)，业绩恢复增长并处于历史高位。

图10：2023Q1 实现营收 0.51 亿元 (+14.05%)

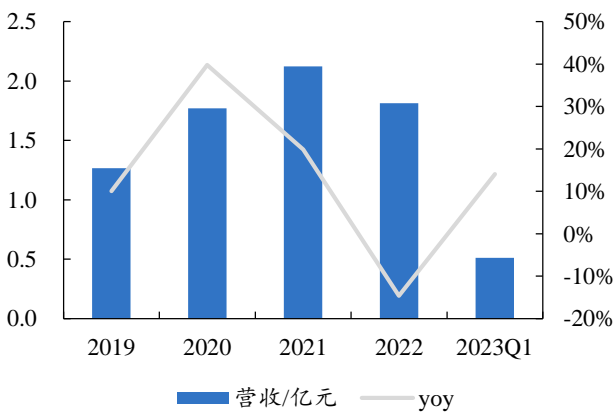
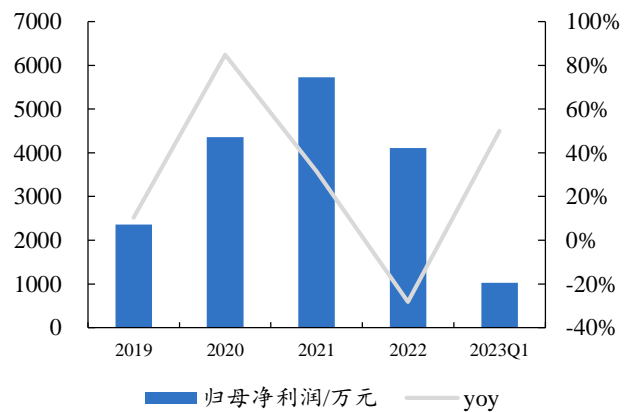


图11：2023Q1 实现归母净利润 1025.61 万元 (+49.99%)



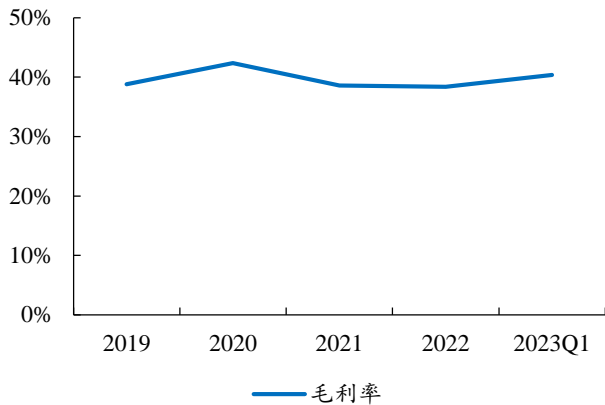
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

近年综合毛利率保持平稳态势，2023Q1 增势良好。面罩及配件毛利率：2019-2022年，面罩及配件毛利率维持在30%以上，较为稳定无明显波动变化。呼吸器及配件毛利率：2020年呼吸器及配件毛利率提升至60%左右，主要为新品电动送风个人防护面罩及呼吸器系统实现销售且毛利率增加所致，2021-2022年综合毛利率下滑原因为产品结构变化，即电动送风个人防护面罩及呼吸系统销量有所降低，引起其毛利

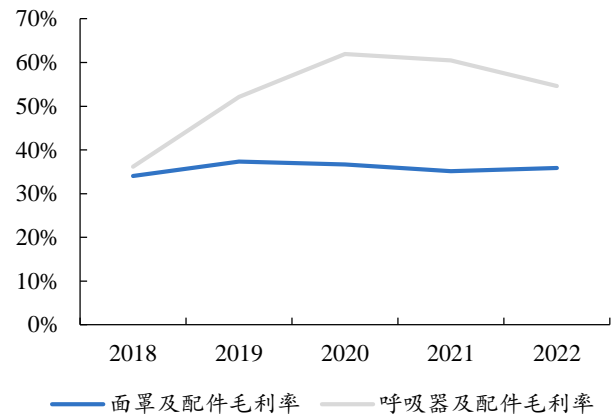
率降低和销售占比的减少。

图12: 2023Q1 年公司综合毛利率达 40.36%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 面罩及配件毛利率保持平稳态势

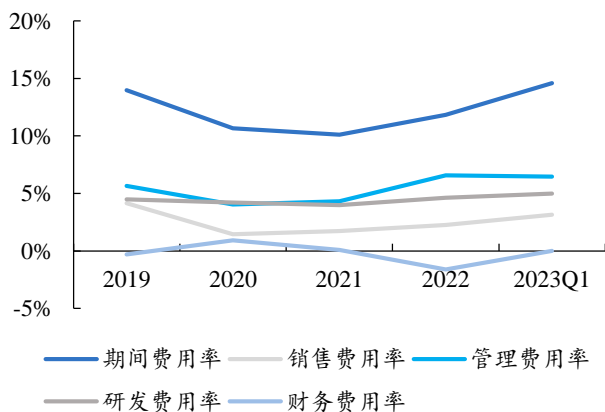


数据来源: Wind、开源证券研究所

2023Q1 期间费用率增至 14.60%，研发费用率保持 4%及以上水平。期间费用率 2021-2023Q1 分别为 10.12%、11.85%及 14.60%，总体保持小幅增加趋势；研发费用率分别为 3.99%、4.63%及 5.00%。

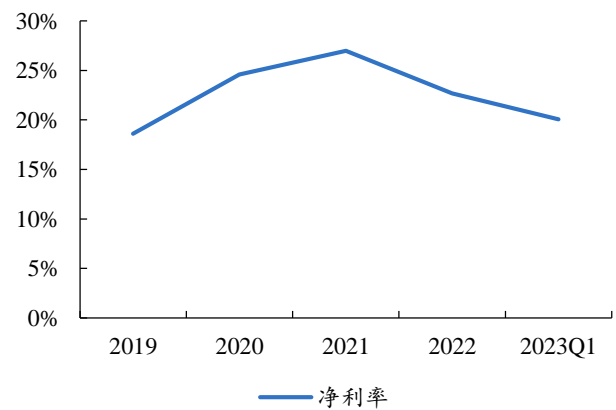
净利率水平较为波动，2023Q1 为 20.05%。受毛利率及期间费用率的综合影响，净利率呈现先增后减趋势，2021 年达到高点 26.97%。

图14: 2023Q1 公司期间费用率为 14.60%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2023Q1 公司净利率为 20.05%



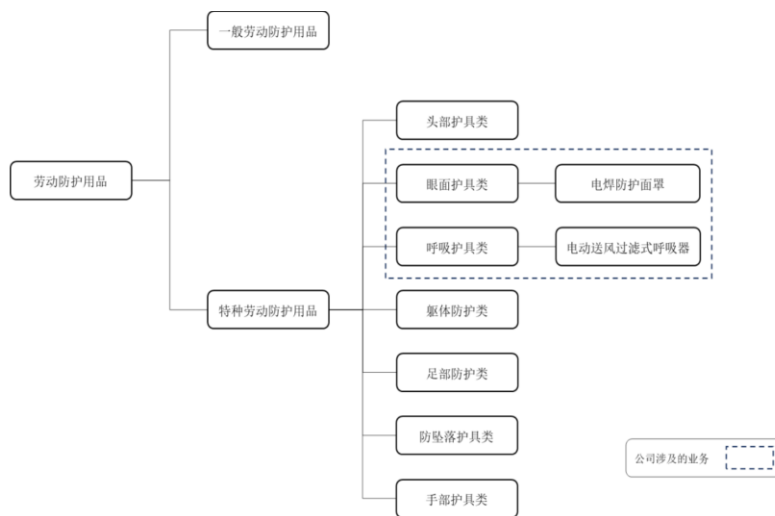
数据来源: Wind、开源证券研究所

3、欧美现为焊工护具最大市场，国家立法助力国内需求增长

劳动防护用品，又称个体防护装备，指从业人员在劳动生产过程中为防御物理、化学、生物等外界因素受到职业伤害所穿戴、配备和使用的防护品，对于保护劳动者在生产作业过程中免遭或减轻事故和职业危害起着重要的作用。

劳动防护用品可以分为一般劳动防护用品和特种劳动防护用品。根据特种劳动防护用品安全标志管理中心列出的《特种劳动防护用品目录》，特种劳动用品根据防护部位可划分为头部护具类、呼吸护具类、眼面护具类、躯体防护类、足部防护类、防坠落护具类、手部护具类等七类。迅安科技主营产品电焊防护面罩属于眼（面）护具类，电动送风过滤式呼吸器属于呼吸护具类。

图16：迅安科技主要业务属于眼面护具类及呼吸护具类



资料来源：公司招股书

劳动防护用品的科学正确使用，一方面可以有效保护劳动者在生产生活过程中的人身安全与职业健康，另一方面有助于劳动者提高工作效率。据国家市场监督管理总局表示，当前我国个体防护装备产业规模每年以 15%左右的速度增长，位居全球前列，但在个体防护装备的标准、产品、检测和配备等方面，我国相较于发达国家仍存在较大差距。

目前劳动防护用品行业相关法律法规正在逐步完善，《个体防护装备标准化提升三年专项行动计划（2021—2023 年）》指出将进一步完善个体防护装备标准体系，持续提升重点个体防护装备产品标准水平，个体防护装备国际标准取得重点突破，2022 年已开始实施石油、化工、天然气、冶金等四个行业的个体防护装备配备强制性国家标准，为从业人员的个体防护管理提供配备、执法和监管依据。随着职业教育的逐步规范和宣传力度的加大，从业人员的职业安全意识逐渐提高，对劳动防护的需求不断提高，推动劳动防护用品行业的发展。

3.1、电焊防护面罩行业：焊接防护护具被列为国家重点标准或创新增量

电焊防护面罩行业的上游行业主要有液晶片、滤光片、传感器、电子元器件、太阳能电池/锂电池、塑料件等。下游主要为人工焊接的应用领域，主要包括机械制造、金属加工、汽车、建筑、航空航天、船舶、维修等。

图17：电焊防护面罩行业上游主要为液晶片等行业，下游主要为人工焊接应用领域



资料来源：公司招股书

3.1.1、市场：欧美国家为全球主要市场，预计 2025 年市场规模为 8.32 亿美元

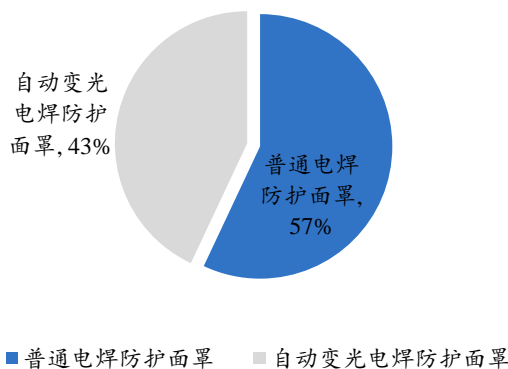
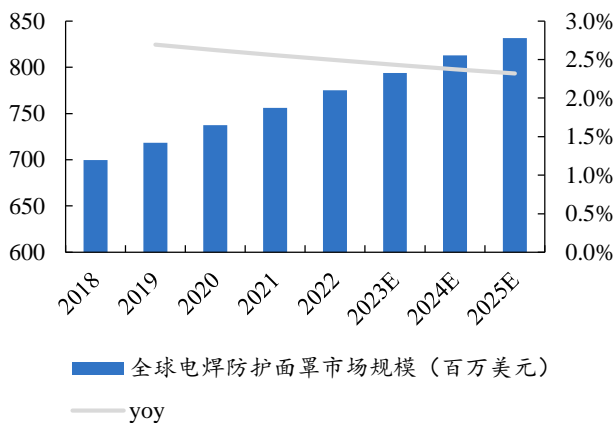
➤ 全球市场

全球电焊防护面罩行业起步较早，发展较为成熟，根据 Orbis Research 数据显示，2020 年全球电焊防护面罩市场规模约达到 7.37 亿美元，预计到 2025 年市场规模增长至约 8.32 亿美元。

电焊防护面罩市场中主要包括普通电焊防护面罩和自动变光电焊防护面罩产品，目前市场占比分别约为 57%和 43%，随着自动变光电焊防护面罩的市场接受度不断提高，需求进一步释放，产业刚性需求较为确定，市场规模或持续增长。

图18：2025 年全球电焊防护面罩市场预计为 8.32 亿美元

图19：自动变光电焊防护面罩市场占比约为 43%

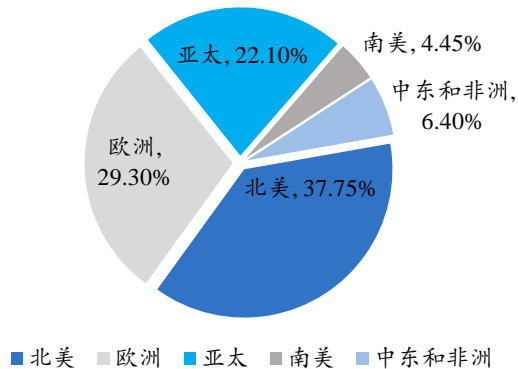


数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

从地区分布方面来看，参考 Orbis Research 数据，电焊防护面罩市场主要集中在北美、欧洲和亚太地区，其中 2020 年北美市场占全球市场的 37.75%，欧洲市场占 29.30%，亚太地区占 22.10%。北美和欧洲市场较为成熟，国际上电焊防护面罩的知名品牌商主要位于欧美发达国家，预计欧美市场呈现稳定增长的态势。在亚太地区，日韩市场相对成熟，中国市场对自动变光电焊防护面罩的需求潜力较大，需求释放空间较大。

图20：电焊防护面罩市场主要集中在北美、欧洲和亚太地区

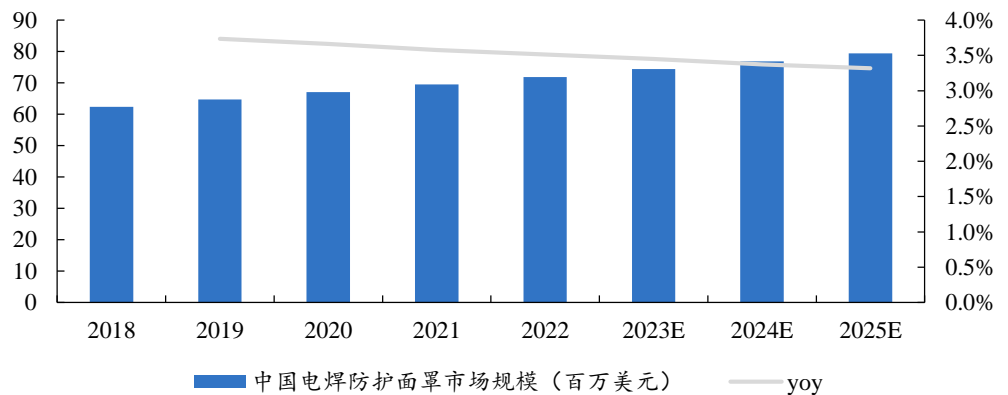


数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

➤ 中国市场

由于中国焊接防护产品的标准体系还未完善，导致目前中国市场中的电焊防护面罩产品质量参差不齐，一定程度上影响到产品的市场接受程度，随着产品的质量和性价比的提升，市场接受度的提高，市场规模预计会呈现持续的增长趋势。根据Orbis Research数据显示，2020年中国电焊防护面罩市场规模达到6706万美元，预计2025年中国电焊防护面罩市场规模达到7944万美元。

图21：预计2025年中国电焊防护面罩市场规模达到7944万美元

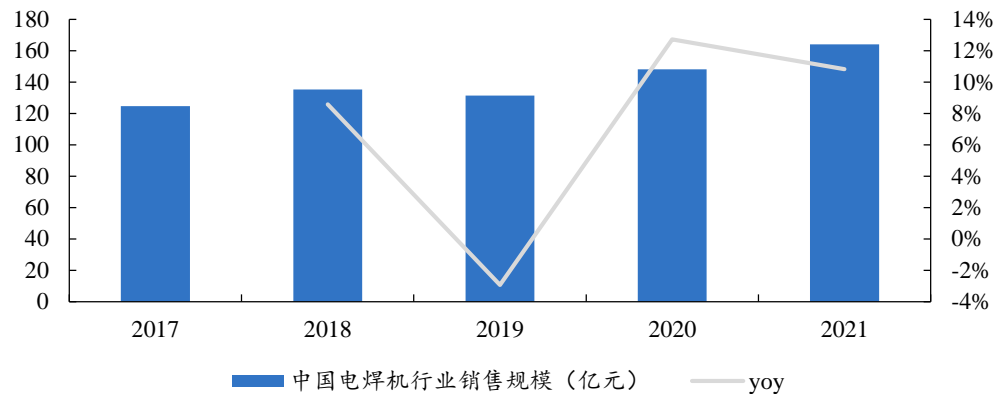


数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

3.1.2、需求：下游行业增速回归+职业安全意识愈被重视奠定需求增长基础

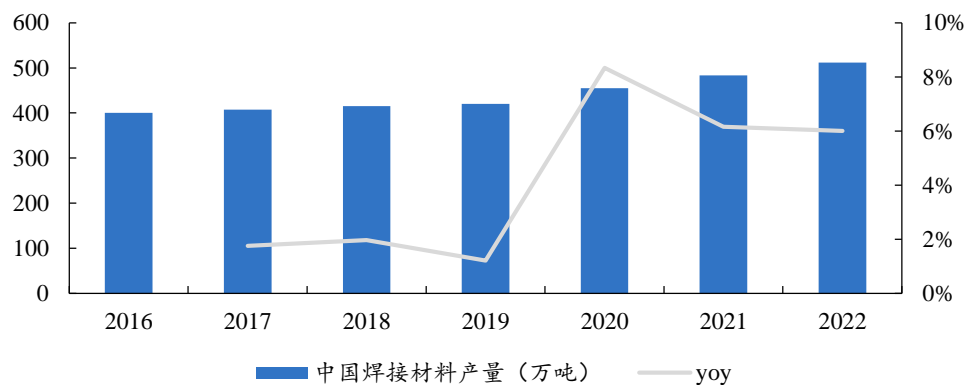
➤ 中国焊接产业的持续发展

电焊防护面罩是焊接产业从业人员的劳动防护用品，焊接产业的持续发展将直接推动电焊防护面罩行业市场需求的增加。电焊机是焊接时使用的设备，是利用正负两极在瞬间短路时产生的高温电弧来融化电焊条上的焊料和被焊材料，使被接触物相结合的目的。使用电焊机设备的工作人员根据《劳动法》《安全生产法》《职业病安全法》等法律规定必须配备电焊防护面罩等个人劳动防护用品，因此电焊机行业的发展将促进电焊防护面罩行业需求增长。据中国电器工业协会电焊机分会的数据显示，中国电焊机行业销售规模由2017年的125亿元增长至2021年的164亿元。

图22：2021年中国电焊机行业销售规模为164亿元


数据来源：中国电器工业协会电焊机分会、开源证券研究所

焊接材料是焊接时所消耗材料，包括焊条、焊丝、金属粉末等，据中国焊接协会的数据显示，中国焊接材料产量由2016年400万吨增长至2022年512万吨。

图23：2022年中国焊接材料产量为512万吨


数据来源：中国焊接协会、开源证券研究所

电焊机及焊接材料的发展表明焊接产业呈现增长态势，焊接产业从业者增长，或推动相应的个人劳动防护用品即电焊防护面罩行业的市场需求扩大。

➤ 下游应用领域发展推动市场需求

电焊防护面罩的下游应用领域广泛，下游行业的持续向好发展将推动电焊防护面罩行业的市场需求增长。机械工业涵盖电焊防护面罩的下游的主要应用领域，包括机械制造、汽车、船舶、建筑、航空航天等行业。根据国家统计局数据，2020年中国机械工业营业收入达22.6万亿元，同比增长4.5%，机械工业增加值增速同比增长6%，其中主要涉及的5个国民经济行业大类中，电气机械和器材制造业增长8.9%，汽车制造业增长6.6%，专用设备制造业增长6.3%，通用设备增长5.1%，仪器仪表制造业增长3.4%。2021年上半年机械工业累计营业收入达12.49万亿元，同比增长30.85%，机械工业增加值同比增长22.3%，其中通用设备制造、专用设备制造、汽车制造、电气机械及器材制造和仪器仪表制造业增加值同比分别增长24.3%、20.1%、21.8%、29.4%和19.2%。下游行业增速回归，对焊接行业及焊接防护行业的需求或会保持较快增速。

➤ 国家和个人对职业安全的重视

我国对职业安全重视程度不断提高，对焊接行业个人防护装备的相关国家标准和法律法规正在逐步完善。根据2021年国家市场监管总局和应急管理部发布的《个体防护装备标准化提升三年专项行动计划（2021—2023年）》指出，正在加大力度推动个体防护装备领域国家标准的出台，逐步健全个体防护装备的标准体系。

焊接从业人员的个人劳动防护

意识正在逐步提高，将促进自动变光电焊防护面罩的市场需求扩大。一方面，社会对于焊接行业中常出现的电光性眼炎和尘肺病等职业病知识和危害的宣传教育加强，另一方面，职业技术和技工学校中焊接专业的教育体系更加规范，对焊接作业的职业安全教育逐步加强，焊接从业人员以及接受过专业培训的准从业人员防护意识提高，对于自动电焊防护面罩变光面罩的接受程度相应提升，并随着特种操作人员收入的不断增长，主动购买自动变光电焊防护面罩产品以加强职业安全防护的意愿也会增强。

3.2、电动送风过滤式呼吸器行业：高危空气环境+立法共促需求稳增

电动送风过滤式呼吸器主要由电动空气过滤器和头罩/面罩构成，其产业链上游原材料主要包括空气过滤材料、锂电池、电子元器件、面罩/头罩等行业。电动送风过滤式呼吸器的下游应用主要有采矿、机械制造、金属加工、船舶、建筑等工业领域，以及传染病防治、实验室研究等医疗健康等领域，目前市场中已经出现电动送风过滤式呼吸器与电焊防护面罩结合的劳动防护用品。

图24：电动送风过滤式呼吸器下游涵盖工业及医疗健康等领域



资料来源：公司招股书

3.2.1、市场：2025年全球规模预计为26.99亿美元，欧美占全球七成份额

➤ 全球市场

据Orbis Research数据显示，2020年全球电动送风过滤式呼吸器的市场规模达19.10亿美元，预计到2025年增至26.99亿美元。

从全球市场分布方面来看，全球电动送风过滤式呼吸器市场细分为北美、欧洲、亚太、南美、中东等地区。据Orbis Research数据显示，2020年北美地区在全球市场收入中占比最高，达到39.20%，其次为欧洲地区，为31.40%，亚太地区占比19.85%。北美和欧洲地区发达国家针对职业呼吸安全的法规起步较早，个人对呼吸防护意识较高，因此呼吸防护用品市场需求较大，市场规模相对较高。随着亚太、中东等地区中发展中国家对职业安全的规范和重视，预计支持呼吸防护用品行业的发展，推

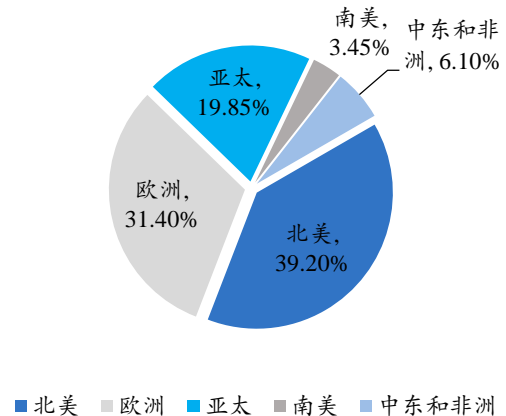
动电动送风过滤式呼吸器的市场需求增长。

图25：全球电动送风过滤式呼吸器市场规模预计稳增



数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

图26：北美、欧洲为主要市场

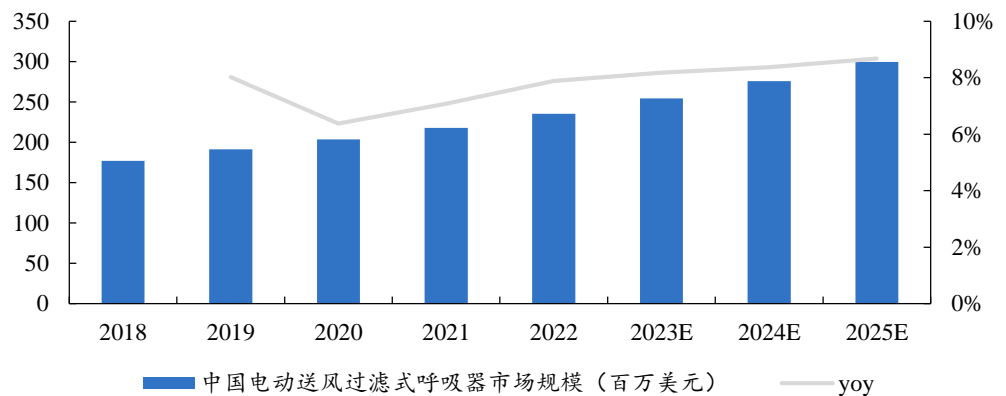


数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

➤ 中国市场

目前中国电动送风过滤式呼吸器行业处于初期发展阶段，据 Orbis Research 数据显示，2020 年中国电动送风过滤式呼吸器的市场规模达到 2.04 亿美元，预计至 2025 年达到 3.00 亿美元，复合增长率为 8.04%。

图27：2025 年中国电动送风过滤式呼吸器市场规模预计达 3.00 亿美元



数据来源：Orbis Research、开源证券研究所

3.2.2、需求：高危空气创造呼吸器刚需，全球加速立法及落地或创需求增量

➤ 电动送风过滤式呼吸器广泛应用于污染空气的工作环境

电动送风过滤式呼吸器下游应用广泛，可以为高危空气环境中的工作人员提供呼吸保护，高危空气环境中的危害因素主要涵盖粉尘颗粒物、烟雾、化学物质、有害气体等，这些危害因素在工业、医疗健康等行业的工作环境中较为常见。

工业活动如采矿、机械制造、金属加工、船舶、建筑等常出现空气危害因素，导致从业人员出现哮喘、尘肺病、癌症等职业病的风险较高，在高危空气工作环境的行业对电动送风过滤式呼吸器产品存在一定的刚性需求。

➤ 国家对职业安全和保护的法律规定将推动市场需求增长

世界各国政府正在制定更严格的职业健康和安全的法律法规，要求企业向在危险环境中工作的人员提供必要的呼吸防护装备。例如，英国健康与安全局（HSE）于 2019 年提出，所有从事焊接活动的企业应提供呼吸保护设备来降低焊接烟尘对焊接人员健康的风险。

美国疾病控制与预防中心（CDC）、卫生与公共服务部（HHS）于 2020 年 4 月更新了“防微颗粒物空气净化呼吸器的认可测试和标准”，允许批准更适合医疗保健和公共安全部门人员使用的新类别呼吸器 PAPR100，还将所有类型的防微颗粒物空气净化呼吸器的技术标准合并，去除用于灰尘、烟尘和薄雾，农药、油漆喷剂的老式呼吸器的有关标准。

我国《个体防护装备标准化提升三年专项行动计划（2021—2023 年）》中将“呼吸防护用品的选择、使用和维护及适合性检验方法”列为 2022 年拟发布的个体防护装备重点国家标准。未来随着配备呼吸防护装备成为各行业危险环境工作的强制要求的举措落地，将推动对电动送风过滤式呼吸器产品的需求增长。

4、盈利预测与投资建议

迅安科技多年聚焦电焊防护面罩以及过滤式呼吸器，并于2022年布局多元化个人防护防护设备。得益于产品高稳定性、通过多项国际认证、出口合作各领域世界知名企业等优良特质，现已成为国内电焊防护领域龙头企业。募投项目通过扩产电焊防护面罩以及过滤式呼吸器进一步提高市场占有率，并建立研发中心持续满足客户定制化、产品舒适性、功能性等需求。

我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.49/0.58/0.69亿元，对应EPS分别为1.05/1.23/1.47元/股，对应当前股价PE分别为10.5/9.0/7.5X，可比公司PE(2023E)均值29.8X，我们看好轻量化产品及其他新增系列产品放量潜力，以及面罩类、呼吸器类产品稳步增长，首次覆盖给予“增持”评级。

表7：可比公司 PE (2023E) 均值 29.8X

公司名称	证券名称	收盘价(元/股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
凯尔达	688255.SH	28.68	31.51	0.66	1.01	1.36	43.8	28.4	21.2
联赢激光	688518.SH	24.14	81.42	1.52	2.13	2.70	15.9	11.3	9.0
上海沪工	603131.SH	13.22	42.04	-	-	-	-	-	-
瑞凌股份	300154.SZ	7.22	32.91	-	-	-	-	-	-
佳士科技	300193.SZ	7.46	36.35	-	-	-	-	-	-
均值		16.14	44.85	1.09	1.57	2.03	29.8	19.9	15.1
迅安科技	834950.BJ	11.26	5.29	1.05	1.23	1.47	10.5	9.0	7.5

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：截至2023.7.27，可比公司盈利预测来自于Wind一致预测

5、风险提示

海外市场准入政策变化的风险、关联交易风险、市场竞争风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	123	246	160	161	231
现金	5	177	43	42	92
应收票据及应收账款	36	31	39	45	54
其他应收款	1	2	5	2	5
预付账款	1	1	0	1	0
存货	48	34	48	51	65
其他流动资产	32	1	25	19	15
非流动资产	18	43	160	289	286
长期投资	1	1	1	1	2
固定资产	8	15	69	152	184
无形资产	1	23	30	40	52
其他非流动资产	8	4	60	95	49
资产总计	141	289	319	450	517
流动负债	50	48	57	169	202
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	38	30	43	156	189
其他流动负债	12	19	14	13	13
非流动负债	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	51	48	57	169	202
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	35	47	47	47	47
资本公积	1	126	126	126	126
留存收益	53	66	81	104	127
归属母公司股东权益	90	241	262	281	315
负债和股东权益	141	289	319	450	517

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	39	50	37	170	93
净利润	57	41	49	58	69
折旧摊销	2	2	5	10	16
财务费用	0	-3	-1	-0	-0
投资损失	-1	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-16	4	-16	100	7
其他经营现金流	-5	9	1	4	3
投资活动现金流	27	9	-144	-133	-9
资本支出	4	22	120	139	14
长期投资	10	32	-0	-0	-0
其他投资现金流	22	-1	-23	6	5
筹资活动现金流	-70	112	-27	-39	-34
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	12	0	0	0
资本公积增加	0	125	0	0	0
其他筹资现金流	-70	-25	-27	-39	-34
现金净增加额	-4	172	-134	-1	50

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	212	181	206	243	281
营业成本	130	112	127	149	172
营业税金及附加	2	2	2	2	2
营业费用	4	4	4	5	6
管理费用	9	12	8	10	11
研发费用	8	8	12	12	14
财务费用	0	-3	-1	-0	-0
资产减值损失	-2	-2	-2	-3	-3
其他收益	0	1	0	0	1
公允价值变动收益	0	-2	-0	-0	-1
投资净收益	1	2	1	1	1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	67	46	57	66	79
营业外收入	0	4	1	2	2
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	66	48	57	67	80
所得税	9	7	8	9	11
净利润	57	41	49	58	69
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	57	41	49	58	69
EBITDA	68	46	60	76	95
EPS(元)	1.22	0.87	1.05	1.23	1.47

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	19.9	-14.6	13.7	18.1	15.6
营业利润(%)	33.1	-31.6	24.2	16.8	19.3
归属于母公司净利润(%)	31.5	-28.2	19.9	16.9	19.7
获利能力					
毛利率(%)	38.6	38.4	38.5	38.7	38.8
净利率(%)	27.0	22.7	23.9	23.7	24.5
ROE(%)	63.8	17.1	18.8	20.5	21.9
ROIC(%)	63.5	15.9	18.2	20.3	21.6
偿债能力					
资产负债率(%)	36.2	16.7	18.0	37.6	39.1
净负债比率(%)	-5.6	-73.4	-16.5	-15.0	-29.2
流动比率	2.4	5.1	2.8	1.0	1.1
速动比率	1.5	4.4	2.0	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.5	0.8	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	6.1	5.4	5.9	5.8	5.7
应付账款周转率	3.9	3.3	3.5	1.5	1.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.22	0.87	1.05	1.23	1.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.07	0.79	3.62	1.98
每股净资产(最新摊薄)	1.91	5.12	5.57	5.97	6.70
估值比率					
P/E	9.0	12.6	10.5	9.0	7.5
P/B	5.8	2.1	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	7.0	7.3	7.5	5.9	4.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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

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

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

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