# 青鸟消防（002960.SZ）

2020 年 08 月 19 日

# 消防电子龙头强者恒强，三轮驱动加速发展

## ——公司首次覆盖报告

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

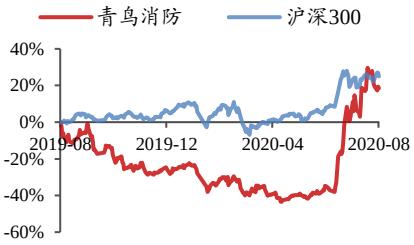
孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

**投资评级：买入（首次）**

| 日期 | 2020/8/19 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 42.47 |
| 一年最高最低(元) | 48.48/20.10 |
| 总市值(亿元) | 104.57 |
| 流通市值(亿元) | 51.48 |
| 总股本(亿股) | 2.46 |
| 流通股本(亿股) | 1.21 |
| 近 3 个月换手率(%) | 261.08 |

**股价走势图**




数据来源：贝格数据

● **稳健增长的国内消防电子龙头，首次覆盖给予“买入”评级**

青鸟消防是国内消防电子龙头，以核心的火警报警系统为主，延伸了应急疏散逃生与自动灭火等业务。强制政策带来消防需求刚性且持续稳健增长，其中消防产品规模近千亿，并且市场化改革推动行业集中度持续提升。公司作为行业龙头，品牌、渠道、一站式服务等优势显著，且通过自研专用芯片“朱鹮”将进一步降本提效，充分受益行业的加速集中。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.24/5.16/6.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.72/2.10/2.57 元，当前股价对应 PE 分别为 24.9/20.4/16.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **政策推动消防产品渗透率持续提升，龙头市占率提升空间大**

目前国内消防产品市场规模近 1000 亿，其中公司主营的消防报警行业市场规模接近 300 亿元，过去 10 年 CAGR 达 15.5%。政策的强制性决定了消防行业需求刚性，同时近年来陆续出台了一系列规范政策和指导意见，对住宅建筑的消防报警和智能疏散等设施提出了更高的要求，推动各类消防产品渗透率持续提升。竞争格局方面，由于技术壁垒较低且部分地区存在地方保护主义，国内消防企业以地方性小企业为主，CR30 不到 10%，而美国消防产品行业 CR3 早已超 30%。行政审批取消后，国内消防产品行业市场化竞争环境日益成熟，龙头企业在品牌、渠道、一站式服务等方面的优势逐步突显，行业集中度持续提升。

● **新技术、新市场、新产品，三轮驱动公司快速成长**

公司研发队伍实力业内领先且研发费用长期维持在收入 5%左右的水平，近三年研发费用复合增速达 32.6%。持续的高研发投入使公司技术优势不断强化，自研“朱鹮”芯片是国内第一款消防专用芯片，抗干扰性强、性能更强且综合成本更低，有助于公司持续降本增效，进一步抢占市场份额。公司火灾报警系统正切入更加广阔和高端的工业应用领域，同时强制性政策落地推动智能疏散业务持续高增长。收购法国 Finsecur SAS，在获得新技术、新产品的同时打开了海外欧洲市场。新技术、新市场、新产品，三轮驱动公司进入发展快车道。

● **风险提示：**市场竞争加剧、自研芯片应用不及预期、新业务拓展不及预期。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 1,777 | 2,271 | 2,687 | 3,396 | 4,276 |
| YOY(%) | 20.5 | 27.8 | 18.3 | 26.4 | 25.9 |
| 归母净利润(百万元) | 344 | 362 | 424 | 516 | 632 |
| YOY(%) | 6.6 | 5.3 | 17.0 | 21.8 | 22.4 |
| 毛利率(%) | 42.4 | 39.6 | 38.5 | 38.3 | 37.7 |
| 净利率(%) | 19.4 | 15.9 | 15.8 | 15.2 | 14.8 |
| ROE(%) | 22.9 | 12.7 | 13.5 | 14.2 | 14.9 |
| EPS(摊薄/元) | 1.40 | 1.47 | 1.72 | 2.10 | 2.57 |
| P/E(倍) | 31 | 29 | 25 | 20 | 17 |
| P/B(倍) | 7 | 4 | 3 | 3 | 3 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

# 目 录

1、 国内消防电子龙头，优质产品和服务助推业绩高增长 ..... 4
1.1、 消防安全电子领域全链条覆盖，产品与服务质量卓越 ..... 4
1.2、 主营业务保持快速增长，盈利能力领先同行 ..... 6
2、 消防产品需求刚性，市场化推动行业集中度持续提升 ..... 8
2.1、 消防安全行业持续稳健增长，消防产品迎千亿市场 ..... 8
2.2、 强制性政策驱动，消防产品渗透率持续提升 ..... 9
2.3、 国内市场集中度低，市场化推动龙头公司份额持续提升 ..... 10
3、 技术优势不断强化，多业务协同发展潜力大 ..... 11
3.1、 高研发投入铸就技术优势，自研芯片助长期降本增效 ..... 11
3.2、 智能疏散产品爆发式增长，积极布局工业消防等新业务 ..... 12
3.3、 收购法国消防报警龙头，加速拓展海外市场 ..... 14
4、 盈利预测与估值 ..... 15
5、 风险提示 ..... 16
附：财务预测摘要 ..... 17

# 图表目录

图 1: 公司消防产品覆盖面广 ..... 4
图 2: 消防报警是目前公司最大业务（亿元，2019 年） ..... 4
图 3: 公司以经销渠道为主 ..... 7
图 4: 公司经销渠道保持稳定 ..... 7
图 5: 公司营收和利润快速增长 ..... 7
图 6: 公司整体毛利率维持高位 ..... 7
图 7: 青鸟消防盈利能力明显优于同行（2019 年） ..... 8
图 8: 我国消防行业市场规模预计将稳步增长 ..... 8
图 9: 我国消防报警行业市场规模持续扩张 ..... 8
图 10: 近年我国火灾发生数量有所下降 ..... 9
图 11: 近年我国火灾造成的直接经济损失有所下降 ..... 9
图 12: 国内消防报警监控市场集中度较低（2018 年） ..... 10
图 13: 美国消防行业市场集中度高（2012 年） ..... 10
图 14: 公司研发投入持续保持高水平（亿元） ..... 12
图 15: 公司研发投入大幅领先同行（亿元） ..... 12
图 16: 电子元器件占公司原材料成本比例高（亿元，2018 年） ..... 12
图 17: 我国智慧消防市场有望持续扩张（亿元） ..... 14
图 18: 公司不断通过外延并购扩张发展边界 ..... 15

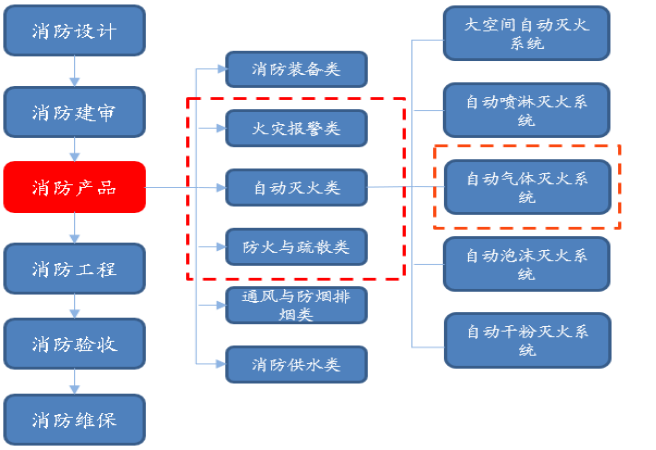
表 1: 公司丰富的产品结构覆盖大部分应用场景 ..... 4
表 2: 公司产品应用于众多国家级重点工程 ..... 5
表 3: 青鸟消防在消防设备类品牌中首选率最高 ..... 6
表 4: 国家出台了一系列强制性火灾报警及疏散系统设计规范 ..... 9
表 5: 国内外主要消防安全厂商基本情况 ..... 10
表 6: 智慧消防领域有望在众多政策鼓励下持续发展 ..... 13
表 7: 同业公司估值对比（亿元、元/股） ..... 15

# 1、 国内消防电子龙头，优质产品和服务助推业绩高增长

## 1.1、 消防安全电子领域全链条覆盖，产品与服务质量卓越

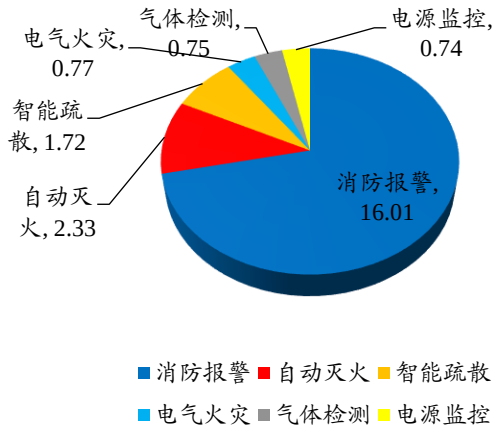
**国内消防电子龙头，智能消防产品覆盖面广。**青鸟消防业务涵盖火灾自动报警及联动控制系统、自动气体灭火系统、智能疏散与防火门监控系统、电气火灾监控系统、气体检测系统、电源监控系统等六大消防安全业务，产品结构丰富、种类齐全，覆盖从早期预警、报警到防火、疏散逃生与灭火的全链条。2019 年公司上述业务收入分别达 16.01、2.33、1.72、0.77、0.75、0.74 亿元。

**图1：公司消防产品覆盖面广**




资料来源：招股说明书、开源证券研究所

**图2：消防报警是目前公司最大业务（亿元，2019 年）**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**表1：公司丰富的产品结构覆盖大部分应用场景**

| 主营产品 | 功能介绍 | 应用场景 |
|---|---|---|
| 火灾自动报警及联动控制系统 | 火灾早期探测和报警、向各类消防设备发出控制信号并接收设备反馈信号，进而实现预定消防功能。 | 办公楼、商场、住宅、大型场馆、餐饮、宾馆等民用、商用建筑领域和部分工业领域。 |
| 电气火灾监控系统 | 能在发生电气故障、产生一定电气火灾隐患的条件下发出报警，提醒专业人员排除电气火灾隐患，实现电气火灾的早期预防，避免电气火灾的发生，具有很强的电气防火预警功能。 | 民用、商用和工业领域，主要配置在配电柜进线或出线端。 |
| 防火门监控系统 | 专门用于监控建筑中设置的常开、常闭防火门工作状态和控制常开防火门关闭的监控系统。 | 办公楼、商场、住宅、大型场馆、餐饮、宾馆等民用、商用建筑领域和部分工业领域。 |
| 智能消防应急照明和疏散指示系统 | 通过实时接收火灾报警信息，获得火灾发生的位置，根据背离火源、就近疏散的原则进行实时计算，并向疏散标志灯具发送指令，指示最优安全疏散路径，点亮应急照明灯具，以达到迅速安全疏散的目的。 | 办公楼、商场、住宅、大型场馆、餐饮、宾馆等民用、商用建筑领域和部分工业领域。 |
| 自动气体灭火系统 | 以一种或多种气体作为灭火介质，通过这些气体在整个防护区内或保护对象周围的局部区域建立起灭火浓度实现灭火的消防设施。 | 应用于不适于设置水灭火系统的环境中，例如计算机机房、重要的图书馆、档案馆、移动通信基站、UPS 室、电池室等。 |
| 气体检测监控系统 | 通过对可燃气体及有毒有害气体进行检测并报警，以保证人们 | 部分民用、商用领域，以及石油石 |

| 主营产品 | 功能介绍 | 应用场景 |
| --- | --- | --- |
| | 的生产安全和人身安全。 | 化、冶金、燃气、化工、环境监测等工业领域。 |
| 消防设备电源监控系统 | 实时监测为各类消防设备提供电能的供电系统的工作状态，当供电系统出现故障时进行报警。 | 建筑物中的火灾报警系统、消防联动控制系统及其相关的被控设备（消防水泵、排烟风机等）。 |

资料来源：招股书、开源证券研究所

**产品质量获众多国家级重点工程背书，品牌认同度行业领先。**青鸟消防已成功为中南海、北京奥运会、上海世博会、广州亚运会等多项政府项目以及国家重点工程提供消防安全保障，还与碧桂园、绿地、保利、万达等知名房企长期保持战略合作关系，产品品质得到充分背书。由于消防安全产品价格相对工程整体造价的比例不高，而其在保障生命和财产安全方面的作用无可替代。因此相较于产品价格，客户更关注产品可靠性、售后服务响应时间、提供技术难题解决方案等服务水平。青鸟消防凭借完善的产品结构、强大的营销网络以及完善的服务体系，为客户提供“一站式”产品和服务整体解决方案，并获得了很高的认可度。公司荣获 2020 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商，在消防设备类品牌首选率达 21%，品牌效应逐渐凸显。

**表2：公司产品应用于众多国家级重点工程**

| 项目类型 | 项目名称 | 项目简介 | 项目展示 |
| --- | --- | --- | --- |
| 政府项目 | 中南海 | 中南海内 50 余栋建筑。 |  |
| | 南京南站南广场 | 项目总用地面积 6.7 万平方米，总建筑面积 17 万平方米，是集铁路枢纽、公交地铁换乘、高档商场、餐饮、展示等多功能为一体的现代化、智能化综合体建筑。 |  |
| | 安徽医科大学附属医院高新分院 | 项目建设总建筑面积 30 多万平方米，将按照三级甲等综合医院标准，建设集医疗、科研、教学、预防保健功能为一体的现代化综合医院。 |  |
| 大型工程 | 北京奥运会 | 奥运交通指挥中心、英东游泳馆、老山自行车馆、奥运会击剑馆、奥运会乒乓球馆等奥运场馆。 |  |
| | 上海世博会 | 上海世博会城市未来馆、沙特馆、希腊馆等世博会场馆。 |  |
| | 广州亚运会 | 广州亚运会的南沙体育馆、番禺英东体育馆、燕子岗体育场。 |  |

| 项目类型 | 项目名称 | 项目简介 | 项目展示 |
|---|---|---|---|
| 战略合作 | 中山保利国际广场 | 项目坐落于中山市城北门户，总建筑面积 188 万平方米，是定位为中山新城中心的百万级综合体大盘。 |  |
| | 扬州万达广场 | 项目总建筑面积 40 万平方米商业旗舰综合体，涵盖高档住宅、大型商业、室外商业步行街、城市 SOHO 等多种业态。 |  |
| | 北京龙湖•唐宁 ONE | 龙湖•唐宁 ONE 项目建设总用地近 5 万平米。 |  |

资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

**表3：青鸟消防在消防设备类品牌中首选率最高**

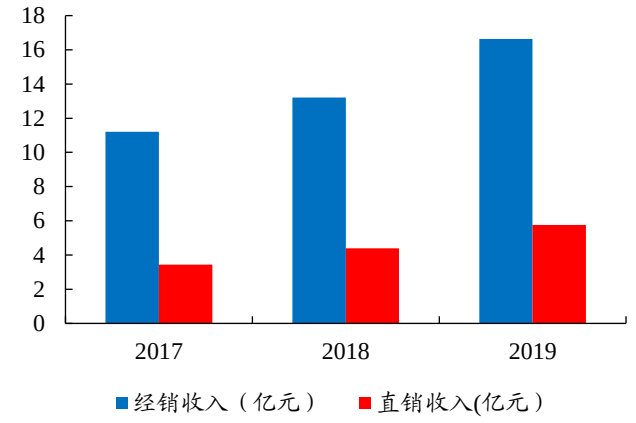
| 排名 | 品牌名称 | 品牌首选率 |
|---|---|---|
| 1 | 青鸟消防 | 21% |
| 2 | 海湾 | 18% |
| 3 | 鼎信 | 13% |
| 4 | 尼特 | 11% |
| 5 | 三江电子 | 9% |
| 6 | 利达 | 7% |
| 7 | 泰和安 | 6% |
| 8 | 松江 | 5% |
| 9 | 赛科 | 4% |
| 10 | 依爱 | 2% |

数据来源：中房网、开源证券研究所

## 1.2、 主营业务保持快速增长，盈利能力领先同行

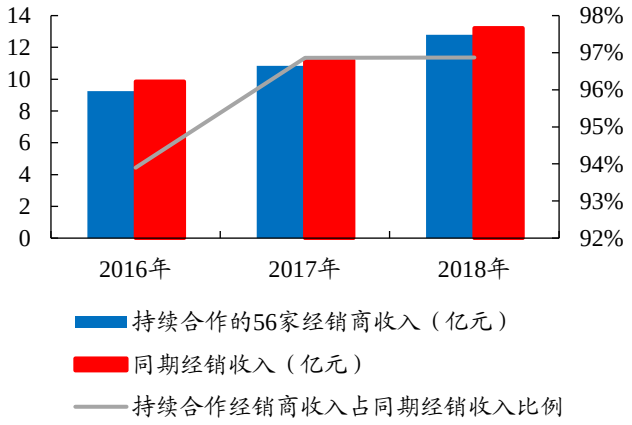
**强品牌力叠加完善的全国性经销网络，公司主营业务收入快速增长。**除了卓越的产品品质，公司还通过十余年的经营建立起了覆盖全国的经销网络。2019 年公司通过经销商实现的经销收入占公司主营业务收入比重为 74.30%，经销收入是公司最主要的收入来源。目前公司在全国各地拥有 61 家经销商，业务覆盖中国大陆除西藏地区外的绝大部分地区。公司与其中 56 家经销商保持长期稳定合作，2016-2018 年其合计贡献公司经销收入的 93.90%、96.86%、96.87%，占比稳中有升。强大的品牌力叠加完善的全国性经销网络，推动公司业绩持续高速增长。2015 至 2019 年公司主营业务收入从 9.53 亿元增至 22.71 亿元，CAGR 达 24.25%；归母净利润从 2.03 亿元增至 3.62 亿元，CAGR 达 15.56%。

图3：公司以经销渠道为主



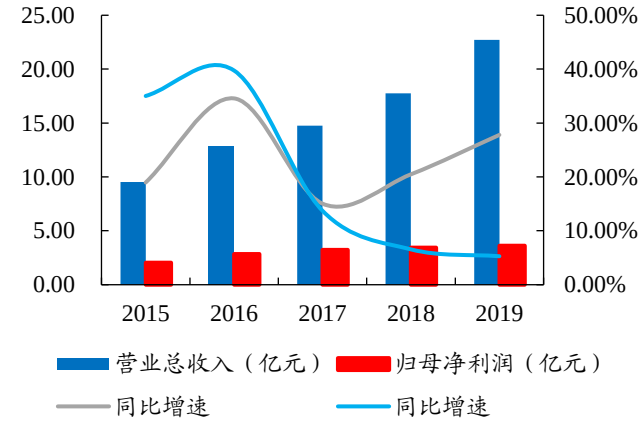

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：公司经销渠道保持稳定



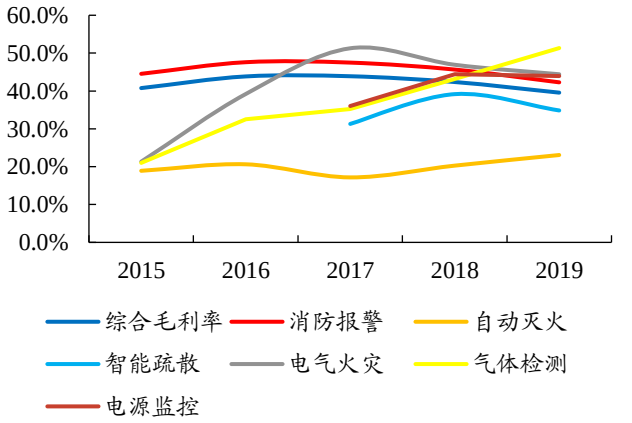

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：公司营收和利润快速增长




数据来源：Wind、开源证券研究所

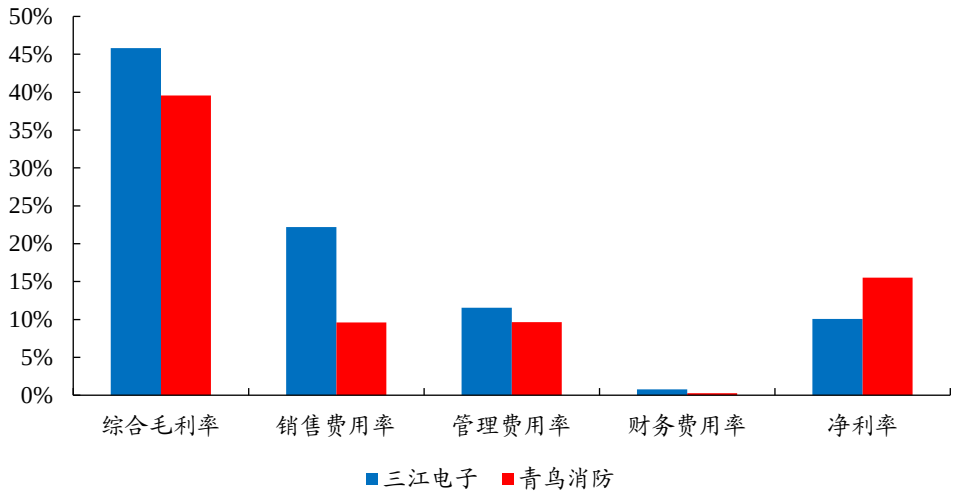
图6：公司整体毛利率维持高位




数据来源：Wind、开源证券研究所

**与同行业可比公司对比，青鸟消防盈利能力更强。**同样在 A 股上市的三江电子作为公司主要的竞争对手之一，主营产品与青鸟消防重合度高，但三江电子主要采用直销模式，2019 年其直销业务占比为 93.99%。与青鸟消防经销模式相比，直销模式毛利率更高，2019 年青鸟消防和三江电子毛利率分别为 39.56%和 45.80%。但公司渠道和成本管控能力卓越，2019 年销售费用率和管理费用率分别为 9.59%、9.65%，大幅优于三江电子的 22.21%、11.53%。综合来看，2019 年青鸟消防、三江电子销售净利率分别为 15.50%、10.06%，青鸟消防盈利能力更强。

图7：青鸟消防盈利能力明显优于同行（2019 年）



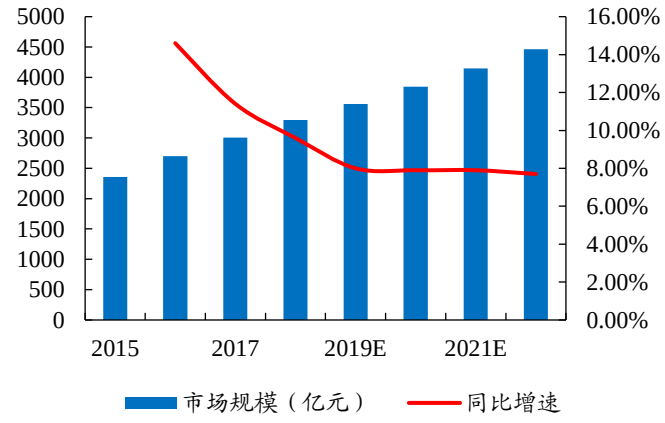

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 消防产品需求刚性，市场化推动行业集中度持续提升

### 2.1、 消防安全行业持续稳健增长，消防产品迎千亿市场

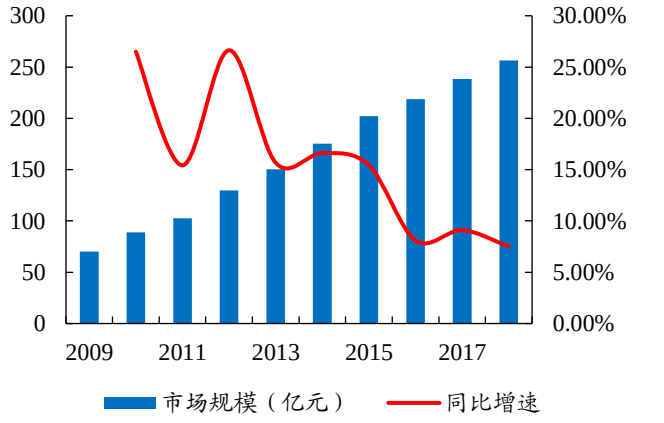
**消防安全行业主要分为消防产品和消防工程两大子行业，根据中商产业研究院数据，消防工程与消防产品占消防行业规模的比例分别约为 75%和 25%。**消防产品又可细分成消防装备、消防报警、自动灭火、防火与疏散、通用与防烟排烟、消防供水等 6 大类，其中消防装备主要用于消防部队，其他 5 大类主要用于建筑物消防。根据智研咨询披露的数据，2019 年中国消防行业市场规模突破 3500 亿元，预计 2022 年市场规模将达到 4465 亿元，其中消防产品约占 25%，即 1116 亿元。根据慧聪消防网的统计，消防产品细分行业中，消防报警行业市场规模从 2009 年的 70.2 亿元扩大到了 2018 年的 256.4 亿元，CAGR 达 15.5%；2012 年我国电气火灾监控系统和消防自动灭火行业的市场规模分别为 43 亿元和 284 亿元；2008 到 2012 年间，气体检测行业则平均以 23%的速度增长。

图8：我国消防行业市场规模预计将稳步增长




数据来源：中商产业研究院，开源证券研究所

图9：我国消防报警行业市场规模持续扩张

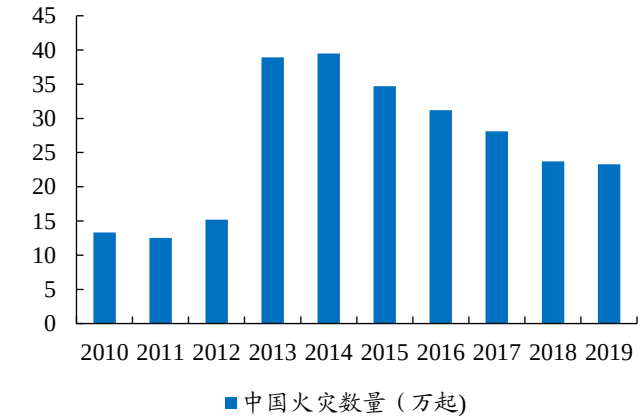



数据来源：智研咨询，开源证券研究所

## 2.2、 强制性政策驱动，消防产品渗透率持续提升

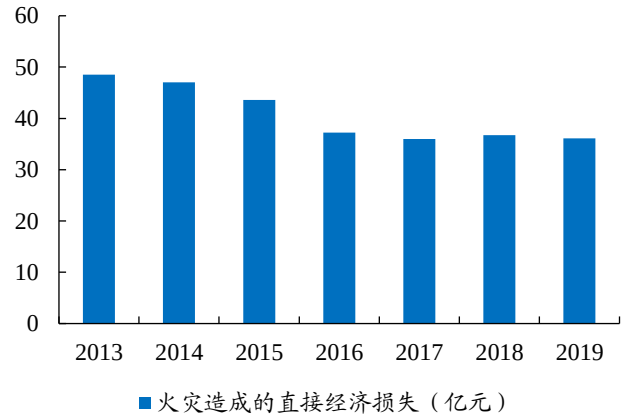
**火灾对生命和财产安全威胁大，强制性政策助推消防产品渗透。**根据消防救援局发布的全国火灾情况，2019 年全国接报火灾 23.3 万起，死亡 1335 人，伤 837 人，直接财产损失 36 亿元。其中，高层建筑火灾呈多发之势，2019 年高层建筑发生火灾 6947 起，同比上升 10.6%；建筑工地发生火灾 2926 起，同比上升 5.8%。此外，2019 年城乡居民住宅火灾占总数的 44.8%，共造成 1045 人死亡，占总数的 78.3%，远超其他场所死亡人数总和。针对火灾对人民生命和财产安全造成的威胁，近年来各级政府出台了一系列政策和指导意见，对消防行业规范和产品稳定性提出了更高的要求，推动了各类消防产品在住宅建筑领域的渗透。例如，2015 年新修订实施的《建筑设计防火规范》（GB 50016-2014）规定“建筑高度大于 100m 的住宅建筑，应设置火灾自动报警系统。建筑高度大于 54m 但不大于 100m 的住宅建筑，其公共部位应设置火灾自动报警系统，套内宜设置火灾探测器。建筑高度不大于 54m 的高层住宅建筑，其公共部位宜设置火灾自动报警系统。当设置需联动控制的消防设施时，公共部位应设置火灾自动报警系统。高层住宅建筑的公共部位应设置具有语音功能的火灾声警报器或应急广播。”**除了自动消防报警系统等传统消防产品的渗透，政策还推动了智能疏散等产品应用的快速铺开。**2018 年 7 月 10 日住建部发布《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》并于 2019 年 3 月 1 日起开始实施。该标准要求设置消防控制室的场所应选择集中控制系统；设置火灾自动报警系统，但未设置消防控制室的场所宜选择集中控制系统；其他场所可选择非集中控制系统。强制性消防安全政策的推行促进了消防体系的完善和消防意识的提高，有效降低了火灾对生命财产安全的威胁。2019 年我国火灾发生数量以及造成的直接经济损失分别较 2013 年下降 40.1%、34.3%。政策的强制性将继续推动消防产品渗透率的持续提升。

**图10：近年我国火灾发生数量有所下降**




数据来源：应急管理部消防救援局、开源证券研究所

**图11：近年我国火灾造成的直接经济损失有所下降**




数据来源：应急管理部消防救援局、开源证券研究所

**表4：国家出台了一系列强制性火灾报警及疏散系统设计规范**

| 发布时间 | 规范名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| 2014 | 《火灾自动报警系统设计规范》 | 新增了住宅建筑火灾自动报警系统的具体设计要求。 |
| 2015 | 《建筑设计防火规范》 | 修改、完善了住宅建筑的防火要求，新增了住宅建筑内的火灾报警系统的设置要求。 |
| 2015 | 《建筑设计防火 | 建筑高度大于 100m 的住宅建筑，应设置火灾自动报警系 |

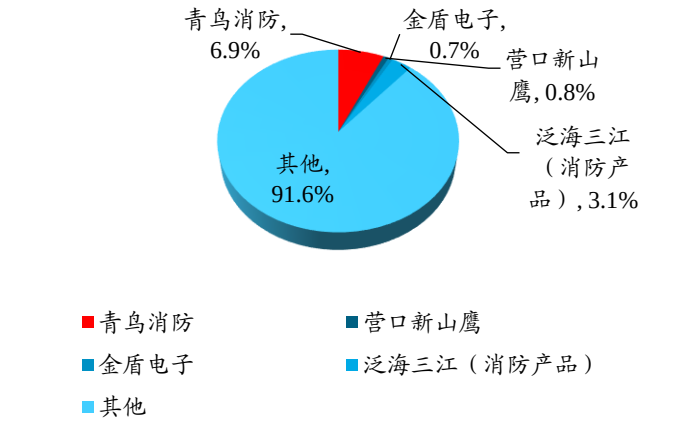
| 发布时间 | 规范名称 | 主要内容 |
|---|---|---|
| | 规范》 | 统。建筑高度大于 54m 但不大于 100m 的住宅建筑，其公共部位应设置火灾自动报警系统，套内宜设置火灾探测器。 |
| 2015 | 《火灾自动报警系统设计规范》 | 任一台火灾报警控制器所连接的火灾探测器、手动火灾报警按钮和模块等设备总数和地址总数，均不应超过 3200 点，其中每一总线回路连接设备的总数不宜超过 200 点，且应留有不少于额定容量 10%的余量”。 |
| 2018 | 《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》 | 要求设置消防控制室的场所应选择集中控制系统；设置火灾自动报警系统，但未设置消防控制室的场所宜选择集中控制系统；其他场所可选择非集中控制系统。 |

资料来源：公安部、住建部、开源证券研究所

## 2.3、 国内市场集中度低，市场化推动龙头公司份额持续提升

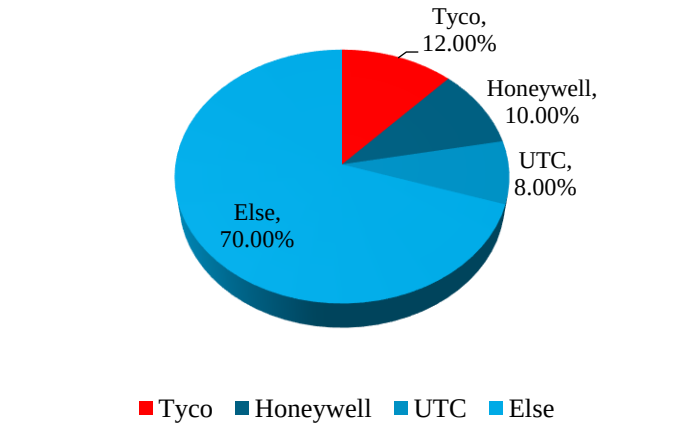
**目前消防报警行业多为小型企业，市场集中度低，龙头公司竞争优势将逐步突显。**我国消防产品行业在 2003 年逐步取消行政审批，改为市场准入制度。消防报警产品生产技术成熟（核心电子元器件依赖进口）、市场化时间较短等原因导致目前行业中仍存在大量地方性小企业，行业集中度低。根据慧聪消防网数据，国内消防企业以销售规模 500 万元以下的小公司为主，前 30 家消防企业市占率不到 10%。青鸟消防招股书披露数据显示，2018 年青鸟消防、泛海三江、营口新山鹰、金盾电子占国内消防报警产品市场的份额分别为 6.9%、3.1%、0.8%、0.7%。而 2012 年美国三大消防龙头企业 Tyco、UTC 和 Honeywell 在整个消防产品市场的市占率合计已超过 30%。行政审批取消后，国内消防产品行业市场化竞争环境日益成熟，龙头企业在品牌、渠道、一站式服务等方面的优势将逐步突显，行业集中度有望持续提高。

**图12：国内消防报警监控市场集中度较低（2018 年）**




数据来源：招股说明书、开源证券研究所

**图13：美国消防行业市场集中度高（2012 年）**




数据来源：慧聪消防网、开源证券研究所

**表5：国内外主要消防安全厂商基本情况**

| 公司名称 | | 可比业务板块 | 基本情况 |
|---|---|---|---|
| 国内 | 青鸟消防 | 消防产品 | 青鸟消防成立于 2001 年，2019 年 8 月在深圳证券交易所上市。其主要产品包括：火灾自动报警及消防联动控制系统、防火门监控系统、电气火灾监控系统、智能消防物联远程监控系统等。2019 年度，青鸟消防销售收入 22.71 亿元，净利润 3.52 亿元。 |

| | 公司名称 | 可比业务板块 | 基本情况 |
|---|---|---|---|
| | 鼎信通讯 | 消防产品 | 全资子公司鼎信消防是火灾报警产品供应商和智能消防整体解决方案提供商，产品包括消防报警、电力系统报警、智能疏散、智能消防、智能救援、家用报警等。 |
| | 三江电子 | 消防产品 | 公司主要从事消防产品、安防产品的研发、生产和销售，以及相关的工程及其他服务，主要产品包括火灾自动报警及消防联动控制系统、疏散及灭火系统、其他消防产品、安防产品等。 |
| | 金盾电子 | 消防产品 | 公司的主要产品为各类独立式感烟火灾探测报警器、一氧化碳报警器及其他报警器及相关电子产品，公司产品主要销往欧洲市场，2019 年公司海外营收占比达 90.95%。 |
| 国外 | 海湾 | 消防产品 | 海湾公司，2000 年注册成立，是中国领先的火灾探测报警及灭火系统供应商，于 2009 年 8 月被美国联合技术公司（UTC）收购，成为 UTC 全球主要的火灾探测报警产品生产基地。其主要产品包括：火灾自动报警及消防联动控制系统、电气火灾监控系统、气体灭火控制系统、可燃气体探测报警系统、消防远程监控管理系统、消防应急照明和疏散指示系统、吸气式感烟火灾探测报警系统等。 |
| | 霍尼韦尔 | 消防产品 | 霍尼韦尔是《财富》百强公司，致力于发明制造先进技术以应对全球宏观趋势下的严苛挑战，例如生命安全、安防和能源，目前在全球范围内拥有大约 13 万名员工，其中包括 19000 多名工程师和科学家。在消防领域霍尼韦尔国际公司拥有的主要产品有：火灾报警控制器、消防系统、火灾探测器、智能火灾报警系统等。 |
| | 美国联合技术 | 消防产品 | UTC 是全球多元化制造企业之一，主要为全球航空航天和建筑业提供高科技产品和服务。其制造领域涵盖航空发动机、直升机、商用航空设备和系统、电梯、扶梯和自动人行道、暖通空调和制冷系统、消防和安防设备、楼宇自动控制设备和其他航空和建筑工业产品。 |
| | 西门子 | 消防产品 | 西门子是全球领先的技术企业，创立于 1847 年，业务遍及全球 200 多个国家，专注于电气化、自动化和数字化领域。德国西门子股份公司旗下西门子楼宇科技集团能提供包括火灾探测器在内的消防安全服务。 |

资料来源：各公司官网、开源证券研究所

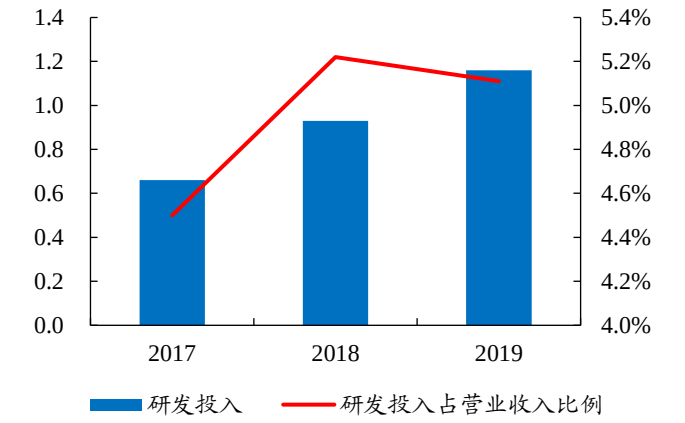
# 3、 技术优势不断强化，多业务协同发展潜力大

## 3.1、 高研发投入铸就技术优势，自研芯片助长期降本增效

**公司长期维持高水平的研发投入，成功自研“朱鹮”芯片助力降本增效。**公司研发人员共有 176 人，占总员工数的 7.23%，主要研发成员来自清华大学、中国科学技术大学、浙江大学等海内外名校，研发队伍实力业内领先。此外，公司长期维持高水平的研发投入，2017 至 2019 年研发费用分别为 0.66、0.93、1.16 亿元，占营业总收入的比重分别为 4.50%、5.22%、5.11%，研发费用复合增长率达 32.6%。在高水平的研发团队和研发支出的支撑下，公司积累了众多技术成果，并逐步转化成产品优势。例如，公司自主研发的国内第一款消防报警专用芯片“朱鹮”集火灾探测能力、高带宽数字通讯能力于一体。与国内其它同行进口的通用芯片相比，“朱鹮”具备几大主要优势：（1）抗电磁干扰和抗湿热能力强、感烟探测器抗灰尘能力高、低误报；（2）消防报警对总线的要求高，“朱鹮”芯片可以提高总线带载距离和带载的器件数量，从而降低用户的总线成本；（3）“朱鹮”芯片可以根据需要集成多种功能，从而减少设计冗余，降低产品综合成本。可见，公司自主研发的“朱鹮”芯片不仅能提高产品性能，同时可以降低用户安装成本和公司生产成本（公司原材料成本中电子元器件成本占比超过 70%）。目前第一代“朱鹮”芯片已开始应用，随着其应用范围的逐步拓展以及更高性能的二代芯片的升级，有望为公司实现降本增效，有助于公司进一步抢占市场份额。此外，公司目前已经大批量应用的主要核心技术还包括感烟探测器

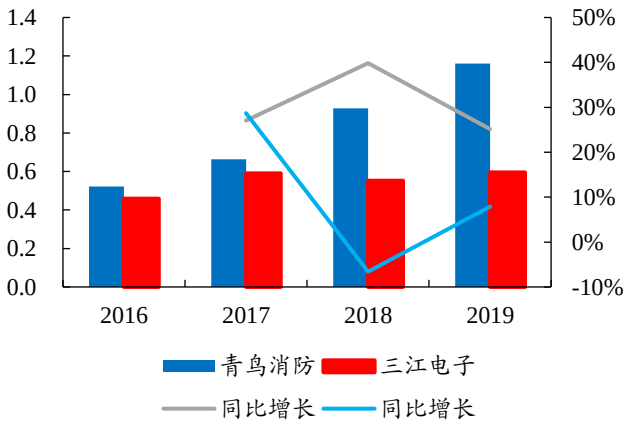
迷宫设计技术、感烟探测器本底补偿技术、独立式光电感烟火灾探测报警器等。在研项目主要有新一代点型感烟火灾探测器、青鸟无线广域网火灾报警系统、FireWatcher 火灾报警系统等。其中，FireWatcher 是一套自成体系的火灾探测报警系统，产品包括了探测器、警报设备、模块、控制器、配套附件等，已通过 UL/ULC 认证，能够在美国、加拿大、南美、中东等国家地区销售，充分展现了公司强大的研发实力。

**图14：公司研发投入持续保持高水平（亿元）**



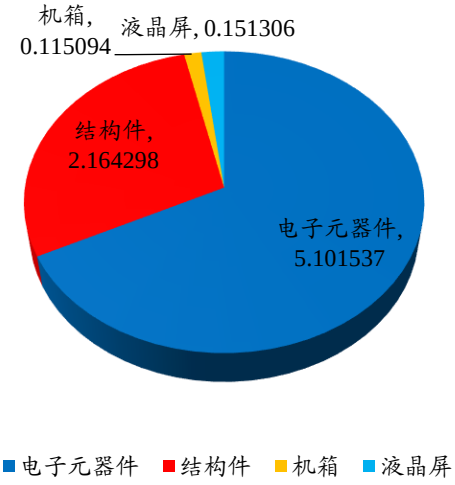

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图15：公司研发投入大幅领先同行（亿元）**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图16：电子元器件占公司原材料成本比例高（亿元，2018 年）**




数据来源：招股说明书、开源证券研究所

## 3.2、 智能疏散产品爆发式增长，积极布局工业消防等新业务

**公司智能疏散业务实现爆发式增长，积极布局的工业消防、智慧消防等新业务有望成为新的增长点。**2019 年 3 月，住建部《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》（GB51309-2018）开始实施，对不同场景下疏散指示方案作出了明确规定，并制定了疏散系统中各组成配件的准入标准。该政策的出台使得智能疏散系统的刚需属性大幅强化，直接推动市场需求的快速增长。公司智能疏散与防火门监控产品凭借与火灾自动报警及联动控制系统兼容性强、联动效应好的优势，实现了爆发式增长。2017 至 2019 年公司智能疏散与防火门监控系统收入分别为 0.4、0.8 和 1.7 亿元，CAGR 达 67.8%，收入占比由 2.7%提高至 7.6%，即将成为公司第二大业务板块。

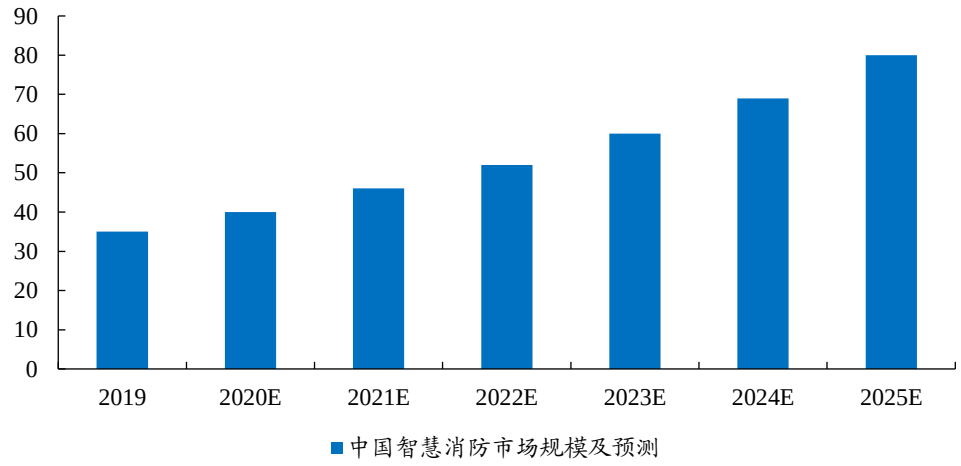
除了智能疏散业务的快速增长，公司还积极进军工业消防市场。根据金盾电子招股书披露的数据，2014 年我国石化、冶金、电力、通讯等工业消防应用市场需求占消防产品总规模的 38%，据此比例估算 2019 年我国工业消防市场空间约为 333 亿元。工业行业的火灾报警产品市场客户粘性高且需求刚性，同时产品标准也更高，目前大型工业企业主要使用国外品牌为主。近年来，青鸟消防积极进行工业火灾报警相关产品的研发和攻关，目前已布局的产品包括红外/紫外火焰探测器、探测绝缘性能式探测器、线性光束感烟探测器、图像型探测器、热解粒子感烟探测器、吸入式空气采样探测器等。凭借卓越的品牌效应和全国化的经销渠道优势，工业消防有望成为公司继智能疏散后又一大业务板块。此外，公司还前瞻性地布局智慧消防等新兴业务。智慧消防将各类消防安全设施连接在一起，并通过云端大数据分析实时监控火情，与传统消防体系相比响应更及时、精准。根据前瞻产业研究院数据，预计未来五年中国智慧消防投资增速有望保持在 15%左右，到 2025 年智慧消防市场规模将达到 80 亿元左右。青鸟智慧消防平台利用物联网技术，将分散在各个建筑内部的消防报警系统、消防水系统等连成网络集中管理，实时监控消防设备运行状态，为消防主管部门加强主动消防安全管理和服务提供数据和应用支撑，有效降低火灾隐患。智慧消防得到了国务院、公安部等各级政府的支持，是消防行业发展的大势所趋，长期看有望成为公司新的业绩增长点。

**表6：智慧消防领域有望在众多政策鼓励下持续发展**

| 发布时间 | 发布单位 | 政策名称 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| 2014 年 8 月 | 发改委、工信部等 8 部委 | 《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》 | 运用物联网、云计算、大数据、空间地理信息集成等新一代信息技术，促进城市规划、建设、管理和服务智慧化的新理念和新模式，建设智慧城市，提升城市可持续发展能力。 |
| 2017 年 12 月 | 公安部 | 《关于全面推进“智慧消防”建设的指导意见》 | 按照《消防信息化“十三五”总体规划》要求，综合运用物联网、云计算、大数据、移动互联网等新兴信息技术，加快推进智慧消防建设，全面促进信息化与消防业务工作的深度融合，为构建立体化、全覆盖的社会火灾防控体系，打造符合实战要求的陷害消防勤务机制提供有力支撑，全面提升社会火灾防控能力、部队灭火应急救援能力和队伍管理水平，实现传统消防向现代消防转变。 |
| 2018 年 1 月 | 中共中央、国务院 | 《关于推进城市安全发展的意见》 | 积极研发和推广应用先进的风险防控、灾害防治、预测预警、监测监控、个体防护、应急处置、工程抗震安全技术和产品。 |
| 2019 年 5 月 | 中共中央、国务院 | 《关于深化消防执法改革的意见》 | 提出了消防执法改革的 5 个方面 12 项主要任务；在加强事中事后监管方面：完善“互联网+监管”，运用物联网和大数据技术，实时化、智能化评估消防安全风险，实现精准监管。 |

资料来源：各政府部门官网、开源证券研究所

图17：我国智慧消防市场有望持续扩张（亿元）

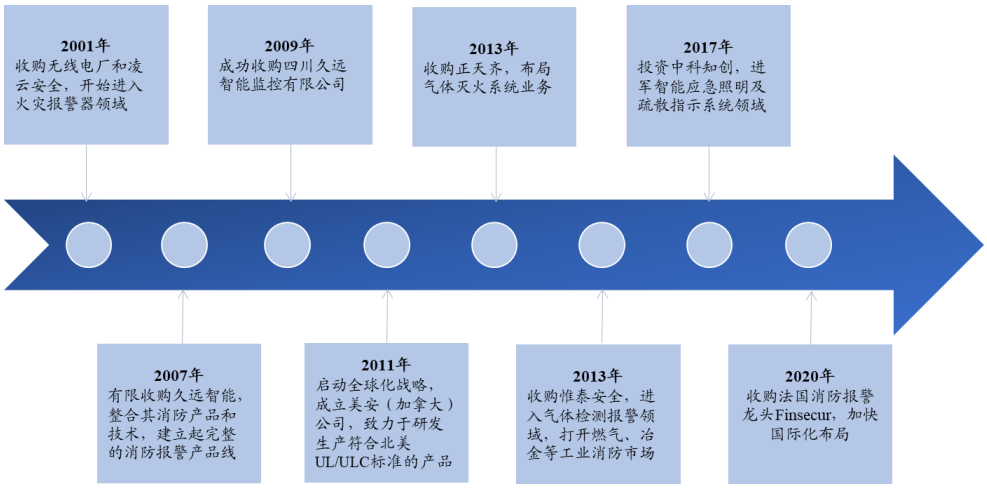



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

## 3.3、 收购法国消防报警龙头，加速拓展海外市场

**收购法国消防报警龙头 Finsecur SAS，为公司海外市场发展提供新契机。**2011 年，青鸟消防成立美安（加拿大）子公司，集中研发力量开展符合北美 UL/ULC 标准的消防产品，标志着公司全球化经营战略的启动。此后，公司又相继在美国和欧洲设立了子公司，其符合欧洲 EN 标准的火灾报警产品已通过检验机构实验测试，目前正在等待资质证书下发。不过，由于欧美消防报警行业发展非常成熟且用户粘性高，新品牌进入的难度较大。因此公司开始采取外延并购的方式拓展海外市场。2020 年 8 月 4 日，公司公告拟以 2400 万欧元自筹资金认购法国 Finsecur SAS 公司 52.65%的股权，同时将通过购买期权的方式在 6 年内以总计不超过 6500 万欧元的自筹资金收购其 100%股权。Finsecur SAS 是法国领先的消防报警及探测设备生产商，其消防报警设备广泛应用于办公室、工厂、医院、商场、宾馆等多种民用建筑领域，终端客户包含空客、法国航空公司、亚马逊等大型国际公司。作为老牌消防报警企业，Finsecur SAS 核心产品获得多项 NF（法国认证标准）和 CE（欧洲认证标准）资质证书，拥有超过 50 项授权专利和多款高度创新性的新型无线消防报警产品。此次收购 Finsecur SAS 是青鸟消防在国际市场布局的又一大动作，依靠 Finsecur SAS 在法国市场的知名度以及青鸟消防高效的运营管理机制，公司有望以此为契机加速开拓欧洲市场。

图18：公司不断通过外延并购扩张发展边界




资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、 盈利预测与估值

（1） **消防报警与联动控制系统业务：**政策强制性要求及消防安全意识的提升推动消防报警及相关产品的渗透，假设 2020-2022 年公司第一大业务消防报警与联动控制系统业务保持 10%-15%左右的收入增速，对应营业收入分别为 17.6/20.3/23.3 亿元。

（2） **智能疏散与防火门监控系统业务：**新强制政策的出台将推动智能疏散系统在新增和存量建筑中的广泛应用。凭借渠道和全产业链布局优势，假设公司智能疏散和防火门监控系统业务在 2020-2022 年保持 60%-80%的增长，对应营业收入分别为 3.1/5.6/8.9 亿元。

（3） **消防自动灭火系统业务：**消防自动灭火市场发展较成熟，但同样有望随着消防产品渗透率的提高而持续增长。假设 2020-2022 年公司消防自动灭火系统业务保持 15%-25%的增长，对应营业收入分别为 2.7/3.3/4.2 亿元。

目前国内消防产品市场竞争格局仍然非常分散，在龙头市占率提高、中小企业快速出清的过程中，将不可避免的经历竞争加剧、盈利能力下降的阶段。另外，由于公司增长最快的智能疏散与防火门监控系统业务毛利率低于传统业务，同样将导致公司短期利润率下降。但是，随着公司体量的快速扩张，市占率达到较高水平后行业壁垒将明显提高，公司盈利能力也将保持稳定。综上，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.24/5.16/6.32 亿元，对应 EPS 为 1.72/2.10/2.57 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 25/20/17 倍。由于目前 A 股已上市的消防产品行业相关公司仅青鸟消防、金盾股份和鼎信通讯三家，而后两家公司的消防产品业务占其营收比重低且盈利预测方面尚无万得一致预期，因此我们选择与消防产品行业属性类似的安防行业龙头海康威视和大华股份作为公司的可比公司。估值方面，公司当前 PE 与可比公司平均水平接近。但考虑到青鸟消防作为消防产品行业龙头市占率提升空间比安防行业更大且增速更快，公司目前估值水平仍然较低。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：同业公司估值对比（亿元、元/股）

| 公司 | 代码 | EPS | | | PE | | | 总市值（亿元） | 现价（元/股） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E | | |
| 海康威视 | 002415.SZ | 1.48 | 1.76 | 2.06 | 26.34 | 22.26 | 18.95 | 3564.19 | 38.14 |

| | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 大华股份 | 002236.SZ | 1.25 | 1.50 | 1.79 | 18.97 | 15.76 | 13.18 | 712.68 | 23.73 |
| 行业平均 | | | | | 22.66 | 19.01 | 16.07 | | |
| 青鸟消防 | 002960.SZ | 1.72 | 2.10 | 2.57 | 24.90 | 20.40 | 16.70 | 104.57 | 42.47 |

数据来源：Wind、开源证券研究所（现价为 2020/8/19 收盘价，海康威视和大华股份盈利预测来自 Wind 一致预期）

## 5、 风险提示

市场竞争加剧、自研芯片应用不及预期、新兴业务拓展不及预期

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 1826 | 3237 | 3675 | 4715 | 5507 |
| 现金 | 635 | 1061 | 1355 | 1679 | 2113 |
| 应收票据及应收账款 | 936 | 1293 | 1345 | 1990 | 2209 |
| 其他应收款 | 6 | 11 | 10 | 17 | 17 |
| 预付账款 | 10 | 5 | 13 | 10 | 19 |
| 存货 | 232 | 243 | 329 | 397 | 526 |
| 其他流动资产 | 5 | 623 | 623 | 623 | 623 |
| **非流动资产** | 353 | 372 | 405 | 467 | 547 |
| 长期投资 | 18 | 1 | -11 | -27 | -44 |
| 固定资产 | 266 | 276 | 311 | 385 | 476 |
| 无形资产 | 29 | 32 | 34 | 32 | 31 |
| 其他非流动资产 | 41 | 63 | 70 | 77 | 84 |
| **资产总计** | 2179 | 3609 | 4080 | 5182 | 6054 |
| **流动负债** | 694 | 837 | 952 | 1567 | 1845 |
| 短期借款 | 200 | 250 | 250 | 691 | 773 |
| 应付票据及应付账款 | 357 | 414 | 514 | 663 | 834 |
| 其他流动负债 | 138 | 173 | 188 | 213 | 239 |
| **非流动负债** | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 1 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| **负债合计** | 695 | 840 | 955 | 1570 | 1848 |
| 少数股东权益 | 14 | 26 | 21 | 16 | 10 |
| 股本 | 180 | 240 | 246 | 246 | 246 |
| 资本公积 | 0 | 843 | 843 | 843 | 843 |
| 留存收益 | 1289 | 1652 | 1988 | 2397 | 2897 |
| **归属母公司股东权益** | 1470 | 2744 | 3103 | 3596 | 4196 |
| 负债和股东权益 | 2179 | 3609 | 4080 | 5182 | 6054 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 111 | 110 | 416 | 17 | 535 |
| 净利润 | 340 | 352 | 420 | 511 | 626 |
| 折旧摊销 | 25 | 30 | 25 | 31 | 40 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 17 | 30 |
| 投资损失 | 4 | 2 | -5 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -296 | -314 | -29 | -542 | -161 |
| 其他经营现金流 | 30 | 34 | -0 | -0 | -0 |
| **投资活动现金流** | -42 | -665 | -48 | -92 | -119 |
| 资本支出 | 34 | 36 | 44 | 79 | 96 |
| 长期投资 | -8 | -24 | 12 | 15 | 17 |
| 其他投资现金流 | -17 | -653 | 8 | 2 | -6 |
| **筹资活动现金流** | -3 | 972 | -70 | -41 | -62 |
| 短期借款 | 0 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 60 | 6 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 842 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -3 | 19 | -76 | -41 | -62 |
| **现金净增加额** | 68 | 426 | 294 | -118 | 353 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 1777 | 2271 | 2687 | 3396 | 4276 |
| 营业成本 | 1024 | 1373 | 1653 | 2097 | 2666 |
| 营业税金及附加 | 15 | 16 | 19 | 24 | 30 |
| 营业费用 | 144 | 218 | 258 | 323 | 409 |
| 管理费用 | 77 | 103 | 148 | 180 | 205 |
| 研发费用 | 93 | 116 | 137 | 173 | 218 |
| 财务费用 | 8 | 6 | 6 | 17 | 30 |
| 资产减值损失 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 15 | 16 | 15 | 15 | 15 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -4 | -2 | 5 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | -0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 397 | 415 | 487 | 598 | 734 |
| 营业外收入 | 5 | 1 | 15 | 7 | 8 |
| 营业外支出 | 0 | 3 | 8 | 4 | 5 |
| **利润总额** | 401 | 414 | 494 | 601 | 736 |
| 所得税 | 62 | 62 | 74 | 90 | 110 |
| **净利润** | 340 | 352 | 420 | 511 | 626 |
| 少数股东损益 | -4 | -10 | -4 | -5 | -6 |
| **归母净利润** | 344 | 362 | 424 | 516 | 632 |
| EBITDA | 419 | 427 | 498 | 615 | 763 |
| EPS(元) | 1.40 | 1.47 | 1.72 | 2.10 | 2.57 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 20.5 | 27.8 | 18.3 | 26.4 | 25.9 |
| 营业利润(%) | 9.3 | 4.7 | 17.2 | 22.9 | 22.6 |
| 归属于母公司净利润(%) | 6.6 | 5.3 | 17.0 | 21.8 | 22.4 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 42.4 | 39.6 | 38.5 | 38.3 | 37.7 |
| 净利率(%) | 19.4 | 15.9 | 15.8 | 15.2 | 14.8 |
| ROE(%) | 22.9 | 12.7 | 13.5 | 14.2 | 14.9 |
| ROIC(%) | 20.0 | 11.3 | 12.0 | 11.6 | 12.4 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 31.9 | 23.3 | 23.4 | 30.3 | 30.5 |
| 净负债比率(%) | -29.3 | -29.3 | -35.4 | -27.4 | -31.9 |
| 流动比率 | 2.6 | 3.9 | 3.9 | 3.0 | 3.0 |
| 速动比率 | 2.3 | 3.6 | 3.5 | 2.7 | 2.7 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.9 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 2.2 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 应付账款周转率 | 3.3 | 3.6 | 3.6 | 3.6 | 3.6 |
| **每股指标(元)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.40 | 1.47 | 1.72 | 2.10 | 2.57 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.45 | 0.45 | 1.69 | 0.07 | 2.17 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.97 | 11.14 | 12.58 | 14.58 | 17.02 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 30.6 | 29.1 | 24.9 | 20.4 | 16.7 |
| P/B | 7.2 | 3.8 | 3.4 | 2.9 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 24.1 | 21.4 | 17.8 | 14.5 | 11.3 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 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 | 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 | 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。

## 开源证券研究所

**地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层　　深圳**
**邮编：710065**
**电话：029-88365835**
**传真：029-88365835**