

青鸟消防 (002960)

2022 年报点评: 现金流显著改善+组织架构优化, 利润释放拐点近在眼前

买入 (维持)

2023 年 03 月 30 日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

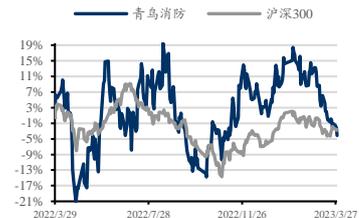
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,602	5,686	7,079	8,883
同比	19%	24%	24%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	570	731	930	1,193
同比	8%	28%	27%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.01	1.30	1.65	2.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.40	20.56	16.18	12.61

关键词: #产品结构变动带来利润率上升 #业绩超预期

投资要点

- **事件:** 公司 2022 年实现营收 46.02 亿元、增长 19.13%; 归母净利润 5.70 亿元、增长 7.51%; 扣非后增长 8.23%; 经营性净现金流增长 148.55%。
- **业绩符合预期, 疫情政策调整影响 Q4 表现, 净现金流状况大幅改善。**
 - 1) 业绩: 根据公司公告, 2022 年 Q4 政策端的调整对公司的人员到岗、物流端及项目实施端带来了多维度的影响, Q4 单季度收入增速同比下滑 6.99%、归母净利润同比下滑 1.10%、扣非后下滑 0.59%, 拖累了公司全年表现; 总体来看, 在复杂多变的经济形势下, 公司全年收入增长 19.13%、归母净利润增长 7.51%、扣非后增长 8.23%, 业绩符合市场预期。
 - 2) 现金流: 尤其值得重点关注的是, 在行业经历了地产景气度下行和疫情冲击的双重压力测试之下, 2022 年公司经营性净现金流大幅改善, 为 4.84 亿元、同比增长 148.55%, 体现出公司在逆境之中极强的风险管理能力。
 - 3) 人事: 公司公告高管人员调整, 董秘张黔山先生接任公司总经理 (原总经理卢文浩先生因个人身体原因请辞, 仍在公司任职), 我们查阅公开资料, 张黔山今年 52 岁, 先后担任北京西单商场股份有限公司证券部副部长、大鹏证券投资银行高级经理、北京德业投资有限公司总经理、北京神州泰岳软件股份有限公司董事会秘书、首席资本顾问, 职业生涯不可谓不丰富, 此时接任公司总经理, 结合 11 月份公司董事长 11 亿真金白银大手笔增持, 管理层的变化值得我们更多期待。
- **盈利能力展望: 应急疏散阶段性拖累公司毛利率表现, 净利润释放拐点近在眼前。** 分业务来看: 1) 通用报警收入 26.99 亿元、同比增长 9.24%, 毛利率为 41.49%、上升 1.68 个百分点, 是高毛利率的海外业务占比提升所致, 随着海外业务规模不断扩张, 毛利率水平有望持续改善; 2) 应急疏散收入 10.86 亿元、同比增长 64.60%, 毛利率为 28.71%、下滑 8.06 个百分点, 主要是因为市场竞争加剧以及左向照明并表, 从 2022 年 Q3 开始, 公司已经意识到快速扩张的应急疏散业务会带来品控和毛利率的问题, 所以已经在适当调整扩张速度和质量之间的平衡, 毛利率大概率会持续改善; 3) 工业消防收入 0.55 亿元、同比增长 54.61%, 毛利率为 44.87%、微降 1.30 个百分点; 4) 气体检测收入 1.32 亿元、同比增长 15.09%, 毛利率为 60.50%、大幅提升 5.14 个百分点; 5) 自动灭火收入 3.46 亿元、同比增长 22.59%, 毛利率为 22.59%、大幅提升 4.04 个百分点。总体来看, 公司综合毛利率为 37.14%, 与 2021 年持平, 考虑到 2022 年经济大环境极其复杂, 且应急疏散大幅拖累公司毛利率水平, 我们预计未来公司综合毛利率水平会持续提升。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.63
一年最低/最高价	22.90/43.38
市净率(倍)	2.59
流通 A 股市值(百万元)	11,697.03
总市值(百万元)	15,040.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	10.28
资产负债率(% ,LF)	25.60
总股本(百万股)	564.79
流通 A 股(百万股)	439.24

相关研究

《青鸟消防(002960):《电化学储能电站安全规程》落地, 行业快速发展、公司先发优势彰显》

2023-02-02

《青鸟消防(002960): 董事长大手笔承接公司 7.96% 股权, 掌舵人+产业战投万事俱备》

2022-11-21

费用端：2022 年公司研发费用为 2.30 亿元、同比增长 23.40%（研发费用已经超过行业第三名、第四名、第五名之和），2017-2022 年公司研发费用 CAGR 为 28.21%；销售费用同比增长 29.95%，主要是直销方面销售及售后人员随业务增长、法国 Finsecur 并表和品牌宣传费用。我们预计，伴随着公司在 2021-2022 年招聘的人员逐渐开始贡献人效（2021 年初公司员工总数为 2918 人、2023 年初公司员工总数为 4976 人），销售费用率会逐渐降低，公司净利率将持续改善，净利润增速拐点愈发接近。

- **董事长 11 亿真金白银躬身入局+中集集团大手笔参与公司定增，国际化消防产品综合平台雏形显现。**2022 年 11 月，北大青鸟环宇向董事长蔡总转让的股权合计 0.45 亿股、总转让款为 11.02 亿元、折合 24.54 元/股。转让完成后，北大青鸟环宇持股比例从 31.88%下降至 23.92%，董事长蔡总持股比例从 9.85%提升至 17.81%。我们认为，董事长大手笔承接股权、躬身入局，是公司发展历程上的一个里程碑事件，此前市场对公司的股权结构始终存在分歧，在委托-代理的难题之下，董事长的持股比例较高+北大青鸟环宇的财务投资者身份，使得市场对公司长期发展缺乏信心。此次董事长拿出 11 亿真金白银，一方面显著强化对公司的掌控力、进一步明确掌舵者身份，另一方面，也充分彰显对公司长期发展的坚定信心、打消市场疑虑。

根据公司的非公开发行人股票上市公告书，中集集团 12.00 亿元大手笔参与公司定增，定增完成后中集集团持有公司 8.86%股权。我们认为中集集团此次大手笔参与公司定增的原因如下：1）中集集团旗下的中集天达主营为消防车制造，与青鸟消防在客户和渠道资源方面有多重互补、相得益彰；2）中集集团近年来在工业消防、储能消防集装箱等多个领域均有业务布局，可以与青鸟消防形成良好合作；3）中集集团和青鸟消防均看好智慧消防的前景和市场空间，有望协同开展智慧消防相关的产业开发和业务拓展。

业务上，定增完成后，资金+战投+订单，行业洗牌形势下公司市占率加速提升可期；组织架构上，从 2022 年 3 月公司改组的最新一期董事会及高管成员可以看出，消防产品行业中最优秀的人才都在向公司聚集。公司发展成为国际化、综合化消防产品平台雏形已现，成长确定性较强。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到复杂多变的经济环境和国际局势，调整公司 2023-2024 年归母净利润从 8.4 亿元、11.07 亿元至 7.31、9.30 亿元，预计 2025 年归母净利润为 11.93 亿元，EPS 分别为 1.30、1.65、2.11 元，对应 PE 分别为 21、16、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业需求下降、竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等

青鸟消防三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,703	8,300	8,975	11,043	营业总收入	4,602	5,686	7,079	8,883
货币资金及交易性金融资产	3,409	3,979	4,625	5,035	营业成本(含金融类)	2,893	3,559	4,407	5,495
经营性应收款项	2,513	3,211	3,123	4,325	税金及附加	30	38	47	59
存货	698	1,024	1,108	1,551	销售费用	528	597	743	933
合同资产	2	3	4	5	管理费用	240	296	368	462
其他流动资产	82	82	115	127	研发费用	230	284	354	444
非流动资产	1,355	1,389	1,203	1,274	财务费用	6	41	49	60
长期股权投资	135	135	135	135	加:其他收益	67	64	66	66
固定资产及使用权资产	371	424	255	344	投资净收益	3	4	5	6
在建工程	107	103	100	97	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	193	179	165	151	减值损失	-59	-51	-51	-51
商誉	419	419	419	419	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	7	7	7	7	营业利润	686	890	1,131	1,451
其他非流动资产	122	121	121	121	营业外净收支	7	0	0	0
资产总计	8,058	9,688	10,178	12,317	利润总额	693	890	1,131	1,451
流动负债	1,866	2,821	2,468	3,541	减:所得税	94	120	153	196
短期借款及一年内到期的非流动负债	553	553	553	553	净利润	600	770	978	1,256
经营性应付款项	887	1,746	1,271	2,187	减:少数股东损益	30	38	49	63
合同负债	55	68	84	105	归属母公司净利润	570	731	930	1,193
其他流动负债	371	454	560	696	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.01	1.30	1.65	2.11
非流动负债	196	196	196	196	EBIT	690	1,038	1,286	1,616
长期借款	101	101	101	101	EBITDA	766	1,117	1,577	1,640
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	37.14	37.42	37.75	38.13
租赁负债	35	35	35	35	归母净利率(%)	12.38	12.86	13.13	13.43
其他非流动负债	61	61	61	61	收入增长率(%)	19.13	23.55	24.49	25.48
负债合计	2,063	3,018	2,664	3,737	归母净利润增长率(%)	7.51	28.41	27.08	28.32
归属母公司股东权益	5,801	6,438	7,233	8,235					
少数股东权益	194	232	281	344					
所有者权益合计	5,995	6,671	7,514	8,579					
负债和股东权益	8,058	9,688	10,178	12,317					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	484	823	929	738	每股净资产(元)	10.28	11.40	12.81	14.58
投资活动现金流	-726	-101	-91	-80	最新发行在外股份(百万股)	565	565	565	565
筹资活动现金流	1,722	-152	-193	-247	ROIC(%)	10.92	12.78	14.30	16.00
现金净增加额	1,505	571	645	410	ROE-摊薄(%)	9.82	11.36	12.85	14.48
折旧和摊销	76	79	291	24	资产负债率(%)	25.60	31.15	26.17	30.34
资本开支	-131	-105	-94	-85	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.40	20.56	16.18	12.61
营运资本变动	-275	-72	-385	-586	P/B (现价)	2.59	2.34	2.08	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

