

六问六答，当前位置我们坚定看好并推荐的原因

买入（维持）

2021年02月01日

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002
18811311450

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证号：S0600520070005
18806288427

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,271	2,634	3,291	4,120
同比（%）	27.80%	15.97%	24.97%	25.17%
归母净利润（百万元）	362	435	563	698
同比（%）	5.28%	20.21%	29.32%	23.90%
每股收益（元/股）	1.51	1.77	2.29	2.83
P/E（倍）	19.45	16.59	12.83	10.36

投资要点

■ 一、怎么看消防产品行业的市场空间？

观点总结：工商业（256.40亿）+工业（100-200亿）+智能疏散（192.30亿）+民用（未知，体量远大于工商业和工业），极端保守估计市场空间也在千亿以上。如果说1.8万亿市场空间的安防领域，造就了6000亿的海康威视；那么千亿市场空间的消防领域，出现一个300-400亿体量的龙头是大概率事件。

■ 二、怎么看消防产品行业的竞争格局和竞争壁垒？

观点总结：外部因素，即监管和管理体制的变革（由此带来了消防工程验收权力由基层消防转移给中高层的住建），使得行业的监管由之前的基层为主+自下而上变成自上而下+外包社会化第三方，行业规范程度提升的过程中，龙头市占率显著提升。内部因素，消防产品行业类似于我国家电行业的开始阶段，核心竞争力在于渠道和费用管控，相比行业中其他竞争对手，青鸟在渠道的维系和精细化管理方面具备更显著的优势，所以市占率提升的速度要高于其他头部企业。

■ 三、怎么看公司消防产品本身的技术壁垒（包括自研的芯片）？

观点总结：从持续研发投入的绝对额、自研芯片、工业消防订单、独步全行业的完整产品线，都充分证明了，在产品本身的技术壁垒方面，公司相比其他竞争对手，优势更为明显。

■ 四、怎么看类似于海康这种安防龙头的竞争威胁？

观点总结：海康从安防到消防形成降维打击，不是不可能，但是需要：1、公司自身需要重建To B的渠道，2、行业层面需要发展到智慧化程度很高或者安防消防一体化程度很高的阶段，这两大因素中的任何一点都不是一蹴而就的，需要漫长的发展和演变的过程。

■ 五、怎么看行业的价格战问题？

观点总结：考虑到行业洗牌加剧使得部分小企业退出、原材料和人工费用上涨而产品价格却下降、行业头部企业净利率已经处于合理区间，我们判断价格战进一步下降的空间和概率都较小。

■ 六、怎么看快速增长的智能疏散业务？

观点总结：2019年政策出台后，行业从无到有、快速放量，截至2020年三季度末公司智能疏散业务同比增长170%，考虑到智能疏散的渠道与传统烟雾报警器的渠道完全重合，我们判断2021、2022年公司的智能疏散业务均有望实现翻倍增长，分别达到4-5亿、8-10亿的收入规模。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为4.35、5.63、6.98亿元，EPS分别为1.77、2.29、2.83元，对应PE分别为17、13、10倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.35
一年最低/最高价	20.10/50.94
市净率(倍)	2.37
流通 A 股市值(百万元)	3626.19

基础数据

每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	22.02
总股本(百万股)	246.21
流通 A 股(百万股)	123.55

相关研究

- 1、《青鸟消防（002960）：青鸟消防：提前布局家用消防市场，行业持续扩容+龙头市场集中度提升》2020-12-29
- 2、《青鸟消防（002960）：应急疏散业务前三季度增速180%，通过收购快速扩张产能紧抓风口》2020-11-15
- 3、《青鸟消防（002960）：行业景气度上行+市占率提升+云服务模式创新，会不会是下一个“广联达”？》2020-11-11

1. 怎么看消防产品行业的市场空间？

1) 根据智研咨询披露的数据, 2019 年中国消防行业市场规模超过 3500 亿元, 预计到 2022 年市场规模将达到 4465 亿元, 其中消防产品约占 25%, 对应 1116 亿元; 消防工程约占 75%, 对应 3349 亿元。而根据慧聪消防网的统计, 在消防产品细分行业中, 消防报警行业市场规模从 2009 年的 70.20 亿元增长至 2018 年的 256.40 亿元, 年复合增长率为 15.50%。注意, 过去 20 年以来, 所谓消防报警行业指的仅仅是工商业领域 (即写字楼、商场、医院以及住宅的公共领域, 不包含住宅入户部分), 而工业、住宅是完全不在这个统计的范围之内的。

2) 工业: 市场空间无明确数据, 我们产业调研以及走访政策专家, 预计工业消防的市场空间约为 100-200 亿/年, 2020 年以前该领域基本完全由外资 (霍尼韦尔、西门子, 以及部分海湾品牌产品) 把控, 2020 年青鸟消防的产品正式进入工业领域, 工业消防业务已有部分订单落地, 预计 2021 年可以在报表端体现。

3) 住宅: 在美国等发达国家, 可以发现, 住宅端 (即住宅入户) 贡献了消防行业收入的 90% 以上, 目前在国内由于受制于收费模式, 住宅端尚无明确政策要求, 但是考虑到: 一、民用消防报警是内在需求, 二、北京、苏州等地已经开始出现部分城区入户消防报警试点, 我们判断住宅市场空间开启是早晚的事情。

4) 智能疏散: 根据《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》主要起草人之一国家消防电子产品质检中心副主任丁宏军的预估, 智能疏散市场规模约 3 倍于消防报警市场。按照 2018 年消防报警行业市场规模 256.40 亿元计算, 智能疏散市场规模约为 769.20 亿元; 假设市场结构与消防行业类似, 其中产品市场占比为 25%, 对应市场空间约为 192.30 亿元/年。

总结: 工商业 (256.40 亿) + 工业 (100-200 亿) + 智能疏散 (192.30 亿) + 民用 (未知, 体量远大于工商业和工业), 极端保守估计市场空间也在千亿以上。如果说 1.8 万亿市场空间的安防领域, 造就了 6000 亿的海康威视; 那么千亿市场空间的消防领域, 出现一个 300-400 亿体量的龙头是大概率事件。

2. 怎么看消防产品行业的竞争格局和竞争壁垒？

行业头部企业主要是 5 家: 青鸟消防、海湾、三江电子、利达华信、中消云。根据 2019 年数据, 青鸟市占率为 8.35%、海湾为 7.72%、三江电子为 3.44%、利达华信为 2.94%、中消云为 2.75%, 5 家头部企业合计市占率为 25.20%。未来市场竞争格局的演变来自于外部和内部 2 大因素:

1) 外部因素, 监管和管理体制的变革带来了龙头市占率的提升。2019 年以前, 消防工程验收由所对应的各基层消防部门负责, 2019 年 3 月, 应急管理部发文, 明确将消防部分的消防工程验收权力移交给住建部, 由此带来的变化是, 消防工程验收由之前的基层为主+自下而上变成自上而下+外包社会化第三方(注意, 第三方在验收时是要承担连带责任的), 因此监管体制和外部环境的变化使得行业龙头集中度显著提升。

2) 内部因素, 消防产品行业类似于我国家电行业的开始阶段, 核心竞争力在于渠道和费用管控。渠道方面公司一骑绝尘, 2016-2019 年经销商数量较为稳定, 始终维持在 60 余家, 每年变化不超过 1-2 家; 经销商单体销售金额持续扩张, 2017-2019 年头部经销商的收入规模从 0.85 亿增长到 1.48 亿(作为对比, 行业龙五的中消云 2019 年全年的营业收入才 7.5 亿), 从经销商的稳定和规模可以看出公司的渠道维系能力远远超出行业中其他竞争对手。费用管控方面, 根据招股说明书和年报数据, 2017-2019 年, 青鸟消防毛利率分别为 43.89%、42.36%、39.56%, 三江电子分别为 45.97%、43.57%、45.80%, 中消云分别为 42.62%、40.20%、34.00%; 青鸟消防净利率分别为 21.78%、19.11%、15.50%, 三江电子分别为 8.19%、7.64%、10.06%, 中消云分别为 14.30%、13.52%、11.45%, 我们可以发现, 2017-2019 年, 青鸟消防的毛利率都不是最高的, 但是净利率始终是三家龙头企业里最高的, 核心就在于公司良好的费用管控能力。2017-2019 年, 青鸟消防的期间费用率分别为 17.87%、18.10%、19.49%, 其中销售费用率分别为 8.13%、8.09%、9.59%, 管理费用率分别为 9.19%、9.55%、9.65%, 期间费用率、销售费用率、管理费用率均为三家龙头企业里最低的。(详情可见我们外发的深度报告《青鸟消防: 行业景气度上行+市占率提升+云服务模式创新, 会不会是下一个“广联达”? 》)

总结: 外部因素, 即监管和管理体制的变革(由此带来了消防工程验收权力由基层消防转移给中高层的住建), 使得行业的监管由之前的基层为主+自下而上变成自上而下+外包社会化第三方, 行业规范程度提升的过程中, 龙头市占率显著提升。内部因素, 消防产品行业类似于我国家电行业的开始阶段, 核心竞争力在于渠道和费用管控, 相比行业中其他竞争对手, 青鸟在渠道的维系和精细化管理方面具备更显著的优势, 所以市占率提升的速度要高于其他头部企业。

3. 怎么看公司消防产品本身的技术壁垒(包括自研的芯片)?

我们在问题二中已经介绍, 目前消防产品行业很像家电行业起初的阶段, 比拼的主要是渠道和费用管控, 但是这并不是说研发投入不重要, 恰恰相反, 如果我们去看头部企业的报表数据, 就会发现:

1) 2019 年青鸟消防研发投入为 1.16 亿元, 我们预计 2020 年预计青鸟消防的研发投入在 1.3 亿元以上, 并且全部费用化; 而行业龙三三江电子 2019 年的研发投入为 0.59 亿元、龙五中消云 2019 年的研发投入为 0.36 亿元, 两者加总后为 0.95 亿元, 尚不及青

鸟一家的投入。意味着，虽然目前行业还没有成熟到比拼技术的阶段，但是现阶段公司已经在研发投入上遥遥领先，如果将来一旦行业进入到比拼技术水平的阶段，那公司的先发优势只会更加明显。

2) 公司自研的朱鹮芯片是公司高研发投入的一个证明，截至 2020 年年末，公司几乎所有的现场部件都已经采用了自研的朱鹮芯片。

3) 我们在问题一中已经介绍，工业消防领域 2020 年以前基本完全由外资（霍尼韦尔、西门子，以及部分海湾品牌产品）把控，2020 年青鸟消防的产品正式进入工业领域，已有部分订单落地，预计 2021 年可以在报表端体现，这也是公司技术实力的一个体现。

4) 最后，对于下游的客户地产商来说，在采购消防产品的时候，往往更倾向于在一家采购所有的产品，尽量避免混搭多家产品所带来的不兼容以及协调成本问题，目前，全行业只有青鸟可以提供从烟雾报警到应急疏散的完整产品线，这个也是公司技术研发实力的一个体现。

总结：从持续研发投入的绝对额、自研芯片、工业消防订单、独步全行业的完整产品线，都充分证明了，在产品本身的技术壁垒方面，公司相比其他竞争对手，优势更为明显。

4. 怎么看类似于海康这种安防龙头的竞争威胁？

1) 海康威视消防业务的现状：海康威视 2015 年就成立了消防事业部，2017 年开始正式开展业务，2020 年全年实现收入规模约为 5000 万左右。

2) 重建渠道需要时间：海康想要大举进入消防产品领域的话，需要重建渠道，它之前是 to G 为主，现在要重建 to B 的渠道，需要一个过程，而且从海康消防业务开展的情况来看，我们并没有发现它大刀阔斧的建渠道的动作。

3) 产品端以成熟产品为主：目前海康的消防产品基本是同质化的成熟产品，并没有体现海康特色的技术或者研发或者其他特点，如果拼成熟产品的话，又回归到了拼渠道和拼费用管控的维度，这个海康相比青鸟，并没有体现更多的优势。

4) 最后，如果说海康降维打击青鸟，只有一种场景下会发生，就是将来消防行业发展的很成熟很高级以后，开始智慧消防或者安防消防一体化，海康威视可能会通过智慧化或者一体化的方式切入到消防领域，扩张规模，但是从目前的情况来看，要发展到智慧化或者安防消防一体化，还需要一个极其漫长的过程，现在无论是政策还是产品还是技术，都不支持。

总结：海康从安防到消防形成降维打击，不是不可能，但是需要：1、公司自身需要重建 To B 的渠道，2、行业层面需要发展到智慧化程度很高或者安防消防一体化程度很高的阶段，这两大因素中的任何一点都不是一蹴而就的，需要漫长的发展和演变的过程。

5. 怎么看行业的价格战问题？

1) 根据我们产业链的调研，2018、2019 年行业价格战打的比较厉害，产品均价每年下降 5% 左右，2020 年的情况是价格战没有进一步恶化，维持在 2019 年的水平上，原因主要是行业洗牌加剧之后，2018 和 2019 年部分实力薄弱的企业就逐渐退出了市场，所以价格战没有进一步加剧。

2) 从数据端来看，2017-2019 年，青鸟的净利率在 15.50%-21.78%、三江电子的净利率在 8.19%-10.06%，中消云的净利率在 11.45%-14.30%，对于消防产品这样一个具有一定技术含量的工业制造品来说，龙三三江电子 8%-10% 的净利率水平即使不是完全合理的利润水平，应该也处于合理水平的上限了，如果通过价格战将盈利水平进一步打压，龙三净利率水平下降到 5% 左右的话，可能行业中的绝大部分企业已经处于亏损了；同时考虑到近几年来无论是原材料、还是人工的成本都是在上升的（而产品价格还在下降），所以我们判断行业盈利水平进一步下降的空间和概率都非常小了。

总结：考虑到行业洗牌加剧使得部分小企业退出、原材料和人工费用上涨而产品价格却下降、行业头部企业净利率已经处于合理区间，我们判断价格战进一步下降的空间和概率都较小。

6. 怎么看快速增长的智能疏散业务？

消防应急照明和疏散指示系统广泛应用于机场、高速铁路、地铁、大型商场、酒店、写字楼等公共场所，在紧急情况下，为人员智能疏散和逃生指引方向。2019 年 3 月，《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》发布实施；2020 年 4 月，市场监管总局优化强制性产品认证目录，消防应急照明和疏散指示产品作为“避难逃生产品”平行于“火灾报警产品”，成为一个独立品类。2019 年开始，智能疏散市场快速放量，根据公司 2019 年年报，2019 年智能疏散及防火门监控系统业务合计收入 1.72 亿，其中智能疏散和防火门占比差不多各 50%。同时，根据公司公开交流的内容，截至 2020 年三季度末，智能疏散业务收入同比增长 170%，我们推测 2020 年仅智能疏散业务收入有望达到 2.0 亿以上，同时根据我们产业链调研和走访政策专家的情况，预计 2021、2022 年智能疏散市场均是翻倍以上的增长，考虑到智能疏散的渠道和传统烟雾报警产品的渠道是完全重

合的，我们有理由相信 2021、2022 年公司智能疏散业务均实现翻倍以上增长，分别达到 4-5 亿、8-10 亿的收入规模。

总结：2019 年政策出台后，行业从无到有、快速放量，截至 2020 年三季度末公司智能疏散业务同比增长 170%，考虑到智能疏散的渠道与传统烟雾报警器的渠道完全重合，我们判断 2021、2022 年公司的智能疏散业务均有望实现翻倍增长，分别达到 4-5 亿、8-10 亿的收入规模。

7. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.35、5.63、6.98 亿元，eps 分别为 1.77、2.29、2.83 亿元，pe 分别为 17、13、10 倍，维持“买入”评级。

8. 风险提示

- 1) 销量：受到疫情的影响，下游工商业企业、地产商的需求下降，由此造成公司销售量不达预期；
- 2) 价格：行业竞争加剧，价格战使得公司的产品价格和毛利率下降幅度超预期；
- 3) 成本：原材料价格持续上涨造成公司成本上涨幅度超预期；
- 4) 云服务：公司的青鸟云服务推广若不达预期，或对公司估值和业绩造成不良影响等。

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,237	3,632	4,329	5,033	营业收入	2,271	2,634	3,291	4,120
现金	1,061	1,396	1,354	1,796	减:营业成本	1,373	1,584	2,006	2,519
应收账款	871	838	1,297	1,376	营业税金及附加	16	17	21	27
存货	243	305	389	483	营业费用	218	215	269	337
其他流动资产	1,062	1,092	1,288	1,378	管理费用	103	292	348	436
非流动资产	372	420	504	608	财务费用	6	7	19	33
长期股权投资	1	5	9	14	资产减值损失	-2	49	22	32
固定资产	276	311	386	480	加:投资净收益	-2	5	4	5
在建工程	5	11	18	26	其他收益	1	0	0	0
无形资产	32	34	32	31	营业利润	415	515	666	826
其他非流动资产	58	58	58	57	加:营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,609	4,051	4,833	5,641	利润总额	414	515	666	826
流动负债	837	891	1,108	1,221	减:所得税费用	62	72	93	116
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	-10	8	10	12
应付账款	414	475	651	764	归属母公司净利润	362	435	563	698
其他流动负债	173	165	207	207	EBIT	397	494	641	795
非流动负债	3	12	21	29	EBITDA	427	519	672	835
长期借款	0	9	18	26					
其他非流动负债	3	3	3	3	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	840	903	1,129	1,250	每股收益(元)	1.51	1.77	2.29	2.83
少数股东权益	26	33	43	56	每股净资产(元)	11.14	12.65	14.87	17.61
	2,744	3,115	3,660	4,335	发行在外股份(百万股)	240	246	246	246
归属母公司股东权益					ROIC(%)	11.3%	12.6%	14.0%	14.8%
负债和股东权益	3,609	4,051	4,833	5,641	ROE(%)	12.7%	14.1%	15.5%	16.2%
					毛利率(%)	39.6%	39.9%	39.1%	38.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.9%	16.5%	17.1%	16.9%
经营活动现金流	110	464	97	628	资产负债率(%)	23.3%	22.3%	23.4%	22.2%
投资活动现金流	-665	-68	-111	-140	收入增长率(%)	27.8%	15.97%	24.97%	25.17%
筹资活动现金流	972	-61	-28	-46	净利润增长率(%)	5.3%	20.21%	29.32%	23.90%
现金净增加额	426	335	-42	442	P/E	19.45	16.59	12.83	10.36
折旧和摊销	30	25	31	40	P/B	2.63	2.32	1.97	1.67
资本开支	36	43	80	100	EV/EBITDA	13.65	10.62	8.29	6.17
营运资本变动	-314	-7	-522	-150					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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>

