

2021年02月21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

## 关于现金流、价格战、政企关系的解答 买入（维持）

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）	25.73	21.96	16.98	13.70

### 投资要点

#### ■ 一、如何看待公司的现金流和客户回款状况？

- 1) 行业属性决定现金流状况不会特别亮眼，但是公司通过消防工程验收——系统软件授权——常规消防检查 3 个环节，对于下游客户形成较强的约束，确保回款情况。
- 2) 在市占率还不够高的形势下，公司根据自身的财务状况，适当放松账期以获取和扶植优质的经销商做大做强，这其实是一种竞争策略，未来等到公司市占率足够高以后，预计现金流的状况会逐步改善。
- 3) 下游客户同样为地产商的优质白马公司东方雨虹，2011-2017 年现金流状况与青鸟消防相似，但是并不影响市场给予估值。

#### ■ 二、如何看待行业的价格战情况？

- 1) 2018、2019 年消防行业产品均价每年下降 5% 左右，2020 年的价格并没有进一步下降，原因主要是行业洗牌加剧之后，部分实力薄弱的企业就逐渐退出了市场。
- 2) 从毛利率和净利率数据来看，行业已经处于合理利润率水平，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。
- 3) 从成本端来看，全行业只有公司自研芯片，降成本的相对优势更加明显。
- 4) 如果我们深入研究和回顾中国消防产品行业发展的历史，会发现公司的基因中是不怕竞争的，即使价格战继续，公司手握技术、资金、成本、管理优势，大概率会笑到最后。

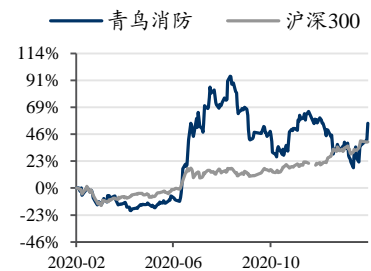
#### ■ 三、如何看待行业的政企关系？

- 1) 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) 对于下游地产商来说，龙头地产商集中度提升+品牌首选率提升，政企关系的重要性会进一步弱化。
- 3) “传统消防”向“智慧消防”转变是产业必然趋势，在行业标准不断提升、技术不断升级的过程中，集产品、技术、服务于一体的整体解决方案是未来行业发展的必然趋势，在这个过程中，客户决策考虑更多是能否满足一体化方案的需求，政企关系在客户决策中的权重进一步弱化。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.77、2.29、2.83 元，对应 PE 分别为 22、17、14 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)	38.83
一年最低/最高价	20.10/50.94
市净率(倍)	3.14
流通 A 股市值(百万元)	4797.45

### 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）：对标防水行业龙头，当前价值存在修复空间》2021-02-09
- 2、《青鸟消防（002960）：六问六答，当前位置我们坚定看好并推荐的原因》2021-02-01
- 3、《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

## 一、如何看待公司的现金流和客户回款状况？

根据公司年报数据，2017-2019 年公司营收分别为 14.75、17.77、22.71 亿元，经营现金流入分别为 13.52、15.22、18.89 亿元，收现比分别为 91.68%、85.65%、83.17%，经营性净现金流分别为 1.69、1.11、1.10 亿元。对于公司的现金流状况，我们的观点如下：

### 1) 行业属性决定现金流状况不会特别亮眼，但是公司通过 3 个环节严格控制回款。

考虑到公司最终的下游客户为地产商、工商业建筑、商业物业等，客户的话语权较强，因此行业本身属性决定了现金流状况不会特别亮眼。但是根据我们的产业调研和持续跟踪，对于回款，公司在多个环节设置了严格的控制手段：

**消防工程验收阶段：**在建筑完工，进行消防工程验收的环节，必须有青鸟消防的工作人言在现场进行配合，如果不配合，消防工程一定无法通过验收。那么，对于下游客户（尤其是地产商）来说，一个地产项目动辄几亿几十亿，而消防产品最多几百万、上千万，如果仅仅因为这一点账款使得地产项目没法通过验收，完全是得不偿失，所以一般在验收环节下游客户会给予口头回款承诺或者回款合同。

**系统软件授权阶段：**目前无论是传统的消防报警系统产品，还是应急疏散系统产品，一般都是自带软件系统，根据我们了解的情况，系统一般是免费试用 2 个季度左右（个别可能是 2-3 个季度），如果 3 个季度还没有回款，那么在到期后，公司可能会采用停止授权的方式，使得该软件系统失灵，消防报警系统瘫痪。

**常规消防检查阶段：**由于各地方政府对于消防的重视程度日益提升，目前每季度、每半年、每年的常规消防检查是不可避免的，而检查的时候，也必须要有青鸟消防的工作人员在现场予以配合，如果不配合就无法通过检查。

因此，公司通过工程验收——软件授权——常规检查 3 个环节，对于下游客户形成较强的约束，确保回款情况。

2) 在市占率还不够高的形势下，适当放松账期是一种竞争策略，为了获得和扶植优质的经销商体系。我们在之前的系列报告中已经介绍过，消防产品市场竞争格局较为分散，根据慧聪消防网数据显示，国内消防企业以销售规模 500 万元以下的小公司为主，2017-2019 年，青鸟消防作为行业龙头，市占率分别为 6.14%、6.93%、8.35%，相比海外市占率达到 20%-30% 的头部企业，公司市占率仍存在显著提升空间。因此，在竞争格局较为分散，还没有形成绝对意义上的龙头之前，公司根据自身的财务状况，适当放松账期以获取和扶植优质的经销商做大做强，这其实是一种竞争策略，未来等到公司市占率足够高以后，预计现金流的状况会逐步改善。

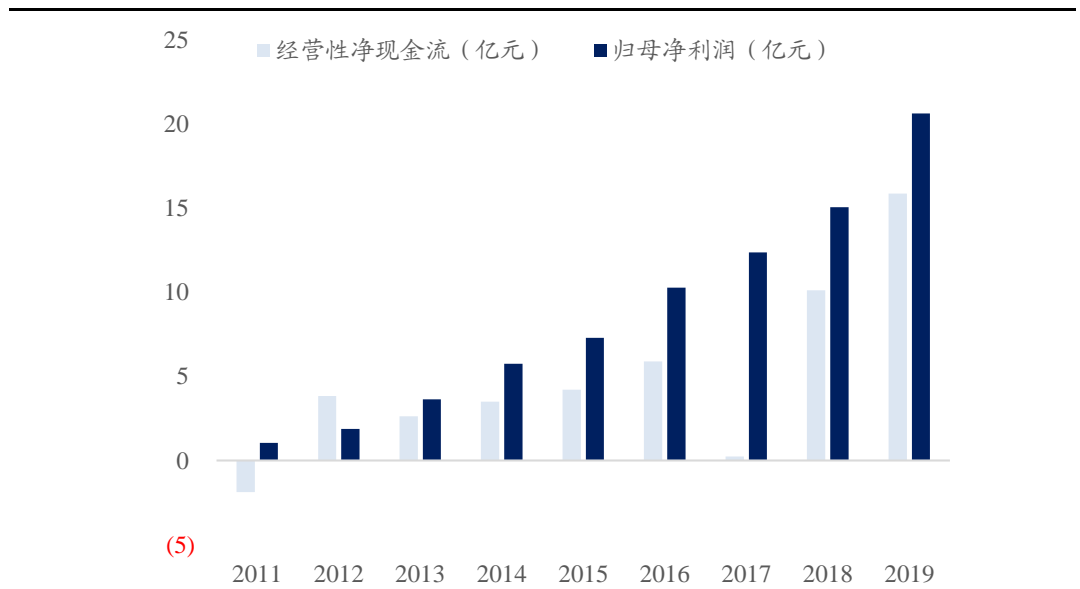
表 1: 消防产品行业中的头部企业市场占有率情况 (单位: 亿元)

	2017		2018		2019	
	收入	市占率	收入	市占率	收入	市占率
青鸟消防	14.75	6.14%	17.77	6.93%	22.71	8.35%
海湾安全					21.00	7.72%
三江电子	7.38	3.07%	8.31	3.24%	9.35	3.44%
利达华信					8.00	2.94%
中消云	5.54	2.31%	6.21	2.42%	7.47	2.75%
松江繁飞	4.50	1.87%				
鼎信消防	0.54	0.22%				

数据来源: 青鸟消防招股说明书、东吴证券研究所

3) 下游客户同样为地产商的优质白马公司东方雨虹, 2011-2017 年现金流状况与青鸟消防相似, 但是并不影响市场给予估值。东方雨虹下游客户以地产商为主, 2011-2017 年, 公司归母净利润从 1.05 亿增长至 12.39 亿元, 但是经营性净现金流在-1.88 亿到 5.90 亿元之间, 现金流状况不佳, 2018、2019 年市占率提升至足够高以后, 现金流状况改善, 并不影响市场给予其高估值。

图 1: 2011-2017 年东方雨虹的现金流状况与青鸟相似 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

## 二、如何看待行业的价格战情况?

1) 根据我们产业链的调研, 2018、2019 年消防行业产品均价每年下降 5% 左右 (作为对比, 2019 年移远通信的 GSM/GPRS 系列模组价格为 17.93 元/片, 相比 2018 年下降 6.53%; LTE 系列模组价格为 131.20 元/片, 相比 2018 年下降 11.19%), 2020 年的情况是价格并没有进一步下降, 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) 从毛利率和净利率数据来看, 2017-2019 年, 行业龙一青鸟消防的净利率在 15.50%-21.78%、行业龙三三江电子的净利率在 8.19%-10.06%, 行业龙五中消云的净利率在 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。

3) 从成本端来看, 目前消防行业只有青鸟消防一家是自己设计研发芯片, 其他企业均是外采, 我们根据公司年报数据推测, 2019 年公司外采芯片大约 6000 万只左右, 自己研发替代以后, 成本端相比其他竞争对手必然有更大下降空间, 所以价格战继续的话, 公司在成本端的相对优势会更加明显。

4) 最后, 如果我们深入研究和回顾中国消防产品行业发展的历史, 就会发现公司 2001 年成立之后, 曾经经历过一个非常困难的时期, 2006 年 UTC (美国联合技术公司) 收购海湾以后, 海湾借助资金和平台资源, 针对青鸟消防, 在全国范围内组织了一场“打鸟行动”, 但是公司在这个极端困难的环境下依然发展壮大起来, 所以公司的基因中其实是不怕竞争的, 即使价格战继续, 公司手握技术、资金、成本、管理优势, 大概率会笑到最后。

### 三、如何看待行业的政企关系?

1) 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。2019 年以前, 消防工程验收由所对应的各基层消防部门负责, 由于众所周知的原因, 行业竞争格局十分分散; 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, 由于: 人员数量 (消防人员大数 12 万人, 住建部 345 人, 加上各地住建局等估算人员总数大数不超过 2 万人)、管理体系 (相比消防, 住建自上而下管理的风格更明确) 的不同, 住建部接手后, 消防工程验收更多采用自上而下+外包社会化第三方的方式 (2019 年以前是基层为主+自下而上), 由于社会化第三方需要承担连带责任, 因此在验收过程中, 更倾向于品牌和龙头公司, 再加上行业规范化程度提升是必然发展趋势, 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。数据上也可以佐证，2017-2019年，青鸟消防的市占率分别为 6.14%、6.93%、8.35%；三江电子的市占率分别为 3.07%、3.24%、3.44%；中消云的市占率分别为 2.31%、2.42%、2.75%，2019 年开始，行业头部企业的市占率均出现了不同程度的提升，预计该趋势在 2020 年更加明显。

2) 对于下游地产商来说，龙头地产商集中度提升+品牌首选率提升，政企关系的重要性会进一步弱化。在行业早期，产品同质化竞争阶段，政企关系可能相对重要一些，但是随着下游龙头地产商的市场集中度不断提升，且公司在下游客户的品牌首选率中不断提升，未来保利、万科这种头部地产商必然会更多选择头部品牌商进行合作。根据中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合发布的 2018-2020 年《中国房地产开发企业 500 强测评研究报告》，2019、2020 年青鸟消防的品牌首选率分别为 16%、21%，且在 2020 年首次超过海湾，成为消防设施类排名第一。因此，我们预计，龙头地产商集中度提升+品牌首选率提升，政企关系的重要性会进一步弱化。

表 2: 2018-2020 年中国房地产开发企业 500 强首选供应商

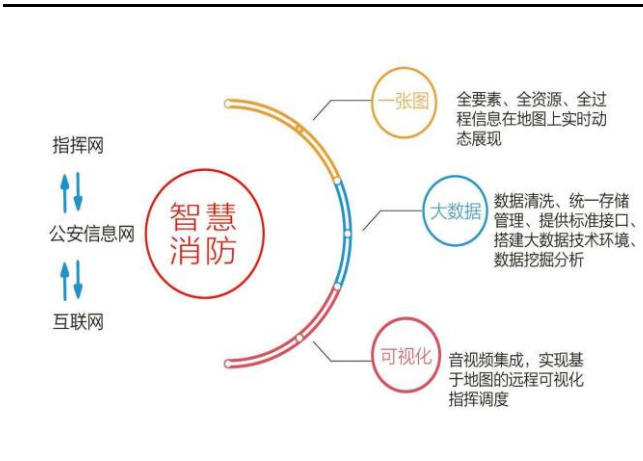
2018		2019		2020	
海湾	16%	海湾	22%	青鸟消防	21%
霍尼韦尔	14%	青鸟消防	16%	海湾	18%
利达华信	12%	泰和安	12%	鼎信	13%
泰和安	10%	霍尼韦尔	11%	尼特	11%
泛海三江	9%	鼎信	9%	泛海三江	9%
尼特	8%	尼特	9%	利达华信	7%
鼎信	8%	利达华信	4%	泰和安	6%
依爱	7%	泛海三江	4%	松江	5%
松江	5%	松江	4%	赛科	4%
泰科	4%	依爱	3%	依爱	2%
合计	93%	合计	94%	合计	96%

数据来源：《中国房地产开发企业 500 强首选供应商》、东吴证券研究所

3) “传统消防”向“智慧消防”转变是产业必然趋势，也会进一步弱化政企关系的重要性。2017 年 10 月，公安部消防局发布了《关于全面推进“智慧消防”建设的指导意见》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，全面促进信息化和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现代消防警务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“智慧消防”的转变。另一方面，随着智慧城市和智慧楼宇概念的提出，消防智能化已和网络化成为行业必然发展趋势，大数据和模式识别技术使得单一传感器可以区分烟

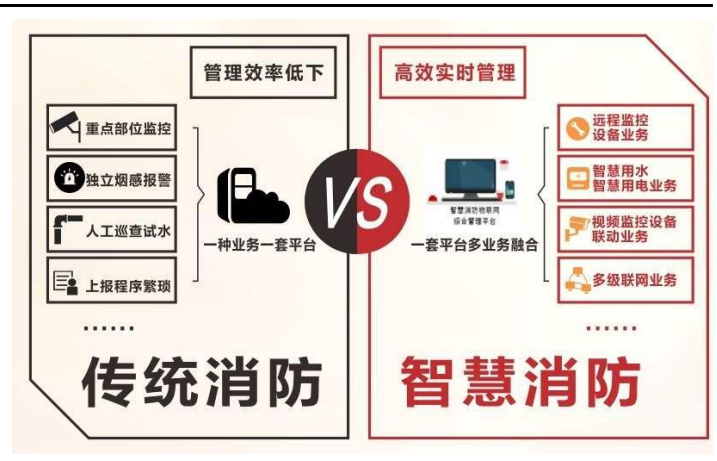
雾、水蒸气和粉尘等；物联网技术应用使多种传感器组网成为可能，并创建新的综合感知体系。在行业标准不断提升、技术不断升级的过程中，集产品、技术、服务于一体的整体解决方案是未来行业发展的必然趋势，在这个过程中，客户决策考虑更多是能否满足一体化方案的需求，政企关系在客户决策中的权重进一步弱化。

图 2：智慧消防的特点、模式、功效和呈现方式



数据来源：慧聪安防网、东吴证券研究所

图 3：传统消防与智慧消防的对比和优劣



数据来源：华数余杭官网、东吴证券研究所

## 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 22、17、14 倍，维持“买入”评级。

## 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：公司的青岛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
<b>流动资产</b>	3,237	3,632	4,329	5,033	<b>营业收入</b>	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	3,609	4,051	4,833	5,641	<b>利润总额</b>	414	515	666	826
<b>流动负债</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	362	435	563	698
其他流动负债	173	165	207	207	EBIT	397	494	641	795
<b>非流动负债</b>	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	<b>重要财务与估值指标</b>	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	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%
<b>负债和股东权益</b>	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%
					销售净利率(%)	15.9%	16.5%	17.1%	16.9%
					资产负债率(%)	23.3%	22.3%	23.4%	22.2%
					收入增长率(%)	27.8%	15.97%	24.97%	25.17%
					净利润增长率(%)	5.3%	20.21%	29.32%	23.90%
					P/E	25.73	21.96	16.98	13.70
					P/B	3.48	3.07	2.61	2.21
					EV/EBITDA	19.12	15.12	11.76	8.96

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>

