青鸟消防（002960）

2021一季度业绩预告点评：业绩符合预期，经营行稳致远

买入（维持）

2021年04月15日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,271	2,525	3,155	3,949
同比（%）	27.80%	11.16%	24.97%	25.17%
归母净利润（百万元）	362	429	563	694
同比（%）	5.28%	18.53%	31.16%	23.32%
每股收益（元/股）	1.51	1.74	2.29	2.82
P/E（倍）	27.65	23.93	18.24	14.79

投资要点

- **事件：**公司发布一季度业绩预告，Q1收入同比增长153.24%-188.57%；归母净利润同比增长799.69%-1010.26%，符合我们预期。
- **收入增长符合我们预期，股权激励费用加回后利润增长略超预期**

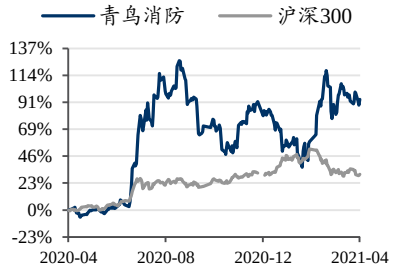
  由于2020年一季度受到疫情的严重影响，我们使用2019年一季度对比：

  一、**收入端**：2019Q1收入为3.70亿元，2021Q1收入中位数为4.60亿元，相比2019Q1增速为24.32%，2年复合增速为11%左右。考虑到：1）公司Q1是全年最淡的季度，2019Q1收入占比仅为16.29%；2）应急疏散市场和业务是从2020年开始释放，2019年疏散业务收入为0.67亿、2020年为1.82亿，意味着随着疏散业务的快速增长，2021Q1收入占比会进一步下降（疏散确认节奏和传统消防报警一样，Q1是最淡的季度），我们保守假设2021Q1收入占比为15%，则对应2021年全年收入为30.67亿元，相比2020年增长21.45%。3）同时，根据公司的公告内容，到2023年收入规模力争实现50亿以上，按照2020年收入规模25.25亿计算，则未来3年收入复合增速超过25%。**因此，根据我们推算，2021年收入增速相比2020年大概率会有25%左右增长**。

  二、**利润端**：2019Q1归母净利润为0.51亿元，2021Q1归母净利润中位数为0.53亿元，考虑到：1）股权激励和限制性股票费用合计740万元；2）根据公司公告，2021Q1员工人数较2020Q1增加500余人，我们根据公司2019年年报可推算出公司平均员工薪酬为12.58万元/年，假设薪酬水平保持与2019年持平，可算出2021Q1增加员工薪酬1573万元；**如果我们将股权激励费用和新增员工费用加回，可推算出可比口径下公司归母净利润为0.72亿元，相比2019Q1增长35.85%，略超我们预期**。
- **短期看3年内收入规模达到50亿可期，长期看有望复制海康威视的发展路径。**考虑到：1）应急疏散市场和业务正处于从零到一的指数型增长阶段，我们预计2023年有望实现8-10亿收入规模；2）久远品牌和海外市场保持30%左右的增长；3）我们青鸟品牌收入增速略高于行业增速（10%左右），因此根据我们推算，到2023年公司收入规模超过50亿、净利润规模超过10亿的概率较高。我们复盘安防龙头海康威视的发展历程，从后端存储、前端摄像头（标准化的产品），到被集成商模式的解决方案（半标准化半定制化），再到跨越安防的各工业细分领域（定制化），本质上是将自己的核心基础和底层逻辑不断衍生和拓展到新的领域。而目前青鸟消防正处于：1）将传统的烟雾报警系统作为基础设施进行大规模铺设；2）将传统烟雾报警系统的核心基础和底层逻辑逐渐向应急疏散领域拓展，是否能复制海康的成长路径，值得关注。
- **盈利预测与投资评级：**基于我们对公司在应急疏散和工业消防行业的成长性，我们维持2020-2022年EPS预测分别为1.74、2.29、2.82元，对应PE分别为24、18、15倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销量超预期下滑、成本超预期上升、竞争加剧挤压价格等。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.73
一年最低/最高价	20.10/50.94
市净率(倍)	3.37
流通A股市值(百万元)	5155.74

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）：现金流显著改善+持续高研发投入，有数量更有质量的快报》2021-02-27

2、《青鸟消防（002960）：关于现金流、价格战、政企关系的解答》2021-02-22

3、《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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：

公司发布一季度业绩预告，Q1 实现收入 4.30-4.90 亿元，同比增长 153.24%-188.57%；归母净利润 0.47-0.58 亿元，同比增长 799.69%-1010.26%。

收入增长符合我们预期，股权激励费用加回后利润增长略超预期

由于 2020 年一季度受到疫情的严重影响，低基数效应使得同比数据不具有太多的参考意义，我们将公司数据与 2019 年一季度做对比：

一、收入端：2019Q1 收入为 3.70 亿元，2021Q1 收入中位数为 4.60 亿元，相比 2019Q1 增速为 24.32%，2 年复合增速为 11%左右。考虑到：1）公司 Q1 是全年最淡的季度，2019Q1 收入占比仅为 16.29%；2）需要重点注意的是，应急疏散市场和业务是从 2020 年开始释放，根据公司 2020 年业绩快报，2019 年疏散业务收入为 0.67 亿、2020 年为 1.82 亿，意味着随着疏散业务的快速增长，2021Q1 收入占比会进一步下降（疏散的确认节奏和传统消防报警一样，Q1 是最淡的季度），我们保守假设 2021Q1 收入占比为 15%，则对应 2021 年全年收入为 30.67 亿元，相比 2020 年增长 21.45%。3）同时，根据公司的公告内容，到 2023 年收入规模力争实现 50 亿以上，按照 2020 年收入规模 25.25 亿计算，则未来 3 年收入复合增速超过 25%。**因此，根据我们推算，2021 年收入增速相比 2020 年大概率会有 25%左右增长，符合我们预期**。

二、利润端：2019Q1 归母净利润为 0.51 亿元，2021Q1 归母净利润中位数为 0.53 亿元，考虑到：1）股权激励和限制性股票费用合计 740 万元；2）根据公司公告，2021Q1 员工人数较 2020Q1 增加 500 余人，我们根据公司 2019 年年报可推算出公司平均员工薪酬为 12.58 万元/年，假设薪酬水平保持与 2019 年持平，可算出 2021Q1 增加员工薪酬 1573 万元；**如果我们将股权激励费用和新增员工费用加回，可推算出可比口径下公司归母净利润为 0.72 亿元，相比 2019Q1 增长 35.85%，略超我们预期**。

短期看 3 年内收入规模达到 50 亿可期，长期看有望复制海康威视的发展路径

短期来看：根据公司发布的 2020 年业绩快报内容，我们大致可以拆分出：1）应急疏散 1.82 亿，2）久远品牌 3-4 亿；3）海外业务 3-4 亿；4）青鸟品牌消防报警 17.43 亿左右。考虑到：1）应急疏散市场和业务正处于从零到一、从无到有的指数型增长阶

段，我们预计 2023 年有望实现 8-10 亿收入规模；2）久远品牌和海外市场保持 30%左右的稳定增长；3）青鸟品牌已经处于成熟阶段，预计收入增速略高于行业增速（10%左右），因此，根据我们的推算，到 2023 年公司收入规模超过 50 亿、净利润规模超过 10 亿的概率较高。

长期来看：我们详细复盘安防龙头海康威视的发展历程，从后端存储、前端摄像头（标准化的产品），到被集成商模式的解决方案（半标准化半定制化），再到跨越安防的各工业细分领域（定制化），本质上是将自己的核心基础和底层逻辑不断衍生和拓展到新的领域。而目前青鸟消防的发展阶段，类似于 2013 年以前的海康，正处于：1）将传统的烟雾报警系统作为基础设施进行大规模铺设；2）将传统烟雾报警系统的核心基础和底层逻辑逐渐向应急疏散领域复制和拓展，长期来看，公司未来是否能够复制海康的成长路径，值得持续关注和跟踪。

盈利预测

基于我们对公司在应急疏散和工业消防行业的成长性，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.74、2.29、2.82 亿元，PE 分别为 24、18、15 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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,237	3,602	4,333	4,993
现金	1,061	1,498	1,392	1,929
应收账款	871	767	1,280	1,282
存货	243	283	383	453
其他流动资产	1,062	1,054	1,279	1,328
非流动资产	372	401	482	583
长期股权投资	1	5	9	14
固定资产	276	295	367	457
在建工程	5	9	16	24
无形资产	32	34	32	31
其他非流动资产	58	58	58	57
资产总计	3,609	4,003	4,815	5,576
流动负债	837	849	1,097	1,165
短期借款	250	250	250	250
应付账款	414	438	641	715
其他流动负债	173	160	206	200
非流动负债	3	12	21	29
长期借款	0	9	18	26
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	840	861	1,118	1,194
少数股东权益	26	33	43	55
归属母公司股东权益	2,744	3,109	3,654	4,326
负债和股东权益	3,609	4,003	4,815	5,576

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	110	544	16	713
投资活动现金流	-665	-49	-107	-134
筹资活动现金流	972	-59	-16	-41
现金净增加额	426	437	-106	538
折旧和摊销	30	24	30	38
资本开支	36	24	77	96
营运资本变动	-314	82	-590	-54

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,271	2,525	3,155	3,949
减:营业成本	1,373	1,518	1,922	2,414
营业税金及附加	16	16	21	26
营业费用	218	206	258	323
管理费用	103	270	320	395
财务费用	6	5	7	27
资产减值损失	-2	47	21	30
加:投资净收益	-2	5	4	5
其他收益	1	0	0	0
营业利润	415	508	666	822
加:营业外净收支	-2	0	0	0
利润总额	414	508	666	822
减:所得税费用	62	71	93	115
少数股东损益	-10	8	10	12
归属母公司净利润	362	429	563	694
EBIT	397	485	639	789
EBITDA	427	509	668	827

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.51	1.74	2.29	2.82
每股净资产(元)	11.14	12.63	14.84	17.57
发行在外股份(百万股)	240	246	246	246
ROIC(%)	11.3%	12.4%	14.0%	14.7%
ROE(%)	12.7%	13.9%	15.5%	16.1%
毛利率(%)	39.6%	39.9%	39.1%	38.9%
销售净利率(%)	15.9%	17.0%	17.8%	17.6%
资产负债率(%)	23.3%	21.5%	23.2%	21.4%
收入增长率(%)	27.8%	11.16%	24.97%	25.17%
净利润增长率(%)	5.3%	18.53%	31.16%	23.32%
P/E	27.65	23.93	18.24	14.79
P/B	3.74	3.30	2.81	2.38
EV/EBITDA	20.79	16.60	12.83	9.75

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