

2020 年报和 2021 一季报点评：现金流显著改善，行业政策+公司布局静待腾飞 买入（维持）

2021 年 05 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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,525	3,418	4,528	5,708
同比（%）	11.2%	35.4%	32.4%	26.1%
归母净利润（百万元）	430	553	725	936
同比（%）	18.7%	28.7%	31.0%	29.1%
每股收益（元/股）	1.75	2.25	2.95	3.80
P/E（倍）	21.37	16.62	12.68	9.84

■ 事件：公司公告 2020 年年报和 2021 年一季报，符合我们预期。

■ 一、经销商优势奠定+市占率提升后加强账款回收，年报净现金流大幅改善。1) 公司加强对应收账款的考核管理工作，2020 年经营性净现金流为 2.99 亿元，同比增长 172.52%，报表质量显著改善。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。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，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、股权激励费用加回后 2021Q1 业绩符合我们预期，静待新增的 500 名员工人效逐步体现。收入端：2021Q1 收入为 4.53 亿元，相比 2019Q1 增速为 22.43%，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 年开始爆发，2019 年疏散业务收入为 0.67 亿、2020 年为 1.80 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，我们保守假设 2021Q1 收入占比为 15%，则对应 2021 年全年收入为 30.20 亿元，相比 2020 年增长 19.60%。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%。利润端：2019Q1 归母净利润为 0.51 亿元，2021Q1 归母净利润中位数为 0.51 亿元，考虑到：1) 股权激励和限制性股票费用约 1100 万元；2) 根据公司公告，2021Q1 员工人数较 2020Q1 增加 500 余人，根据公司 2020 年年报可推算出公司平均员工薪酬为 11.58 万元/年，可算出 2021Q1 增加员工薪酬 1448 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 0.76 亿元，相比 2019Q1 增长 49.02%，符合我们预期。销售费用增长酝酿渠道变革与升级，静待人效逐步体现。2021Q1 公司销售费用为 0.63 亿元，同比增长 68.47%，显著高于其他费用的增速，我们推测是因为公司积极构建“经销+直销”的全体系渠道模式，考虑到公司旗下“久远”品牌是直销模式，且订单和收入增速较快，新增的 500 员工和销售费用可能主要体现在“久远”品牌上，随着“久远”品牌的业务范围不断扩张，人效会逐渐体现。

■ 盈利预测与投资评级：基于公司市占率提升的逻辑，我们将公司 2021-2022 年 EPS 从 2.29、2.82 元调整为 2.25、2.95 元，预计 2023 年 EPS 3.8 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)	37.40
一年最低/最高价	20.46/50.94
市净率(倍)	2.93
流通 A 股市值(百万元)	4533.02

基础数据

每股净资产(元)	12.75
资产负债率(%)	26.83
总股本(百万股)	246.21
流通 A 股(百万股)	121.20

相关研究

- 1、《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》2021-04-15
- 2、《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
- 3、《青鸟消防 (002960)：关于现金流、价格战、政企关系的解答》2021-02-22

【事件】

公司公告 2020 年年报和 2021 年一季报，1) 2020 年实现收入 25.25 亿元，同比增长 11.16%；归母净利润 4.30 亿元，同比增长 18.72%；扣非后为 3.75 亿元，同比增长 3.29%。2) 2021Q1 实现收入 4.53 亿元，同比增长 166.80%；归母净利润为 0.51 亿元，同比增长 876.21%；扣非后为 0.45 亿元，同比增长 588.57%。

一、经销商优势奠定+市占率提升后加强账款回收，年报净现金流大幅改善

1) 根据公司公告内容，在做好疫情常态化防控下业务推进的同时，公司加强对应收账款的考核管理工作，2020 年经营性净现金流为 2.99 亿元，同比增长 172.52%，报表质量显著改善。

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，我们预计现金流的状况会逐步改善。

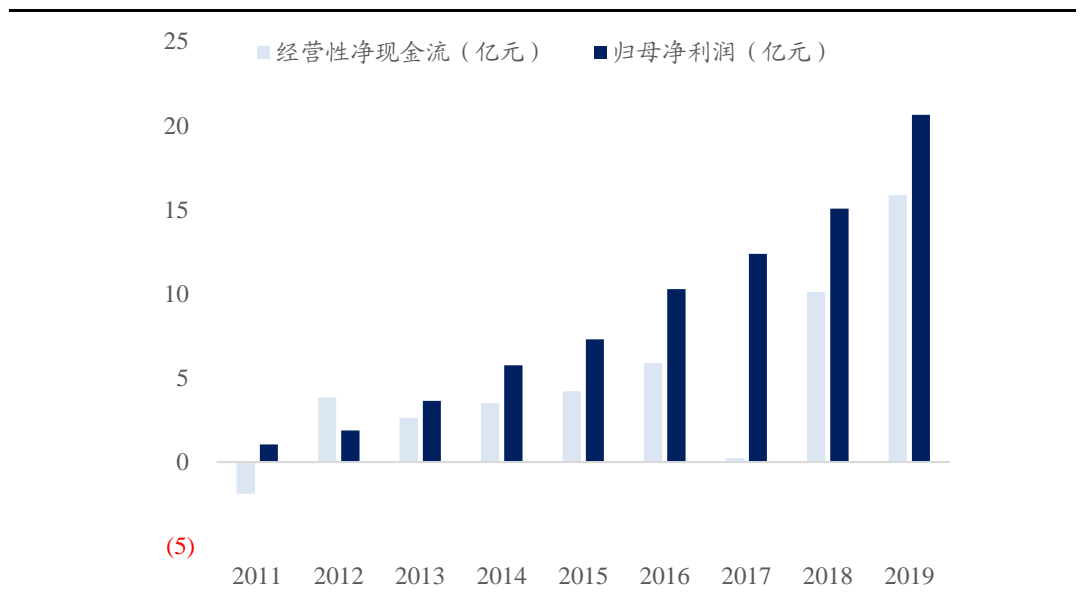
表 1: 消防产品行业中的头部企业市场占有率情况 (单位: 亿元)

	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、应急疏散+工业消防+持续高研发投入, 奠定未来 3 年高增长基础

1) **应急疏散:** 根据公告内容, 应急照明与智能疏散业务发展迅猛, 实现营业收入 1.80 亿元, 同比增长 177.23%, 未来三年受政策推动等因素的影响增长态势明显。根据我们产业链调研和走访政策专家的情况, 预计 2021、2022 年应急疏散市场均是翻倍以上的增长, 考虑到应急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 年公司应急疏散业务均实现翻倍以上增长。

2) **工业消防:** 我们预计工业消防市场空间约为 100-200 亿元/年, 2020 年以前基本完全被外资品牌 (霍尼韦尔、西门子等) 把控, 根据公司公告内容, 目前包括缆式线型感温火灾探测器、红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器、阻性漏电/热解粒子探测器、吸入式空气采样探测器等在内的工业产品体系已基本构建完成, 根据公司公开交流

内容，工业消防业务已有部分订单落地，我们预计 2021 年可以在报表端体现。

3) **研发费用**：根据公告内容，公司在研发方面的投入力度进一步加大，2020 年度研发费用约 1.38 亿元，较 2019 年度增长 18.72%；2018-2020 年，公司研发费用占比营收分别为 5.22%、5.11%、5.46%，公司的研发投入绝对值不但是消防行业最高，2018、2019 年公司一家的研发投入相当于行业龙三三江电子和龙五中消云两家之和，目前公司在产品线上相比竞争对手已经拉开了代际差距，竞争优势更为明显。

因此，持续高研发投入（且全部当期费用化）+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量，公司未来 3-5 年高增长基础已经夯实。

三、股权激励费用加回后 2021Q1 业绩符合我们预期，静待新增的 500 名员工人效逐步体现

根据公司公告，2021Q1 实现收入 4.53 亿元，同比增长 166.80%；归母净利润为 0.51 亿元，同比增长 876.21%，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：

收入端：2019Q1 收入为 3.70 亿元，2021Q1 收入为 4.53 亿元，相比 2019Q1 增速为 22.43%，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 年开始爆发，2019 年疏散业务收入为 0.67 亿、2020 年为 1.80 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 30.20 亿元，相比 2020 年增长 19.60%。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，无论我们怎么推算，2021 年收入增速相比 2020 年大概率会有 20%-25% 增长，符合我们预期。

利润端：2019Q1 归母净利润为 0.51 亿元，2021Q1 归母净利润中位数为 0.51 亿元，考虑到：1) 股权激励和限制性股票费用约 1100 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 2020 年年报可推算出公司平均员工薪酬为 11.58 万元/年，假设薪酬水平保持与 2020 年持平，可算出 2021Q1 增加员工薪酬 1448 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 0.76 亿元，相比 2019Q1 增长 49.02%，符合我们预期。

销售费用增长酝酿渠道变革与升级，静待人效逐步体现。2021Q1 公司销售费用为 0.63 亿元，同比增长 68.47%，显著高于其他费用的增速（管理费用增长 57.04%是因为

包含了 1100 万的股权激励费用)，我们推测是因为公司积极构建“经销+直销”的全体系渠道模式，考虑到公司旗下“久远”品牌是直销模式，且订单和收入增速较快，新增的 500 员工和显著增加的销售费用可能主要体现在“久远”品牌上，随着“久远”品牌的业务范围不断扩张，人效会逐渐体现。

四、行业政策频发具有显著指示性意义，公司提前布局有望获得先机

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 3 月，明确和标准化火灾报警系统产品安装施工要求的《火灾自动报警系统施工及验收标准》实施；2021 年 4 月，住建部联合多部委发布《关于加快发展数字家庭 提高居住品质的指导意见》，要求对新建全装修住宅，明确户内设置楼宇对讲、入侵报警、火灾自动报警等基本智能产品要求。我们分析认为，消防产品行业政策频发，既明确了行业规范化程度不断提升、产品标准日益严格的产业发展趋势，也为后续家用消防、智慧消防等领域更加具体明确的政策细则出台奠定了基础。公司已经成立了家用消防事业部，对智慧消防和安消一体化也有持续的投入，完善的业务布局有望在行业发展中抢得先机。

估值及盈利预测

考虑到行业景气度和公司订单情况，我们将公司 2021-2022 年 EPS 从 2.29、2.82 元调整为 2.25、2.95 元，预计 2023 年 EPS 3.8 元，对应 PE 分别为 17、13、10 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)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3,553	4,328	5,567	6,624	营业收入	2,525	3,418	4,528	5,708
现金	1,502	1,592	2,106	2,641	减:营业成本	1,535	2,085	2,771	3,468
应收账款	1,347	1,625	2,312	2,652	营业税金及附加	16	22	29	36
存货	353	457	620	728	营业费用	231	313	415	523
其他流动资产	350	653	529	603	管理费用	293	397	526	663
非流动资产	792	961	1,148	1,327	研发费用	138	187	247	312
长期股权投资	68	134	201	268	财务费用	18	13	14	16
固定资产	280	377	493	604	资产减值损失	5	33	43	52
在建工程	1	9	16	18	加:投资净收益	33	17	20	21
无形资产	33	31	30	28	其他收益	59	47	62	79
其他非流动资产	410	409	408	409	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	4,344	5,288	6,715	7,951	营业利润	477	620	814	1,051
流动负债	1,236	1,615	2,325	2,630	加:营业外净收支	8	4	5	5
短期借款	300	616	796	1,103	利润总额	485	624	818	1,056
应付账款	565	680	1,029	1,076	减:所得税费用	46	59	78	100
其他流动负债	371	319	500	450	少数股东损益	9	12	15	20
非流动负债	4	4	4	4	归属母公司净利润	430	553	725	936
长期借款	0	0	0	0	EBIT	458	606	805	1,042
其他非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	492	633	843	1,090
负债合计	1,240	1,619	2,329	2,634	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	22	34	49	69	每股收益(元)	1.75	2.25	2.95	3.80
归属母公司股东权益	3,082	3,635	4,337	5,249	每股净资产(元)	12.52	14.77	17.61	21.32
负债和股东权益	4,344	5,288	6,715	7,951	发行在外股份(百万股)	246	246	246	246
					ROIC(%)	27.8%	28.9%	31.0%	32.6%
					ROE(%)	14.1%	15.4%	16.9%	18.0%
					毛利率(%)	39.2%	39.0%	38.8%	39.2%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	17.0%	16.2%	16.0%	16.4%
经营活动现金流	299	275	423	551	资产负债率(%)	28.6%	30.6%	34.7%	33.1%
投资活动现金流	99	-488	-51	-282	收入增长率(%)	11.2%	35.4%	32.4%	26.1%
筹资活动现金流	52	-13	-38	-40	净利润增长率(%)	24.7%	28.7%	31.0%	29.1%
现金净增加额	441	-226	333	229	P/E	21.37	16.62	12.68	9.84
折旧和摊销	34	28	38	48	P/B	2.99	2.53	2.12	1.75
资本开支	33	102	121	112	EV/EBITDA	16.91	13.03	9.60	7.16
营运资本变动	-197	-314	-350	-448					

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>