

2021 中报点评：单季度复合增速显著提升，强强联手打造应急疏散龙头 买入（维持）

2021 年 08 月 12 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	1.59	2.08	2.69
P/E（倍）	17.00	18.67	14.25	11.04

■ **事件：**公司发布半年报，上半年实现营收 13.96 亿元，同比增长 65.46%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 40.89%；扣非后为 1.99 亿元，同比增长 57.32%。

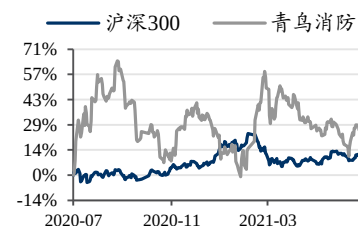
■ **一、单季度收入和净利润的复合增速均显著提升，股权激励费用加回后净利润增速超过 50%。**由于 2020 年存在疫情扰动影响，我们将 2021 年一季度和二季度单季数据分别做 2019 年以来的复合计算，可以算出：1) 2019-2021 年 Q1 收入的复合增速约为 11%、Q2 收入的复合增速超过 30%，收入的复合增速显著提升。2) 2019-2021 年 Q1 净利润的复合增速约为 0%、Q2 净利润的复合增速超过 30%，净利润的复合增速显著提升。3) 根据公司股权激励计划，2021 年全年摊销费用合计 4358.85 万元，对应上半年 2179.43 万元，加回后公司上半年归母净利润为 2.21 亿以上，相比 2020 年上半年增速超过 50%。4) 研发、渠道端费用前置，体现效果需要一定时间。上半年研发费用为 0.77 亿元，同比增长 48.15%，我们在系列深度报告中已经介绍，青鸟的研发费用要比行业头部企业三江电子和中消云两家研发费用的加总额还要更高，根据公司公告内容，公司持续保持研发投入强度（完善现有国内外产品线及“朱鹮”芯片迭代升级），持续加强品牌和销售渠道的建设，在投入端保持快速增长，截至 2021 年上半年公司员工人数较 2020 年上半年增加 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 2021 二季度增加员工薪酬 1448 万元，这些人员招聘进来后，由于主要是研发和渠道，相信效能的体现还需要一定的时间，所以费用提前反映了。总体来看，收入和净利润均符合我们预期，将股权激励费用加回后净利润增速略超我们预期。

■ **二、原材料价格上升+芯片紧缺形势下加速抢占市场份额，不涨价策略使得上半年毛利率微降。**根据公司半年报，上半年毛利率为 41.08%，相比 2020 年上半年下降 1.83 个百分点，其中火灾自动报警业务毛利率为 43.37%，相比 2020 年上半年下降 3.75 个百分点，我们分析认为毛利率下降主要有 3 个原因：1) 原材料价格上涨；2) 芯片供应紧张；3) 在行业中其他企业纷纷涨价的形势下，公司秉承不涨价策略，因此上半年毛利率微降，换来的是市场份额的快速提升。展望下半年，1) 工业消防方面，公司已经中标了中石油吉化（揭阳）项目、河北天柱钢铁集团搬迁项目（涉及产能约 600 万吨）和中天钢铁绿色精品钢项目（规划产能约 2,000 万吨，成为其全系列火灾自动报警系统产品的唯一供应商）等多个工业消防项目，考虑到工业消防产品的毛利率要显著高于传统消防报警业务；2) 原材料价格上涨的趋势有所缓解；3) 芯片紧缺的形势我们预计到今年底、明年初会有所缓解，因此公司的毛利率有望维持在目前的水平上，进一步下行的空间有限。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.59、2.08、2.69 元，PE 分别为 19、14、11 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.69
一年最低/最高价	23.03/50.94
市净率(倍)	3.36
流通 A 股市值(百万元)	5177.98

基础数据

每股净资产(元)	9.36
资产负债率(%)	27.65
总股本(百万股)	347.97
流通 A 股(百万股)	174.40

相关研究

- 1、《青鸟消防 (002960)：强强联合，需重视此次收购的战略意义》2021-08-05
- 2、《青鸟消防 (002960)：2021 年中报预告点评：单季度收入增速显著提升，利润端关注更深层表现》2021-07-08
- 3、《青鸟消防 (002960)：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》2021-05-01

【事件】

公司发布半年报，上半年实现营收 13.96 亿元，同比增长 65.46%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 40.89%；扣非后为 1.99 亿元，同比增长 57.32%。

一、单季度收入和净利润的复合增速均显著提升，股权激励费用加回后净利润增速超过 50%

由于 2020 年存在疫情扰动影响，我们将 2021 年一季度和二季度单季数据分别做 2019 年以来的复合计算，可以算出：

1) 2019-2021 年 Q1 收入的复合增速约为 11%、Q2 收入的复合增速超过 30%，收入的复合增速显著提升。

2) 2019-2021 年 Q1 净利润的复合增速约为 0%、Q2 净利润的复合增速超过 30%，净利润的复合增速显著提升。

3) 根据公司股权激励计划，2021 年全年摊销费用合计 4358.85 万元，对应上半年 2179.43 万元，加回后公司上半年归母净利润为 2.21 亿以上，相比 2020 年上半年增速超过 50%。

4) 研发、渠道端费用前置，体现效果需要一定时间。上半年研发费用为 0.77 亿元，同比增长 48.15%，我们在系列深度报告中已经介绍，青鸟的研发费用要比行业头部企业三江电子和中消云两家研发费用的加总额还要更高，根据公司公告内容，公司持续保持研发投入强度（完善现有国内外产品线及“朱鹮”芯片迭代升级），持续加强品牌和销售渠道的建设，在投入端保持快速增长，截至 2021 年上半年公司员工人数较 2020 年上半年增加 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 2021 二季度增加员工薪酬 1448 万元，这些人员招聘进来后，由于主要是研发和渠道，相信效能的体现还需要一定的时间，所以费用提前反映了。

总体来看，公司的收入和净利润均符合我们预期，将股权激励费用加回后净利润增速略超我们预期。

二、原材料价格上升+芯片紧缺形势下加速抢占市场份额，不涨价

策略使得上半年毛利率微降

根据公司半年报，2021 上半年毛利率为 41.08%，相比 2020 年上半年下降 1.83 个百分点，其中火灾自动报警业务毛利率为 43.37%，相比 2020 年上半年下降 3.75 个百分点，我们分析认为毛利率下降主要有 3 个原因：

- 1) 原材料价格上涨；
- 2) 芯片供应紧张；
- 3) 在行业中其他企业纷纷涨价的形势下，公司秉承不涨价策略；

因此上半年毛利率微降，换来的是市场份额的快速提升。展望下半年，1) 工业消防方面，公司已经中标了中石油吉化（揭阳）项目、河北天柱钢铁集团搬迁项目（涉及产能约 600 万吨）和中天钢铁绿色精品钢项目（规划产能约 2,000 万吨，成为其全系列火灾自动报警系统产品的唯一供应商）等多个工业消防项目，考虑到工业消防产品的毛利率要显著高于传统消防报警业务；2) 原材料价格上涨的趋势有所缓解；3) 芯片紧缺的形势我们预计到今年底、明年初会有所缓解，因此公司的毛利率有望维持在目前的水平上，进一步下行的空间有限。

三、强强联合、各取所需，通过收购左向照明打造成为消防报警和应急疏散领域的双龙头

公司公告，以自有资金 2.63 亿元收购应急照明及疏散公司左向照明 37.62% 股权（穿透后），左向照明将拿出转让款（税后）的 30% 用于购买青鸟消防股票。应急疏散市场空间广、增速快，是消防产品公司的必争之地。1) 空间广：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。

2) 增速快：根据公司公告内容，2019、2020 年应急照明及疏散业务收入分别为 0.65、1.80 亿元，同时拟收购标的左向照明 2021 年截至 5 月 31 日，累计接取订单金额为 1.92 亿元，其中完成发货 1.33 亿元，同比增长 287%。因此，应急疏散市场空间广、增速快，是消防产品公司的必争之地。

从此次收购公告中，我们可以发现诸多隐含深意的细节：

- 1) 付款方式：青鸟消防在公告后 10 个工作日内、股权交割日起 10 个工作日内、

2021 年 12 月 31 日之前、收购公告生效 1 年之日起 10 个工作日内分四期分别支付收购款的 20%、30%、30%、20%。

2) 股权转让款用途: 在天津优孚收到每一期股权转让款之日起 180 日内, 创始股东将不低于每期股权转让款扣除个人所得税后 30%金额的款项用于在深圳证券交易所集合竞价系统购买青鸟消防的股票。创始股东承诺其购买的青鸟消防股票自购买之日起 12 个月内不得卖出。

以上两点充分体现了被收购方左向照明的诚意, 同时另一方面:

3) 收购完成后, 保守估计 2021、2022、2023 年左向照明实现净利润分别不低于 0.5、0.6、0.7 亿元, 即在左向照明在手订单高增速的情况下, 仍然给出了较为稳妥和保守的业绩预测, **这也体现了收购方青鸟消防的诚意**。我们分析认为:

对于青鸟消防来说: 应急疏散市场空间大、增速快, 是消防产品公司的必争之地, 同时考虑到 2020 年公司对第一大客户销售额为 1.30 亿元, 即公司旗下最大经销商对公司贡献的收入为 1.30 亿元, 但是根据三江电子的招股说明书, 2019 年收入为 9.35 亿, 考虑到三江电子业务范围主要集中于广东省, 因此我们可以判断出, 青鸟消防广东省的收入规模仍然有较大的提升空间, 此次通过收购左向照明, 有望借助左向照明的渠道和资源, 进一步提升公司在广东省的市场份额。

对于左向照明来说: 2020 年收入为 2.29 亿元、归母净利润为 0.23 亿元, 相比行业龙头敏华照明仍存在较大差距, 且今年以来行业均受到芯片短缺的影响, 此次和青鸟消防合作以后, 一方面可借助青鸟消防的平台和资源, 快速扩张规模和份额、实现弯道超车, 另一方面, 青鸟消防自研的芯片有望解决公司的缺芯问题。

估值及盈利预测

我们维持预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.59、2.08、2.69 元, PE 分别为 19、14、11 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)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	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	953	1,130	1,295	研发费用	138	187	247	312
长期股权投资	68	134	201	268	财务费用	18	42	52	62
固定资产	280	369	475	573	资产减值损失	-5	3	5	6
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	5,281	6,697	7,919	营业利润	477	620	814	1,051
流动负债	1,236	1,715	2,503	2,895	加:营业外净收支	8	4	5	5
短期借款	300	716	974	1,369	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	609	814	1,056
其他非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	492	644	862	1,118
负债合计	1,240	1,719	2,507	2,899	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	1.59	2.08	2.69
归属母公司股东权益	3,082	3,528	4,141	4,952	每股净资产(元)	12.52	14.32	16.81	20.10
负债和股东权益	4,344	5,281	6,697	7,919	发行在外股份(百万股)	246	348	348	348
					ROIC(%)	27.8%	29.2%	31.6%	33.5%
					ROE(%)	14.1%	15.9%	17.7%	19.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	39.2%	39.0%	38.8%	39.2%
经营活动现金流	299	312	471	610	销售净利率(%)	17.0%	16.2%	16.0%	16.4%
投资活动现金流	99	-488	-51	-282	资产负债率(%)	28.6%	32.6%	37.4%	36.6%
筹资活动现金流	52	-150	-165	-187	收入增长率(%)	11.2%	35.4%	32.4%	26.1%
现金净增加额	441	-326	256	141	净利润增长率(%)	24.7%	28.7%	31.0%	29.1%
折旧和摊销	34	35	48	62	P/E	17.00	18.67	14.25	11.04
资本开支	33	95	110	98	P/B	2.37	2.07	1.77	1.48
营运资本变动	-197	-314	-350	-448	EV/EBITDA	18.58	14.26	10.55	7.96

数据来源: Wind, 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>