

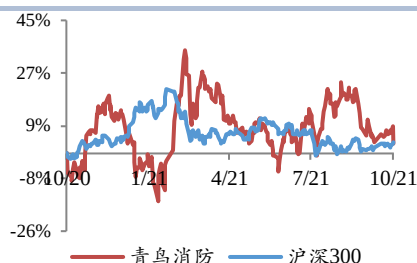
“长、宽、厚、慢”赛道下的长跑冠军

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-10-24

收盘价（元）	26.18
近 12 个月最高/最低（元）	33.21/23.16
总股本（百万股）	348
流通股本（百万股）	174
流通股比例（%）	50.12
总市值（亿元）	91
流通市值（亿元）	46

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：范云浩

执业证书号：S0010520070002

邮箱：fanyh@hazq.com

相关报告

主要观点：

● **青鸟消防是国内消防报警解决方案龙头企业，因主营业务涉及公共安全，行业属性决定了赛道“长、宽、厚、慢”四大特征。**“长”：行业发展历史长，且永续增长。与网安、安防等安全类行业类似，消防产品“防灾、减灾、救灾”功能难以直接创造经济价值，但伴生国民经济增长与社会财富积累，安全保障方面的投入会不断提升。

“宽”：①跨学科：融合电子/电气控制、通讯技术、材料学、芯片设计、结构与机械加工等多门类/跨学科技术与经验诀窍；②跨场景：除民用、商用建筑及工业生产等多个大类应用场景外，还包含医院、体育场馆、文物古建等大量长尾应用，不依赖地产单一行业而剧烈波动，呈现“大行业，小公司”的市场格局。“厚”：产品与解决方案一体化，需要大量项目经验积累 Know-How，行业护城河深厚。

“慢”：下游分散，业务扩张往往依赖渠道与人员同向扩张，随着渠道建设完善和品牌知名度提升，龙头企业市占率稳步提升。

● **赛道特征决定企业竞争要素，青鸟消防竞争优势显著利能力增强。**①

品牌价值显现：公司从事消防产品生产近 20 年，公司参与的代表性项目过百项，奥运场馆、大型国际机场项目为公司产品力背书，连续两年斩获房地产开发 500 强首选供应商首选榜首。②**销售体系：**确立专卖经销模式，在扩大销售规模、提升渠道把控、降低销售费用方面优于同行。③**差异化：**自研“朱鹮”芯片，防止 Know-How 外溢的同时通过技术迭代实现差异化，积极拥抱“智慧消防”与“消安物”一体化趋势，跳出低价竞争陷阱。④**多品牌战略：**公司通过外延内生双向发展，逐步构建“3+2”的业务框架，形成了多品牌格局，满足客户不同层次需求的同时，提升区域性市场影响力，并逐步辐射海外地区，实现业务规模的快速扩大。

● **收入弹性增强、盈利能力改善、产业需求升级三翼齐飞。**①提前布局应急疏散、积极进军工业消防及家用消防领域，政策东风下有望给公司带来较大收入弹性；②竞争格局优化、产品结构优化、内部控制优化费用率及股权激励大额摊销完成、加强账期管理降低减值损失等多因素带来公司盈利改善；③电动自行车、电动汽车渗透率保有量提升同时伴随火灾隐患，促进火灾管理政策加码与产业升级。

投资建议

我们预计，公司 2021-2023 年营业收入分别为 36.26、48.28、63.77 亿元，同比增速分别为 43.6%、33.2%、32.1%，归母净利润分别为 4.65、6.78、9.61 亿元，同比增速分别为 8.2%、45.8%、41.7%，对应 PE 分别为 20、13、10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧，应急疏散市场扩容不及预期，工业领域业务拓展不及预期，回款不及预期导致坏账增加。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2525	3626	4828	6377
收入同比 (%)	11.2%	43.6%	33.2%	32.1%
归属母公司净利润	430	465	678	961
净利润同比 (%)	18.7%	8.2%	45.8%	41.7%
毛利率 (%)	39.2%	38.8%	38.9%	39.2%
ROE (%)	14.0%	12.8%	15.7%	18.2%
每股收益 (元)	0.00	1.34	1.95	2.76
P/E	20.90	19.60	13.45	9.50
P/B	4.22	2.50	2.11	1.73
EV/EBITDA	14.77	12.84	8.76	6.03

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 厚积薄发成就国内消防安全系统龙头	6
1.1 以通用消防报警系统为基，不断拓宽产品线及下游应用	6
1.2 产品体系完善，致力于打造“一站式”产品与服务闭环	7
2 行业属性决定赛道“长、宽、厚、慢”四大特征	10
2.1“长”—消防产业历史悠久，经济伴生性推动消防行业永续增长	10
2.2“宽”—多学科、多场景、多层次，对商业地产依赖性弱	11
2.3 “厚”—技术壁垒与认证壁垒日积月累下的深厚护城河	13
2.4 “慢”—渠道和品牌认知度影响公司业务扩张，未来市占率水平将缓慢提升	13
3 赛道特征决定企业三大竞争要素	15
3.1 大量项目经验积累的行业 KNOW-HOW，凸显品牌价值	15
3.2 销售体系：确立专卖经销模式，渠道建设独树一帜	16
3.3 差异化：自研“朱鹮”芯片+拥抱智慧消防趋势	19
3.4 内生外延双向发展，多领域+多品牌布局夯实竞争优势	23
4 收入弹性增强、盈利能力改善、产业需求升级三翼齐飞	24
4.1 催化因素之一：新兴业务领域注入更多收入弹性	24
4.2 催化因素之二：充分发挥自身优势，盈利修复在即	26
4.3 催化因素之三：电动车及储能发展伴生火灾隐患，有望倒逼火灾管理政策加码与产业升级	30
5 投资建议：成长空间打开，盈利拐点将至	31
盈利预测：	34
风险提示：	34
财务报表与盈利预测	35

图表目录

图表 1 以通用消防报警系统为基，下游向工业领域拓展，战略向智慧消防升级	6
图表 2 青鸟消防历史发展进程	7
图表 3 青鸟消防股权结构与主要控股子公司情况（截至 2021 年 6 月 30 日）	7
图表 4 通用消防报警系统为青鸟消防的主要业务，营收占比超过七成	8
图表 5 公司各类业务及拓展时间	8
图表 6 2020 年公司营收构成	9
图表 7 2011-2020 年公司各细分产品收入拆分	9
图表 8 公司多维度产品矩阵覆盖火灾报警消防全链条	9
图表 9 中国消防行业主要经历了定点生产、行政审批、市场准入三个阶段	10
图表 10 2019 年消防行业总体规模超 3000 亿，消防产品约占其中 29%	11
图表 11 2014-2019 年消防行业市场规模	11
图表 12 消防产品细分赛道规模（报警+疏散+灭火）	11
图表 13 房屋竣工面积增速及消防市场规模增速对比	12
图表 14 消防报警行业具有显著的长尾效应	12
图表 15 应用场景多样化——长尾效应显著	12
图表 16 应用市场层次明显	13
图表 17 消防产品行业存在技术、强制性认证护城河	13
图表 19 青鸟消防 2013 年-2021 年 H1 营业收入情况（百万元）	14
图表 18 主要海外竞争对手情况	15
图表 20 青鸟消防积累了丰富的项目经验	16
图表 21 2020-2021 青鸟消防蝉联地产业 500 强消防设施首选率第一	16
图表 22 公司销售渠道变革发展历程	17
图表 23 消防产品行业头部公司销售模式对比	17
图表 24 青鸟、三江、中消云毛利率对比	18
图表 25 青鸟、三江、中消云销售费用率对比	18
图表 26 经销商现金返利对青鸟毛利率的影响	18
图表 27 2016-2018 年青鸟主营收入和现金返利	18
图表 28 2016-2018 年青鸟经销商变动明细	19
图表 29 2016-2018 年青鸟单个经销商销售规模分布	19
图表 30 主要消防自动报警系统供应商市占率	19
图表 31 自动报警系统行业参与者出现分化	19
图表 32 青鸟、三江研发团队规模对比	20
图表 33 青鸟、三江研发投入与占比的对比	20
图表 34 青鸟消防核心技术发展轨迹	20
图表 35 公司在研项目及最新进展	21
图表 36 青鸟凭借专业团队和规模化业务自研的“朱鹮”芯片具有三大优势	21
图表 37 青鸟、三江在发明专利、软件著作权以及 3C 认证证书数量方面对比	22
图表 38 青鸟消防软件开发技术优势逐步转化为智慧消防时代的先发优势	22
图表 39 青鸟外延并购发展脉络清晰，充分布局四大产品应用领域	23
图表 40 多品牌战略加速规模扩张	24

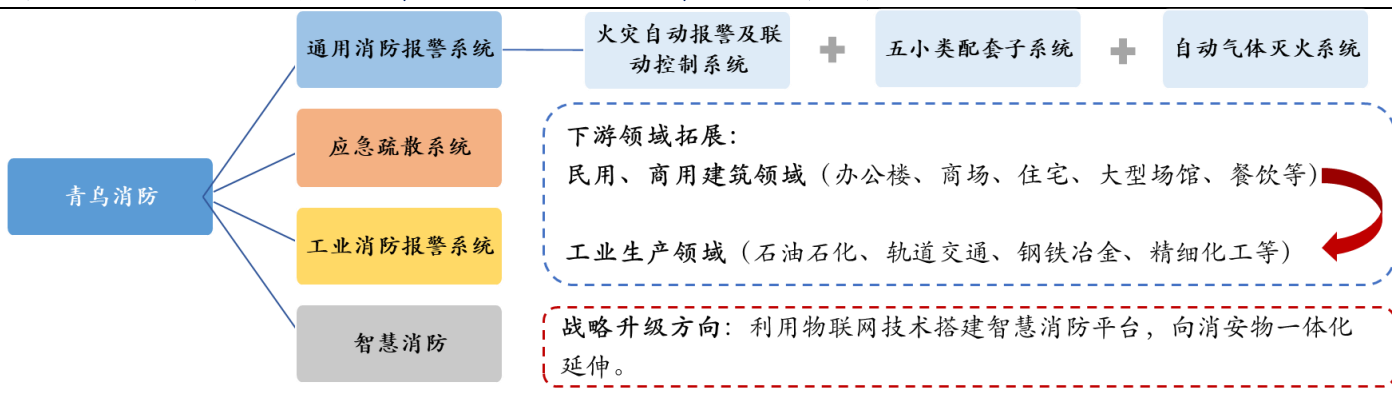
图表 41 应急疏散相关政策梳理	24
图表 42 2016-2020 青鸟应急疏散业务收入及占比	25
图表 43 2016-2020 青鸟应急疏散业务毛利率	25
图表 44 青鸟消防工业产品示例	26
图表 45 2011-2020 青鸟气体检测收入及占比	26
图表 46 青鸟气体检测系统毛利率对比翼捷、诺安	26
图表 47 2017-2020 年公司营收 CAGR 为 19.6%	27
图表 48 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 10.0%	27
图表 49 2011-2020 年公司人均创收总体呈增长趋势	27
图表 50 公司人均创利自 2017 年开始下滑	27
图表 51 2011-2021Q1 公司毛、净利率变化情况	28
图表 52 公司分业务毛利率情况	28
图表 53 2011-2021Q1 公司期间费用率情况	29
图表 54 2018-2020 年公司计提减值损失显著增加	29
图表 55 青鸟净利率水平显著高于三江、中消云	30
图表 56 我国历年火灾数量和直接经济损失情况	30
图表 57 消防救援局对起火原因的分析	30
图表 58 智慧云盒联动点位视频监控图像	31
图表 59 公司核心消防电子类产品市场规模测算	32
图表 60 公司分产品营收拆分	33
图表 61 重要财务指标	34

1 厚积薄发成就国内消防安全系统龙头

1.1 以通用消防报警系统为基，不断拓宽产品线及下游应用

青鸟消防是国内消防行业知名企业，主营业务为消防安全系统产品的研究、开发、生产和销售。公司当前核心业务为通用消防报警系统：以火灾自动报警及联动控制系统为主系统、同时囊括五小类配套系统及自动气体灭火系统。五小类系统分别是：电气火灾监控系统、消防设备电源监控系统、防火门监控系统、可燃气体报警系统（气体检测系统）和余压监控系统。随着公司的不断发展，业务范围逐步从通用消防报警系统向工业领域、应急疏散、智慧消防等新兴领域拓展。公司品牌知名度持续提升，2015 年被河北省科技厅、财政厅、国税局、地税局评为高新技术企业，并于 2020、2021 连续两年位列中国房地产开发企业 500 强首选供应商品品牌测评榜首。

图表 1 以通用消防报警系统为基，下游向工业领域拓展，战略向智慧消防升级



资料来源：公司年报，华安证券研究所

深耕消防安全产品领域 20 年，内生外延双轮驱动成就国内消防报警系统龙头企业。2001 年，随着消防行业逐步取消行政审批改为市场准入制度，北大青鸟环宇牵头设立青鸟消防有限公司，以民营企业身份通过收购无线电厂及凌云安全取得火灾报警器生产资质和技术，正式参与到消防安全产品市场竞争当中，并不断完善消防安全报警生产线。2007 年，公司收购同业企业久远智能 75% 股权，吸收技术并扩充消防报警产品线。2008 年开始转变销售模式，逐渐由办事处转向“经销为主，直销为辅”的销售模式。2012 年，公司完成股份制改革。2013 年收购正天齐、惟泰安全，拓展进入气体灭火及气体检测领域。2016 起通过不断加码投资中科知创，进军智能疏散领域。2019 年公司在深交所主板上市，同年自研消防报警产品专用芯片“朱鹮”问世。2020 年，公司设立全资子公司“北京青鸟美好生活科技有限公司”，发力家用消防领域，2021 年 3 月收购上海康佳绿色照明技术有限公司 25.37% 的股权，8 月投资左向照明（间接持有 37.62% 股权），提高应急智能疏散产品的技术、质量和产能。

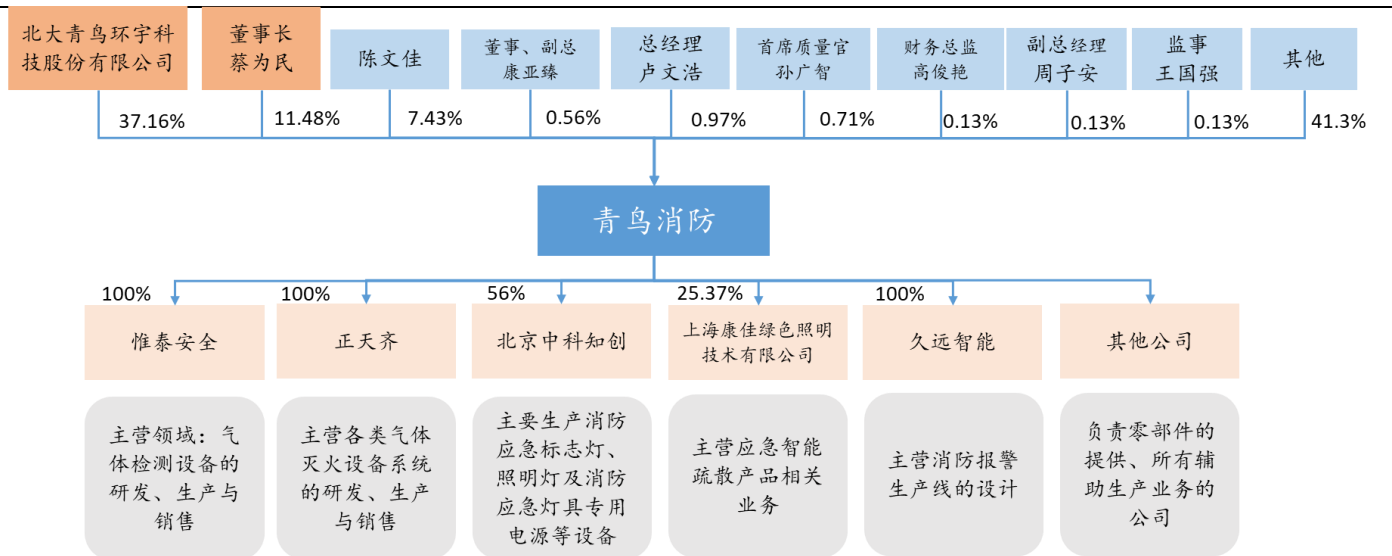
图表 2 青鸟消防历史发展进程



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

公司无实际控制人，董事长蔡为民“掌舵”主持公司发展大局。公司控股股东为北大青鸟环宇科技股份有限公司，持股比例为 37.2%。由于北大青鸟环宇股权结构分散，无实际控制人，间接导致青鸟消防无实际控制人。公司现任董事长蔡为民，是公司成立之初的核心发起人之一，持股比例 11.48%。蔡为民先生毕业于北京大学物理系，在消防行业有 20 年从业经验，兼任中国消防协会第六届理事会理事，全国消防标准化技术委员会火灾探测与报警分技术委员会委员，全国专业标准化技术委员会委员等职务。目前，由以董事长为核心的管理层直接对公司经营管理进行决策，受其他股东干预较少。

图表 3 青鸟消防股权结构与主要控股子公司情况（截至 2021 年 6 月 30 日）



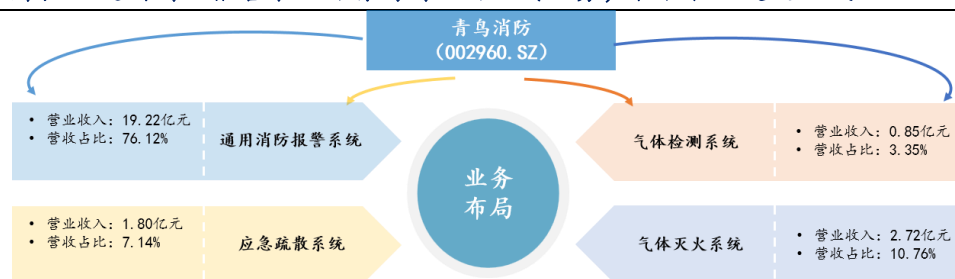
资料来源：Wind，华安证券研究所

1.2 产品体系完善，致力于打造“一站式”产品与服务闭环

公司现有业务可分为“通用消防报警系统”、“应急疏散系统”、“气体检测系统”和“气体灭火系统”。其中，通用消防报警系统中“火灾自动报警及联动控制系统”业务构成公司目前主要收入来源。由于公司财报中披露细分产品科目较多，我们根据产品属性及下游应用，将公司产品线归结为“通用消防报警系统”、“应

“火灾自动报警系统”、“气体检测系统”、“气体灭火系统”四大类，2020 年分别实现收入 19.22、1.80、0.85、2.72 亿元，占总营收比重分别为 76.12%、7.14%、3.35%、10.76%。

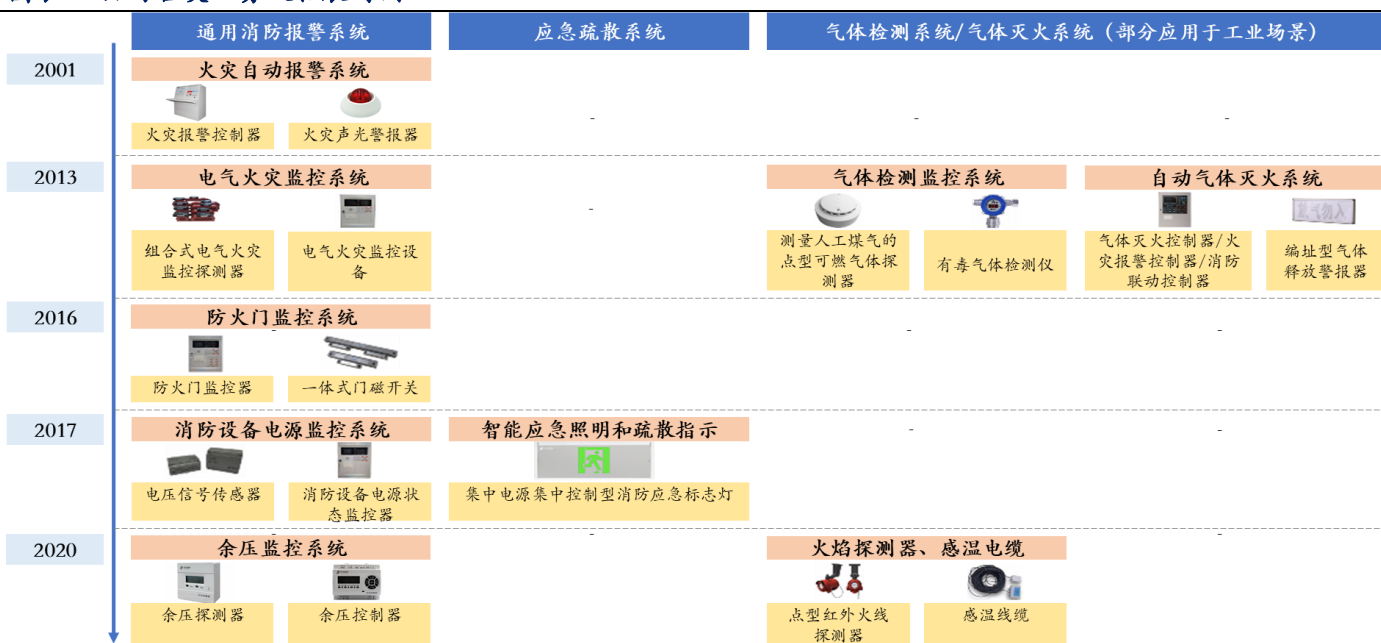
图表 4 通用消防报警系统为青鸟消防的主要业务，营收占比超过七成



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

①通用消防报警板块：包含自动报警及联控系统和其他配套系统（电气监控、防火门监控、电源监控、余压监控系统），其中自动报警及联控系统（由控制器、信号模块、各类感应型探测器组成）是第一大营收来源，2011-2020 年，收入规模由 2.79 亿增长到 15.73 亿，CAGR 达到 21%，占总营收比重由 93.5%逐步降低到 62.3%，主要原因是 2013 年以来公司产品体系在不断丰富，增加了各类配套监控系统、应急疏散等新产品，导致自动报警系统占比被动下降。

图表 5 公司各类业务及拓展时间



资料来源：公司官网，招股说明书，华安证券研究所

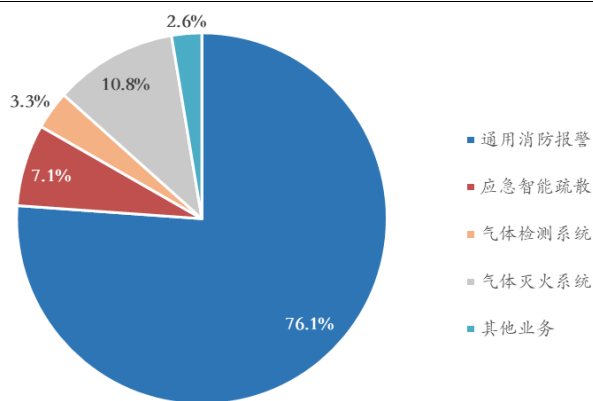
②应急智能疏散板块：具体产品包括应急照明控制器、集中控制型应急标志灯、应急照明灯具、专用电源等。2016 年通过收购中科知创切入应急疏散领域，2021 年加码左向照明，2016-2020 年，板块营收由 0.05 亿增长到 1.8 亿，CAGR 达 150%，占比由 0.36%提升到 7.14%。受益于政策风口，未来仍有较大成长空间。

③**气体检测系统**：气体检测类产品包含商用可燃气体探测报警、家用独立式可燃气体探测报警和工业防爆级气体检测监控系统（工业级产品主要由 2013 年收购的子公司惟泰安全生产），2013-2020 年收入由 0.01 亿增长至 0.85 亿元，CAGR 达 35.1%，占比由 1.63% 提升至 3.35%。

④**气体灭火系统**：2013 年通过控股正天齐，开始生产气体灭火类产品，其中部分产品应用于工业领域，2013-2020 年，收入由 0.16 亿元增长至 2.72 亿元，CAGR 达 49.6%，占比由 2.55% 提升至 10.76%。

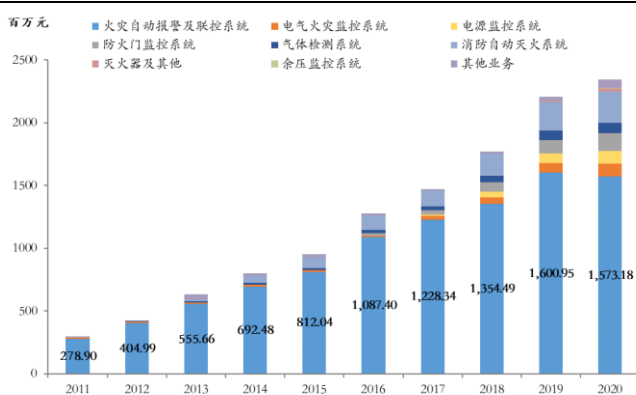
工业级消防报警产品方面，公司已经初步建立了较为完善的工业消防产品线，包括具有差温功能的感温电缆、具有自检功能的红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器、阻性漏电/热解粒子探测器、吸入式空气采样探测器等，预计 2021 年可以实现销售收入确认。

图表 6 2020 年公司营收构成



资料来源：Wind，华安证券研究所

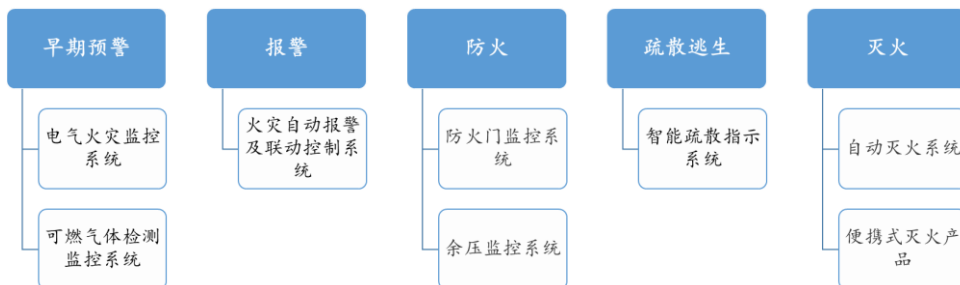
图表 7 2011-2020 年公司各细分产品收入拆分



资料来源：Wind，华安证券研究所

多维度产品矩阵覆盖火灾消防报警全链条，整合青鸟智慧消防平台形成“一站式”产品和服务闭环。青鸟产品深度参与到火灾安全管理（早期预警→报警→防火→疏散逃生→灭火）的全过程，再通过青鸟建立的智慧消防平台（青鸟消防云）进行整合，增强人机交互，实现实时监控反馈、云端信息汇总等功能，真正形成了“一站式”的产品与服务闭环。

图表 8 公司多维度产品矩阵覆盖火灾报警消防全链条



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2 行业属性决定赛道“长、宽、厚、慢”四大特征

2.1 “长”——消防产业历史悠久，经济伴生性推动消防行业持续增长

我国消防产品行业进入市场化发展阶段时间尚短，市场集中度低，具有“大行业、小公司”的特征。改革开放以前，我国消防产品行业采用计划经济的定点生产模式，各个企业具有明显的覆盖地域划分，随着改革开放深化，消防行业逐步转变为严格的备案许可证制度，直到 2001-2003 年逐步取消行政审批，改为市场准入制度，进入市场化发展阶段，行业参与者增多，规模扩大。根据慧聪消防网数据，消防行业前 30 家企业市占率不到 10%，业内以销售规模 500 万元以下的小公司为主。根据中国消防产业发展现状调研报告，截至 2016 年，我国消防企业数量超过 2.8 万家，其中消防产品企业约 5700 家，主营自动报警系统的约 1000 家，获得了强制性产品认证的约 600 家。

图表 9 中国消防行业主要经历了定点生产、行政审批、市场准入三个阶段



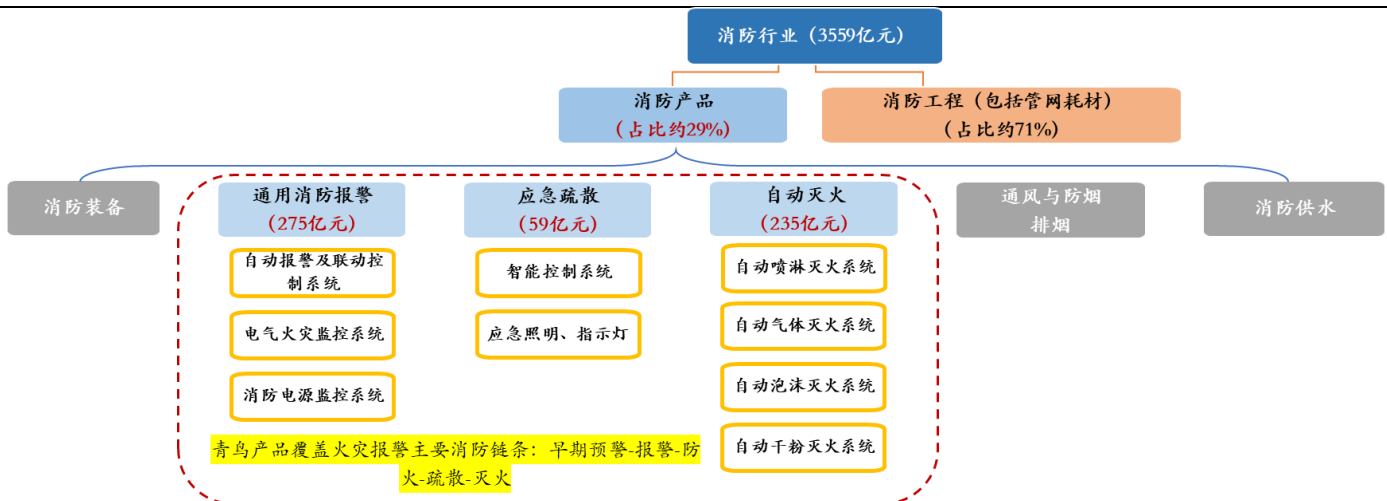
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

消防行业具有很强的经济伴生性，社会在安全保障方面的投入不断提升，带动了消防行业的永续性增长。固定资产投资完成额维持高位，连续 7 年超过 50 万亿，增速放缓的过程中，投资动力结构不断优化。与网安、安防等安全类行业类似，消防产品“防灾、减灾、救灾”功能难以直接创造经济价值，但伴生国民经济增长与社会财富积累，安全保障方面的投入会不断提升。我们认为，消防行业有望在未来持续增长，且产业保障效应和社会关注度不断提升，根据智研咨询，2014-2019 年间，消防行业整体规模由 1930 亿增长至 3559 亿元，CAGR 为 13.02%，其中消防产品市场规模由 430 亿增长至 1032 亿元，CAGR 为 18.76%。

消防产品规模占比呈上升趋势，青鸟覆盖其中三大细分赛道，目前国内理论年市场空间超过 500 亿人民币。从行业分类来看，消防产品隶属于消防行业，占整个消防行业产值的比重约 29%，且具有提升趋势，一方面因为技术含量高价值量提升，另一方面在政策趋严背景下，消防产品现场部件增加，消防产品占行业整体比重呈上升趋势。消防产品包含 6 个细分子行业，分别为消防装备、通用消防报警、防火

与疏散、自动灭火、通风与防烟、消防供水，青鸟横跨其中三个子行业（通用消防报警、防火与疏散、自动灭火），根据智研咨询，2019 年，三者市场规模分别约为 276、235、59 亿元，合计为 570 亿元。

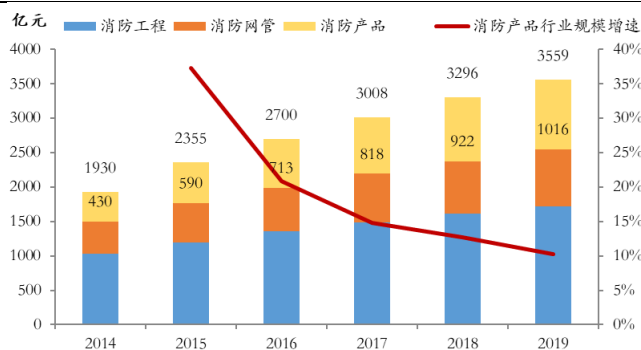
图表 10 2019 年消防行业总体规模超 3000 亿，消防产品约占其中 29%



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

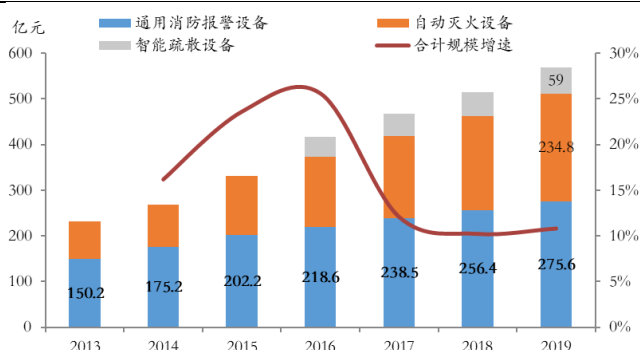
备注：行业规模为 2019 年数据

图表 11 2014-2019 年消防行业市场规模



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

图表 12 消防产品细分赛道规模（报警+疏散+灭火）



资料来源：智研咨询，华安证券研究所

2.2 “宽”——多学科、多场景、多层次，对商业地产依赖性弱

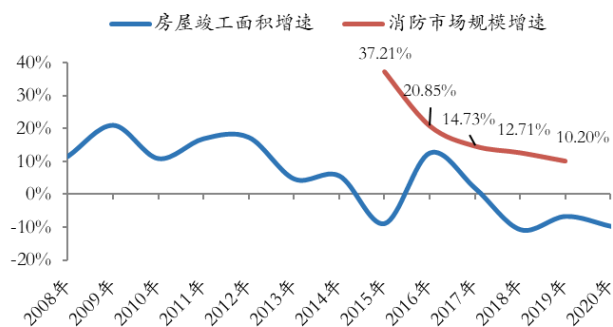
消防行业“宽”的特征主要体现在：

①**产品技术构成多学科交叉**：消防线路产品构成诸多，包括微处理器、探测器、传感器、并联线路及灭火装置等，多样化的产品构成，学科知识来源也多种多样，包含电子信息技术、电气控制、光电控制、网络技术、制造技术、数字化技术及纳米技术等诸多学科知识。

②**应用场景多样化，使得市场也具有显著的碎片化特征**：消防产品广泛应用，如商场、写字楼、住宅等大型或小微场所等民用建筑，计算机机房、图书馆、档案馆、移动通信基站、数据中心、储能电站等需要设置特殊预警及灭火系统的场所，以及以纯木结构和砖木结构为主、耐火等级普遍低的古建筑保护等领域。消防行业具有显著的长尾效应，不依赖单一商业地产而剧烈波动。从房屋竣工面积增速看，

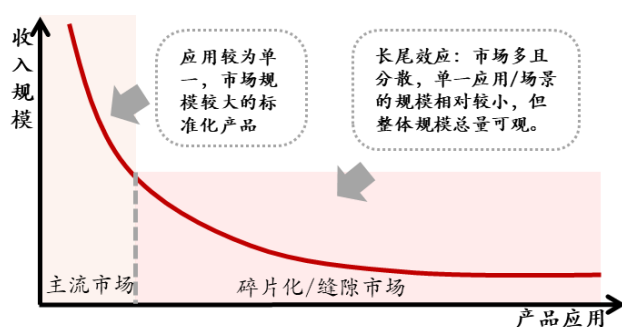
受房地产调控政策影响，房屋竣工面积增速于 2016 年开始显著下滑，并于 2018 年进入负增长阶段。相应地，消防市场规模增速有所放缓，按依然保持较强韧性，得益于其应用场景不断拓宽，社会对消防保障产品的投入稳步提升；就公司而言，下游市场扩容，叠加市占率提升，领先的消防报警设备供应商的成长性有望平滑行业弱周期性带来的影响。

图表 13 房屋竣工面积增速及消防市场规模增速对比



资料来源：前瞻产业研究院、wind、华安证券研究所整理

图表 14 消防报警行业具有显著的长尾效应



资料来源：华安证券研究所整理

图表 15 应用场景多样化——长尾效应显著

国家重点工程	古建筑保护	医院项目	轨道交通	工业园区
				
				
锂电储能	数据中心	住宅	商业地产	仓储物流
				
				

资料来源：华安证券研究所整理

③应用市场层次明显，不同应用各有针对要求：消防安全产品按其主要的应用领域，大致可以分为在家用领域、商业领域以及工业领域三层次的应用，对应于不同的层次，应用要求不同。在家庭领域，主要用的灭火器、防毒面具、灭火毯、独立式火灾探测报警器等产品，注重防火灭火、便携式、易于使用等特点。在商业领域，主要使用的自动灭火系统、火灾自动报警系统则要求注重系统性的联网监控，对于自动感应以及全天候自动化监控有要求。在工业领域，主要产品包括工业气体探测器、火焰探测器、感温电缆和红外图像检测等，主要要求实现对烟雾、气体泄漏、用电安全、消防水压等安全数据采集及自动化监控。

图表 16 应用市场层次明显

应用层次	应用产品	应用要求
家用领域	灭火器、防毒面具、灭火毯、逃生绳、强光手电筒、独立式火灾探测报警器等。	注重防火灭火、便捷性、个人使用方便、易于携带。
商业领域	消防栓、自动灭火系统、防烟排烟系统、火灾自动报警系统、灭火器。	整套系统联网监控，对于提前感温感烟具有要求，对于自动感知喷水系统具有一定要求，要求实现7*24小时全天候自动化监控。
工业领域	工业气体探测器、火焰探测器、感温电缆和红外图像监测等。	实现对其烟雾、气体泄漏、用电安全、消防水压等综合的安全数据进行实时采集，并实现7*24小时全天候自动化监控。

资料来源：华安证券研究所整理

2.3 “厚”——技术壁垒与认证壁垒日积月累下的深厚护城河

消防安全行业新进入者面临较高的技术壁垒与认证壁垒，需要企业常年累月积累技术诀窍，加深护城河。①**技术壁垒**：解决方案是在大量项目经历的验证和改进中不断成熟的，消防安全产品需要多学科知识交叉应用，要求企业研发团队拥有长期的研发、设计经验积累，更需要企业具备良好的生产设备和先进的检测检验技术。②**认证壁垒**：消防产品质量直接关系到人身财产安全，因此消防产品市场拥有明确的准入标准和质量规范，并实行强制性认证和检验制度（有效期内仍会被持续监督），以保证产品质量，行业拥有一定准入门槛；且不同市场间存在认证隔离，标准于规范有所差异，如中国 3C 认证，北美 UL/ULC 证书和欧洲 CE 证书。

图表 17 消防产品行业存在技术、强制性认证护城河

		规定	证书有效期
技术壁垒	消防报警系统为火灾预警的关键设备，是多项技术的融合应用，涉及到传感、电子、信息传输等技术，技术含量高，生产工艺复杂，附加值高。	强制性产品认证	一般为五年，有效期内，认证证书的有效性依赖认证机构的获证后监督获得保持
认证壁垒	产品涉及公共安全，需满足市场准入制度下，行政规定的产品强制性标准，并需要被持续监督、复审。	技术鉴定	3年

资料来源：招股说明书、华安证券研究所

2.4 “慢”——渠道和品牌知名度影响公司业务扩张，未来市占率水平将缓慢提升

行业下游相对分散，公司扩张依赖渠道和品牌知名度。消防行业与安防行业相比，没有市政级集体采购的大客户，下游格局相对分散，其业务扩张需要人员和渠道同步扩张，因此在收入增长的同时，公司的销售人员和销售费用率均有提升。从公司层面来看，随着渠道建设的完善和品牌知名度的提升，龙头公司市占率水平有望缓慢提升。

图表 18 青鸟消防 2013 年-2021 年 H1 营业收入情况（百万元）

项目	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年H1
营业收入	634.35	800.71	952.64	1281.98	1474.80	1777.03	2271.10	2524.62	1395.82
yoy		26.23%	18.97%	34.57%	15.04%	20.49%	27.80%	11.16%	65.46%
销售费用	36.88	53.59	66.75	95.24	119.86	143.72	217.83	231.37	155.77
yoy		45.31%	24.54%	42.68%	25.85%	19.91%	51.57%	6.21%	99.92%
管理费用	66.34	85.62	86.93	62.07	69.13	76.99	102.97	155.33	90.86
yoy		29.06%	1.53%	-28.60%	11.38%	11.36%	33.75%	50.85%	73.87%
研发费用				52.21	66.34	92.77	116.11	137.84	77.30
yoy					27.06%	39.84%	25.16%	18.72%	
员工总数	1235	1305	1489	1787	1820	2135	2434	2918	
yoy		5.67%	14.10%	20.01%	1.85%	17.31%	14.00%	19.88%	
销售人员数量					683	764	771	939	
yoy						11.86%	0.92%	21.79%	

资料来源：公司年报、招股说明书、华安证券研究所

对比海外龙头企业，均为行业里深耕数十年的老牌知名企业。从业务角度看，海外头部企业有楼宇解决方案专攻型公司江森自控、开利全球，也有高端制造平台型企业西门子、霍尼韦尔。覆盖多领域场景，提供设备及系统的智能化解决方案，在消防和安防领域，基本实现一体化协同发展；从收入规模角度看，西门子以欧洲市场为核心，霍尼韦尔、江森、开利以美国市场为核心，基本完成全球化布局。2020 年，江森、霍尼韦尔、开利美国市场是占比分别为 49%、60%、52%，三者消防与安全解决方案收入分别约为 100、52、50 亿美元，收入规模较大。

对比美国成熟市场，国内消防产品市场集中度仍有进一步提升空间。根据 Grand View Research，2027 年全球消防系统市场规模预计将达 1550.3 亿美元，复合年增长率为 7.5%，推算 2020 年市场规模约为 930 亿美元，其中北美地区作为消防系统应用的主要市场，占比约 35%，我们推算美国消防产品市场规模理论值约为 325 亿美元（约合人民币 2100 亿元），由此得出 2020 年，江森、霍尼韦尔、开利美国市场市占率分别约为 15%、10%、8%，合计约 32%。对比我国市场，根据三家主要消防报警系统供应商收入规模推算（按 2019 年数据，青鸟 23 亿、海湾约 20 亿、三江约 9 亿），三家市占率合计 19.25%，头部企业集中度仍有提升空间。

图表 19 主要海外竞争对手情况

公司名称	创立时间	主要业务	与消防产品相关收入	2020年营收规模	并购发展/历史沿革	2020年美国地区营收占比	消防相关业务美国市场占有率
江森自控	1960年	提供各类智能楼宇解决方案，包含暖通空调、制冷、消防安防产品。	Tyco与Johnson合并前，Tyco消防与安全业务规模超过100亿美元。	223.17亿美元	20世纪80年代末，TYCO先后收购了 Grinnell Corporation、Allied Tube and Conduit、Mueller Company 等。2001年，TYCO先后收购 Mallinckrodt Inc. 和 Simplex Time Recorder Company，成为全球最大的火灾保护产品市场。	49.30%	15.17%
开利全球	1915年	三大主营业务分别为暖通空调、制冷、消防和安全解决方案。	消防与安全解决方案49.85亿美元。	174.56亿美元	于1979年被联合技术公司收购，后于2018年被分离出来，成为独立公司，2020年在原雷神公司与联合技术公司的合并中被分拆独立上市。	52.20%	8.01%
霍尼韦尔	1885年	提供行业定制的航空产品和服务、楼宇和工业控制技术、以及特性材料。	智能楼宇解决方案51.89亿美元。	326.37亿美元	公司1934年开始以欧洲加拿大为突破口开拓全球市场，1963年更名霍尼韦尔，仪表器业务不断壮大，1986年收购Sperry Aerospace公司，成为世界领先的航空电子系统整合商，1998年开发世界第一套混合控制系统，1999年与联想合并，2016年致力于云计算技术。	60.30%	9.63%
西门子	1847年	业务范围涵盖智能基础设施集团、数字化工业集团以及能源、交通、医疗等。	-	571亿欧元	公司1964年注册数控系统品牌，1998年提出全集成自动化概念，2007年并购美国PLM公司UGS，为数字化奠定基础，2013年收购LMS与德国厂商TESIS，搭建集成系统能力。2016年推出工业物联网操作系统，2019年成功部署首个针对工业环境的5G独立企业专网。	-	-

资料来源：各公司官网、彭博、华安证券研究所

3 赛道特征决定企业三大竞争要素

3.1 大量项目经验积累的行业 Know-How，凸显品牌价值

行业经验的积累对于消防产品厂商至关重要，青鸟消防拥有大量大项目经验背书，擅长解决“定制消防”中的消防难点，有望率先由消防报警设备厂升级为解决方案供应商。公司从事消防产品生产近 20 年，参与了多个明星项目的建设，如奥运会场馆、大型国际机场等国家级重点工程约 10 余个；代表性项目过百项，涉及各类场馆、大型商场、医院、写字楼、基础设施、电力石化等各种类型场景。公司通过不断累积行业经验、了解客户需求，动态把握主要领域客户对于消防产品的技术需求及发展趋势。在此基础上，公司对客户需求深入分析和总结，着手解决不同场景存在的消防难点，例如医院场景下，众多医疗设备的电磁信号不利于消防系统运营，对报警探测器抗干扰能力要求更高，因此不同场景均有“定制消防”需求，需要技术与实践经验相结合，青鸟凭借长期积累下的 Know-how，提供了满足客户各种消防需求的配套方案，在处理“定制消防”问题时具备绝对竞争优势。

图表 20 青鸟消防积累了丰富的项目经验

项目类型	代表性项目	消防难点	图例
体育场馆	北京奥运会、广州亚运会、上海世博会	人员密度高，疏散压力大	
大型商场	天津大悦城、龙之梦亚太城、扬州万达广场	人员流量大，监控覆盖广	
政府项目	全国人大常委会机关办公楼、通辽市图书馆	机密文件，资源的监控与保护	
住宅小区	中海华山珑城、衡阳碧桂园、聚丰一城江山	消防系统与疏散系统的布置	
医院项目	张家界人民医院、湖南省儿童医院	医疗设备电磁干扰不影响消防系统运行	
5A写字楼	金谷大厦、太原清华科技园、中弘·北京像素	垂直布局的消防与疏散	
电力、石化	国家电网、烟台发电厂、开封火电厂	易燃易爆资源密集，高精度火花检测	
基础设施	大兴国际机场，北京西客站，上海长途汽车客运总站	交通枢纽，人流密集，监控、疏散压力大	

资料来源：公司官网、华安证券研究所

青鸟品牌效应日益凸显，2020-2021 年品牌首选率权威评选连续两年居行业第一。2020-2021 年，公司的房地产商消防设施品牌首选率分别为 21%、17%，居行业第一，其中 2020 年首次超越海湾。产品性能、质量与服务等要素是客户选择消防产品时的重要依据，品牌知名度的提升反映了公司不断提升的综合实力，凸显品牌效应。

图表 21 2020-2021 青鸟消防蝉联地产业 500 强消防设施首选率第一

2019		2020		2021	
海湾	22%	青鸟消防	21%	青鸟消防	17%
青鸟消防	16%	海湾	18%	鼎信	13%
泰和安	12%	鼎信	13%	尼特	13%
霍尼韦尔	11%	尼特	11%	海湾	10%
鼎信	9%	泛海三江	9%	泛海三江	9%
尼特	9%	利达	7%	松江	8%
利达	4%	泰和安	6%	利达	6%
泛海三江	4%	松江	5%	海康威视	5%
松江	4%	赛科	4%	泰和安	3%
依爱	3%	依爱	2%	霍尼韦尔	2%
合计	94%		96%		86%

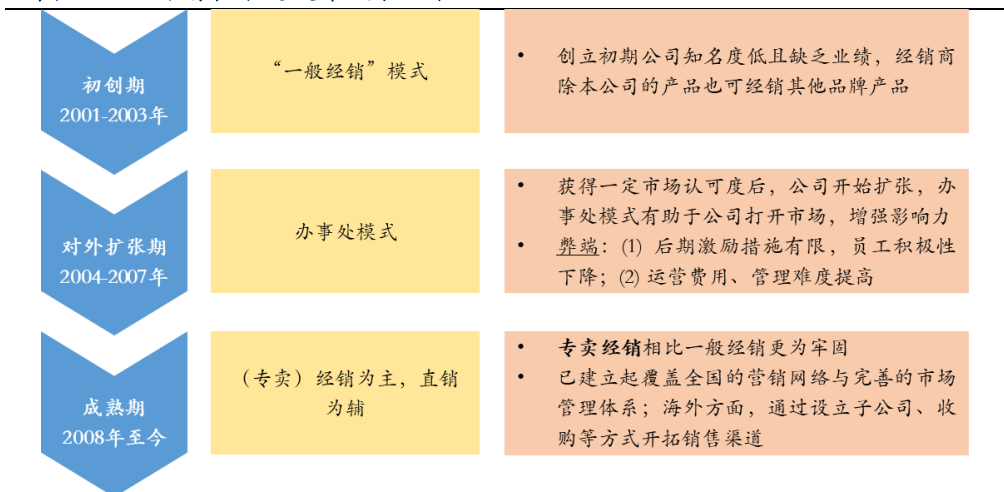
资料来源：中国房地产开发企业 500 强首选供应商服务商品品牌测评，华安证券研究所

3.2 销售体系：确立专卖经销模式，渠道建设独树一帜

公司在成立之初便确定了以经销为主的销售模式，经历三阶段变革，围绕的核心是扩大销售规模、提升渠道把控力、降低销售费用。三阶段变革主要分为：①“一般经销”模式（2001-2003）：由于公司处于初创期，通过“一般经销”模式，可以迅速铺开产品，扩大覆盖区域，有利于快速提高品牌知名度和销售规模。②办事处模式（2004-2007）：在公司产品力和品牌力同步提升背景下，公司开始主动扩张，在全国重点城市设立办事处以及子公司，旨在加强对渠道把控，提高销售规模的同时增强收入稳定性。③专卖经销为主，直销为辅（2008-至今）：公司逐步将办

事处转变为公司制运营的经销商，同时要求所有一般经销商转变为专卖经销，该模式具有以下特点：1）买断式销售，公司货款回笼压力小，商品积压风险小；2）区域限定，防止窜货，有效保护经销商经营收益。3）排他性专卖，有助于品牌价值凸显。

图表 22 公司销售渠道变革发展历程



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

青鸟有更强的渠道管理能力和更优化的费用控制能力，专卖经销模式更具优势。消防产品应用场景广泛（各类场所、建筑物），市场相当分散，并且终端用户对消防产品的售后服务有较高的要求，区域化竞争特征明显，因此依赖地区销售网络、代理商等渠道。对比消防产品行业其他头部公司，切入市场较早的海湾技术（外资）和三江电子主要采用直销模式，中消云采用“一般经销”模式，同超过 500 家经销商合作。我们认为，专卖经销模式相对“一般经销”，对渠道的把控能力更强，相对直销，费用控制效果明显，有利于扩大营销半径，同时由于一系列经济和政策导致行业出清，竞争格局优化，青鸟领导地位愈发稳固。

图表 23 消防产品行业头部公司销售模式对比

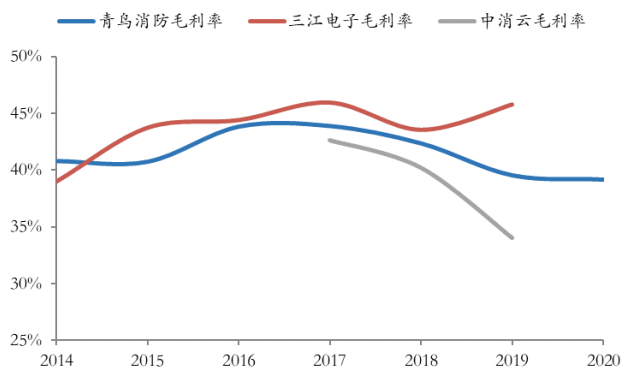
公司	成立日期	收入规模（亿元）	销售模式	覆盖范围
青鸟消防	2001	22.7（2019）、25.3（2020）	专卖经销（60余家）为主，直销为辅	全国
海湾技术	1993	20+（2019）	通过设立办事处开始全国直销，目前在150多个城市设有专业销售服务网点	全国
三江电子	1994	9.35（2019）	直销为主，正在发展专卖经销商	全国
中消云	2011	7.47（2019）	一般经销，拥有500多家经销商	全国
利达华信	1994	——	100多个分销公司及售后服务机构	全国

资料来源：中消云、三江电子招股书，wind，华安证券研究所

青鸟的专卖经销模式优化了费用结构，提升了盈利能力。选取青鸟、中消云、三江电子三家分别采用专卖经销、一般经销、直销的代表性公司，进行毛利率和销售费用比较。从毛利率角度看，2015-2019 年，三江电子毛利率分别为 43.76%、44.43%、45.97%、43.57%、45.80%，始终高于青鸟、中消云，主要由于经销模式下公司会通过销售返利（相当于折价优惠）对经销商进行激励，所以相对直销模式毛利率较低。根据青鸟招股书，剔除返利影响后，2016-2018 年，青鸟毛利率分别为 53.68%、53.35%、49.63%，远高于三江电子，主要得益于青鸟的规模效应。从销售

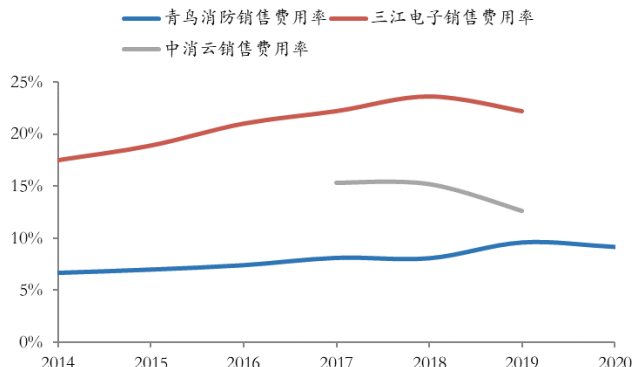
费用率角度看，直销模式的销售费用率显著高于经销模式，2015-2019 年，三江电子销售费用率分别为 18.9%、21.0%、22.2%、23.6%、22.2%，而中消云销售费用率在 10%-15% 水平，青鸟则始终低于 10%。综合来看，青鸟相对三江电子，毛利率低约 2-3pct，但销售费用率低约 10pct，除了规模效应因素外，仍体现了青鸟专卖经销模式下，更强的渠道管理能力和更优化的费用控制。

图表 24 青鸟、三江、中消云毛利率对比



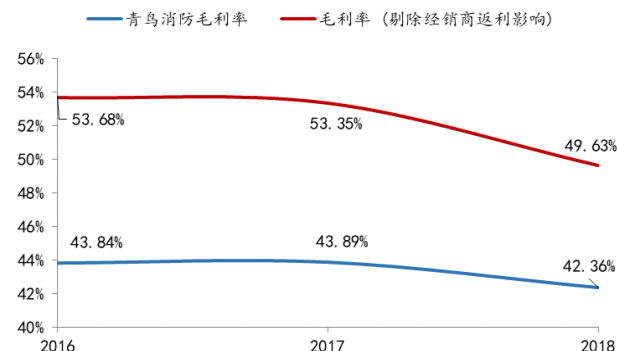
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 青鸟、三江、中消云销售费用率对比



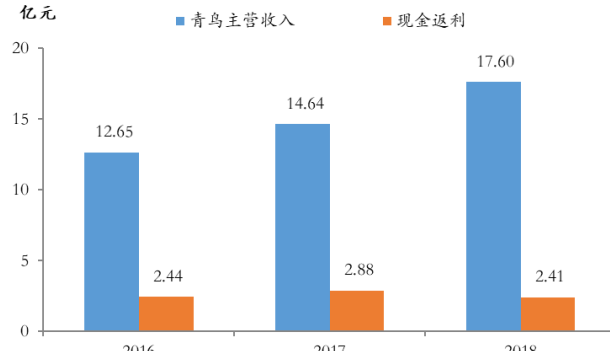
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 经销商现金返利对青鸟毛利率的影响



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 27 2016-2018 年青鸟主营收入和现金返利



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

淘汰与支持机制并行，数量基本保持稳定，大型经销商占比逐年增加。激励与支持方面，公司通过优惠的销售结算方式、回款周期及返利等措施充分调动经销商积极性，并提供强化培训、技术支持、授信等措施支持经销商市场开拓。同时公司设置了淘汰制度，对于业绩严重下滑且无适当原因的，将与其终止经销合同关系。根据青鸟招股书，2016-2018 年，公司淘汰 7 家经销商，同时新发展了 9 家经销商，整体规模稳定在 60 家以上，且年销售规模在 4000 万以上的大型经销商数量逐年提升。青鸟销售模式稳固，机制健全，其他竞争对手难以快速复制其强大的渠道管理能力，青鸟已经形成了稳固的渠道护城河。

图表 28 2016-2018 年青鸟经销商变动明细

时间	变动	经销商名称	变动原因
2016 年	退出	汕头亿安	自然终止未续签
	增加	唐山青鸟	恢复授权
	增加	兰州青鸟	由西安青鸟下级经销商变更为发行人经销商
	增加	宝鸡青鸟	
2017 年	增加	四川安信青鸟	新加入经销商
	退出	镇江青鸟	业绩不好, 取消授权
	退出	唐山青鸟	业绩不好, 取消授权
	退出	无锡北青	同比业绩下滑较多, 取消授权
	退出	重庆青鸟	同比业绩下滑较多, 取消授权
	退出	赤峰北大青鸟	在经营过程中存在不符合规定行为, 取消授权
	退出	包头青鸟	取消授权
	增加	唐山利尊	新加入经销商
	增加	无锡环宇青鸟	新加入经销商
	增加	重庆众鑫	新加入经销商
2018 年	增加	沧州青鸟	新加入经销商
	增加	绍兴晴鸟	新加入经销商

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

图表 29 2016-2018 年青鸟单个经销商销售规模分布

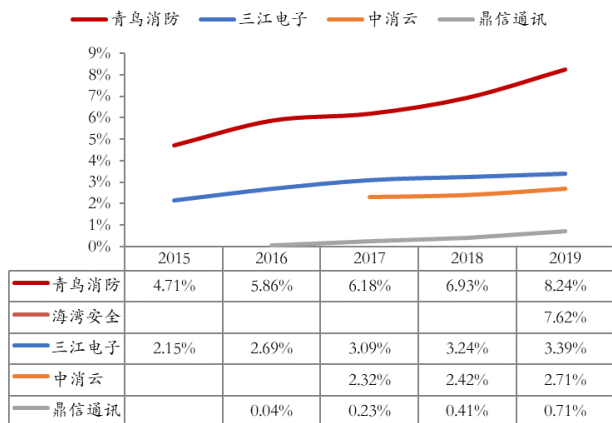
经销商销售额分布	2016 年	2017 年	2018 年
500 万以下	15	13	11
500 万至 1,000 万	16	12	12
1,000 万至 2,000 万	14	17	16
2,000 万至 3,000 万	9	7	9
3,000 万至 4,000 万	5	4	4
4,000 万以上	3	6	9
合计	62	59	61

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

3.3 差异化: 自研“朱鹮”芯片+拥抱智慧消防趋势

消防行业的格局逐渐由价格导向转变为质量导向, 产品差异化将成为消防产品市场拉开梯队间差距的关键手段。消防行业的总体趋势为: ①**政策趋严**: 国家发改委在《产业结构调整指导目录 (2011 年本) (修正)》中, 将火灾报警器列为限制类项目, 将根据产业结构优化原则对其进行优胜劣汰, 政策对于产品管理趋于严格。②**产业升级**: 消防、安防以及物联网的一体化发展, 智慧消防的逐步演进, 对产品配套能力以及产品力提出了更高的要求, 产业升级是大势所趋。③**格局优化**: 新冠疫情后, 原材料价格上升, 成本端、疫情原因带来的经营压力加速中小企业出清, 行业竞争格局优化。我们认为, 行业整体向成长期中后段演进, 由价格导向的粗放型竞争演变为产品导向的质量竞争, 使得差异化成为公司目前重要的竞争手段。

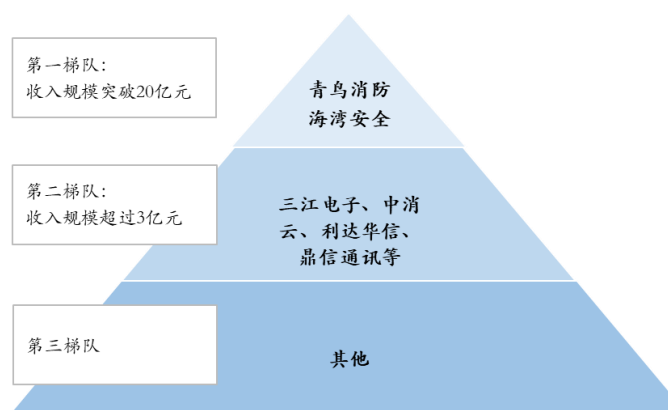
图表 30 主要消防自动报警系统供应商市占率



资料来源: wind, 智研咨询, 华安证券研究所

备注: 采用智研咨询通用消防报警系统市场规模数据, 鼎信市占率按消防电子类业务收入计算, 其他企业按总营收计算。

图表 31 自动报警系统行业参与者出现分化



资料来源: wind, 华安证券研究所整理

备注: 以收入规模为标准对市场参与者做梯队划分。

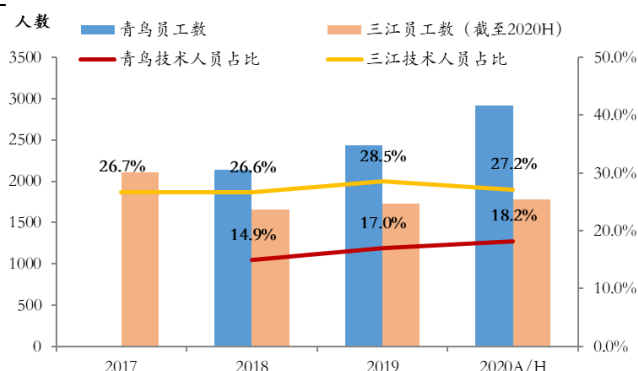
青鸟产品迭代基于其成熟的研发体系。从团队和投入两个角度来看:

①**技术团队方面**: 2018-2020 年, 青鸟技术人员分别为 319、413、532 人, 占比分别为 14.9%、17.0%、18.2%, 逐年提升, 其中 230 余人的研发团队主要由中青年技术人员组成, 均来自海内外名校, 综合技术素质高; 相比三江电子, 截至 2020 年上半年, 技术人员 485 人, 占比 27.2%, 青鸟技术人员规模更大, 但占比相对低。

②研发投入方面：2018-2020 年，青鸟研发投入分别为 0.93、1.16、1.38 亿元，占总营收比重分别为 5.2%、5.1%、5.5%，公司保持高强度研发投入，建立了 UL 消防报警实验中心、EMC 电磁兼容实验室、高低温湿环境实验室等研发实验室，配备多种先进设备，2019 年研发投入首次超过 1 亿规模，并持续增长，2018-2020 年三年研发投入 CAGR 达到 27.6%。相比三江电子，2019 年研发投入 0.59 亿元，占总营收比重 6.4%，青鸟研发投入规模更大，但占比较低。

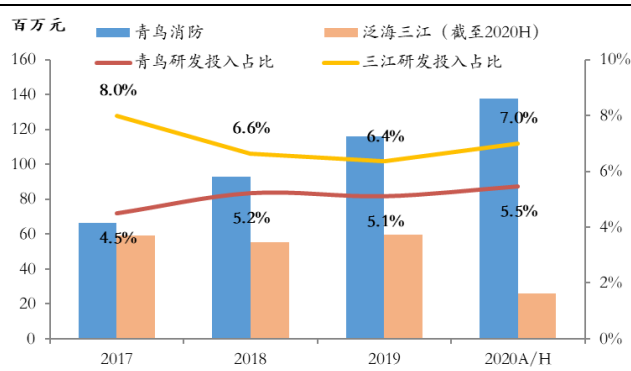
从发展趋势上来说，青鸟技术团队和投入都在稳步扩张，研发体系成熟；三江电子的人员结构和投入规模仍在不断变化，表明公司的研发体系乃至整体经营方针处于不断优化的过程中。

图表 32 青鸟、三江研发团队规模对比



资料来源：wind，三江电子招股书，华安证券研究所

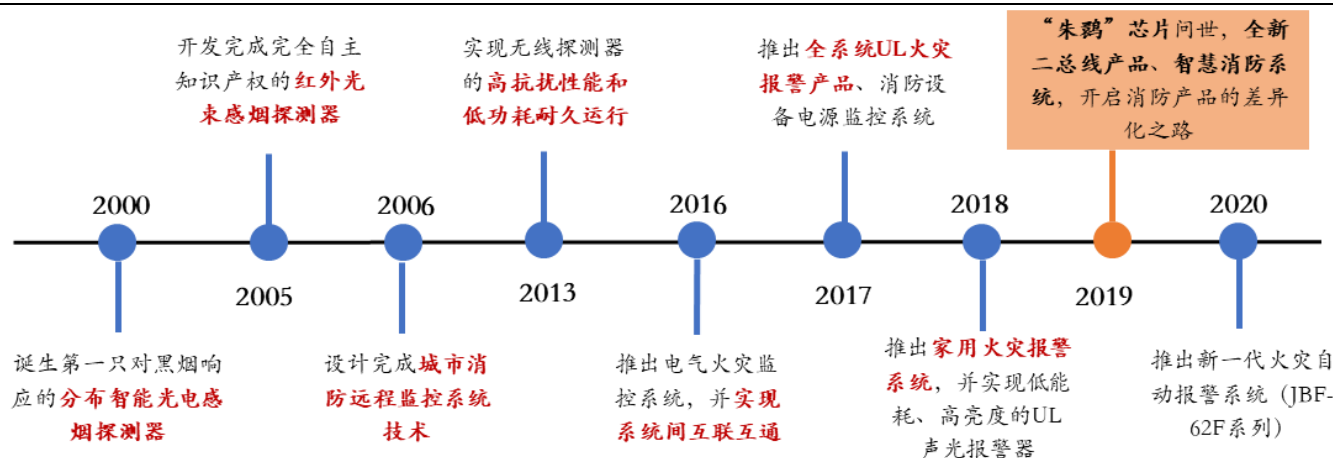
图表 33 青鸟、三江研发投入与占比的对比



资料来源：wind，三江电子招股书，华安证券研究所

长期高强度投入的成果显著，公司技术护城河不断加深。2000-2006 年，公司成立初期阶段，主要在建立以知识产权体系为核心的消防报警产品谱系；2006-2018 年，公司核心产品不断升级，同时拓展多类型消防监控系统；2018 年开始，公司技术领先优势越发明显，新一代技术陆续投入应用，产品性能比肩海外高端品牌，同时成功开发消防专用芯片，加强差异化竞争能力。我们认为，公司技术储备充足，技术优势持续在产品改进方面显现。

图表 34 青鸟消防核心技术发展轨迹



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 公司在研项目及最新进展

在研项目	进展情况	项目内容及目标
新一代感烟探测器迷宫设计技术	已进行小规模应用	研究和确定符合新标准的感烟探测器迷宫
新一代感烟探测器在线标定技术	已进行大规模应用，所有产线运行稳定	拟实现快速标定感烟探测器产品的生产线节拍要求及高精度的气溶胶烟雾量控制
回路智能电气隔离技术	样品验证通过	拟研究实现短路的自动隔离，并通过总线上报隔离故障信息，要求响应速度快，抗干扰能力强，达到业内国际先进水平
独立式感烟探测器无线通讯技术	已进行小规模应用	研究新一代LoRaWan /NB-IoT无线通讯技术在消防火灾报警领域中的应用
红外/紫外火焰探测技术	已进行大规模应用	进一步研究火红外/紫外火焰探测算法，做到快速响应并保证足够的可靠性
新一代消防现场总线通讯技术	已进行大规模应用	在新一代产品中开发和应用符合满足现场通讯要求的总线通讯技术平台，特点为大功率传输，高速率，实时抢占上报且具有高可靠性，为公司未来5-10年产品开发及国际化发展奠定基础。
感温电缆	已量产投入市场	自主研发的缆式线型感温电缆，应用了第一代“朱鹮”芯片，相较于传统产品在探测精度、差定温性能、抗电磁干扰能力等方面具备明显的竞争优势。
第二代“朱鹮”芯片	准备量产	第二代“朱鹮”芯片在第一代“朱鹮”芯片的基础上性能优化，具备更高速率通讯、尺寸更小等特征，目前正准备量产。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

➤ 差异化重要手段之一：“朱鹮”芯片拉开性能差距。

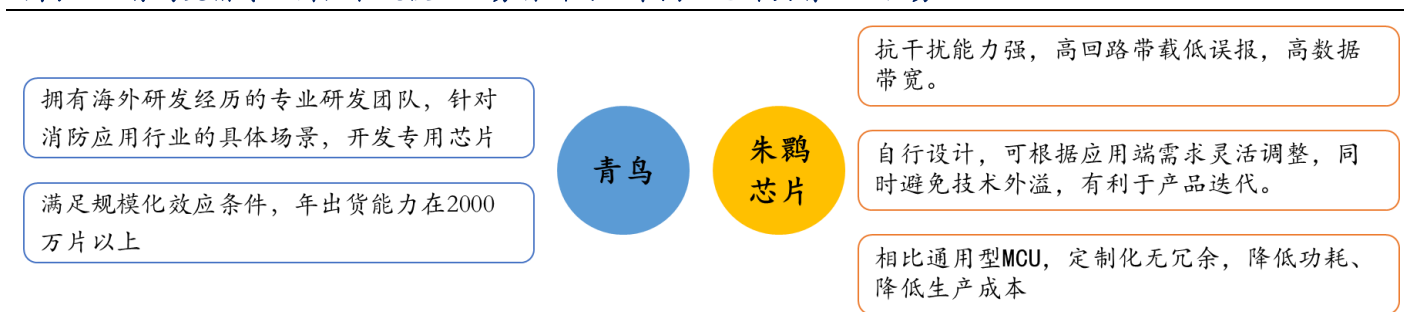
青鸟是唯一具备消防报警系统产品专用芯片设计能力的厂商，防止 Know-How 外溢的同时通过技术迭代实现差异化竞争。“朱鹮”芯片作为青鸟自主创新研发的国内首款消防报警专用芯片，我们认为，从三个角度加深了公司产品护城河：

①专用芯片从设计、研发到应用具备天然门槛：从研发攻关角度看，青鸟组建专业研发团队历时 4 年开发完成，人力成本、时间成本、资本投入高；从应用角度看，需要有足够的出货量才能形成规模化效应，覆盖研发和制造成本，否则相比于通用型 MCU，没有经济优势，青鸟 2016 年已经形成 2000 万片以上出货量（主要用于探测器等现场部件），2020 年预计达到 5000 万片以上。

②专用芯片防止技术外溢，有利于产品迭代：出于知识产权保护的角度，专用芯片使公司积累的大量应用场景 Know-how 得到更有效利用的同时，防止技术外溢，根据应用端需求灵活调整，有利于产品迭代并实现差异化。

③相比于通用 MCU，“朱鹮”芯片性能更强、功耗更低：性能方面，主要体现在抗电磁干扰能力强（射频电磁场抗扰度达到 30V/m，行业标准为 10V/m），更强带载能力可有效降低误报，高数据带宽实现即时通讯；功耗方面，定制化专用芯片无冗余，可以降低功耗与综合成本。

图表 36 青鸟凭借专业团队和规模化业务自研的“朱鹮”芯片具有三大优势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

➤ 差异化重要手段之二：拥抱智慧消防，纵向一体化发展。

智慧消防核心目的在于远程运维、响应速度、精准防控、事后追溯。建立基于物联网的智慧消防服务云平台，采用物联网技术，充分利用现代计算机、通信、控制与云计算、大数据技术，扩大了消防管理的广度与深度，形成了“防消一体”与“物联服务”紧密结合的新型高效的服务模式，可以在火灾预警、防火监督、灭火救援、消防设施的维护保养等方面发挥重要作用。

从专利数量看公司研发成果，软件著作权数量大幅超越同行业公司。发明专利方面，青鸟、三江分别持有 16、24 项，青鸟在数量上没有明显优势，但都专注于核心部件、关键性能方面；表现在应用端，青鸟具有丰富的项目经验，在“定制消防”领域能够解决特定工况、场景下的消防难点。软件著作权方面，青鸟、三江分别持有 202、75 项，青鸟具有显著的软件开发优势，在当前布局智慧消防的行业趋势下，先发优势凸显。

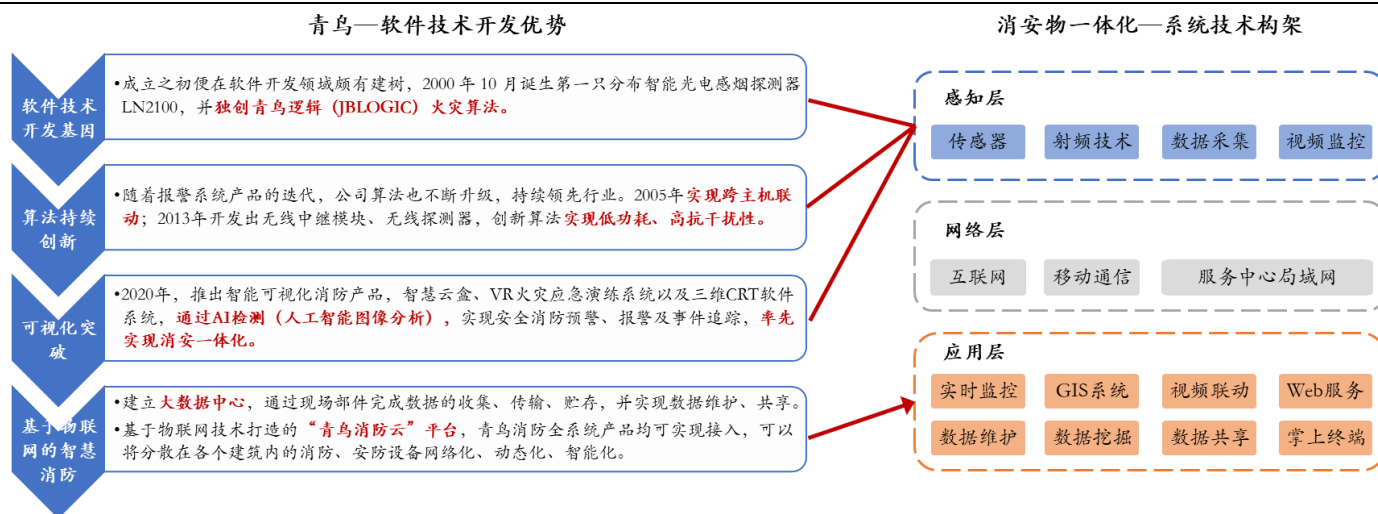
图表 37 青鸟、三江在发明专利、软件著作权以及 3C 认证证书数量方面对比

公司名称	发明专利	软件著作权	国家强制性产品认证
青鸟消防	16	202	150
三江电子	24	75	97

资料来源：公司年报，三江电子招股书，华安证券研究所

具备软件技术开发基因，通过持续创新，软硬件协同发展为公司智慧消防时代奠定先发优势。青鸟在成立之初，便开始为自己的产品配套软件与算法，具有较强的软件开发、算法升级能力；2020 年，在可视化领域实现人工智能分析算法的突破，意味着公司在消安物一体化系统构架中搭建了较为完善的感知层，实现数据和图像信息的采集。基于行业发展趋势，青鸟建立了自己的智慧消防平台（青鸟消防云），实现了消安物一体化系统构架中应用层的突破，整合收集到的数据，实现设备的网络化和智能化。从这个角度看，智能消防系统正在兴起，对于软件的依赖性将逐年增强，青鸟已经具备了智慧消防时代的先发优势。

图表 38 青鸟消防软件开发技术优势逐步转化为智慧消防时代的先发优势



资料来源：公司公告，《基于物联网的智慧消防服务云平台》，华安证券研究所

3.4 内生外延双向发展，多领域+多品牌布局夯实竞争优势

公司通过外延内生双向发展，逐步构建“3+2”的业务框架：以通用消防报警业务、应急照明与智能疏散业务及工业消防业务为核心，积极布局智慧消防、家用消防等相关领域。一方面，公司坚持高强度研发投入，重视团队建设，产品持续升级迭代；另一方面，公司通过对外投资，丰富产品品类、增产能、扩渠道，持续完善消防行业多领域布局，打造多品牌维度。目前公司消防报警业务以“青鸟”、“久远”品牌为主，疏散业务构建“青鸟”、“中科知创”、“左向”的多品牌体系，家用领域打造了“吻胜”品牌。公司外延内生双向发展的举措，有利于充分发挥竞争优势，提高市场占有率。

图表 39 青鸟外延并购发展脉络清晰，充分布局四大产品应用领域



资料来源：公司公告，华安证券研究所

在业务框架完善的同时，公司多样化品牌格局实现了多层次、多区域市场的深度覆盖。具体来看：①**多品牌覆盖多层次市场**，应对客户多样化需求。公司拥有面向中高端市场的“青鸟”系列，对标西门子、霍尼韦尔等国际一线品牌，以及面向中低端市场的“久远”系列，主打高性价比。②**多品牌加强对海外市场的辐射**。2020年，青鸟内部培育的 FireWatcher 系列获 FM 认证（美国工厂互保研究中心，其证书及检测报告在全球范围内被普遍承认），标志着公司研发的产品通过国际高标准的检测，可满足国际中高端市场的需求。公司 2011 年成立加拿大美安，旨在开拓国际市场，目前拥有 22 项 UL/ULC 证书（北美）和 14 项 CE 证书（欧洲），2020 年控股法国 Finsecur SAS，其核心产品获得多项 NF（法国认证标准）和 CE（欧洲认证标准）的资质证书，拥有超过 50 项授权专利。③**多品牌有利于快速实现业务扩张**。“久远”品牌深耕西南地区多年，品牌影响力深入人心，“左向照明”同样具备一定的品牌认知度，青鸟联合众多品牌，为其提供包括“朱鹮”芯片在内的技术支持，而多品牌为青鸟扩大了其在区域性市场的影响力，实现双赢。

图表 40 多品牌战略加速规模扩张

	火灾报警类	应急疏散类	气体检测类	灭火类	其他类
国内	  	  	  		 
国外	   				

资料来源：公司年报，华安证券研究所

4 收入弹性增强、盈利能力改善、产业需求升级 三翼齐飞

4.1 催化因素之一：新兴业务领域注入更多收入弹性

青鸟消防的新兴业务领域主要集中在应急疏散市场和工业行业市场。

(1) 应急疏散市场：政策风口催动应急疏散市场进入快速发展期。①应急疏散成为独立品类并强制安装，开辟全新市场空间。2019 年 3 月住建部《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》明确要求对于设置消防控制室的场所，应安装集中控制型应急疏散系统；2020 年 4 月国家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成为独立品类。应急疏散产品相关政策连续出台，使其作为独立品类进行强制性认证，同时实现与消防报警系统进行绑定配套。②智能化发展促进产品价值量提升。应急疏散系统在传统“就近疏散”原则基础上，提高了对安全性、可靠性的要求，需根据火情进行正确引导，因此智能化应急疏散系统将在具体应用中不断推陈出新。根据智研咨询，2019 年，我国应急疏散系统市场空间约为 59 亿，同比增长 13.46%。随着空间扩容和价值量提升，预计未来 3 年市场规模可达到 200-300 亿。

图表 41 应急疏散相关政策梳理

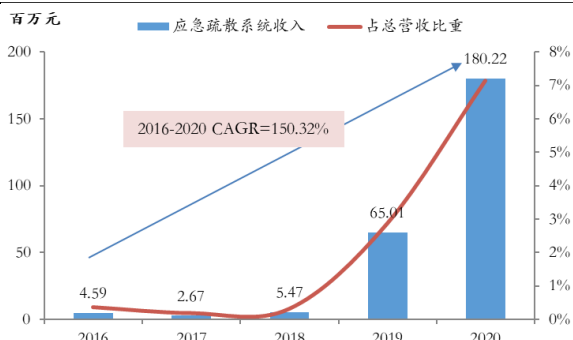
文件	部门	时间	主要内容
《建筑设计防火规范》GB50016-2014	住建部	2018	鼓励有条件的场所设立防火门监控系统。
《建筑防烟排烟系统技术标准》GB51251	住建部	2018	对应急疏散余压探测、监控、控制、泄风设备提出规范性技术要求。
《消防应急照明和疏散指示系统技术标准》GB51309-2018	住建部	2019	要求设置消防控制室的场所（包括住宅小区）应安装集中控制型应急疏散系统。
《强制性产品认证实施规则避难逃生产品》CNCA-C18-03: 2020	认监委	2020	消防应急照明和疏散指示产品作为“避难逃生产品”平行于“火灾报警产品”中独立出来，成为一个独立品类。

资料来源：住建部，认监委，华安证券研究所

公司提前布局智能应急疏散领域，抓住市场机遇。2017 年，公司通过对中科知创增资入股，正式布局应急照明和智能疏散领域；2021 年，收购上海康佳绿色照明

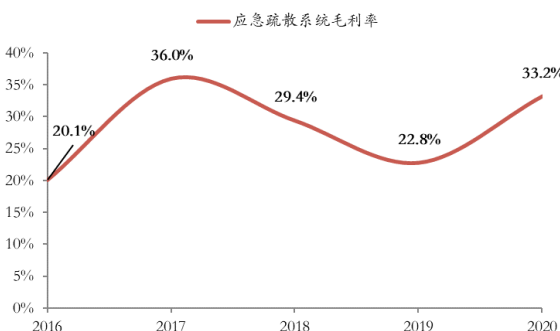
技术公司 25.37% 股权，进一步加强应急疏散产品的生产能力和产品质量；同时间接投资左向照明，通过交叉持股进行深度合作，进一步扩大产能与区域覆盖。目前公司以“中科知创”、“左向”品牌开展业务，未来公司也考虑将“青鸟”和“久远”品牌打入智能疏散市场。2020 年，公司应急疏散系统业务，2020 年实现约 1.8 亿收入，同比增速为 177.2%，毛利率 33.2%，同比+10.4pct，近四年 CAGR 达到 150%，占总营收比重由 0.36% 提升到 7.14%，实现跨越式发展。由于应急疏散系统应用场景和消防报警系统基本重合，我们预计，在政策风口背景下，叠加公司渠道优势加持，可形成有效的交叉销售，应急疏散业务将正式迈入增长爆发期，同时规模化效应将逐步显现，毛利率有望持续提升。

图表 42 2016-2020 青鸟应急疏散业务收入及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

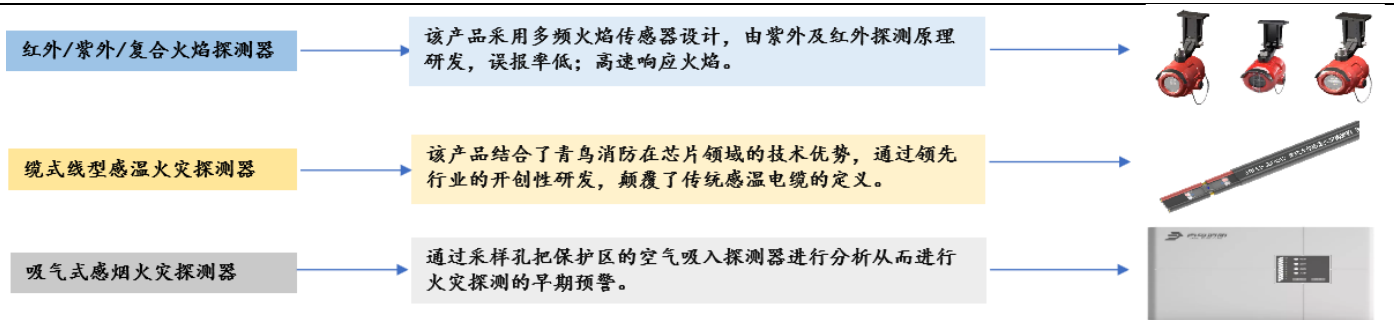
图表 43 2016-2020 青鸟应急疏散业务毛利率



资料来源：wind，华安证券研究所

(2) 工业市场：公司重视工业领域开拓，从产品体系、人员、渠道着手进行全方位布局。从收入端来看，公司目前涉及工业领域的产品为气体检测和气体灭火系统，分别由子公司惟泰安全、正天齐供应，还未涉及消防报警系统。公司目前在工业领域主要做了以下三方面布局：**①产品体系基本构建完成，提供消防安全产品和消防系统整体解决方案。**一方面得益于公司“朱鹮”芯片的开发和技术储备，已经推出了具有差温功能的感温电缆、具有自检功能的红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器等产品，另一方面，公司通过收购法国 FINSECUR，将引入相关产品开拓工业消防市场和高端产品市场。**②成立工业产品事业部，完成团队搭建。**可针对不同行业推出不同解决方案，如轨交行业以感温电缆为主，石油石化行业以可燃气体探测为主。**③通过渠道建设，进入大型企业产品库。**2021 年上半年，公司连续中标河北天柱钢铁集团搬迁项目、中天钢铁绿色精品钢项目，均为全系列火灾自动报警系统产品的唯一供应商，此外还有建设中的唐山钢铁集团华西特钢搬迁项目、马钢（武汉）公司新建工厂项目、鲁中冶金矿业消防改造项目、莱芜新铁矿改造项目等，公司已经在消防报警工业领域实现从 0 到 1 的突破。

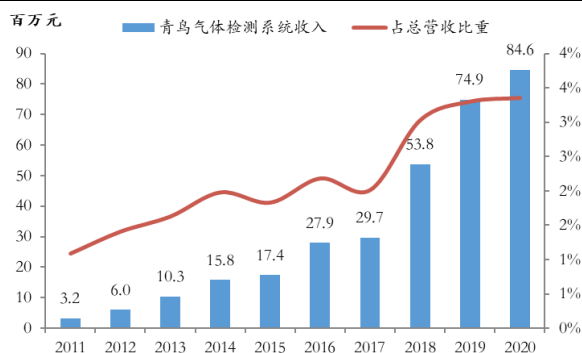
图表 44 青鸟消防工业产品示例



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

随着工业领域的突破，客户结构优化将推动公司毛利率提升。2011-2020 年，气体检测系统毛利率由 10% 提升到 53.8%，我们认为这是由于工业领域客户增多带动的，说明公司已经具备一定的工业领域客户积累，但相比于诺安环境（主要生产石油化工领域用的各类气体探测器）和翼捷股份（主营各类工业领域火焰、气体探测器以及报警控制系统），二者毛利率均能保持在 60% 以上，青鸟工业领域业务毛利率仍然具有较大提升空间。我们认为，基于不断丰富的客户资源积累，高毛利消防报警系统产品在工业领域的突破，一方面扩大公司收入规模，另一方面有助于提升公司整体毛利率水平。

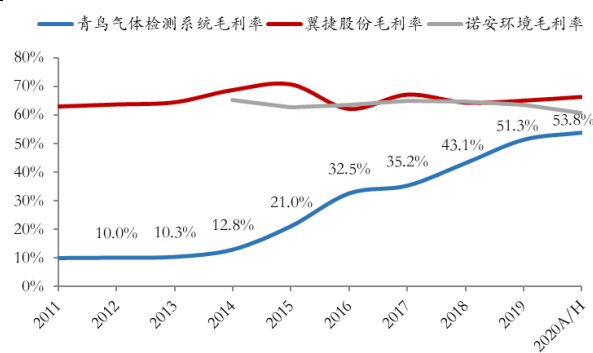
图表 45 2011-2020 青鸟气体检测收入及占比



资料来源：wind，华安证券研究所

备注：青鸟气体检测业务包括商用、家用、工业三个领域。

图表 46 青鸟气体检测系统毛利率对比翼捷、诺安



资料来源：wind，华安证券研究所

备注：翼捷股份 2020 年数据截至半年报。

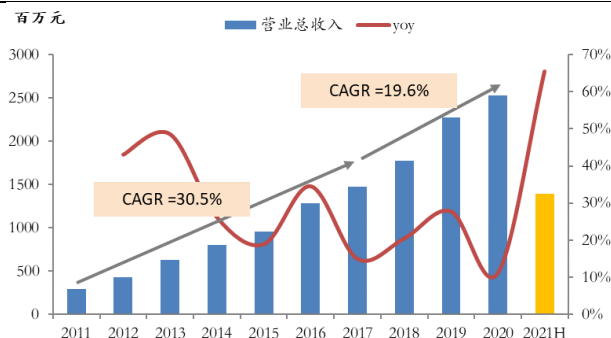
4.2 催化因素之二：充分发挥自身优势，盈利修复在即

市场的主要担忧点在于，青鸟对渠道经销商依赖性较强，一味通过返点激励扩大销售规模，会造成一种增收不增利的情况，但是经过我们研究，青鸟盈利能力下滑主要发生在过去三年，是内外部多因素共同作用的结果；而目前条件成熟，公司盈利修复在即。

从复合增速角度看，利润弹性减弱主要发生在 2017-2020 年间。2011-2020 年，公司收入规模从 2.98 亿增长到 25.25 亿元，归母净利率从 0.53 亿增长到 4.30 亿元，二者 CAGR 分别为 26.78%、26.22%，整体看收入、利润弹性基本持平。分阶段来看，2011-2017 年间，收入、归母净利润 6 年 CAGR 分别为 30.5%、35.2%，2017-2020 年间，收入、归母净利润 3 年 CAGR 分别为 19.6%、10.0%，利润增长弹性明显由强转弱。

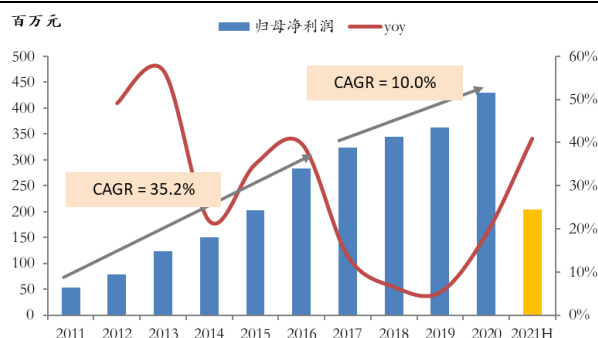
从扣非后增速角度看, 2018-2020 年利润增速不及同期收入增速。2018-2020 年, 收入增速分别为 20.5%、27.8%、11.2%, 归母净利润增速分别为 6.56%、5.28%、18.72%, 2020 年利润增速显著回升并超过同期收入增速, 主要系当年非经常性损益为 0.55 亿元 (主要为增值税即征即退与各类政府补助), 过去三年扣非后归母净利润增速分别为 10.66%、7.01%、3.29%, 均低于同期收入增速。

图表 47 2017-2020 年公司营收 CAGR 为 19.6%



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 48 2017-2020 年公司归母净利润 CAGR 为 10.0%

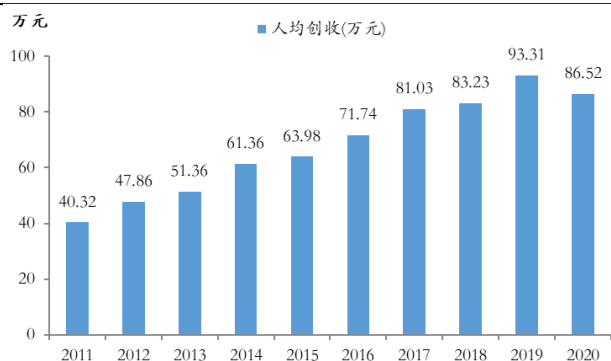


资料来源: Wind, 华安证券研究所

从人均创收、创利角度看, 2018-2020 年公司盈利效率下滑。2011-2020 年, 公司员工总人数由 740 人增加至 2918 人, 保持持续增长; 人均创收由 40.32 万元增长至 86.52 万元, 2019 年实现 93.31 万元/人, 为历史高点, 2020 年首次出现下滑; 人均创利由 7.15 万增长至 14.74 万, 历史高点出现在 2017 年, 实现 17.74 万元/人, 2018-2020 年连续三年下滑。

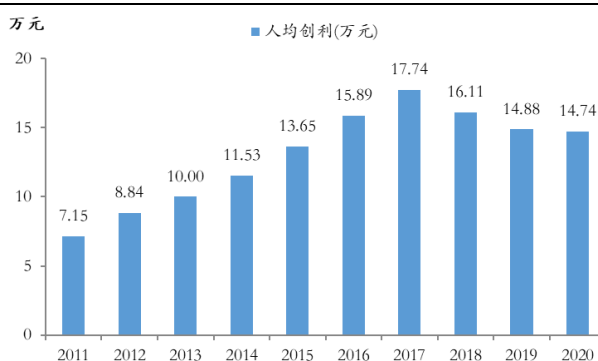
综合来看, 过去三年公司进入了盈利低谷期。我们认为, 公司盈利能力下滑是因为行业价格竞争加剧、产品结构变化、加大新业务投入、股权激励产生大额摊销、减值损失计提等内外部多重因素导致。

图表 49 2011-2020 年公司人均创收总体呈增长趋势



资料来源: 招股说明书, wind, 华安证券研究所

图表 50 公司人均创利自 2017 年开始下滑



资料来源: 招股说明书, wind, 华安证券研究所

因素一: 价格竞争加剧导致公司毛利率下滑。

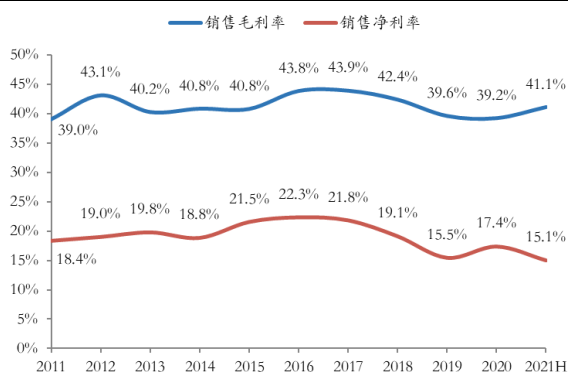
我们认为, 随着未来格局优化, 市场竞争状态将不断改善, 公司毛利率有望回升。受行业 2018-2019 年价格竞争加剧的影响, 公司毛利率由 43.9% 下滑至 39.6%, 两年间下滑 4.3pct, 核心业务通用消防报警产品毛利率下滑 5.4pct。但是价格竞争加速了行业出清, 同时从中长期来看, 芯片紧缺呈现常态化趋势, 将进一步优化行业

格局，市场份额向头部集中，价格不再是头部厂商的主要竞争手段，市场竞争状态将逐步改善。公司层面，自研“朱鹮”芯片的降本效果随着出货规模扩大逐步显现，同时加强生产、采购一体化的成本端控制，我们预计公司整体毛利率企稳回升，可以维持 40%左右的动态稳定，2021-2023 年分别为 38.80%、38.92%、39.20%。

因素二：应急疏散业务快速增长导致产品结构变化，引起毛利率下滑。

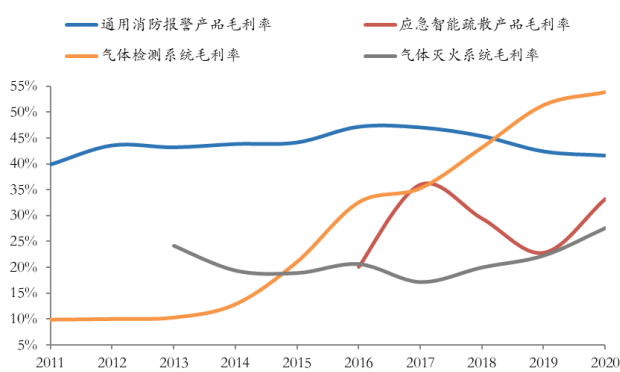
我们认为，未来公司产品结构将会进一步优化，促进毛利率提升。公司新兴的应急疏散业务自 2017 年起保持较快增长，其收入占比由 2017 年的 0.18% 增长至 2020 年的 7.14%，毛利率分别为 36%、29%、23%、33%，低于公司整体毛利率水平，预计未来内生外延双向推动公司应急疏散板块的快速增长，未来三年收入占比有望达到 20%，毛利率中枢有望提升至 35%。2021-2023 年，公司产品结构的优化，一方面将得益于高毛利工业领域的突破，未来三年收入占比有望超过 3%，毛利率有望达到 60% 以上；另一方面，通用消防报警领域存在结构性机会，有望促进公司电气、电源、余压等配套系统规模化效应，支撑整体毛利率水平。

图表 51 2011-2021Q1 公司毛、净利率变化情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 52 公司分业务毛利率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

因素三：前期新业务布局投入较大，销售、研发费用率提升。

我们认为，公司目前基本完成了新业务布局，未来深化管理体系改革，通过精细化运营管理推动降本增效，提高人均产出，费用率优化空间大。2017-2020 年，期间费用率分别为 17.87%、18.10%、19.49%、21.49%，提升 3.62pct，其中销售、管理、研发、财务费用率分别提升 1.04pct、1.47pct、0.96pct、0.16pct。公司基于布局发展的需要，进行了前期投入，在保持研发攻关强度的同时，加强品牌、渠道建设，加大人员引进力度。**新产品方面**，陆续完成了新进细分行业的产品开发，包括应急疏散、工业消防、智慧消防平台、家用消防、安消一体化（图像应用产品线）等；**人员方面**，员工总人数从 2018 年底的 2135 人增加至 2020 年底的 2918 人，增长 37%，生产、销售、技术、管理人员分别增长 37%、23%、67%、39%，新增人员主要包含直销团队、研发人员、工业消防团队等。鉴于公司重视产品研发与持续升级，我们预计，2021-2023，公司研发费用率保持稳定增长，分别为 5.55%、5.66%、5.77%，销售费用率有望于 2022 年逐步改善，分别为 10.41%、10.20%、9.90%。

因素四：2020-2021 年合计摊销了约 67% 股权激励费用。

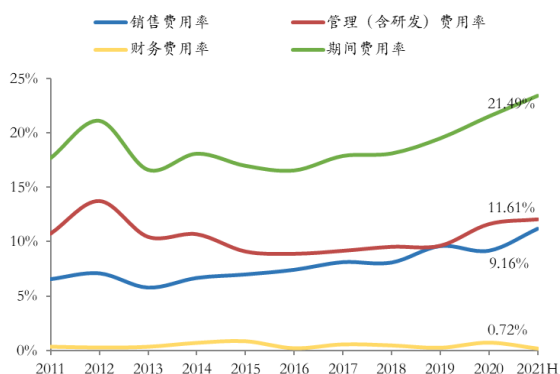
我们认为，管理费用是公司内控核心，2021 年完成大额摊销后，费用压力将大幅缓解。公司自 2020 年起对第一期股权激励计划费用进行摊销，根据公告，授予

限制性股票期权和股票的费用合计约为 1.06 亿，2020-2022 年分别摊销 0.27、0.45、0.25 亿，占比分别为 25%、42%、24%。我们认为，经过 2021 年大额摊销后，公司费用压力在 2022 年后会大幅缓解，2021-2023 年管理费用率预计分别为 6.8%、5.8%、5.2%。

➤ **因素五：2018-2020 年大额信用减值拉低公司利润水平约 1.7pct。**

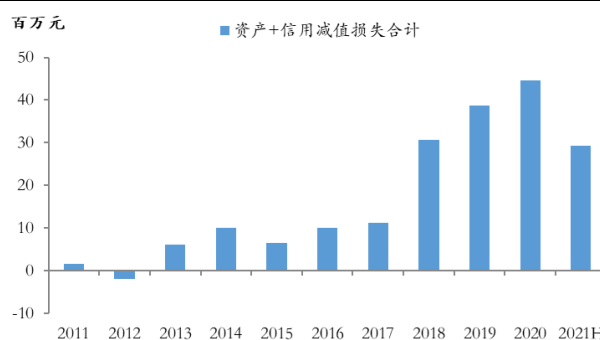
我们认为，加强账期管理是公司未来维护利润水平的重要手段，坏账损失风险整体可控。由于公司应收账款随着业务规模持续扩大，减值损失相应提高。2011-2020 年，公司应收账款由 0.32 亿增长到 13 亿元，占流动资产比重由 14.3%提升到 35.4%，因此在 2018-2020 年间，公司计提了较大的资产与信用减值损失，分别为 0.31、0.39、0.45 亿元，占营收比重分别约 1.7%、1.7%、1.8%，其中绝大部分为应收账款坏账损失。在公司“经销为主，直销为辅”的销售模式下，虽然直销比例近年来有所提高，2020 年经销依旧贡献了 70%以上的收入，回款是经销商重要的业绩考核指标，公司大部分经销商均为长期合作，存在稳固的信用基础，坏账可能性较小；直销方面，公司将持续加强账期管理，坏账损失风险可控。

图表 53 2011-2021Q1 公司期间费用率情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 54 2018-2020 年公司计提减值损失显著增加

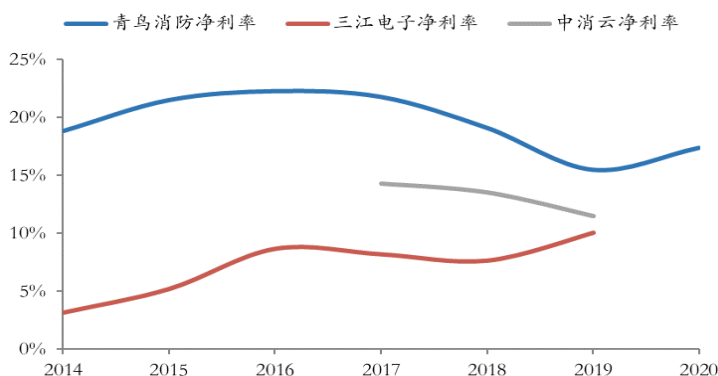


资料来源：Wind，华安证券研究所

综合来看，未来公司盈利能力走强确定性高，盈利修复在即。从可比公司角度看，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%，青鸟能保持 15%以上的净利率水平主要体现在公司综合竞争能力上，另一家头部企业三江电子净利率水平在 10%左右，预计行业内其他中小型企业盈利水平更低，行业规模扩张阶段通过价格竞争的方式加速出清，未来盈利水平被进一步挤压的空间不大，阿尔法属性在行业竞争中将被放大。

展望未来，公司新业务前期投入成果有望在 2022 年开始显现，成本和费用管理逐步优化加强，2021-2023 净利率水平预计分别为 12.8%、14.0%、15.1%；根据财务模型测算，公司总资产周转率预计保持 0.7 以上，资产负债率预计维持 30%左右，ROE 水平逐步回升，2021-2023 年预计分别为 12.8%、15.7%、18.2%。

图表 55 青鸟净利率水平显著高于三江、中消云



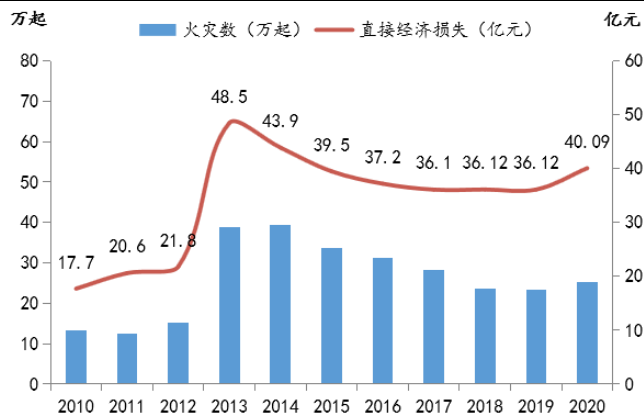
资料来源: Wind, 华安证券研究所

4.3 催化因素之三: 电动车及储能发展伴生火灾隐患, 有望倒逼火灾管理政策加码与产业升级

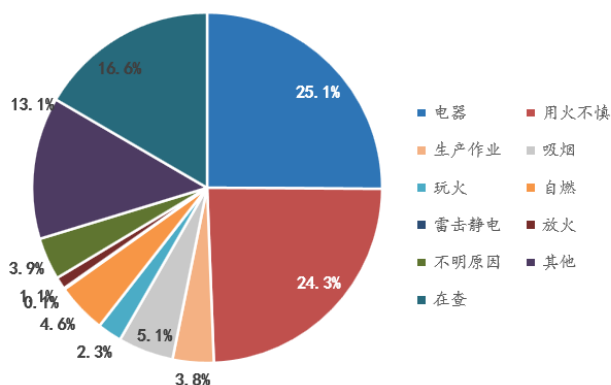
电动车及储能发展伴生火灾隐患, 有望倒逼火灾管理政策加码与产业升级。据消防救援局的数据显示, 2020 年, 我国共接报火灾 25.2 万起, 直接财产损失 40.09 亿元; 电器原因引发火灾占比达 25.1%, 居于首位。目前, 我国电动车等电动装置普及率提升, 新能源车全社会保有量逼近 500 万辆, 电动车室内充电、新能源车自燃、锂电池故障爆炸等恶性火灾事件频发, 引发社会高度关注。根据公开信息报道: ①全国每年约发生 2000 起电动车起火事件。今年 9 月大连凯旋大厦火灾原因系电动平衡车充电器电源线插头与插座接触不良发热导致; ②全世界范围内的电化学储能电站火灾事故已发生 30 余起。今年 4 月, 韩国光伏电站储能系统起火, 造成 4.4 亿韩元损失, 而类似事件北京、江苏亦有发生。

锂电池产业发展的同时, 其热失控问题已成为消防安全的主要隐患之一。根据 CNESA 发布的《储能产业研究白皮书 2021》数据, 电化学储能累计装机规模增速远超储能行业平均, 2020 年同比增长 91%, 而其中锂电储能占比约 92%。西门子、霍尼韦尔等海外公司已经开始布局防范锂电池热失控现象, 例如西门子推出 FDA241 空气采样探测器, 以及霍尼韦尔推出的 li-ion tamer 逸出气体监测系统, 二者均能监控电池状况, 通过探测热失控现象逸出气体做到提前预警, 配合后续断电及气体灭火等手段, 有效提高锂电存储系统的安全性。海外企业在储能领域的布局, 将给青鸟消防未来的产品升级打开了更大的想象空间。

图表 56 我国历年火灾数量和直接经济损失情况



图表 57 消防救援局对起火原因的分析



资料来源：消防救援局、华安证券研究所

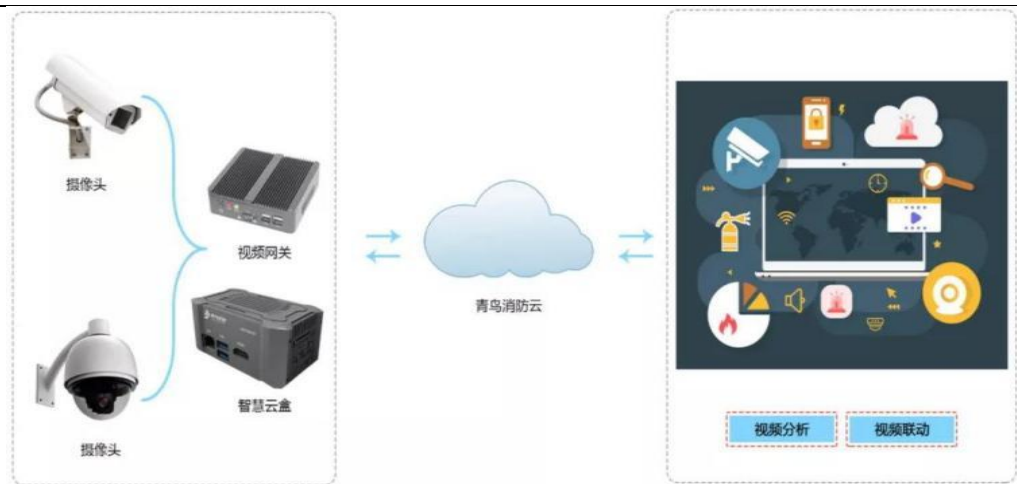
资料来源：消防救援局、应急管理部、华安证券研究所

对于电动车和储能等新兴场景的防火预警痛点，青鸟提出了针对性的解决方案。

①基于电动车室内充电的消防隐患，公司研发并推出研发出“智慧云盒”产品，是消安物一体化成果的集中表现。其基于物联网技术，配置摄像头和 AI 算法，并与青鸟消防云平台连接，做到实时监控、快速查看、及时传输，实现早发现、早报警、早处置，排除火灾扩大风险。

②针对储能电站，青鸟给出了探测加灭火的整体解决方案。预警阶段，配置可燃气体报警系统、热解离子探测器和吸入式空气采样探测器等，与电池管理系统 BMS 联动；扑灭阶段，采用七氟丙烷+细水雾的组合灭火系统，达到扑灭明火、抑制复燃的目的，降低火灾损失。上述解决方案服务的客户主要包括柜体/箱体供应商及阳光电源等头部集成企业，已经实现多个落地项目，如国电怀柔科学城项目、聚通储能柜项目、浙交能源储能项目等。

图表 58 智慧云盒联动点位视频监控图像



资料来源：青鸟消防微信公众号、华安证券研究所

5 投资建议：成长空间打开，盈利拐点将至

详细测算公司核心业务消防电子产品市场规模，主要由通用消防报警系统（含商用、家用）、工业消防报警系统、应急疏散系统三大类产品组成。根据预期增速对市场规模进行测算，核心假设和依据如下：

（1）通用消防报警系统市场规模：根据智研咨询，2014-2019 年，市场规模 5 年 CAGR 为 9.48%，主要为商用领域，受新增房地产市场拉动；根据 wind 预期均值，我们认为未来固定资产投资增速中枢约 5%。预计未来 5 年市场进入存量更新高峰期，叠加家用领域渗透率提升，以及电气、电源监控等配套子系统的结构性机会，因此假设通用消防报警行业规模增速将处于 5%-10%的区间，取中值 7.5%作为未来 5 年 CAGR。

（2）工业消防报警系统市场规模：根据华经产业研究院，2016-2019 年，市场规模 3 年 CAGR 为 3.39%，并预测了未来两年行业的增长，CAGR 为 3.85%。我们假设未来 5 年工业消防报警行业规模增速 CAGR 为 3%。

（3）应急疏散系统市场规模：根据智研咨询，2019 年市场规模约为 59 亿元，我们预计应急疏散市场潜在规模将和通用消防报警系统持平，因此假设应急疏散系

统市场规模在未来 3 年内快速增长到 200-300 亿规模区间，后增速放缓。

测算得到：2021-2025 年，消防电子类产品市场规模分别为 523.5、603.7、712.6、791.2、881.6 亿元。

图表 59 公司核心消防电子类产品市场规模测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
通用消防报警（亿元）	256.4	275.6	289.4	311.1	334.4	359.5	386.5	415.4
yoy		7.5%	5.0%	CAGR=7.5%				
工业消防报警（亿元）	101.0	105.0	102.0	105.1	108.2	111.5	114.8	118.2
yoy		4.0%	-2.9%	CAGR=3%				
应急疏散（亿元）	52	59	76.7	107.4	161.1	241.6	289.9	347.9
yoy		13.5%	30.0%	40.0%	50.0%	50.0%	20.0%	20.0%
消防电子类合计市场规模	409.4	439.6	468.1	523.5	603.7	712.6	791.2	881.6

资料来源：2018-2019 历史数据来自智研咨询、华经产业研究院，华安证券研究所测算

图表 60 公司分产品营收拆分

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,271.10	2,524.62	3,625.83	4,828.23	6,377.27
同比增长	27.80%	11.16%	43.62%	33.16%	32.08%
营业成本	1,372.64	1,535.19	2,219.06	2,949.15	3,877.38
毛利	898.46	989.42	1,406.77	1,879.08	2,499.89
毛利率	39.56%	39.19%	38.80%	38.92%	39.20%
主营业务分项目	98.59%	97.37%	97.62%	97.67%	97.71%
通用消防报警产品	81.88%	76.12%	65.26%	58.46%	52.23%
收入	1859.54	1921.76	2366.10	2822.49	3330.89
yoy	22.01%	3.35%	23.12%	19.29%	18.01%
通用消防报警系统市场规模	27560	28938	31542	34381	37476
公司市占率	6.75%	6.64%	7.50%	8.21%	8.89%
成本	1070.56	1121.57	1389.53	1653.63	1947.10
毛利	788.98	800.19	976.57	1168.86	1383.78
毛利率(%)	42.43%	41.64%	41.27%	41.41%	41.54%
火灾自动报警及联动控制系统产品	70.49%	62.31%	49.03%	41.97%	36.54%
收入	1,600.95	1573.18	1777.69	2026.57	2330.56
yoy	18.20%	-1.73%	13.00%	14.00%	15.00%
毛利率(%)	42.28%	41.56%	41.00%	41.00%	41.00%
电气火灾监控系统	3.40%	3.92%	4.37%	4.27%	3.88%
收入	77.13	99.08	158.53	206.09	247.30
yoy	49.62%	28.46%	60.00%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	44.41%	44.79%	45.00%	45.50%	46.00%
电源监控	3.28%	4.11%	4.58%	4.47%	4.06%
收入	74.46	103.79	166.06	215.88	259.06
yoy	77.33%	39.39%	60.00%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	43.95%	44.74%	45.00%	45.50%	46.00%
余压监控系统		0.30%	0.42%	0.54%	0.66%
收入		7.68	15.36	26.11	41.78
yoy			100.00%	70.00%	60.00%
毛利率(%)		38.54%	39.00%	39.50%	40.00%
防火门监控系统	4.71%	5.47%	6.85%	7.20%	7.09%
收入	107.00	138.03	248.45	347.84	452.19
yoy	40.62%	29.00%	80.00%	40.00%	30.00%
毛利率(%)	42.16%	38.16%	38.50%	39.00%	39.50%
工业消防报警系统			1.79%	2.69%	4.08%
收入			65.00	130.00	260.00
yoy				100.00%	100.00%
成本			26.00	49.40	93.60
毛利			39.00	80.60	166.40
毛利率(%)			60.00%	62.00%	64.00%
应急疏散系统	2.86%	7.14%	13.92%	17.77%	21.52%
收入	65.01	180.22	504.62	857.85	1372.56
yoy	1088.48%	177.22%	180.00%	70.00%	60.00%
成本	50.18	120.37	338.09	566.18	899.02
毛利	14.83	59.85	166.52	291.67	473.53
毛利率(%)	22.81%	33.21%	33.00%	34.00%	34.50%
气体检测系统	3.30%	3.35%	4.66%	5.25%	5.57%
收入	74.87	84.57	169.14	253.71	355.19
yoy	39.27%	12.96%	100.00%	50.00%	40.00%
成本	36.44	39.05	77.80	116.71	163.39
毛利	38.43	45.52	91.34	137.00	191.80
毛利率(%)	51.33%	53.83%	54.00%	54.00%	54.00%
气体灭火系统	10.55%	10.76%	11.99%	13.50%	14.31%
收入	239.56	271.62	434.59	651.89	912.64
yoy	35.51%	13.38%	60.00%	50.00%	40.00%
成本	186.21	196.73	312.91	466.10	647.98
毛利	53.35	74.88	121.69	185.79	264.67
毛利率(%)	22.27%	27.57%	28.00%	28.50%	29.00%
其他业务(久远工程业务)	1.41%	2.63%	2.38%	2.33%	2.29%
收入	32.12	66.45	86.39	112.30	145.99
yoy	90.28%	106.88%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率(%)	8.94%	13.51%	13.50%	13.50%	13.50%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

盈利预测：

我们预计，公司 2021-2023 年营业收入分别为 36.26、48.28、63.77 亿元，同比增速分别为 43.6%、33.2%、32.1%，归母净利润分别为 4.65、6.78、9.61 亿元，同比增速分别为 8.2%、45.8%、41.7%，对应 PE 分别为 20、13、10 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 61 重要财务指标

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2525	3626	4828	6377
收入同比 (%)	11.2%	43.6%	33.2%	32.1%
归属母公司净利润	430	465	678	961
净利润同比 (%)	18.7%	8.2%	45.8%	41.7%
毛利率 (%)	39.2%	38.8%	38.9%	39.2%
ROE (%)	14.0%	12.8%	15.7%	18.2%
每股收益 (元)	0.00	1.34	1.95	2.76
P/E	20.90	19.60	13.45	9.50
P/B	4.22	2.50	2.11	1.73
EV/EBITDA	14.77	12.84	8.76	6.03

资料来源：Wind，华安证券研究所

风险提示：

市场竞争加剧，应急疏散市场扩容不及预期，工业领域业务拓展不及预期，回款不及预期导致坏账增加。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3553	4380	5499	7021	营业收入	2525	3626	4828	6377
现金	1502	1772	2011	2398	营业成本	1535	2219	2949	3877
应收账款	1117	1554	2086	2766	营业税金及附加	16	22	29	38
其他应收款	28	28	40	55	销售费用	231	377	492	631
预付账款	14	16	21	30	管理费用	155	247	280	332
存货	353	470	626	834	财务费用	18	11	12	12
其他流动资产	539	539	714	940	资产减值损失	-5	0	0	0
非流动资产	792	784	772	758	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	68	68	68	68	投资净收益	33	0	0	0
固定资产	280	269	255	237	营业利润	477	535	788	1121
无形资产	33	36	39	42	营业外收入	9	6	7	8
其他非流动资产	410	410	410	410	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	4344	5163	6272	7779	利润总额	485	540	794	1128
流动负债	1236	1489	1918	2461	所得税	46	76	115	164
短期借款	300	350	400	450	净利润	439	465	679	964
应付账款	565	760	1015	1348	少数股东损益	9	-1	1	4
其他流动负债	371	379	503	663	归属母公司净利润	430	465	678	961
非流动负债	4	4	4	4	EBITDA	542	600	857	1191
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.00	1.34	1.95	2.76
其他非流动负债	4	4	4	4					
负债合计	1240	1493	1922	2465					
少数股东权益	22	21	22	26					
股本	246	348	348	348					
资本公积	899	899	899	899					
留存收益	1936	2402	3080	4041					
归属母公司股东权益	3082	3649	4327	5288					
负债和股东权益	4344	5163	6272	7779					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	299	167	239	387	成长能力				
净利润	430	465	678	961	营业收入	11.2%	43.6%	33.2%	32.1%
折旧摊销	34	48	51	55	营业利润	14.9%	12.2%	47.3%	42.2%
财务费用	19	13	16	18	归属于母公司净利	18.7%	8.2%	45.8%	41.7%
投资损失	-33	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-197	-389	-531	-673	毛利率 (%)	39.2%	38.8%	38.9%	39.2%
其他经营现金流	672	884	1235	1660	净利率 (%)	17.0%	12.8%	14.0%	15.1%
投资活动现金流	99	-35	-34	-33	ROE (%)	14.0%	12.8%	15.7%	18.2%
资本支出	-33	-35	-34	-33	ROIC (%)	13.5%	11.8%	14.5%	16.9%
长期投资	-496	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	628	0	0	0	资产负债率 (%)	28.6%	28.9%	30.6%	31.7%
筹资活动现金流	52	138	34	32	净负债比率 (%)	40.0%	40.7%	44.2%	46.4%
短期借款	50	50	50	50	流动比率	2.87	2.94	2.87	2.85
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.58	2.61	2.53	2.50
普通股增加	6	102	0	0	营运能力				
资本公积增加	57	0	0	0	总资产周转率	0.58	0.70	0.77	0.82
其他筹资现金流	-61	-13	-16	-18	应收账款周转率	2.26	2.33	2.31	2.31
现金净增加额	441	270	239	386	应付账款周转率	2.72	2.92	2.90	2.88

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	1.79	1.34	1.95	2.76	P/E	20.90	19.60	13.45	9.50
每股经营现金流	0.86	0.48	0.69	1.11	P/B	4.22	2.50	2.11	1.73
每股净资产	8.86	10.49	12.44	15.20	EV/EBITDA	14.77	12.84	8.76	6.03

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：郭倩倩：金融学硕士，曾就职于南华基金、方正证券新财富团队，善于从买方投资角度做卖方研究，深入细致，紧密跟踪机械大白马标的，重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号：S0010520080005；

分析师：范云浩：北京大学计算机技术硕士，曾就职于方正证券研究所，重点覆盖半导体、光伏、缝纫设备等行业，擅长自上而下把握投资机会。2018 年新财富最佳分析师第二名核心成员。执业证书编号：S0010520070002。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。