

## 业务规模快速扩张，静待盈利拐点

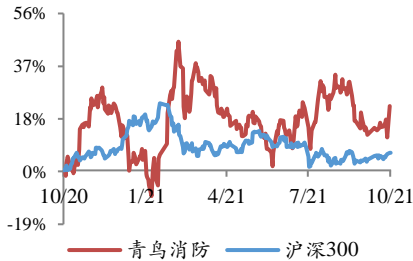
——2021年三季度报业绩点评

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-10-27

收盘价（元）	28.02
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）	98
流通市值（亿元）	49

### 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

1.青鸟消防首次覆盖深度：“长、宽、厚、慢”赛道下的长跑冠军  
2021-10-24

### 主要观点：

- **事件：**10月27日，公司发布三季度报，2021年1-9月，实现收入25.76亿，同比增长53.44%，归母净利润3.75亿，同比增长15.92%，扣非后归母净利润3.68亿，同比增长30.68%；单三季度，实现收入11.8亿，同比增长41.3%，归母净利润1.74亿，同比-4.41%，扣非后归母净利润1.69亿，同比增长8.9%。
- **核心观点：**收入端大超预期，利润端符合预期。单三季度归母净利润增速下滑主要系①公司业务规模处于快速扩张期，市占率加速提升挤压了市场价格；②人员规模扩大、销售渠道建设导致销售费用显著提高；③去年同期高基数，一方面由于疫情导致收入确认延后，另一方面由于包括政府补贴在内的非经常性损益高达4500万。我们基于中长期逻辑看好公司未来的成长性，具体而言，从行业层面看，消防赛道永续增长，行业格局优化趋势显现；从公司层面看，新业务注入收入弹性，盈利改善确定性较强。公司安全边际较高，维持“买入”评级。
- **公司业务扩张进展顺利，新兴业务表现亮眼。**①**通用消防报警：**公司核心业务在国内、海外市场（主要为法国、西班牙子公司）均实现较快增长，我们预计其收入占比仍能超过60%，公司市占率加速提升，按通用消防报警市场规模300亿推算，公司市占率有望超过7.5%，同比提升1pct。②**应急疏散业务：**受政策驱动，公司前瞻性布局收获显著成果，收入同比增长超过180%，我们预计其收入占比将超过10%，2020年占比7.1%，业务结构逐步优化。③**工业消防领域：**公司完成团队建设，持续完善产品体系，并实现从0到1的突破，中标项目主要集中在钢铁冶金、能源电力、石油化工等领域，同时公司将继续推进泛工业领域的储能消防完整解决方案（事前预防、事中灭火、事后追溯）的布局。拥有项目背书后，其品牌价值和客户认可度将持续提升，未来有望贡献较大业绩增量。
- **业务扩张期盈利能力承压，预计2022年有望实现盈利修复。****毛利率方面：**前三季度，公司毛利率39.20%，同比-2.71pct；单Q3，公司毛利率36.98%，同比-3.91pct，主要系①消防安全系统市场价格有所下降；②电子元器件、线缆等原材料成本上行；③产品结构调整，应急疏散业务占比提升。我们认为，公司未来毛利率将围绕40%中枢保持基本稳定，公司通过账期管理、采研联动等措施把控收入端与供应链，同时在芯片供应紧张，全面涨价的背景下，自研“朱鹮”芯片的降本优势逐步显现。**费用率方面：**前三季度，期间费用率20.92%，同比+1.65pct，销售、管理、研发、财务费用率分别同比+1.71、+0.21、-0.16、-0.1pct。公司业务扩张前期投入较大，主要集中在人员扩张、产品研发和渠道建设上，销

售、管理、研发费用分别达到 2.5、1.5、1.2 亿，分别同比增长 86%、59%、48%。综合上述影响，前三季度公司净利率 14.92%，同比-4.66pct。我们预计，2022 年，公司进入内控优化阶段，提高人均能效，同时股权激励费用大额摊销结束，费用端压力将放缓

- 收入弹性增强、盈利能力改善、产业需求升级三翼齐飞。**
  - 收入弹性增强：**公司提前布局应急疏散，并积极进军工业消防及家用消防领域，团队搭建、产品体系基本完善，目前已经开始贡献业绩增量，未来将给公司注入更多收入增长弹性。
  - 内外双重因素推动公司盈利改善：**从外部市场角度看，产业格局优化，逐步由价格导向转为质量导向；从公司内部角度看，一方面完成人员扩充后内控优化空间较大，另一方面，2021-2023 年股权激励摊销费用分别约 0.45、0.25、0.08 亿，费用端压力显著减少。
  - 产业需求升级：**电动自行车、电动汽车渗透率、保有量提升，储能产业发展，锂电热失控伴生火灾隐患突出，有望倒逼火灾管理政策加码，国家发改委、国家能源局已组织起草《电化学储能电站安全管理暂行办法（征求意见稿）》，向社会公开征求意见，加强电化学储能电站安全管理，产业升级提速。

● **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 22、15、10 倍。安全边际较高，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。

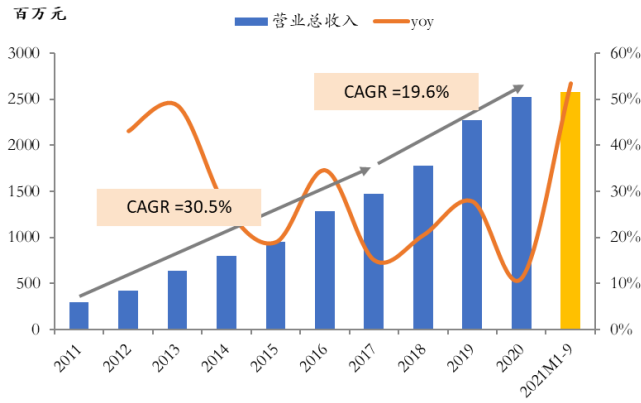
● **重要财务指标**

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	21.55	14.78	10.44
P/B	4.22	2.75	2.32	1.90
EV/EBITDA	14.77	14.35	9.82	6.79

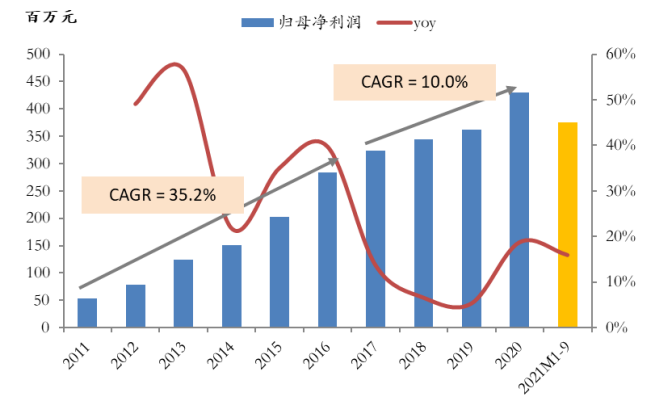
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 1 公司 2021M1-9 营收增速 53.44%



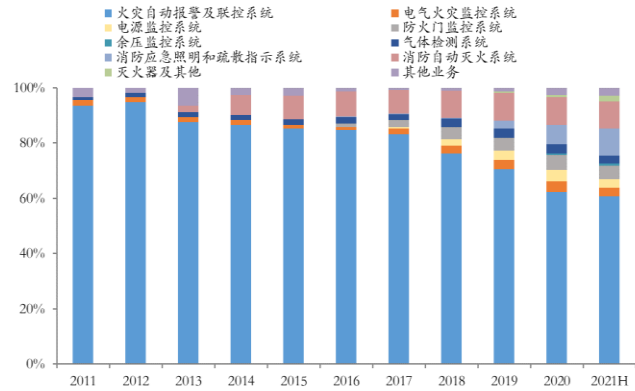
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 2 公司 2021 M1-9 归母净利润增速 15.92%



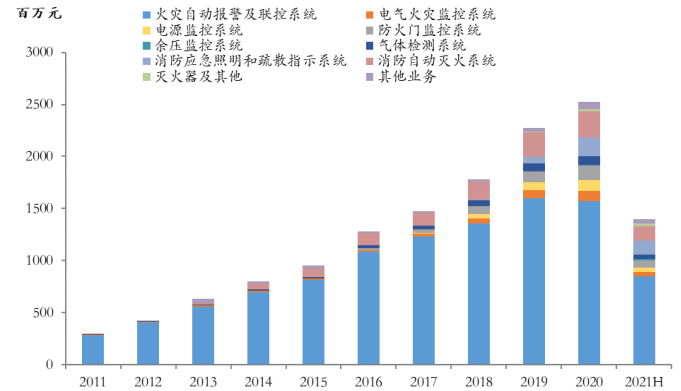
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 3 青鸟细分产品品类结构变迁



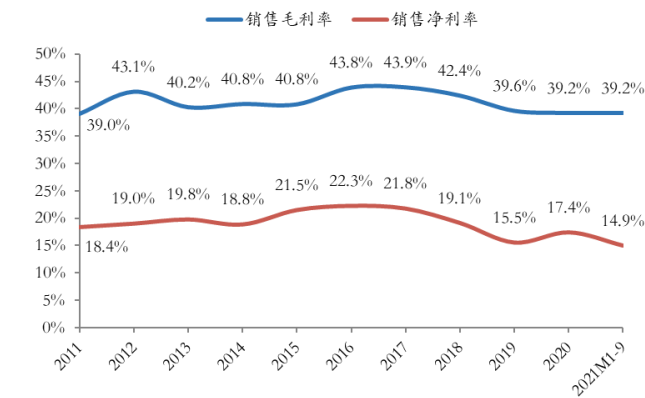
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 4 青鸟细分产品品类收入规模变迁



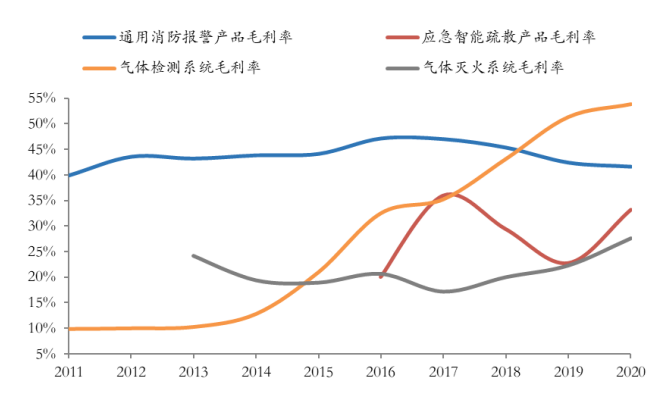
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 5 公司毛利率基本稳定, 净利率承压



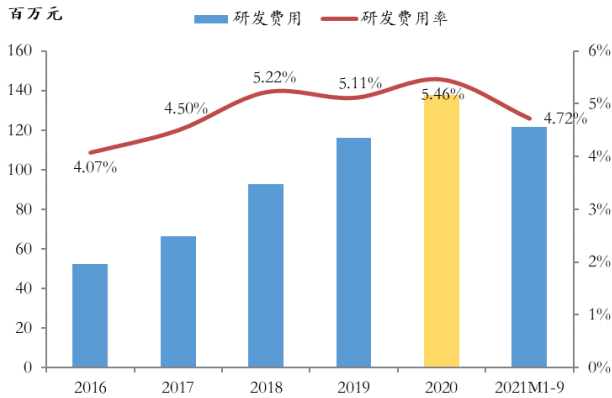
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分业务毛利率情况



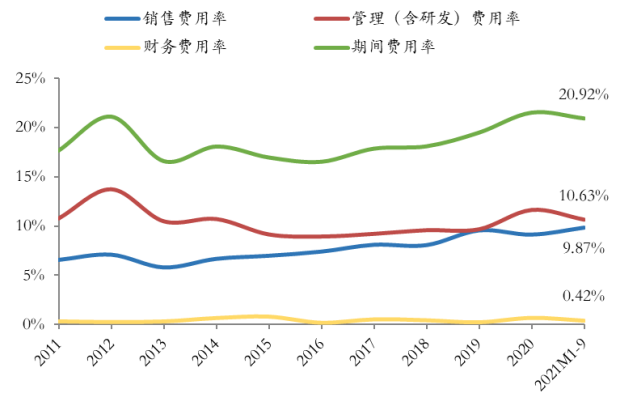
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 公司研发投入规模持续扩大



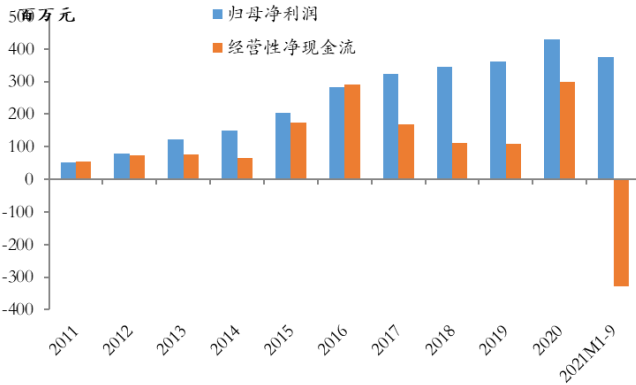
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司期间费用率情况



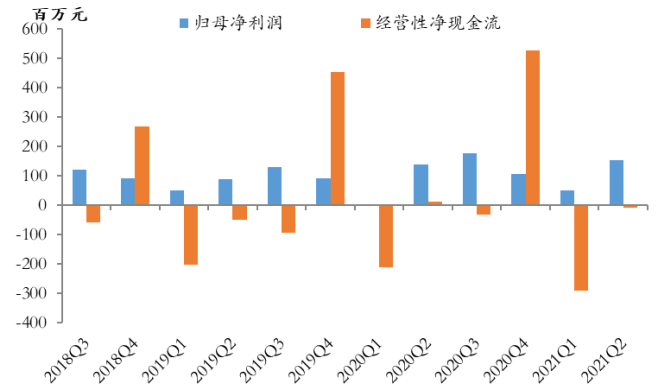
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司经营净现金流对比归母净利润



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司主要回款将集中在 Q4



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。





## 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。