

2021年三季报点评：市占率快速提升，费用前置挤压净利润

买入（维持）

2021年10月27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）	16.50	18.12	13.99	10.84

■ **事件：**公司公告三季报，前三季度实现收入25.76亿元，同比增长53.44%；归母净利润3.75亿元，同比增长15.92%；扣非后归母净利润为3.68亿元，同比增长30.68%。

■ **一、收入高速增长表明市占率（销售额口径）快速提升，原材料和费用压制三季度利润表现。****收入端：**根据公司公告，Q3收入为11.80亿元，同比增长41.30%，相比二季度收入增速进一步提升，其中：1）传统消防报警业务产品订单、发货、回款各项指标同比快速增长，海外业务方面虽受海外新冠肺炎疫情的持续发酵影响，但以法国Finsecur公司、西班牙Detnov公司为代表的海外子公司业绩均较去年同期实现快速增长。2）应急照明与智能疏散板块方面，订单和发货量呈持续高增长态势，较去年同比大幅增长超过180%，收入规模进一步扩大。

利润端：原材料价格的上涨、芯片短缺、应急疏散业务快速放量对公司毛利率形成一定冲击，Q3单季度毛利率为36.98%，同比下滑3.91个百分点、环比下滑3.32个百分点。费用方面，公司员工人数较去年同期大幅增长超过50%，并持续加大研发、技术、产品端的布局投入以及品牌、销售渠道的建设，加上公司股权激励计划的推出实施，2021年1-9月管理费用、研发费用、销售费用分别为1.52亿元、1.22亿元、2.54亿元，较去年同期分别增长59.13%、48.32%、85.52%，其中Q3单季度实现销售费用0.98亿元、管理费用0.61亿元、研发费用0.44亿元，费用前置化压制了公司净利润的表现。

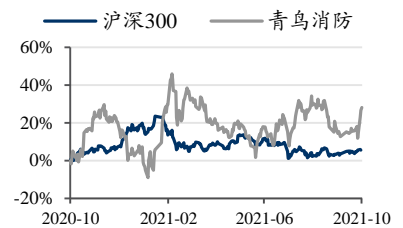
新兴业务：1）工业消防领域，公司中标了青岛北汽莱西工厂、国网江苏电力公司物资招标采购项目、河津阳光集团安昆能源化工项目、四川富临新能源锂电池正极材料项目等代表性项目。2）智慧消防领域，公司开展了北京潭柘寺、法海寺、茂名市电白区九小场所消防安全管理升级项目等的建设，截至2021Q3，“青鸟消防云”上线的单位家数超过1.8万，上线点位超过110万个。3）储能消防领域，公司本年内已中标10尺/20尺/40尺储能集装箱（聚通）气体灭火系统项目、美国Texas某储能变电站项目、华工智能储能样箱等项目；青鸟消防亦拟通过“朱鹮”芯片的底层技术优势，大力推进对储能领域消防的前置探测、精准化以及多维度（烟、温、气等方面）整体解决方案的开发与拓展。

总结：从三季报的收入和利润数据来看，我们认为公司正处于快速扩张业务规模和加速提升市占率的阶段，考虑到今年原材料价格上涨、芯片短缺的形势，公司一是具有自研芯片的优势，二是坚持产品不涨价，因此毛利率下降和费用率上升是公司发展中出现的阶段性的问题，费用前置化了，未来随着原材料价格逐步回落至合理水平，以及公司招募的销售和管理人员逐步发挥效用，净利润增速大概率将与收入增速相匹配。

■ **盈利预测与投资评级：**基于我们看好公司作为消防设备行业龙头市占率提升的逻辑，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18、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)	29.15
一年最低/最高价	20.34/33.58
市净率(倍)	3.00
流通 A 股市值(百万元)	5093.09

基础数据

每股净资产(元)	9.72
资产负债率(%)	33.70
总股本(百万股)	348.28
流通 A 股(百万股)	174.72

相关研究

- 1、《青鸟消防（002960）：持续收购应急疏散产能，成长第二曲线愈发明晰》2021-08-23
- 2、《青鸟消防（002960）：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》2021-08-12
- 3、《青鸟消防（002960）：强强联合，需重视此次收购的战略意义》2021-08-05

【事件】

公司公告三季报，前三季度实现收入 25.76 亿元，同比增长 53.44%；归母净利润 3.75 亿元，同比增长 15.92%；扣非后归母净利润为 3.68 亿元，同比增长 30.68%。

一、收入高增速表明市占率（销售额口径）快速提升，原材料和费用压制三季度利润表现

收入端：根据公司公告，Q3 收入为 11.80 亿元，同比增长 41.30%，相比二季度收入增速进一步提升，其中：

1) 传统消防报警业务产品订单、发货、回款各项指标同比快速增长，海外业务方面虽受海外新冠肺炎疫情的持续发酵影响，但以法国 Finsecur 公司、西班牙 Detnov 公司为代表的海外子公司业绩均较去年同期实现快速增长。

2) 应急照明与智能疏散板块方面，订单和发货量呈持续高增长态势，较去年同比大幅增长超过 180%，收入规模进一步扩大。

利润端：原材料价格的上涨、芯片短缺、应急疏散业务快速放量对公司毛利率形成一定冲击，Q3 单季度毛利率为 36.98%，同比下滑 3.91 个百分点、环比下滑 3.32 个百分点。费用方面，公司员工人数较去年同期大幅增长超过 50%，并持续加大研发、技术、产品端的布局投入以及品牌、销售渠道的建设，加上公司股权激励计划的推出实施，2021 年 1-9 月管理费用、研发费用、销售费用分别为 1.52 亿元、1.22 亿元、2.54 亿元，较去年同期分别增长 59.13%、48.32%、85.52%，其中 Q3 单季度实现销售费用 0.98 亿元、管理费用 0.61 亿元、研发费用 0.45 亿元，费用前置化压制了公司净利润的表现。

新兴业务：

1) 工业消防领域，公司继续开拓不同类型的工业领域并取得零的突破，中标了青岛北汽莱西工厂、国网江苏电力公司物资招标采购项目、河津阳光集团安昆能源化工项目、四川富临新能源锂电池正极材料项目等代表性项目，进一步提升了公司在工业消防市场的竞争力；同时，继续完善工业消防领域的产品体系：①2021 年公司完成了吸气式感烟火探测器的研发工作并正式送检；②二波段/三波段红外火焰探测器、线型光束感烟探测器、故障电弧探测器、分布式图像探测器等产品的开发进展顺利。

2) 智慧消防领域，公司开展了北京潭柘寺、法海寺、茂名市电白区九小场所消防安全管理升级项目等的建设，截至 2021Q3 “青鸟消防云”上线的单位家数超过 1.8 万，上线点位超过 110 万个；公司亦成立了智慧消防部，进一步开展并加大在智慧消防领域

的市场拓展力度。

3) 储能消防领域, 公司持续推进旗下火灾自动报警、气体灭火等系统产品在储能电站领域的市场拓展与应用, 本年内已中标 10 尺/20 尺/40 尺储能集装箱(聚通)气体灭火系统项目、美国 Texas 某储能变电站项目、华工智能储能样箱等项目; 未来随着储能行业尤其是电化学储能领域的快速发展, 以及社会对储能领域消防安全愈发重视, 储能消防将会从原来的一个消防场景的单纯应用, 逐渐走向规范、完善; 青鸟消防亦拟通过“朱鹮”芯片的底层技术优势, 大力推进对储能领域消防的前置探测、精准化以及多维度(烟、温、气等方面)整体解决方案的开发与拓展。

总结: 从三季报的收入和利润数据来看, 我们认为公司正处于快速扩张业务规模和加速提升市占率的阶段, 考虑到今年原材料价格上涨、芯片短缺均从供给端限制了行业发展, 在这种形势下, 公司一是具有自研芯片的优势、二是坚持产品不涨价, 进一步挤压行业尾部企业的生存空间, 因此我们认为毛利率下降和费用率上升是公司发展过程中出现的阶段性的问题, 费用前置化了, 未来随着原材料价格逐步回落至合理水平, 以及公司招募的销售和管理人员逐步发挥效用, 净利润增速大概率将与收入增速相匹配。

二、短期看 3 年内收入规模达到 50 亿元可期, 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 年年报内容, 我们大致可以拆分出: 1) 应急疏散 1.82 亿元, 2) 久远品牌 3-4 亿元; 3) 海外业务 3-4 亿元; 4) 青鸟品牌消防报警 17.43 亿元左右。考虑到: 1) 应急疏散市场和业务正处于从零到一、从无到有的高增长阶段, 我们预计 2023 年有望实现 8-10 元亿收入规模; 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, 我们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 亿元、净利润规模超过 10 亿元的概率较高。

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 年以前的海康威视, 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威视的成长路径, 值得持续关注和跟踪。

估值及盈利预测

基于我们看好公司作为消防设备行业龙头市占率提升的逻辑，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18、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)					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	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%
					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	312	471	610	资产负债率(%)	28.6%	32.6%	37.4%	36.6%
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	-150	-165	-187	净利润增长率(%)	24.7%	28.7%	31.0%	29.1%
现金净增加额	441	-326	256	141	P/E	16.50	18.12	13.99	10.84
折旧和摊销	34	35	48	62	P/B	2.30	2.01	1.71	1.43
资本开支	33	95	110	98	EV/EBITDA	17.97	13.79	10.20	7.69
营运资本变动	-197	-314	-350	-448					

数据来源: Wind 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>