

## 内需承压海外稳增，激励费用影响利润

■ 证券研究报告

### 投资评级:增持(维持)

<b>基本数据</b>	<b>2024-08-23</b>
收盘价(元)	9.22
流通股本(亿股)	6.20
每股净资产(元)	8.07
总股本(亿股)	7.44

#### 最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

#### 相关报告

- 《毛利率同比改善，Q1 业绩稳中有增》 2024-04-28
- 《多元业务共同发力，海外拓展贡献增量》 2024-03-27
- 《蓝天无垠，青鸟振翅》 2024-01-10

### 核心观点

- ❖ **事件:**2024H1 营收 22.64 亿元同增 0.54%;归母净利润 1.89 亿元同降 34.28%。Q2 营收 13.48 亿元同降 5.16%; 归母净利润 1.10 亿元同降 47.52%。
- ❖ **国内竞争加剧，海外稳步增长:**公司 Q2 实现收入同降 5.16%主要系行业竞争加剧，产品价格有所调整。2024H1 分业务: 1) 火灾自动报警及联动控制系统收入 10.34 亿元同降 3.24%，国内方面民商用领域竞争加剧，海外方面收购 FB 集团后，公司在加拿大、法国、西班牙、英国均有布局，H1 海外市场整体实现营收约 3.74 亿元同增 24.70%。2) 应急疏散收入 4.70 亿元同降 9.70%，公司主动调整价格、强化产品质量与成本控制、提升服务水平并优化成本结构。3) 五小系统收入 2.43 亿元同降 0.69%，其中气体探测实现营收 0.88 亿元同增 24.09%，政策推动行业扩容，带动产品配套需求增加。4) 工业消防收入 1.29 亿元同增 21.00%，多领域形成解决方案。5) 灭火业务收入 2.38 亿元同增 24.61%，持续开拓多认证气体灭火产品销售。
- ❖ **股权激励增加费用，H1 归母净利率略降:**2024H1 毛利率 36.83%同降 0.19ct, Q2 毛利率 33.81%同降 2.15pct, 主要系竞争下公司调整价格策略。上半年期间费用率 25.66%同增 4.55pct, 其中销售/管理/研发费用率分别为 13.42%/7.43%/5.49%，同比+1.79pct/+2.24pct/+0.05pct。2024H1 归母净利率同降 4.42pct 至 8.34%，单 Q2 归母净利率同降 6.60pct 至 8.18%，主要系 1) 汇总损益导致财务费用同增 0.37 亿元; 2) 股权激励使得费用同增 0.40 亿元; 3) 渠道调整及直销人员扩张使销售费用同增 0.30 亿元。若剔除股权激励费用影响，上半年归母净利润同降约 22%。2024H1 经营现金流净流出 1.95 亿元同比多流出 0.17 亿元: 收现比 80.2%同增 0.2pct, 付现比 78.4%同降 5.2pct。
- ❖ **投资建议:**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 5.34/6.65/8.22 亿元，同比增速-18.96%/+24.56%/+23.56%，对应 EPS 分别为 0.72/0.89/1.10 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 12.85x/10.32x/8.35x。维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 房地产恢复不及预期; 原材料价格大幅上行; 行业竞争加剧。

#### 盈利预测:

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4602	4972	5260	5961	6758
收入增长率(%)	19.13	8.02	5.80	13.32	13.37
归母净利润(百万元)	570	659	534	665	822
净利润增长率(%)	7.52	15.67	-18.96	24.56	23.56
EPS(元/股)	1.17	0.90	0.72	0.89	1.10
PE	24.01	15.38	12.85	10.32	8.35
ROE(%)	9.82	10.57	8.36	9.69	11.03
PB	2.72	1.68	1.07	1.00	0.92

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 23 日收盘价计算)

**青鸟消防 2024 半年报点评全文：**

- ❖ **事件：**2024H1 营收 22.64 亿元同增 0.54%；归母净利润 1.89 亿元同降 34.28%；扣非归母净利润 1.61 亿元同降 38.86%。Q2 营收 13.48 亿元同降 5.16%；归母净利润 1.10 亿元同降 47.52%；扣非归母净利润 0.94 亿元同降 53.24%。
- ❖ **国内竞争加剧，海外稳步增长：**公司 Q2 实现收入同降 5.16%主要系行业竞争加剧，产品价格有所调整。2024H1 分业务来看：1) 火灾自动报警及联动控制系统收入 10.34 亿元同降 3.24%，国内方面民商用领域竞争加剧，海外方面收购 FB 集团后，公司已形成加拿大 Maple Armor、CO Experts+法国 Finsecur+西班牙 Detnov+英国 Firehawk 为主的海外消防报警矩阵，H1 海外市场整体实现营收约 3.74 亿元同增 24.70%。2) 应急疏散实现收入 4.70 亿元同降 9.70%，公司主动调整价格、强化产品质量与成本控制、提升服务水平并优化成本结构。3) 五小系统收入 2.43 亿元同降 0.69%，其中气体探测实现营收 0.88 亿元同增 24.09%，政策推动行业扩容，带动产品配套需求增加。4) 工业消防实现收入 1.29 亿元同增 21.00%，石油石化、钢铁冶金、地铁轨交、电力储能等多领域形成解决方案。5) 灭火业务收入 2.38 亿元同增 24.61%，持续开拓多认证气体灭火产品销售。
- ❖ **股权激励增加费用，H1 归母净利率略降：**2024H1 毛利率 36.83%同降 0.19ct，Q2 毛利率 33.81%同降 2.15pct，主要系竞争下公司调整价格策略。上半年期间费用率 25.66%同增 4.55pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 13.42%/7.43%/5.49%，同比+1.79pct/+2.24pct/+0.05pct，销售费用提升系渠道调整以及直销团队人员扩张，管理费用提升主要系存在股权激励费用。2024H1 归母净利率同降 4.42pct 至 8.34%，单 Q2 归母净利率同降 6.60pct 至 8.18%。H1 归母净利率下滑主要系 1) 汇总损益导致财务费用同增 0.37 亿元；2) 股权激励使得费用同增 0.40 亿元；3) 渠道调整及直销人员扩张使销售费用同增 0.30 亿元。若剔除股权激励费用影响，上半年归母净利润同降约 22%。2024H1 经营现金流净流出 1.95 亿元同比多流出 0.17 亿元：收现比 80.2%同增 0.2pct，付现比 78.4%同降 5.2pct。
- ❖ **持续深耕工业端，打造未来增长点：**工业消防解决方案是增长点之一，公司工业领域消防报警业务与智能疏散业务快速增长，其中“青鸟”品牌工业类项目发货金额 2.4 亿同增 69%。公司持续深耕传统工业、泛工业（隧道管廊、地铁轨交等）、中高端制造（医药化工、锂电、酒厂等）、电力储能（电化学储能电站等）四大场景，并推进在地铁、核电、火电、半导体电子厂房行业领域的突破。此外，储能消防、数据中心消防快速增长，H1 完成超 10GWh 储能柜消防系统供货，同增近一倍；数据中心消防产品发货超 0.4 亿元同增 30%。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2024-2026 年归母净利润为 5.34/6.65/8.22 亿元，同比增速-18.96%/+24.56%/+23.56%，对应 EPS 分别为 0.72/0.89/1.10 元/股，最新收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别 12.85x/10.32x/8.35x。维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**房地产恢复不及预期；原材料价格大幅上行；行业竞争加剧。

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>4602.37</b>	<b>4971.56</b>	<b>5259.90</b>	<b>5960.65</b>	<b>6757.73</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2893.27	3067.87	3286.09	3705.95	4182.73	营业收入增长率	19.1%	8.0%	5.8%	13.3%	13.4%
营业税费	30.47	32.03	34.19	38.74	43.93	营业利润增长率	9.3%	16.3%	-20.8%	24.7%	23.6%
销售费用	528.10	644.28	689.05	768.92	858.23	净利润增长率	7.5%	15.7%	-19.0%	24.6%	23.6%
管理费用	239.51	270.44	389.23	393.40	398.71	EBITDA 增长率	7.9%	9.6%	-9.0%	23.5%	20.3%
研发费用	229.83	250.08	262.99	298.03	337.89	EBIT 增长率	6.1%	8.5%	-5.4%	25.0%	21.4%
财务费用	5.70	-40.52	-13.89	-14.55	-12.61	NOPLAT 增长率	4.1%	11.0%	-5.4%	25.0%	21.4%
资产减值损失	-1.71	-8.47	-12.68	-13.79	-12.47	投资资本增长率	57.5%	3.1%	2.2%	8.7%	8.6%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>-1.53</b>	<b>1.83</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	61.0%	8.0%	2.8%	7.7%	8.8%
投资和汇兑收益	3.17	10.91	5.26	5.96	0.00	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>686.02</b>	<b>798.01</b>	<b>632.13</b>	<b>788.15</b>	<b>974.53</b>	毛利率	37.1%	38.3%	37.5%	37.8%	38.1%
加:营业外净收支	7.11	-0.39	3.00	3.00	3.00	营业利润率	14.9%	16.1%	12.0%	13.2%	14.4%
<b>利润总额</b>	<b>693.13</b>	<b>797.62</b>	<b>635.13</b>	<b>791.15</b>	<b>977.53</b>	净利润率	13.0%	14.2%	10.7%	11.7%	12.8%
减:所得税	93.47	91.80	73.04	90.98	112.42	EBITDA/营业收入	16.6%	16.9%	14.5%	15.8%	16.8%
<b>净利润</b>	<b>569.66</b>	<b>658.90</b>	<b>533.99</b>	<b>665.16</b>	<b>821.86</b>	EBIT/营业收入	15.0%	15.1%	13.5%	14.8%	15.9%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2974.61	2950.39	3156.23	3222.75	4019.87	固定资产周转天数	26	30	29	25	23
交易性金融资产	434.27	114.83	114.83	114.83	114.83	<b>流动运营资本周转天数</b>	<b>189</b>	<b>160</b>	<b>144</b>	<b>157</b>	<b>129</b>
应收账款	2066.39	2183.98	2012.09	2531.25	2435.68	流动资产周转天数	532	489	465	458	438
应收票据	52.09	67.88	63.62	85.40	83.54	应收账款周转天数	142	154	145	140	135
预付账款	71.21	40.42	52.58	59.30	66.92	存货周转天数	87	86	84	80	70
存货	697.64	765.90	759.93	870.69	739.66	总资产周转天数	538	599	583	542	518
其他流动资产	11.86	71.10	71.10	71.10	71.10	投资资本周转天数	530	506	489	469	449
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	9.8%	10.6%	8.4%	9.7%	11.0%
长期股权投资	135.02	135.77	175.77	215.77	255.77	ROA	7.1%	7.8%	6.2%	7.1%	8.2%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	8.9%	9.6%	8.9%	10.2%	11.4%
固定资产	321.80	405.32	411.85	415.89	417.43	费用率					
在建工程	106.58	331.08	341.08	351.08	361.08	销售费用率	11.5%	13.0%	13.1%	12.9%	12.7%
无形资产	192.79	213.46	213.46	213.46	213.46	管理费用率	5.2%	5.4%	7.4%	6.6%	5.9%
其他非流动资产	43.51	31.40	31.40	31.40	31.40	财务费用率	0.1%	-0.8%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
<b>资产总额</b>	<b>8061.78</b>	<b>8471.74</b>	<b>8557.59</b>	<b>9387.31</b>	<b>10051.54</b>	三费/营业收入	16.8%	17.6%	20.2%	19.3%	18.4%
短期债务	520.00	262.00	182.00	232.00	182.00	<b>偿债能力</b>					
应付账款	763.99	698.79	670.41	811.97	768.18	资产负债率	25.6%	23.6%	22.2%	23.6%	22.4%
应付票据	28.25	50.90	40.38	62.57	53.62	负权益比	34.5%	30.8%	28.5%	30.9%	28.9%
其他流动负债	13.22	24.00	24.00	24.00	24.00	流动比率	3.59	3.70	4.05	3.89	4.31
长期借款	100.55	90.14	90.14	90.14	90.14	速动比率	3.17	3.21	3.51	3.37	3.84
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	30.60	40.92	45.32	51.99	54.74
<b>负债总额</b>	<b>2066.62</b>	<b>1995.43</b>	<b>1898.70</b>	<b>2217.80</b>	<b>2253.47</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	193.73	239.70	267.80	302.81	346.07	DPS(元)	0.30	0.35	0.22	0.27	0.33
股本	564.30	758.06	744.34	744.34	744.34	分红比率	0.25	0.26	0.30	0.30	0.30
留存收益	2847.47	3336.71	3720.50	4196.11	4781.41	股息收益率	1.1%	2.5%	2.3%	2.9%	3.6%
<b>股东权益</b>	<b>5995.16</b>	<b>6476.31</b>	<b>6658.90</b>	<b>7169.51</b>	<b>7798.07</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	EPS(元)	1.17	0.90	0.72	0.89	1.10
净利润	569.66	658.90	533.99	665.16	821.86	BVPS(元)	10.28	8.23	8.59	9.23	10.01
加:折旧和摊销	76.05	91.20	56.46	58.96	61.46	PE(X)	24.0	15.4	12.9	10.3	8.4
资产减值准备	58.91	56.54	53.74	65.45	62.18	PB(X)	2.7	1.7	1.1	1.0	0.9
公允价值变动损失	1.53	-1.83	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	19.79	16.68	15.62	17.02	19.62	P/S	3.4	2.1	1.3	1.2	1.0
投资收益	-3.17	-10.91	-5.26	-5.96	0.00	EV/EBITDA	17.6	9.5	5.3	4.4	3.0
少数股东损益	30.00	46.92	28.10	35.01	43.26	CAGR(%)					
营运资金的变动	-274.83	-233.61	406.13	-458.51	124.93	PEG	3.2	1.0	—	0.4	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>483.72</b>	<b>629.59</b>	<b>1085.78</b>	<b>374.12</b>	<b>1130.30</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-726.08</b>	<b>-721.61</b>	<b>-101.74</b>	<b>-101.04</b>	<b>-107.00</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1721.90</b>	<b>-484.40</b>	<b>-435.12</b>	<b>-116.56</b>	<b>-236.17</b>						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所 (以 2024 年 08 月 23 日收盘价计算)

## 信息披露

### ● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

以报告发布日后 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 行业评级

以报告发布日后 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准：

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

A 股市场代表性指数以沪深 300 指数为基准；香港市场代表性指数以恒生指数为基准；美国市场代表性指数以标普 500 指数为基准。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。