

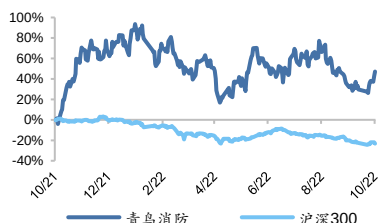
消防安全行业翘楚，掘金千亿级蓝海市场

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-19

收盘价（元）	27.62
近 12 个月最高/最低（元）	36.50/17.88
总股本（百万股）	489.47
流通股本（百万股）	437.40
流通股比例（%）	89.36
总市值（亿元）	135.19
流通市值（亿元）	120.81

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张帆

执业证书号：S0010522070003

邮箱：zhangfan@hazq.com

主要观点：

● 产品矩阵多元丰富，品牌认可度较高

深耕行业二十余年，致力打造“一站式”消防安全业务体系。从业务体系看，青鸟消防已形成“3+2+2”业务框架，即“三驾马车”（通用消防报警（含海外）、应急照明与智能疏散、工业消防），气体类的自动灭火和气体检测业务，及“两颗新星”（智慧消防、家用消防）。产品矩阵涵盖火灾安全管理全过程。从品牌认可度来看，公司在下游客户中取得了较好口碑，截至目前，公司已与碧桂园、绿地控股、旭辉集团、美的、万达集团等全国近百家生态合作伙伴形成生态合作关系。我们认为，公司品牌与产品已经得到下游市场的高度认可，未来有望把握行业机遇，开启高质量发展。

● 行业市场规模超千亿，两大成长方向清晰明确

根据相关政策文件，我们测算行业规模如下：民用消防产品领域，2021 年市场规模为 975 亿元，2025 年有望达 1191 亿元。工业消防产品领域，2021 年市场总规模为 114 亿元，2025 年有望达 151 亿元。从竞争格局上看，国内市场竞争格局较为分散，对标全球市场及安防行业，行业集中度提升是大势所趋。向未来看，我们复盘了安防行业龙头海康威视的营业收入，挖掘出“智能化”及“整体解决方案及运营服务能力”是消防行业的长期成长方向。

● 多维度打造竞争壁垒，公司营收端与利润端有望持续增长

“消安一体化”，是近两年消防产业和安防产业相互融合的趋势体现。考虑到安防和消防行业存在核心技术、knowhow、品牌之间的差异因素，我们认为，“消安一体化”更多的是场景上的融合，而不是产品的相互替代，未来公司仍然会稳步发展。从营收端看，以火灾报警产品为核心的传统业务受益于行业发展和行业集中度的提升有望保持稳增态势，同时公司依靠新业务（工业消防、应急疏散等）和新客户（国产替代）开启第二增长曲线；与此同时，公司较早布局智慧消防业务，符合行业成长趋势，而公司多年稳定的客户群体也为公司奠定了存量运营的基础；除此之外，公司通过募投项目扩张产能规模，以更好的适应公司快速发展的业务需求。从利润端看，一方面，公司自研“朱鹮”系列芯片提质增效，核心优势明显；另一方面，公司研发团队人员充足，下游销售渠道布局完善，规模效应明显，未来有望降低费用率并持续创新投入，从而进一步提升利润率。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 50.2/66.5/86.9 亿元，同比增长 30%/33%/31%；实现归母净利润 6.16/7.72/9.74 亿元，同比增长 16%/25%/26%；2022-2024 年对应的 EPS 为 1.26/1.58/1.99 元。公司当前股价对应的 PE 为 22/17/14 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

重要财务指标			单位:百万元	
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,863	5,018	6,650	8,688
收入同比 (%)	53.0%	29.9%	32.5%	30.6%
归属母公司净利润	530	616	772	974
净利润同比 (%)	23.2%	16.3%	25.4%	26.2%
毛利率 (%)	37.1%	36.0%	35.6%	35.9%
ROE (%)	16.0%	16.3%	17.8%	19.4%
每股收益 (元)	1.08	1.26	1.58	1.99
P/E	25.49	21.93	17.49	13.86
P/B	3.81	3.36	2.91	2.50
EV/EBITDA	20.90	17.02	14.08	10.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

● 风险提示

1) 技术研发突破不及预期; 2) 政策支持不及预期; 3) 下游需求不及预期; 4) 核心技术人员流失。

正文目录

1 青鸟消防：国内消防安全系统龙头企业，产品矩阵丰富奠定坚实发展基础	5
1.1 深耕行业二十余载，内外并举打造发展新动能	5
1.2 股权结构清晰，股权激励绑定核心人才	6
1.3 “3+2+2”业务框架完善，产品矩阵多元丰富	8
1.4 业绩持续释放，毛利率始终维持高水平	12
2 行业层面：消防行业长坡厚雪，或将步入快速发展期	14
2.1 消防行业历史悠久，经济伴生性促永续增长	14
2.2 千亿赛道空间广阔，国内行业竞争格局有望集中	14
2.3 对标安防产业黄金发展史，挖掘未来消防行业两大成长逻辑	17
3 豹变前夜：多维度打造竞争优势，营收端和利润端有望延续增长态势	22
3.1 营收端：三大逻辑保障未来收入提速	23
3.2 利润端：自研芯片+规模效应，共同保障公司利润率	25
4 投资建议	28
4.1 基本假设与营业收入预测	28
4.2 估值和投资建议	29
风险提示	30

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构（截至 2022 年中报）	6
图表 3 公司部分高管介绍	7
图表 4 公司股权激励计划	7
图表 5 公司主营业务格局	8
图表 6 公司品牌矩阵	9
图表 7 公司储能消防解决方案	10
图表 8 2020-2021 年公司主营业务构成（业务体系）	11
图表 9 2017-2021 年公司主营业务构成（细分产品）	11
图表 10 公司部分合作伙伴	12
图表 11 2018-2022H1 公司营业收入情况	12
图表 12 2018-2022H1 公司归母净利润情况	12
图表 13 2017-2021 年公司部分核心业务毛利率及总体毛利率	13
图表 14 2017-2022H1 公司研发费用及研发费用率	13
图表 15 2017-2022H1 公司费用率情况	13
图表 16 消防行业发展阶段	14
图表 17 消防行业细分结构	15
图表 18 2020 年中国消防行业细分市场结构	15
图表 19 民用消防市场规模及民用消防产品市场总规模测算	16
图表 20 2017-2025 年民用消防市场规模情况	16
图表 21 2017-2025 年民用消防产品市场规模情况	16
图表 22 工业消防市场规模及工业消防产品市场总规模测算	17
图表 23 2017-2025 年工业消防市场规模情况	17
图表 24 2017-2025 年工业消防产品市场规模情况	17
图表 25 近两年部分消防行业政策汇总	18
图表 26 2017-2021 年全国消防救援队伍共接报火灾次数及直接财产损失	18
图表 27 2006-2021 年海康威视营业收入复盘	19
图表 28 传统消防与智慧消防对比	20
图表 29 2017-2025 年智慧消防市场规模测算	20
图表 30 2017-2025 年智慧消防市场规模情况	20
图表 31 青鸟消防部分行业领先技术	22
图表 32 2021-2025 年民用消防报警产品市场规模情况	23
图表 33 2016-2022 年应急灯与智能疏散市场规模情况	24
图表 34 公司智慧消防部分标杆项目	25
图表 35 公司募集资金金额及投资项目	25
图表 36 2017-2021 年公司与可比公司净利率对比	26
图表 37 公司“朱鹮”芯片产品矩阵	26
图表 38 2018-2021 年公司研发人员数及研发人员占比	27
图表 39 公司营业收入预测	29

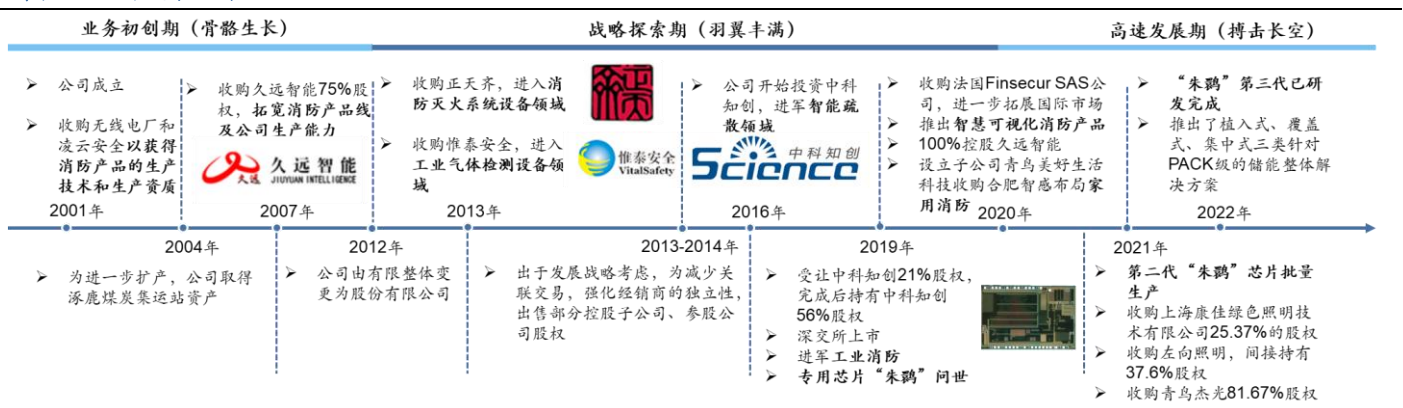
1 青鸟消防：国内消防安全系统龙头企业，产品矩阵丰富奠定坚实发展基础

1.1 深耕行业二十余载，内外并举打造发展新动能

专注消防安全产品领域多年，致力打造“一站式”消防安全业务体系。青鸟消防成立于 2001 年，为北大青鸟环宇的控股子公司，是一家以消防报警监控系统产品为核心，以自动气体灭火、气体检测等消防产品为新增长点的高成长性公司。

公司按业务发展可以划分为三大阶段：1) **业务初创期——骨骼生长 (2001-2012 年)**：2001 年公司成立并通过收购无线电厂和凌云安全获得消防产品的生产技术及资质，期间公司不断扩产并于 2007 年通过收购久远智能 75% 的股权拓展产品线，初步形成了消防报警类核心业务；2) **战略探索期——羽翼丰满 (2012-2020 年)**：在此期间，公司一方面通过收购及产品研发进军气体检测、应急疏散、工业消防等领域，另一方面通过经销商和收购国外公司的形式拓宽国内外市场。2019 年，公司自研“朱鹮”芯片问世。2020 年，公司业务框架成型并制定了“力争 2023 年达到 50+亿营收”的目标。3) **高速发展期——搏击长空 (2021 年至今)**：2021 年，公司通过收购提升了应急智能疏散领域的竞争力及公司产能，同年，第二代“朱鹮”芯片批量生产并应用。2022H1，第三代“朱鹮”芯片研发完成并推出了三类储能消防方案。通过前期布局和探索，2021 年起公司开启高增模式，其中 2021 年公司营收同增 53%，2022H1 营收同增 47%，有望于 2022 年提前超额实现 50+亿元营收目标。

图表 1 公司发展历程



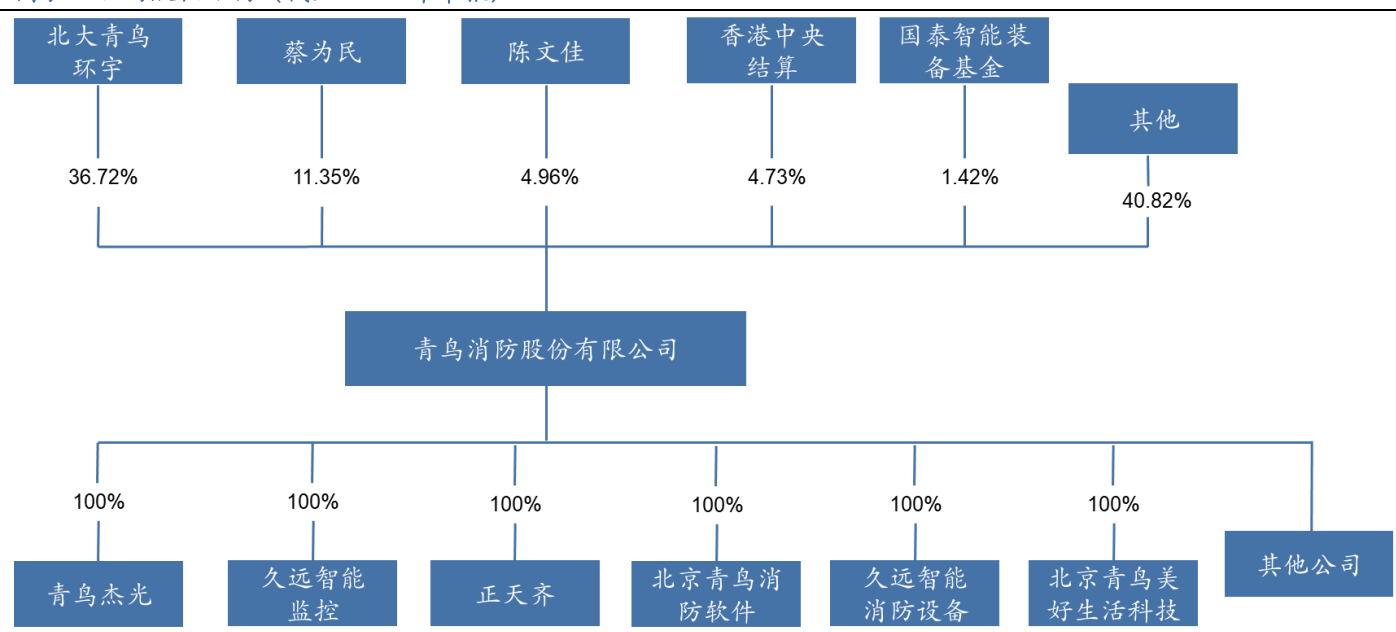
资料来源：华安证券研究所整理

内生外延双轮驱动，消安龙头破浪启航。回顾过去，可以发现，近年来公司一直秉承着“内生+外延”双向发展的战略进行业务布局。一方面，公司加大研发力度，促进产品更新迭代，并自研“朱鹮”芯片降本增效；另一方面，公司不断通过收并购的资本方式拓宽业务产品线，成为具备“一站式”供应能力的优质消防产品供应商。**展望未来**，为 2022 年提前超额完成 50 亿销售规模目标，公司将在既有优势的基础上进一步实行内外并举的策略，具体可归纳为“赛道卡位、挤压出清、产能扩张、渠道联动、技术驱动、国际化战略”6 个层面及“场景、品类和出清”3 个维度。内部来看，公司将延续技术驱动的模式进一步优化成本结构；外部来看，公司将利用品牌及渠道优势对市场尾部公司进行有效挤压，通过收购等资本方式拓展国内外市场业务，并依靠募投项目及并购的厂房对产能进行扩张，为未来进一步发展奠定坚实基础。

1.2 股权结构清晰，股权激励绑定核心人才

公司无实际控制人，核心子公司分工明确，聚势赋能共创产业新生态。股权结构方面，截至 2022 年中报，公司暂无实际控制人，第一大股东为北大青鸟环宇科技股份有限公司，持股 36.72%，第二大股东为董事长蔡为民先生，持股 11.35%，第三大股东为公司发起人之一陈文佳女士，持股 4.96%。前十大股东合计持股 65.75%。对外投资方面，公司旗下拥有多家全资和控股子公司，从核心业务来看，子公司细分业务有所不同，涵盖报警、气体检测、监控产品等诸多领域，基本覆盖全产业链；从所在地来看，除国内地区设有子公司外，在加拿大、美国、法国、西班牙等海外市场也设有子公司，以便将公司消防产品辐射至全球范围。总的来说，公司投资设立众多子公司，不仅是公司综合实力强劲的体现，更是保证公司未来高速发展的重要战略，通过构建更为全面的产业共同体，有利于通过协同发展厚积企业发展新动能。

图表 2 公司股权结构（截至 2022 年中报）



资料来源：Wind，华安证券研究所

产业与管理人才共组核心高管团队，综合实力强劲。公司董事长蔡为民先生毕业于北京大学物理学专业，2000 年开始任职于青鸟安全总经理一职，2001 年开始任公司前身青鸟消防有限董事兼总经理，深耕消防行业 20 余年，与公司一同成长，为公司的核心掌舵人。卢文浩先生为中央财经大学经济学博士，于 2015 年 10 月起任职于北大青鸟消防公司，2019 年 12 月至今担任公司总经理一职。康亚臻先生具备丰富的产业背景，曾任职于北京利达防火保安设备有限公司，自 2001 年 6 月起一直就职于公司。张黔山先生为公司的副总经理兼董事会秘书，为北京大学工商管理硕士，历任多家公司投资相关职位，管理能力突出，自 2020 年 3 月起任职为公司副总经理兼董事长秘书。仇智珩先生为高级工程师，从事消防行业工作近 30 年，自 2022 年 3 月开始任职公司副总经理，为公司储能消防业务负责人。

图表 3 公司部分高管介绍

高管	公司职务	履历
蔡为民	董事长、董事	毕业于北京大学，获物理学学士学位；历任北京市海淀区四达技术开发中心技术员，社科院市场与投资研究所市场分析师，北京市正和装饰工程公司总经理，2000年10月至2012年12月任青岛安全总经理。2012年6月至2013年5月任北大青鸟环宇董事，副总裁。2016年2月至今任公司董事长兼董事。
卢文浩	总经理	中央财经大学经济学博士；2015年10月起历任北大青鸟环宇消防设备股份有限公司证券部经理，总经理助理。2017年8月起担任北大青鸟环宇消防设备股份有限公司副总经理，2018年6月起担任北大青鸟环宇消防设备股份有限公司董事会秘书。2019年12月至今任公司总经理。
康亚臻	董事、副总经理	西安理工大学(原陕西机械学院)市场营销专业；曾在北京利达防火保安设备有限公司任职，自2001年6月起在北大青鸟环宇消防设备股份有限公司前身青鸟消防有限任职，历任销售部经理、市场总监等职位。2019年3月至今任公司副总经理；2022年3月至今任公司董事。
张黔山	副总经理、董事会秘书	北京大学工商管理硕士；历任北京西单商场股份有限公司证券部副部长，大鹏证券投资银行高级经理等职位；2020年3月任公司副总经理兼董事会秘书。
仇智珩	副总经理	南京大学EMBA，高级工程师；从事消防行业工作近30年，深耕自动灭火产品的自主创新与研发，参与形成多项专利并荣获多个科技奖项，长期致力于行业消防的应用与推广，现为公司储能消防业务线负责人。

资料来源：Wind，华安证券研究所

股权激励绑定核心员工，业绩要求彰显公司高速发展信心。2020年3月公司推出股权激励计划，标的包括股票期权及限制性股票两部分。**从具体计划来看**，股票期权共585.625万股，占当时股本2.44%，激励对象为重要管理人员、核心技术人员及平台建设核心人员45人，首次授予价格为18.93元/股；限制性股票共776.250万股，占当时股本3.23%，激励对象为总经理及重要管理人员、核心技术人员9人，首次授予价格为12.62元/股。**从业绩考核来看**，以2018年营收或净利润为基数，2020、2021、2022年营收增长率不低于45%、70%、105%或年净利润增长率不低于6.6%、10.3%、14.7%，即2020、2021、2022年营收不低于25.77、30.21、36.43亿元，净利润不低于3.67、3.79、3.95亿元。**结合2020年和2021年公司的业绩表现**，对公司而言，考核目标较易实现，因此股权激励计划的目的更多地在于绑定核心骨干利益，留住核心人才，为公司高速发展持续助力。

图表 4 公司股权激励计划

激励标的	激励总数 (万股)	当时总股份 占比 (%)	授予对象	行权时间	行权比例	解除限售和行权条件
股票期权	585.625	2.44%	重要管理人员、核心技术人员、平台建设核心人员共45人	第一个行权期： 自授予之日起12个月后的首个交易日起至授予之日起24个月内的最后一个交易日当日止； 第二个行权期： 自授予之日起24个月后的首个交易日起至授予之日起36个月内的最后一个交易日当日止； 第三个行权期： 自授予之日起36个月后的首个交易日起至授予之日起48个月内的最后一个交易日当日止。	第一个行权期40%； 第二个行权期30%； 第三个行权期30%。	以2018年营业收入为基数，2020、2021、2022年营业收入增长率不低于45%、70%、105%，或以2018年净利润为基数，2020、2021、2022年净利润增长率不低于6.6%、10.3%、14.7%。
限制性股票	776.250	3.23%	总经理、重要管理人员及核心技术人员共9人			

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 “3+2+2”业务框架完善，产品矩阵多元丰富

持续完善产品矩阵，满足多元场景消防需求。在政府对消防行业高度重视的大背景下，公司积极响应时代趋势，坚持多点开花，不断完善产品矩阵。按业务体系看，目前公司已形成“3+2+2”业务框架，即以通用消防报警（含海外）、应急照明与智能疏散、工业消防为核心的“三驾马车”，气体类的自动灭火和气体检测业务，及以智慧消防、家用消防为核心的“两颗新星”。按火灾管理过程看，公司消防安全产品体系齐全，涵盖了火灾安全管理（早期预警→报警→防火→疏散逃生→灭火）的全过程，同时，公司的消防物联网平台——“青鸟智慧消防平台”与各业务互联互通，真正实现形成了“一站式”的产品与服务闭环。我们认为，公司多元化的产品矩阵已经成型，而未来 5-10 年是中国消防安全产业重要的升级发展期，因此全方位的布局有利于公司更好的把握机遇，为公司发展持续释放动能。

图表 5 公司主营业务格局



资料来源：华安证券研究所整理

多品牌战略布局，着力打造国际一站式消安产品供应商。随着公司“多品类、多性能”产品线的不断完善，公司也针对不同业务在国内外形成了多维度极具竞争力的品牌矩阵。同时，多品牌的策略与公司整体发展的战略方针是十分吻合的。一方面，公司要发展“国际化战略”，在国际化进程中拥有相对本地化的品牌会更具竞争力；另一方面，公司在细分领域拥有多个品牌，可以通过差异化定价、区域化定位和客户类型不同等方式，与各类消防公司进行全方位的竞争，从而达到“挤压出清”的目的。截至目前，通用消防领域国内市场的青鸟品牌和久远品牌快速发展，国外市场已形成加拿大“Maple Armor”+法国“Finsecur”+西班牙“Detnov”+美国“mPower”的品牌模式；应急照明与智能疏散领域形成了“青鸟消防”、“左向照明”、“中科知创”等多品牌产品矩阵；气体检测领域公司也涵盖青鸟消防、久远、惟泰安全等多个品牌。

图表 6 公司品牌矩阵

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

资料来源：公司年报，华安证券研究所

1.3.1 公司业务详细介绍

► 通用消防报警系统

通用消防报警系统业务可分为火灾自动报警及联动控制系统、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、余压监控系统等。具体来看，火灾自动报警及联动控制系统以火灾探测器、火灾报警按钮、联动控制模块和火灾报警控制器为主，利用烟雾、温度、火焰探测等传感、通讯和算法技术，以实现火灾早期探测和报警等功能，应用范围包括商场、住宅等民用、商用和部分工业领域。电气火灾监控报警系统利用电流探测和温度传感技术实现电气火灾的早期预防。消防设备电源监控系统可以实时监测供电系统的工作状态，确保火灾报警等系统不会因为供电异常而无法使用。防火门监控系统专门用于监控防火门工作状态，从而可有效阻止火势的蔓延。余压监控系统由探测器、监控器、风阀驱动器、系统监控软件等组成，可有效解决由于压差过大而导致防火门无法正常开启的问题。我们认为，以上各项业务相辅相成，不仅能提升报警系统的有效性，更能为民用、商用及工业场景提供一定的安全保障。

► 应急照明与智能疏散

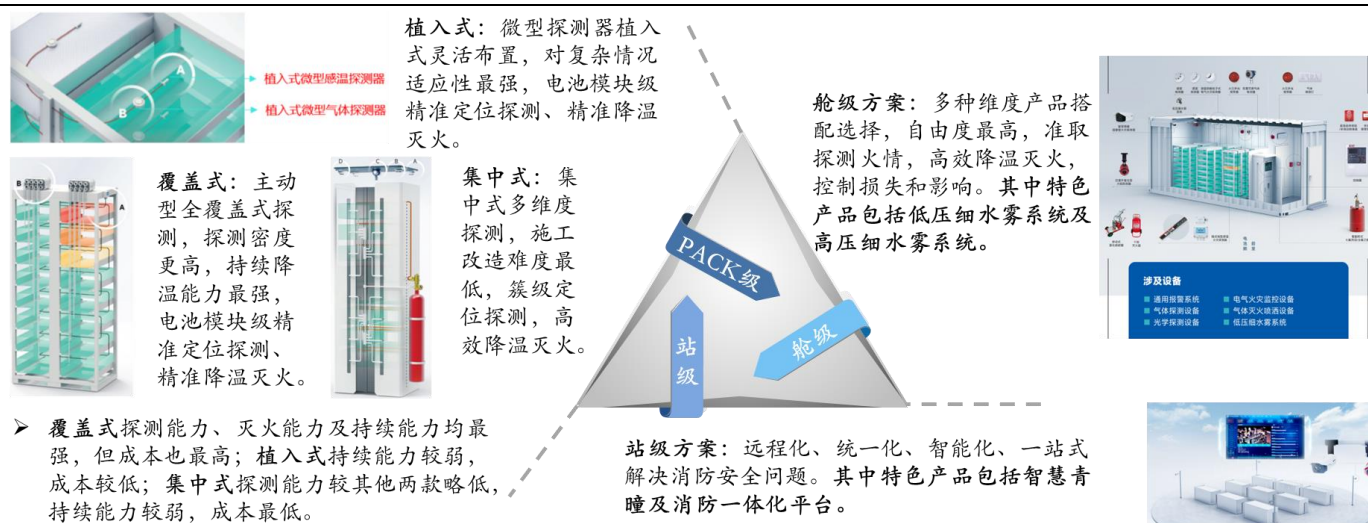
应急照明和智能疏散系统是指在发生火灾时，为人员疏散和消防作业提供应急照明和疏散指示的建筑消防系统。该系统可通过实时接收火灾报警信息，获得火灾发生的位置，根据背离火源、就近疏散的原则进行实时计算，启动应急照明灯具、疏散标志，指示最优安全疏散路径，从而达到迅速安全疏散的目的。2019 年 3 月，《消防应急照明和疏散指示系统技术标准（GB51309-2018）》对应急疏散中的相关设备技术规格等进行了规定，因此应急照明和智能疏散产品业务高速发展。总的来说，从功能上看，应急照明和智能疏散系统是不可或缺的消防设备之一；从发展程度来看，近年来应急疏散市场

进入重要的发展机遇期。

► 工业消防

工业市场较民用市场而言，消防产品更为细分。公司目前在工业消防领域除火灾报警产品外，还有工业用气体检测监控系统、储能消防等业务。其中，**气体检测监控系统**通过对可燃气体（工业）及有毒有害气体进行检测并报警，主要应用于石油石化、冶金、燃气、化工、环境监测等工业领域。**储能消防**是新能源大力发展的背景下衍生出的内在需求，目前公司可一站式解决储能消防项目各类需求，包括 **PACK 级** 探测灭火系统、舱级整体探测灭火系统、站级监控管理系统等。未来，公司将充分发挥自研“朱鹮”芯片的技术优势，以小型化、线缆型探测器产品的储备，及多维度（烟、温、气等）的探测，推动基于电池模组的储能消防安全解决方案的开发与拓展。

图表 7 公司储能消防解决方案



资料来源：华安证券研究所整理

► 自动灭火&气体检测

该两大业务属于公司重要的气体检测领域。其中，**自动气体灭火系统**以一种或多种气体作为灭火介质，通过气体建立起灭火浓度从而实现灭火，具有灭火效率高、灭火速度快、保护对象无污染等优点。主要应用于不适于计算机机房、图书馆等无法设置水灭火系统的环境中。气体检测业务可细分为可燃气体报警系统及工业用气体检测监控系统，均通过对可燃气体进行检测并实现报警功能。

► 智慧消防&家用消防

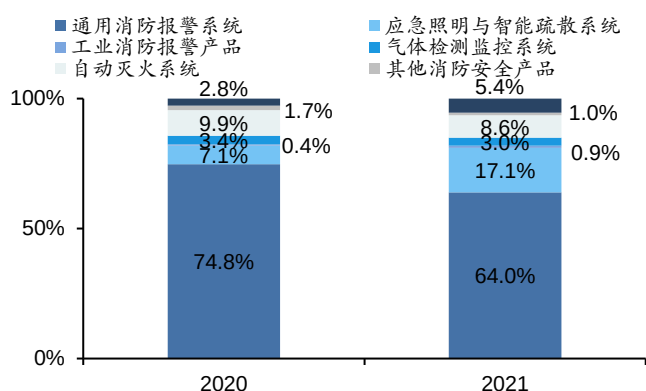
智慧消防是消防产业进一步发展的必然趋势，公司前瞻性布局智慧消防领域，目前已推出“青鸟消防云”系统、智慧云盒、消安一体化综合管理系统、无线广域智慧消防系统、小微场所火灾安全系统等产品，综合运用人工智能、大数据、云计算、物联网、5G 等前沿技术实现智能消防。**家用消防**也是消防产业发展的重要市场之一，而目前国内家用消防产品的渗透率仍旧较低。公司推出的产品主要包括独立式/NB 烟感、可燃气体探测器、控烟探测器、灭火器、家用火灾报警系统等。

1.3.2 公司业务营收情况

按业务体系来分，通用消防报警系统为公司目前核心业务，2020 年和 2021 年营收分别为 18.9 亿元和 24.7 亿元，而占比从 75%下降至 64%，主要系公司以应急疏散为代表的其他消防业务呈现高速增长趋势。其中，**应急疏散系统业务**营收占比从 2020 年 7.1%增长至 2021 年的 17.1%，**其他消防安全业务**占比也从 2.8%小幅增长至 5.4%。**工业消防报警产品**目前仍处于初期发展阶段，业务规模较小，2020 年和 2021 年营收占比分别为 0.4%和 0.9%。

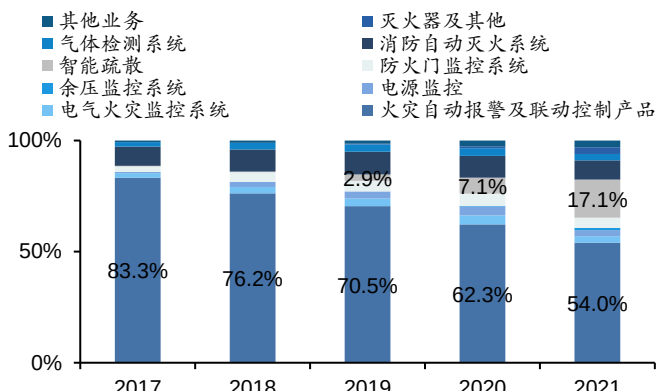
若细分到产品范畴，可以发现，1) **火灾自动报警及联动控制产品**营收占比常年超 50%，为公司核心产品，2017-2021 年，营收占比从 83%下降至 54%主要系传统报警产品业务每年需求和增速较为平稳，其他创新业务由于处于起步阶段，发展较快；2) **智能疏散系统**发展迅猛，2021 年营收占比首次超过消防自动灭火系统，成为公司第二大主营产品，考虑到智能疏散市场空间较大，目前产品渗透率较低，仍有待进一步发展，我们认为未来智能疏散的营收占比有望持续扩大；3) **消防自动灭火系统**营收总体较为稳定，2021 年占比 8.6%；4) **电气火灾监控系统、电源监控、气体检测**等业务目前营收占比较小，未来有望凭借公司整体的品牌及渠道优势进一步拓展。

图表 8 2020-2021 年公司主营业务构成（业务体系）



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 9 2017-2021 年公司主营业务构成（细分产品）



资料来源：Wind，华安证券研究所

1.3.3 公司产品市场认可度

下游需求端认可度较高，共建消防安全生态圈。公司深耕行业 20 余年，在产品技术及经验方面不断积累，在业内形成了强大的品牌影响力。一方面，公司近年来获得多项荣誉奖项，2022 年上半年，公司在第八届全球深商大会暨采筑联合者大会获评 2022 采筑 SCI 消防报警设备类“三星供应商”（在 1200 余家参评供应商中位列 Top 8.2%）；另一方面，公司在下游客户中取得了较好口碑，截至目前，公司已与碧桂园、绿地控股、旭辉集团、美的空调、蓝光 BRC、居然之家、万达集团、富力地产、苏宁置业、龙光地产、国家电网、中国石油等全国近百家生态合作伙伴形成生态合作关系。

图表 10 公司部分合作伙伴

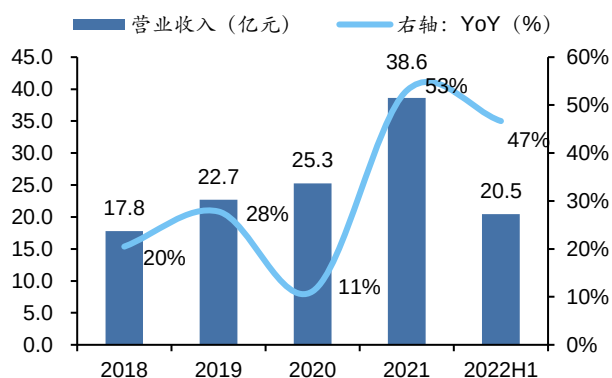


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.4 业绩持续释放，毛利率始终维持高水平

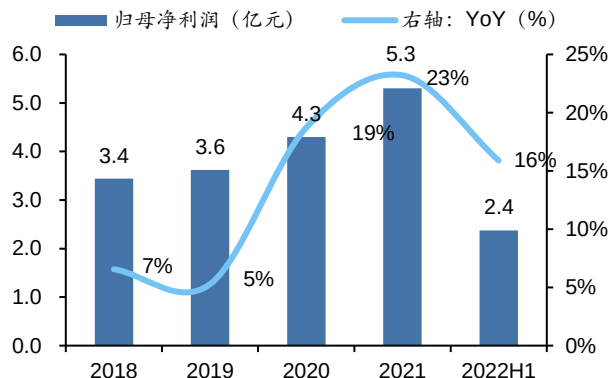
营收利润双增凸显韧性，核心指标高质增长。营收方面，2018-2021 年公司营收分别为 17.8/22.7/25.3/38.6 亿元，呈现逐年提升地趋势。2020 年受疫情影响，公司产品的生产和交付有所延迟，营收增速有所回落，但得益于公司在技术、产品、渠道等多维度的竞争优势，业绩仍然保持稳增。2021 年营收增速高达 53%，主要系公司通用消防传统业务及应急疏散、工业消防等新业务均取得良好进展。2022H1 公司营收达 20.5 亿元，同增 47%。归母净利润方面，2018-2021 年，公司归母净利润由 3.4 亿元增长至 5.3 亿元，CAGR 为 16%，2020 年开始公司归母净利润加速增长，2020 年及 2021 年增速分别为 19%和 23%，一方面系公司自研“朱鹮”芯片广泛应用于产品中，起到了降本增效的作用，另一方面系公司规模效应显现，前期的研发、销售、渠道等投入开始进入红利释放期。2022H1 公司归母净利润达 2.4 亿元。

图表 11 2018-2022H1 公司营业收入 情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

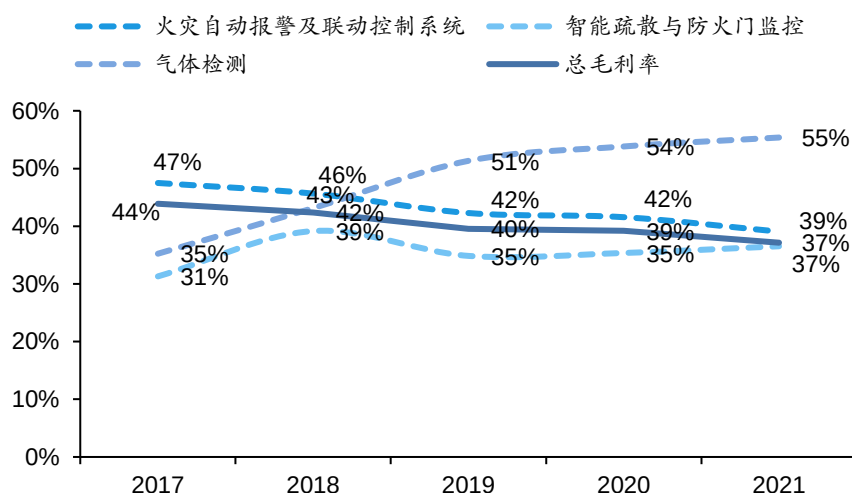
图表 12 2018-2022H1 公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

毛利率总体保持高水平，气体检测业务盈利加速。2017-2021 年，公司整体毛利率分别为 44%/42%/40%/39%/37%，呈小幅下降趋势，但总体表现稳定。近年来受成本上涨压力影响，公司毛利率有所下滑，但由于公司采取产能协同、自研芯片等多项措施，总体毛利率仍展现较强韧性，维持在较高水平。分业务来看，通用消防领域的火灾自动报警及联动控制系统的毛利率水平与公司整体水平趋势基本保持一致，从 2017 年的 47% 小幅下降至 2021 年的 39%；新业务智能疏散与防火门监控及气体检测毛利率近年来有所提升，其中智能疏散与防火门监控毛利率从 2017 年的 31% 提升至 2021 年的 37%，气体检测业务由于其技术要求较其他业务而言略低，毛利率水平提升较快，从 2017 年的 35% 提升至 2021 年的 55%，目前成为公司毛利率最高的核心业务。

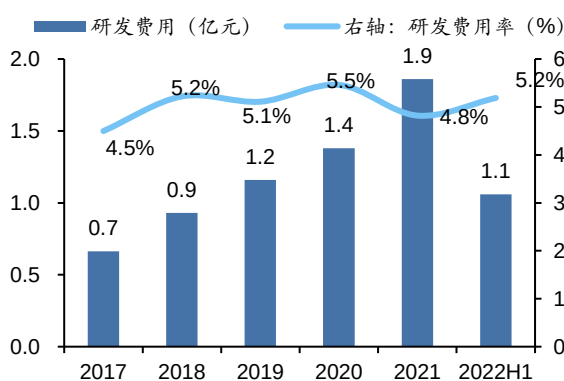
图表 13 2017-2021 年公司部分核心业务毛利率及总体毛利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

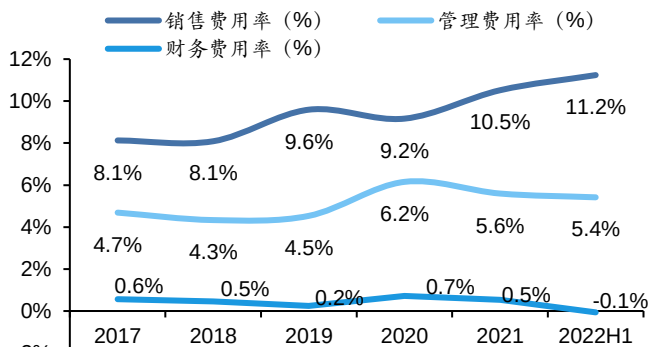
持续加大研发投入，期间费用率处于正常管控水平。研发费用方面，2017-2021 年，公司研发费用从 0.7 亿元增长至 1.9 亿元，研发费用率基本保持在 5% 左右，分别为 4.5%/5.2%/5.1%/5.5%/4.8%，在消防行业中处于较高水平，一方面用于创新产品的研发投入，另一方面用于自研“朱鹮”芯片等一些降本增效的关键技术研发。2022H1 研发费用率为 5.2%。销售费用方面，2017-2021 年，销售费用率从 8.1% 提升至 11.2%，主要系公司为扩大产品市占率，推行“国际化、挤压出清”等发展战略持续进行销售布局，未来有望通过规模效应稳定降低。管理费用方面，2017-2021 年，管理费用率从 4.7% 小幅提升至 5.6%，主要系加大管理人才投入。财务费用方面，总体基本保持稳定。

图表 14 2017-2022H1 公司研发费用及研发费用率



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 15 2017-2022H1 公司费用率情况



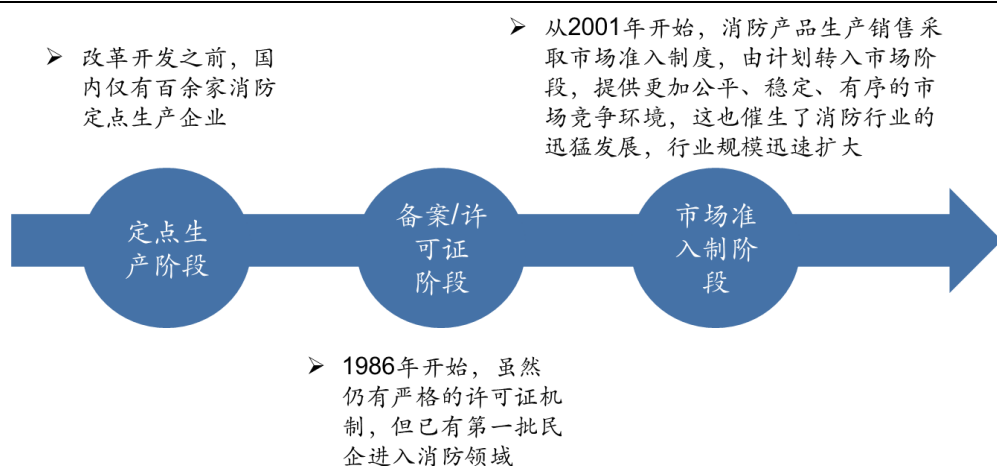
资料来源：Wind，华安证券研究所

2 行业层面：消防行业长坡厚雪，或将步入快速发展期

2.1 消防行业历史悠久，经济伴生性促永续增长

产业发展历史悠久，市场化进程已逐步实现。消防产业属于保障性安全产业，其发展是衡量一个国家和城市现代文明程度的标志之一，对于国家的长治久安和促进社会进步具有重要意义。根据华经产业研究院资料，我国消防产业共经历了三个发展阶段：1) **定点生产阶段**：主要是在改革开放之前，国内仅有百余家消防定点生产企业；2) **备案/许可证阶段**：1986 年开始，虽然仍有严格的许可证机制，但已有第一批民企进入消防领域；3) **市场准入制阶段**：从 2001 年开始，消防产品生产销售采取市场准入制度，由计划转入市场阶段，提供更加公平、稳定、有序的市场竞争环境，这也催生了消防行业的迅猛发展，行业规模迅速扩大。目前我国消防行业已经成为充分竞争并高度市场化的格局状态。

图表 16 消防行业发展阶段



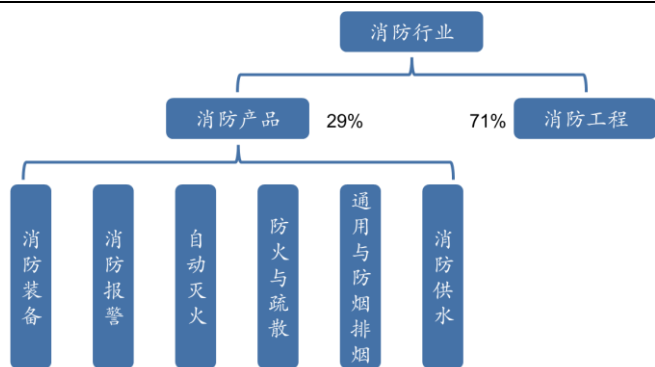
资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

消防安全是国家公共安全的重要组成部分，其发展水平与国民经济及社会发达程度息息相关。消防产业通过其“防火、救火、灭火”等活动防止发生火灾意外或在发生意外后通过及时补救来减少损失，与安防产业类似，均具有较强的经济伴生性。近年来，我国经济持续繁荣发展，社会及国民的消防意识不断提高，直接拉动了消防设施投入的增加，为消防行业的发展创造了有利条件，因此可以说，经济是促使消防行业永续增长的源泉。

2.2 黄金赛道空间广阔，国内行业竞争格局有望集中

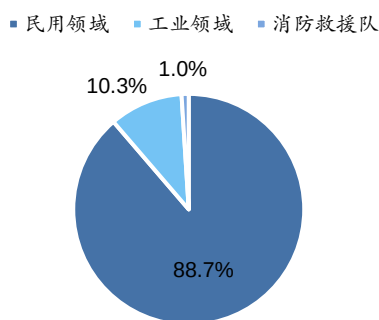
行业结构清晰，民用市场为主要集中应用领域。细分来看，消防安全行业可分为消防产品和消防工程两个子行业，分别占比 29%和 71%。消防产品又可细分成消防装备、消防报警、自动灭火、防火与疏散、通用与防烟排烟、消防供水等六大类品种，其中消防装备主要用于消防部队，其他五大类则主要用于建筑物消防。从下游应用领域来看，根据慧聪消防网数据，2020 年国内消防行业中民用领域占比约 88.7%，为重要集中领域，工业领域消防占比目前仍然较小，约 10.3%，未来有望进一步提升。

图表 17 消防行业细分结构



资料来源：招股说明书，华经产业研究院，华安证券研究所

图表 18 2020 年中国消防行业细分市场结构



资料来源：慧聪消防网，华安证券研究所

超千亿蓝海市场，未来市场空间仍将延续增长态势。消防行业空间广阔，目前暂无权威统计数据，考虑到行业的经济伴生性及最大应用领域为民用市场，因此我们根据历年房地产投资额，并结合上述行业内结构数据，对民用领域和工业领域的市场规模进行了详细测算。

► 民用领域

民用领域的消防应用市场主要涵盖房地产业和教育、卫生、文体以及政府等公共设施建筑领域。根据公安部天津消防研究所和公安部四川消防研究所会同有关单位编写的《建筑设计防火规范 GB50016-2014》（2018 年版），住宅消防投入约占住宅建筑安装总投资的 5%，办公与商业建筑方面消防投入约占建安投资的 8%-10%。我们对民用消防行业及民用消防产品市场规模测算做出以下假设：

（1）考虑到 2022 年上半年疫情及国际因素影响，假设 2022 年国内 GDP 增速为 3.5%，2023-2025 年 GDP 增速分别为 6.5%、5.0%、5.0%；

（2）近两年房地产热度有所下滑，考虑到房地产周期因素，假设 2022-2025 年房地产总投资额占 GDP 比重小幅下降；其中，住宅投资额比重延续之前态势，小幅增加，办公楼投资及商用营业用房投资额占比小幅下降；

（3）根据住建部数据，全国市政设施固定资产投资占 GDP 比重基本保持稳定，假设未来占比保持 2021 年的 2.4%；

（4）根据公开资料整理，建安成本占房地产投资额的 40%，假设未来每年占比增加 0.5%；由于办公与商业建筑方面消防投入约占建安投资的 8%-10%，随着经济的发展及社会消防意识的增强，假设 2022 年开始，此项消防投入占比每年增加 0.2%；

（5）假设公共设施消防投入占比与住宅消防占比相同，约 5%；

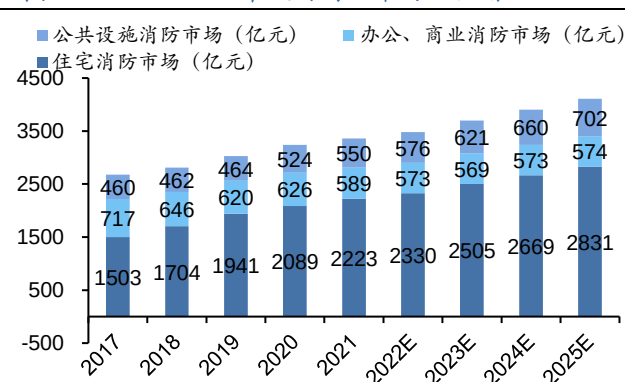
由此，我们测算出 2021 年民用消防市场总规模达 3363 亿元，2025 年有望达 4107 亿元；按消防产品价值量 29%占比测算，2021 年民用消防产品市场总规模为 975 亿元，2025 年有望达 1191 亿元。

图表 19 民用消防市场规模及民用消防产品市场总规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
GDP (亿元)	832036	919281	986515	1013567	1143670	1183698	1260639	1323671	1389854
YoY (%)	11.5%	10.5%	7.3%	2.7%	12.8%	3.5%	6.5%	5.0%	5.0%
房地产总投资额 (亿元)	109799	120264	132194	141443	147602	150401	157655	164215	171035
占GDP比重 (%)	13.2%	13.1%	13.4%	14.0%	12.9%	12.7%	12.5%	12.4%	12.3%
房地产开发住宅投资额 (亿元)	75148	85192	97071	104446	111173	115086	122214	128612	134809
占房地产总投资额比重 (%)	68.4%	70.8%	73.4%	73.8%	75.3%	76.5%	77.5%	78.3%	78.8%
办公楼投资 (亿元)	6761	5996	6163	6494	5974	5786	5750	5661	5554
占房地产总投资额比重 (%)	6.2%	5.0%	4.7%	4.6%	4.0%	3.8%	3.6%	3.4%	3.2%
商用营业用房投资 (亿元)	15640	14177	13226	13076	12445	11478	10770	10397	9974
占房地产总投资额比重 (%)	14.2%	11.8%	10.0%	9.2%	8.4%	7.6%	6.8%	6.3%	5.8%
办公、商业合计投资额 (亿元)	22401	20173	19389	19570	18419	17264	16520	16058	15528
全国市政设施固定资产投资 (万亿)	2.3	2.31	2.32	2.62	2.75	2.85	3.03	3.18	3.34
占GDP比重 (%)	2.8%	2.5%	2.4%	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
建安成本占投资额比重 (%)	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.0%	40.5%	41.0%	41.5%	42.0%
住宅消防投入占比 (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
办公、商业消防投入占比 (%)	8%	8%	8%	8%	8%	8.2%	8.4%	8.6%	8.8%
公共设施消防投入占比 (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
住宅消防市场规模 (亿元)	1503	1704	1941	2089	2223	2330	2505	2669	2831
办公、商业消防市场规模 (亿元)	717	646	620	626	589	573	569	573	574
公共设施消防市场规模 (亿元)	460	462	464	524	550	576	621	660	702
民用消防市场总规模 (亿元)	2680	2811	3026	3239	3363	3480	3696	3902	4107
消防产品占比 (%)	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
民用消防产品市场总规模 (亿元)	777	815	878	939	975	1009	1072	1132	1191

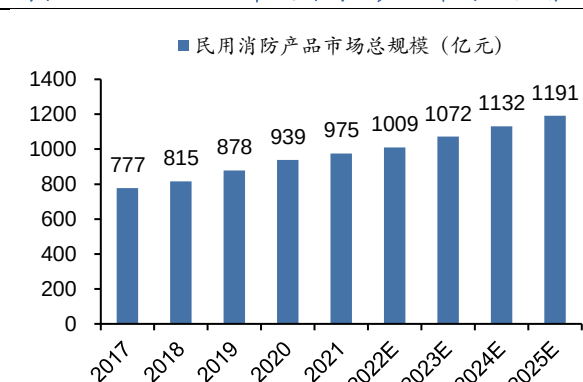
资料来源：华安证券研究所整理

图表 20 2017-2025 年民用消防市场规模情况



资料来源：华安证券研究所整理

图表 21 2017-2025 年民用消防产品市场规模情况



资料来源：华安证券研究所整理

工业领域

工业消防是指应用在化工、石油、制药、冶金、燃气、轨道交通等多个领域的消防产品、技术以及系统，主要包含工业气体探测器、红外图像检测、火焰探测器、温感电缆等产品，发展前景广阔。我们依据民用领域测算出的数据并结合慧聪消防网统计的 2020 年国内消防行业中民用领域占比 88.7%及工业领域消防占比 10.3%的数据，对工业消防行业及工业消防产品市场规模进行测算。随着社会的进步发展，以储能消防为代表的新兴工业消防场景冉冉升起，因此我们假设未来工业消防的市场结构占比将稳步提升。由此，我们测算出 2021 年工业消防市场总规模达 395 亿元，2022 年预计达 413 亿元，

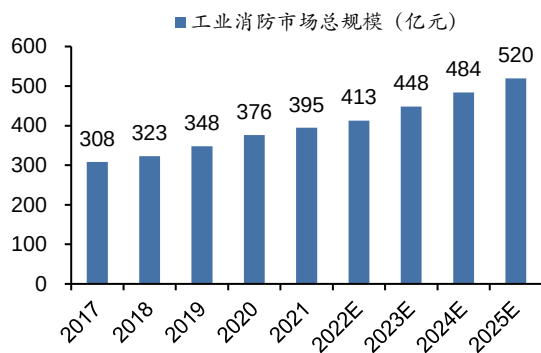
至 2025 年有望达 520 亿元；按消防产品价值量 29% 占比测算，2021 年工业消防产品市场总规模为 114 亿元，2025 年有望达 151 亿元。

图表 22 工业消防市场规模及工业消防产品市场总规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
民用消防市场总规模 (亿元)	2680	2811	3026	3239	3363	3480	3696	3902	4107
民用消防市场结构占比 (%)	88.8%	88.8%	88.8%	88.7%	88.6%	88.5%	88.2%	87.9%	87.7%
工业消防市场结构占比 (%)	10.2%	10.2%	10.2%	10.3%	10.4%	10.5%	10.7%	10.9%	11.1%
消防救援队市场结构占比 (%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.2%
工业消防市场总规模 (亿元)	308	323	348	376	395	413	448	484	520
消防产品占比 (%)	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%	29%
工业消防产品市场总规模 (亿元)	89	94	101	109	114	120	130	140	151

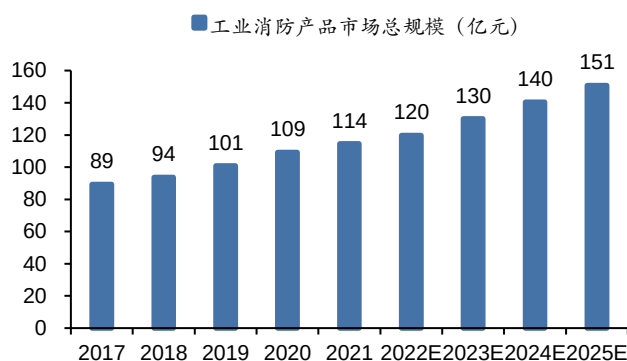
资料来源：华安证券研究所整理

图表 23 2017-2025 年工业消防市场规模情况



资料来源：华安证券研究所整理

图表 24 2017-2025 年工业消防产品市场规模情况



资料来源：华安证券研究所整理

国内市场竞争格局较为分散，对标全球市场及安防行业，消防行业集中度有望提升。从国内消防行业的发展阶段可以发现，我国消防行业与改革开放的时间同步，且于 2001 年起才进入市场化发展阶段，较国外市场而言起步较晚。同时，由于过去行业准入门槛较低，行业呈现“小而散”的竞争格局，市场行业集中度较低。根据慧聪消防网数据显示，国内消防企业以销售规模 500 万元以下的小公司为主。若按上述测算的民用及工业消防产品合计市场规模来算，2021 年青鸟消防营收 38.63 亿元，市占率仅 3.5%。反观美国市场，2019 年 CR3 为 30%，其中 Carrier 市占率最大，达到 14%，而就国内市场上类似的安防行业而言，海康威视和大华股份的市占率合计也超 50%。

从行业发展的逻辑上看，随着社会及居民消防意识的增强，行业竞争将由价格竞争转为质量竞争，叠加疫情、地缘政治等宏观因素，综合实力较强，产品质量高的龙头企业有望扩大市占率，挤压尾部企业。

2.3 对标安防产业黄金发展史，挖掘未来消防行业两大成长逻辑

外部政策与内在需求并进，驱动消防产业长期稳健增长。近年来我国密集出台了促进消防行业健康发展的诸多政策法规，包括行业规范监管要求、细分品类产品应用指导意见、公共设施以及家庭领域的消防产品应用推广等，消防安全已成为国家高度重视的

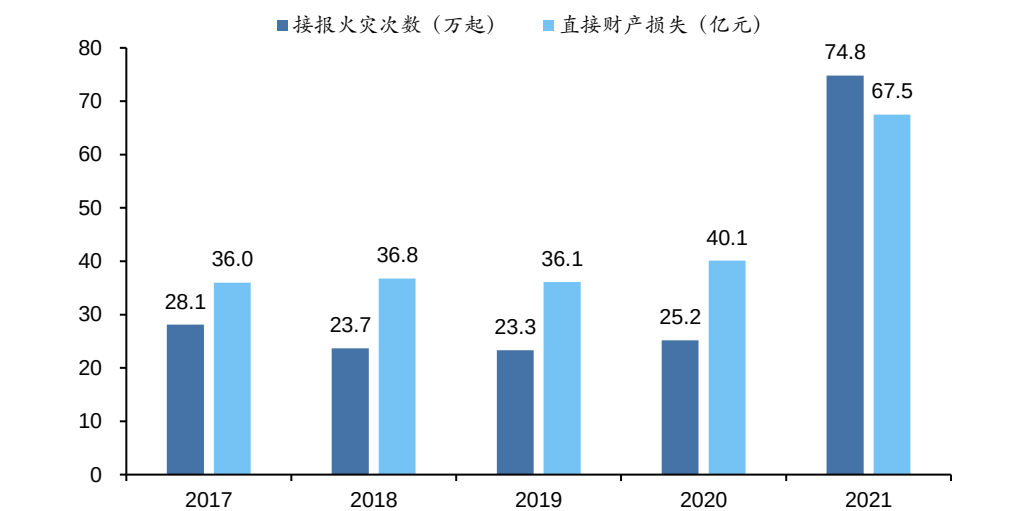
重要产业。但国内消防领域布局仍不完善，一方面，产品渗透率不足，以国内家用市场为例，消防产品渗透率约 0.3%，不足 1%；另一方面，居民安全意识不够，导致电气火灾等事件频发。根据中国应急管理部消防救援局数据，近年来我国火灾次数及直接财产损失额均处于较高水平。2021 年更是达到了近 5 年来最高记录，全国消防救援队伍共接报火灾 74.8 万起，火灾造成直接财产损失 67.5 亿元。因此，可以说，消防政策的积极出台与庞大的市场需求是驱动行业长期发展的核心动力。

图表 25 近两年部分消防行业政策汇总

时间	部门	政策名称	重点内容
2020.04	国务院	《全国安全生产专项整治三年行动计划》	积极推广应用消防安全检查检测、消防大数据分析研判等信息技术，推动建设基层消防网格信息化管理平台，2022 年底前分级建成城市消防大数据库。
2020.11	认监委	《认监委关于发布消防产品强制性产品认证实施规则的公告》	对火灾报警，灭火器，逃生避难三大类产品实行新的强制性认证规则
2021.05	应急管理部	《关于推进应急管理信息化建设的意见》	坚持以信息化推进应急管理现代化，强化实战导向和“智慧应急”牵引，推动形成体系完备、层次清晰、技术先进的应急管理信息化体系。
2021.06	应急管理部	《高层民用建筑消防安全管理规定》	具体落实高层民用建筑消防安全职责、消防安全管理规章制度、消防宣传教育等，提出建筑高度超过100米的高层民用建筑应当实行更加严格的消防安全管理。
2022.04	国务院安全生产委员会	《“十四五”国家消防工作规划》	强化消防技术服务机构和从业人员信用监管；完善注册消防工程师制度；鼓励超高层公共建筑、大型商业综合体、大型化工企业等社会单位聘用注册消防工程师参与消防安全管理，提升单位消防安全管理水平。

资料来源：华安证券研究所整理

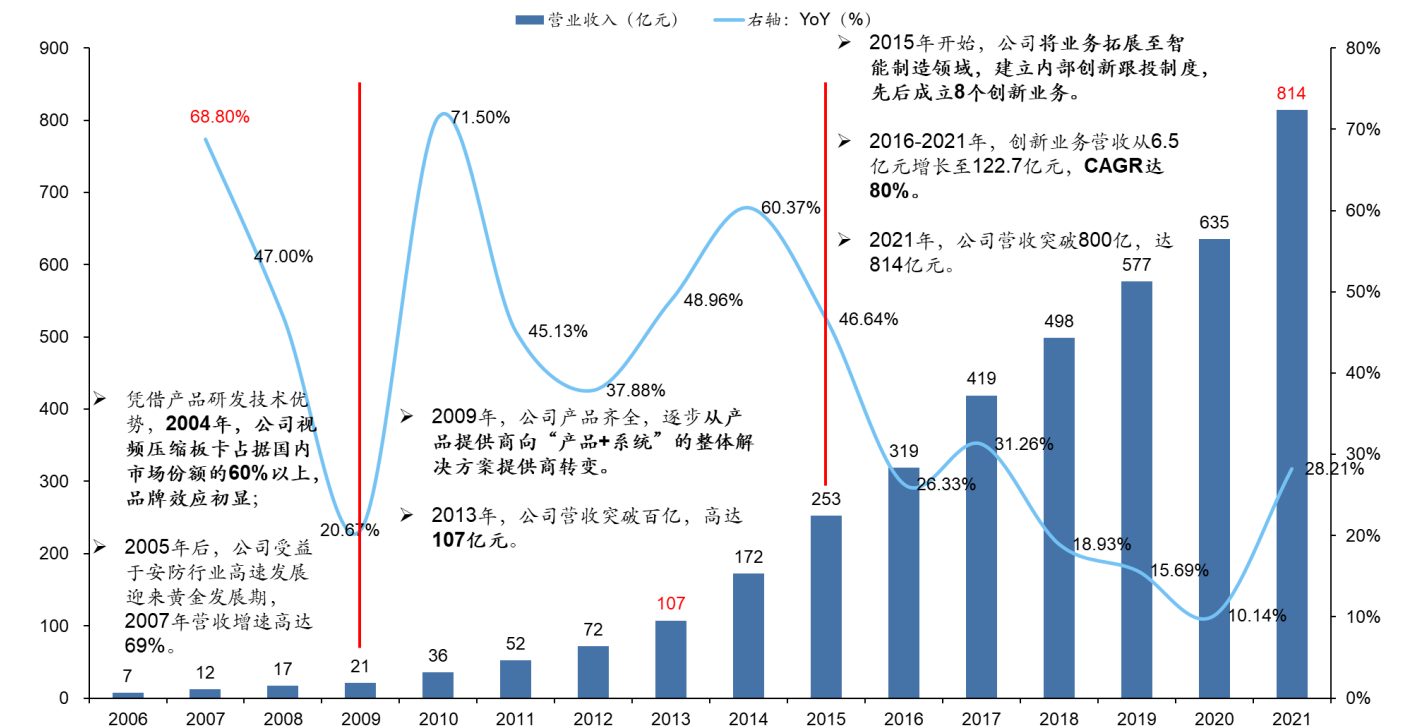
图表 26 2017-2021 年全国消防救援队伍共接报火灾次数及直接财产损失



资料来源：中国应急管理部消防救援局，华安证券研究所

安防产业与消防产业虽然有所差异，但均属于公共安全的一部分。为进一步挖掘消防行业未来成长逻辑，我们深入研究了安防产业的发展历程，由于龙头企业海康威视参与和见证了安防产业的壮大，因此我们对海康威视的营收进行复盘。我们认为，虽然现海康威视业务不仅限于综合安防领域，但其成长史仍可以反映出行业的发展方向和趋势。

图表 27 2006-2021 年海康威视营业收入复盘



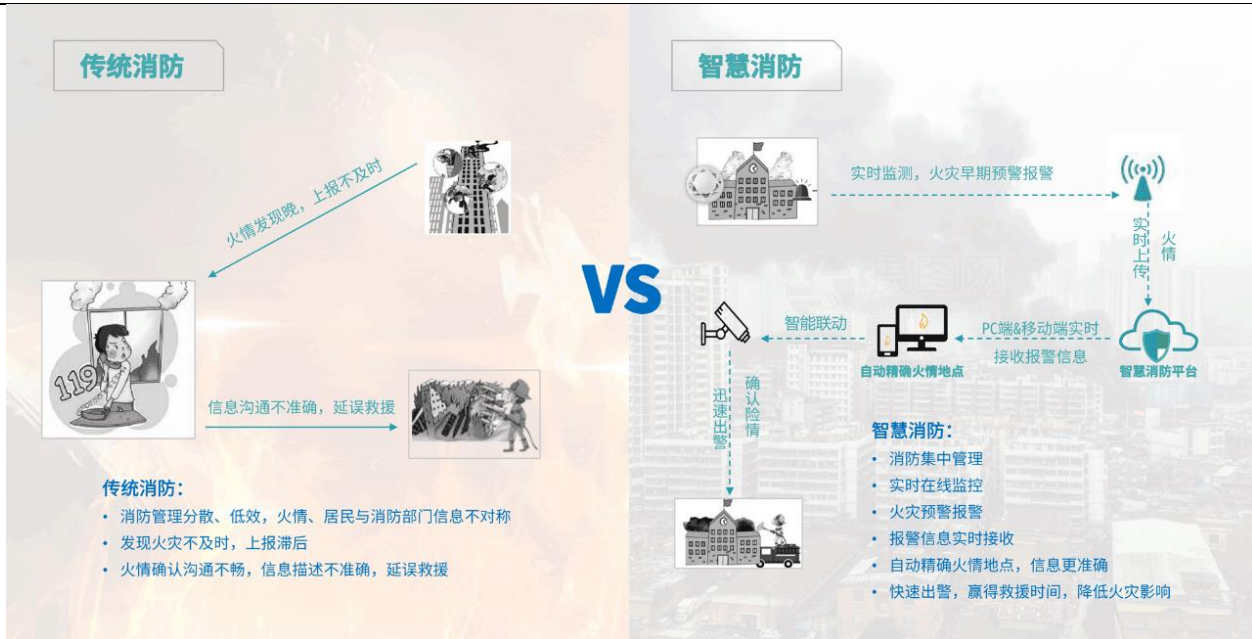
资料来源: 华安证券研究所整理

通过回顾 2006-2021 年海康威视的营收,公司的成长史中有两个重要决策,一个是 2009 年“从产品提供商向“产品+系统”的整体解决方案提供商转变”,另一个是 2015 年公司“将业务拓展至智能领域”,不仅为公司拓宽了价值链,更是产业得以继续发展的新模式和新思路的体现。分别来看,从单一的产品销售转型升级为产品、软件平台、解决方案等整体销售为一体化的综合方案运营服务供应商,一方面强化了产品和行业解决方案的融合,另一方面也解决了行业供应链复杂度高,效率低的问题;而智能化的转型更是信息时代的大势所趋。由此,我们认为,“智能化”及“整体解决方案及运营服务能力”是消防行业的长期成长逻辑。

➤ 成长逻辑一: 智能化

御万物互联之风,开启智慧消防新时代。与传统消防相比,智慧消防注重打通各系统间的信息孤岛、提升感知预警能力和应急指挥智慧能力,能利用物联网、人工智能、虚拟现实、移动互联网+等最新技术,配合大数据云计算平台、火警智能研判等专业应用,实现消防的智能化,做到防范于未“燃”。其亮点可总结为四方面: 1) 促进消防产品升级,增加了产品附加值,从而能进一步提升品牌的溢价能力; 2) 产品技术门槛较高,拉高了行业整体的竞争壁垒; 3) 有效提高了消防防火监督工作效率,降低事故发生率,节约人力成本; 4) 应用范围拓宽,进入智慧化阶段后,行业构建的系统网络将遍布社会生产生活的各大领域,成为构建智慧城市的基石。

图表 28 传统消防与智慧消防对比



资料来源: 精华隆官网, 华安证券研究所

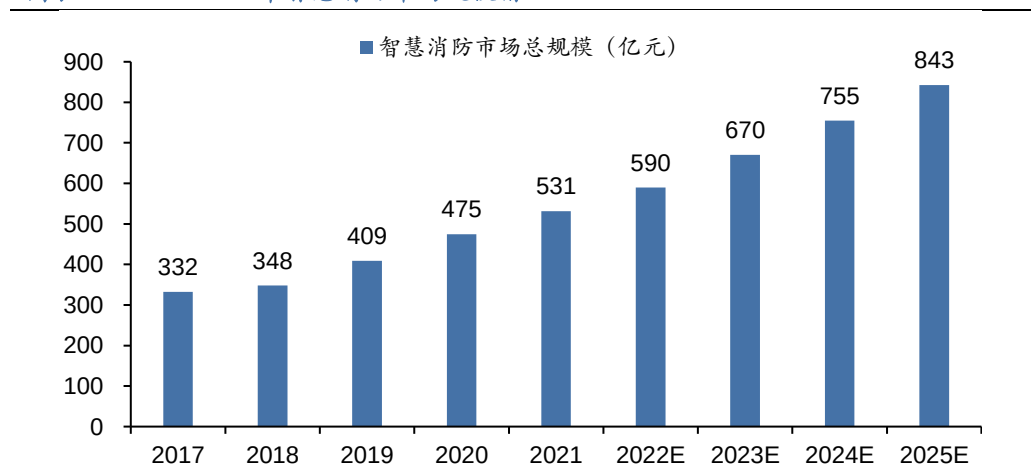
5G 智能时代, 智慧消防进入豹变前夜。中国消防协会相关数据显示, 2018 年中国的智能安防产品渗透率为 11% 左右, 以此作为智能消防渗透率的参考值, 结合前文测算的民用消防市场规模及民用领域市场规模占比, 可以推出国内消防市场总规模。假设近年来智慧消防产业渗透率稳步提升, 预计 2022 年智慧消防市场总规模达 590 亿元, 2025 年达 843 亿元。

图表 29 2017-2025 年智慧消防市场规模测算

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
民用消防市场总规模 (亿元)	2680	2811	3026	3239	3363	3480	3696	3902	4107
民用消防市场结构占比 (%)	88.8%	88.8%	88.8%	88.7%	88.6%	88.5%	88.2%	87.9%	87.7%
国内消防市场总规模 (亿元)	3018	3166	3408	3652	3796	3932	4190	4439	4683
智慧消防渗透率 (%)	11.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%	18.0%
智慧消防市场总规模 (亿元)	332	348	409	475	531	590	670	755	843

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 30 2017-2025 年智慧消防市场规模情况



资料来源: 华安证券研究所整理

➤ 成长逻辑二：整体解决方案及运营服务能力

一站式解决方案助力制造业转型升级，由内打造行业发展新动能。步入物联新时代后，单一的产品发展模式已经成为历史，硬件与硬件合作及硬件与软件互相协同的新业态模式冉冉升起。通过打造整体解决方案提供商，不仅能满足客户多样化需求，还加快了传统行业转型的步伐。随着软件服务及运营服务的不断渗透，行业企业的盈利模式也将逐步丰富，从而打开行业发展新空间。从终局状态来看，物联网的终极目标是“万物智联”，即围绕数据服务，因此提供整体解决方案及运营服务的能力将是终局状态下的关键因素。因此，我们认为，整体解决方案及运营服务能力是物联时代行业重要的核心成长逻辑。

3 豹变前夜：多维度打造竞争优势，营收端和利润端有望延续增长态势

投资者对公司发展较为关注的一个点为“消安一体化”，也是近两年消防产业和安防产业相互融合的趋势体现。因此，除行业内竞争外，来自安防领域的行业外竞争也不可忽视。我们认为，在“消安一体化”的行业趋势下，未来公司仍然会稳步发展，主要是以下基于两点因素：

1) 核心 knowhow 和核心技术：消防产业较安防而言更为复杂，虽然消防行业准入门槛较低，但行业本身属于“不可逆”的特殊安全行业，这就决定了 knowhow 及核心技术的重要性，而这些与安防产业的底层 knowhow 及技术是不互通的，只有常年累月的消防项目积累和实战才能得以沉淀。公司作为行业的先行者，不仅创新型推出了诸多消防产品，持续自主研发气体传感器，更是独创了火灾算法，还研发出了国内第一款集火灾探测能力、高带宽数字通讯能力等技术于一体的消防报警专用芯片——“朱鹀”。可以说，通过 20 余年的积累，公司已经具备实现消防安全产品核心部件的研发设计能力，已经形成核心 knowhow 并抢占了行业技术的制高点。

图表 31 青鸟消防部分行业领先技术



资料来源：公司年报，华安证券研究所

2) 品牌效应：品牌价值是决定公司成长的重要因素之一，在敏感度较高的安全行业中更是如此。安防领域龙头公司进入消防领域，以海康威视为例，其最具竞争力和最值得客户信赖的产品是安防摄像头，而消防功能更多的是场景上的补充，而不是产品的替代。因此在选择专业消防产品时，客户的第一选择仍是专业消防品牌公司，这是品牌效应的体现，也是近三年公司稳居消防设施品牌榜单前三的原因。

我们认为，公司长久以来的战略部署为公司构筑了强竞争力，接下来我们将从营收端和利润端详细说明我们认为公司能够把握行业发展机遇，实现高质量发展的原因。

3.1 营收端：三大逻辑保障未来收入提速

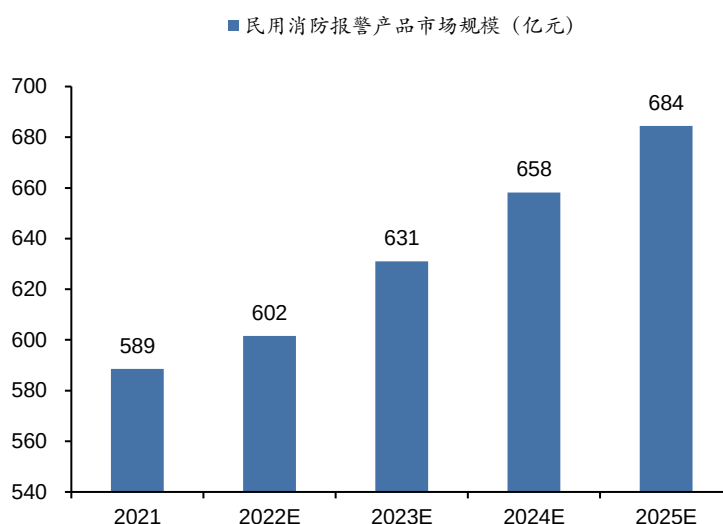
3.1.1 传统业务稳步向上，同时开启第二增长曲线

公司专注消防领域多年，在以火灾报警为核心的传统通用消防业务领域具备强竞争优势，未来有望延续稳增趋势。除此之外，我们认为未来公司营收有望高增的来源还可以分为新业务（即以工业消防、应急疏散为代表的创新业务）和新客户两方面，具体来看：

➤ 传统业务——通用消防（主要用于民用领域，测算以民用消防数据代替）

消防行业正处于高速发展期，行业集中度集中是大势所趋，龙头企业有望充分受益。这一部分的逻辑证明在行业部分有详细阐述。从市场空间来看，根据慧聪消防网测算，消防报警产品占民用消防投入 3%-10%，假定为 7%，那么 2021 年民用消防报警产品市场规模约 589 亿元，预计 2025 年民用消防报警产品市场规模达 684 亿元。

图表 32 2021-2025 年民用消防报警产品市场规模情况



资料来源：华安证券研究所整理

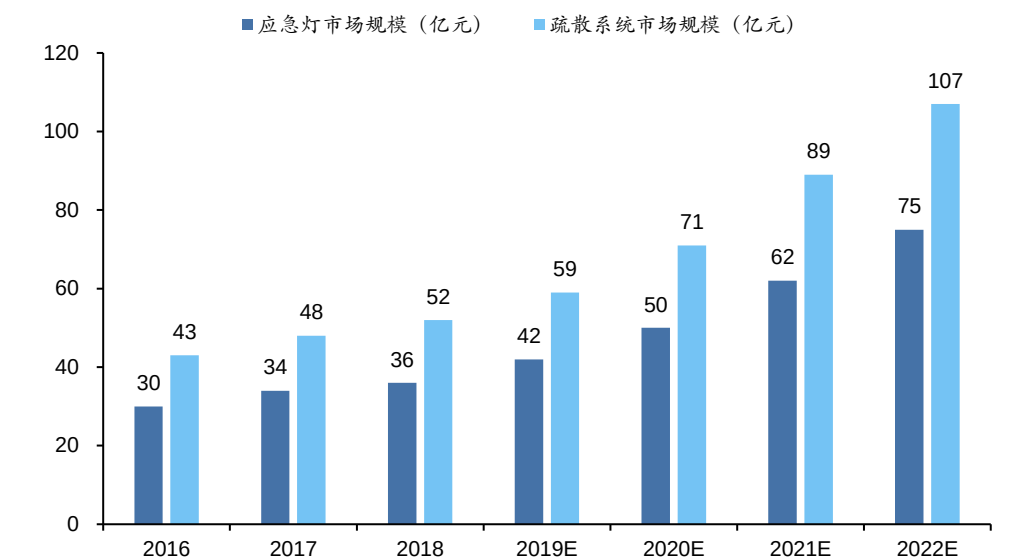
➤ 第二增长曲线

工业消防：工业消防与民用消防有所不同，工业消防属于消防报警领域的高端市场，工业消防领域环境恶劣，对产品的灵敏度、安全性和稳定性都有非常高的要求。因此，工业消防产品相对于普通民用消防产品具有技术难度大、毛利率高的特点。截至目前，在工业消防领域，公司已涉及气体检测、储能消防、火灾报警等新业务。气体检测系统业务 2021 年实现营收 1.15 亿元，占比 3%，增速达 36%；储能消防业务方面，公司已具备三类储能消防解决方案，并已实现“0 到 1”的突破，代表项目有汉星储能舱项目、通辽开鲁 115MW 储能系统项目等。2022H1 公司储能消防类项目累计发货金额超过 1,900 万元，较去年同期实现快速增长。

应急疏散：把握政策机遇，应急疏散市场加速发展。2019 年 3 月实施的《消防应急照明和疏散指示系统技术标准（GB51309-2018）》对应急疏散中的相关设备技术规格等进行了明确规定如明确了“1.设置消防控制室的场所应选择集中控制型系统；2.设置火灾自动报警系统，但未设置消防控制室的场所宜选择集中控制型系统”等；2020 年 4 月国家市场监督管理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从“火灾报警产品”中独立出来，成为一个独立品类。政策的持续出台为应急疏散领域迎

来高速发展，2017-2021 年，公司智能疏散业务营收从 0.03 亿元增长至 6.6 亿元，CAGR 达 285%，营收占比从 0.2% 增长至 17.1%。具体来看，智能疏散系统中应急照明灯价值占比在 70% 左右，作为应急疏散系统的核心组成，应急灯市场也将迎来快速增长。据华经产业研究院数据，2016 年到 2018 年我国应急灯市场规模从 30 亿元增长至 36 亿元，2022 年我国应急灯市场规模将达到 75 亿元，智能疏散系统市场空间可达 107 亿元。

图表 33 2016-2022 年应急灯与智能疏散市场规模情况



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

新客户：实现国产进口替代。国内消防市场发展较晚，以霍尼韦尔为代表的国外消防品牌占据较多市场份额。尤其是在工业消防领域，因为工业消防产品对产品参数、敏感性以及稳定性要求远高于民用产品，因此起步更早、技术实力、综合实力更强的海外企业在国内市场占据了优势地位。随着国内消防品牌的崛起和消防产品技术的不断突破，有望实现进口替代，迎来增量市场。

3.1.2 智慧消防未来可期，存量运营是未来营收新模式

在上一章节中，我们论证了“智能化”及“整体解决方案及运营服务能力”是消防行业的长期成长逻辑。**智能化方面**，公司现已推出消防物联网平台——“青鸟智慧消防平台”（即智慧消防产品与“青鸟消防云”），贯穿着火灾安全管理（早期预警→报警→防火→疏散逃生→灭火）的全过程，实现形成了“一站式”的产品与服务闭环。截至 2021 年底，“青鸟消防云”上线单位家数超过 2.1 万，上线点位超过 130 万个，同时，公司也打造了湖南师范大学安消一体化项目等多个智慧消防项目。**整体解决方案及运营服务能力方面**，公司已服务政府、办公楼、学校等多类客户，形成了稳定的客户群体，为解决方案及后续的运营服务奠定了坚实的基础，凭借公司的核心技术优势，未来公司有望实现存量运营。

图表 34 公司智慧消防部分标杆项目

项目名称	项目内容
湖南师范大学安消一体化项目	青鸟智安打造的消安一体化综合解决方案整合全校 7 大院区不同品牌消防与安防系统，集成火灾报警系统、安防监控系统、电气火灾监控系统、防火门监控系统、物联网消防水检测、物联网安全用电检测等系统实现消防监控一体化和用水、用电的智能化管理，并为校园公共区域视频监控接入和一键报警系统的联动管理。
兰州中心智慧消防项目	青鸟消防通过智慧消防云平台与物联网技术将分布于建筑物内的各子系统控制主机完成接入，总接入现场设备 3 万余点。所有信息在控制中心大屏幕实现实时监控，同时还可实现重点消防部位管理等。
潭柘寺智慧消防改造项目	青鸟消防采用基于物联网技术，运用云计算、大数据的全新智慧防火系统解决方案，帮助寺庙实时监测消防、安防设备运行情况，对火情和异常情况及时报警通知，实现火灾事故的早发现、早报警、早处置，全方位提高寺庙的消防安全管理能力。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

3.1.3 募投项目获批，公司产能规模进一步提升

抢抓行业发展机遇，产能扩张保障下游需求。2022 年 8 月 22 日，公司定增事项获证监会发审委审核通过。此次定增计划募集规模为 17.87 亿，主要用于马鞍山青鸟安全产业园建设、绵阳产业基地升级改扩建项目、智慧消防平台建设项目以及补充流动资金项目，分别拟使用募集资金 9.68 亿、4.01 亿、0.54 亿和 3.65 亿。目前，公司在河北涿鹿、四川绵阳、广东中山等地设有规模生产基地，在法国、西班牙、加拿大等欧美地区亦有海外生产布局。通过此次非公开发行，公司将在长三角地区新建消防安全产业园，并对现有绵阳生产基地进行升级改扩建，提升现有产能规模，完善生产基地布局，从而可以更好的适应公司快速发展的业务需求，并提升公司行业竞争力。

图表 35 公司募集资金金额及投资项目

项目名称	项目投资总额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
青鸟消防安全产业园项目	129061	96752
绵阳产业基地升级改扩建项目	48392	40104
智慧消防平台建设项目	10625	5367
补充流动资金	36465	36464
合计	224543	178688

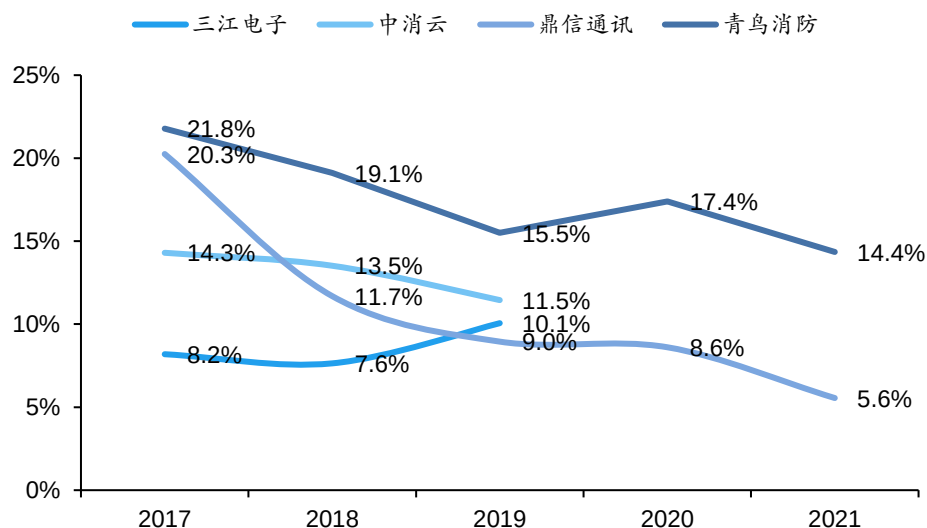
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 利润端：自研芯片+规模效应，共同保障公司利润率

净利率高于同行可比公司，盈利能力较强。公司的净利率与消防行业的可比公司三江电子与中消云对比，可以清晰的发现，2017-2019 年，公司净利率明显高于三江电子和中消云；鼎信通讯除消防业务外还有电力业务，但将公司净利率与其对比，两者净利润差距从 2017 年的 1.5%拉大至 2021 年 8.8%。**从绝对值来看**，虽然近年来受到原材料价格的上涨和公司扩张市场的战略调节的影响，公司盈利能力仍保持在较高水平，我们认为，综合来看，公司未来盈利能力增强的确定性较大，净利率有望加速提升，具体原

因如下。

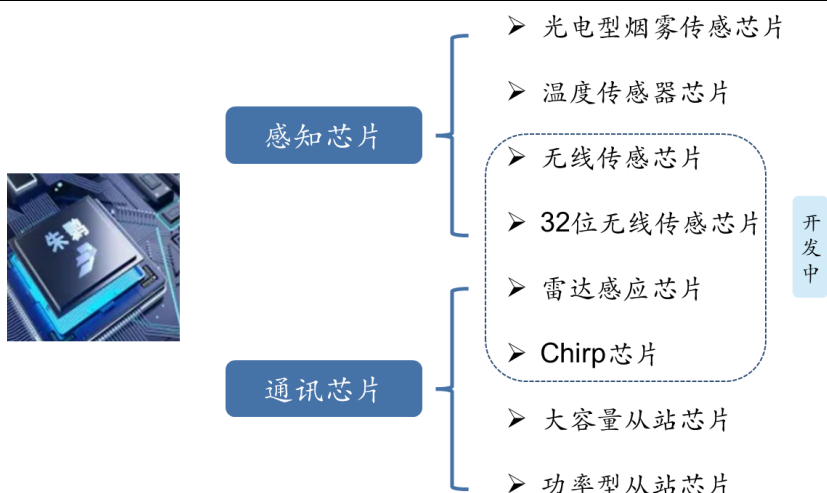
图表 36 2017-2021 年公司与可比公司净利率对比



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

自研芯片降本增效，核心优势明显。公司自研的“朱鹮”芯片是高度集成控制、计算、通讯、电源管理等多功能于一体的 Soc 芯片，在提高效率的同时降低成本。**从产品矩阵来看**，朱鹮芯片涵盖感知和通讯两类，目前公司已经量产的“朱鹮”系列芯片有 4 款，涉及感温、光电传感产品，疏散常用的灯具等。展望未来，公司拟对现有产品进行迭代升级，短期计划进一步研发 4 款芯片，涉及电池型多场景传感（光电、燃气、电气）及雷达感应、无线通讯等，支持拓展到新领域。**从核心优势来看，主要有三点：**1) **稳定**，表现为联网稳定、输出稳定及迭代稳定；2) **高效**，不仅通过传感器实现传感高效，在具备带载高效及智能高效的特点。相比于一般通用芯片，其智能算法更贴近消防场景；3) **可靠**，在“缺芯潮”的大背景下，朱鹮芯片完全自主研发设计，使其应用不受掣肘，除此之外，芯片拥有专用业务逻辑 ASIC IP，定制加密功能，因此可为智慧物联、智慧城市、智慧消防保驾护航。

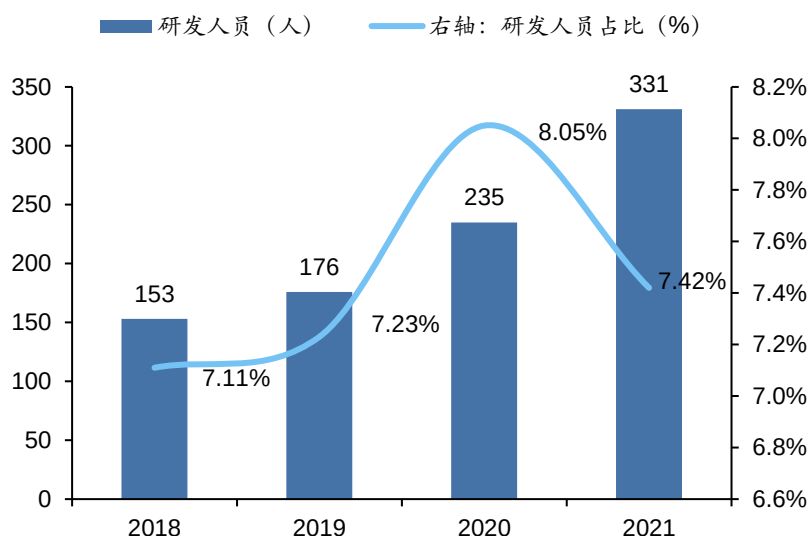
图表 37 公司“朱鹮”芯片产品矩阵



资料来源：公司公众号，华安证券研究所

研发团队人员充足，规模效应显著。随着消防行业市场化进程的加速推进及相关政策规范的不完善，消防行业的产品迭代更新较快，产品矩阵不断拓宽，因此，具备规模优势并且研发能力充足的企业才能获得更高的市占率。长期以来，公司一直重视研发创新能力，从人员数量上看，2018-2021 年，公司研发人员数量从 153 人增加至 331 人，增长近 1.2 倍，研发人员占比始终保持在 7% 以上，处于行业较高水平；从人员构成来看，330 余人的研发团队主要由中青年技术人员组成，来自清华大学、中国科学技术大学、浙江大学等海内外名校，综合技术素质高，年龄构成合理，其中，本科及以上学历人员占研发中心整体人员比例超过 80%。我们认为，研发能力是公司发展的内驱动力，研发团队的人员及占比可以真实反映出企业的规模大小，研发团队能力与规模及盈利能力之间存在良性循环。

图表 38 2018-2021 年公司研发人员数及研发人员占比



资料来源：公司年报，华安证券研究所

国内销售渠道优势明显，海外布局日臻完善。公司自成立之初即确立了以“经销为主、直销为辅”的发展策略。公司经销模式的演变可以归纳为以下三个阶段：1) “一般经销”模式 (2001-2003 年)：即经销商既可以经销本公司的产品，也可以经销其他品牌的产品；2) 办事处模式 (2004-2007 年)：在全国重点城市设立办事处以及子公司、参股公司进行经销，自负盈亏；3) 专卖经销模式 (2008 年至今)：将办事处转变为公司制运营的经销商，并要求一般经销商全部转变为专卖经销商。如今，公司已与国内 61 家经销商建立了经销合作关系，同时，公司非常重视对直销和经销商员工的系统培训，不仅强化了公司与经销商之间的合作纽带，还推动并帮助经销商在各地市场进一步精耕细作。在此次募投项目完成后，公司国内销售网络布局将更为完善。海外市场方面，公司在加拿大、美国、西班牙均设有子公司并建立了销售团队，随着公司海外资源的有效整合，将实现以北美地区+欧洲地区市场为首的“双头”，共同发展非洲、中东、南美、东南亚等其他海外地区市场。未来，随着产品市占率的提升，公司规模将持续扩张，规模效应凸显，销售网络红利释放，费用率有望进一步下降。

4 投资建议

4.1 基本假设与营业收入预测

基本假设：

公司营收模型测算基于正文中对行业市场规模的测算而进行。

一、火灾自动报警及联动控制系统产品

1) 公司该业务属于通用消防领域，由于公司通用消防领域业务主要是针对民用消防，因此通过民用消防产品市场空间和消防报警领域在行业中的价值量占比，可以测算出公司该业务在民用消防产品消防报警市场中的市占率。得益于公司的品牌优势及技术积累，假设未来公司该业务市占率稳步提升；

2) 受原材料价格影响，近 2 年公司毛利率小幅回落，未来考虑到疫情、原材料价格等因素及公司为进一步扩大市占率从而压低产品价格等战略，假设毛利率水平先小幅下降，之后逐步提升。

二、电气火灾监控系统、余压监控系统、防火门监控系统

1) 依据公司产品划分通用消防领域，由于火灾自动报警及联动控制系统产品是核心业务，可以测算出其占整理后的通用消防领域总营收占比。由于现阶段气体检测等新业务发展迅猛，因此假设火灾自动报警系统产品占通用消防领域营收比重有所下降，从而可以计算出公司新整理的通用消防领域的总营收水平；

2) 假设电气火灾监控系统、余压监控系统、防火门监控系统占通用消防营收比例 2022 年延续前一年态势变化，之后均将小幅提升；同时，也可以确定电源监控系统的营收占比；

3) 假设毛利率未来 2 年内小幅下降，之后逐步回升，总体水平保持稳定。

三、智能疏散及消防自动灭火系统

1) 考虑到国家对应急疏散领域的重视及政策的驱动，假设未来防火与疏散占比小幅提升；自动灭火市场假设价值量占比维持稳定，保持在 12%；

2) 近年来智能疏散业务及消防自动灭火系统业务毛利率稳步提升，但考虑到业务处于市场拓展阶段，假设未来毛利率先小幅下降再逐步提升。

四、气体检测系统

1) 该业务属于工业消防领域，将该业务营收与工业消防市场规模比重作为参考值，假设公司营收占比逐年上升；

2) 假设该业务毛利率小幅波动，总体基本保持稳定。

五、灭火器及其他

1) 近两年该业务增长迅猛，因此假设未来该业务 2022-2024 年的营收增速为 60%/60%/50%；

2) 假设毛利率水平小幅波动，总体基本保持稳定。

六、其他业务

1) 假设该业务营收占公司总营收比重保持小幅增长态势；

2) 假设未来毛利率水平受原材料及公司战略影响小幅波动，基本保持稳定。

图表 39 公司营业收入预测

公司业务分拆 (单位: 亿元)		2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
火灾自动报警及联动控制系统产品	营业收入	16.01	15.73	20.88	25.75	32.00	38.71
	同比 (%)		-2%	33%	23%	24%	21%
	毛利率 (%)	42%	42%	39%	37%	36%	36%
电气火灾监控系统	营业收入	0.77	0.99	1.12	1.22	1.53	1.95
	同比 (%)		29%	13%	9%	25%	28%
	毛利率 (%)	44%	45%	47%	46%	46%	46%
电源监控	营业收入	0.75	1.04	1.07	1.13	1.34	1.63
	同比 (%)		39%	3%	6%	18%	22%
	毛利率 (%)	44%	45%	50%	50%	50%	49%
余压监控系统	营业收入		0.08	0.36	0.69	1.06	1.38
	同比 (%)			365%	93%	53%	31%
	毛利率 (%)		39%	39%	38%	38%	38%
防火门监控系统	营业收入	1.07	1.38	1.82	2.34	3.00	3.75
	同比 (%)	41%	29%	32%	28%	28%	25%
	毛利率 (%)	42%	38%	36%	35%	34%	35%
智能疏散	营业收入	0.65	1.80	6.60	10.50	16.21	24.36
	同比 (%)	1082%	177%	266%	59%	54%	50%
	毛利率 (%)	23%	33%	37%	36%	36%	36%
消防自动灭火系统	营业收入	2.33	2.50	3.34	3.61	4.01	4.42
	同比 (%)		7%	34%	8%	11%	10%
	毛利率 (%)	23%	30%	19%	18%	18%	18%
气体检测系统	营业收入	0.75	0.85	1.15	1.49	2.15	3.22
	同比 (%)		13%	36%	30%	44%	50%
	毛利率 (%)	51%	54%	55%	55%	54%	54%
灭火器及其他	营业收入	0.07	0.22	1.15	1.84	2.95	4.42
	同比 (%)		227%	426%	60%	60%	50%
	毛利率 (%)	-6%	5%	45%	44%	44%	44%
其他业务	营业收入	0.32	0.67	1.16	1.60	2.25	3.03
	同比 (%)		107%	74%	39%	41%	35%
	毛利率 (%)	9%	14%	12%	11%	11%	11%
合计	营业收入	22.71	25.25	38.63	50.18	66.50	86.88
	同比 (%)	28%	11%	53%	30%	33%	31%
	毛利率 (%)	40%	39%	37%	36%	36%	36%

资料来源: 华安证券研究所整理

4.2 估值和投资建议

青鸟消防深耕消防安全领域多年,一方面积累了精湛的技术和丰富的市场经验,不仅业务覆盖消防全产业链流程,还不断凭借自身产品优势拓展新消防业务场景;另一方面公司坚持以技术为驱动力,加大产品技术研发投入以增强自身硬实力。我们预计公司 2022-2024 年分别实现收入 50.2/66.5/86.9 亿元,同比增长 30%/33%/31%;实现归母净利润 6.16/7.72/9.74 亿元,同比增长 16%/25%/26%;2021-2024 年 CAGR 达 22%,2022-2024 年对应的 EPS 为 1.26/1.58/1.99 元。公司当前股价对应的 PE 为 22/17/14 倍。首次覆盖,给予“买入”评级。

重要财务指标			单位: 百万元	
主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,863	5,018	6,650	8,688
收入同比 (%)	53.0%	29.9%	32.5%	30.6%
归属母公司净利润	530	616	772	974
净利润同比 (%)	23.2%	16.3%	25.4%	26.2%
毛利率 (%)	37.1%	36.0%	35.6%	35.9%
ROE (%)	16.0%	16.3%	17.8%	19.4%
每股收益 (元)	1.08	1.26	1.58	1.99
P/E	25.49	21.93	17.49	13.86
P/B	3.81	3.36	2.91	2.50
EV/EBITDA	20.90	17.02	14.08	10.93

资料来源: wind, 华安证券研究所

风险提示

- 1) 技术研发突破不及预期;
- 2) 政策支持不及预期;
- 3) 下游需求不及预期;
- 4) 核心技术人员流失。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,402	5,624	6,994	8,811	营业收入	3,863	5,018	6,650	8,688
现金	1,484	2,285	2,225	2,987	营业成本	2,428	3,212	4,285	5,570
应收账款	1,674	1,977	2,680	3,404	营业税金及附加	21	27	36	47
其他应收款	45	58	77	100	销售费用	406	628	846	1,140
预付账款	100	130	172	225	管理费用	402	573	726	948
存货	702	659	1,157	1,203	财务费用	21	(4)	(3)	0
其他流动资产	397	1,174	1,840	2,096	资产减值损失	22	(74)	(71)	(85)
非流动资产	1,283	1,353	1,403	1,458	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	86	86	86	86	投资净收益	(0)	(0)	(0)	(0)
固定资产	370	443	470	495	营业利润	628	742	927	1,174
无形资产	197	220	246	275	营业外收入	3	0	0	0
其他非流动资产	631	604	601	602	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	5,685	6,977	8,397	10,270	利润总额	629	742	927	1,174
流动负债	1,789	2,570	3,341	4,390	所得税	75	95	119	151
短期借款	415	547	725	947	净利润	554	647	808	1,023
应付账款	757	1,209	1,531	2,031	少数股东损益	25	31	36	48
其他流动负债	617	814	1,085	1,412	归属母公司净利润	530	616	772	974
非流动负债	173	173	173	173	EBITDA	669	784	975	1,230
长期借款	62	62	62	62	EPS (元)	1.08	1.26	1.58	1.99
其他非流动负债	111	111	111	111	主要财务比率				
负债合计	1,962	2,744	3,514	4,564	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	180	210	246	294	成长能力				
股本	349	489	489	489	营业收入	53.03%	29.90%	32.52%	30.65%
资本公积	874	992	1,143	1,334	营业利润	31.57%	18.16%	24.99%	26.57%
留存收益	2,321	2,542	3,004	3,588	归属于母公司净利润	23.21%	16.25%	25.38%	26.17%
归属母公司股东权益	3,543	4,023	4,636	5,412	获利能力				
负债和股东权益	5,685	6,977	8,397	10,270	毛利率(%)	37.14%	36.00%	35.57%	35.89%
现金流量表					净利率(%)	13.71%	12.27%	11.61%	11.21%
单位:百万元					ROE(%)	15.99%	16.28%	17.84%	19.39%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC(%)	14.51%	15.56%	17.57%	19.04%
经营活动现金流	195	892	19	850	偿债能力				
净利润	554	647	808	1,023	资产负债率(%)	34.52%	39.33%	41.85%	44.44%
折旧摊销	181	46	51	56	净负债比率(%)	-27.05%	-39.61%	-29.46%	-34.66%
财务费用	21	(4)	(3)	0	流动比率	2.46	2.19	2.09	2.01
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.07	1.93	1.75	1.73
营运资金变动	(113)	204	(837)	(229)	营运能力				
其他经营现金流	(448)	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.79	0.87	0.93
投资活动现金流	(205)	(90)	(101)	(111)	应收账款周转率	2.56	2.75	2.86	2.86
资本支出	(863)	(90)	(101)	(111)	应付账款周转率	3.59	3.27	3.13	3.13
长期投资	(18)	(0)	(0)	(0)	每股指标 (元)				
其他投资现金流	677	0	0	(0)	每股收益(最新摊薄)	1.08	1.26	1.58	1.99
筹资活动现金流	10	(0)	22	23	每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	2.56	0.05	2.44
短期借款	115	132	178	222	每股净资产(最新摊薄)	10.16	11.54	13.30	15.52
长期借款	62	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	25.5	21.9	17.5	13.9
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	3.8	3.4	2.9	2.5
其他筹资现金流	(167)	(132)	(156)	(199)	EV/EBITDA	20.90	17.02	14.08	10.93
现金净增加额	(0)	801	(60)	762					

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张帆，华安机械行业首席分析师，机械行业从业2年，证券从业14年，曾多次获得新财富分析师。

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15%；
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。