青鸟消防（002960）

青鸟消防：提前布局家用消防市场，行业持续扩容+龙头市场集中度提升

买入（维持）

2020 年 12 月 28 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,271	2,634	3,291	4,120
同比（%）	27.80%	15.97%	24.97%	25.17%
归母净利润（百万元）	362	435	563	698
同比（%）	5.28%	20.21%	29.32%	23.90%
每股收益（元/股）	1.51	1.77	2.29	2.83
P/E（倍）	24.67	21.05	16.28	13.14

投资要点

- **事件：**公司公告，拟以自有资金 1000 万元投资设立全资子公司，开展家用消防业务。
- **公司提前布局家用消防市场，厚积薄发静待政策落地、行业风来。**

  公司在家用消防领域有着较深的积累与优势。一方面，公司的家用消防产品丰富，产品力较强。公司的家用消防产品在品类、技术类别等各个维度均形成了较为完整的体系，其中：核心产品独立式光电感烟火灾探测报警器获得“中国消防协会科学技术创新奖”。另一方面，公司是消防电子龙头企业，在传统民用领域拥有渠道、技术、品牌等核心领先优势，公司有望在潜在的新兴市场实现快速复制。

  家用消防市场空间有望逐渐打开。消防产品与经济发展程度息息相关，在欧美等经济发达国家，家用消防产品的渗透率极高。目前，国内家用消防市场虽尚处于起步阶段，但是随着经济发展、城镇化率与城市智能化运营要求的提升、人们生活水平与消防安全意识与理念的提高、以及相关的鼓励与强制性政策出台，家用消防市场需求将有望从“可选项”逐渐转变成“必选项”，基于国内住宅市场的规模，这一转变过程预计将产生较大的市场需求。

  我们分析判断，公司在家用消防领域深耕已久，此次成立子公司，以公司制的方式开展业务，经营管理团队应该是享有了更多的决策权，为后续扩大经营管理团队、将顺激励机制创造了更加良好的条件。
- **行业高景气度+三大核心竞争力（渠道、技术、品牌）+“云服务”、工业领域新兴业务布局，公司有望迎来业绩和估值的戴维斯双击。**

  行业判断：1）消防产品市场超千亿，需求加速释放确保行业高景气度；2）历史数据充分证明地产竣工面积下滑对行业影响有限；3）应急疏散刚刚进入爆发期，有望再造一个消防报警市场；4）龙头市占率有望加速提升。

  传统业务：渠道+技术+品牌是核心壁垒，稳态下高 ROE 水平仍将持续；

  新兴业务：1）工业消防市场空间约为 100-200 亿元/年，相比民用和商业，工业消防的壁垒更高且盈利能力更强，未来有望成为公司新的业绩增长点；2）“智慧消防是产业发展必然趋势，“青鸟云”服务为后续推广 SaaS 奠定坚实的客户基础（接入 1 万多家客户）
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.77、2.29、2.83 元，对应 PE 分别为 21、16、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降、疫情影响下游工商业企业和地产商客户的需求等。

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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.23
一年最低/最高价	19.88/50.94
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	4599.77

基础数据

每股净资产(元)	12.38
资产负债率(%)	22.02
总股本(百万股)	246.21
流通 A 股(百万股)	123.55

相关研究

1、《青鸟消防（002960）：应急疏散业务前三季度增速 180%，通过收购快速扩张产能紧抓风口》2020-11-15

2、《青鸟消防（002960）：行业景气度上行+市占率提升+云服务模式创新，会不会是下一个“广联达”？》2020-11-11

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 事件

公司公告，拟以自有资金 1000 万元投资设立全资子公司，开展家用消防业务。

2. 提前布局家用消防市场，厚积薄发静待政策落地、行业风来

根据公司公告：

1）公司在家用消防领域有着较深的积累与优势。一方面，公司的家用消防产品丰富，产品力较强。公司的家用消防产品在品类、技术类别等各个维度均形成了较为完整的体系，其中：核心产品独立式光电感烟火灾探测报警器获得“中国消防协会科学技术创新奖”。另一方面，公司是消防电子龙头企业，在传统民用领域拥有渠道、技术、品牌等核心领先优势，公司有望在潜在的新兴市场实现快速复制。

2）家用消防市场空间有望逐渐打开。消防产品与经济发展程度息息相关，在欧美等经济发达国家，家用消防产品的渗透率极高。目前，国内家用消防市场虽尚处于起步阶段，但是随着经济发展、城镇化率与城市智能化运营要求的提升、人们生活水平与消防安全意识与理念的提高、以及相关的鼓励与强制性政策出台，家用消防市场需求将有望从“可选项”逐渐转变成“必选项”，基于国内住宅市场的规模，这一转变过程预计将产生较大的市场需求。

我们分析判断，公司在家用消防领域深耕已久，此次成立子公司，以公司制的方式开展业务，经营管理团队应该是享有了更多的决策权，为后续扩大经营管理团队、将顺激励机制创造了更加良好的条件。

3. 行业判断：需求加速释放确保高景气度，多重利好推动龙头市占率提升

1）景气度判断一：消防产品市场超千亿，多重利好因素催化空间逐步释放；2）景气度判断二：历史数据充分证明，地产竣工面积下滑对行业影响有限；3）景气度判断三：应急疏散刚刚进入爆发期，有望再造一个消防报警市场；4）竞争格局判断：无论是管理更加规范、政策更加严格，还是技术更加先进、服务更加完善，对于具备更强研发、更优品质、更多渠道的龙头企业都是利好，2017-2019 年行业头部企业的市占率均出现了不同程度的提升，而其中青鸟消防作为龙头公司 2017-2019 年市占率分别为 6.14%、6.93%、8.35%，市占率提升的尤为明显。

4. 传统业务：渠道+技术+品牌是核心壁垒，稳态下高 ROE 水平仍将持续

1）核心竞争力一：消防产品行业渠道为王，60 余家稳定经销商一骑绝尘。消防产品行业经销模式为主，掌握核心经销商渠道是关键；公司推出特有的经销商模式效果显著，2016-2019 年经销商数量较为稳定、头部经销商单体销售金额持续扩张。2）核心竞争力二：全行业最高研发投入，2018、2019 年研发费用分别为 0.93、1.16 亿元，相当于三江电子和中消云两家之和；自主研发的芯片目前已经满足自用，未来逐步在行业内推广可期。3）核心竞争力三：青鸟和久远品牌根深蒂固，下游客户认可度不断提升。4）核心竞争力四：良好的费用和成本管控能力，净利率水平领先全行业。我们认为，对于消防报警产品这样含有一定技术壁垒的生产制造行业来说，在头部企业的净利率水平已经下降至 10%以内的情况下，继续通过价格竞争使得盈利水平进一步下降的空间比较小了，而青鸟消防之所以能够始终保持 15%以上的净利率水平，更多的还是依靠自身优秀的成本和费用管控能力。预计在行业经过充分竞争，达到稳态水平的情况下，公司的净利率水平大概率在 15%左右、周转率大约为 0.8、杠杆率为 1.3，稳态 ROE 水平约为 15.6%。

5. 新兴业务：进军工业领域优势明显，“云服务”业务创新盈利模式可期

1）工业消防市场空间约为 100-200 亿元/年，相比民用和商业，工业消防的壁垒更高且盈利能力更强，未来有望成为公司新的业绩增长点。2）智慧消防是产业发展必然趋势，“青鸟云”服务为后续推广 SaaS 奠定坚实的客户基础（接入 1 万多家客户）。3）从产品销售到 SaaS 创新盈利模式可期，类比广联达的发展历程，展望未来 3-5 年，行业景气度高企+传统业务市占率提升，公司业绩仍将持续稳定增长；在高市占率的基础上云服务模式将彻底重构公司的估值体系（海外有 Adobe、Autodesk；国内有广联达、海康威视），公司有望迎来业绩和估值的双击。

6. 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.77、2.29、2.83 元，对应 PE 分别为 21、16、13 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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,237	3,632	4,329	5,033
现金	1,061	1,396	1,354	1,796
应收账款	871	838	1,297	1,376
存货	243	305	389	483
其他流动资产	1,062	1,092	1,288	1,378
非流动资产	372	420	504	608
长期股权投资	1	5	9	14
固定资产	276	311	386	480
在建工程	5	11	18	26
无形资产	32	34	32	31
其他非流动资产	58	58	58	57
资产总计	3,609	4,051	4,833	5,641
流动负债	837	891	1,108	1,221
短期借款	250	250	250	250
应付账款	414	475	651	764
其他流动负债	173	165	207	207
非流动负债	3	12	21	29
长期借款	0	9	18	26
其他非流动负债	3	3	3	3
负债合计	840	903	1,129	1,250
少数股东权益	26	33	43	56
归属母公司股东权益	2,744	3,115	3,660	4,335
负债和股东权益	3,609	4,051	4,833	5,641

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	110	464	97	628
投资活动现金流	-665	-68	-111	-140
筹资活动现金流	972	-61	-28	-46
现金净增加额	426	335	-42	442
折旧和摊销	30	25	31	40
资本开支	36	43	80	100
营运资本变动	-314	-7	-522	-150

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,271	2,634	3,291	4,120
减:营业成本	1,373	1,584	2,006	2,519
营业税金及附加	16	17	21	27
营业费用	218	215	269	337
管理费用	103	292	348	436
财务费用	6	7	19	33
资产减值损失	-2	49	22	32
加:投资净收益	-2	5	4	5
其他收益	1	0	0	0
营业利润	415	515	666	826
加:营业外净收支	-2	0	0	0
利润总额	414	515	666	826
减:所得税费用	62	72	93	116
少数股东损益	-10	8	10	12
归属母公司净利润	362	435	563	698
EBIT	397	494	641	795
EBITDA	427	519	672	835

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.51	1.77	2.29	2.83
每股净资产(元)	11.14	12.65	14.87	17.61
发行在外股份(百万股)	240	246	246	246
ROIC(%)	11.3%	12.6%	14.0%	14.8%
ROE(%)	12.7%	14.1%	15.5%	16.2%
毛利率(%)	39.6%	39.9%	39.1%	38.9%
销售净利率(%)	15.9%	16.5%	17.1%	16.9%
资产负债率(%)	23.3%	22.3%	23.4%	22.2%
收入增长率(%)	27.8%	15.97%	24.97%	25.17%
净利润增长率(%)	5.3%	20.21%	29.32%	23.90%
P/E	24.67	21.05	16.28	13.14
P/B	3.34	2.94	2.50	2.11
EV/EBITDA	18.20	14.36	11.17	8.49

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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