

现金流显著改善+持续高研发投入,有数量更有质量的快报

买入（维持）

2021年02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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,271	2,525	3,155	3,949
同比(%)	27.80%	11.16%	24.97%	25.17%
归母净利润(百万元)	362	429	563	694
同比(%)	5.28%	18.53%	31.16%	23.32%
每股收益(元/股)	1.51	1.74	2.29	2.82
P/E(倍)	27.70	23.97	18.28	14.82

投资要点

■ 业绩增长符合预期,股权激励费用加回后真实增速更为可观

根据公司公告,2020年收入为25.25亿元、同比增长11.16%;归母净利润为4.29亿元,同比增长18.53%。分季度来看,Q1受到疫情影响,实现收入1.70亿元、同比下滑54.14%;Q2、Q3、Q4经营业绩全面回暖,收入分别为6.74、8.35、8.46亿元,同比增速分别为21.12%、23.86%、26.21%,从2020年的情况来看,单季度收入同比增速逐季提升。

从快报数据我们推算出,Q4归母净利润为1.06亿元、同比增长13.98%,净利润增速不及收入增速,我们判断主要原因是奖金发放以及经销商的返点在四季度有较多结算等。考虑到公司2020年股票期权与限制性股票合计摊销的成本为0.27亿元,将四季度股权激励的费用加回后,Q4归母净利润约为1.15亿元、同比增长23.66%,真实业绩增速更为可观。

■ 报表质量显著改善,经营性净现金流同比大幅增长

1) 根据公司公告内容,在做好疫情常态化防控下业务推进的同时,公司加强对应收账款的考核管理工作,2020年公司经营活动现金流净额同比大幅增长,截至2020年年末,公司货币资金余额为15.02亿元,同比2019年年末(10.61亿元)增长41.56%,倒推2020年经营性净现金流大概率在2亿元以上(2019年为1.10亿元),同比增速约为100%左右,报表质量显著改善。2) 在市占率还不够高的形势下,适当放松账期是一种竞争策略,为了获得和扶植优质的经销商体系。3) 下游客户同样为地产商的优质白马公司东方雨虹,2011-2017年现金流状况与青鸟消防相似,但是并不影响市场给予估值。

■ 持续高研发投入+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量,未来3-5年高速增长基础已经夯实

1) 研发费用:公司在研发方面的投入力度进一步加大,2020年度研发费用约1.38亿元,较2019年度增长18.72%,目前公司在产品线上相比竞争对手已经拉开了代际差距,竞争优势更为明显。2) 工业消防:工业消防市场空间约为100-200亿元/年,2020年以前基本完全被外资品牌(霍尼韦尔、西门子等)把控,根据公司公告内容,目前包括缆式线型感温火灾探测器、红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器、阻性漏电/热解粒子探测器、吸入式空气采样探测器等在内的工业产品体系已基本构建完成,根据公司公开交流内容,工业消防业务已有部分订单落地,预计2021年可以在报表端体现。3) 应急疏散:根据公告内容,应急照明与智能疏散业务发展迅猛,实现营业收入1.82亿元左右,增幅约175%,未来三年受政策推动等因素的影响增长态势明显。

■ 盈利预测与投资评级:我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.74、2.29、2.82元,pe分别为24、18、15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等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	41.80
一年最低/最高价	20.10/50.94
市净率(倍)	3.38
流通A股市值(百万元)	5164.39

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）：关于现金流、价格战、政企关系的解答》2021-02-22
- 2、《青鸟消防（002960）：对标防水行业龙头,当前价值存在修复空间》2021-02-09
- 3、《青鸟消防（002960）：六问六答,当前位置我们坚定看好并推荐的原因》2021-02-01

事件:

公司发布 2020 年快报, 收入为 25.25 亿元、同比增长 11.16%; 归母净利润为 4.29 亿元, 同比增长 18.53%。应急疏散收入增长 175%、研发费用增长 18.72%、经营性净现金流大幅增长

业绩增长符合预期, 股权激励费用加回后真实增速更为可观

根据公司公告, 2020 年收入为 25.25 亿元、同比增长 11.16%; 归母净利润为 4.29 亿元, 同比增长 18.53%。分季度来看, Q1 受到疫情影响, 实现收入 1.70 亿元、同比下滑 54.14%; Q2、Q3、Q4 经营业绩全面回暖, 收入分别为 6.74、8.35、8.46 亿元, 同比增速分别为 21.12%、23.86%、26.21%, 从 2020 年的情况来看, 单季度收入同比增速逐季提升。

从快报数据我们推算出, Q4 归母净利润为 1.06 亿元、同比增长 13.98%, 净利润增速不及收入增速, 我们判断主要原因是奖金发放以及经销商的返点在四季度有较多结算等。考虑到公司 2020 年股票期权与限制性股票合计摊销的成本为 0.27 亿元, 将四季度股权激励的费用加回后, Q4 归母净利润约为 1.15 亿元、同比增长 23.66%, 真实业绩增速更为可观。

报表质量显著改善, 经营性净现金流同比大幅增长

1) 根据公司公告内容, 在做好疫情常态化防控下业务推进的同时, 公司加强对应收账款的考核管理工作, 2020 年公司经营活动现金流净额同比大幅增长, 截至 2020 年年末, 公司货币资金余额为 15.02 亿元, 同比 2019 年年末 (10.61 亿元) 增长 41.56%, 倒推 2020 年经营性净现金流大概率为 2 亿元以上 (2019 年为 1.10 亿元), 同比增速约为 100% 左右, 报表质量显著改善。

2) 在市占率还不够高的形势下, 适当放松账期是一种竞争策略, 为了获得和扶植优质的经销商体系。我们在之前的系列报告中已经介绍过, 消防产品市场竞争格局较为分散, 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, 2017-2019 年, 青鸟消防作为行业龙头, 市占率分别为 6.14%、6.93%、8.35%, 相比海外市占率达到 20%-30% 的头部企业, 公司市占率仍存在显著提升空间。因此, 在竞争格局较为分散, 还没有形成绝对意义上的龙头之前, 公司根据自身的财务状况, 适当放松账期以获取和扶植优质的经销商做大做强, 这其实是一种竞争策略, 未来等到公司市占

率足够高以后，预计现金流的状况会逐步改善。

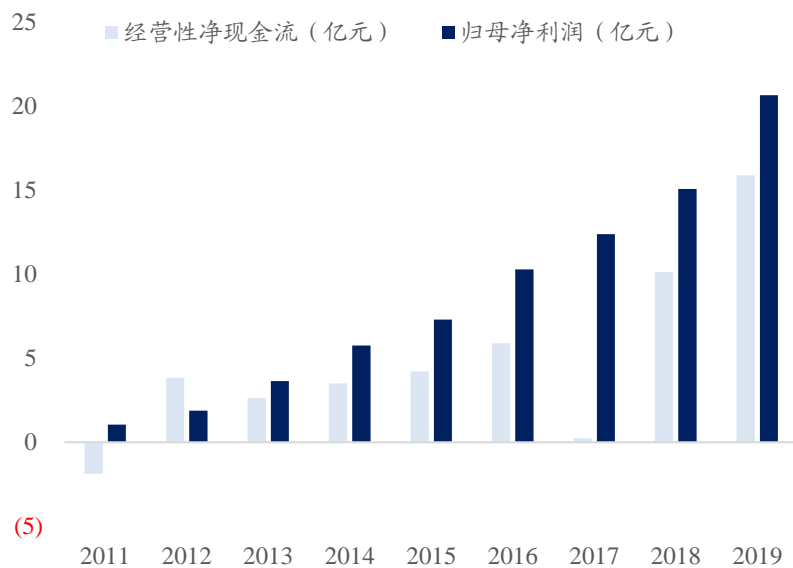
表 1: 消防产品行业中的头部企业市场占有率情况 (单位: 亿元)

	2017		2018		2019	
	收入	市占率	收入	市占率	收入	市占率
青鸟消防	14.75	6.14%	17.77	6.93%	22.71	8.35%
海湾安全					21.00	7.72%
三江电子	7.38	3.07%	8.31	3.24%	9.35	3.44%
利达华信					8.00	2.94%
中消云	5.54	2.31%	6.21	2.42%	7.47	2.75%
松江繁飞	4.50	1.87%				
鼎信消防	0.54	0.22%				

数据来源: 青鸟消防招股说明书、东吴证券研究所

3) 下游客户同样为地产商的优质白马公司东方雨虹, 2011-2017 年现金流状况与青鸟消防相似, 但是并不影响市场给予估值。东方雨虹下游客户以地产商为主, 2011-2017 年, 公司归母净利润从 1.05 亿增长至 12.39 亿元, 但是经营性净现金流在-1.88 亿到 5.90 亿元之间, 现金流状况不佳, 2018、2019 年市占率提升至足够高以后, 现金流状况改善, 并不影响市场给予其高估值。

图 1: 2011-2017 年东方雨虹的现金流状况与青鸟相似 (亿元)



数据来源: Wind、东吴证券研究所

持续高研发投入+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量， 未来 3-5 年高增长基础已经夯实

1) **研发费用**：根据公告内容，公司在研发方面的投入力度进一步加大，2020 年度研发费用约 1.38 亿元，较 2019 年度增长 18.72%；2018-2020 年，公司研发费用占比营收分别为 5.22%、5.11%、5.47%，公司的研发投入绝对值不但是消防行业最高，**2018、2019 年公司一家的研发投入相当于行业龙三三江电子和龙五中消云两家之和**，目前公司在产品线上相比竞争对手已经拉开了代际差距，竞争优势更为明显。

2) **工业消防**：工业消防市场空间约为 100-200 亿元/年，2020 年以前基本完全被外资品牌（霍尼韦尔、西门子等）把控，根据公司公告内容，目前包括缆式线型感温火灾探测器、红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器、阻性漏电/热解粒子探测器、吸入式空气采样探测器等在内的工业产品体系已基本构建完成，根据公司公开交流内容，工业消防业务已有部分订单落地，预计 2021 年可以在报表端体现。

3) **应急疏散**：根据公告内容，应急照明与智能疏散业务发展迅猛，实现营业收入 1.82 亿元左右，增幅约 175%，未来三年受政策推动等因素的影响增长态势明显。根据我们产业链调研和走访政策专家的情况，预计 2021、2022 年应急疏散市场均是翻倍以上的增长，考虑到应急疏散的渠道和传统烟雾报警产品的渠道是完全重合的，我们有理由相信 2021、2022 年公司应急疏散业务均实现翻倍以上增长。

因此，持续高研发投入（且全部当期费用化）+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量，公司未来 3-5 年高增长基础已经夯实。

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.29、5.63、6.94 亿元，eps 分别为 1.74、2.29、2.82 元，pe 分别为 24、18、15 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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,237	3,602	4,333	4,993	营业收入	2,271	2,525	3,155	3,949
现金	1,061	1,498	1,392	1,929	减:营业成本	1,373	1,518	1,922	2,414
应收账款	871	767	1,280	1,282	营业税金及附加	16	16	21	26
存货	243	283	383	453	营业费用	218	206	258	323
其他流动资产	1,062	1,054	1,279	1,328	管理费用	103	270	320	395
非流动资产	372	401	482	583	财务费用	6	5	7	27
长期股权投资	1	5	9	14	资产减值损失	-2	47	21	30
固定资产	276	295	367	457	加:投资净收益	-2	5	4	5
在建工程	5	9	16	24	其他收益	1	0	0	0
无形资产	32	34	32	31	营业利润	415	508	666	822
其他非流动资产	58	58	58	57	加:营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,609	4,003	4,815	5,576	利润总额	414	508	666	822
流动负债	837	849	1,097	1,165	减:所得税费用	62	71	93	115
短期借款	250	250	250	250	少数股东损益	-10	8	10	12
应付账款	414	438	641	715	归属母公司净利润	362	429	563	694
其他流动负债	173	160	206	200	EBIT	397	485	639	789
非流动负债	3	12	21	29	EBITDA	427	509	668	827
长期借款	0	9	18	26					
其他非流动负债	3	3	3	3	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	840	861	1,118	1,194	每股收益(元)	1.51	1.74	2.29	2.82
少数股东权益	26	33	43	55	每股净资产(元)	11.14	12.63	14.84	17.57
	2,744	3,109	3,654	4,326	发行在外股份(百万股)	240	246	246	246
归属母公司股东权益					ROIC(%)	11.3%	12.4%	14.0%	14.7%
负债和股东权益	3,609	4,003	4,815	5,576	ROE(%)	12.7%	13.9%	15.5%	16.1%
					毛利率(%)	39.6%	39.9%	39.1%	38.9%
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	15.9%	17.0%	17.8%	17.6%
经营活动现金流	110	544	16	713	资产负债率(%)	23.3%	21.5%	23.2%	21.4%
投资活动现金流	-665	-49	-107	-134	收入增长率(%)	27.8%	11.16%	24.97%	25.17%
筹资活动现金流	972	-59	-16	-41	净利润增长率(%)	5.3%	18.53%	31.16%	23.32%
现金净增加额	426	437	-106	538	P/E	27.70	23.97	18.28	14.82
折旧和摊销	30	24	30	38	P/B	3.75	3.31	2.82	2.38
资本开支	36	24	77	96	EV/EBITDA	20.83	16.63	12.86	9.78
营运资本变动	-314	82	-590	-54					

数据来源: 贝格数据, 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>