



青鸟消防 (002960.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

国内消防报警龙头，出海+工业/行业消防 塑造第二增长曲线

投资逻辑

- 公司是国内消防报警行业龙头，业务覆盖消防报警、气体灭火、气体检测、应急照明与疏散、工业消防等领域，目前产品体系涵盖预警→报警→疏散→灭火全链条。
- 推荐逻辑一/提份额：国标替换、政策及客群转向有望提升消防行业集中度。1) 国标替换：2025年5月之后，火灾报警与疏散照明产品新老国标替换，我们判断在行业连续多年受到地产竣工拖累的背景下，本次国标替换有望加速中小厂商出清。2) 客群切换：传统民商用消防侧重渠道商务关系，工业/行业消防 To 大 B 属性更重，看重厂商技术、品牌及过往标杆案例，直销比重提升，竞争壁垒高；3) 政策切换：2019年后，消防机构向住建部移交消防工程设计审查验收职责，行业竞争要素渐渐由渠道商务关系转向技术与品牌优势。
- 推荐逻辑二/底盘稳：“增量建设”转向“存量更新”，基本盘业务降均价不降毛利率。国内民商用消防业务与地产关联度较强，24年1-9月新增竣工面积下滑24.4%，公司相关业务前三季度收入同比下降10.2%，经营韧性较强。需求侧看，以北京市为例，公司今年以来存量改造合同占比超50%，存量住宅更新有望托底需求筑底修复；供给侧看，公司自研“朱鹮”芯片在行业弱景气背景下保障降均价不降毛利率，火灾报警业务22/23/1H24毛利率分别为41.3%/42.8%/43.0%。
- 推荐逻辑三/增量足：出海业务具备扩品类空间，工业/行业消防向多行业拓展。1) 出海：公司目前已初步在欧洲+北美形成消防报警品牌矩阵，24上半年出海业务占比16.5%，同比增长24.7%，未来有望向不同区域加快新品类导入进程，提升产出。2) 工业/行业消防：对产品敏感性、稳定性及方案复杂度要求更高，过往主要由海外厂商主导，近年来国产替代与新兴需求共振，公司已在化工、轨交、电力等行业布局。

盈利预测、估值和评级

- 预计公司2024~2026年营业收入分别为49.9/53.7/59.7亿元，归母净利润分别为5.25/6.89/8.29亿元，EPS分别为0.71/0.93/1.11元。采用市盈率法，给予公司25年16倍PE估值，目标价14.80元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 国内民商用消防行业出清不及预期；住宅更新节奏不及预期；工业消防大客户突破不及预期；大股东股权质押的风险。

国金证券研究所

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.79 元

目标价 (人民币)：14.80 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 4,602 | 4,972 | 4,988 | 5,374 | 5,971 |
| 营业收入增长率 | 19.13% | 8.02% | 0.34% | 7.74% | 11.11% |
| 归母净利润(百万元) | 570 | 659 | 525 | 689 | 829 |
| 归母净利润增长率 | 7.51% | 15.67% | -20.25% | 31.06% | 20.31% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.009 | 0.869 | 0.706 | 0.925 | 1.113 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.86 | 0.83 | -0.10 | 1.15 | 1.31 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 9.82% | 10.57% | 7.83% | 9.66% | 10.87% |
| P/E | 27.73 | 15.92 | 16.70 | 12.74 | 10.59 |
| P/B | 2.72 | 1.68 | 1.31 | 1.23 | 1.15 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 国内全链条消防产品领军企业，方案化转型进军工业/行业消防 | 5 |
| 1.1 业务拆解：扩品类的逻辑？—方案化转型进军工业/行业消防，多品牌并购补齐产品矩阵 | 5 |
| 1.2 收入拆解：公司是地产链吗？—报警疏散底盘稳，境外业务进展快，工业消防有增量 | 7 |
| 2. 推荐逻辑一/提份额：国标替换、政策及客群转向有望提升消防行业集中度 | 9 |
| 2.1 国标替换：新国标将于 25 年 5 月落地，高研发&生产要求有望加速行业出清 | 9 |
| 2.2 客群转向：传统民商用转向工业/行业消防，To 大 B 客群驱动直销能力建设 | 10 |
| 2.3 政策转向：2019 年之后消防与住建部职责分立，行业竞争因素由客群关系转向技术与品牌优势 | 12 |
| 3. 推荐逻辑二/底盘稳：“增量建设”转向“存量更新”，基本盘业务降均价不降毛利率 | 13 |
| 3.1 需求侧：5 年内我国城镇化率尚有提升空间，重心由“增量建设”转向“存量更新” | 13 |
| 3.1.1 新建地产承压：1-9 月竣工面积同比降低 24.4%，新建地产中长期有望平稳发展 | 13 |
| 3.1.2 存量住宅更新：政策转向明确，今年以来公司北京地区改造项目合同数占比过半 | 14 |
| 3.2 供给侧：销售端降均价不降毛利率，成本端自研“朱鹮”芯片降本提效 | 15 |
| 4. 推荐逻辑三/增量足：出海业务具备扩品类空间，工业/行业消防拓展多行业 | 17 |
| 4.1 出海业务：欧洲+北美为主，有望实现跨地区品类拓展 | 17 |
| 4.2 工业/行业消防：国产替代与新兴需求共振，高毛利率背景下仍有提升改善空间 | 18 |
| 5. 如何看未来的盈利与估值？ | 21 |
| 5.1 盈利预测：2025 年公司有望实现营收 53.7 亿元，归母净利润约 6.9 亿元 | 21 |
| 5.2 投资建议：现价对应 25 年利润不足 13X PE，16X PE 下对应市值约 110 亿元 | 23 |
| 6. 风险提示 | 23 |



图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司产品体系贯穿火灾安全管理（预警→报警→疏散→灭火）全链条..... | 5 |
| 图表 2: 以石油化工园区为例，工业消防解决方案的复杂程度与技术门槛更高..... | 6 |
| 图表 3: 公司国内外品牌矩阵丰富，消防产品覆盖度较高..... | 7 |
| 图表 4: 公司 19~23 年营收 CAGR 约为 21.6%，1-3Q24 增长承压..... | 7 |
| 图表 5: 23 年归母净利率达 13.3%，1-3Q24 利润端承压负增长..... | 7 |
| 图表 6: 2020 年以来公司境外收入比重迅速提升..... | 8 |
| 图表 7: 公司境外业务毛利率显著高于境内业务..... | 8 |
| 图表 8: 火灾报警与应急照明疏散业务约占公司收入的 6~7 成..... | 8 |
| 图表 9: 2022 年以来火灾自动报警及联动控制系统与工业消防产品毛利率持续提升..... | 8 |
| 图表 10: 2022 年以来公司总营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性减弱..... | 9 |
| 图表 11: 2022 年以来公司境内营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性减弱..... | 9 |
| 图表 12: 国内主要消防产品公司一览..... | 9 |
| 图表 13: 2024 年火灾探测器与应急照明和疏散指示系统新国标将于 2025 年 5 月落地..... | 10 |
| 图表 14: 消防产品行业直销与经销模式对比..... | 10 |
| 图表 15: 2019 年及以前匹配传统民商用消防客群，经销为主的销售模式更优..... | 11 |
| 图表 16: 2020 年以来由“经销为主，直销为辅”转向“经销+直销”全体系渠道模式..... | 12 |
| 图表 17: 公司研发投入稳定，研发费率整体呈提升趋势..... | 12 |
| 图表 18: 2019 年以后住建部负责消防工程的设计审核验收，行业竞争因素出现良性转向..... | 13 |
| 图表 19: 2024 年 3 月以来我国房屋竣工面积累计同比 20+% 负增长..... | 13 |
| 图表 20: 国务院规划五年内将我国常住人口城镇化率提升至 70%..... | 14 |
| 图表 21: 2024 年以来全国一般公共预算城乡社区支出保持同比正增长..... | 15 |
| 图表 22: 2024 年以来特别国债发行量达 1.29 万亿..... | 15 |
| 图表 23: 2024 年住建部印发城市更新第一批典型案例点明消防需求..... | 15 |
| 图表 24: 2023 年公司消防产品降均价不降综合毛利率..... | 16 |
| 图表 25: 2022 年以来公司基本盘业务毛利率相对稳定..... | 16 |
| 图表 26: 公司自研“朱鸮”系列芯片赋能典型消防场景降本提效..... | 17 |
| 图表 27: 公司海外品牌及业务布局..... | 17 |
| 图表 28: 工业消防场景对产品敏感性 & 稳定性要求更高..... | 18 |
| 图表 29: 工业消防场景对于方案复杂度的要求更高，不同场景间存在差异性需求..... | 18 |
| 图表 30: 公司地铁 FAS 系统解决方案已于 2024 上半年取得检验报告..... | 19 |
| 图表 31: 数据中心火灾约 60% 为电气火灾..... | 20 |
| 图表 32: 2024 年 1-9 月我国新能源乘用车渗透率达 44.5%..... | 21 |
| 图表 33: 1H2024 公司工业消防约占总收入的 5.7%..... | 21 |



| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 34: 公司工业消防产品毛利率仍有较大提升空间..... | 21 |
| 图表 35: 公司盈利预测核心指标..... | 22 |
| 图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法) | 23 |

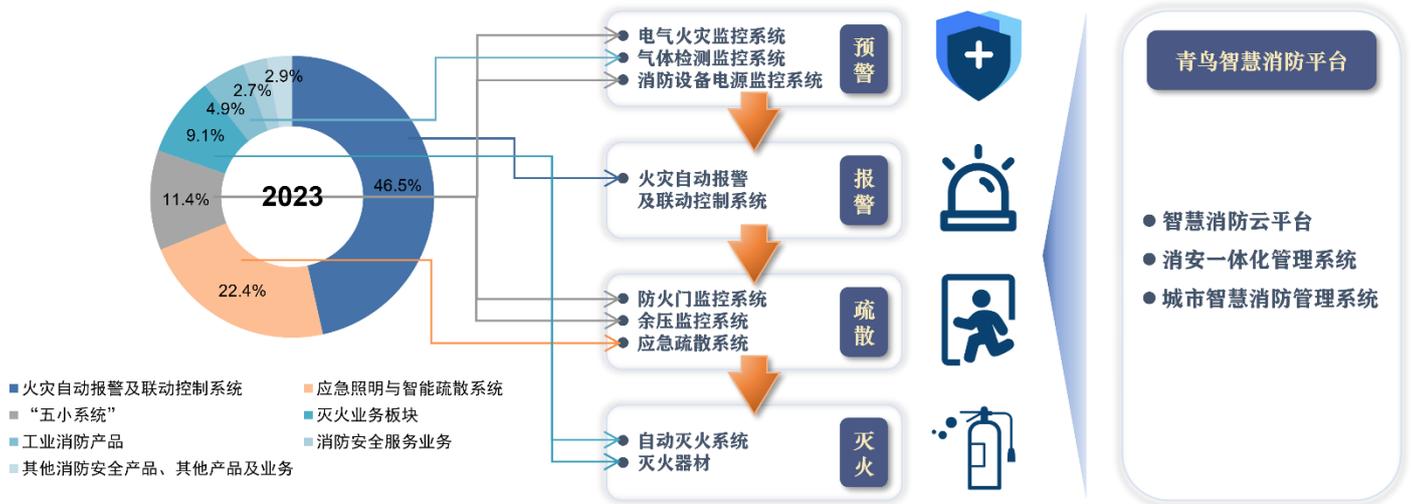


1. 国内全链条消防产品领军企业，方案化转型进军工业/行业消防

1.1 业务拆解：扩品类的逻辑？一方案化转型进军工业/行业消防，多品牌并购补齐产品矩阵

公司是国内消防行业领军企业，自创立以来专注消防报警监控系统产品，并逐步将业务品类拓展到气体灭火、气体检测、应急照明与疏散、工业消防等领域，立足“一站式”消防安全系统产品的研发、生产和销售，目前产品体系涵盖火灾安全管理（预警→报警→疏散→灭火）全链条。

图表1：公司产品体系贯穿火灾安全管理（预警→报警→疏散→灭火）全链条



来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所（注：图中饼图为2023年公司营业收入分产品结构。）

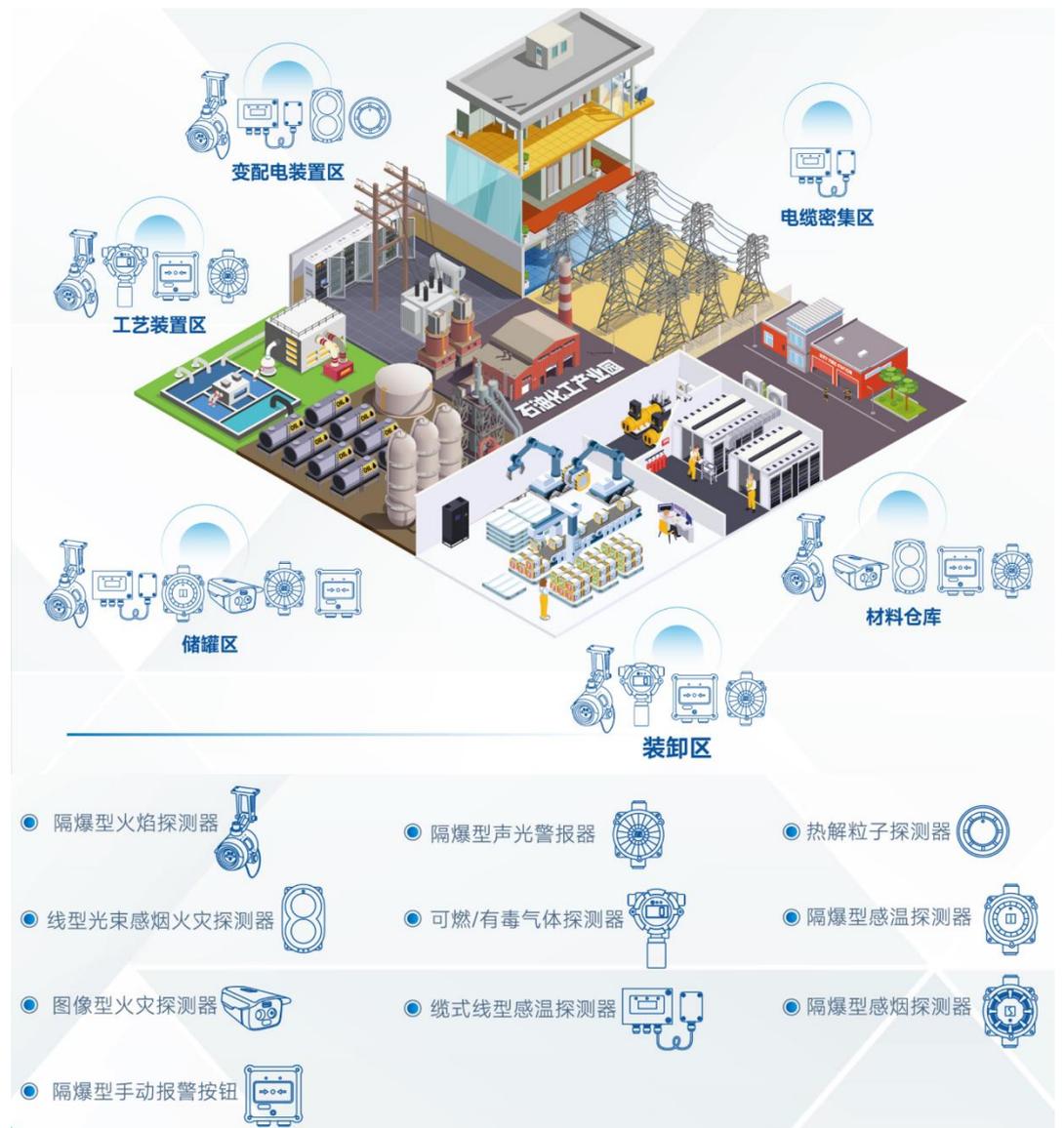
传统民商用消防市场趋于饱和。公司在2019年上市前后主要面向民商用建筑市场，主要包括商场、写字楼、酒店、机场、公共建筑、住宅等领域，而以房地产为代表的民用建筑市场是过去消防产品的主要应用领域之一，在我国目前较高的城镇化率水平下或保持总体平稳增长，行业总体处于充分竞争状态。

工业/行业消防存在国产替代机会，解决方案复杂度与技术门槛更高。工业/行业消防的主要应用领域集中在石化、钢铁、冶金、电力、储能、通信设备及中高端制造等行业，与传统民商用消防相比，其产品和解决方案的复杂程度、技术门槛更高。工业/行业消防项目除了配置消防产品与设施外，还需要根据区域的不同设置相应的保护设施和防火等级，配置不同的消防保护设备。近年来，随着国内消防产品厂商资金、技术实力的增长，工业/行业消防的国产替代机会将逐步显现。

以石油化工园区工业/行业消防解决方案为例，公司从气体探测（总线、专线、无线）、工业火灾探测报警及防爆、高防护消防应急照明和疏散指示系统方向提供工业级整体解决方案，仅探测器与报警装置就涉及10项核心产品，核心器件传感器及芯片均由公司自主研发。



图表2: 以石油化工园区为例, 工业消防解决方案的复杂程度与技术门槛更高



来源: 公司官网, 国金证券研究所

消防产品属于低容错安全防护行业, 存在较高的产品准入资质与认证门槛, 因此通过市场并购方式获取细分产品能力或为最优解。消防产品市场现行的准入规则包括强制性产品认证制度和消防产品技术鉴定制度, 必须取得相关认证证书和检验报告; 尚未纳入上述制度管理的消防产品均实行强制性检验制度, 必须取得相关检验报告。强制性产品认证证书的有效期一般为五年, 有效期内, 获证后, 认证证书的有效性依赖认证机构的监督; 消防产品技术鉴定有效期一般为三年, 每年通过发证后的跟踪调查对证书进行确认; 相关检验报告通常没有明确的有效期限。

我们认为, 公司在此背景下通过外延并购的方式拓展产品品类, 逐渐补齐了涵盖火灾报警、气体检测、灭火、应急疏散等在内的消防品类矩阵, 为其后续拓展工业消防打下产品端的坚实基础。



图表3: 公司国内外品牌矩阵丰富, 消防产品覆盖度较高



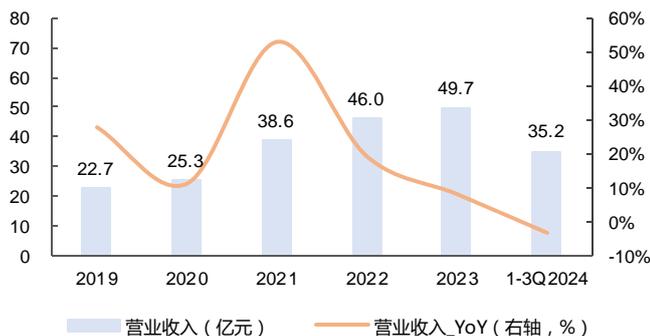
来源: 公司年报, 国金证券研究所

1.2 收入拆解: 公司是地产链吗? 一报警疏散底盘稳, 境外业务进展快, 工业消防有增量

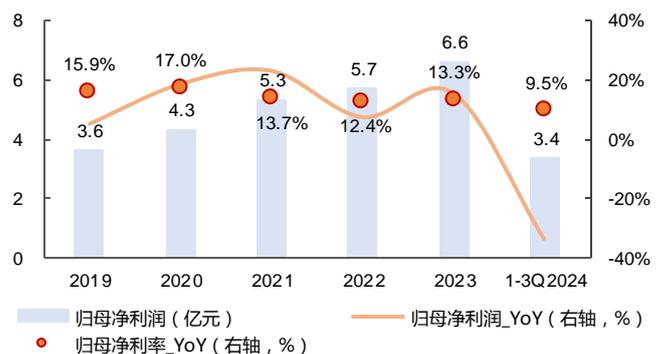
公司在 2019 年上市前后主要聚焦民商用建筑消防业务, 业务底盘与我国房地产业的兴衰息息相关, 因而会被部分市场投资者打上“地产链”的标签。对此我们认为, 1) 收入构成视角看: 区域结构上, 1H24 公司境外收入比重已达 16.5%; 产品结构上, 1H24 公司工业消防产品收入比重已达 5.7%, 住宅与商业地产类项目占比已低于 40%。2) 收入相关性视角: 2022 年以来公司总营收及境内营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性已显著减弱。因而我们认为, 公司已不再是一家随房地产周期波动的地产链公司, 以境外业务与工业消防为代表的增量业务有望形成公司的第二增长曲线。

公司 19~23 年营业收入 CAGR 约为 21.6%, 2023 年实现营业收入 49.7 亿元, 同比增长 8.0%, 1-3Q2024 实现营业收入 35.2 亿元, 同比下降 3.4%。公司 2023 年实现归母净利润 6.6 亿元, 同比增长 15.7%, 对应归母净利润率 13.3%, 同比提升 0.9pp, 1-3Q2024 公司实现归母净利润 3.4 亿元, 同比下降 33.7%, 主要受到人民币升值带来的汇兑损失、股权激励预提费用与吸收外部优秀团队所支付费用等影响。

图表4: 公司 19~23 年营收 CAGR 约为 21.6%, 1-3Q24 增长承压



图表5: 23 年归母净利率达 13.3%, 1-3Q24 利润端承压



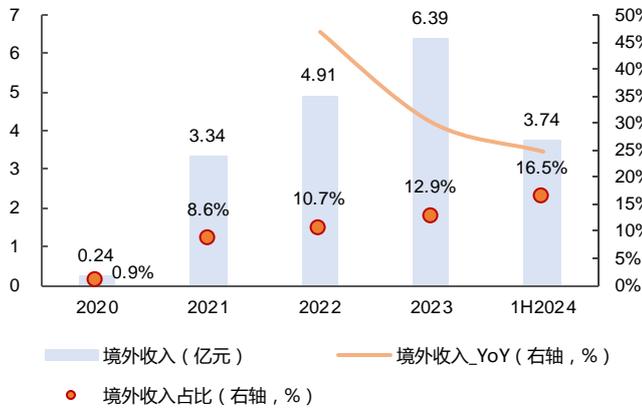
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

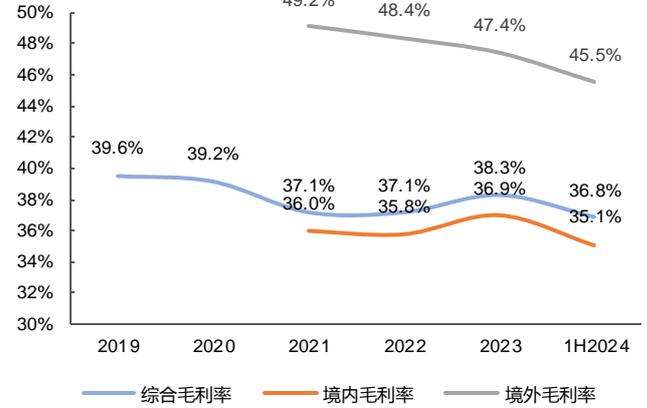


分区域结构看，2020年以来公司境外收入比重迅速提升。收入端，2020~1H2024，公司境外收入比重由0.9%迅速提升至16.5%，20~23年境外收入CAGR达198.7%。毛利端，1H24公司境外业务毛利率达45.5%，高于境内业务毛利率10.4pp。

图表6: 2020 以来公司境外收入比重迅速提升



图表7: 公司境外业务毛利率显著高于境内业务



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

分产品结构看，公司火灾报警与疏散业务收入比重较高且毛利水平有一定支撑，新兴业务工业消防收入比重持续提升，且毛利率水平显著高于其他业务。2023年，公司火灾自动报警及联动控制系统收入比重约为46.5%，毛利率约为42.8%，高于综合毛利率4.5pp，2022年以来收入比重有所收缩，但毛利率水平持续提升；应急照明与智能疏散系统收入比重约为22.4%，报警与疏散业务二者合计约占公司收入比重68.9%，为公司的基本盘业务。2023年，公司工业消防产品收入比重约为4.9%，毛利率约为48.7%，高于综合毛利率10.4pp，2022年以来收入比重持续提升，同时1H24毛利率环比2023年提升3.3pp。

图表8: 火灾报警与应急照明疏散业务约占公司收入的6~7成

| | 2022 | 2023 | 1H2024 |
|------------------|-------|-------|--------|
| 火灾自动报警及联动控制系统 | 48.4% | 46.5% | 45.7% |
| 应急照明与智能疏散系统 | 22.5% | 22.4% | 20.8% |
| “五小系统” | 11.1% | 11.4% | 10.7% |
| 灭火业务板块 | 7.9% | 9.1% | 10.5% |
| 工业消防产品 | 4.3% | 4.9% | 5.7% |
| 消防安全服务业务 | 2.0% | 2.7% | 2.3% |
| 其他消防安全产品、其他产品及业务 | 3.7% | 2.9% | 4.3% |

图表9: 2022 年以来火灾自动报警及联动控制系统与工业消防产品毛利率持续提升

| | 2022 | 2023 | 1H2024 |
|------------------|-------|-------|--------|
| 综合毛利率 | 37.1% | 38.3% | 36.8% |
| 火灾自动报警及联动控制系统 | 41.3% | 42.8% | 43.0% |
| 应急照明与智能疏散系统 | 28.6% | 26.3% | 25.5% |
| “五小系统” | 42.8% | 45.1% | 41.6% |
| 灭火业务板块 | | 27.6% | 22.9% |
| 工业消防产品 | | 48.7% | 52.0% |
| 消防安全服务业务 | | 63.9% | 53.9% |
| 其他消防安全产品、其他产品及业务 | | 24.0% | 18.9% |

来源: iFinD, 国金证券研究所

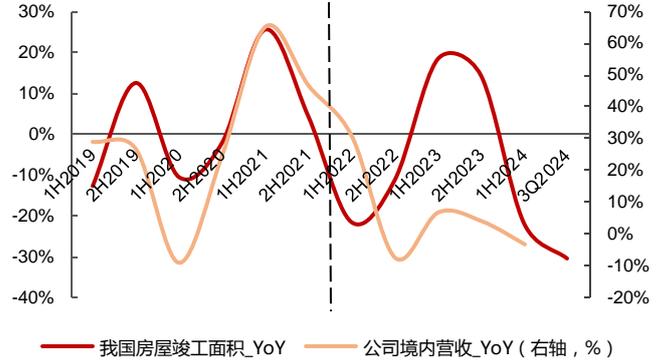
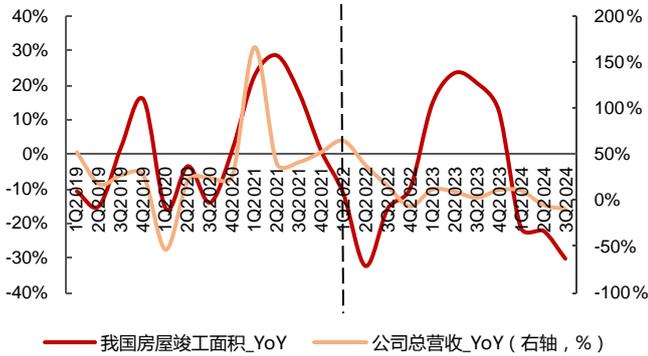
来源: iFinD, 国金证券研究所

区域结构上看，1H24公司境外收入比重达16.5%；产品结构看，1H24公司工业消防产品收入比重达5.7%，公司的地产链属性已逐渐弱化。结合半年度频率数据分析可知，2022年以来公司总营收以及境内营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性已显著减弱。我们认为，未来以工业消防与境外业务为代表的增量业务有望形成公司的第二增长曲线。



图表10: 2022年以来公司总营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性减弱

图表11: 2022年以来公司境内营收增速与我国房屋竣工面积增速相关性减弱



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

2. 推荐逻辑一/提份额: 国标替换、政策及客群转向有望提升消防行业集中度

2.1 国标替换: 新国标将于 25 年 5 月落地, 高研发&生产要求有望加速行业出清

2001 年以前, 我国消防行业采取严格的行政审批制度, 2001-2003 年逐渐改为市场准入制度, 但是由于市场化的时间较短、仍有部分地区存在地方保护主义等原因, 消防产品行业长期以来呈现出行业集中度较为分散的特点。

- 行业规模可观: 据智研咨询, 2022 年我国消防行业市场规模达 4,509 亿元, 其中消防产品市场规模约为 1,315 亿元。
- 企业收入体量较小: 业内主要公司的收入体量普遍较小, 公司 23 年实现营收 49.72 亿元, 国内老牌火灾探测报警及灭火系统厂商海湾安全 23 年参保员工总数为 2,152 人 (同期公司员工总数为 5,661 人), 三江电子 2019 年实现营收 9.35 亿元, 中消云 2019 年实现营收 7.47 亿元 (19 年同期公司实现营收 22.71 亿元)。

图表12: 国内主要消防产品公司一览

| 公司名称 | 创立时间 | 营业收入 (亿元) | 员工人数 (人) | 销售模式 | 公司定位 |
|------|--------|------------------|-------------------|------------|---|
| 海湾安全 | 1993 年 | / | 2,152 | 直销为主 | 国内老牌火灾探测报警及灭火系统供应商, 于 2009 年 8 月被美国联合技术公司 (UTC) 收购, 成为 UTC 全球主要的火灾探测报警产品生产基地。 |
| 青岛消防 | 2001 年 | 49.7 | 5,661 | 经销+直销 | 国内消防报警龙头企业, 产品体系涵盖火灾安全管理 (预警→报警→疏散→灭火) 全链条。 |
| 三江电子 | 1994 年 | 9.35 (2019 年) | 1,734 (2019 年) | 直销为主, 经销为辅 | 国内主要的火灾探测报警、灭火系统及消防物联网解决方案供应商之一, 隶属上市公司泛海控股。 |
| 中消云 | 2011 年 | 7.47 (2019 年) | 1,036 (2019 年) | 经销为主 | 国内消防电子主要玩家之一, 由前任海湾安全董事局主席兼 CEO 创办, 业务涵盖消防电子及应急疏散业务、消防物联网设备及服务和消防灭火业务三大板块。 |

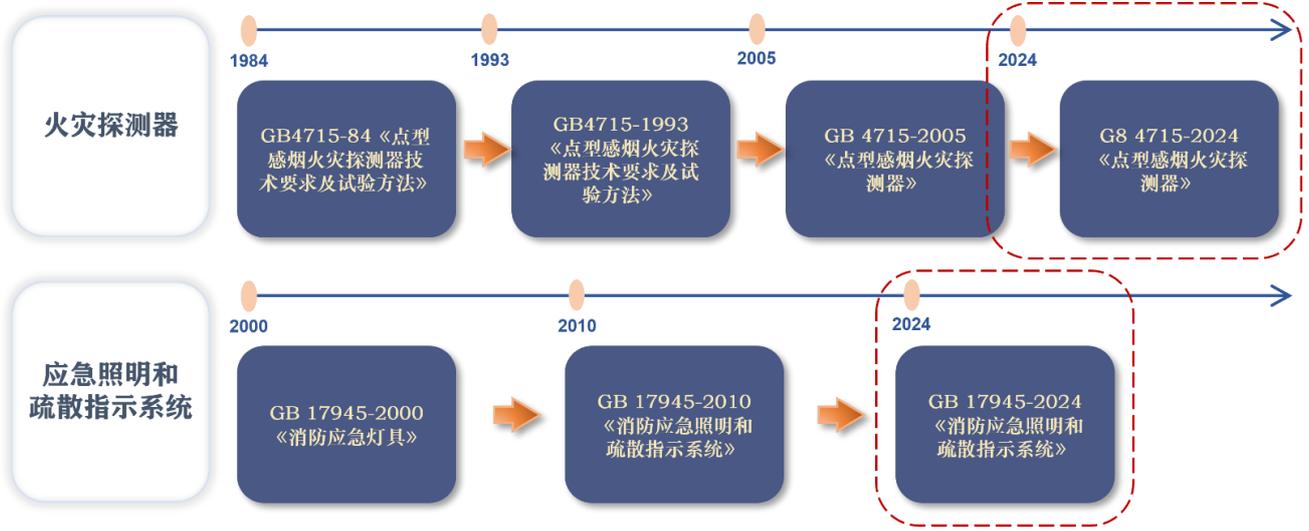
来源: 中消云招股书, 天眼查, 国金证券研究所 (注: 表中未标示年份的数据均为 2023 年数据。)

2024 年 4 月 29 日, 火灾自动报警系统重要基础产品标准《GB4715-2024 点型感烟火灾探测器》《GB4717-2024 火灾报警控制器》, 及国家标准《GB17945-2024 消防应急照明和疏散指示系统》发布, 且都将于 2025 年 5 月 1 日实施。我们认为, 新国标的实施对于



业内公司的研发及生产能力提出了较高要求，在我国民商用消防行业（民商用火灾报警与应急疏散）近年来持续承压的背景下或将加速行业出清。目前，公司已启动符合新国标的研发工作，以适应新国标的升级换代要求。

图表13: 2024年火灾探测器与应急照明和疏散指示系统新国标将于2025年5月落地



来源：新疆市场监管微信公众平台，市说新语微信公众平台，国金证券研究所

2.2 客群转向：传统民商用转向工业/行业消防，To 大 B 客群驱动直销能力建设

国内四家主要消防产品厂商中，海湾安全与三江电子均为直销为主，公司与中消云则以经销为主。据三江电子招股书，其主要直销客户为房地产开发商、消防工程商（匹配传统民商用消防市场客户类群），产品主要用于建筑工程项目，客户存在区域化、分散化的特点。

图表14: 消防产品行业直销与经销模式对比

| 项目 | 直销 | 经销 |
|-----------|--|--|
| 客户类型 | 消防工程商、房地产开发商 | 经销商 |
| 产品类别 | 消防产品、安防产品 | 消防产品、安防产品 |
| 订单取得方式 | 商务洽谈、招投标等 | 商务洽谈 |
| 定价政策 | 基于市场原则协商确定 | 每年协商确定经销产品折扣 |
| 折扣返利政策 | 无经销商价格折扣、无返利 | 无返利经销商：享受价格折扣；有返利经销商：享受价格折扣和返利 |
| 发货流程 | 根据客户要求，公司发货到客户指定位置；通常为工程项目现场 | 根据经销商要求，公司发货搭配经销商指定位置；通常为工程项目现场 |
| 信用政策及收款流程 | 在具体项目合同中约定具体信用期，不存在固定的信用期。按照合同约定进度收款 | 无返利经销商：一般每个季度对账结算一次货款；通常对账后3个月内付款；有返利经销商：全年进行应收账款额度管理，额度满后款到发货 |
| 结算方式 | 银行转账、票据等 | 银行转账、票据等 |
| 收入确认 | 主要为签收后确认收入 | 主要为签收后确认收入 |
| 退换货政策 | 1、因工程项目剩余未使用且包装完好不影响再次销售的终端类产品允许退货； 2、保修期内如属于产品质量问题或者收到货物之日起三天内发现错发产品，无条件退货 | 1、因工程项目剩余未使用且包装完好不影响再次销售的终端类产品允许退货； 2、保修期内如属于产品质量问题或者收到货物之日起三天内发现错发产品，无条件退货 |

来源：三江电子招股书，国金证券研究所



直销模式下往往呈现出高毛利率、高销售费率、中等净利率、净营业周期长（账期长）的特点；相反，以经销为主的模式则呈现出中高毛利率、低销售费率、中高净利率、净营业周期相对较短的特点。

据公司招股书，2019 年以前公司经销模式的调整共经历三大阶段：1）初创阶段由于品牌知名度较低，采取“一般经销”模式，经销商可同时经销公司及其他品牌的产品；2）品牌知名度提升后，公司在全国重点城市设立办事处及子公司、参股公司，该阶段大部分办事处为自负盈亏的经销商；3）进入快速发展期，办事处模式弊端暴露（激励措施有限，运营费用高企），公司一方面将办事处转为公司制经销商，另一方面要求一般经销商全部转为专卖经销商。

因此我们认为，2019 年及以前匹配传统民商用消防客群，经销为主的销售模式可能更优。

图表 15: 2019 年及以前匹配传统民商用消防客群，经销为主的销售模式更优

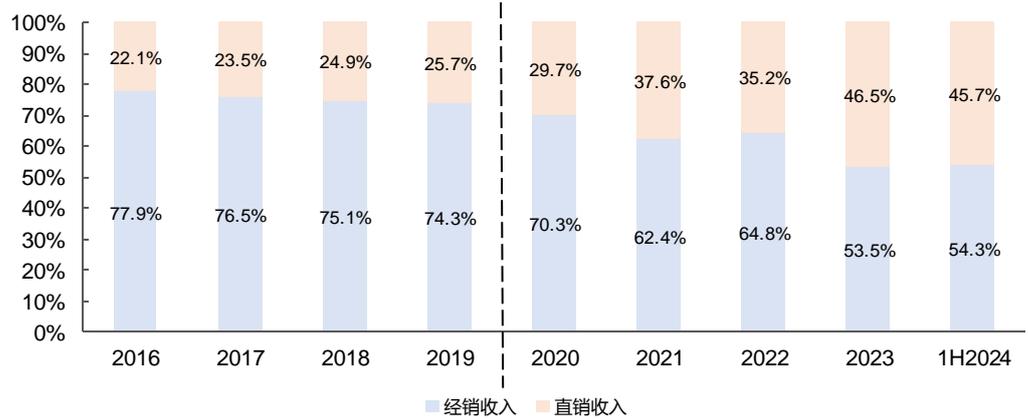
| 可比公司 | 对比指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 青岛消防 | 经销收入占比 | 77.9% | 76.5% | 75.1% | 74.3% | 70.3% | 62.4% | 64.8% | 53.5% |
| 三江电子 | | | 9.8% | 7.9% | 6.0% | | | | |
| 中消云 | | | 61.2% | 68.1% | 78.2% | | | | |
| 青岛消防 | 毛利率 | 43.8% | 43.9% | 42.4% | 39.6% | 39.2% | 37.1% | 37.1% | 38.3% |
| 三江电子 | | 44.4% | 46.0% | 43.6% | 45.8% | | | | |
| 中消云 | | | 42.6% | 40.2% | 34.0% | | | | |
| 青岛消防 | 净利率 | 22.3% | 21.8% | 19.1% | 15.5% | 17.4% | 14.3% | 13.0% | 14.2% |
| 三江电子 | | 8.7% | 8.1% | 7.6% | 10.1% | | | | |
| 中消云 | | | 14.3% | 13.5% | 11.5% | | | | |
| 青岛消防 | 销售费用率 | 7.4% | 8.1% | 8.1% | 9.6% | 9.1% | 10.5% | 11.5% | 13.0% |
| 三江电子 | | 20.9% | 22.2% | 23.6% | 22.2% | | | | |
| 中消云 | | | 15.3% | 15.1% | 12.6% | | | | |
| 青岛消防 | 应收账款周转天数 | 81.9 | 91.4 | 103.5 | 118.5 | 143.7 | 126.6 | 143.9 | 156.0 |
| 三江电子 | | 186.2 | 220.3 | 247.9 | 243.4 | | | | |
| 中消云 | | | | 52.6 | 62.5 | | | | |
| 青岛消防 | 存货周转天数 | 67.4 | 66.1 | 68.6 | 63.1 | 70.9 | 79.3 | 88.3 | 87.1 |
| 三江电子 | | 58.6 | 60.8 | 56.4 | 63.0 | | | | |
| 中消云 | | | | 40.9 | 47.1 | | | | |
| 青岛消防 | 应付账款周转天数 | 119.6 | 116.6 | 109.4 | 102.5 | 116.4 | 94.2 | 91.6 | 87.0 |
| 三江电子 | | 93.8 | 98.8 | 118.7 | 133.5 | | | | |
| 中消云 | | | | 72.4 | 91.8 | | | | |
| 青岛消防 | 净营业周期 | 29.6 | 41.0 | 62.7 | 79.1 | 98.2 | 111.7 | 140.6 | 156.1 |
| 三江电子 | | 151.1 | 182.4 | 185.7 | 172.8 | | | | |
| 中消云 | | | | 21.1 | 17.9 | | | | |

来源：iFind，国金证券研究所（注：①海湾安全未公开披露财务数据，三江电子和中消云在 2020 年及以后未公开披露财务数据；②图表中由绿到红表征财务指标由较差到较优。）

2020 年开始，公司结合“多品类、多品牌、多性能”产品矩阵特点，由“经销为主，直销为辅”转向“经销+直销”的全体系渠道模式，1H24 公司直销收入比重已由 2019 年的 25.7% 提升至 45.7%。2020 年，公司年报首次提出 3+2 业务框架（以通用消防报警、应急照明与智能疏散、工业消防为核心的“三驾马车”；以智慧消防、家用消防为核心的“两颗新星”）。2021 年，业务框架进一步升级为 3+2+2（以通用消防报警、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；以智慧消防、家用消防为核心的“两颗新星”）。



图表 16: 2020 年以来由“经销为主，直销为辅”转向“经销+直销”全体系渠道模式

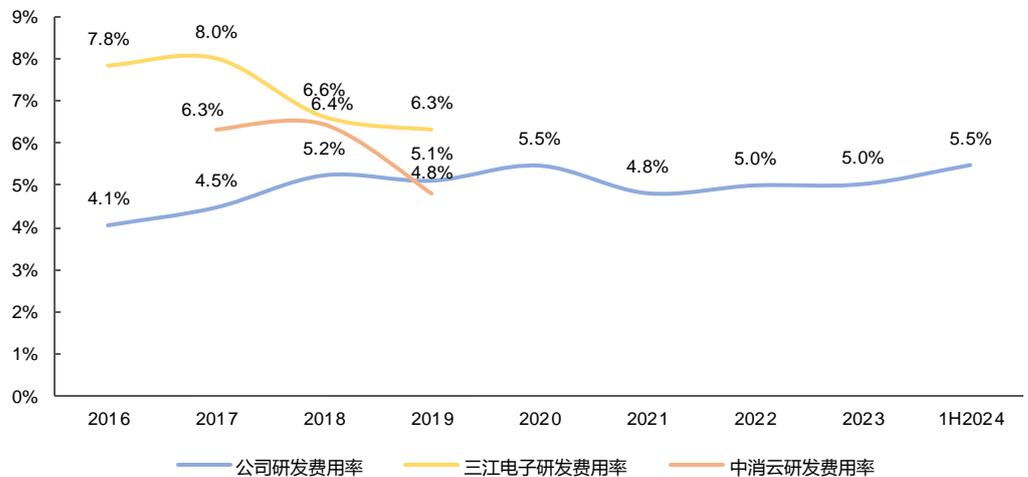


来源：公司招股书，公司年报，国金证券研究所

对此我们认为，公司由经销为主转向“经销+直销”的全体系渠道模式，实质上反映出下游客群由传统民商用消防市场逐步向工业/行业消防、智慧消防等新兴市场切换的趋势。相比传统民商用消防市场，工业/行业消防 To 大 B 的直销属性更重（主要面向石化、钢铁、冶金、电力、储能、通信设备及中高端制造等行业）且产品力要求更高（产品和解决方案的复杂程度、技术门槛更高）。

据此，未来中观消防产品行业层面有望呈现出更加市场化、技术密集型的趋势，行业集中度或进一步提升；微观公司竞争层面，更早布局渠道转型，具备更完善产品方案矩阵与技术服务能力的行业龙头，有望充分受益于行业集中度提升所带来的市场份额替换与产业链议价能力提升，消防产品市场“大行业、小企业”的现状有望逐步松动。

图表 17: 公司研发投入稳定，研发费率整体呈提升趋势



来源：iFinD，国金证券研究所

2.3 政策转向：2019 年之后消防与住建部职责分立，行业竞争因素由客群关系转向技术与品牌优势

2019 年 3 月，住房和城乡建设部和应急管理部联合发文，明确消防救援机构向住建部移交建设工程消防设计审查验收职责工作，要求各地于 6 月 30 日前全部完成移交承接工作。2019 年以前，消防部门既负责工程的消防设计审查验收，又负责日常的监督管理，不可避免地会产生某些隐患，使得 2019 年以前消防行业的核心竞争要素之一为商务渠道关系，业内存在大量区域性小微消防产品设计生产商。2019 年消防设计审查验收职能移交后，由住建部门对工程进行设计审核验收，消防部门负责日常的监督管理，有利于更加规范化的管理。此时，消防行业的核心竞争要素转向品牌与技术优势，行业龙头公司的市场集中度逐步提升。



图表 18: 2019 年以后住建部负责消防工程的设计审核验收, 行业竞争因素出现良性转向

| 时间 | 发布部门 | 政策文件 | 主要内容 |
|---------|----------------|-----------------------------|--|
| 2018.3 | 全国人大 | 国务院机构改革方案 | 组建应急管理部, 公安消防部队、武警森林部队转制后, 与安全生产等应急救援队伍一并作为综合性常备应急骨干力量, 由应急管理部管理 |
| 2019.3 | 住建部、应急管理部 | 《关于做好移交承接建设工程消防设计审查验收职责的通知》 | 明确消防救援机构向住建部移交建设工程消防设计审查验收职责工作, 2019 年 4 月 1 日至 6 月 30 日为移交承接期, 各地应于 6 月 30 日前全部完成移交承接工作 |
| 2019.3 | 中共中央办公厅、国务院办公厅 | 《关于深化消防执法改革的意见》 | 提出了消防执法改革 5 个方面 12 项主要任务 |
| 2019.11 | 住建部 | 《火灾自动报警系统施工及验收标准》 | 顺应行业变化和发展趋势, 大幅补充完善、细化系统部件安装、调试、检测验收的内容, 将很多新的火灾自动报警产品纳入新版的《火灾自动报警系统施工及验收标准》 |

来源: 应急管理部, 住建部, 国金证券研究所

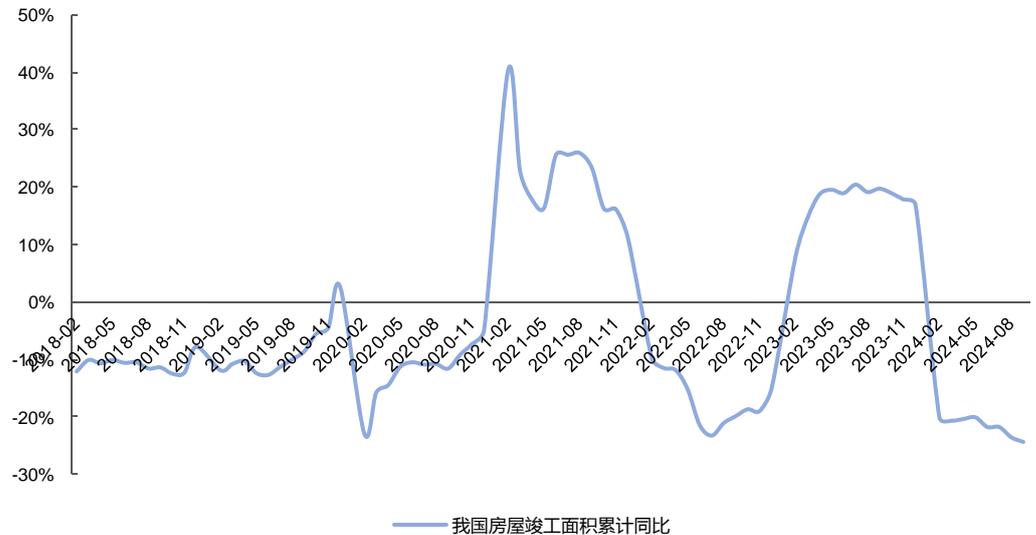
3. 推荐逻辑二/底盘稳: “增量建设” 转向 “存量更新”, 基本盘业务降均价不降毛利率

3.1 需求侧: 5 年内我国城镇化率尚有提升空间, 重心由 “增量建设” 转向 “存量更新”

3.1.1 新建地产承压: 1-9 月竣工面积同比降低 24.4%, 新建地产中长期有望平稳发展

2024 年 1-9 月, 我国房屋竣工面积累计同比负增长达 24.4%, 今年 3 月份以来降幅持续扩大, 地产整体表现疲软。一方面, 增量竣工面积对于民商用消防业务的拉动大幅减弱; 另一方面, 今年前三季度, 公司国内民商用消防业务总体实现营收 23.34 亿元, 同比下降 10.22%, 公司作为行业龙头表现出一定的抗周期经营韧性。

图表 19: 2024 年 3 月以来我国房屋竣工面积累计同比 20+% 负增长



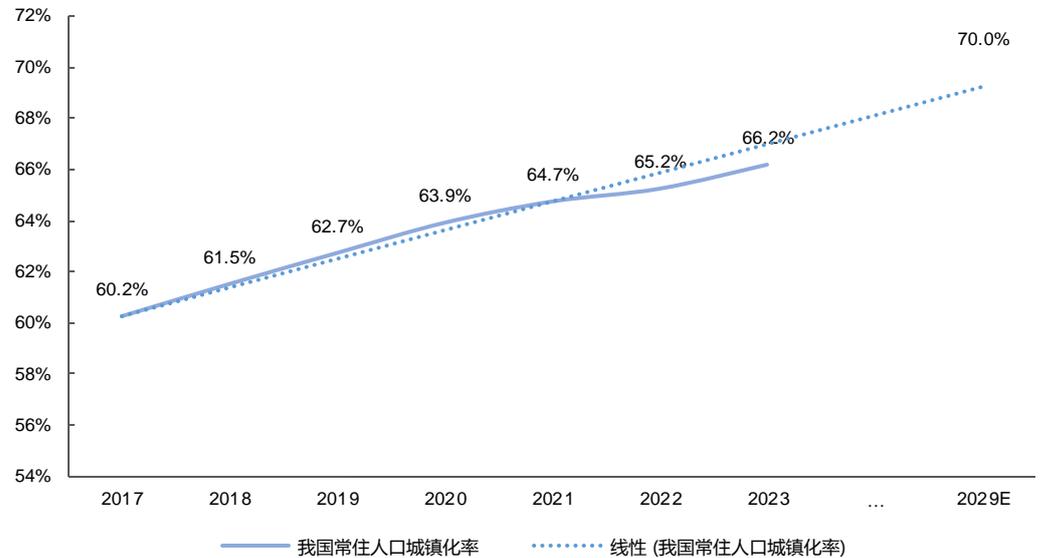
来源: iFinD, 国金证券研究所

2024 年 7 月 31 日, 国务院印发《深入实施以人为本的新型城镇化战略五年行动计划》, 规划未来五年内常住人口城镇化率从 2023 年的 66.2% 提升至 70.0%。我们认为, 中期维



度看我国城镇化建设仍有空间，城镇化率尚未达峰，新建地产有望在触底之后保持相对平稳发展。

图表20: 国务院规划五年内将我国常住人口城镇化率提升至70%



来源: iFinD, 公司年报转引自中国政府网, 国金证券研究所

3.1.2 存量住宅更新: 政策转向明确, 今年以来公司北京地区改造项目合同数占比过半

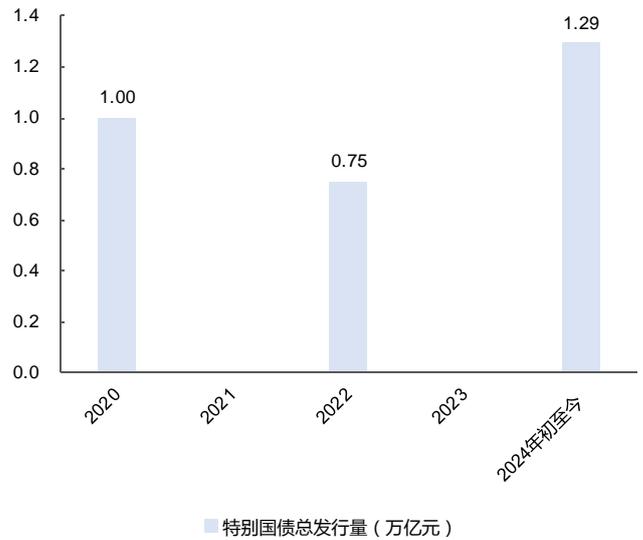
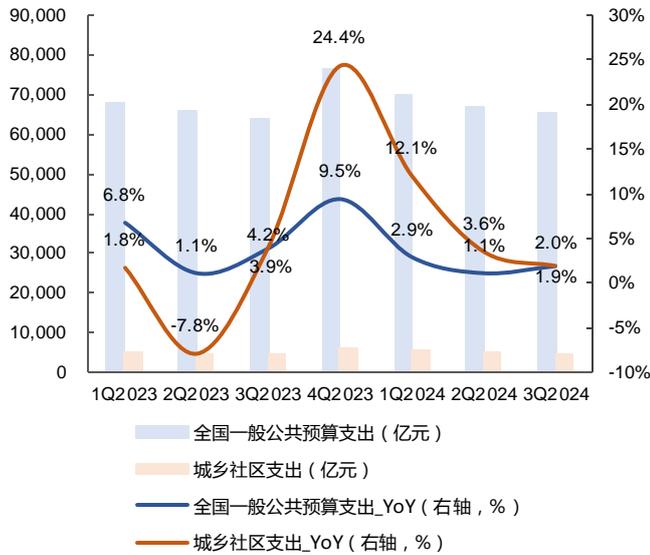
我们认为, 从政策转向、项目开工、配套资金以及公司业务四个维度看, 未来大量城市建筑、写字楼、民宅等或将面临新建、扩建、更新的需求, 有望使得国内民商用传统消防行业的主要驱动因素由的“增量地产建设”转向“存量住宅更新”。

- 政策转向方面: 2024 上半年, 湖北省 17 个市住建局更名“住更局”(住房和城乡建设局)。住更局将负责做好房屋建设管理和住房保障、房地产市场、市政基础设施建设等方面的管理工作, 统筹协调城市更新实施工作。我们认为, 本次更名标志着我国城镇化重心由“增量建设”到“存量更新”的重大转向。
- 项目开工方面: 2024 年, 全国计划新开工改造城镇老旧小区 5.4 万个。1-8 月, 全国新开工改造城镇老旧小区 4.2 万个。截至 24 年 7 月 19 日, 全国已实施城市更新项目超过 6.6 万个, 完成投资 2.6 万亿元。
- 配套资金方面, 2024 年 1-9 月全国一般公共预算支出同比提升 2.0%。结构端, 城乡社区支出 24 年以来始终保持正增长。年初至今, 特别国债总发行量达 1.29 万亿元, 达 2018 年以来历史峰值, 主要用于支持城市提质升级项目, 其中包括旧城改造、城市地下管廊建设和消防装备更新等关键领域。
- 公司业务方面: 公司针对城市更新项目中的消防设备更新改造、消安一体化升级等关键点, 解决了老旧小区消防安全改造中存在痛点、难点。在北京地区, 今年以来已有接近 3,200 个项目成功实施, 改造项目合同数占比已超过 50%。



图表21: 2024 年以来全国一般公共预算城乡社区支出保持同比正增长

图表22: 2024 年以来特别国债发行量达 1.29 万亿



来源: 财政部, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 统计时间截至 11 月 8 日。)

2024 年 1 月 30 日, 住建部印发城市更新第一批典型案例, 其中多项案例点明消防需求。

图表23: 2024 年住建部印发城市更新第一批典型案例点明消防需求

| 城市更新类别 | 项目名称 | 消防需求 |
|------------|------------------------|---|
| 完整社区建设 | 浙江省杭州市滨江区缤纷完整社区更新项目 | 改造前小区闲置、脏乱差、消防安全隐患积聚一楼楼廊空间。 |
| 活力街区打造 | 广东省深圳市元芬新村城中村有机更新项目 | 改造前楼体破腐陈旧、基础设施落后, 环境脏乱, 水电缺口较大, 无消防安防等安保系统。 |
| 城市历史文化保护传承 | 福建省福州市三坊七巷历史文化街区保护更新项目 | 改造后完成消防专项规划。 |
| 城市历史文化保护传承 | 江西省景德镇市陶阳里历史城区保护更新项目 | 改造后通过综合消防验收, 创新技术标准、实行特例特审、建立智慧消防系统和群防群治机制, 妥善处理修缮保护与消防验收的关系。 |
| | 江苏省南京市老城南小西湖片区保护更新项目 | 改造后提升消防安全。 |

来源: 住建部, 国金证券研究所

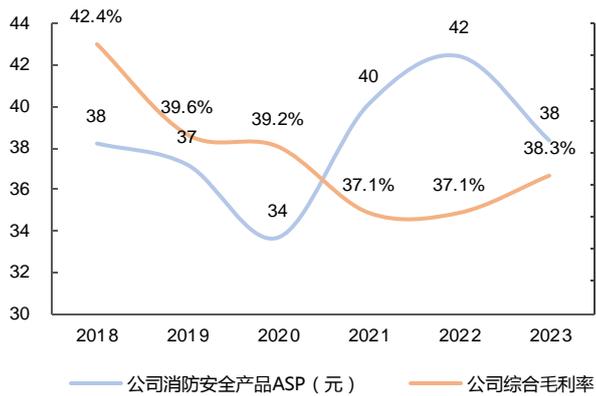
3.2 供给侧: 销售端降均价不降毛利率, 成本端自研“朱鹮”芯片降本提效

2023 年, 公司消防安全产品 ASP 降低 4 元, 同比降低 9.5%, 但综合毛利率整体稳中微升。2022 年以来, 公司火灾自动报警及联动控制系统业务毛利率小幅提升, 应急照明与智能疏散系统毛利率小幅下降, 国内民商用报警与疏散的基本盘业务整体毛利率相对稳定。

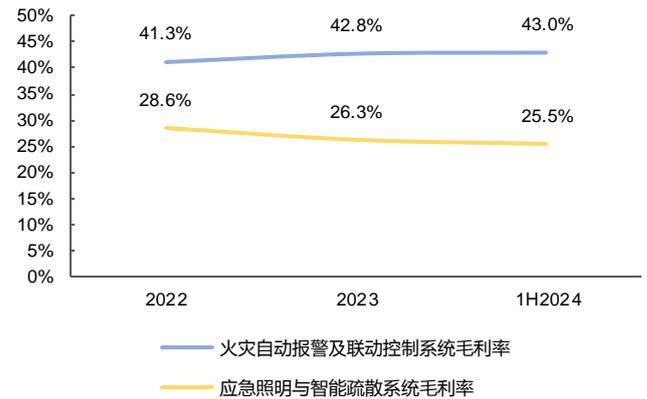
我们认为, 公司国内民商用消防业务主要面临来自地产需求持续疲软, 及新老国标替换背景下业内竞争对手降价去库存的双重压力, 业内很多企业收入端出现双位数下滑。在此背景下, 公司基本盘业务降均价不降毛利率的成效主要得益于公司作为行业龙头的品牌力与持续自研降本的努力。



图表24: 2023 年公司消防产品降均价不降综合毛利率



图表25: 2022 年以来公司基本盘业务毛利率相对稳定



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

公司是业内唯一独立自主创新研发芯片的消防电子企业(行业内其他厂商使用的均是通用芯片)。目前,公司第三代“朱鹮”芯片已规模量产,已有传感系列、通讯系列共 12 款三代芯片广泛应用于超 3 亿只的现场部件产品中。

- 消防报警: 2019 年,公司自主研发的消防报警专用芯片“朱鹮”问世,有效降低了火灾探测的误报率及元器件数量,大幅提升了通信的及时性和数据带宽。
- 应急疏散: 2022~2023 年,搭载“朱鹮”芯片(从 MCU、SoC 到照明专用芯片)的应急疏散系统产品帮助公司快速开拓了市场。基于公司对应急疏散领域芯片的持续深度研究与设计,公司灯具的发光效率已能达到 150lm/W(超过新国标的 120lm/W),产品更加节能、环保,且能够实现更加智能化的应用。

“朱鹮”系列芯片是公司完全自主知识产权的消防行业首款专用 SoC 芯片,其在典型消防场景与典型消防产品中的应用能够帮助公司降本提效。

- 烟感探测器: 通过监测烟雾的浓度实现火灾防范的功能。国家标准对普通烟感探测器的抗射频电磁辐射干扰的要求为 10V/m,而搭载“朱鹮”芯片的烟感探测器,射频电磁场抗扰度可达 30V/m,确保了现场部件在复杂电磁环境中的稳定性。
- 感温电缆: 公司基于“朱鹮”芯片自研了具有独特功能的缆式线型感温电缆,相较于传统感温电缆,拥有 1,000 米回路长度(传统感温电缆不超过 200 米)、分布定位(国内首款)、温度场监测(国内首创)、定温预警、差定温报警等超能力和新功能。同时,高度智能化的总线通讯处理引擎,可以超低功耗完成通用 MCU 无法实现的协议解析。
- 标志灯解决方案: 公司基于“朱鹮”芯片的高集成性,设计了仅需使用一颗芯片就能实现功能的标志灯,大幅降低了方案成本。



图表26: 公司自研“朱鹮”系列芯片赋能典型消防场景降本提效

烟感探测器：超越标准



北京市产品质量监督检验院
检验检测报告
No.020-WDC190715 共7页第4页

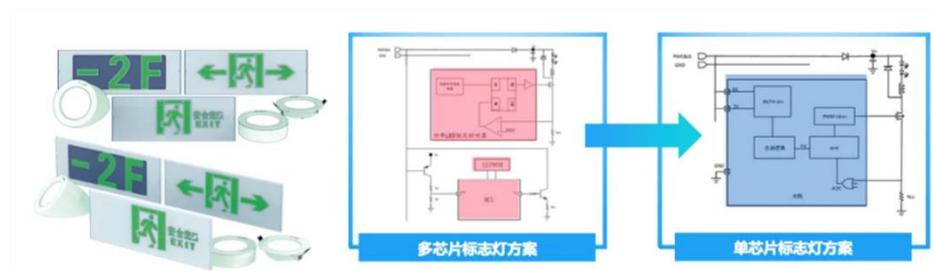
附件：射频电磁场抗扰度

| 频率 (MHz) | 标准场强 (V/m) | 幅度调制 %AM(1kHz) | 驻留时间 (s) | 天线极性 | 实测现象 |
|----------|------------|----------------|----------|------|------|
| 80-1000 | 30 | 80 | 3 | 垂直 | 工作正常 |
| 80-1000 | 30 | 80 | 3 | 水平 | 工作正常 |

感温电缆：性能提升、功能增加



标志灯解决方案：大幅降低芯片成本



来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

4. 推荐逻辑三/增量足：出海业务具备扩品类空间，工业/行业消防拓展多行业

4.1 出海业务：欧洲+北美为主，有望实现跨地区品类拓展

2024 上半年，公司收购 FB 集团，通过英国“Firehawk”品牌、加拿大 COExperts 品牌积极开拓英国、欧盟、北美、大洋洲、中东地区等海外家用消防市场，把握进入 C 端独立式探测器市场（包括感烟、感温、燃气、有毒气体等各种类型）机遇。截至 1H24，公司已形成加拿大 Maple Armor 和 CO Experts+法国 Finsecur+西班牙 Detnov+英国 Firehawk 为主的海外消防报警矩阵，以通过 UL/ULC/CE/NF/FM/3C 等认证的产品共同辐射全球市场。我们认为，公司未来有望整合国内外优势消防品类，在海外区域拓展的过程中导入新品，以驱动海外业务的持续增长。

图表27: 公司海外品牌及业务布局

| 海外品牌 | 地区 | 经营范围 |
|-------------|--------|------|
| Maple Armor | 北美-加拿大 | 火灾报警 |



| | | |
|--------------------|--------|------|
| CO Experts | 北美-加拿大 | 气体检测 |
| Finsecur | 欧洲-法国 | 火灾报警 |
| Detnov | 欧洲-西班牙 | 火灾报警 |
| Firehawk | 欧洲-英国 | 家用消防 |
| mPower Electronics | 北美-美国 | 气体检测 |

来源：公司公告，Finsecur 官网，MapleArmor 官网，CO Experts 官网，Detnov 官网，国金证券研究所

4.2 工业/行业消防：国产替代与新兴需求共振，高毛利率背景下仍有提升改善空间

工业及行业客户消防环境的复杂性对产品质量、敏感性、稳定性要求远高于民用产品，而由于国内消防报警产业起步较晚，我国工业消防报警领域（如轨道交通、核电以及其他传统工业和新兴工业场景）长期总体被国外品牌占据。

图表28：工业消防场景对产品敏感性及稳定性要求更高

| 传感器类别 | 监测对象 | 使用场景 |
|-----------|--|---|
| 红外热释电传感器 | 特定波长红外线的变化量 | 1、作为火焰探测器的核心部件，用于监测火焰发出的红外光 2、作为红外气体传感器的核心部件，利用不同种类气体会吸收不同波长红外光的特性来检测不同气体 |
| 红外气体传感器 | 所有具有红外光吸收特性的气体，如含 C-H 键的可燃气体、CO ₂ 、氮氧化物、SF ₆ 等 | 所有含 C-H 键的可燃气体、CO ₂ 、氮氧化物、SF ₆ 等气体泄漏的场景，如石油石化、化工、汽车、制药、冶金、城市燃气等场景 |
| 催化燃烧气体传感器 | 烷烃类可燃气体、H ₂ 、CO 等 | 适用存在易燃易爆气体且通风畅通的场所 |
| 半导体气体传感器 | 烷烃类可燃气体、CO、VOC 等 | 民用可燃气体泄露检测、室内 VOC 含量检测 |
| 电化学气体传感器 | 有毒有害气体，包括 CO、H ₂ S、SO ₂ 、HF、环氧乙烷等 | 有毒有害气体泄露检测，如石油石化、化工、市政设施、环保等 |
| PID 气体传感器 | VOC 有机挥发物（苯、甲苯、二甲苯、酮类、胺类等） | VOC 总量检测，适用对检测精度要求高的石油石化、化工等工业场景 |

来源：翼捷股份招股书，国金证券研究所

图表29：工业消防场景对于方案复杂度的要求更高，不同场景间存在差异性需求

| 应用行业 | 主要应用场景 | 红外 | 催化燃烧 | 半导体 | 电化学 | PID |
|------|--------|----|------|-----|-----|-----|
| 石油石化 | 油田钻井 | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |
| | 海上石油开采 | ✓ | ✓ | | ✓ | |
| | 油库、管线 | ✓ | ✓ | | | |
| 化工 | 大型炼化 | ✓ | ✓ | | | |
| | 煤化工 | ✓ | ✓ | | | |
| | 中小化工 | ✓ | ✓ | | ✓ | ✓ |

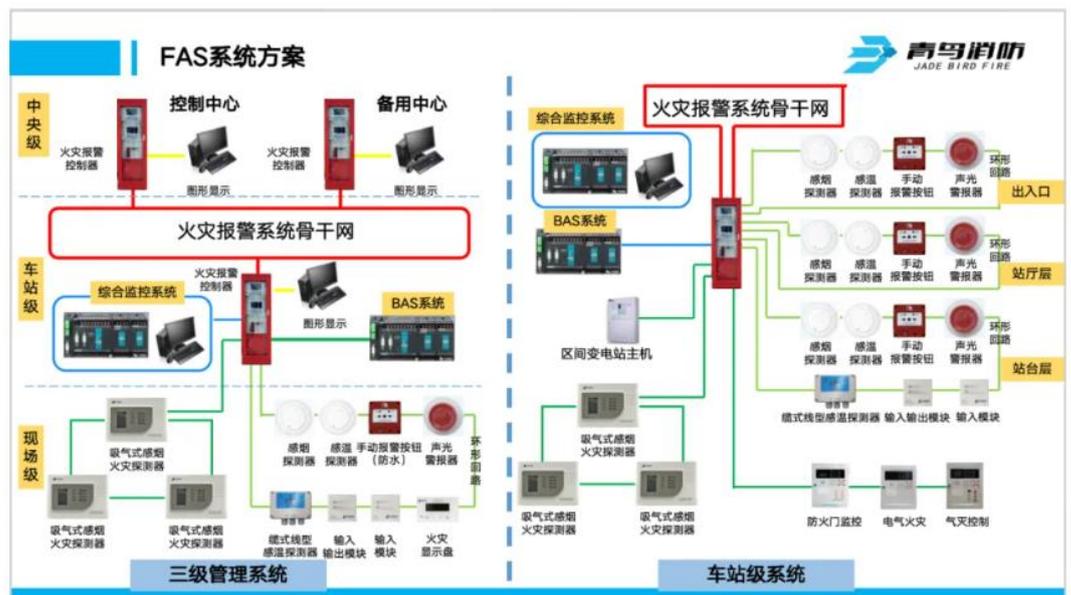


| | | | | | | |
|------|------------|---|--|---|---|---|
| 城市燃气 | 家用 | | | ✓ | | |
| | 调压站 | ✓ | | ✓ | | |
| 交通 | 公路隧道 | ✓ | | | | |
| | 地铁 | ✓ | | | | |
| | 机场 | ✓ | | | | |
| 市政设施 | 地下管廊 | ✓ | | ✓ | | ✓ |
| | 阀井 | ✓ | | | | ✓ |
| | 污水处理 | | | | | ✓ |
| 电力 | 换流站 | ✓ | | | | |
| | 变压器 | ✓ | | | | |
| | 风力发电设备 | ✓ | | | | |
| | 变电站 | ✓ | | | | |
| 环保 | 垃圾焚烧 | ✓ | | ✓ | | ✓ |
| | 环境监测 | | | | | ✓ |
| 汽车 | 喷涂车间 | ✓ | | | | |
| | 汽车厂房 | ✓ | | | | |
| 合成制药 | 制药车间 | ✓ | | ✓ | | ✓ |
| 食品 | 酒窖酒库 | ✓ | | ✓ | | |
| | 冻库 | | | | ✓ | ✓ |
| 冶金 | 钢厂 | ✓ | | ✓ | | ✓ |
| 工业厂房 | 无特殊设施的普通厂房 | ✓ | | ✓ | | ✓ |

来源：翼捷股份招股书，国金证券研究所

国产替代机会逐步显现。近年来，随着国内头部消防产品厂商的资金、技术实力的大幅提升，工业消防领域自主可控的机会逐步显现。以轨交行业为例，轨道交通 FAS 领域的自主可控方面，目前存量线路中的消防系统需要进行更新换代以满足安全标准和技术进步的要求。特别是对于一些开通时间较长的线路，消防系统改造的机会将会增多。在过去，轨道交通 FAS 领域因其较高的技术要求，基本以海外品牌为主。2024 年上半年，公司地铁专用 FAS 系统已经取得检验报告，未来有望在轨道交通消防领域的自主可控进程中占据一席之地。

图表30：公司地铁 FAS 系统解决方案已于 2024 上半年取得检验报告





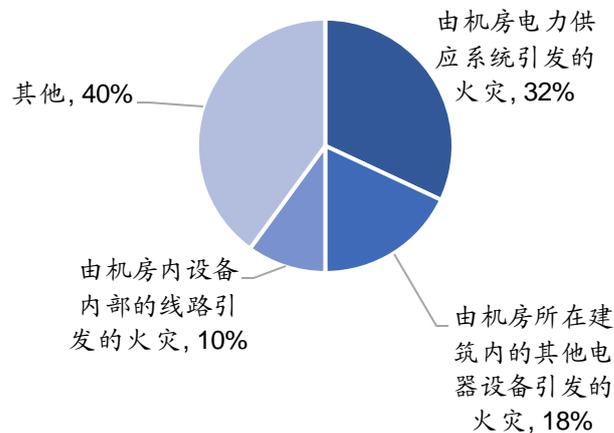
来源：公司微信公众平台，国金证券研究所

近年来，受到千行百业数字化转型与 AI 模型推理训练的需求拉动，我国数据中心市场规模持续高速增长。据中商产业研究院，2023 年我国数据中心市场规模约为 2,407 亿元，19~23 年 CAGR 达 28.7%。

数据中心机房的设备密度较大，其散发的热量也不断增加，可燃物包括机柜内的印刷线路板、电路板中的塑料制品、各类电线和数据电缆等，设备常年不间断运行。1) 数据中心火灾预警的重要性不容忽视：2021 年 3 月，欧洲最大的数据中心运营商 OVH 发生严重火灾，导致部分客户数据完全丢失且无法恢复。2) 数据中心火灾以电气火灾为主，气体灭火需求较高：在数据中心或机房发生火灾的各种原因当中，由机房电力供应系统引发的火灾约占 32%，由机房所在建筑内的其他电器设备引发的火灾约占 18%，直接由机房内设备内部的线路引发的火灾约占 10%。

2024 年前三季度，公司灭火业务在数字经济相关场景项目上（如数字中心、算力中心等）发货超过 5,000 万元，同比增长 80%。我们认为，国内数据中心规模的快速扩张有望拉动公司消防报警与气体灭火业务需求。

图表31：数据中心火灾约 60%为电气火灾

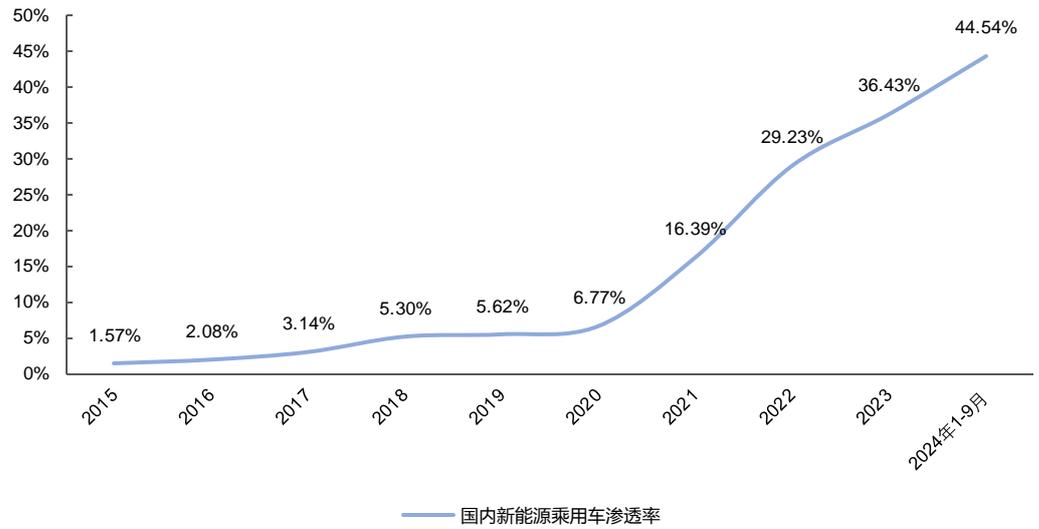


来源：念海消防官网，国金证券研究所

2024 年 10 月，深圳市消防救援支队发布全国首个《新能源汽车地下停放场所消防安全管理规范》，并将于 11 月 1 日起实施。文件指出，“十四五”期间，深圳新增注册汽车中新能源汽车比重将达到 60%左右。以目前锂电池液态电解液和隔膜的技术现状，考虑到新能源汽车车龄增加所伴生的动力锂电池的自然老化，使用过程中的剐蹭、碰撞等机械外力等因素，将导致新能源汽车在充电和停放期间发生火灾事故的概率大幅上升。此外，锂电池特有的火灾偶发性、灭火难、烟雾毒害性大等特点，增加了新能源汽车火灾事故的风险与危害程度。特别是在地下、半地下车库内，新能源汽车一旦发生火灾事故危害更大，存在人员、汽车疏散困难，浓烈烟雾等多种不利因素的影响，增加了灭火救援的难度。我们认为，深圳市地下停车场消防管理规范的出台有望催生一类新兴的工业/行业消防场景需求，未来伴随我国新能源乘用车渗透率的进一步提升，针对新能源汽车地下停车场的消防管理规范或逐渐推广到全国。



图表32: 2024年1-9月我国新能源乘用车渗透率达44.5%



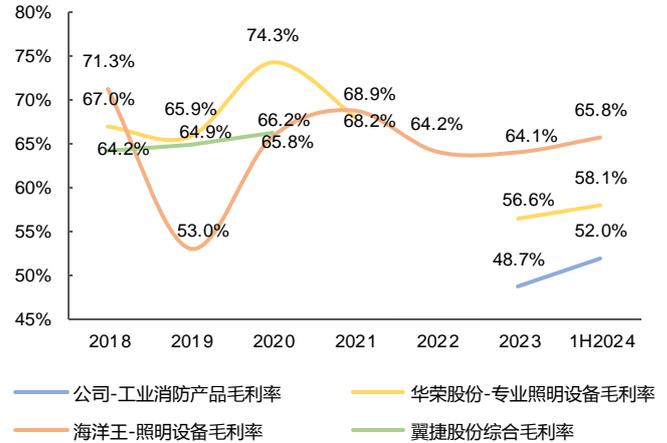
来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

相对于扎根工业消防时间更久、单品竞争力更强的友商而言, 公司目前的工业消防产品毛利率仍有较大提升空间。我们认为, 未来伴随公司工业/行业消防标杆案例的逐步树立, 规模起量之后业务毛利率或将持续提升, 驱动公司整体毛利结构优化。

图表33: 1H2024 公司工业消防约占总收入的5.7%



图表34: 公司工业消防产品毛利率仍有较大提升空间



来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

5. 如何看未来的盈利与估值?

5.1 盈利预测: 2025年公司有望实现营收53.7亿元, 归母净利润约6.9亿元

我们认为:

1) 传统民商用消防: 火灾自动报警及联动控制系统产品、应急照明与智能疏散系统、五小系统三块业务为公司传统民商用消防业务, 境内需求侧受到新竣工地产与存量建筑改造影响较大, 供给侧有望受益于25年5月新老国标替换之后的竞争格局优化, 24~26年整体增长趋势预期筑底修复, 同时境外增速更快或对境内短期拖累; 毛利率预期受益于采购降本、核心器件自研与竞争格局改善小幅提升, 且境外业务毛利率更高。五小系统方面, 受到24年竞争加剧的影响毛利率有所波动, 预计25年伴随行业出清, 软件系统的毛利率有望修复到23年水平。综上所述, 我们预计24/25/26年火灾自动报警及联动控制系统产品收入分别为22.3/23.0/24.1亿元, 毛利率分别为43.0%/43.5%/43.5%; 预计24/25/26年应急照明与智能疏散系统收入分别为10.0/10.0/10.5亿元, 毛利率分别为25.0%/26.3%/26.5%; 预计24/25/26年五小系统收入分别为5.5/5.7/6.0亿元, 毛利率分别为41.5%/45.0%/45.0%。



2) 工业消防: 拓展轨交、电力、数据中心等行业, 作为公司第二增长曲线的重要驱动业务, 低基数下有望保持较快发展, 同时业务起步阶段产品方案规模效应尚未释放, 大客户拓展阶段毛利率受到一定压降, 相比友商毛利率仍有较大提升空间, 预计未来随规模扩大迎来毛利率的同步提升。我们预计 24/25/26 年工业消防产品收入分别为 2.9/3.7/4.8 亿元, 毛利率分别为 52.0%/53.0%/55.0%。

3) 灭火业务: 24 年灭火业务受益于数据中心和电力行业高景气增速较快, 前三季度公司灭火业务在数字经济相关场景项目上(如数字中心、算力中心等)发货超过 5,000 万元, 同比增长 80%; 同期, 公司灭火业务也在电力相关基础建设项目上发货超 1,000 万元, 增长超 40%, 预期未来保持平稳较快发展, 业务扩展初期毛利率较低, 未来或随规模扩张逐年提升。我们预计 24/25/26 年灭火业务板块收入分别为 5.7/7.1/8.9 亿元, 毛利率分别为 23.0%/25.0%/28.0%。

公司销售/管理/研发费用的重点组成部分是员工薪酬, 因而相关费用与员工数量增速具有相关性, 行业出清阶段公司借机吸收业内优秀团队, 短期内销售及管理费用有所提升, 拓展工业/行业消防过程中研发力量仍需持续投入, 预计研发费率相对稳定。综合预计 2024~2026 年销售费用率分别为 13.9%/12.9%/12.6%, 管理费用率分别为 6.1%/6.0%/5.7%, 研发费用率分别为 5.5%/5.6%/5.6%。

综合考虑上述盈利预测假设看, 我们预计 2024~2026 年营业收入分别为 49.9/53.7/59.7 亿元, 归母净利润分别为 5.3/6.9/8.3 亿元。

图表 35: 公司盈利预测核心指标

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(亿元) | 38.6 | 46.0 | 49.7 | 49.9 | 53.7 | 59.7 |
| 营业收入增长率 | 53.0% | 19.1% | 8.0% | 0.3% | 7.7% | 11.1% |
| 1、火灾自动报警及联动控制系统产品 | 24.7 | 22.3 | 23.1 | 22.3 | 23.0 | 24.1 |
| YOY | | -9.9% | 3.8% | -3.5% | 3.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 39.8% | 29.1% | 42.8% | 43.0% | 43.5% | 43.5% |
| 2、应急照明与智能疏散系统 | 6.6 | 10.4 | 11.1 | 10.0 | 10.0 | 10.5 |
| YOY | | 57.0% | 7.3% | -10.0% | 0.0% | 5.0% |
| 毛利率 | 36.8% | 25.3% | 26.3% | 25.0% | 26.3% | 26.5% |
| 3、五小系统 | 1.2 | 5.1 | 5.7 | 5.5 | 5.7 | 6.0 |
| YOY | | 342.7% | 11.8% | -3.0% | 3.0% | 6.0% |
| 毛利率 | | | 45.1% | 41.5% | 45.0% | 45.0% |
| 4、工业消防产品 | 0.4 | 2.0 | 2.5 | 2.9 | 3.7 | 4.8 |
| YOY | | 461.6% | 22.7% | 20.0% | 25.0% | 30.0% |
| 毛利率 | | | 48.7% | 52.0% | 53.0% | 55.0% |
| 5、灭火业务板块 | 3.3 | 3.6 | 4.5 | 5.7 | 7.1 | 8.9 |
| YOY | | 9.0% | 24.8% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率 | | | 27.6% | 23.0% | 25.0% | 28.0% |
| 6、消防安全服务业务 | 1.0 | 0.9 | 1.3 | 1.5 | 1.9 | 2.2 |
| YOY | | -2.4% | 43.0% | 15.0% | 20.0% | 20.0% |
| 毛利率 | | | 63.9% | 55.0% | 55.0% | 55.0% |
| 7、其他消防安全产品、其他产品及业务 | 1.5 | 1.7 | 1.4 | 1.9 | 2.4 | 3.2 |
| YOY | | 13.0% | -16.3% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| 毛利率 | 33.2% | 30.6% | 24.0% | 20.0% | 30.0% | 30.0% |
| 综合毛利率 | 37.1% | 37.1% | 38.3% | 37.0% | 38.5% | 39.0% |
| 销售费用率 | 10.5% | 11.5% | 13.0% | 13.9% | 12.9% | 12.6% |
| 管理费用率 | 5.6% | 5.2% | 5.4% | 6.1% | 6.0% | 5.7% |



| | | | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 研发费用率 | 4.8% | 5.0% | 5.0% | 5.5% | 5.6% | 5.6% |
| 归母净利润(亿元) | 5.3 | 5.7 | 6.6 | 5.3 | 6.9 | 8.3 |
| 归母净利润增长率 | 23.2% | 7.5% | 15.7% | -20.3% | 31.1% | 20.3% |
| 归母净利率 | 13.7% | 12.4% | 13.3% | 10.5% | 12.8% | 13.9% |

来源: iFinD, 公司年报, 国金证券研究所 (注: 黄色底色单元格为核心假设)

5.2 投资建议: 现价对应 25 年利润不足 13X PE, 16X PE 下对应市值约 110 亿元

我们采用市盈率法对公司进行估值, 选取业务场景或客群属性与公司高度相似的全 球智能物联龙头海康威视, 工业消防专业照明设备头部厂商华荣股份, 建筑建材防水材料领军企业东方雨虹作为可比公司。

综合考虑上述 3 家厂商的估值水平与公司的未来发展潜力, 给予公司 2025 年 16XPE 估值, 目标价 14.80 元/股。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法)

| 代码 | 名称 | 股价(元) | EPS | | | | | PE | | | | |
|-----------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 002415.SZ | 海康威视 | 32.88 | 1.36 | 1.51 | 1.53 | 1.88 | 2.24 | 25.48 | 22.96 | 21.50 | 17.53 | 14.68 |
| 603855.SH | 华荣股份 | 21.42 | 1.06 | 1.37 | 1.53 | 1.78 | 2.06 | 21.77 | 14.61 | 14.00 | 12.03 | 10.40 |
| 002271.SZ | 东方雨虹 | 15.06 | 0.84 | 0.90 | 0.73 | 0.96 | 1.17 | 39.87 | 21.27 | 20.63 | 15.69 | 12.87 |
| 平均数 | | | | | | | | | | 18.71 | 15.08 | 12.65 |
| 002960.SZ | 青鸟消防 | 11.79 | 1.01 | 0.87 | 0.71 | 0.93 | 1.11 | 27.73 | 15.92 | 16.70 | 12.74 | 10.59 |

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 华荣股份、东方雨虹盈利预测来自 iFinD; 海康威视盈利预测来自国金计算机团队入库报告; 截至 2024 年 11 月 11 日收盘。)

6. 风险提示

■ 国内民商用消防行业出清节奏不及预期的风险。

2025 年 5 月, 火灾报警与疏散照明产品的国家标准会出现新老切换, 我们预期会带来行业二、三线厂商的加速出清, 若 25 年竞争格局优化节奏不及预期, 或对公司传统民商用业务的收入修复产生扰动。

■ 存量住宅更新改建节奏不及预期的风险。

公司今年以来在北京地区已有接近 3,200 个项目成功实施, 改造项目合同数占比已超过 50%, 若未来存量民商用住宅改建节奏不及预期, 或对公司民商用业务的收入企稳产生扰动。

■ 工业/行业消防大客户突破不及预期的风险。

公司未来主要的收入增量或来自出海与工业/行业消防的行业拓展, 工业/行业消防的 To B 属性更重, 业内对于厂商标杆案例较为看重, 若未来工业/行业消防大客户突破不及预期, 或对公司第二增长曲线的确立产生扰动。

■ 大股东股权质押的风险。

截至 2024 年 11 月 11 日, 公司股东北大青鸟环宇科技/公司董事长蔡为民分别质押股份 1.03 亿股/0.48 亿股, 占出质人持股比例约为 58.67%/36.65%, 约占流通股比例为 16.61%/7.76%, 或带来公司股价下行期的抛压风险。



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|---------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 主营业务收入 | 3,863 | 4,602 | 4,972 | 4,988 | 5,374 | 5,971 | 货币资金 | 1,484 | 2,975 | 2,950 | 2,890 | 3,013 | 3,289 | |
| 增长率 | 19.1% | 19.1% | 8.0% | 0.3% | 7.7% | 11.1% | 应收款项 | 2,103 | 2,511 | 2,715 | 3,330 | 3,373 | 3,581 | |
| 主营业务成本 | -2,428 | -2,893 | -3,068 | -3,143 | -3,308 | -3,643 | 存货 | 702 | 698 | 766 | 738 | 755 | 782 | |
| %销售收入 | 62.9% | 62.9% | 61.7% | 63.0% | 61.5% | 61.0% | 其他流动资产 | 113 | 520 | 232 | 358 | 397 | 399 | |
| 毛利 | 1,435 | 1,709 | 1,904 | 1,845 | 2,066 | 2,328 | 流动资产 | 4,402 | 6,703 | 6,664 | 7,316 | 7,538 | 8,051 | |
| %销售收入 | 37.1% | 37.1% | 38.3% | 37.0% | 38.5% | 39.0% | %总资产 | 77.4% | 83.2% | 78.7% | 78.8% | 78.2% | 77.3% | |
| 营业税金及附加 | -21 | -30 | -32 | -31 | -34 | -38 | 长期投资 | 134 | 144 | 218 | 218 | 218 | 218 | |
| %销售收入 | 0.5% | 0.7% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 固定资产 | 410 | 428 | 736 | 875 | 965 | 1,172 | |
| 销售费用 | -406 | -528 | -644 | -695 | -695 | -751 | %总资产 | 7.2% | 5.3% | 8.7% | 9.4% | 10.0% | 11.3% | |
| %销售收入 | 10.5% | 11.5% | 13.0% | 13.9% | 12.9% | 12.6% | 无形资产 | 624 | 647 | 717 | 752 | 796 | 843 | |
| 管理费用 | -216 | -240 | -270 | -302 | -322 | -341 | 非流动资产 | 1,283 | 1,355 | 1,808 | 1,967 | 2,106 | 2,358 | |
| %销售收入 | 5.6% | 5.2% | 5.4% | 6.1% | 6.0% | 5.7% | %总资产 | 22.6% | 16.8% | 21.3% | 21.2% | 21.8% | 22.7% | |
| 研发费用 | -186 | -230 | -250 | -273 | -302 | -333 | 资产总计 | 5,685 | 8,058 | 8,472 | 9,283 | 9,644 | 10,409 | |
| %销售收入 | 4.8% | 5.0% | 5.0% | 5.5% | 5.6% | 5.6% | 短期借款 | 415 | 553 | 288 | 436 | 254 | 316 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 605 | 681 | 707 | 545 | 713 | 865 | 应付款项 | 1,016 | 919 | 1,015 | 1,094 | 1,138 | 1,249 | |
| %销售收入 | 15.7% | 14.8% | 14.2% | 10.9% | 13.3% | 14.5% | 其他流动负债 | 358 | 394 | 500 | 405 | 458 | 517 | |
| 财务费用 | -21 | -6 | 41 | 25 | 27 | 30 | 流动负债 | 1,789 | 1,866 | 1,803 | 1,936 | 1,850 | 2,082 | |
| %销售收入 | 0.5% | 0.1% | -0.8% | -0.5% | -0.5% | -0.5% | 长期贷款 | 62 | 101 | 90 | 278 | 278 | 278 | |
| 资产减值损失 | -22 | -59 | -57 | -15 | 0 | -1 | 其他长期负债 | 111 | 96 | 103 | 83 | 78 | 76 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | -2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 1,962 | 2,063 | 1,995 | 2,296 | 2,206 | 2,436 | |
| 投资收益 | 0 | 3 | 11 | 5 | 6 | 7 | 普通股股东权益 | 3,543 | 5,801 | 6,237 | 6,714 | 7,127 | 7,624 | |
| %税前利润 | n.a | 0.5% | 1.4% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 其中：股本 | 349 | 564 | 758 | 744 | 744 | 744 | |
| 营业利润 | 628 | 686 | 798 | 635 | 825 | 985 | 未分配利润 | 2,256 | 2,629 | 3,071 | 3,386 | 3,799 | 4,296 | |
| 营业利润率 | 16.3% | 14.9% | 16.1% | 12.7% | 15.4% | 16.5% | 少数股东权益 | 180 | 194 | 240 | 274 | 310 | 350 | |
| 营业外收支 | 1 | 7 | 0 | 3 | 3 | 2 | 负债股东权益合计 | 5,685 | 8,058 | 8,472 | 9,283 | 9,644 | 10,409 | |
| 税前利润 | 629 | 693 | 798 | 638 | 829 | 987 | 比率分析 | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润率 | 16.3% | 15.1% | 16.0% | 12.8% | 15.4% | 16.5% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -75 | -94 | -92 | -78 | -103 | -119 | 每股收益 | 1.520 | 1.009 | 0.869 | 0.706 | 0.925 | 1.113 | |
| 所得税率 | 11.8% | 13.5% | 11.5% | 12.3% | 12.4% | 12.1% | 每股净资产 | 10.162 | 10.281 | 8.227 | 9.019 | 9.575 | 10.242 | |
| 净利润 | 554 | 600 | 706 | 559 | 726 | 868 | 每股经营现金净流 | 0.558 | 0.857 | 0.831 | -0.097 | 1.153 | 1.308 | |
| 少数股东损益 | 25 | 30 | 47 | 34 | 37 | 39 | 每股股利 | 0.400 | 0.300 | 0.350 | 0.282 | 0.370 | 0.445 | |
| 归属于母公司的净利润 | 530 | 570 | 659 | 525 | 689 | 829 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 13.7% | 12.4% | 13.3% | 10.5% | 12.8% | 13.9% | 净资产收益率 | 14.95% | 9.82% | 10.57% | 7.83% | 9.66% | 10.87% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 9.32% | 7.07% | 7.78% | 5.66% | 7.14% | 7.96% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 12.56% | 8.81% | 9.06% | 6.16% | 7.79% | 8.83% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 53.03% | 19.13% | 8.02% | 0.34% | 7.74% | 11.11% | |
| | | | | | | | EBIT增长率 | 34.76% | 12.59% | 3.77% | -22.97% | 30.99% | 21.31% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 23.21% | 7.51% | 15.67% | -20.25% | 31.06% | 20.31% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 30.87% | 41.73% | 5.14% | 9.58% | 3.88% | 7.94% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 126.6 | 143.9 | 156.0 | 200.0 | 190.0 | 180.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 79.3 | 88.3 | 87.1 | 87.5 | 85.0 | 80.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 94.2 | 91.6 | 87.0 | 95.0 | 95.0 | 95.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 35.0 | 25.5 | 29.8 | 54.4 | 63.4 | 66.7 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | -27.05% | -45.96% | -41.44% | -32.73% | -34.86% | -35.20% | |
| | | | | | | | EBIT利息保障倍数 | 29.3 | 119.5 | -17.4 | -21.8 | -26.5 | -29.0 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 34.52% | 25.60% | 23.55% | 24.74% | 22.88% | 23.40% | |

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 1 | 6 | 8 | 15 | 17 |
| 增持 | 0 | 1 | 1 | 2 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.14 | 1.11 | 1.12 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究