

大华股份（002236）

业绩回暖明显，看好大模型切换 AI 估值+海外新兴市场

事件：2023 年 8 月 25 日，公司披露 2023 年半年度报告，2023 年 H1，公司实现营业收入 146.34 亿元，同比增长 3.88%；实现归属于上市公司股东的净利润 19.76 亿元，同比增长 30.01%；实现扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 17.55 亿元，同比增长 39.75%。2023 年 Q2，公司实现营业收入 86.18 亿元，同比增长 4.60%，环比增长 43.26%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.81 亿元，同比增长 27.18%，环比增长 198.91%；实现扣除非经常性损益后的归属于上市公司股东的净利润 13.57 亿元，同比增长 49.10%，环比增长 240.78%。公司拟以 4-6 亿元回购股份，用于实施股权激励或员工持股计划，回购价格不超过 31.71 元/股。

点评：下游需求复苏开始启动，利润端表现突出。1) 2023H1，受下游 To B 业务复苏带动，公司上半年业绩回暖，To B 业务占比 49.65%，同比增长 9.01%，并实现经营活动产生的现金流量净额 2.63 亿元，半年度转正。我们认为，随着金融、地产、能源、教育、医疗等全行业的复苏，B 端业务有望迎来更多增量。2) 2023H1，公司实现营业利润 22.39 亿元，同比增长 36.84%；毛利率 42.84%，同比增加 5.33pct，其中智慧物联产品毛利率 44.69%，同比增加 4.54pct，创新业务毛利率 35.08%，同比增加 6.86pct，To G 业务毛利率 45.12%，同比增加 7.77pct，To B 业务毛利率 40.80%，同比增加 3.89pct，其他业务毛利率 27.70%，同比增加 7.17pct。这一方面是由于公司减少主动集成业务，优化盈利结构；另一方面是由于报告期内实现汇兑收益 3.49 亿元，同比增长 33.38%。

估值切换逻辑清晰，大模型有望打开垂类应用空间。2023H1，公司研发费用 18.15 亿元，同比增长 16.06%，其中人工成本 16.43 亿元，同比增长 17.90%，持续加强对于大模型领域的布局和投入，并已取得连续突破，公司软件业务毛利率达 68.16%。大华股份将发布百亿级参数的大模型，今年在部分高价值行业中试点，明年在多行业实现应用。与此同时，专注于移动视觉和机器人领域的华睿科技于 2023 年 3-4 月通过两次增资扩股方式对其管理层及核心员工实施股权激励，增加注册资本 1,061.04 万元，股权稀释后公司仍旧是华睿科技的第一大股东。我们认为，大华大模型发布在即，公司的估值逻辑将从传统安防切换到 AI，估值有望达到 30 倍 PE，且大模型的小样本+注册模式将提升解决碎片化问题的效率，打开垂类场景应用空间。

海外业务盈利能力提升，新兴市场或成未来增长动力。2023H1，公司实现境外营业收入 68.62 亿元，同比增长 1.05%，境外毛利率达 47.34%，同比增加 5.15pct。目前，海外市场基本复苏，新兴市场发展潜力较大，例如泰国安防市场占东南亚地区近 1/3，且进口比率达 90%；巴西安防市场增速较为良好，政府每年约投入数百亿美元，且 70%以上依赖进口。而公司在全球有 51 个分支机构，服务网络覆盖 180 个国家，深化海外市场下沉，抓住海外新兴市场机遇，或成未来增长动力。

投资建议：看好公司业绩回暖+估值从传统安防向 AI 切换+海外新兴市场布局，有望驱动公司未来业绩持续增长。因为盈利能力提升明显，我们上调 23/24/25 年公司归母净利润预测至 40.01 亿元/51.97 亿元/61.40 亿元（原预测为 35.29 亿元/45.79 亿元/61.22 亿元），维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧；技术应用进度不及预期风险；国际贸易扰动风险。

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元) | 32,835.48 | 30,565.37 | 35,000.71 | 43,750.89 | 56,876.16 |
| 增长率(%) | 24.07 | (6.91) | 14.51 | 25.00 | 30.00 |
| EBITDA(百万元) | 7,320.85 | 6,020.35 | 5,438.81 | 6,672.39 | 7,502.01 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3,378.41 | 2,324.36 | 4,000.96 | 5,197.42 | 6,140.41 |
| 增长率(%) | (13.44) | (31.20) | 72.13 | 29.90 | 18.14 |
| EPS(元/股) | 1.03 | 0.71 | 1.21 | 1.58 | 1.86 |
| 市盈率(P/E) | 18.92 | 27.50 | 15.97 | 12.30 | 10.41 |
| 市净率(P/B) | 2.71 | 2.47 | 2.20 | 1.93 | 1.70 |
| 市销率(P/S) | 1.95 | 2.09 | 1.83 | 1.46 | 1.12 |
| EV/EBITDA | 8.30 | 4.16 | 8.89 | 6.81 | 5.82 |

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告

2023 年 08 月 26 日

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 计算机/计算机设备 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 19.4 元 |
| 目标价格 | 36.3 元 |

基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股) | 3,294.47 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,959.01 |
| A 股总市值(百万元) | 63,912.70 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 38,004.78 |
| 每股净资产(元) | 9.83 |
| 资产负债率(%) | 32.35 |
| 一年内最高/最低(元) | 29.30/10.96 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 潘曦 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517070005 | |
| panjian@tfzq.com | |
| 许俊峰 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110520110003 | |
| xujunfeng@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《大华股份-公司点评:扣非净利润同比增长 39.75%，大模型切换 AI 估值》 2023-07-12
- 《大华股份-公司点评:股权激励方向清晰，向 AI to B 蓝海进军》 2023-06-19
- 《大华股份-年报点评报告:大华股份 Q1 利润超预期，大模型、多模态取得技术突破》 2023-04-28

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 货币资金 | 7,731.00 | 8,029.88 | 13,146.30 | 16,231.73 | 18,143.34 |
| 应收票据及应收账款 | 15,494.35 | 16,284.21 | 13,567.23 | 27,537.15 | 25,110.64 |
| 预付账款 | 171.03 | 121.69 | 176.40 | 238.97 | 289.01 |
| 存货 | 6,810.04 | 7,315.37 | 3,487.60 | 4,896.09 | 6,203.67 |
| 其他 | 3,134.94 | 2,912.04 | 3,310.76 | 3,431.27 | 3,764.97 |
| 流动资产合计 | 33,341.37 | 34,663.19 | 33,688.30 | 52,335.22 | 53,511.64 |
| 长期股权投资 | 1,243.87 | 1,461.10 | 1,461.10 | 1,461.10 | 1,461.10 |
| 固定资产 | 2,187.44 | 4,643.62 | 3,959.11 | 3,274.60 | 2,590.08 |
| 在建工程 | 1,992.83 | 423.54 | 423.54 | 423.54 | 423.54 |
| 无形资产 | 584.13 | 557.18 | 511.55 | 465.92 | 420.28 |
| 其他 | 4,542.79 | 4,397.93 | 4,401.80 | 4,443.31 | 4,529.65 |
| 非流动资产合计 | 10,551.07 | 11,483.37 | 10,757.09 | 10,068.46 | 9,424.65 |
| 资产总计 | 44,055.87 | 46,252.89 | 44,445.38 | 62,403.68 | 62,936.30 |
| 短期借款 | 325.65 | 257.94 | 706.96 | 706.96 | 706.96 |
| 应付票据及应付账款 | 11,802.74 | 11,704.38 | 8,381.87 | 19,827.44 | 17,085.71 |
| 其他 | 4,418.81 | 5,664.81 | 4,606.83 | 7,194.30 | 6,033.40 |
| 流动负债合计 | 16,547.20 | 17,627.13 | 13,695.66 | 27,728.71 | 23,826.08 |
| 长期借款 | 1,552.50 | 453.83 | 600.00 | 600.00 | 600.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 920.84 | 734.02 | 700.00 | 650.00 | 600.00 |
| 非流动负债合计 | 2,473.34 | 1,187.85 | 1,300.00 | 1,250.00 | 1,200.00 |
| 负债合计 | 19,885.53 | 20,034.52 | 14,995.66 | 28,978.71 | 25,026.08 |
| 少数股东权益 | 552.74 | 381.57 | 367.51 | 353.76 | 324.62 |
| 股本 | 2,994.55 | 3,033.16 | 3,294.47 | 3,294.47 | 3,294.47 |
| 资本公积 | 2,939.51 | 3,950.21 | 3,860.33 | 3,860.33 | 3,860.33 |
| 留存收益 | 17,884.70 | 19,426.35 | 22,512.45 | 26,386.39 | 30,888.07 |
| 其他 | (201.16) | (572.92) | (585.04) | (469.98) | (457.28) |
| 股东权益合计 | 24,170.34 | 26,218.37 | 29,449.72 | 33,424.97 | 37,910.22 |
| 负债和股东权益总计 | 44,055.87 | 46,252.89 | 44,445.38 | 62,403.68 | 62,936.30 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 净利润 | 3,411.55 | 2,261.85 | 4,000.96 | 5,197.42 | 6,140.41 |
| 折旧摊销 | 392.73 | 589.73 | 730.14 | 730.14 | 730.14 |
| 财务费用 | 403.30 | (367.03) | (164.74) | (237.90) | (300.66) |
| 投资损失 | 194.26 | (283.69) | (151.61) | (303.42) | (135.38) |
| 营运资金变动 | (4,111.08) | (2,881.13) | 2,340.62 | (1,852.25) | (3,564.84) |
| 其它 | 1,436.80 | 1,733.86 | (38.05) | (16.37) | (37.77) |
| 经营活动现金流 | 1,727.56 | 1,053.59 | 6,717.33 | 3,517.62 | 2,831.90 |
| 资本支出 | 2,760.63 | 1,778.13 | 34.02 | 50.00 | 50.00 |
| 长期投资 | 787.90 | 217.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (5,403.40) | (2,595.32) | 7.60 | 263.65 | 100.71 |
| 投资活动现金流 | (1,854.88) | (599.96) | 41.62 | 313.65 | 150.71 |
| 债权融资 | 1,239.22 | 1,011.76 | (891.14) | 457.89 | 544.41 |
| 股权融资 | 459.95 | (124.08) | (751.39) | (1,203.73) | (1,615.42) |
| 其他 | (1,205.30) | (1,231.47) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | 493.86 | (343.79) | (1,642.53) | (745.84) | (1,071.00) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 366.55 | 109.84 | 5,116.42 | 3,085.43 | 1,911.61 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 | 32,835.48 | 30,565.37 | 35,000.71 | 43,750.89 | 56,876.16 |
| 营业成本 | 20,058.51 | 18,989.80 | 20,036.86 | 25,151.07 | 33,299.28 |
| 营业税金及附加 | 182.53 | 187.70 | 207.77 | 259.72 | 335.17 |
| 销售费用 | 4,663.97 | 5,115.16 | 4,917.60 | 6,037.62 | 7,848.91 |
| 管理费用 | 955.02 | 1,143.97 | 1,008.02 | 1,229.40 | 1,598.22 |
| 研发费用 | 3,451.98 | 3,883.01 | 4,273.59 | 5,512.61 | 7,223.27 |
| 财务费用 | 249.71 | (510.98) | (164.74) | (237.90) | (300.66) |
| 资产/信用减值损失 | (794.91) | (703.16) | (599.86) | (700.55) | (699.62) |
| 公允价值变动收益 | 125.38 | (46.02) | (19.82) | 2.08 | 1.97 |
| 投资净收益 | (194.26) | 280.75 | 151.61 | 303.42 | 135.38 |
| 其他 | 665.36 | (54.95) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 3,472.19 | 2,280.09 | 4,253.54 | 5,403.31 | 6,309.69 |
| 营业外收入 | 12.04 | 17.92 | 13.27 | 13.27 | 13.27 |
| 营业外支出 | 14.57 | 10.84 | 17.20 | 15.61 | 14.55 |
| 利润总额 | 3,469.66 | 2,287.18 | 4,249.61 | 5,400.98 | 6,308.41 |
| 所得税 | 58.11 | 25.33 | 266.88 | 222.00 | 207.75 |
| 净利润 | 3,411.55 | 2,261.85 | 3,982.74 | 5,178.98 | 6,100.66 |
| 少数股东损益 | 33.14 | (62.51) | (18.23) | (18.45) | (39.75) |
| 归属于母公司净利润 | 3,378.41 | 2,324.36 | 4,000.96 | 5,197.42 | 6,140.41 |
| 每股收益（元） | 1.03 | 0.71 | 1.21 | 1.58 | 1.86 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 24.07% | -6.91% | 14.51% | 25.00% | 30.00% |
| 营业利润 | -18.43% | -34.33% | 86.55% | 27.03% | 16.77% |
| 归属于母公司净利润 | -13.44% | -31.20% | 72.13% | 29.90% | 18.14% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 38.91% | 37.87% | 42.75% | 42.51% | 41.45% |
| 净利率 | 10.29% | 7.60% | 11.43% | 11.88% | 10.80% |
| ROE | 14.30% | 9.00% | 13.76% | 15.72% | 16.34% |
| ROIC | 38.62% | 12.41% | 23.10% | 36.60% | 39.77% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 45.14% | 43.32% | 33.74% | 46.44% | 39.76% |
| 净负债率 | -20.53% | -18.16% | -37.12% | -41.28% | -40.80% |
| 流动比率 | 1.92 | 1.84 | 2.46 | 1.89 | 2.25 |
| 速动比率 | 1.53 | 1.46 | 2.21 | 1.71 | 1.99 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 2.30 | 1.92 | 2.34 | 2.13 | 2.16 |
| 存货周转率 | 5.59 | 4.33 | 6.48 | 10.44 | 10.25 |
| 总资产周转率 | 0.81 | 0.68 | 0.77 | 0.82 | 0.91 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益 | 1.03 | 0.71 | 1.21 | 1.58 | 1.86 |
| 每股经营现金流 | 0.52 | 0.32 | 2.04 | 1.07 | 0.86 |
| 每股净资产 | 7.17 | 7.84 | 8.83 | 10.04 | 11.41 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 18.92 | 27.50 | 15.97 | 12.30 | 10.41 |
| 市净率 | 2.71 | 2.47 | 2.20 | 1.93 | 1.70 |
| EV/EBITDA | 8.30 | 4.16 | 8.89 | 6.81 | 5.82 |
| EV/EBIT | 8.74 | 4.58 | 10.27 | 7.65 | 6.45 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|---|--|---|--|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 邮编：100088 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |