

## 毛利率维持高位，经营性现金流显著改善

——大华股份三季报点评

买入|维持

### 事件：

10月28日晚，公司公布了2019年第三季度报告。2019Q3公司实现收入56.22亿元，同比增长7.76%；实现归母净利润6.38亿元，同比增长32.53%。前三季度公司实现收入164.28亿元，同比增长9.30%；实现归母净利润18.77亿元，同比增长20.06%。

### 点评：

#### ● 营收结构优化推动毛利率维持高位，利润增长表现优异

2019Q3公司实现营收56.22亿元，同比增长7.76%，较Q2营收4.23%的增速有所改善。从国内各细分领域来看，G端，高速ETC等市场热点为公司带来订单机会，政府对于公共安全的投入还在持续增长，新的市场应用不断涌现；B端增速较快，公司从安全相关业务延伸到客户的业务运营中，并入围工行等大型项目；SMB端，上半年持续渠道下沉及人员加载，下半年相关成效将会得到一定的体现；C端，下半年集中发布具有竞争力的产品，提升消费者的购买欲。2019Q3公司实现归母净利润6.38亿元，同比大幅度增长32.53%，主要系公司优化营收结构，Q3毛利率达42.13%，同比增加6.03个百分点，同时公司加强精细化管理，保障了公司的高质量发展。

#### ● 回款质量显著提升，备货增加无碍经营性现金流大幅改善

2019Q3公司经营性现金流净额为3.32亿元，同比大幅增长158.22%，经营质量显著改善。为了应对实体清单事件，公司加大备货，预付款项、存货较年初分别增长31.49%、33.60%，在此情况下公司经营性现金流依然得到大幅度的改善，我们认为原因主要在于：1)公司制定预案较早，备货工作已经相对趋于平稳；2)公司持续推进LTC等业务流程变革，成立应收账款专项小组，放弃部分风险较大的项目，推动回款质量提升。

#### ● 安防需求持续释放，全年业绩有望实现较高增长

2019全年归母净利润增长的指引为15%-30%，按季度分拆后，Q4对应的同比增长区间为6.81%-46.09%，中位数为26.45%，公司利润有望继续保持较高的增长。根据IHS等机构的数据，未来几年以视频为核心的物联网的市场空间会达到七千亿美元甚至是上万亿美元，因此不论是政府、企业还是消费级市场，都有广阔的发展空间。对于海外市场，实体清单事件后，短期可能会有影响，但全球安防需求持续释放，我们认为长期成长无忧。

#### ● 投资建议与盈利预测

伴随着雪亮工程等政策的持续推进，以及AI在安防领域的不断落地，需求持续增长。公司不断完善渠道与供应链，优化产品结构，提升管理能力，毛利率有望维持高位。考虑到毛利率的提升和经营质量的改善，小幅下调公司2019-2021年营业收入的预测至278.49、327.67、387.12亿元，归母净利润基本维持不变，为31.33、38.26、46.42亿元，EPS为1.05、1.28、1.55元/股，对应PE为15.69、12.85、10.59倍。考虑到公司过去三年PE的情况、预期未来三年归母净利润CAGR为22.43%等因素，给予公司2019年20倍目标PE，对应目标价为21.00元。维持“买入”的投资评级。

#### ● 风险提示

宏观经济发展不及预期，雪亮工程等政策落地不及预期，海外市场拓展不及预期，核心零部件供应风险，竞争加剧风险等。

当前价/目标价：16.40元/21.00元

目标期限：6个月

### 基本数据

52周最高/最低价(元)：18.35 / 11.11

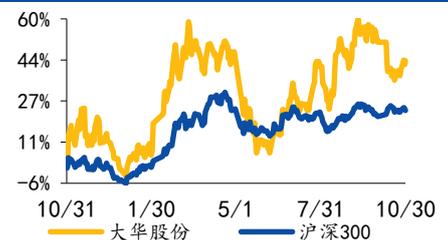
A股流通股(百万股)：1813.64

A股总股本(百万股)：2997.58

流通市值(百万元)：29743.70

总市值(百万元)：49160.27

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

《大华股份(002236.SZ)深度报告：好风凭借力，安防巨头扬帆再出发》2019.09.10

《安防行业点评报告：短期影响有限，长期成长无忧》2019.10.10

### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

**附表：盈利预测**

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18844.46	23665.69	27849.16	32766.88	38711.98
收入同比 (%)	41.38	25.58	17.68	17.66	18.14
归母净利润(百万元)	2378.73	2529.43	3133.15	3825.93	4642.19
归母净利润同比(%)	30.33	6.34	23.87	22.11	21.33
ROE (%)	22.73	20.04	19.27	19.34	19.24
每股收益 (元)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.55
市盈率(P/E)	20.67	19.44	15.69	12.85	10.59

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	17556.31	21278.85	24261.45	28268.98	32653.06
现金	3612.94	4160.15	5238.13	6539.56	7923.12
应收账款	7539.94	10191.37	11142.74	12800.76	14757.42
其他应收款	292.28	398.17	465.54	541.89	633.28
预付账款	154.36	126.89	139.10	159.35	183.41
存货	2806.14	3035.58	3892.64	4374.88	4740.68
其他流动资产	3150.65	3366.68	3383.29	3852.54	4415.15
<b>非流动资产</b>	3777.16	5071.75	5313.01	5762.65	6263.39
长期投资	61.27	185.87	165.23	164.21	163.12
固定资产	1248.31	1407.47	1650.65	1891.80	2135.03
无形资产	253.36	372.47	461.27	558.34	663.32
其他非流动资产	2214.23	3105.94	3035.87	3148.30	3301.93
<b>资产总计</b>	21333.48	26350.60	29574.46	34031.63	38916.46
<b>流动负债</b>	9916.31	12566.65	12147.23	13085.35	13648.04
短期借款	1770.92	1851.71	3151.33	3117.18	2567.38
应付账款	6136.61	3789.73	5745.11	6667.04	7716.96
其他流动负债	2008.78	6925.21	3250.79	3301.14	3363.71
<b>非流动负债</b>	823.94	880.69	879.54	863.08	833.27
长期借款	230.00	179.00	128.77	80.54	33.42
其他非流动负债	593.94	701.69	750.77	782.54	799.85
<b>负债合计</b>	10740.25	13447.33	13026.77	13948.43	14481.31
少数股东权益	126.80	284.51	291.71	299.67	308.81
股本	2898.76	2997.62	2997.62	2997.62	2997.62
资本公积	593.34	1501.18	1501.18	1501.18	1501.18
留存收益	6967.68	8917.35	11750.74	15276.91	19619.34
归属母公司股东权益	10466.43	12618.76	16255.98	19783.52	24126.33
<b>负债和股东权益</b>	21333.48	26350.60	29574.46	34031.63	38916.46

**现金流量表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	914.23	955.32	-102.65	2497.96	3153.04
净利润	2376.79	2594.59	3140.36	3833.89	4651.33
折旧摊销	162.26	238.70	248.69	314.58	392.42
财务费用	167.43	-123.17	106.93	126.54	74.15
投资损失	29.51	79.29	6.21	5.87	5.32
营运资金变动	-2082.25	-2117.01	-3680.38	-1985.59	-2193.86
其他经营现金流	260.49	282.91	75.54	202.67	223.68
<b>投资活动现金流</b>	-294.91	-746.64	-440.20	-689.05	-798.84
资本支出	287.81	552.12	432.46	525.55	612.35
长期投资	50.13	-10.58	-105.98	-3.14	-1.90
其他投资现金流	43.03	-205.11	-113.73	-166.64	-188.39
<b>筹资活动现金流</b>	444.85	376.51	1620.83	-507.48	-970.64
短期借款	813.99	80.79	1299.62	-34.16	-549.80
长期借款	177.26	-51.00	-50.23	-48.23	-47.12
普通股增加	-0.66	98.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.76	907.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-549.51	-659.98	371.44	-425.10	-373.72
<b>现金净增加额</b>	987.50	639.60	1077.98	1301.43	1383.56

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	18844.46	23665.69	27849.16	32766.88	38711.98
营业成本	11639.49	14871.18	16759.37	19672.57	23215.88
营业税金及附加	141.63	192.38	231.15	268.69	313.57
营业费用	2416.70	3365.38	3834.83	4394.04	5195.15
管理费用	519.52	632.97	715.72	792.96	898.12
研发费用	1788.89	2283.87	3105.34	3695.35	4323.56
财务费用	167.43	-123.17	106.93	126.54	74.15
资产减值损失	245.51	359.00	418.28	403.23	393.23
公允价值变动收益	0.00	-38.60	5.01	4.98	7.82
投资净收益	-29.51	-79.29	-6.21	-5.87	-5.32
<b>营业利润</b>	2632.27	2700.07	3416.18	4170.68	5062.60
营业外收入	22.63	77.20	20.10	21.78	22.60
营业外支出	12.69	4.11	4.57	5.17	5.66
<b>利润总额</b>	2642.21	2773.16	3431.71	4187.29	5079.54
所得税	265.42	178.56	291.35	353.41	428.20
<b>净利润</b>	2376.79	2594.59	3140.36	3833.89	4651.33
少数股东损益	-1.94	65.17	7.21	7.96	9.14
<b>归属母公司净利润</b>	2378.73	2529.43	3133.15	3825.93	4642.19
EBITDA	2961.95	2815.61	3771.80	4611.81	5529.17
EPS (元)	0.82	0.84	1.05	1.28	1.55

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	41.38	25.58	17.68	17.66	18.14
营业利润 (%)	83.63	2.58	26.52	22.09	21.39
归属母公司净利润 (%)	30.33	6.34	23.87	22.11	21.33
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	38.23	37.16	39.82	39.96	40.03
净利率 (%)	12.62	10.69	11.25	11.68	11.99
ROE (%)	22.73	20.04	19.27	19.34	19.24
ROIC (%)	29.73	24.74	23.81	25.10	26.10
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	50.34	51.03	44.05	40.99	37.21
净负债比率 (%)	18.63	15.29	25.18	22.93	17.96
流动比率	1.77	1.69	2.00	2.16	2.39
速动比率	1.48	1.45	1.67	1.82	2.04
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.03	0.99	1.00	1.03	1.06
应收账款周转率	2.50	2.42	2.36	2.47	2.54
应付账款周转率	2.88	3.00	3.52	3.17	3.23
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.55
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	0.32	-0.03	0.83	1.05
每股净资产 (最新摊薄)	3.49	4.21	5.42	6.60	8.05
<b>估值比率</b>					
P/E	20.67	19.44	15.69	12.85	10.59
P/B	4.70	3.90	3.02	2.48	2.04
EV/EBITDA	15.78	16.60	12.39	10.14	8.45

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188