

# 大华股份 (002236.SZ)

## 盈利修复叠加智能化推进，未来视频 AI 应用有望迎来临界点

利润层面，安防投入期逐渐要产生贡献，未来几年是利润率提升的时间窗口。2015~2018年，安防龙头持续高投入。大华员工人数从6714人增长到13608人，实现翻倍，在毛利率随着产品结构升级而稳中有升的基础上，净利率呈现压力。随着AI产品布局、架构搭建、组织结构调整、行业市场细化等诸多布局一一落地，安防重投入期逐渐产生贡献，预期未来是行业利润率修复上行的阶段。

应用层面，安防AI前端芯片价格快速压缩，AI渗透进入放量的临界时间，持续看好安防的数据分析成长逻辑。安防前端摄像头AI芯片经历GPU、FPGA、ASIC三代更迭，在产品线、架构、生态系统逐渐完善的基础上，AI芯片价格作为主要推进瓶颈之一，已经在迅速下降，未来三年内有望实现平价化。随着行业门槛下降，AI渗透起量，数据分析的蓝海市场即将放量。

大华在AIOT布局，基于以视频为核心，全感知、全智能、全计算、全生态，全面真实构筑智慧孪生的数据价值。大华具有顶层规划和深化设计的能力，站在客户的角度去思考问题，真正从行业管理出发为客户创造价值，形成面向客户价值链的闭环，赋能百行百业。SDTV拆解开来说就是业务(Service)、数据(Data)、价值(Value)、技术(Technology)，强化客户业务理解，围绕数字计算，构建面向客户价值链闭环能力，提升以视频为核心的云、软件架构的灵活性与适配性。

传统行业向数字化升级，全球科技周期向上共振，智慧视频物联领域产生海量数据。人工智能率先将在智慧视频物联领域落地，未来大数据、云计算、边缘计算打开行业天花板。视频监控作为AI感知的入口端和海量数据的分析源，智慧视频龙头大华股份保持战略定力，在行业转型期把握前端的智慧感知能力和大数据的建模能力，打开智慧物联海量空间。

我们预计视频物联智能化推进，应用场景逐步延展，市场空间不断扩大，公司产品结构升级，盈利能力有望进一步提升。大华作为安防AIOT的领军厂商之一，开拓蓝海市场，B端业务有望持续增长。我们预计公司2019-2021年实现归母净利润31.62/39.36/49.52亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：**行业需求不及预期、海外市场不及预期、安防升级不及预期。

| 财务指标          | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 18,844 | 23,666 | 26,788 | 32,002 | 38,571 |
| 增长率 yoy (%)   | 41.4   | 25.6   | 13.2   | 19.5   | 20.5   |
| 归母净利润(百万元)    | 2,379  | 2,529  | 3,162  | 3,936  | 4,952  |
| 增长率 yoy (%)   | 30.3   | 6.3    | 25.0   | 24.5   | 25.8   |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.79   | 0.84   | 1.05   | 1.31   | 1.65   |
| 净资产收益率(%)     | 22.4   | 20.1   | 20.5   | 20.8   | 21.1   |
| P/E(倍)        | 24.4   | 23.0   | 18.4   | 14.8   | 11.7   |
| P/B(倍)        | 5.6    | 4.6    | 3.8    | 3.1    | 2.5    |

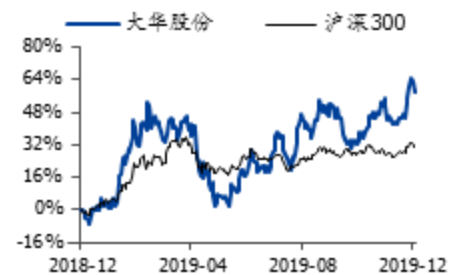
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入(维持)

#### 股票信息

|               |           |
|---------------|-----------|
| 行业            | 电子制造      |
| 前次评级          | 买入        |
| 最新收盘价         | 18.79     |
| 总市值(百万元)      | 56,520.16 |
| 总股本(百万股)      | 3,007.99  |
| 其中自由流通股(%)    | 60.29     |
| 30日日均成交量(百万股) | 29.29     |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

研究助理 陈永亮

邮箱：chenyongliang@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《大华股份(002236.SZ)：激励修订落地，考核长期利润彰显战略定力》2019-11-05
- 2、《大华股份(002236.SZ)：毛利率表现优秀，实现高质量增长》2019-10-28
- 3、《大华股份(002236.SZ)：中报利润超预期，看好下半年行业回暖》2019-08-17



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 17,556 | 21,279 | 24,056 | 30,290 | 35,255 |
| 现金             | 3,613  | 4,160  | 5,946  | 6,869  | 9,293  |
| 应收账款           | 7,540  | 10,191 | 9,880  | 14,097 | 14,802 |
| 其他应收款          | 283    | 0      | 320    | 62     | 399    |
| 预付账款           | 154    | 127    | 191    | 189    | 270    |
| 存货             | 2,806  | 3,036  | 3,273  | 4,246  | 4,709  |
| 其他流动资产         | 3,160  | 3,765  | 4,446  | 4,826  | 5,783  |
| <b>非流动资产</b>   | 3,777  | 5,072  | 5,284  | 5,558  | 5,850  |
| 长期投资           | 61     | 186    | 310    | 435    | 560    |
| 固定投资           | 1,248  | 1,407  | 1,484  | 1,591  | 1,720  |
| 无形资产           | 253    | 372    | 399    | 432    | 456    |
| 其他非流动资产        | 2,214  | 3,106  | 3,090  | 3,099  | 3,114  |
| <b>资产总计</b>    | 21,333 | 26,351 | 29,340 | 35,848 | 41,105 |
| <b>流动负债</b>    | 9,916  | 12,567 | 12,634 | 15,585 | 16,206 |
| 短期借款           | 1,771  | 1,852  | 1,852  | 1,852  | 1,852  |
| 应付账款           | 2,702  | 3,790  | 3,220  | 5,135  | 4,816  |
| 其他流动负债         | 5,444  | 6,925  | 7,562  | 8,599  | 9,538  |
| <b>非流动负债</b>   | 824    | 881    | 848    | 819    | 790    |
| 长期借款           | 230    | 179    | 147    | 117    | 89     |
| 其他非流动负债        | 594    | 702    | 702    | 702    | 702    |
| <b>负债合计</b>    | 10,740 | 13,447 | 13,483 | 16,404 | 16,996 |
| 少数股东权益         | 127    | 285    | 366    | 467    | 595    |
| 股本             | 2,899  | 2,998  | 3,008  | 3,008  | 3,008  |
| 资本公积           | 593    | 1,501  | 1,501  | 1,501  | 1,501  |
| 留存收益           | 6,968  | 8,917  | 11,601 | 14,938 | 19,119 |
| 归属母公司股东收益      | 10,466 | 12,619 | 15,491 | 18,976 | 23,515 |
| <b>负债和股东权益</b> | 21,333 | 26,351 | 29,340 | 35,848 | 41,105 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A  | 2018A  | 2019E | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| <b>经营活动净现金流</b> | 914    | 955    | 2,481 | 1,824  | 3,331  |
| 净利润             | 2,377  | 2,595  | 3,244 | 4,037  | 5,080  |
| 折旧摊销            | 162    | 239    | 223   | 264    | 311    |
| 财务费用            | 167    | -123   | -65   | -136   | -163   |
| 投资损失            | 30     | 79     | 4     | 9      | 12     |
| 营运资金变动          | -2,082 | -2,117 | -935  | -2,361 | -1,924 |
| 其他经营现金流         | 260    | 283    | 10    | 11     | 15     |
| <b>投资活动净现金流</b> | -295   | -747   | -450  | -557   | -631   |
| 资本支出            | 288    | 552    | 88    | 149    | 168    |
| 长期投资            | -50    | 11     | -125  | -116   | -125   |
| 其他投资现金流         | -57    | -184   | -487  | -524   | -588   |
| <b>筹资活动净现金流</b> | 445    | 377    | -245  | -343   | -277   |
| 短期借款            | 814    | 81     | 0     | 0      | 0      |
| 长期借款            | 177    | -51    | -32   | -29    | -29    |
| 普通股增加           | -1     | 99     | 10    | 0      | 0      |
| 资本公积增加          | 4      | 908    | 0     | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流         | -550   | -660   | -223  | -313   | -248   |
| <b>现金净增加额</b>   | 988    | 640    | 1,786 | 924    | 2,423  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 18,844 | 23,666 | 26,788 | 32,002 | 38,571 |
| 营业成本            | 11,639 | 14,871 | 16,059 | 19,140 | 22,796 |
| 营业税金及附加         | 142    | 192    | 218    | 260    | 314    |
| 营业费用            | 2,417  | 3,365  | 3,394  | 4,064  | 4,899  |
| 管理费用            | 2,308  | 633    | 3,241  | 3,840  | 4,629  |
| 财务费用            | 167    | -123   | -65    | -136   | -163   |
| 资产减值损失          | 246    | 359    | 382    | 417    | 535    |
| 公允价值变动收益        | 0      | -39    | -10    | -11    | -15    |
| 投资净收益           | -30    | -79    | -4     | -9     | -12    |
| <b>营业利润</b>     | 2,632  | 2,700  | 3,546  | 4,396  | 5,535  |
| 营业外收入           | 23     | 77     | 50     | 64     | 57     |
| 营业外支出           | 13     | 4      | 2      | 20     | 20     |
| <b>利润总额</b>     | 2,642  | 2,773  | 3,594  | 4,440  | 5,572  |
| 所得税             | 265    | 179    | 351    | 403    | 492    |
| <b>净利润</b>      | 2,377  | 2,595  | 3,244  | 4,037  | 5,080  |
| 少数股东收益          | -2     | 65     | 81     | 101    | 128    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 2,379  | 2,529  | 3,162  | 3,936  | 4,952  |
| EBITDA          | 2,819  | 3,011  | 3,783  | 4,628  | 5,756  |
| EPS (元/股)       | 0.79   | 0.84   | 1.05   | 1.31   | 1.65   |

**主要财务比率**

| 会计年度              | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)          | 41.4  | 25.6  | 13.2  | 19.5  | 20.5  |
| 营业利润 (%)          | 83.7  | 2.6   | 31.3  | 24.0  | 25.9  |
| 归属母公司净利润 (%)      | 30.3  | 6.3   | 25.0  | 24.5  | 25.8  |
| <b>盈利能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)           | 38.2  | 37.2  | 40.1  | 40.2  | 40.9  |
| 净利率 (%)           | 12.6  | 10.7  | 11.8  | 12.3  | 12.8  |
| ROE (%)           | 22.4  | 20.1  | 20.5  | 20.8  | 21.1  |
| ROIC (%)          | 18.5  | 17.1  | 17.9  | 18.5  | 19.1  |
| <b>偿债能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)         | 50.3  | 51.0  | 46.0  | 45.8  | 41.3  |
| 净负债比率 (%)         | -15.2 | -16.3 | -24.7 | -25.0 | -30.3 |
| 流动比率              | 1.8   | 1.7   | 1.9   | 1.9   | 2.2   |
| 速动比率              | 1.5   | 1.5   | 1.6   | 1.7   | 1.9   |
| <b>营运能力</b>       |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率            | 1.03  | 0.99  | 0.96  | 0.98  | 1.00  |
| 应收账款周转率           | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   | 2.7   |
| 应付账款周转率           | 5.0   | 4.6   | 4.6   | 4.6   | 4.6   |
| <b>每股指标 (元/股)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)       | 0.79  | 0.84  | 1.05  | 1.31  | 1.65  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)    | 0.45  | 0.67  | 0.82  | 0.61  | 1.11  |
| 每股净资产 (最新摊薄)      | 3.48  | 4.20  | 5.15  | 6.31  | 7.82  |
| <b>估值指标 (倍)</b>   |       |       |       |       |       |
| P/E               | 24.4  | 23.0  | 18.4  | 14.8  | 11.7  |
| P/B               | 5.6   | 4.6   | 3.8   | 3.1   | 2.5   |
| EV/EBITDA         | 20.2  | 18.8  | 14.5  | 11.7  | 9.0   |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 盈利修复叠加应用爆发，智慧视频物联迎来最佳布局时点

利润层面，安防投入期逐渐要产生贡献，未来几年是利润率提升的时间窗口。2015~2018年，视频物联龙头持续高投入。大华员工人数从6714人增长到13608人，实现翻倍，在毛利率随着产品结构升级而稳中有升的基础上，净利率呈现压力。随着AI产品布局、架构搭建、组织结构调整、行业市场细化等诸多布局一一落地，视频物联龙头重投入期逐渐要产生贡献，预期未来是行业利润率修复上行的阶段。

大华股份管理改善、现金优化、行业回暖以及升级，公司盈利有望进一步改善。盈利修复的根基源自于管理改善，公司引入职业经理人，带来精细化的管理、下沉的营销渠道和丰富的海外开拓经验。在此基础上，公司现金流改善明显，同时投入期逐渐要产生贡献。未来，公司收入端受益于行业回暖、政府AI渗透、B端数据分析市场的打开的基础上，盈利有望进一步提升。

应用层面，安防AI前端芯片价格快速压缩，AI渗透进入放量的临界时间，持续看好指挥视频的数据分析成长逻辑。安防前端摄像头AI芯片经历GPU、FPGA、ASIC三代更迭，在产品线、架构、生态系统逐渐完善的基础上，AI芯片价格作为主要推进瓶颈之一，已经在迅速下降，未来三年内有望实现平价化。随着行业门槛下降，AI渗透起量，数据分析的蓝海市场即将放量。

AI落地从政府端向行业端拓展，打开一片蓝海市场。2016/2017年以来，带有深度学习功能的前后端产品不断推出，后端人像大数据平台在各政府部门已经广泛渗透。2018/2019年以来，前端摄像头快速渗透，政府类项目的前端产品开始要求搭载智能产品。随着AI芯片价格下降、AI产品和架构丰富、应用生态成熟等，应用层面来到了放量的临界时间。

大华在AIOT布局，基于以视频为核心，全感知、全智能、全计算、全生态，全面真实构筑智慧孪生的数据价值。大华具有顶层规划和深化设计的能力，站在客户的角度去思考问题，真正从行业管理出发为客户创造价值，形成面向客户价值链的闭环，赋能百行百业。SDTV拆解开来说就是业务(Service)、数据(Data)、价值(Value)、技术(Technology)，强化客户业务理解，围绕数字计算，构建面向客户价值链闭环能力，提升以视频为核心的云、软件架构的灵活性与适配性。

传统行业向数字化升级，全球科技周期向上共振，智慧视频物联领域产生海量数据。全球半导体周期复苏，景气向上得以明确，硅含量持续提升。明年消费电子、通信、数据中心三大需求共振复苏。人工智能率先将在智慧视频物联领域落地，未来大数据、云计算、边缘计算打开行业天花板。视频监控作为AI感知的入口端和海量数据的分析源，智慧视频龙头大华股份保持战略定力，在行业转型期把握前端的智慧感知能力和大数据的建模能力，打开智慧物联海量空间。

我们预计视频物联智能化推进，应用场景逐步延展，市场空间不断扩大，公司产品结构升级，盈利能力将有望进一步提升。大华作为安防AIOT的领军厂商之一，开拓蓝海市场，B端业务有望持续增长。我们预计公司2019-2021年实现归母净利润31.62/39.36/49.52亿元。维持“买入”评级。

## 风险提示

行业需求不及预期：国内安防行业需求从 18H2 下滑，近期回暖，但仍存在需求不及预期的风险

海外市场不及预期：受贸易扰动影响，国内安防企业在海外市场开拓进展放缓，有不确定性

安防升级不及预期：安防 AI 在政府端持续渗透，在企业端开始推进，行业升级速度存在不确定性

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级 | 说明                     |
|---|------|----|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上       |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间    |
|   |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间   |
|   | 行业评级 | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上        |
|   |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上       |
|   |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|   |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com