

栉风沐雨砥砺前行，安防巨头犹可为

买入|维持

● 外部环境短期影响有限，安防巨头长期发展无忧

受到固定资产投资周期的影响，安防需求在短期内受到一定压制，叠加“实体清单”事件，短期内部分海外客户出现观望情绪，使得公司的营收增速受到一定影响。但正如我们在之前的报告中所说，公司核心竞争力不断巩固，优势地位难被撼动，安防整体需求仍客观存在，视频物联技术在各行业业务中的落地场景不断增加，公司依然具有较大的发展空间。

● 精细化管理持续推进已初见成效，公司盈利能力显著增强

公司持续推进精细化管理：1) **渠道方面**：主动放弃部分高风险业务，收紧账期，加强回款（2019年Q3经营性净现金流3.32亿元，五年来首次为正）。2) **海外方面**：培育国际化营销管理团队，建设本地化营销服务中心；建立海外供应中心，提升物流能力。3) **研发与费用方面**：公司优化业务结构，使费用结构更加合理，加强对投入AI、软件平台、算法和大数据等方向的投入（2019年12月，20亿投资西南研发中心），同时增强研发效率。4) **人员方面**：公司调整人员结构，控制后台支持人员，增强销售综合实力，提升人均效能。5) **供应链方面**：建立供应链管理平台，16-18年的库存周转率分别为4.46、4.65、5.09，供应链运营效率明显提升。2019年前三季度，公司毛利率达40.97%，同比增长4.60%。我们认为，精细化管理使得公司盈利能力显著增强，并且国内业务毛利率仍存在提升潜力。

● 社会治安防控体系继续推进安防建设，视频物联打开更多业务场景

1) **政府端**：2020年是“十三五”的最后一年，叠加交通强国、应急管理政策，我们认为政府的安防需求有望回暖。2019年初，习总书记在中央政法工作会议上强调要加快推进社会治安防控体系建设，此项任务由公安部承接并推进。我们认为，社会治安防控体系将延续天网、雪亮工程的建设，并且拓展至更多的建设主体，安防需求不减。2) **企业端**：近年来，我们观察到企业客户的需求逐渐超越了安防的边界，拓展至嵌入其业务运营的各类场景，公司通过平台化的研发，利用视频技术、AI、大数据等技术优势不断拓宽能力边界，发掘新市场。我们认为，B端有望成为快速增长点。3) **渠道端**：渠道市场日趋扁平化和去中间化，公司持续进行渠道下沉，控制回款；分销和SMB业务并行开展，后者聚焦于中小行业及中小工程商业务。我们认为，渠道政策的调整短期内可能引起分销收入下滑，但长期来看对于公司渠道业务的高质量增长具有重要意义。

● 投资建议与盈利预测

伴随着雪亮工程、社会治安防控体系等政策持续推进，以及AI+视频物联的不断落地，需求持续增长。公司持续推进精细化管理，毛利率维持高位，盈利能力显著提升。我们预测公司2019-2021年营业收入为278.49、327.67、387.12亿元，归母净利润为31.33、38.26、46.42亿元，EPS为1.05、1.28、1.55元/股，对应PE为20.25、16.59、13.67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2020年22倍目标PE，对应目标价为28.16元。维持“买入”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，政府采购不及预期，海外市场业务不及预期，竞争加剧风险等。

当前价/目标价：21.17元/28.16元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：22.04 / 11.9

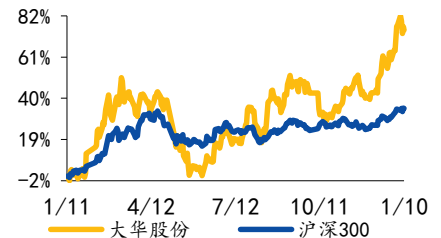
A股流通股（百万股）：1813.64

A股总股本（百万股）：3007.99

流通市值（百万元）：38394.77

总市值（百万元）：63679.17

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2020年计算机行业策略报告：聚焦主赛道，投资真成长》2019.12.10

《国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)：毛利率维持高位，经营性现金流显著改善》2019.10.31

《国元证券行业研究-安防行业点评报告：短期影响有限，长期成长无忧》2019.10.11

《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

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)	26.68	25.09	20.25	16.59	13.67

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
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	21333.48	26350.60	29574.46	34031.63	38916.46
流动负债	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	2701.79	3789.73	5745.11	6667.04	7716.96
其他流动负债	5443.60	6925.21	3250.79	3301.14	3363.71
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	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
现金净增加额	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
营业收入	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
营业利润	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
利润总额	2642.21	2773.16	3431.71	4187.29	5079.54
所得税	265.42	178.56	291.35	353.41	428.20
净利润	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
归属母公司净利润	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
成长能力					
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
获利能力					
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
偿债能力					
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
营运能力					
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	5.01	4.58	3.52	3.17	3.23
每股指标 (元)					
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
估值比率					
P/E	26.68	25.09	20.25	16.59	13.67
P/B	6.06	5.03	3.90	3.21	2.63
EV/EBITDA	20.68	21.76	16.24	13.28	11.08

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