

年报符合预期，盈利能力显著增强

买入|维持

事件：

公司于4月2日晚发布《2019年年度报告》，2019年实现营业收入261.49亿元，同比增长10.50%，实现归母净利润31.88亿元，同比增长26.04%，实现扣非归母净利润30.17亿元，同比增长20.91%。

点评：

● 全年归母净利润增速高于营业收入增速，盈利能力显著增强

第四季度公司实现营业收入97.21亿元，同比增长12.58%，实现归母净利润13.11亿元，同比增长35.73%。全年来看，归母净利润增速呈现逐季提升的良好态势。我们认为，公司作为安防巨头，坚持以技术创新为核心，持续提升以视频为核心的智慧物联解决方案能力，积极把握市场和行业的发展趋势，推动公司收入稳健增长。同时，公司进一步加强精细化管理，持续优化业务结构，推动归母净利润增速显著快于收入增速。

● 社会治安防控体系推动需求释放，智能视频物联不断拓宽市场

1) **政府端**：今年是“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，有望延续天网、雪亮工程的建设，并且拓展至更多的建设主体，安防需求无忧。2) **企业端**：近年来，企业客户的需求逐渐超越了传统安防的边界，拓展至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。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。

● 抗击疫情检验产品成熟度及敏捷交付能力，交出满意答卷

面对疫情防控，公司于1月21日响应国家政策部署成立防疫团队，快速提出热成像人体测温解决方案，并于1月29日初筛定稿向全国推广。公司的测温系统整体上采用高精度热成像摄像机+黑体方案，无需近距离接触，通过黑体的实时测温矫正保证相机测温精度，在室内环境下可达到与医用测温仪测量±0.1℃的范围。测温系统在杭州东站、上海火车站、上海市政府、复旦大学等落地应用，有效遏制了各类场所的疫情传播。除此以外，公司还在疫情期间融合AI、大数据、4K高清视频、热成像等技术，打造高效视频会议系统，应用于应急指挥、远程医疗等场景，有效促进抗疫工作推进。

● 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。预测公司2020-2022年营业收入为306.97、362.66、428.77亿元，归母净利润为38.02、46.03、54.42亿元，对应EPS为1.27、1.54、1.82元/股，对应PE为13.40、11.06、9.36倍。考虑到公司过去三年的PE情况、预期未来三年归母净利润CAGR为19.51%等因素，给予公司2020年23倍目标PE，对应目标价为29.21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：16.99元/29.21元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：22.39 / 12.15

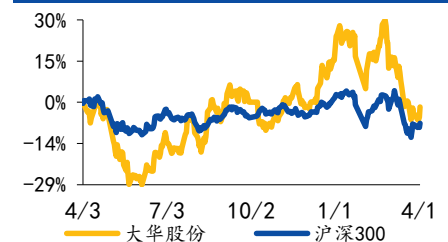
A股流通股（百万股）：1836.91

A股总股本（百万股）：3007.99

流通市值（百万元）：31209.18

总市值（百万元）：51105.77

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)：业绩符合预期，盈利能力持续提升》2020.02.28

《国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)：栉风沐雨砥砺前行，安防巨头犹可为》2020.01.14

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23665.69	26149.43	30697.17	36266.03	42876.71
收入同比(%)	25.58	10.50	17.39	18.14	18.23
归母净利润(百万元)	2529.43	3188.14	3801.59	4603.32	5441.76
归母净利润同比(%)	6.34	26.04	19.24	21.09	18.21
ROE(%)	20.04	20.38	18.90	18.85	18.41
每股收益(元)	0.84	1.06	1.27	1.54	1.82
市盈率(P/E)	20.13	15.97	13.40	11.06	9.36

资料来源：Wind，国元证券研究中心

***国元持仓披露：**国元持仓不超过 1%，无需披露。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	21278.85	22975.44	27597.69	32801.82	39536.76
现金	4160.15	3084.43	5303.65	6318.28	7969.15
应收账款	10191.37	13241.20	15891.55	18976.58	22747.20
其他应收款	398.17	408.78	500.36	583.88	681.74
预付账款	126.89	128.18	145.99	168.16	193.69
存货	3035.58	3839.81	4184.13	4969.83	5894.07
其他流动资产	3366.68	2273.05	1572.01	1785.09	2050.91
非流动资产	5071.75	6589.21	7291.03	8213.37	9011.51
长期投资	185.87	490.73	494.21	503.12	524.30
固定资产	1407.47	1522.46	1900.81	2206.31	2420.72
无形资产	372.47	411.76	508.83	613.81	726.56
其他非流动资产	3105.94	4164.26	4387.17	4890.13	5339.94
资产总计	26350.60	29564.65	34888.72	41015.19	48548.27
流动负债	12566.65	12531.26	13525.81	15361.05	17768.17
短期借款	1851.71	400.32	623.73	735.42	828.01
应付账款	3789.73	4290.25	4846.64	5585.35	6603.13
其他流动负债	6925.21	7840.68	8055.45	9040.29	10337.02
非流动负债	880.69	1057.22	909.97	887.54	861.24
长期借款	179.00	153.50	105.27	58.15	12.59
其他非流动负债	701.69	903.72	804.70	829.39	848.65
负债合计	13447.33	13588.48	14435.78	16248.60	18629.41
少数股东权益	284.51	333.16	341.07	350.13	360.25
股本	2997.62	3003.71	2997.62	2997.62	2997.62
资本公积	1501.18	1882.86	1501.18	1501.18	1501.18
留存收益	8917.35	11801.71	15603.30	19906.86	25048.85
归属母公司股东权益	12618.76	15643.01	20111.87	24416.46	29558.61
负债和股东权益	26350.60	29564.65	34888.72	41015.19	48548.27

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	955.32	1600.60	2106.75	2049.44	2707.74
净利润	2594.59	3160.86	3809.49	4612.38	5451.88
折旧摊销	238.70	296.97	293.65	388.29	481.02
财务费用	-123.17	-70.08	-33.39	-56.94	-79.60
投资损失	79.29	95.57	95.87	85.32	75.11
营运资金变动	-2117.01	-2556.91	-2434.95	-3291.65	-3610.38
其他经营现金流	282.91	674.20	376.08	312.04	389.71
投资活动现金流	-746.64	-839.80	-758.07	-857.48	-884.33
资本支出	552.12	531.10	525.55	612.35	631.46
长期投资	-10.58	325.51	9.64	8.10	18.86
其他投资现金流	-205.11	16.81	-222.89	-237.03	-234.01
筹资活动现金流	376.51	-1773.88	870.54	-177.33	-172.54
短期借款	80.79	-1451.39	223.41	111.69	92.59
长期借款	-51.00	-25.50	-48.23	-47.12	-45.56
普通股增加	98.87	6.09	-6.09	0.00	0.00
资本公积增加	907.84	381.67	-381.67	0.00	0.00
其他筹资现金流	-659.98	-684.76	1083.13	-241.90	-219.57
现金净增加额	639.60	-968.10	2219.22	1014.63	1650.87

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23665.69	26149.43	30697.17	36266.03	42876.71
营业成本	14871.18	15396.19	18023.94	21285.62	25154.79
营业税金及附加	192.38	182.58	251.72	293.75	364.45
营业费用	3365.38	3952.95	4791.83	5686.51	6727.36
管理费用	632.97	740.88	896.36	1044.46	1187.68
研发费用	2283.87	2794.22	3596.42	4016.76	4619.27
财务费用	-123.17	-70.08	-33.39	-56.94	-79.60
资产减值损失	-359.00	-111.17	-110.23	-108.53	-103.56
公允价值变动收益	-38.60	41.86	41.30	39.23	38.20
投资净收益	-79.29	-95.57	-95.87	-85.32	-75.11
营业利润	2700.07	3496.88	4144.04	5020.06	5938.65
营业外收入	77.20	11.48	21.78	22.60	19.20
营业外支出	4.11	9.80	5.17	5.66	4.72
利润总额	2773.16	3498.56	4160.65	5037.00	5953.13
所得税	178.56	337.70	351.16	424.62	501.25
净利润	2594.59	3160.86	3809.49	4612.38	5451.88
少数股东损益	65.17	-27.29	7.91	9.07	10.12
归属母公司净利润	2529.43	3188.14	3801.59	4603.32	5441.76
EBITDA	2815.61	3723.77	4404.30	5351.41	6340.08
EPS (元)	0.84	1.06	1.27	1.54	1.82

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.58	10.50	17.39	18.14	18.23
营业利润(%)	2.58	29.51	18.51	21.14	18.30
归属母公司净利润(%)	6.34	26.04	19.24	21.09	18.21
获利能力					
毛利率(%)	37.16	41.12	41.28	41.31	41.33
净利率(%)	10.69	12.19	12.38	12.69	12.69
ROE(%)	20.04	20.38	18.90	18.85	18.41
ROIC(%)	24.84	25.98	25.99	25.53	25.18
偿债能力					
资产负债率(%)	51.03	45.96	41.38	39.62	38.37
净负债比率(%)	15.29	4.27	5.23	5.05	4.65
流动比率	1.69	1.83	2.04	2.14	2.23
速动比率	1.45	1.52	1.72	1.80	1.89
营运能力					
总资产周转率	0.99	0.94	0.95	0.96	0.96
应收账款周转率	2.42	2.01	1.90	1.88	1.86
应付账款周转率	4.58	3.81	3.95	4.08	4.13
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.84	1.06	1.27	1.54	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.53	0.70	0.68	0.90
每股净资产(最新摊薄)	4.21	5.22	6.71	8.15	9.86
估值比率					
P/E	20.13	15.97	13.40	11.06	9.36
P/B	4.04	3.26	2.53	2.09	1.72
EV/EBITDA	17.08	12.92	10.92	8.99	7.59

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售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