

上半年利润逆势增长，外部环境逐步改善

买入|维持

事件：

公司于8月20日晚发布《2020年半年度报告》。报告期内，公司实现营业收入98.38亿元，YoY-8.96%；实现扣非归母净利润12.90亿元，YoY13.31%。

点评：

● 外部环境造成短期影响，公司四大经营策略保障稳健发展

2020年上半年，新冠疫情蔓延全球，中美贸易摩擦升级，对经济活动造成影响。面对外部不确定性，公司实现稳健经营：1) **加强研发精准投入**：公司继续加强对AI、云计算与大数据、5G等技术的投入，不断夯实核心技术能力。2020年上半年，公司研发投入为13.15亿元，占营收比例为13.36%，较上年同期增长1.84pct。2) **聚焦战略机会点管理**：公司加强细分行业客户理解，快速研发并交付，强化落地业务机会。3) **深化建设全球营销体系**：国内市场，公司持续推进渠道体系建设；国外市场，公司持续推进渠道拓展和下沉。4) **持续推进精细化管理**：公司进一步打通LTC、IPD、ITR等流程，实现端到端流程体系的高效运作。2020年上半年，公司经营性现金流净额为-1.07亿元，上年同期为-8.70亿元，回款情况明显改善。

● 疫情期间红外测温产品贡献高毛利，境外收入实现逆势增长

2020年上半年，受外部环境影响，公司业务受到不同程度的影响。1) **分产品来看**：解决方案实现营业收入52.01亿元，同比下降7.56%；毛利率为47.97%，同比增长3.86pct。产品实现营业收入40.69亿元，同比下降10.32%；毛利率为53.95%，同比增长13.75pct，增幅较大的主要原因是疫情期间高毛利的红外测温产品贡献较大。其他业务实现营业收入5.68亿元，同比下降11.61%。2) **分地区来看**：境内业务实现收入57.90亿元，同比下降18.31%，主要受G端需求不足以及疫情影响。境外业务实现收入40.49亿元，同比增长8.87%，实现逆势增长。我们认为，随着国内疫情的有效控制，G端需求稳步回升，B端信息化转型持续推进需求释放，公司有望继续稳健发展。

● SOC芯片及芯数模混合芯片子公司转让完成，进一步优化业务结构

2020年7月9日，公司发布公告《关于签订全资子公司股权转让框架协议暨关联交易的公告》，将华图微芯100%股权转让给杭州淦成、宁波华凌、舟山巍芯、舟山知芯，作价12亿元。我们认为，此次股权转让的完成有利于公司聚焦核心主业，进一步优化公司业务结构，提高现有资源配置效率。同时，转让所得现金将作为流动性的重要补充，增强公司现金流水平。

● 投资建议与盈利预测

伴随政府支出的逐步恢复，以及AI+视频物联在企业信息化转型中的不断落地，行业需求持续增长。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、1.53、1.81元/股，对应PE为18.09、14.94、12.64倍。考虑到：新冠肺炎疫情带来的不确定性、公司过去三年的PE主要运行在13-35倍之间、预期未来三年归母净利润CAGR为19.51%等因素，给予公司2020年22倍的目标PE，对应目标价为27.94元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情导致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，创新业务发展不及预期，竞争加剧风险等。

当前价/目标价：22.90元/27.94元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：23.95 / 14.86

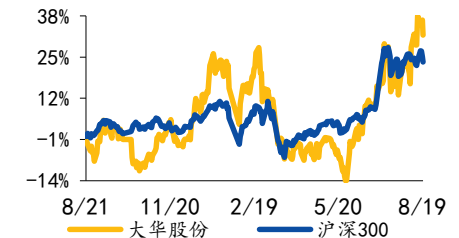
A股流通股(百万股)：1856.94

A股总股本(百万股)：3003.28

流通市值(百万元)：42523.86

总市值(百万元)：68775.02

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，精细化管理成效显著》2020.04.28

《国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)：年报符合预期，盈利能力显著增强》2020.04.03

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	19.96	19.72	19.10
每股收益(元)	0.84	1.06	1.27	1.53	1.81
市盈率(P/E)	27.19	21.58	18.09	14.94	12.64

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	21278.85	22975.44	27591.28	32795.43	39530.87
现金	4160.15	3084.43	5659.24	6794.56	8606.82
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	1210.01	1302.41	1407.34
非流动资产	5071.75	6589.21	7268.62	8183.50	8971.68
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	4364.77	4860.26	5300.11
资产总计	26350.60	29564.65	34859.90	40978.93	48502.55
流动负债	12566.65	12531.26	14525.81	16361.05	18768.17
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	9055.45	10040.29	11337.02
非流动负债	880.69	1057.22	947.91	919.68	884.58
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	842.64	861.53	871.99
负债合计	13447.33	13588.48	15473.72	17280.73	19652.75
少数股东权益	284.51	333.16	341.07	350.13	360.25
股本	2997.62	3003.71	3003.71	3003.71	3003.71
资本公积	1501.18	1882.86	1882.86	1882.86	1882.86
留存收益	8917.35	11801.71	15203.82	19506.77	24648.15
归属母公司股东权益	12618.76	15643.01	19045.11	23348.06	28489.55
负债和股东权益	26350.60	29564.65	34859.90	40978.93	48502.55

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	2372.32	2163.46	2858.66
净利润	2594.59	3160.86	3809.50	4612.39	5451.88
折旧摊销	238.70	296.97	293.65	388.29	481.02
财务费用	-123.17	-70.08	-36.94	-65.26	-90.74
投资损失	79.29	95.57	95.87	85.32	75.11
营运资金变动	-2117.01	-2556.91	-2158.96	-3170.98	-3449.49
其他经营现金流	282.91	674.20	369.21	313.71	390.87
投资活动现金流	-746.64	-839.80	-690.86	-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	-57.58	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	893.35	-170.66	-162.06
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	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	907.84	381.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-659.98	-684.76	718.18	-235.23	-209.09
现金净增加额	639.60	-968.10	2574.81	1135.32	1812.26

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	4574.80	5477.62	6531.75
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	-36.94	-65.26	-90.74
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	4144.17	5020.21	5938.27
营业外收入	77.20	11.48	21.66	22.45	19.58
营业外支出	4.11	9.80	5.17	5.66	4.72
利润总额	2773.16	3498.56	4160.66	5037.01	5953.13
所得税	178.56	337.70	351.16	424.62	501.25
净利润	2594.59	3160.86	3809.50	4612.39	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	4400.87	5343.24	6328.56
EPS (元)	0.84	1.06	1.27	1.53	1.81

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	18.29
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	19.96	19.72	19.10
ROIC(%)	24.84	28.58	28.67	27.80	27.23
偿债能力					
资产负债率(%)	51.03	45.96	44.39	42.17	40.52
净负债比率(%)	15.29	4.27	4.88	4.75	4.41
流动比率	1.69	1.83	1.90	2.00	2.11
速动比率	1.45	1.52	1.60	1.69	1.78
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	1.53	1.81
每股经营现金流(最新摊薄)	0.32	0.53	0.79	0.72	0.95
每股净资产(最新摊薄)	4.20	5.21	6.34	7.77	9.48
估值比率					
P/E	27.19	21.58	18.09	14.94	12.64
P/B	5.45	4.40	3.61	2.95	2.41
EV/EBITDA	23.33	17.64	14.93	12.30	10.38

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