

中航证券研究所
 分析师：张超
 证券执业证书号：S0640519070001
 研究助理：王宏涛
 证券执业证书号：S0640118100010
 电话：010-59562519
 邮箱：wanght@avicsec.com

大华股份（002236）2020 三季度报点评： 重返稳增长轨道，经营质量有所提升

行业分类：计算机

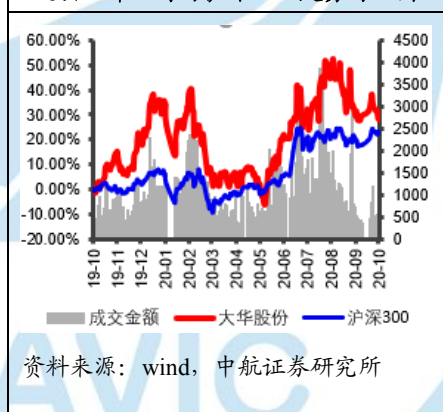
2020 年 10 月 22 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.10.19)	20.77
目标价格	25.80

基础数据（2020.10.21）

上证指数	3325.02
总股本（亿股）	30.01
流通 A 股（亿股）	18.57
资产负债率	41.91%
ROE（2020Q3，摊薄）	15.25%
PE（TTM）	14.78
PB（LF）	3.30

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



- **事件：**公司 2020 前三季度实现营收 161.66 亿元（-1.60%），归母净利润 28.25 亿元（+50.48%），扣非归母净利润 17.36 亿元（+0.39%），销售毛利率 44.99%（+4.02pcts）。
- **投资要点：**
 - **营收重返稳增长轨道，红外热成像业务完成历史使命。**公司积极应对外部经营环境的不利影响，根据市场变化实时调整，加快推进战略产品、重点产品及软件产品的营销，顺利实现营收重返稳定增长轨道。报告期，公司前三季度实现营收 161.66 亿元（-1.60%），Q3 单季实现营收 63.28 亿元（+12.56%）。在 Q1 受疫情影响营收大幅下滑（-19.47%）基础上，Q2、Q3 分别实现营收（-1.89%、12.56%），营收逐季改善，顺利重返稳增长轨道。受疫情影响，公司一季度国内业务营收下滑、海外业务基本正常开展，二季度国内业务渐趋恢复、海外业务开展受到一定影响；公司通过红外热成像产品的销售弥补了部分传统业务的下滑，高毛利的红外热成像业务在 Q1、Q2 为稳定公司业绩做出了一定贡献。Q3 开始，随着国内对疫情的成功控制，我们认为国内业务快速恢复，并成功带动公司营收重返稳增长轨道。红外热成像产品属于比较小众的产品，相对于公司目前的营收体量，从全年维度来看为公司贡献业绩的可能性不大。我们判断，公司前三季度的营收结构变化，体现出公司在根据市场情况快速研发并交付有针对性产品、解决方案等方面具有优势，抗风险能力比较强。
 - **非经常损益、汇兑损失对当期盈利影响较大，实际经营质量有所提升。**报告期，因转让子公司华图微芯股权产生税后收益约 9.41 亿元，带动投资收益为 10.77 亿元（+8233.52%）；汇兑损失较上年同期增加，导致财务费用为 1.74 亿元（+320.95%）。若扣除股权转让收益 9.41 亿元与主要为汇兑损失带来的财务费用变动 -2.53 亿元影响，则前三季度扣非归母净利润实现逐季稳健提升。公司今年加大市场拓展力度，关税及物流费用增长较大，致销售费用同比+10.29%；管理与研发费用变化甚微、基本保持稳定；财务费用受汇率影响出现季节性大幅波动。Q1、H1、前三季度销售毛利率（49.23%、48.17%、44.99%）的变化，主要系上半年疫情原因导致红外等高毛利业务营收占比较高，三季度开始红外业务收入下降，营收结构回归常态。期末货币资金 49.73 亿元（+39.88%），主要是本期贷款回笼增加及银行借款增加所致；合同负债及预收账款 7.09 亿元（+39.57%），存货 51.02 亿元（+25.79%），伴随 Q3 营收增长而实现同向稳健增加，为全年经营

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布

证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
 资本大厦中航证券有限公司
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：010-59562524
 传 真：010-59562637

业绩实现构筑了坚实基础。报告期，实现经营性现金流量净额 12.68 亿元（+335.58%），创近历史同期新高，主要是加强应收款管理、经营回款增加所致；经营性现金流量净额可覆盖同期大部分扣非净利润，说明整体经营质量也有所提升。

- **人工智能技术实现持续突破，积极内引外联构建智慧物联行业生态圈。**公司近年来继续加强核心技术投入，AI 算法等能力实现持续突破。8 月，公司基于深度学习的**遥感影像智能分析技术**，在全球标准化遥感影像目标检测数据集 DOTA（A Large-scale Dataset for Object Detection in Aerial Images）的旋转框精度和水平框精度排行榜上均取得第一的成绩；9 月初，公司基于 AI 的**RPT 视觉跟踪算法**凭借优异的评测成绩，从全球知名企业、高校研究所共 37 支团队中脱颖而出，夺得 VOT2020 challenge 主赛道冠军（VOT-ST2020 Winner）；9 月中旬，公司基于 AI 的**场景流估计算法**和**光流估计算法**再次取得突破性成果，各项指标再次刷新了 KITTI Sceneflow、KITTI Flow 两项竞赛的全球最好成绩。在 AI 技术取得持续突破的同时，公司深入洞察行业与技术发展趋势，积极内引外联合作伙伴构建智慧物联行业完整生态圈。公司微信公众号披露，其在三季度相继签署了大量战略合作协议：1、与汉鼎宇佑在智慧城市与产业投资方面开展深度合作，共同探索新基建下的智慧城市建设；2、与铭源集团旗下大连量天科技围绕石油炼化、能源化工、智能制造、智能物流、智能工厂、智慧园区等行业领域展开全方位合作；3、与浙江数智未来控股集团在城市服务、城市生活等城市数字化转型领域建立深度合作伙伴关系；4、与航天泰坦科合作，联手为自然资源信息化发展赋能；5、与新源昌、合力永兴等共推智慧消防信息化建设；6、与方欣科技有限公司在智慧办税领域进行全方位合作，共同推进纳税服务大厅实名办税智慧应用。此外，还与公安部第三研究所、新泰市政府、茂名市公安局等签订了大量相关合作协议。公司构建智慧物联行业生态圈，积极拓展市场版图的意图十分明显。
- **海思芯片困局或加速安防行业整合，有利于公司市场份额实现有效提升。**受制造商台积电于 9 月 14 日后正式停止向华为供应芯片影响，海思的 IPC SOC 安防芯片供应出现短缺，部分监控摄像机市场价格出现上涨。根据集微网近期调研情况，多家安防企业均表示，已经正式收到海思芯片停供通知。中小型安防企业面临芯片供应困境，迫于现金流等压力未能提前囤积足够芯片来弥补方案替换时间，在上游主要元器件供应受限情况下只能停工停产。目前，海思芯片现有库存主要用以保障供应海康、大华等大型企业供应。而海康、大华受美国制裁影响较早，在 2019 年就开始做相应备货、替换方案等准备，已留出足够的时间来做方案替换准备，所以受到的影响甚微。在 9 月份的投资者问答中，公司也表示已经建立起了有效的安全合规运营控制体系和业务连续性管理体系，在供应商的选择上一贯采用主备供应商战略，确保业务的稳定性。基于以上情况，我们判断海思芯片事件或加速安防行业市场整合，有利于公司实现市场份额有效提升。
- **投资建议：**公司正在走出疫情事件不良影响，其经营质量持续稳健提升。我们判断海思芯片事件或加速安防行业市场整合，也有利于公司实现市场份额有效提升。预测公司 2020、2021、2022 年归母净利润分别为 38.84 亿元、41.68 亿元、46.75 亿元，对应 EPS 分别为 1.29 元、1.39 元、1.56 元，当前股价对应 PE 分别为 15 倍、16 倍和 13 倍，参考同行业上市公司，给予公司 2020 年 20 倍 PE 估值，对应股价 25.80 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**技术快速迭代升级，产品安全，供应链安全，国际化经营及汇率风险。

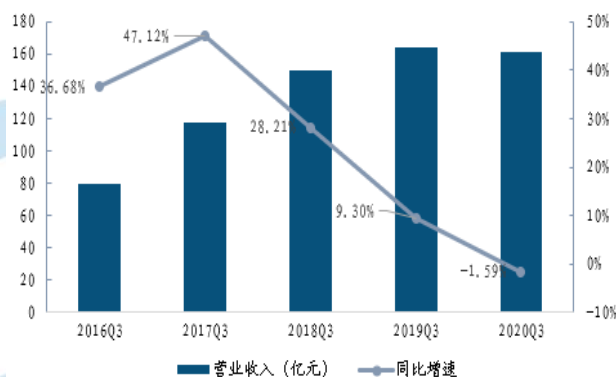
● 盈利预测:

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26149.43	28003.43	33153.26	39694.39
增长率 (%)	10.50%	7.09%	18.39%	19.73%
归属母公司股东净利润	3188.14	3884.32	4167.58	4674.77
增长率 (%)	26.04%	21.84%	7.29%	12.17%
每股收益 (元)	1.06	1.29	1.39	1.56

数据来源: wind, 中航证券研究所

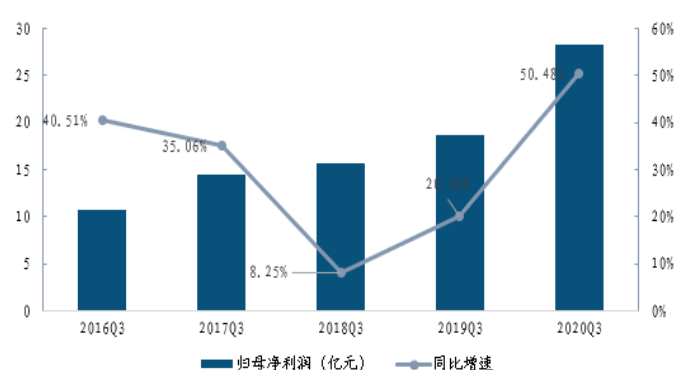
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司 2016Q3-2020Q3 营业收入及增速情况 (亿元, %)



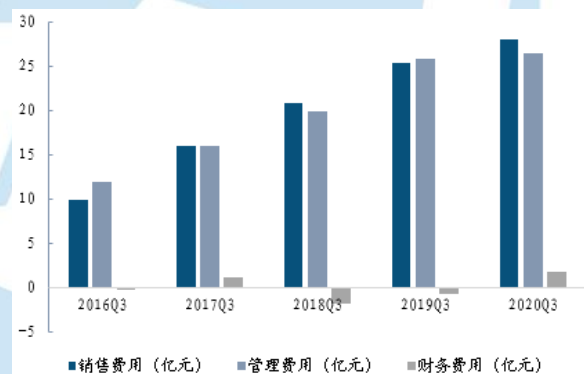
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司 2016Q3-2020Q3 归母净利润及增速情况 (亿元, %)



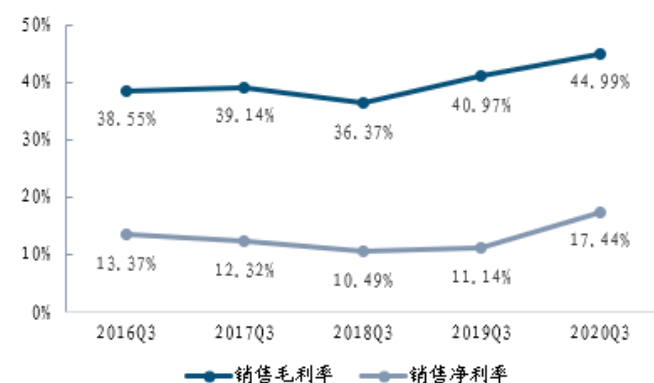
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司 2016Q3-2020Q3 三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司 2016Q3-2020Q3 销售毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

注: 管理费用中均包含研发费用

图表：大华股份盈利预测（单位：百万元）

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	26149.43	28003.43	33153.26	39694.39	货币资金	3084.43	7633.83	9976.32	12689.52
营业成本	15396.19	16449.21	19262.04	23217.25	应收和预付款项	13778.16	14754.71	17466.33	20913.72
营业税金及附加	182.58	195.53	231.48	277.16	存货	3839.81	4107.96	4824.23	5831.40
销售费用	3952.95	4007.29	4495.58	5604.85	其他流动资产	2273.05	895.75	1005.31	1144.47
管理费用	3535.10	3772.06	4303.29	5180.12	长期股权投资	490.73	450.73	414.73	399.73
财务费用	-70.08	-31.57	17.71	-17.20	投资性房地产	336.18	339.73	338.55	338.94
资产减值损失	-111.17	287.35	275.43	262.17	固定资产和在建工程	1958.22	2036.62	1928.20	1813.06
投资收益	-95.57	908.00	-10.00	10.00	无形资产和开发支出	454.44	442.03	430.71	415.47
公允价值变动损益	41.86	34.00	20.00	-5.00	其他非流动资产	3349.63	3782.14	4165.32	4497.97
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	29564.65	34443.51	40549.70	48044.28
营业利润	3496.88	4265.55	4577.72	5175.05	短期借款	400.32	1500.00	1550.00	1600.00
其他非经营损益	1.68	11.30	12.37	10.30	应付和预收款项	10868.79	11013.85	13057.69	15894.04
利润总额	3498.56	4276.85	4590.09	5185.35	长期借款	153.50	153.50	153.50	153.50
所得税	337.70	412.83	443.07	500.52	其他负债	2165.86	2323.35	2649.01	3066.31
净利润	3160.86	3864.02	4147.02	4684.82	负债合计	13588.48	14990.70	17410.20	20713.85
少数股东损益	-27.29	-20.30	-20.56	10.05	股本	3003.71	3001.47	3001.47	3001.47
归属母公司股东净利润	3188.14	3884.32	4167.58	4674.77	资本公积	1882.86	1882.86	1882.86	1882.86
现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	留存收益	11801.71	15308.21	19015.47	23196.34
经营活动现金流净额	1600.60	3123.37	3118.33	3465.30	归属母公司股东权益	15643.01	19139.95	22847.20	27028.08
投资活动现金流净额	-839.80	609.17	-447.82	-425.39	少数股东权益	333.16	312.86	292.30	302.35
筹资活动现金流净额	-1773.88	816.87	-328.04	-326.70	股东权益合计	15976.17	19452.81	23139.50	27330.43
现金流量净额	-968.10	4549.41	2342.48	2713.20	负债和股东权益合计	29564.65	34443.51	40549.70	48044.28

数据来源：wind，中航证券研究所

投资评级定义

买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间。
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性：预计未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

张超，SAC执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。