

非经营性因素影响业绩



核心观点

- 大华在 20 年实现营收 265 亿元，增长 1%，实现归母净利润 40 亿元，增长 26%。20 年业绩受非经营性因素影响较大：汇兑损失近 3.6 亿元，信用减值及资产减值损失相比 19 年的 5.3 亿元增加 1.75 亿元，转让子公司浙江华图微芯 100% 股权增加归母净利润 9.6 亿元确认在三季度。
- **视频监控业务持续增长**：政府端的视频设备有大量高清化、智能化升级需求，智慧城市前景广阔，公安、司法、水利、环保、消防、应急等相关领域都会进行数字化升级，给大华等视频物联公司带来商机。企业端保持稳健增长，多个行业的头部企业加强智能化升级改造的需求，逐步提升对非安防的视频物联的接受度。在大华较有优势的海外市场，公司注重资源的精准投放，推行本地化与“一国一策”战略，持续取得较高毛利和较好现金流。公司会继续推进海外渠道下沉和渠道秩序的管理，并有望随着部分地区从产品到解决方案的转型持续增长。
- **技术能力持续突破，创新业务健康发展**：大华构建了围绕视图智能、3D 智能、多维智能、控制智能四大板块核心算法体系，成功研发落地了 100 多个行业场景算法，实现了交通、制造、能源、零售、教育等多个领域的产品和解决方案的全面覆盖，不断在人工智能、大数据、物联网等技术领域取得突破。公司已公告启动 51% 控股的华创视讯分拆上市的筹备工作，也已把机器人业务至 51% 控股子公司华睿科技，实现机器人业务的内部协同。
- **精细化管理提升**：大华近两年强调精细化管理，加强现金流和回款的管理，具体措施包括：利用考核牵引，在业务端绩效考核方案中加大回款考核的比重，牵引一线业务的回款。大华也提高合同质量，市场财经下沉至区域，事前介入客户资信、账期、回款方式评审。在 20 年宏观经济偏弱背景下，大华前三季度经营净现金流 12.7 亿元，是公司披露财报以来的历年同期最好表现。

财务预测与投资建议

- 我们根据业绩快报上调公司 2020-2022 年每股收益预测至 1.34/1.51/1.87 元（原预测 1.29/1.50/1.86 元，上调了分业务毛利率假设），根据可比公司 21 年平均 22 倍 PE 估值，对应目标价 33.21 元，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；AI 进展低于预期；应收账款信用减值；汇兑损益风险

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	23,666	26,149	26,467	33,093	39,583
同比增长(%)	25.6%	10.5%	1.2%	25.0%	19.6%
营业利润(百万元)	2,700	3,497	4,353	4,950	6,131
同比增长(%)	2.6%	29.5%	24.5%	13.7%	23.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,529	3,188	4,001	4,523	5,598
同比增长(%)	6.3%	26.0%	25.5%	13.0%	23.8%
每股收益(元)	0.84	1.06	1.34	1.51	1.87
毛利率(%)	37.2%	41.1%	43.8%	42.2%	42.3%
净利率(%)	10.7%	12.2%	15.1%	13.7%	14.1%
净资产收益率(%)	21.9%	22.6%	22.3%	20.4%	20.9%
市盈率	24.8	19.7	15.7	13.9	11.2
市净率	5.0	4.0	3.1	2.6	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月26日)	20.95元
目标价格	33.21元
52周最高价/最低价	27.26/14.61元
总股本/流通A股(万股)	299,558/185,828
A股市值(百万元)	62,757
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年02月28日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-12.34	-12.49	-0.8	8.98
相对表现	-6.91	-13.99	-8.55	-1.93
沪深300	-5.43	1.5	7.75	10.91



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

管理体系优化，智慧物联打开新空间 2020-12-07

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们根据业绩快报上调公司 2020-2022 年每股收益预测至 1.34/1.51/1.87 元（原预测 1.29/1.50/1.86 元，上调了分业务毛利率假设），根据可比公司 21 年平均 22 倍 PE 估值，对应目标价 33.21 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/2/26	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
海康威视	002415	55.56	1.33	1.45	1.75	2.09	41.82	38.45	31.67	26.57
千方科技	002373	16.40	0.64	0.70	0.80	1.15	25.59	23.53	20.58	14.26
水晶光电	002273	11.05	0.40	0.42	0.55	0.67	27.40	26.45	20.20	16.42
大立科技	002214	26.32	0.30	0.88	1.05	1.32	88.92	29.91	25.07	19.89
思维列控	603508	22.94	2.90	1.17	1.59	2.08	7.92	19.60	14.42	11.02
	最大值						88.92	38.45	31.67	26.57
	最小值						7.92	19.60	14.42	11.02
	平均数						38.33	27.59	22.39	17.63
	调整后平均						31.60	26.63	21.95	16.86

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期；AI 进展低于预期；应收账款信用减值；汇兑损益风险

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,160	3,084	8,128	10,482	14,212	营业收入	23,666	26,149	26,467	33,093	39,583
应收票据、账款及款项融资	12,577	14,327	13,233	15,885	18,208	营业成本	14,871	15,396	14,868	19,112	22,845
预付账款	127	128	130	162	194	营业税金及附加	192	183	185	231	276
存货	3,036	3,840	4,460	5,160	5,711	营业费用	3,365	3,953	4,477	4,672	5,509
其他	1,379	1,596	1,601	1,704	1,806	管理费用及研发费用	2,917	3,535	4,094	4,667	5,357
流动资产合计	21,279	22,975	27,552	33,394	40,131	财务费用	(123)	(70)	(438)	(147)	(206)
长期股权投资	186	491	491	491	491	资产、信用减值损失	359	530	705	309	370
固定资产	1,407	1,522	1,630	1,638	1,588	公允价值变动收益	(39)	42	0	0	0
在建工程	226	436	293	222	187	投资净收益	(79)	(96)	1,077	0	0
无形资产	372	412	366	320	275	其他	734	928	700	700	700
其他	2,880	3,728	3,838	4,028	4,250	营业利润	2,700	3,497	4,353	4,950	6,131
非流动资产合计	5,072	6,589	6,618	6,700	6,790	营业外收入	77	11	25	25	25
资产总计	26,351	29,565	34,170	40,093	46,921	营业外支出	4	10	5	5	5
短期借款	1,852	400	400	400	400	利润总额	2,773	3,499	4,373	4,970	6,151
应付票据及应付账款	7,461	8,098	7,731	9,365	10,966	所得税	179	338	372	447	554
其他	3,254	4,033	4,226	4,401	4,577	净利润	2,595	3,161	4,001	4,523	5,598
流动负债合计	12,567	12,531	12,357	14,166	15,943	少数股东损益	65	(27)	0	0	0
长期借款	179	154	304	379	379	归属于母公司净利润	2,529	3,188	4,001	4,523	5,598
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.84	1.06	1.34	1.51	1.87
其他	702	904	989	989	989						
非流动负债合计	881	1,057	1,293	1,368	1,368	主要财务比率					
负债合计	13,447	13,588	13,650	15,534	17,311		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	285	333	333	333	333	成长能力					
股本	2,998	3,008	2,996	2,996	2,996	营业收入	25.6%	10.5%	1.2%	25.0%	19.6%
资本公积	693	825	1,793	1,793	1,793	营业利润	2.6%	29.5%	24.5%	13.7%	23.9%
留存收益	8,917	11,802	15,403	19,442	24,493	归属于母公司净利润	6.3%	26.0%	25.5%	13.0%	23.8%
其他	10	8	(4)	(4)	(4)	获利能力					
股东权益合计	12,903	15,976	20,521	24,559	29,610	毛利率	37.2%	41.1%	43.8%	42.2%	42.3%
负债和股东权益总计	26,351	29,565	34,170	40,093	46,921	净利率	10.7%	12.2%	15.1%	13.7%	14.1%
						ROE	21.9%	22.6%	22.3%	20.4%	20.9%
						ROIC	17.5%	19.6%	19.0%	18.8%	19.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	51.0%	46.0%	39.9%	38.7%	36.9%
净利润	2,595	3,161	4,001	4,523	5,598	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	186	258	249	278	283	流动比率	1.69	1.83	2.23	2.36	2.52
财务费用	(123)	(70)	(438)	(147)	(206)	速动比率	1.45	1.52	1.85	1.97	2.14
投资损失	79	96	(1,077)	0	0	营运能力					
营运资金变动	(438)	(1,701)	(78)	(1,987)	(1,601)	应收账款周转率	2.7	2.2	1.9	2.2	2.2
其它	(1,344)	(142)	333	100	148	存货周转率	5.0	4.4	3.5	3.8	4.0
经营活动现金流	955	1,601	2,990	2,767	4,221	总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.9	0.9
资本支出	(628)	(564)	(151)	(151)	(151)	每股指标(元)					
长期投资	(295)	(211)	0	0	0	每股收益	0.84	1.06	1.34	1.51	1.87
其他	177	(65)	1,077	0	0	每股经营现金流	0.32	0.53	1.00	0.92	1.41
投资活动现金流	(747)	(840)	926	(151)	(151)	每股净资产	4.21	5.22	6.74	8.09	9.77
债权融资	(24)	(19)	134	75	0	估值比率					
股权融资	199	142	956	0	0	市盈率	24.8	19.7	15.7	13.9	11.2
其他	202	(1,897)	37	(336)	(341)	市净率	5.0	4.0	3.1	2.6	2.1
筹资活动现金流	377	(1,774)	1,126	(261)	(341)	EV/EBITDA	21.4	16.0	14.2	11.6	9.5
汇率变动影响	54	45	-0	-0	-0	EV/EBIT	22.9	17.2	15.1	12.3	10.0
现金净增加额	640	(968)	5,043	2,354	3,730						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn