

大华股份 (002236) 2020 年报点评: 整体经营质量显著提升

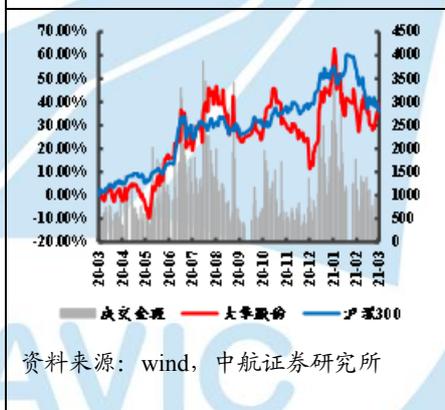
行业分类: 计算机

2021 年 3 月 25 日

公司投资评级	买入
当前股价 (2021.3.24)	22.94
目标价格	29.40

基础数据 (2020.3.24)	
上证指数	3367.06
总股本 (亿股)	29.96
流通 A 股 (亿股)	18.58
资产负债率	44.79%
ROE (摊薄)	19.74%
PE (TTM)	17.61
PB (LF)	3.48

过去一年公司与沪深 300 走势对比图



- **事件:** 大华股份 3 月 24 日发布年报, 公司 2020 年实现营收 264.66 亿元 (+1.21%), 归母净利润 39.03 亿元 (+22.42%), 扣非归母净利润 27.35 亿元 (-9.34%), 毛利率达到 42.70% (+1.58%)。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.68 元 (含税)。
- **投资要点:**
 - **受疫情影响整体营收增速暂缓, To B 业务逆势保持快速增长。** 在全球疫情蔓延的不利影响下, 公司坚持精细化管理和高质量发展经营理念, 基本实现了整体经营业绩的稳步增长。公司作为以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商, 从营收结构来看, 传统业务基本保持稳定, 创新业务实现持续快速增长。其中, (1) **产品**实现营收 102.36 亿元 (-0.23%)。报告期内公司深化 AI 应用, 在感知、智能、计算等能力上全面升级, 形成系列化的产品布局, 为视频物联解决方案的快速落地提供了有力支撑; (2) **解决方案**实现营收 128.00 亿元 (+0.09%)。公司深入细化行业业务, 在智慧制造、智慧石化、智慧农业、智慧教育等方向开拓了新的市场空间, 突破传统安防业务, 打开更广阔的行业应用场景; (3) 包括工业互联网领域、视讯协作、乐橙家用、智慧消防及无人机等**创新业务**实现营收 17.61 亿元 (+44.64%)。To G 业务受国内固定资产投资增速下降影响, 实现营收 56.72 亿元 (-4.27%); 公司大力拓展的 To B 业务实现营收 67.57 亿元 (+23.63%), 保持逆势快速增长态势。
 - **公司经营质量向好趋势确立。** 公司 2020 年销售毛利率达到 42.70% (+1.58%), 连续两年稳健增长, 产品附加值有所提高。因转让子公司股权产生税后收益约 9.62 亿元, 带动投资收益为 9.76 亿元 (去年同期为 -0.96 亿元); 计提信用减值准备和资产减值准备合计 7.05 亿元 (+32.87%); 主要受汇兑损失影响, 导致财务费用为 3.00 亿元 (去年同期为 -0.70 亿元)。若扣除以上三项因素影响, 则公司归母净利润及扣非归母净利润均有稳健增长。受公司加大市场拓展力度、关税及物流费用增长, 以及公司员工总数 17251 人 (+26.31%) 影响, 期间产生销售费用、管理费用、研发费用均呈现个位数增长。期末应收账款 128.58 亿元 (-2.90%), 首现负增长, 收款质量出现历史性拐点; 存货 49.28 亿元 (+28.34%), 主要系公司采取保障供应链安全措施所致; 合同负债及预收账款 6.71 亿元 (+78.72%), 增速创近十年新高, 新订单锁定较好。公司精细化管理、本年销售回款增加, 带来经营活动产生的现金流量净额 44.02 亿元 (+174.99%), 连续两年持续快速增长, 已经完

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



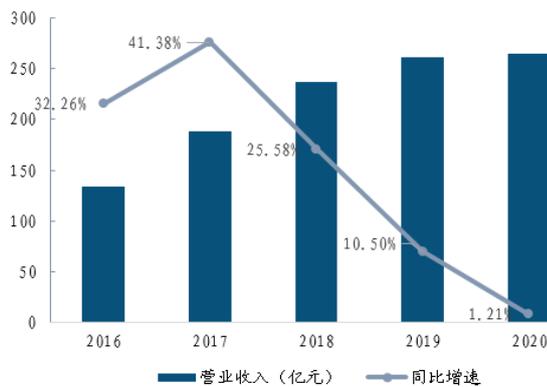
全覆盖当期归母净利润。毛利率稳健提升，应收账款首现负增长、合同负债及预收账款大幅增长、经营性现金流完全覆盖当期归母净利润，几项重要财务指标均显示公司整体经营质量已经出现同比显著提升。

- **研发驱动、实干牵引、软件定义未来，创新发展，打造安全供应链。**报告期内，公司秉承高质量发展的经营理念，坚持**研发驱动**：以技术创新为核心，持续进行科技研发的大规模投入，常年保持研发投入营收占比在 10%以上，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成功研发落地了 100+行业场景算法，已实现了交通、制造、能源、零教育等多个领域的产品和解决方案的全面覆盖。**实干牵引**：对准当前业务痛点，立足一线，以市场为牵引实现业务价值落地。重塑区域技术营销体系，加强技术业务协同发展；国内 SMB 业务持续下沉，激活市场；海外以国家为中心，本地化服务，大力加强品牌覆盖。持续深耕精细化管理，全面保障业务价值落地。**软件定义未来**：年内落地 8 个国内区域软件开发中心，提供敏态的定制化服务的前台组织，实现行业整体协同。在广西、贵州等省区开展省区交付业务直管试点，确保项目快速交付，且通过能力沉淀把软件集成交付能力推广复制到其他省区。**创新发展**：基于机器视觉、视讯协作、乐橙、智慧消防、智慧存储、智慧安检、汽车电子、无人机等新兴业务，充分激发人才活力，为公司不断拓展新的高速增长点。高度重视外部生态合作伙伴建设，以优势互补、利益共享的理念打造生态链，联合生态合作伙伴，共同为客户创造更大的价值。**打造安全供应链**：为应对供应链的风险，全面梳理供应链，加大关键物料的库存备货，对关键节点设计备用、替代方案，保障供应链多元化，将产品及解决方案的供应链实现多元化和自主可控，大幅降低对特定物料的依赖，使整体供应安全得到有效保障。
- **筹划控股子公司华创视讯分拆上市，有利于其综合竞争力提升，符合公司战略规划布局。**公司 2020 年 12 月 22 日发布公告，筹划控股子公司华创视讯分拆上市。华创视讯专注于音视频会议系统的设计、研发、生产、销售与技术服务，自主研发包括会议硬件终端、软件终端、会议摄像机、全向麦克风、智能平板、无纸化会议系统、会议多点控制单元、会议管理系统、云视讯平台等在内的全套会议产品，并提供视频会议、智慧党建、应急指挥、雪亮工程、智慧司法、智慧教育、智慧医疗等行业视频会议应用。在疫情防控的特殊时期，华创视讯与全国多地卫健委、医院等机构紧密合作，给予各个单位全天候 24 小时不间断的技术协助，如天津应急、中国银行总行等单位均通过华创视频会议远程平台部署疫情防控指挥工作。本次拟分拆华创视讯上市，有望提升其市场综合竞争力，壮大公司视频物联创新业务，进一步优化公司业务战略版图。
- **投资建议**：智能安防行业在政策鼓励与技术突破的双重推动下，将迎来新一轮升级、建设高潮。在行业智能化进阶过程中，软件定义未来的快速发展也有利于市场份额进一步向头部企业集中。大华股份整体经营质量显著提升，经营性拐点出现，预测公司 2021、2022、2023 年归母净利润分别为 44.05 亿元、51.08 亿元、61.79 亿元，对应 EPS 分别为 1.47 元、1.71 元、2.06 元，当前股价对应 PE 分别为 14 倍、12 倍和 10 倍，参考同行业上市公司，给予公司 2021 年 20 倍 PE 估值，对应股价 29.40 元，给予“买入”评级。
- **盈利预测**：

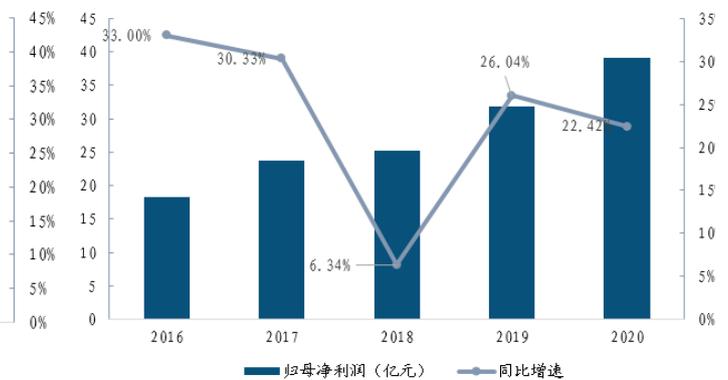
单位:百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26465.97	31179.56	36975.84	43161.89
增长率 (%)	1.21%	17.81%	18.59%	16.73%
归属母公司股东净利润	3902.78	4404.74	5107.65	6179.05
增长率 (%)	22.42%	12.86%	15.96%	20.98%
每股收益 (EPS)	1.30	1.47	1.71	2.06

数据来源: wind, 中航证券研究所

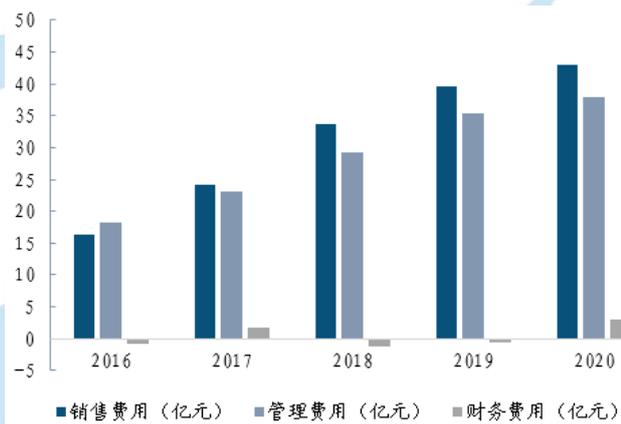
- **风险提示**：技术快速迭代升级，产品安全，供应链安全，国际化经营及汇率风险。

◆ 公司主要财务数据
图 1: 近五年营业收入及增速情况 (亿元, %)


资料来源: wind, 中航证券研究所

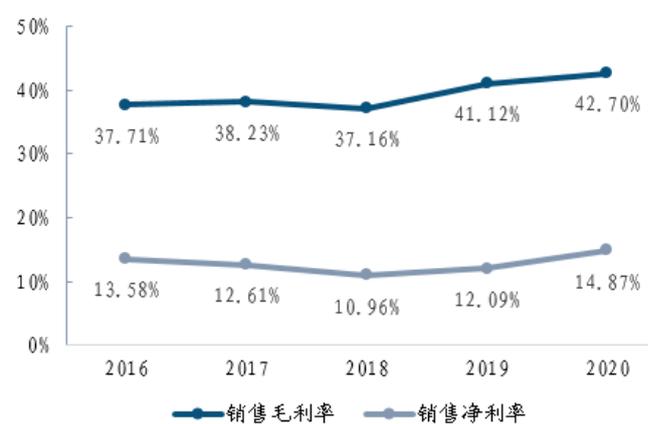
图 2: 近五年归母净利润及增速情况 (亿元, %)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 近五年三费情况 (亿元)


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 4: 近五年毛利率及净利率情况 (%)


资料来源: wind, 中航证券研究所

图表：大华股份盈利预测（单位：百万元）

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	26465.97	31179.56	36975.84	43161.89	货币资金	7471.65	8996.48	12465.58	16753.29
营业成本	15164.33	17878.36	21372.03	24865.57	应收和预付款项	14223.06	16756.32	19873.14	23197.04
营业税金及附加	161.68	190.48	225.89	263.68	存货	4928.02	5810.01	6945.36	8080.67
销售费用	4291.12	4461.79	5383.68	6094.46	其他流动资产	2489.57	960.37	1082.67	1213.20
管理费用	3782.65	4168.71	4799.46	5632.63	长期股权投资	455.98	415.98	379.98	364.98
财务费用	300.41	-106.60	-137.82	-173.81	投资性房地产	336.01	336.07	336.05	336.05
资产减值损失	-128.58	-90.00	-90.00	-90.00	固定资产和在建工程	2679.73	2719.92	2548.78	2370.89
投资收益	975.59	20.00	30.00	50.00	无形资产和开发支出	449.46	434.22	420.06	401.99
公允价值变动损益	185.73	90.00	90.00	90.00	其他非流动资产	3561.56	3868.41	4224.66	4530.30
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	36595.03	40297.78	48276.28	57248.42
营业利润	4256.95	4786.82	5542.59	6709.37	短期借款	250.18	290.00	270.00	250.00
其他非经营损益	-8.18	6.65	8.71	7.32	应付和预收款项	12408.95	12686.90	15721.30	18757.63
利润总额	4248.77	4793.47	5551.30	6716.69	长期借款	878.00	878.00	878.00	878.00
所得税	313.53	353.72	409.64	495.64	其他负债	2854.27	2342.43	2714.28	3086.12
净利润	3935.24	4439.74	5141.65	6221.05	负债合计	16391.39	16197.34	19583.59	22971.75
少数股东损益	32.46	35.00	34.00	42.00	股本	2995.58	2995.58	2995.58	2995.58
归属母公司股东净利润	3902.78	4404.74	5107.65	6179.05	资本公积	1989.66	1989.66	1989.66	1989.66
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	留存收益	15308.61	19226.56	23784.82	29326.80
经营活动现金流净额	4401.53	2087.35	4139.66	4960.98	归属母公司股东权益	19773.03	23634.83	28193.08	33735.06
投资活动现金流净额	-189.91	-114.10	-338.98	-290.01	少数股东权益	430.61	465.61	499.61	541.61
筹资活动现金流净额	605.62	-448.42	-331.58	-383.26	股东权益合计	20203.64	24100.44	28692.69	34276.67
现金流量净额	4624.27	1524.83	3469.10	4287.71	负债和股东权益合计	36595.03	40297.78	48276.28	57248.42

数据来源：wind，中航证券研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 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、未来也将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替行使独立判断。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。