

营收增速亮眼，软件占比提升

——大华股份(002236.SZ)2021年半年度报告点评

事件：

公司于2021年8月27日晚发布《2021年半年度报告》。

点评：

● 上半年营收表现亮眼，还原汇兑、投资损失后利润与营收增速匹配

上半年，公司实现营业收入135.05亿元，同比增长37.27%；实现归母净利润16.43亿元，同比增长20.03%。净利润增速不及营收增速的主要原因是：1) 汇兑损失1.32亿元；2) 零跑投资损失1.65亿元；3) 信用减值损失3.68亿元。若剔除前两项影响，则利润端表现与营收端基本匹配。未来，随着公司历史包袱逐渐出清，业务质量逐步提高，信用减值损失对利润的影响将逐步减小。上半年，公司实现毛利率41.42%，Q2实现毛利率41.74%，环比提升0.83个百分点；公司继续推进精细化管理，期间费用率同比下降5.93%。

● 境内外业务均实现快速增长，To B业务占比进一步提升成强力增长引擎
分地区来看，1) 境内：实现收入77.77亿元，同比增长34.33%，毛利率39.75%，同比下降2.32%，相比2019年同期上升2.28%；2) 境外：实现收入57.28亿元，同比增长41.47%，毛利率43.69%，同比下降13.20%，主要受到去年红外产品高基数影响。境内分业务板块来看，1) To G业务：实现收入21.81亿元，同比增长10.79%，G端业务有序恢复、稳健增长；2) To B业务：实现收入35.96亿元，同比增长47.23%，企业客户数字化改造需求持续释放，B端业务成为公司开启第二增长曲线的强力引擎；3) 其他：实现收入19.99亿元，同比增长45.09%。

● 软件业务收入占比提升，同比增长65.61%，创新业务延续高增态势

本次半年报中，公司首次将软件业务单独拆分披露。上半年，公司实现软件业务收入5.51亿元，同比增长65.61%，占比提升0.70%至4.08%，印证了我们对于公司及行业趋于“软化”的判断，产品及解决方案价值持续提升。公司软件复用性持续提升，开发成本不断降低，促进公司的基础平台效率提升和业务的快速孵化，助力各地区研发团队实现客户业务快速响应和交付。上半年，公司创新业务延续高增趋势，实现收入11.97亿元，同比增长94.25%。公司机器视觉、视讯协作及智能家居等业务快速发展，为公司持续高速的高质量发展提供新动力，其他创新业务按照公司既有的战略规划有序深入推进。

● 投资建议与盈利预测

伴随着AI等技术的规模化落地，视频能力已经深入到各行各业的业务应用中，行业的市场空间进一步扩大，公司有望充分受益。预测公司2021-2023年营业收入为325.52、390.07、457.19亿元，归母净利润为43.72、53.44、66.40亿元，EPS为1.46、1.78、2.22元/股，对应PE为14.89、12.18、9.80倍。公司过去五年的PE主要运行在13-33倍之间、预期未来三年归母净利润的CAGR为19.38%，维持公司2021年22倍的目标PE，目标价为32.12元。维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情反复；与中国移动战略合作进展低于预期；企业数字化改造需求释放不及预期；海外市场拓展不及预期；创新业务发展不及预期；市场竞争加剧等。

买入|维持

当前价/目标价：21.73元/32.12元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：26.7/18.29

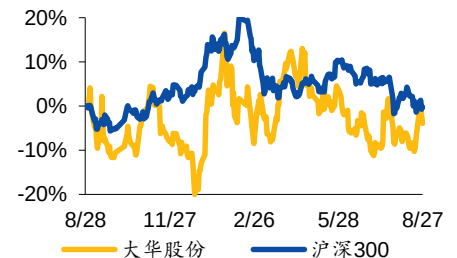
A股流通股(百万股)：1959.61

A股总股本(百万股)：2995.58

流通市值(百万元)：42582.22

总市值(百万元)：65093.94

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)2021年第一季报告点评：营收快速增长，高质量成长无忧》
2021.04.23

《国元证券公司研究-大华股份(002236.SZ)事件点评：引入中国移动，协同效应明显》
2021.03.28

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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	26149.43	26465.97	32551.69	39006.90	45718.59
收入同比(%)	10.50	1.21	22.99	19.83	17.21
归母净利润(百万元)	3188.14	3902.78	4371.75	5344.47	6639.66
归母净利润同比(%)	26.04	22.42	12.02	22.25	24.23
ROE(%)	20.38	19.74	18.77	19.05	19.57
每股收益(元)	1.06	1.30	1.46	1.78	2.22
市盈率(P/E)	20.42	16.68	14.89	12.18	9.80

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：大华股份过去 5 年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	22975.44	29112.30	34768.48	41812.59	49733.82
现金	3084.43	7471.65	8648.50	10973.96	14140.68
应收账款	13241.20	12857.52	15797.34	18887.14	22086.65
其他应收款	408.78	970.43	1188.14	1408.15	1641.30
预付账款	128.18	162.25	195.55	231.73	268.43
存货	3839.81	4928.02	6028.56	7201.43	8383.80
其他流动资产	2273.05	2722.43	2910.40	3110.18	3212.97
非流动资产	6589.21	7482.73	7375.65	7282.51	7371.95
长期投资	490.73	455.98	468.72	476.54	489.86
固定资产	1522.46	1515.59	1847.22	1892.37	1934.07
无形资产	411.76	406.78	411.23	420.08	432.22
其他非流动资产	4164.26	5104.39	4648.49	4493.52	4515.81
资产总计	29564.65	36595.03	42144.13	49095.10	57105.77
流动负债	12531.26	14662.09	16660.39	18822.72	20920.00
短期借款	400.32	250.18	278.74	294.36	318.96
应付账款	4290.25	6444.79	7403.01	8382.36	9246.41
其他流动负债	7840.68	7967.13	8978.65	10146.00	11354.63
非流动负债	1057.22	1729.30	1720.14	1707.65	1691.96
长期借款	153.50	878.00	832.69	779.41	719.16
其他非流动负债	903.72	851.30	887.45	928.24	972.80
负债合计	13588.48	16391.39	18380.53	20530.37	22611.96
少数股东权益	333.16	430.61	466.28	509.27	561.92
股本	3003.71	2995.58	2995.58	2995.58	2995.58
资本公积	1882.86	1989.66	1989.66	1989.66	1989.66
留存收益	11801.71	15308.61	18877.54	23633.57	29508.44
归属母公司股东权益	15643.01	19773.03	23297.32	28055.47	33931.89
负债和股东权益	29564.65	36595.03	42144.13	49095.10	57105.77

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1600.60	4401.53	2113.20	3056.64	4218.68
净利润	3160.86	3935.24	4407.41	5387.46	6692.31
折旧摊销	296.97	330.94	330.56	402.32	462.76
财务费用	-70.08	300.41	-100.26	-136.87	-193.82
投资损失	95.57	-975.59	-10.21	-12.38	-15.48
营运资金变动	-2556.91	140.84	-413.19	-2543.63	-2794.37
其他经营现金流	674.20	669.69	-2101.12	-40.26	67.27
投资活动现金流	-839.80	-189.91	-56.01	-142.81	-336.83
资本支出	531.10	641.72	10.21	84.38	284.37
长期投资	325.51	156.77	20.37	27.73	24.29
其他投资现金流	16.81	608.58	-25.43	-30.70	-28.17
筹资活动现金流	-1773.88	605.62	-880.34	-588.37	-715.12
短期借款	-1451.39	-150.15	28.56	15.62	24.60
长期借款	-25.50	724.50	-45.31	-53.28	-60.25
普通股增加	6.09	-8.13	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	381.67	106.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-684.76	-67.40	-863.60	-550.71	-679.47
现金净增加额	-968.10	4624.27	1176.84	2325.46	3166.72

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	26149.43	26465.97	32551.69	39006.90	45718.59
营业成本	15396.19	15164.33	18623.91	22281.65	26060.91
营业税金及附加	182.58	161.68	195.31	230.14	265.17
营业费用	3952.95	4291.12	5266.86	6276.21	7324.12
管理费用	740.88	785.10	963.53	1146.80	1334.98
研发费用	2794.22	2997.55	3228.74	3778.79	4096.28
财务费用	-70.08	300.41	-100.26	-136.87	-193.82
资产减值损失	-111.17	-128.58	-134.32	-146.54	-158.63
公允价值变动收益	41.86	185.73	45.57	51.28	56.52
投资净收益	-95.57	975.59	10.21	12.38	15.48
营业利润	3496.88	4256.95	4753.54	5806.96	7209.26
营业外收入	11.48	11.65	13.26	15.49	17.64
营业外支出	9.80	19.83	11.28	13.24	14.58
利润总额	3498.56	4248.77	4755.52	5809.21	7212.32
所得税	337.70	313.53	348.10	421.75	520.01
净利润	3160.86	3935.24	4407.41	5387.46	6692.31
少数股东损益	-27.29	32.46	35.67	42.99	52.65
归属母公司净利润	3188.14	3902.78	4371.75	5344.47	6639.66
EBITDA	3723.77	4888.30	4983.84	6072.41	7478.20
EPS (元)	1.06	1.30	1.46	1.78	2.22

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	10.50	1.21	22.99	19.83	17.21
营业利润(%)	29.51	21.74	11.67	22.16	24.15
归属母公司净利润(%)	26.04	22.42	12.02	22.25	24.23
获利能力					
毛利率(%)	41.12	42.70	42.79	42.88	43.00
净利率(%)	12.19	14.75	13.43	13.70	14.52
ROE(%)	20.38	19.74	18.77	19.05	19.57
ROIC(%)	28.58	37.37	31.88	33.20	35.11
偿债能力					
资产负债率(%)	45.96	44.79	43.61	41.82	39.60
净负债比率(%)	4.27	7.81	6.89	6.02	5.36
流动比率	1.83	1.99	2.09	2.22	2.38
速动比率	1.52	1.64	1.73	1.84	1.98
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.80	0.83	0.86	0.86
应收账款周转率	2.01	1.80	2.13	2.25	2.23
应付账款周转率	3.81	2.83	2.69	2.82	2.96
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.30	1.46	1.78	2.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	1.47	0.71	1.02	1.41
每股净资产(最新摊薄)	5.22	6.60	7.78	9.37	11.33
估值比率					
P/E	20.42	16.68	14.89	12.18	9.80
P/B	4.16	3.29	2.79	2.32	1.92
EV/EBITDA	15.60	11.88	11.66	9.57	7.77

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

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，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连带损失承担任何责任。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，务必与本公司研究所联系。 网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

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