

计算机

2022年10月31日

大华股份 (002236)

——至暗时刻，修炼内功

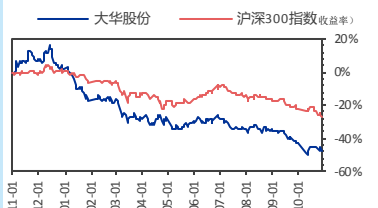
报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (下调)

市场数据： 2022年10月28日
 收盘价(元) 11.89
 一年内最高/最低(元) 26.65/11.11
 市净率 1.4
 息率(分红/股价) 2.27
 流通A股市值(百万元) 23296
 上证指数/深证成指 2915.93/10401.84
 注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2022年09月30日
 每股净资产(元) 8.28
 资产负债率% 42.00
 总股本/流通A股(百万) 3033/1959
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《大华股份(002236)点评：二季度受疫情影响，Q3后更加乐观》2022/08/22

《大华股份(002236)点评：大规模人员扩张效应逐渐体现，中移动定增落地 2B 业务再上台阶》2022/04/24

证券分析师

洪依真 A0230519060003
 hongyz@swsresearch.com
 施鑫展 A0230519080002
 shixz@swsresearch.com
 杨海燕 A0230518070003
 yanghy@swsresearch.com
 骆思远 A0230517100006
 MarkLo@swsresearch.com
 刘洋 A0230513050006
 liuyang2@swsresearch.com

联系人

洪依真
 (8621)23297818x
 hongyz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **点评：**公司公布 2022 年三季报，前三季度实现收入 211.72 亿元，同比增长-1.46%，实现归母净利润 16.93 亿元，同比增长-29.43%，实现扣非净利润 15.84 亿元，同比增长-25.91%。
- **三季度收入低于预期，宏观环境下行需求疲软。**公司单三季度收入 70.85 亿元，同比下滑 11.22%，此前市场预期 Q3 单季度收入同比 0 增长，实际收入低于市场预期。
- **三季度除了 EBG 外各个板块均遇到较大挑战。**根据公司公开电话会议，单三季度国内-其他收入同比下滑 30%以上，2G 业务收入下滑 20%，主要受到宏观经济下行影响，一方面小微企业缩减资本开支，渠道 SMBG 收入大幅下滑，一方面政府财政在安防业务支出较少 2G 业务罕见下滑。国内业务中，面向大企业的 EBG 体现出韧性，单三季度收入同比增长仍有 9%，主要石油石化、制造、电信等下游需求制程；同时海外相比上半年需求衰退，单三季度收入同比打平，增速相比 22H1 下降。
- **但同时公司坚持严格执行高质量经营战略，现金流量表质量有所优化。**公司自 2021 年后执行严格的高质量发展战略，减少主动集成，主动放弃毛利率、回款较差的低质量项目。三季度收入虽然下滑，但是我们看到公司广义预收款环比上升，同时经营性现金流入仍维持 2.8%的正增长。现金流口径优于利润表。
- **严格控费，各项费用率基本稳定。**公司在 2020H2 后加大人员投入，主要投向软件、EBG 等部门，EBG 在今年较差环境下仍然保持稳健增长是投入有效的证明。2021 年后，公司人员各部门人员到位，员工总数增长放缓，同时加强了薪酬控制，2022Q3 单季度薪酬同比下滑 5.6%，连续两个季度薪酬负增长。
- **盈利预测和估值。**下调 2022-2024 年收入预测为 336.35、389.93、458.14 亿元，原预测为 375、439、516 亿元，相应下调 2022-2024 年利润预测为 26.85、34.98、42.15 亿元，原预测为 39.87、47.66、55.59 亿元。对应 2022 年 13 倍 PE 估值。考虑到公司 2022 年业绩下行主要受到宏观经济影响，而行业其他公司出现类似情况，大华的行业内竞争力不变，同时 2023 年后随着宏观经济复苏、各行业利好政策不断释放，有望恢复至 15%以上的收入增长中枢，由“买入”下调为“增持”评级。详细调整细项和估值讨论见正文。
- **风险：**管理能否继续优化，继续碎片化下沉/2B 业务拓展时，面临复杂局势。

财务数据及盈利预测

	2021	22Q1-Q3	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	32,835	21,172	33,635	38,993	45,814
同比增长率(%)	24.1	-1.5	2.4	15.9	17.5
归母净利润(百万元)	3,378	1,693	2,685	3,498	4,215
同比增长率(%)	-13.4	-29.4	-20.5	30.3	20.5
每股收益(元/股)	1.13	0.56	0.89	1.15	1.39
毛利率(%)	38.9	37.5	38.6	39.4	39.9
ROE(%)	14.3	6.7	10.3	12.0	12.8
市盈率	11		13	10	9

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

事件：公司公布 2022 年三季报，前三季度实现收入 211.72 亿元，同比增长-1.46%，实现归母净利润 16.93 亿元，同比增长-29.43%，实现扣非净利润 15.84 亿元，同比增长-25.91%。

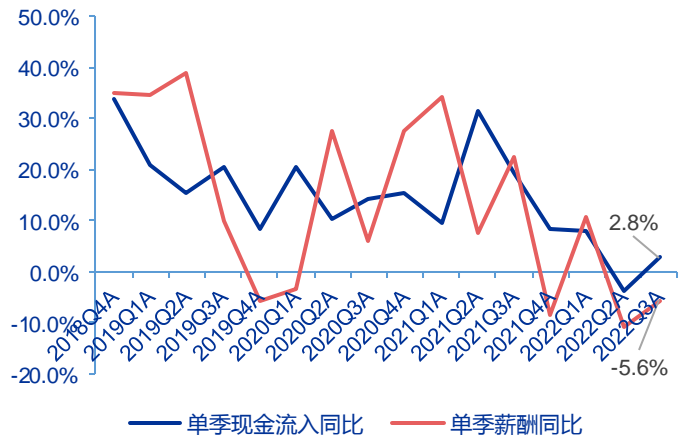
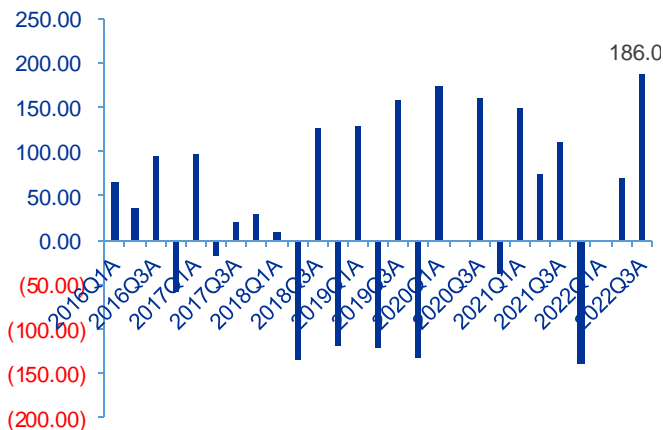
点评：

三季度收入低于预期，宏观环境下行需求疲软。公司单三季度收入 70.85 亿元，同比下滑 11.22%，此前市场预期 Q3 单季度收入同比 0 增长，实际收入低于市场预期。根据公司公开电话会议，尽管 Q3 疫情并未大面积爆发，但宏观经济后周期下公司各板块需求疲软，三季度海外欧洲需求下滑、美国较高通胀，整体海外业务可能前高后低。内忧外患下公司单三季度大量需求延后，整体收入略低于预期。

三季度除了 EBG 外各个板块均遇到较大挑战。根据公司公开电话会议，单三季度国内-其他收入同比下滑 30%以上，2G 业务收入下滑 20%，主要受到宏观经济下行影响，一方面小微企业缩减资本开支，渠道 SMBG 收入大幅下滑，一方面政府财政在安防业务支出较少，2G 业务罕见下滑。国内业务中，面向大企业的 EBG 体现出韧性，单三季度收入同比增长仍有 9%，主要石油石化、制造、电信等下游需求制程；同时海外相比上半年需求衰退，单三季度收入同比打平，增速相比 22H1 下降。

但同时公司坚持严格执行高质量经营战略，现金流量表质量有所优化。公司自 2021 年后执行严格的高质量发展战略，减少主动集成，主动放弃毛利率、回款较差的低质量项目。三季度收入虽然下滑，但是我们看到公司广义预收款环比上升，同时经营性现金流入仍维持 2.8%的正增长。现金流口径优于利润表。

图 1 广义预收（预收+合同负债）环比增加金额（百万元） **图 2 现金流口径的“收入-成本”错配**



资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：Wind、申万宏源研究

严格控费，各项费用率基本稳定。公司在 2020H2 后加大人员投入，主要投向软件、EBG 等部门，EBG 在今年较差环境下仍然保持稳健增长是投入有效的证明。2021 年后，公司人员各部门人员到位，员工总数增长放缓，同时加强了薪酬控制，2022Q3 单季度薪酬同比下滑 5.6%，连续两个季度薪酬负增长。销售费用率 15.64%（同比+0.11pp），研发费用率 12.22%（同比+1.21pp），费用率基本维持稳定。

预期乐观 2022Q4 订单开始改善，2023 后利润改善。公司 2022 年在 EBG 上体现较强韧性，说明此前战略投入初步见效，后续可期待教育、医疗等重点行业贴息政策后，下游客户加大 IT 投入。同时根据最近 PBG 商机判断，22Q4 后政府需求相比 Q3 已出现环比改善趋势。我们认为，2023 年后公司各下游需求相比 2022 年改善，同时仍将坚持高质量发展战略，因此 2023 年后利润有望回归复合 25%以上的增长通道。

下调 2022-2024 年收入预测为 336.35、389.93、458.14 亿元，原预测为 375、439、516 亿元，其中：

- 1) to G 业务 2022-2023 年预测同比增速原为 2%/10%，现在调降为-6%/9%；
- 2) to B 业务 2022 年预测同比增速原为 20%，现在调降为 9%；
- 3) 国内-其他业务 2022 年预测同比增速原为 3%，现在调降为-20%；
- 4) 海外业务 2022-2023 年预测同比增速原为 20%/15%，现在调降为 10%/13%；

相应下调 2022-2024 年利润预测为 26.85、34.98、42.15 亿元，原预测为 39.87、47.66、55.59 亿元。对应 2022 年 PE 估值 13 倍。

考虑到公司 2022 年业绩下行主要受到宏观经济影响，而行业其他公司出现类似情况，大华的行业内竞争力不变，同时 2023 年后随着宏观经济复苏、各行业利好政策不断释放，有望恢复至 15%以上的收入增长中枢。

按照 WIND 一致预期，预计安防行业领军 2022-2024 年利润为 175、210、249 亿元，对应 2022 年估值 15.3 倍 PE，我们认为，大华在 2022 年体现出更强的 EBG 业务弹性，而 PBG 也减轻了历史包袱，同时历史上大华 SMBG 等业务在经济环境复苏后，往往会取得超过领军收入利润增速。因此以行业领军的 PE 估值作为目标，大华目前仍有 18%的上涨空间。由“买入”下调至“增持”评级。

风险：管理能否继续优化，继续碎片化下沉/2B 业务拓展时，面临复杂局势。若超过预测的渠道和研发下沉可能侵蚀短期利润。

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	26,466	32,835	33,635	38,993	45,814
其中: 营业收入	26,466	32,835	33,635	38,993	45,814
减: 营业成本	15,164	20,059	20,663	23,615	27,520
减: 税金及附加	162	183	187	217	255
主营业务利润	11,140	12,594	12,785	15,161	18,039
减: 销售费用	4,291	4,664	5,661	6,323	7,868
减: 管理费用	785	955	1,112	1,299	1,528
减: 研发费用	2,998	3,452	4,204	5,145	6,209
减: 财务费用	300	250	-105	-134	-178
经营性利润	2,766	3,274	1,913	2,528	2,612
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-576	-745	-196	-374	-234
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-129	-50	0	0	0
加: 投资收益及其他	2,195	993	1,032	1,426	1,928
营业利润	4,257	3,472	2,750	3,580	4,307
加: 营业外净收入	-8	-3	-3	-5	-3
利润总额	4,249	3,470	2,747	3,575	4,304
减: 所得税	314	58	46	56	64
净利润	3,935	3,412	2,701	3,519	4,240
少数股东损益	32	33	16	21	25
归属于母公司所有者的净利润	3,903	3,378	2,685	3,498	4,215
全面摊薄总股本	2,996	2,995	3,033	3,033	3,033
每股收益 (元)	1.34	1.15	0.89	1.15	1.39

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。