

# 大华股份 (002236)

证券研究报告

2024 年 01 月 13 日

## 出售零跑净利润大幅提升，大模型赋能大华 AI 赛道

**事件：**公司发布了 2023 年年度业绩预告，2023 年，公司实现营业收入 3,223,092.10 万元，同比增长 5.45%；实现归属于上市公司股东净利润 737,058.10 万元，同比增长 217.10%；实现扣除非经常性损益后的净利润 296,119.20 万元，同比增长 87.35%。2023 年第四季度，公司实现营业收入 995,243.70 万元，同比增长 5.95%，环比增长 30.18%；实现归属于上市公司股东净利润 478,044.87 万元，同比增长 657.29%，环比增长 678.43%。

**点评：**公司归属于上市公司股东净利润实现 217.10% 的大幅增长，业绩增长趋势显著。

**出售零跑股份使公司现金流大幅提升，打开公司战略空间。**根据 10 月 26 日大华股份公告，公司出售了其持有的零跑全部股份：1) 大华以每股 38.81 元的价格向 STELLANTIS 出售 9000 万股股份，总出售价格为 34.929 亿港元。2) 大华此前累计计提亏损超 10 亿，卖出零跑股份，此前计提的亏损冲回，以后将不再需要计提相关亏损。3) 此次股份出售行为增加大华股份当期利润 45.48 亿，主要计入投资损益。我们认为本次交易将使大华股份现金流大幅提升，公司资产流动性提高，进一步打开公司战略空间。

**大模型落地并服务电力、城市治理行业，持续推进 AI To B。**大华于 10 月 24 日重磅发布星汉大模型，且已在电力、城市治理两个行业跑通，即将进一步实现商业化应用。继自然语言大模型之后，技术壁垒更高的视觉大模型或将成为下一个风口，而大华已获先发优势。此外，B 端需求有望快速提升：1) 大模型技术能从多类型的场景数据中学习，总结通用信息，具有强泛化能力。2) 大模型在垂直领域的深入应用，能够有效助力客户降本增效。我们认为，结合大模型应用需求的快速提升和大模型应用范围的持续扩张，公司 AI to B 市场渗透率即将加深加快。

**与中移动达成合作，资源互补，可进一步展望未来合作空间。**中移动具有强大的算力资源及渠道资源，已于 2023 年上半年战略投资入股大华股份。中移动于 2021 年提出算力网络新概念，同时广泛布局视觉 AI，搭建 AI 视觉中台，布局包括图像语义理解、视频内容挖掘以及 3D 视觉。2021 年，中国移动政企客户数达 1883 万家，有线宽带用户为 2.40 亿户。而大华股份在 AI 方面具备行业领先优势，其先进技术研究院专注于 AI 领域研发，已有超 1,000 名研究人员。我们认为基于双方资源的高度互补，本次合作将有效促成双方资源的整合，未来合作空间可进一步展望。

**投资建议：**在大模型落地+中移动深度合作促成资源互补的逻辑下，叠加公司出售了零跑股份，现金流大幅提升，业绩稳步增长，我们将 23 年公司归母净利润预测值由此前的 50.49 亿元调整到 73.71 亿元；然而由于未来海外需求以及国内政府需求存在一定的不确定性，出于保守观点，我们将 24/25 年公司归母净利润预测值由此前的 64.32/85.48 亿元调整到 38.40/50.76 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**产业数字化发展不及预期；市场竞争加剧；技术应用进度不及预期风险；业绩预告是初步测算结果，具体财务数据以公司披露公告为准。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,835.48	30,565.37	32,231.18	36,098.92	40,430.80
增长率(%)	24.07	(6.91)	5.45	12.00	12.00
EBITDA(百万元)	7,320.85	6,020.35	8,772.16	5,231.66	6,423.27
归属母公司净利润(百万元)	3,378.41	2,324.36	7,370.50	3,839.81	5,075.65
增长率(%)	(13.44)	(31.20)	217.10	(47.90)	32.18
EPS(元/股)	1.03	0.71	45.89	23.91	31.60
市盈率(P/E)	16.57	24.08	0.37	0.71	0.54
市净率(P/B)	2.37	2.17	1.74	1.59	1.43
市销率(P/S)	1.70	1.83	1.74	1.55	1.38
EV/EBITDA	8.30	4.16	4.31	6.72	4.79

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	16.99 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,294.47
流通 A 股股本(百万股)	1,959.01
A 股总市值(百万元)	55,973.03
流通 A 股市值(百万元)	33,283.57
每股净资产(元)	9.95
资产负债率(%)	31.25
一年内最高/最低(元)	29.30/11.47

### 作者

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**许俊峰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110003  
xujunfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《大华股份-季报点评:Q3 归母净利润大幅增长，看好大模型 N 场景应用 + 中国移动赋能》2023-10-21
- 《大华股份-半年报点评:业绩回暖明显，看好大模型切换 AI 估值+海外新兴市场》2023-08-26
- 《大华股份-公司点评:扣非净利润同比增长 39.75%，大模型切换 AI 估值》2023-07-12

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,731.00	8,029.88	15,484.19	18,430.51	23,122.91	营业收入	32,835.48	30,565.37	32,231.18	36,098.92	40,430.80
应收票据及应收账款	15,494.35	16,284.21	14,928.01	17,704.87	18,843.96	营业成本	20,058.51	18,989.80	19,016.40	22,742.32	25,471.40
预付账款	171.03	121.69	202.75	169.40	245.27	营业税金及附加	182.53	187.70	191.33	212.21	241.99
存货	6,810.04	7,315.37	4,774.12	10,120.39	6,170.54	销售费用	4,663.97	5,115.16	1,389.16	3,970.88	3,375.16
其他	3,134.94	2,912.04	3,498.69	2,998.17	3,601.76	管理费用	955.02	1,143.97	1,205.45	1,270.68	1,280.44
<b>流动资产合计</b>	<b>33,341.37</b>	<b>34,663.19</b>	<b>38,887.75</b>	<b>49,423.35</b>	<b>51,984.44</b>	研发费用	3,451.98	3,883.01	2,383.82	3,452.86	4,430.81
长期股权投资	1,243.87	1,461.10	1,915.90	1,915.90	1,915.90	财务费用	249.71	(510.98)	(224.13)	(354.94)	(450.87)
固定资产	2,187.44	4,643.62	3,959.11	3,274.60	2,590.08	资产/信用减值损失	(794.91)	(703.16)	(10.00)	(502.69)	(405.28)
在建工程	1,992.83	423.54	423.54	423.54	423.54	公允价值变动收益	125.38	(46.02)	(7.20)	(2.37)	6.62
无形资产	584.13	557.18	511.55	465.92	420.28	投资净收益	(194.26)	280.75	0.19	0.41	0.80
其他	4,542.79	4,397.93	4,338.49	4,382.49	4,300.83	其他	665.36	(54.95)	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,551.07</b>	<b>11,483.37</b>	<b>11,148.59</b>	<b>10,462.43</b>	<b>9,650.63</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,472.19</b>	<b>2,280.09</b>	<b>8,252.14</b>	<b>4,300.25</b>	<b>5,683.99</b>
<b>资产总计</b>	<b>44,055.87</b>	<b>46,252.89</b>	<b>50,036.34</b>	<b>59,885.78</b>	<b>61,635.07</b>	营业外收入	12.04	17.92	13.87	13.87	13.87
短期借款	325.65	257.94	257.90	257.90	257.90	营业外支出	14.57	10.84	3.71	9.71	8.08
应付票据及应付账款	11,802.74	11,704.38	10,379.46	15,936.09	14,258.59	<b>利润总额</b>	<b>3,469.66</b>	<b>2,287.18</b>	<b>8,262.30</b>	<b>4,304.42</b>	<b>5,689.78</b>
其他	4,418.81	5,664.81	5,579.24	6,849.56	6,420.49	所得税	58.11	25.33	962.56	501.46	662.86
<b>流动负债合计</b>	<b>16,547.20</b>	<b>17,627.13</b>	<b>16,216.59</b>	<b>23,043.55</b>	<b>20,936.98</b>	<b>净利润</b>	<b>3,411.55</b>	<b>2,261.85</b>	<b>7,299.75</b>	<b>3,802.95</b>	<b>5,026.92</b>
长期借款	1,552.50	453.83	450.00	450.00	450.00	少数股东损益	33.14	(62.51)	(70.75)	(36.86)	(48.72)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,378.41</b>	<b>2,324.36</b>	<b>7,370.50</b>	<b>3,839.81</b>	<b>5,075.65</b>
其他	920.84	734.02	835.39	830.08	799.83	每股收益(元)	1.03	0.71	45.89	23.91	31.60
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,473.34</b>	<b>1,187.85</b>	<b>1,285.39</b>	<b>1,280.08</b>	<b>1,249.83</b>						
<b>负债合计</b>	<b>19,885.53</b>	<b>20,034.52</b>	<b>17,501.98</b>	<b>24,323.63</b>	<b>22,186.81</b>	主要财务比率					
少数股东权益	552.74	381.57	324.26	295.20	256.88		2021	2022	2023E	2024E	2025E
股本	2,994.55	3,033.16	3,294.47	3,294.47	3,294.47	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,939.51	3,950.21	3,950.21	3,950.21	3,950.21	营业收入	24.07%	-6.91%	5.45%	12.00%	12.00%
留存收益	17,884.70	19,426.35	25,397.05	28,424.18	32,415.52	营业利润	-18.43%	-34.33%	261.92%	-47.89%	32.18%
其他	(201.16)	(572.92)	(431.63)	(401.90)	(468.82)	归属于母公司净利润	-13.44%	-31.20%	217.10%	-47.90%	32.18%
<b>股东权益合计</b>	<b>24,170.34</b>	<b>26,218.37</b>	<b>32,534.36</b>	<b>35,562.15</b>	<b>39,448.26</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44,055.87</b>	<b>46,252.89</b>	<b>50,036.34</b>	<b>59,885.78</b>	<b>61,635.07</b>	毛利率	38.91%	37.87%	41.00%	37.00%	37.00%
						净利率	10.29%	7.60%	22.87%	10.64%	12.55%
						ROE	14.30%	9.00%	22.88%	10.89%	12.95%
						ROIC	38.62%	12.41%	42.76%	24.82%	31.98%
						偿债能力					
						资产负债率	45.14%	43.32%	34.98%	40.62%	36.00%
						净负债率	-20.53%	-18.16%	-41.73%	-45.48%	-52.34%
						流动比率	1.92	1.84	2.40	2.14	2.48
						速动比率	1.53	1.46	2.10	1.71	2.19
						营运能力					
						应收账款周转率	2.30	1.92	2.07	2.21	2.21
						存货周转率	5.59	4.33	5.33	4.85	4.96
						总资产周转率	0.81	0.68	0.67	0.66	0.67
						每股指标(元)					
						每股收益	1.03	0.71	45.89	23.91	31.60
						每股经营现金流	0.52	0.32	3.08	0.91	1.56
						每股净资产	7.17	7.84	9.78	10.70	11.90
						估值比率					
						市盈率	16.57	24.08	0.37	0.71	0.54
						市净率	2.37	2.17	1.74	1.59	1.43
						EV/EBITDA	8.30	4.16	4.31	6.72	4.79
						EV/EBIT	8.74	4.58	4.70	7.81	5.40

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,411.55	2,261.85	7,370.50	3,839.81	5,075.65
折旧摊销	392.73	589.73	730.14	730.14	730.14
财务费用	403.30	(367.03)	(224.13)	(354.94)	(450.87)
投资损失	194.26	(283.69)	(0.19)	(0.41)	(0.80)
营运资金变动	(4,111.08)	(2,881.13)	2,347.87	(1,190.74)	(162.14)
其它	1,436.80	1,733.86	(77.96)	(39.23)	(42.11)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,727.56</b>	<b>1,053.59</b>	<b>10,146.24</b>	<b>2,984.63</b>	<b>5,149.87</b>
资本支出	2,760.63	1,778.13	353.44	5.30	30.25
长期投资	787.90	217.23	454.80	0.00	0.00
其他	(5,403.40)	(2,595.32)	(1,378.90)	27.16	(17.40)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,854.88)</b>	<b>(599.96)</b>	<b>(570.67)</b>	<b>32.46</b>	<b>12.85</b>
债权融资	1,239.22	1,011.76	(1,137.50)	704.39	670.49
股权融资	459.95	(124.08)	(983.76)	(775.16)	(1,140.81)
其他	(1,205.30)	(1,231.47)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>493.86</b>	<b>(343.79)</b>	<b>(2,121.26)</b>	<b>(70.77)</b>	<b>(470.32)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>366.55</b>	<b>109.84</b>	<b>7,454.31</b>	<b>2,946.33</b>	<b>4,692.40</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com