

计算机

2024 年 10 月 28 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2024 年 10 月 25 日

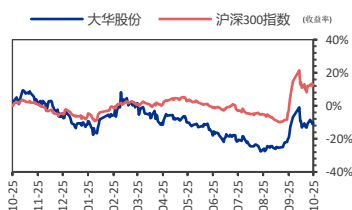
收盘价（元）	16.45
一年内最高/最低（元）	21.90/12.95
市净率	1.5
息率（分红/股价）	5.33
流通 A 股市场值（百万元）	34,562
上证指数/深证成指	3,299.70/10,619.85

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	10.86
资产负债率%	27.52
总股本/流通 A 股（百万）	3,292/2,101
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
施鑫展 A0230519080002
shixz@swsresearch.com

联系人

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



申万宏源研究微信服务号

大华股份（002236）

——国内需求复苏进度略迟于预期，期待 Q4 后拐点

投资要点：

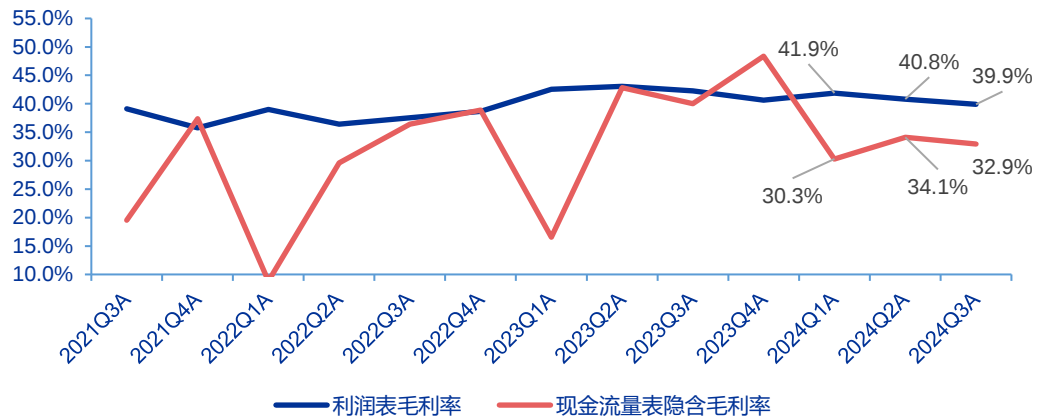
- **大华股份公布 2024 三季报。**前三季度实现营收 224.50 亿元，同比增长 0.77%；实现归母净利润 25.45 亿元，同比下降 1.74%。
- **收入略低于市场预期，预测主要由于国内复苏延后。**单 Q3 公司实现营收 75.83 亿元，同比微降 0.80%，此前市场预期 0-5% 左右增长，实际略低于预期。实现归母净利润 7.35 亿元，同比增长 19.75%，市场预期 20% 左右增长，符合预期。我们认为收入低于预期主要由于：1) 政府业务端，2024 年后地方政府投资谨慎、传统行业需求放缓的现象较为明显，预计 Q3 延续这一趋势；2) 企业业务端建筑、文教卫、金融等行业较弱；3) 分销业务受市场需求疲软的影响；4) 海外业务稳健，但无法完全对冲国内下滑。
- **利润基本符合预期。**单 Q3 实现归母净利润 7.35 亿元，同比增长 19.75%，此前市场预期增长 20%，符合预期。
- **毛利率略有下降，预计与行业竞争加剧有关。**公司单 Q3 毛利率 39.90%，同比下降 2.37pct，预计与国内渠道行业竞争加剧有关。前三季度研发、销售、管理费用率分别为 13.20%、15.67%、3.53%，同比提升 0.93pct、提升 0.29pct、下降 0.35pct。23Q4-24Q3 四个季度真实薪酬支出同比增长-0.2%/7.3%/-2.5%/9.9%。整体薪酬支出基本稳定。
- **现金流与收入基本匹配，预收款较高，商机和业绩可能在 Q4 出现拐点。**1) 公司 24Q2/Q3 现金流入同比增长 2.5%/-6.0%，现金流与收入基本匹配；2) 三季度末应收账款 172 亿元，相比二季度末 167 亿元基本稳定，如图 3 广义预收款达到 1.06 亿元，相比 Q2 显著提升，我们认为随着化债等政策利好，政府与企业端信息化基础设施建设投资有望在 24Q4 后改善，同时公司加大渠道管理，整体商机和业绩可能在 Q4 出现拐点
- **维持“增持”评级。**考虑到国内 2G 预算复苏低于我们此前预测，小幅下调 2024-2026 年收入预测为 330.41、361.3、403.78 亿元，原预测为 345.82、379.14、407.95 亿元，相应小幅下调 2024-2026 年利润预测为 31.44、39.17、42.81 亿元，原预测为 37.58、44.59、44.70 亿元。考虑到公司在 2B 和海外市场韧性、以及中国视觉市场的领军地位，维持“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。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	32,218	22,450	33,041	36,130	40,378
同比增长率（%）	5.4	0.8	2.6	9.4	11.8
归母净利润（百万元）	7,362	2,545	3,144	3,917	4,281
同比增长率（%）	216.7	-1.7	-57.3	24.6	9.3
每股收益（元/股）	2.31	0.78	0.95	1.19	1.30
毛利率（%）	42.0	40.8	41.6	42.0	42.1
ROE（%）	21.2	7.1	8.3	9.4	9.3
市盈率	7		17	14	13

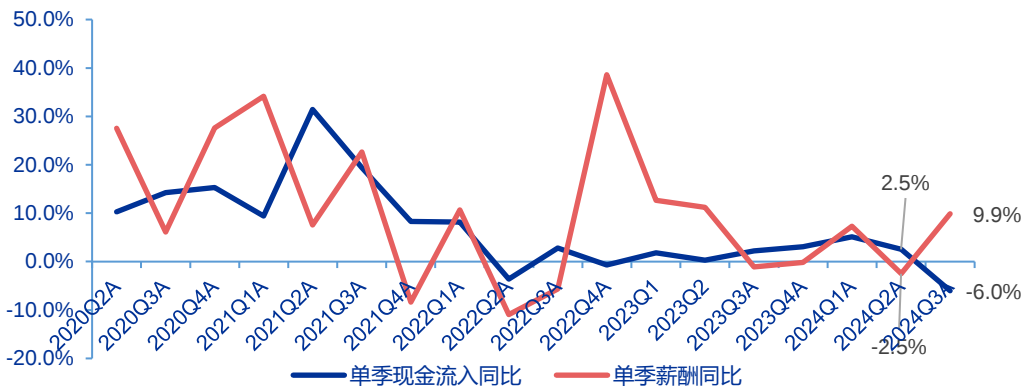
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1：大华股份现金收付制/权责发生制两种口径计算的单季度毛利率



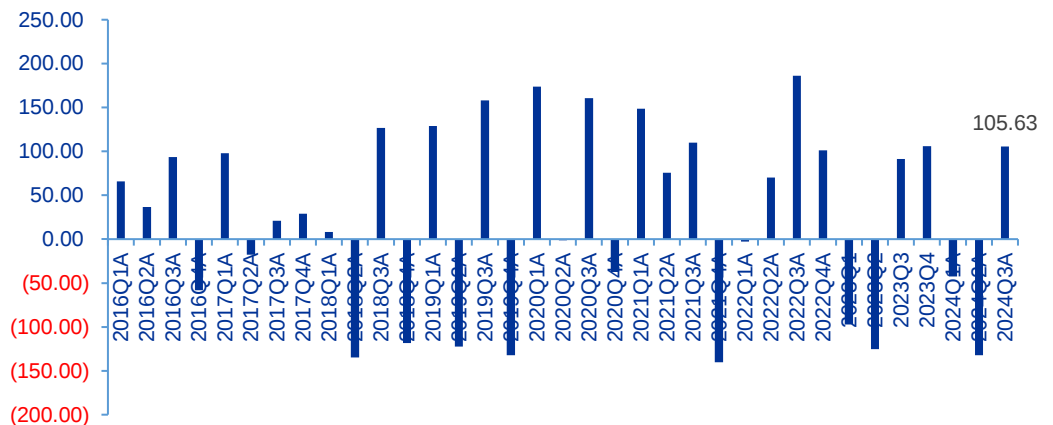
资料来源：Wind、申万宏源研究

图 2：大华股份现金流口径的“收入-成本”错配



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 3：广义预收（预收+合同负债）环比增加金额（百万元）



资料来源：Wind、申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	30,565	32,218	33,041	36,130	40,378
其中: 营业收入	30,565	32,218	33,041	36,130	40,378
减: 营业成本	18,990	18,675	19,284	20,948	23,382
减: 税金及附加	188	276	283	309	346
主营业务利润	11,387	13,267	13,474	14,873	16,650
减: 销售费用	5,115	5,293	5,571	5,841	6,542
减: 管理费用	1,144	1,257	1,308	1,398	1,541
减: 研发费用	3,883	3,967	4,003	4,242	4,836
减: 财务费用	-511	-409	-126	-181	-162
经营性利润	1,756	3,159	2,718	3,573	3,893
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-597	-412	-202	-321	-442
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-107	-175	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,270	5,439	1,267	1,457	1,682
营业利润	2,280	8,141	3,784	4,709	5,132
加: 营业外净收入	7	-19	0	0	1
利润总额	2,287	8,122	3,784	4,709	5,133
减: 所得税	25	646	621	768	826
净利润	2,262	7,475	3,163	3,941	4,307
少数股东损益	-63	113	19	24	26
归属于母公司所有者的净利润	2,324	7,362	3,144	3,917	4,281
全面摊薄总股本	3,033	3,294	3,292	3,292	3,292
每股收益 (元)	0.71	2.24	0.95	1.19	1.30

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

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，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（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）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，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。本公司强烈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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。