

计算机

2025 年 03 月 30 日

大华股份 (002236)

——现金流创历史新高，国内需求仍然承压

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

投资要点：

- 大华股份发布 2024 年年度报告，营业收入为 321.81 亿元，同比减少 0.12%。归母净利润为 29.06 亿元，同比减少 60.53%。扣非净利润为 23.47 亿元，同比减少 20.74%。
- 利润处于此前预告区间中值。此前预告扣非净利润 22.7-24.97 亿元，实际处于预告中值。全年收入同比减少 0.12%，符合此前市场预期。
- 国内各项业务仍然承压，海外收入维持稳定增长。国内业务整体收入下滑 6%，其中 2G 收入下滑 6.4%，其他（SMB 和 2C）业务受宏观经济影响最大，下滑 10%；2B 业务进入制造、能源等行业，体现出一定韧性，收入下滑 4%。海外业务保持稳定增长，收入提升 6.3%。公司的敏捷供应链服务体系模式在“一带一路”沿线国家取得成效，并复制至新兴市场
- 会计准则变更和竞争加剧对毛利率产生较大影响。公司全年毛利率 38.84%同比下滑 2.8pct。我们预计主要由于 2024 年后国内竞争激烈导致高毛利项目减少。同时由于会计准则变更，1.3 亿质保金额由销售费用变更为营业成本，使得毛利率下滑 0.4pct。
- 加强回款管理，全年销售现金流创历史新高。公司全年销售商品、提供劳务收到的现金达到 347 亿，创历史新高。**逆势加大研发投入**。公司 2025 年销售、管理、研发费用率分别为 16.06%/3.55%/13.09%，同比分别变动-0.37%/-0.36%/0.78%。2024 年底研发人员同比增长 2.56%，多维感知、AI 大模型、数据智能等方向研发继续扩大。
- 星汉大模型在部分行业进入核心业务，期待 25 年后兑现在收入端。2023 年公司推出以视觉为核心的多模态大模型星汉大模型，2024 年在部分行业，大模型已经深入核心业务。同时 2024 年星汉大模型完成了国产化适配芯片迁移工作。
- 发布大华神算一体机产品。大华一体机可用于图像识别、视频分析和行为预测等，算法货架包括能源安全、电力、煤矿、应急管控等行业，快速响应边缘场景的碎片化需求。我们预计 2025 年后一体机将在行业客户中加速销售。
- 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 2025-2026 年收入预测为 340.13、371.15 亿元，原预测为 361.3、403.78 亿元，新增 2027 年收入预测为 415.35 亿元。相应小幅下调 2025-2026 年利润预测为 33.77、36.69 亿元，原预测为 39.17、42.81 亿元，新增 2025 年利润预测为 41.79 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。对应 2025 年 17 倍 PE。
- 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	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	32,218	32,181	34,013	37,115	41,535
同比增长率 (%)	5.4	-0.1	5.7	9.1	11.9
归母净利润 (百万元)	7,362	2,906	3,377	3,669	4,179
同比增长率 (%)	216.7	-60.5	16.2	8.6	13.9
每股收益 (元/股)	2.31	0.90	1.02	1.11	1.27
毛利率 (%)	42.0	38.8	39.8	40.2	40.7
ROE (%)	21.2	8.1	8.7	8.8	9.2
市盈率	8	19	17	15	13

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据： 2025 年 03 月 28 日

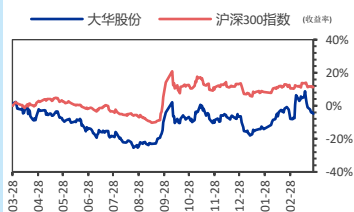
收盘价 (元)	17.06
一年内最高/最低 (元)	20.50/12.95
市净率	1.6
股息率% (分红/股价)	3.32
流通 A 股市值 (百万元)	35,957
上证指数/深证成指	3,351.31/10,607.33

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	10.93
资产负债率%	29.51
总股本/流通 A 股 (百万)	3,299/2,108
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
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

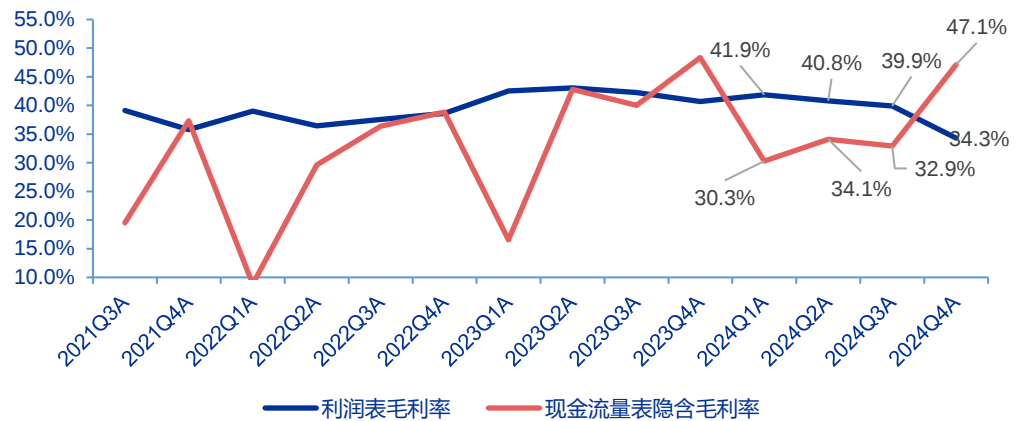
联系人

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



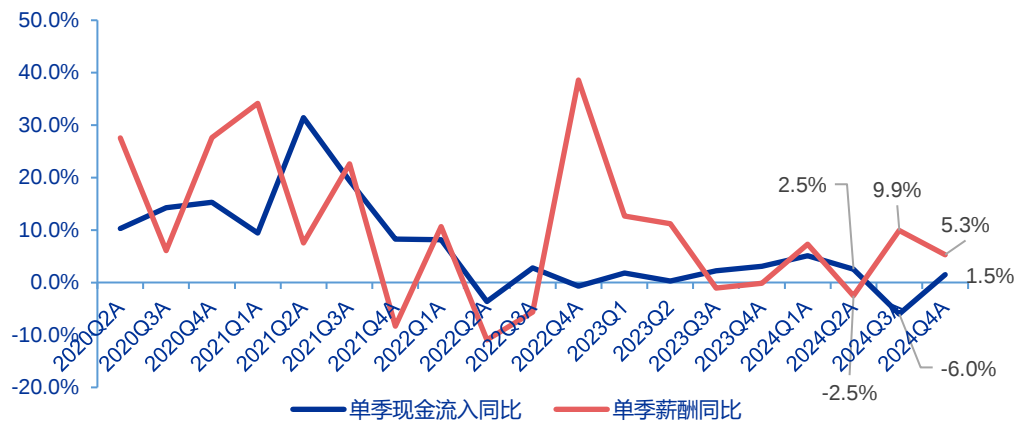
申万宏源研究微信服务号

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

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	32,218	32,181	34,013	37,115	41,535
其中: 营业收入	32,218	32,181	34,013	37,115	41,535
减: 营业成本	18,804	19,682	20,486	22,192	24,643
减: 税金及附加	276	221	234	255	286
主营业务利润	13,138	12,278	13,293	14,668	16,606
减: 销售费用	5,164	5,167	5,424	5,799	6,431
减: 管理费用	1,257	1,141	1,221	1,329	1,481
减: 研发费用	3,967	4,213	4,567	5,033	5,733
减: 财务费用	-409	-390	-109	-29	9
经营性利润	3,159	2,147	2,190	2,536	2,952
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-412	-488	-172	-311	-443
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-175	-108	0	0	0
加: 投资收益及其他	5,439	1,472	1,464	1,562	1,800

营业利润	8,141	2,980	3,484	3,786	4,309
加：营业外净收入	-19	9	0	0	1
利润总额	8,122	2,989	3,484	3,786	4,310
减：所得税	646	70	86	94	106
净利润	7,475	2,919	3,398	3,691	4,204
少数股东损益	113	13	20	22	25
归属于母公司所有者的净利润	7,362	2,906	3,377	3,669	4,179

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@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.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。

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。