



大华股份 (002236.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

大华股份：24 年经营承压，25 年预期改善 业绩简评

- 2024 年 3 月 28 日，公司发布 24 年报，24 年实现营收 321.8 亿元，同比微降 0.12%；实现归母净利润 29.06 亿元，同比下降 60.53%，主要是 23 年基期出售零跑汽车股权带来的大额投资收益影响；实现归母扣非净利润 23.47 亿元，同比下降 20.74%。单 Q4 公司实现营收 97.31 亿元，同比下降 2.10%；实现归母净利润 3.61 亿元，同比下降 92.44%，实现归母扣非净利润 0.86 亿元，同比下降 84.64%。

经营分析

- 24 年，海外业务的韧性与国内业务的疲软形成对冲，收入端总体持平微降，下半年相对上半年有所走弱。分区域看，全年国内市场业务有所承压，海外业务面临地区性贸易保护、局部地区冲突、全球经济增速放缓等风险，致使经营承压。分业务结构看，政府业务下半年有所企稳，收入确认转正，企业业务、分销业务承压，增速较上半年回落，创新业务增速较上半年提升，海外业务增速有所回落，但表现稳健。
- 毛利率下降，费用管控相对较好。全年和 Q4 毛利率分别为 38.84%、34.31%，同比分别下降 3.2pct、6.35pct，预计受需求、竞争、国内业务低毛利的外购产品占比高等综合影响。全年研发、销售、管理、财务费用率分别为 13.09%、16.06%、3.55%、-1.21%，同比提升 0.78pct、下降 0.37pct、下降 0.36pct、提升 0.06pct，总体稳定。

盈利预测、估值与评级

- 结合全年情况与未来国内需求回暖预期，我们调整公司 2025~2027 年营业收入预测分别为 343.3/370.1/399.3 亿元，同比增长 6.67%/7.80%/7.90%；预测归母净利润分别为 33.6/44.1/50.9 亿元，同比增长 15.50%/31.28%/15.44%，分别对应 17X/13X/11X PE，维持“买入”评级。

风险提示

- 国内宏观复苏不及预期的风险；地缘政治环境趋紧的风险；汇率波动的风险；竞争加剧的风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

联系人：孙恺祈

sunkaiqi@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.06 元

相关报告：

- 《大华股份公司点评：需求延续疲软收入端偏弱，等待未来国内市场回...》，2024.10.27
- 《大华股份公司深度研究：星汉 AI 赋能百业，中移入股协同可期》，2024.9.7



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,218	32,181	34,326	37,005	39,928
营业收入增长率	5.41%	-0.12%	6.67%	7.80%	7.90%
归母净利润(百万元)	7,362	2,906	3,356	4,406	5,086
归母净利润增长率	216.73%	-60.53%	15.50%	31.28%	15.44%
摊薄每股收益(元)	2.235	0.882	1.017	1.336	1.542
每股经营性现金流净额	1.40	0.82	1.24	1.18	1.49
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.20%	8.07%	8.79%	10.73%	11.47%
P/E	8.26	18.15	16.77	12.77	11.07
P/B	1.75	1.46	1.47	1.37	1.27

来源：公司年报、国金证券研究所



未来看，国内和海外市场都有回暖预期。国内政策环境正在发生积极变化，为公司把握新市场潜力提供了更多可能，海外新兴经济体需求相对旺盛，中资企业加速出海，也为海外业务增长提供新的动能。具体来说，国内主业方面，政府业务预期在高速公路数字化、车路协同、低空经济、充电桩等有资金支持的业务场景具备潜力；企业业务聚焦能源、电力、化工、煤炭等场景进行投入，从客户外围系统延展到核心业务环节；分销业务公司从 24 年四季度开始变革，消化分销商库存，提升本地化经营能力；海外业务加载视频监控以外的产品线，推进分销和下沉；创新业务规划实现更早增长，并力争全部盈利。面对人工智能的发展，公司具备扎实的积累，且所处智慧物联行业因与客户需求的深度绑定、对目标导向的高度聚焦，展现出稀缺的场景优势，具备良好的落地变现潜力。此外，公司与移动、华为等合作伙伴打磨产品，业务落地具备良好潜力，提供经营增长弹性。总体看，预期国内和海外都有望取得比 24 年更好的表现。


附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,565	32,218	32,181	34,326	37,005	39,928
增长率		5.4%	-0.1%	6.7%	7.8%	7.9%
主营业务成本	-18,990	-18,675	-19,682	-20,466	-21,942	-23,624
%销售收入	62.1%	58.0%	61.2%	59.6%	59.3%	59.2%
毛利	11,576	13,543	12,499	13,860	15,063	16,304
%销售收入	37.9%	42.0%	38.8%	40.4%	40.7%	40.8%
营业税金及附加	-188	-276	-221	-247	-279	-288
%销售收入	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%
销售费用	-5,115	-5,293	-5,167	-5,510	-5,908	-6,212
%销售收入	16.7%	16.4%	16.1%	16.1%	16.0%	15.6%
管理费用	-1,144	-1,257	-1,141	-1,218	-1,246	-1,310
%销售收入	3.7%	3.9%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用	-3,883	-3,967	-4,213	-4,338	-4,651	-4,891
%销售收入	12.7%	12.3%	13.1%	12.6%	12.6%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	1,246	2,750	1,757	2,547	2,979	3,603
%销售收入	4.1%	8.5%	5.5%	7.4%	8.0%	9.0%
财务费用	511	409	390	146	261	300
%销售收入	-1.7%	-1.3%	-1.2%	-0.4%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-703	-587	-596	-442	-165	-149
公允价值变动收益	-46	128	-43	-291	13	13
投资收益	279	4,479	463	500	450	450
%税前利润	12.2%	55.2%	15.5%	14.5%	10.0%	8.6%
营业利润	2,280	8,141	2,980	3,440	4,516	5,207
营业利润率	7.5%	25.3%	9.3%	10.0%	12.2%	13.0%
营业外收支	7	-19	9	-1	-4	2
税前利润	2,287	8,122	2,989	3,440	4,512	5,208
利润率	7.5%	25.2%	9.3%	10.0%	12.2%	13.0%
所得税	-25	-646	-70	-69	-90	-104
所得税率	1.1%	8.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
净利润	2,262	7,475	2,919	3,371	4,422	5,104
少数股东损益	-63	113	13	15	16	18
归属于母公司的净利润	2,324	7,362	2,906	3,356	4,406	5,086
净利率	7.6%	22.9%	9.0%	9.8%	11.9%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,262	7,475	2,919	3,371	4,422	5,104
少数股东损益	-63	113	13	15	16	18
非现金支出	1,425	1,397	1,458	1,132	934	1,013
非经营收益	-742	-4,980	-277	-148	-422	-366
营运资金变动	-1,891	707	-1,389	-276	-1,042	-857
经营活动现金净流	1,054	4,599	2,710	4,078	3,892	4,894
资本开支	-1,283	-1,442	-906	1,802	-1,334	-1,492
投资	691	3,176	-3,989	-291	-187	213
其他	-8	-8	63	607	450	450
投资活动现金净流	-600	1,726	-4,832	2,118	-1,071	-829
股权募资	642	5,836	51	-15	0	0
债权募资	425	-1,446	-747	1,057	30	-980
其他	-1,411	-2,737	-2,107	-1,245	-1,625	-1,848
筹资活动现金净流	-344	1,653	-2,803	-203	-1,596	-2,829
现金净流量	261	8,002	-4,819	5,993	1,226	1,237

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	8,030	15,971	11,182	17,143	18,347	19,567
应收款项	17,366	18,238	18,959	19,242	20,554	22,084
存货	7,315	5,333	5,204	6,319	6,775	7,294
其他流动资产	2,059	1,520	1,901	1,990	2,087	1,955
流动资产	34,770	41,062	37,246	44,695	47,763	50,899
%总资产	75.2%	77.6%	70.6%	77.7%	78.0%	78.4%
长期投资	4,251	3,339	2,881	2,774	2,774	2,774
固定资产	5,067	5,946	6,229	6,296	6,391	6,396
%总资产	11.0%	11.2%	11.8%	10.9%	10.4%	9.8%
无形资产	694	737	684	803	855	888
非流动资产	11,483	11,820	15,490	12,800	13,452	14,054
%总资产	24.8%	22.4%	29.4%	22.3%	22.0%	21.6%
资产总计	46,253	52,882	52,736	57,495	61,215	64,954
短期借款	2,816	1,859	1,112	2,130	2,180	1,199
应付款项	12,708	9,924	10,115	11,232	11,823	12,600
其他流动负债	3,322	4,527	3,664	4,100	4,332	4,939
流动负债	18,847	16,310	14,891	17,462	18,335	18,738
长期贷款	454	0	0	0	0	0
其他长期负债	734	688	671	678	645	657
负债	20,035	16,998	15,562	18,140	18,980	19,395
普通股股东权益	25,837	34,719	36,028	38,194	41,058	44,365
其中：股本	3,033	3,294	3,296	3,294	3,294	3,294
未分配利润	17,873	23,334	24,388	26,570	29,434	32,740
少数股东权益	382	1,165	1,146	1,161	1,177	1,194
负债股东权益合计	46,253	52,882	52,736	57,495	61,215	64,954

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.766	2.235	0.882	1.017	1.336	1.542
每股净资产	8.518	10.539	10.932	11.577	12.445	13.448
每股经营现金净流	0.347	1.396	0.822	1.238	1.182	1.486
每股股利	0.241	1.002	0.368	0.357	0.468	0.541
回报率						
净资产收益率	9.00%	21.20%	8.07%	8.79%	10.73%	11.47%
总资产收益率	5.03%	13.92%	5.51%	5.84%	7.20%	7.83%
投入资本收益率	4.18%	6.71%	4.48%	6.02%	6.57%	7.55%
增长率						
主营业务收入增长率	-6.91%	5.41%	-0.12%	6.67%	7.80%	7.90%
EBIT 增长率	-64.64%	120.78%	-36.13%	44.98%	16.97%	20.95%
净利润增长率	-31.20%	216.73%	-60.53%	15.50%	31.28%	15.44%
总资产增长率	4.99%	14.33%	-0.28%	9.02%	6.47%	6.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	179.5	179.5	189.0	185.0	185.0	185.0
存货周转天数	135.8	123.6	97.7	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	141.0	128.6	108.4	110.0	110.0	110.0
固定资产周转天数	55.5	55.9	56.4	52.5	47.7	45.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-18.16%	-39.33%	-27.71%	-38.73%	-38.82%	-40.82%
EBIT 利息保障倍数	-2.4	-6.7	-4.5	-17.5	-11.4	-12.0
资产负债率	43.32%	32.14%	29.51%	31.55%	31.01%	29.86%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	2	2	13
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究