



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：25Q1 恢复正增长，毛利率环比改善

业绩简评

- 2024年4月18日，公司发布25年一季度报，25年一季度实现营业收入62.6亿元，同比微增1.22%；实现归母净利润6.53亿元，同比增长16.45%；实现归母扣非净利润5.04亿元，同比微增0.44%。

经营分析

- 回顾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。公司25Q1收入端增速环比改善，利润端平稳增长。
- 毛利率环增5.8pct，费用管控相对较好。25Q1毛利率为40.1%，同比下降1.4pct，环比提升5.8pct，我们认为主要与收入端恢复增长，成本端控制好有关。25Q1销售、管理、研发费用率分别为16.4%、3.9%、15.5%，同比下降1.0pct、持平、提升0.5pct，总体稳定。财务费用同比减少204.1%，主因本期汇兑收益较上年同期增加。
- 经营性现金流同比改善。经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加48.59%，主因本期销售回款较上年同期增加及支付的税费较上年同期减少。投资活动产生的现金流量净额较上年同期减少378.35%，主因国债逆回购和大量存单投资的收支净额较上年同期减少。

盈利预测、估值与评级

- 结合25年一季度、24年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338.7/362.7/391.2亿元，同比增长5.26%/7.08%/7.85%；预测归母净利润分别为32.5/37.8/41.7亿元，同比增长11.78%/16.33%/10.31%，分别对应16X/14X/12X 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)：15.59 元

相关报告：

- 《公司点评：大华股份：24年经营承压，25年预期改善》，2025.3.30
- 《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	33,874	36,271	39,118
营业收入增长率	5.41%	-0.12%	5.26%	7.08%	7.85%
归母净利润(百万元)	7,362	2,906	3,248	3,778	4,168
归母净利润增长率	216.73%	-60.53%	11.78%	16.33%	10.31%
摊薄每股收益(元)	2.235	0.882	0.984	1.145	1.263
每股经营性现金流净额	1.40	0.82	1.24	1.01	1.21
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.20%	8.07%	8.52%	9.31%	9.63%
P/E	8.26	18.15	15.84	13.61	12.34
P/B	1.75	1.46	1.35	1.27	1.19

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	
主营业务收入	30,565	32,218	32,181	33,874	36,271	39,118	货币资金	8,030	15,971	11,182	16,961	18,291	19,606	
增长率		5.4%	-0.1%	5.3%	7.1%	7.8%	应收款项	17,366	18,238	18,959	18,989	20,147	21,636	
主营业务成本	-18,990	-18,675	-19,682	-20,163	-21,469	-23,106	存货	7,315	5,333	5,204	6,226	6,629	7,134	
%销售收入	62.1%	58.0%	61.2%	59.5%	59.2%	59.1%	其他流动资产	2,059	1,520	1,901	1,986	2,080	1,947	
毛利	11,576	13,543	12,499	13,711	14,802	16,012	流动资产	34,770	41,062	37,246	44,161	47,146	50,323	
%销售收入	37.9%	42.0%	38.8%	40.5%	40.8%	40.9%	%总资产	75.2%	77.6%	70.6%	77.5%	77.8%	78.2%	
营业税金及附加	-188	-276	-221	-244	-274	-282	长期投资	4,251	3,339	2,881	2,774	2,774	2,774	
%销售收入	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.8%	0.7%	固定资产	5,067	5,946	6,229	6,296	6,391	6,396	
销售费用	-5,115	-5,293	-5,167	-5,628	-6,232	-6,695	%总资产	11.0%	11.2%	11.8%	11.1%	10.5%	9.9%	
%销售收入	16.7%	16.4%	16.1%	16.6%	17.2%	17.1%	无形资产	694	737	684	803	855	888	
管理费用	-1,144	-1,257	-1,141	-1,223	-1,298	-1,387	非流动资产	11,483	11,820	15,490	12,800	13,452	14,054	
%销售收入	3.7%	3.9%	3.5%	3.6%	3.6%	3.5%	%总资产	24.8%	22.4%	29.4%	22.5%	22.2%	21.8%	
研发费用	-3,883	-3,967	-4,213	-4,192	-4,663	-4,946	资产总计	46,253	52,882	52,736	56,961	60,598	64,377	
%销售收入	12.7%	12.3%	13.1%	12.4%	12.9%	12.6%	短期借款	2,816	1,859	1,112	1,893	2,419	2,173	
息税前利润 (EBIT)	1,246	2,750	1,757	2,424	2,334	2,702	应付款项	12,708	9,924	10,115	11,070	11,586	12,347	
%销售收入	4.1%	8.5%	5.5%	7.2%	6.4%	6.9%	其他流动负债	3,322	4,527	3,664	4,039	4,197	4,723	
财务费用	511	409	390	152	259	260	流动负债	18,847	16,310	14,891	17,002	18,203	19,243	
%销售收入	-1.7%	-1.3%	-1.2%	-0.4%	-0.7%	-0.7%	长期贷款	454	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-703	-587	-596	-436	-159	-146	其他长期负债	734	688	671	674	639	651	
公允价值变动收益	-46	128	-43	-291	13	13	负债	20,035	16,998	15,562	17,676	18,842	19,894	
投资收益	279	4,479	463	500	450	450	普通股股东权益	25,837	34,719	36,028	38,124	40,580	43,289	
%税前利润	12.2%	55.2%	15.5%	15.0%	11.6%	10.5%	其中：股本	3,033	3,294	3,296	3,294	3,294	3,294	
营业利润	2,280	8,141	2,980	3,330	3,875	4,269	未分配利润	17,873	23,334	24,388	26,499	28,955	31,664	
营业利润率	7.5%	25.3%	9.3%	9.8%	10.7%	10.9%	少数股东权益	382	1,165	1,146	1,161	1,177	1,194	
营业外收支	7	-19	9	-1	-4	2	负债股东权益合计	46,253	52,882	52,736	56,961	60,598	64,377	
税前利润	2,287	8,122	2,989	3,329	3,872	4,271	比率分析		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
利润率	7.5%	25.2%	9.3%	9.8%	10.7%	10.9%	每股指标							
所得税	-25	-646	-70	-67	-77	-85	每股收益	0.766	2.235	0.882	0.984	1.145	1.263	
所得税率	1.1%	8.0%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%	每股净资产	8.518	10.539	10.932	11.556	12.300	13.122	
净利润	2,262	7,475	2,919	3,262	3,794	4,186	每股经营现金净流	0.347	1.396	0.822	1.241	1.009	1.206	
少数股东损益	-63	113	13	15	16	18	每股股利	0.241	1.002	0.368	0.345	0.402	0.443	
归属于母公司的净利润	2,324	7,362	2,906	3,248	3,778	4,168	回报率							
净利率	7.6%	22.9%	9.0%	9.6%	10.4%	10.7%	净资产收益率	9.00%	21.20%	8.07%	8.52%	9.31%	9.63%	
							总资产收益率	5.03%	13.92%	5.51%	5.70%	6.24%	6.47%	
							投入资本收益率	4.18%	6.71%	4.48%	5.77%	5.18%	5.68%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-6.91%	5.41%	-0.12%	5.26%	7.08%	7.85%	
							EBIT 增长率	-64.64%	120.78%	-36.13%	38.01%	-3.70%	15.75%	
							净利润增长率	-31.20%	216.73%	-60.53%	11.78%	16.33%	10.31%	
							总资产增长率	4.99%	14.33%	-0.28%	8.01%	6.39%	6.24%	
							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	53.2	48.7	46.1	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-18.16%	-39.33%	-27.71%	-38.94%	-38.56%	-39.71%	
							EBIT 利息保障倍数	-2.4	-6.7	-4.5	-16.0	-9.0	-10.4	
							资产负债率	43.32%	32.14%	29.51%	31.03%	31.09%	30.90%	

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	1	8	9	9	20
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.25	1.25	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