

三大业务全面增长，深入推进大模型研发

核心观点

- 严格把控项目质量，盈利质量显著提升。**上半年营收 152 亿元，同比增长 2%；归母净利润 25 亿元，同比增长 37%。公司严格执行项目筛选机制和成本管控，重点突破高价值业务，Q2 毛利率回升至 42.7%的较高水平，同比+1.8pct，环比+2.5pct。上半年公司经营活动产生的现金流量净额 6.39 亿元，为上市以来同期最高；上半年收现比达 115%，来自国家化债政策的有序推进和公司对项目回款质量持续严格管控。
- 受益下游需求向好，三大业务全面增长。**1) 部分投资者担心国内市场需求，但**国内业务营收上半年同比增长 2%至 75.53 亿元**，其中，政府业务营收同比增长 5%至 18.5 亿元，Q2 增速升至 8%。大交通、水利、应急、公共民生等领域需求较好。企业业务营收同比增长 8%至 42.19 亿元，4 月起订单增速较好，央企、头部企业成为阶段重点。2) **公司海外业务营收同比增长 2%至 76.28 亿元**，下半年有望继续稳健增长。其中，发达地区市场回暖，增速较快；中东等地城市化进程加速，基建空间广阔，解决方案推广前景可观。海外业务的分销业务是利润贡献的核心来源。从单纯的产品销售向提供综合解决方案的转型也带来了增量，大华持续突破头部客户、行业客户。大华已在欧洲、东南亚、中东、拉美等建成六大区域级供应中心，并布局多个国家中心仓，构建起“总部-大区供应中心-国家仓”的三级供应体系，建立起本地化快速供应的核心竞争力。3) **创新业务营收同比增长 23%至 30.23 亿元**，其中，汽车电子、热成像、消防、机器视觉均取得相比去年更好的增长。
- 深入推进大模型研发，推动相关技术落地。**部分投资者忽视了 AI 大模型给公司带来的机遇。我们看到，公司深度布局多维感知、数据通信、图数融合等技术，推进大模型在各行业落地，持续推出问数、天系大模型一体机、文搜 NVR、荧光 2.0 等新产品。公司于今年 3 月更新星汉大模型 2.0 版本，构建具备语言、多模态、视觉三大能力的智能体形态，为客户打造专属行业智能助手，同时推出端侧、边缘侧、云和中心侧的全栈大模型系列产品，相关方案在城市治理、电力等行业落地复制。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益为 1.22/1.31/1.48 元（原 25-26 年预测为 1.31/1.50 元，主要调整了营业收入和毛利率），根据可比公司 26 年平均 21 倍 PE 估值，给予 27.51 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 行业需求不及预期；AI 大模型落地不及预期；海外业务不及预期风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,218	32,181	33,704	37,208	40,691
同比增长(%)	5%	-0%	5%	10%	9%
营业利润(百万元)	8,141	2,980	4,432	4,729	5,369
同比增长(%)	257%	-63%	49%	7%	14%
归属母公司净利润(百万元)	7,362	2,906	4,021	4,290	4,868
同比增长(%)	217%	-61%	38%	7%	13%
每股收益(元)	2.24	0.88	1.22	1.31	1.48
毛利率(%)	41.6%	38.8%	41.3%	41.2%	41.2%
净利率(%)	22.9%	9.0%	11.9%	11.5%	12.0%
净资产收益率(%)	24.3%	8.2%	10.7%	10.7%	11.4%
市盈率	8.3	21.1	15.3	14.3	12.6
市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

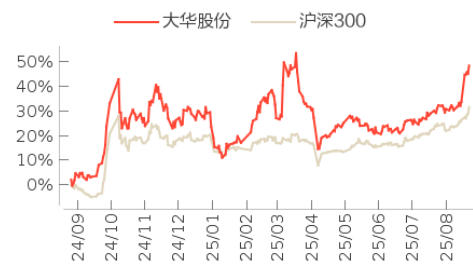
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年08月22日）	18.66 元
目标价格	27.51 元
52 周最高价/最低价	19.91/12.42 元
总股本/流通 A 股（万股）	328,676/211,596
A 股市值（百万元）	61,331
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2025 年 08 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	11.01	14.34	19.77	49.37
相对表现%	6.83	8.05	7.91	17.23
沪深 300%	4.18	6.29	11.86	32.14



证券分析师

韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080004
蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860524110001

联系人

朱茜	zhuqian@orientsec.com.cn
李晋杰	lijinjie@orientsec.com.cn

相关报告

海外和创新业务快速增长	2024-09-14
继续高质量增长	2023-10-21
精细化管理见成效，拟回购 4-6 亿元	2023-08-27

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益为 1.22/1.31/1.48 元（原 25-26 年预测为 1.31/1.50 元，主要调整了营业收入和毛利率），根据可比公司 26 年平均 21 倍 PE 估值，给予 27.51 元目标价，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2025/8/22	每股收益 (元)					市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
海康威视	002415	31.09	1.30	1.47	1.68	1.93	23.97	21.17	18.49	16.07	
水晶光电	002273	25.36	0.74	0.90	1.09	1.28	34.24	28.31	23.33	19.77	
捷顺科技	002609	11.89	0.05	0.25	0.34	0.43	244.65	48.39	35.26	27.69	
工业富联	601138	45.83	1.17	1.57	2.13	2.56	39.20	29.27	21.56	17.89	
美亚光电	002690	17.76	0.74	0.82	0.91	1.02	24.14	21.71	19.51	17.36	
锐明技术	002970	50.03	1.61	2.28	3.03	4.01	31.08	21.97	16.51	12.49	
	最大值						244.65	48.39	35.26	27.69	
	最小值						23.97	21.17	16.51	12.49	
	平均数						66.21	28.47	22.44	18.54	
	调整后平均						32.17	25.31	20.72	17.77	

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

行业需求不及预期；AI 大模型落地不及预期；海外业务不及预期风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,971	11,182	15,849	17,857	20,384	营业收入	32,218	32,181	33,704	37,208	40,691
应收票据、账款及款项融资	17,901	18,666	19,183	20,433	21,533	营业成本	18,804	19,682	19,792	21,861	23,924
预付账款	189	311	325	359	393	销售费用	5,164	5,167	5,162	5,492	5,880
存货	5,333	5,204	5,233	5,684	6,220	管理费用	1,257	1,141	1,282	1,415	1,547
其他	1,669	1,884	1,903	1,944	1,985	研发费用	3,967	4,213	4,468	4,644	4,905
流动资产合计	41,062	37,246	42,493	46,277	50,515	财务费用	(409)	(390)	(411)	(271)	(316)
长期股权投资	727	722	722	722	722	资产、信用减值损失	587	596	395	223	244
固定资产	4,937	4,974	5,252	5,184	4,923	公允价值变动收益	128	(43)	41	41	41
在建工程	1,009	1,255	879	617	485	投资净收益	4,496	465	600	100	100
无形资产	595	578	525	473	420	其他	669	787	775	744	720
其他	4,552	7,961	6,770	6,902	7,081	营业利润	8,141	2,980	4,432	4,729	5,369
非流动资产合计	11,820	15,490	14,149	13,897	13,631	营业外收入	14	19	19	19	19
资产总计	52,882	52,736	56,642	60,175	64,146	营业外支出	33	10	5	5	5
短期借款	957	995	995	995	995	利润总额	8,122	2,989	4,446	4,743	5,383
应付票据及应付账款	9,111	9,478	9,531	10,309	11,042	所得税	646	70	146	155	176
其他	6,241	4,418	4,720	4,934	5,149	净利润	7,475	2,919	4,301	4,588	5,206
流动负债合计	16,310	14,891	15,247	16,238	17,186	少数股东损益	113	13	280	298	338
长期借款	0	0	252	252	252	归属于母公司净利润	7,362	2,906	4,021	4,290	4,868
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	2.24	0.88	1.22	1.31	1.48
其他	688	671	727	727	727						
非流动负债合计	688	671	978	978	978	主要财务比率					
负债合计	16,998	15,562	16,225	17,216	18,164		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1,165	1,146	1,426	1,724	2,062	成长能力					
股本	3,294	3,296	3,287	3,287	3,287	营业收入	5%	-0%	5%	10%	9%
资本公积	6,377	6,592	7,157	7,157	7,157	营业利润	257%	-63%	49%	7%	14%
留存收益	24,981	26,036	28,548	30,791	33,476	归属于母公司净利润	217%	-61%	38%	7%	13%
其他	66	104	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	35,884	37,174	40,417	42,958	45,982	毛利率	41.6%	38.8%	41.3%	41.2%	41.2%
负债和股东权益总计	52,882	52,736	56,642	60,175	64,146	净利率	22.9%	9.0%	11.9%	11.5%	12.0%
						ROE	24.3%	8.2%	10.7%	10.7%	11.4%
						ROIC	21.2%	6.7%	9.7%	10.0%	10.7%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	32.1%	29.5%	28.6%	28.6%	28.3%
净利润	7,475	2,919	4,301	4,588	5,206	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	693	654	721	770	798	流动比率	2.52	2.50	2.79	2.85	2.94
财务费用	(409)	(390)	(411)	(271)	(316)	速动比率	2.18	2.15	2.44	2.50	2.58
投资损失	(4,496)	(465)	(600)	(100)	(100)	营运能力					
营运资金变动	(187)	(1,319)	(619)	(1,009)	(1,006)	应收账款周转率	2.0	1.9	1.9	2.0	2.1
其它	1,522	1,311	1,430	18	24	存货周转率	2.9	3.7	3.8	4.0	4.0
经营活动现金流	4,599	2,710	4,821	3,996	4,607	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	(1,510)	(778)	(504)	(354)	(354)	每股指标(元)					
长期投资	1,027	(4)	0	0	0	每股收益	2.24	0.88	1.22	1.31	1.48
其他	2,209	(4,050)	641	141	141	每股经营现金流	1.40	0.82	1.47	1.22	1.40
投资活动现金流	1,726	(4,832)	137	(213)	(213)	每股净资产	10.56	10.96	11.86	12.55	13.36
债权融资	(2,086)	(785)	252	0	0	估值比率					
股权融资	3,298	216	556	0	0	市盈率	8.3	21.1	15.3	14.3	12.6
其他	441	(2,234)	(1,098)	(1,775)	(1,867)	市净率	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
筹资活动现金流	1,653	(2,803)	(290)	(1,775)	(1,867)	EV/EBITDA	6.1	16.0	10.9	9.9	8.8
汇率变动影响	24	106	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.7	20.0	12.9	11.6	10.2
现金净增加额	8,002	(4,819)	4,667	2,008	2,528						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。