

23Q1 盈利能力改善

核心观点

- **Q1 盈利能力改善。**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报。22 年全年实现营业收入 306 亿元，同比-7%；实现归母净利润 23 亿元，同比-31%。23Q1 实现营业收入 60 亿元，同比+2.9%；实现归母净利润 5 亿元，同比+39%；毛利率为 42.5%，同比+3.5pct，环比+3.9pct；净利率为 8.2%，同比+2.3pct，环比+2.3pct。
- **中移动完成入股，境内业务有望受益。**22 年境内 To B 收入下降 4%至 83 亿元，大华在企业业务领域将 AI、大数据等先进技术与行业场景深度融合，洞察业务细分场景超 3000 个、累计形成行业解决方案 300 多个，在制造、建筑、教育、电力、石化、煤炭、钢铁、金融、医疗、物流、文旅、农产、零售等领域精耕细作，为客户提供可落地、可量化、可计算的场景化数智解决方案。中移动入股大华的增发已完成，大华有望与中移动在各项业务的市场开拓、联合研发、渠道合作等方面深度合作，To G、To B、乐橙业务均有望受益。软件业务营收 15 亿元，毛利率 69.1%，同比+1.7pct。
- **境外业务持续增长。**22 年境外收入增长 9%至 148 亿，占比提升至 48%。大华在海外拥有广泛深入的分销网络，品牌影响力持续扩大。海外制造中心导入了生产自动化设备及管理信息化系统、欧洲供应中心新建子 HUB、海外子仓导入标准化仓储系统等，进一步提升海外本地化制造与仓储物流运作合规性及高效性。
- **创新业务保持高增长。**22 年营收增长 45%至 41 亿元。子公司华睿业务机器视觉算法平台发布了 3.0 版本，应用工具集 160+，算子 1500+，配套最新的深度学习训练平台，持续丰富各行业的 AI+应用，并全面支持二次开发。子公司华橙构建了以“家庭安防、智慧物联、家庭服务机器人、云业务”为主的四大民用 IoT 产品体系，AIoT 设备接入数整体增长超过 30%，全球用户注册数增长整体超过 40%，海外用户增长超过 100%，全球乐橙云平台月活跃用户数近 1200 万，增长超过 40%。子公司华锐捷专注于智能车载产品和行业解决方案，结合雷达、AI、感知数据分析与处理等技术，目前已取得 IATF16949 质量管理体系认证，并荣获国家级高新技术企业认证，产品方案全面服务国内外乘用车、商用车客户以及各级消费者和行业用户。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 23-25 年归母净利润分别 35.1、45.4、54.9 亿元，根据可比公司 23 年平均 28 倍 PE 估值，给予 29.68 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 下游需求不及预期；AI 进展低于预期；应收账款信用减值；汇兑损益风险。

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,835	30,565	35,101	40,457	46,670
同比增长(%)	24%	-7%	15%	15%	15%
营业利润(百万元)	3,472	2,280	3,865	4,968	6,010
同比增长(%)	-18%	-34%	70%	29%	21%
归属母公司净利润(百万元)	3,378	2,324	3,513	4,537	5,486
同比增长(%)	-13%	-31%	51%	29%	21%
每股收益(元)	1.02	0.70	1.06	1.36	1.65
毛利率(%)	38.9%	37.9%	40.1%	39.9%	39.7%
净利率(%)	10.3%	7.6%	10.0%	11.2%	11.8%
净资产收益率(%)	15.6%	9.4%	11.7%	12.6%	13.8%
市盈率	23.1	33.6	22.2	17.2	14.2
市净率	3.3	3.0	2.3	2.1	1.9

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。

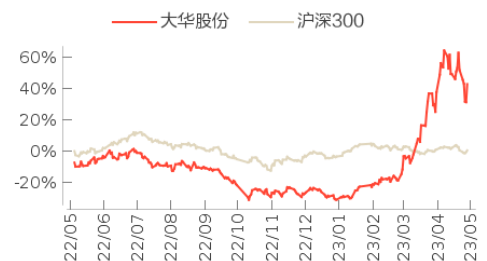
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2023年04月28日）	23.47 元
目标价格	29.68 元
52 周最高价/最低价	29.3/10.96 元
总股本/流通 A 股（万股）	332,626/195,803
A 股市值（百万元）	78,067
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2023 年 05 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-5.93	10.5	85.1	48.07
相对表现	-5.84	9.76	88.75	45.32
沪深 300	-0.09	0.74	-3.65	2.75



证券分析师

蒯剑	021-63325888*8514 kuaijian@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856
李庭旭	litingxu@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522090002

联系人

杨宇轩	yangyuxuan@orientsec.com.cn
韩潇锐	hanxiaorui@orientsec.com.cn
张释文	zhangshiwen@orientsec.com.cn
薛宏伟	xuehongwei@orientsec.com.cn

相关报告

关注中移动增发进度，加强生态建设	2023-03-13
境外与创新业务持续增长	2022-08-22
持续快速增长，加强软件和海外业务竞争	2022-04-24

盈利预测与投资建议

我们预测公司 23-25 年归母净利润分别 35.1、45.4、54.9 亿元，根据可比公司 23 年平均 28 倍 PE 估值，给予 29.68 元目标价，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023/4/28	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E
海康威视	002415	37.75	1.37	1.78	2.11	2.51	27.54	21.22	17.87	15.04
千方科技	002373	14.54	-0.31	0.40	0.54	0.68	-47.61	36.35	27.05	21.43
水晶光电	002273	11.62	0.41	0.53	0.65	0.80	28.05	22.09	18.00	14.54
捷顺科技	002609	11.13	0.03	0.34	0.45	0.54	398.92	32.56	24.84	20.44
万集科技	300552	18.17	-0.14	0.42	1.02	1.41	-133.60	42.87	17.85	12.91
淳中科技	603516	21.96	0.16	0.76	1.06	1.43	138.72	28.84	20.70	15.37
工业富联	601138	16.12	1.01	1.19	1.34	1.50	15.95	13.51	12.04	10.74
	最大值						398.92	42.87	27.05	21.43
	最小值						-133.60	13.51	12.04	10.74
	平均数						61.14	28.21	19.76	15.78
	调整后平均						32.53	28.21	19.85	15.66

数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

下游需求不及预期；AI 进展低于预期；应收账款信用减值；汇兑损益风险。

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,731	8,030	16,961	19,275	22,207	营业收入	32,835	30,565	35,101	40,457	46,670
应收票据、账款及款项融资	16,287	16,964	18,630	20,664	22,904	营业成本	20,059	18,990	21,019	24,313	28,152
预付账款	171	122	140	161	186	营业税金及附加	183	188	216	248	287
存货	6,810	7,315	8,097	9,482	10,979	营业费用	4,664	5,115	5,551	6,251	7,202
其他	2,506	2,339	2,405	2,492	2,594	管理费用及研发费用	4,407	5,027	5,191	5,619	6,097
流动资产合计	33,505	34,770	46,232	52,074	58,870	财务费用	250	(511)	(56)	(166)	(218)
长期股权投资	1,244	1,461	1,461	1,461	1,461	资产、信用减值损失	795	703	593	510	428
固定资产	2,187	4,644	4,423	4,115	3,752	公允价值变动收益	125	(46)	88	88	88
在建工程	1,993	424	313	257	229	投资净收益	(194)	281	200	200	200
无形资产	584	557	507	456	405	其他	1,062	992	989	1,000	1,000
其他	4,543	4,398	3,601	3,748	3,911	营业利润	3,472	2,280	3,865	4,968	6,010
非流动资产合计	10,551	11,483	10,304	10,037	9,759	营业外收入	12	18	18	18	18
资产总计	44,056	46,253	56,536	62,111	68,628	营业外支出	15	11	5	5	5
短期借款	326	258	258	258	258	利润总额	3,470	2,287	3,878	4,981	6,023
应付票据及应付账款	11,803	11,704	12,955	14,742	16,789	所得税	58	25	330	398	482
其他	5,284	6,884	7,273	7,550	7,863	净利润	3,412	2,262	3,548	4,583	5,541
流动负债合计	17,412	18,847	20,485	22,550	24,910	少数股东损益	33	(63)	35	46	55
长期借款	1,553	454	554	554	554	归属于母公司净利润	3,378	2,324	3,513	4,537	5,486
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.02	0.70	1.06	1.36	1.65
其他	921	734	788	788	788						
非流动负债合计	2,473	1,188	1,341	1,341	1,341	主要财务比率					
负债合计	19,886	20,035	21,827	23,892	26,251		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	553	382	417	463	518	成长能力					
股本	2,995	3,033	3,326	3,326	3,326	营业收入	24%	-7%	15%	15%	15%
资本公积	2,662	3,340	8,757	8,757	8,757	营业利润	-18%	-34%	70%	29%	21%
留存收益	17,885	19,426	22,208	25,673	29,775	归属于母公司净利润	-13%	-31%	51%	29%	21%
其他	76	37	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	24,170	26,218	34,709	38,220	42,377	毛利率	38.9%	37.9%	40.1%	39.9%	39.7%
负债和股东权益总计	44,056	46,253	56,536	62,111	68,628	净利率	10.3%	7.6%	10.0%	11.2%	11.8%
						ROE	15.6%	9.4%	11.7%	12.6%	13.8%
						ROIC	15.1%	6.2%	10.3%	11.1%	12.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	45.1%	43.3%	38.6%	38.5%	38.3%
净利润	3,412	2,262	3,548	4,583	5,541	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	333	522	623	655	682	流动比率	1.92	1.84	2.26	2.31	2.36
财务费用	250	(511)	(56)	(166)	(218)	速动比率	1.53	1.45	1.85	1.88	1.91
投资损失	194	(281)	(200)	(200)	(200)	营运能力					
营运资金变动	(4,953)	(1,672)	(1,495)	(1,974)	(1,931)	应收账款周转率	2.2	1.7	1.8	1.9	2.0
其它	2,491	733	1,279	235	137	存货周转率	3.3	2.6	2.7	2.7	2.7
经营活动现金流	1,728	1,054	3,700	3,133	4,011	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
资本支出	(1,950)	(1,381)	(202)	(202)	(202)	每股指标(元)					
长期投资	(763)	(330)	0	0	0	每股收益	1.02	0.70	1.06	1.36	1.65
其他	858	1,111	297	288	288	每股经营现金流	0.58	0.35	1.11	0.94	1.21
投资活动现金流	(1,855)	(600)	95	87	87	每股净资产	7.10	7.77	10.31	11.35	12.58
债权融资	1,417	552	100	0	0	估值比率					
股权融资	1,254	717	5,710	0	0	市盈率	23.1	33.6	22.2	17.2	14.2
其他	(2,176)	(1,613)	(675)	(906)	(1,166)	市净率	3.3	3.0	2.3	2.1	1.9
筹资活动现金流	494	(344)	5,135	(906)	(1,166)	EV/EBITDA	16.8	29.8	15.4	12.5	10.5
汇率变动影响	(107)	151	-0	-0	-0	EV/EBIT	18.3	38.6	17.9	14.2	11.8
现金净增加额	259	261	8,931	2,314	2,932						

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 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

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。