

# 大华股份 (002236)

证券研究报告

2023年04月28日

## 大华股份 Q1 利润超预期，大模型、多模态取得技术突破

**事件：**2023Q1 公司实现营收 60.16 亿元，同比+2.87%，归母净利润 4.95 亿元，同比+39.31%，扣非净利润 3.98 亿元，同比+15.15%。

**点评：竞争格局改善，持续重配研发。**1)公司单季毛利率达 42.53%，同比+3.50pct，我们认为此前缺芯潮下中小企业受到挤压，市场向龙头集中，随着安防下游需求回暖，市场格局得到改善。2)公司单季研发费率为 14.23%，同比+1.60pct，应付职工薪酬同比+16.72%，或因加大多模态、大模型投入所致。我们认为一季度随着整个 AI to B 市场机遇涌现，市场空间清晰，公司将持续重配研发，有望提高技术核心竞争力。

**公司大模型、多模态取得连续突破。**公司已经在大模型和多模态技术取得连续突破并取得了数据驱动算法方案生产流水线的显著成果，在机器视觉领域也表现出技术优势。公司面向垂直行业应用，开发行业视觉大模型，结合行业专业知识，在效果精度方面有显著优势。大模型技术能从庞大、多类型的场景数据中学习，总结出跨场景、跨业务的通用能力，学习出最普遍的特征和规律，成为具有强化泛化能力的通用大模型。它能够更好地捕捉数据中的细微差异和模式，准确性更高。在一些任务中，大模型已经超过了人类的表现，具体场景可以实现连续复杂行为的识别。

**降本、提精度逻辑得到验证。**大模型可以大幅缩减算法的交付数量，降低人工智能解决方案的研发成本，将有效提升人工智能面对长尾的碎片化市场的研发效率和供给能力。公司已开发 SAML 技术，可以根据算法需求，自动在先验库中搜索出最优网络结构，与去年同期算法相比，在节省 50%的人力，模型效果平均提升 5%，模型耗时平均降低 5%，让 AI 开发 AI 更智能。

**聚焦机器视觉、移动机器人。**公司深耕工业数字化和智能化的工业视觉与仓储物流，业务包括机器视觉和移动机器人。公司以机器视觉算法平台和机器人 RCS 调度平台为核心，推出各类型的移动机器人等系列化产品与解决方案，成功应用于锂电光伏、物流、3C 制造、纺织、电力、汽车及零部件、液晶面板、食品、半导体等多个行业。公司推出了 2K 小尺寸千兆网线阵相机成功应用在锂电的卷绕检测工序，全系列读码器大批量部署在锂电的读码场景，实现了全工序覆盖和全流程追溯。

**投资建议：**预计公司 23-25 年营收为 350.01、437.51、568.76 亿元，归母净利润为 35.33、45.93、61.52 亿元，维持“买入”评级，目标价格为 31.80 元。

**风险提示：**审核风险及募集资金投资项目风险、战略转型不及预期、智慧物联产业化进程不及预期、智能制造基地建设进度不及预期、研发项目进展不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,835.48	30,565.37	35,000.71	43,750.89	56,876.16
增长率(%)	24.07	(6.91)	14.51	25.00	30.00
EBITDA(百万元)	7,320.85	6,020.35	4,935.85	6,035.81	7,500.30
归属母公司净利润(百万元)	3,378.41	2,324.36	3,532.55	4,592.89	6,151.78
增长率(%)	(13.44)	(31.20)	51.98	30.02	33.94
EPS(元/股)	1.02	0.70	1.06	1.38	1.85
市盈率(P/E)	23.11	33.59	22.10	17.00	12.69
市净率(P/B)	3.31	3.02	2.69	2.36	2.03
市销率(P/S)	2.38	2.55	2.23	1.78	1.37
EV/EBITDA	8.30	4.16	12.58	9.84	7.60

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	23.47 元
目标价格	31.80 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,326.26
流通 A 股股本(百万股)	1,958.03
A 股总市值(百万元)	78,067.43
流通 A 股市值(百万元)	45,954.99
每股净资产(元)	9.49
资产负债率(%)	33.79
一年内最高/最低(元)	29.30/10.96

### 作者

**潘暕** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

**许俊峰** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520110003  
xujunfeng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《大华股份-公司点评:中移动定增落地，战略协同打开 AI to B 广阔空间》2023-03-31
- 《大华股份-公司点评:GPT-4 带来 AI 机遇，看好中移动合作的成长性空间》2023-03-17
- 《大华股份-季报点评:智慧物联驱动业绩稳健增长，定增项目注入新动能》2022-04-26

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,731.00	8,029.88	13,579.03	16,464.83	18,976.29
应收票据及应收账款	15,494.35	16,284.21	13,567.23	27,537.15	25,110.64
预付账款	171.03	121.69	188.88	239.17	292.45
存货	6,810.04	7,315.37	3,939.94	4,699.70	6,476.47
其他	3,134.94	2,912.04	3,310.76	3,431.27	3,764.97
<b>流动资产合计</b>	<b>33,341.37</b>	<b>34,663.19</b>	<b>34,585.84</b>	<b>52,372.12</b>	<b>54,620.82</b>
长期股权投资	1,243.87	1,461.10	1,461.10	1,461.10	1,461.10
固定资产	2,187.44	4,643.62	3,959.11	3,274.60	2,590.08
在建工程	1,992.83	423.54	423.54	423.54	423.54
无形资产	584.13	557.18	511.55	465.92	420.28
其他	4,542.79	4,397.93	4,401.80	4,443.31	4,529.65
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,551.07</b>	<b>11,483.37</b>	<b>10,757.09</b>	<b>10,068.46</b>	<b>9,424.65</b>
<b>资产总计</b>	<b>44,055.87</b>	<b>46,252.89</b>	<b>45,342.93</b>	<b>62,440.58</b>	<b>64,045.47</b>
短期借款	325.65	257.94	706.96	706.96	706.96
应付票据及应付账款	11,802.74	11,704.38	9,222.90	19,847.60	17,319.64
其他	4,418.81	5,664.81	4,688.02	7,191.48	6,057.40
<b>流动负债合计</b>	<b>16,547.20</b>	<b>17,627.13</b>	<b>14,617.88</b>	<b>27,746.04</b>	<b>24,084.00</b>
长期借款	1,552.50	453.83	600.00	600.00	600.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	920.84	734.02	700.00	650.00	600.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,473.34</b>	<b>1,187.85</b>	<b>1,300.00</b>	<b>1,250.00</b>	<b>1,200.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>19,885.53</b>	<b>20,034.52</b>	<b>15,917.88</b>	<b>28,996.04</b>	<b>25,284.00</b>
少数股东权益	552.74	381.57	367.77	353.86	319.31
股本	2,994.55	3,033.16	3,326.26	3,326.26	3,326.26
资本公积	2,939.51	3,950.21	3,860.33	3,860.33	3,860.33
留存收益	17,884.70	19,426.35	22,455.72	26,374.07	31,712.85
其他	(201.16)	(572.92)	(585.04)	(469.98)	(457.28)
<b>股东权益合计</b>	<b>24,170.34</b>	<b>26,218.37</b>	<b>29,425.04</b>	<b>33,444.54</b>	<b>38,761.47</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>44,055.87</b>	<b>46,252.89</b>	<b>45,342.93</b>	<b>62,440.58</b>	<b>64,045.47</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,411.55	2,261.85	3,532.55	4,592.89	6,151.78
折旧摊销	392.73	589.73	730.14	730.14	730.14
财务费用	403.30	(367.03)	(170.17)	(246.26)	(314.04)
投资损失	194.26	(283.69)	(151.61)	(303.42)	(135.38)
营运资金变动	(4,111.08)	(2,881.13)	2,798.03	(2,096.13)	(3,796.68)
其它	1,436.80	1,733.86	(35.91)	(14.23)	(37.85)
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,727.56</b>	<b>1,053.59</b>	<b>6,703.02</b>	<b>2,662.99</b>	<b>2,597.98</b>
资本支出	2,760.63	1,778.13	34.02	50.00	50.00
长期投资	787.90	217.23	0.00	0.00	0.00
其他	(5,403.40)	(2,595.32)	7.60	263.65	100.71
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,854.88)</b>	<b>(599.96)</b>	<b>41.62</b>	<b>313.65</b>	<b>150.71</b>
债权融资	1,239.22	1,011.76	(885.71)	466.25	557.80
股权融资	459.95	677.55	(309.78)	(557.09)	(795.03)
其他	(1,205.30)	(2,033.10)	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>493.86</b>	<b>(343.79)</b>	<b>(1,195.49)</b>	<b>(90.84)</b>	<b>(237.23)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>366.55</b>	<b>109.84</b>	<b>5,549.15</b>	<b>2,885.80</b>	<b>2,511.46</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>32,835.48</b>	<b>30,565.37</b>	<b>35,000.71</b>	<b>43,750.89</b>	<b>56,876.16</b>
营业成本	20,058.51	18,989.80	20,875.82	25,918.90	33,528.49
营业税金及附加	182.53	187.70	207.77	259.72	335.17
销售费用	4,663.97	5,115.16	4,917.60	6,037.62	7,848.91
管理费用	955.02	1,143.97	1,008.02	1,229.40	1,598.22
研发费用	3,451.98	3,883.01	3,937.58	5,381.36	6,995.77
财务费用	249.71	(510.98)	(170.17)	(246.26)	(314.04)
资产/信用减值损失	(794.91)	(703.16)	(599.86)	(700.55)	(699.62)
公允价值变动收益	125.38	(46.02)	(19.82)	2.08	1.97
投资净收益	(194.26)	280.75	151.61	303.42	135.38
其他	665.36	(54.95)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>3,472.19</b>	<b>2,280.09</b>	<b>3,756.01</b>	<b>4,775.10</b>	<b>6,321.37</b>
营业外收入	12.04	17.92	13.27	13.27	13.27
营业外支出	14.57	10.84	17.20	15.61	14.55
<b>利润总额</b>	<b>3,469.66</b>	<b>2,287.18</b>	<b>3,752.09</b>	<b>4,772.76</b>	<b>6,320.09</b>
所得税	58.11	25.33	235.63	196.18	208.13
<b>净利润</b>	<b>3,411.55</b>	<b>2,261.85</b>	<b>3,516.46</b>	<b>4,576.58</b>	<b>6,111.96</b>
少数股东损益	33.14	(62.51)	(16.09)	(16.30)	(39.82)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,378.41</b>	<b>2,324.36</b>	<b>3,532.55</b>	<b>4,592.89</b>	<b>6,151.78</b>
每股收益(元)	1.02	0.70	1.06	1.38	1.85

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	24.07%	-6.91%	14.51%	25.00%	30.00%
营业利润	-18.43%	-34.33%	64.73%	27.13%	32.38%
归属于母公司净利润	-13.44%	-31.20%	51.98%	30.02%	33.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	38.91%	37.87%	40.36%	40.76%	41.05%
净利率	10.29%	7.60%	10.09%	10.50%	10.82%
ROE	14.30%	9.00%	12.16%	13.88%	16.00%
ROIC	38.62%	12.41%	20.26%	33.21%	40.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	45.14%	43.32%	35.11%	46.44%	39.48%
净负债率	-20.53%	-18.16%	-38.62%	-41.95%	-42.05%
流动比率	1.92	1.84	2.37	1.89	2.27
速动比率	1.53	1.46	2.10	1.72	2.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.30	1.92	2.34	2.13	2.16
存货周转率	5.59	4.33	6.22	10.13	10.18
总资产周转率	0.81	0.68	0.76	0.81	0.90
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.02	0.70	1.06	1.38	1.85
每股经营现金流	0.52	0.32	2.02	0.80	0.78
每股净资产	7.10	7.77	8.74	9.95	11.56
<b>估值比率</b>					
市盈率	23.11	33.59	22.10	17.00	12.69
市净率	3.31	3.02	2.69	2.36	2.03
EV/EBITDA	8.30	4.16	12.58	9.84	7.60
EV/EBIT	8.74	4.58	14.76	11.19	8.42

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com