

大华股份 (002236.SZ)

年报符合预期，一季报利润增速超预期，展望全年有望持续回暖

事件: 2023/4/27 晚，公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年，公司实现收入 305.65 亿，同比增长-6.91%，实现归母净利润 23.24 亿元，同比增长-31.2%。2023Q1，公司实现收入 60.16 亿元，同比增长 2.87%，实现归母净利润 4.95 亿元，同比增长 39.31%。

直面国内外环境不确定性，2022 年公司收入维持韧性。 2022 年，海内外市场由于国际关系、通货膨胀、宏观经济等因素，需求出现一定波动放缓，无论是政府端、企业端还是消费端都出现支出端压力。多个市场同时面临不确定性的情况下，公司业绩承压，2022 年总收入端仍然基本持平，表现出了相当的韧性；To G/To B/海外业务/创新业务同比增速分别达到-26.08%/-4.12%/9.47%/44.55%，EBG 业务相对坚挺，海外业务维持稳健，创新业务带动增长，为公司带来业绩韧性。

2023Q1 毛利率显著回升驱动利润端超预期，展望全年有望持续回暖。 2023Q1，虽然公司收入同比大体持平，但毛利率相比 2022Q4 已经出现显著回升，从 2022Q4 的 38.65%提升至 2023Q1 的 42.53%，体现出整体行业竞争格局的改善与公司的议价权。随着 2023 年宏观经济逐步回暖，展望全年，我们预计公司毛利率将维持复苏态势，为公司带来利润空间。

移动定增入股落地，多模态 GPT 助力潜在战略股东业务共振，有望提升景气度。 中国移动与大华股份作为各自领域的龙头企业，各有千秋。中国移动具有较强的品牌、渠道、客户、产品资源，并且是国内数字化项目最大的集成商之一，手握大量项目资源；大华作为 AI 视觉领军，有望通过自身的图像及视频 AI 技术，赋能移动的类视联网及其他数字化业务，而多模态 GPT 潜力是推动这一可能共振的核心力量，有望驱动公司 3-5 年保持高速增长。

GPT 逻辑性、通用性、智能性带来 AI 应用全面优化升级，大华为多模态 GPT 国内潜力领军。 1) 在传统 CNN 技术路径下，视觉领域 AI 公司倾向于采用单点模式，在大量碎片场景中做定制化的项目落地，人效难以提升；若未来转向多模态大模型模式，有望带来通用化能力，可以量产细分场景 AI 模型，或以单一通用模型完成原本数个模型才能完成的任务，从而大大提升大华产品的通用性与易用性。2) 大华是国内具备多模态能力形成潜力的公司。大华巨灵 AI 平台已经具备一定算法生产能力，未来算法生产效率有望在多模态大模型辅助下规模化提升。**我们认为，若多模态技术持续进步，将大幅提升 AI 视觉模型生产效率，有望打开未来 AI 在下游千行百业的应用可能性。大华作为具备视频数据与行业 know-how 积累的下游细分领域龙头，有望核心受益，且多模态 GPT 天然的规模效应有望提升其护城河与稳态估值。**

维持“买入”评级。 我们预测公司 2023/24/25 分别实现归母净利润 35.27/42.77/51.28 亿元，维持“买入”评级。

风险提示: AI 推进不及预期的风险；国内需求不确定性；贸易关系扰动风险；原材料涨价风险；创新业务孵化不及预期的风险。

| 财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 32,835 | 30,565 | 36,452 | 44,282 | 53,334 |
| 增长率 yoy (%) | 24.1 | -6.9 | 19.3 | 21.5 | 20.4 |
| 归母净利润 (百万元) | 3,378 | 2,324 | 3,527 | 4,277 | 5,128 |
| 增长率 yoy (%) | -13.4 | -31.2 | 51.7 | 21.3 | 19.9 |
| EPS 最新摊薄 (元/股) | 1.02 | 0.70 | 1.06 | 1.29 | 1.54 |
| 净资产收益率 (%) | 14.1 | 8.6 | 12.2 | 13.1 | 13.9 |
| P/E (倍) | 21.2 | 30.9 | 20.3 | 16.8 | 14.0 |
| P/B (倍) | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |

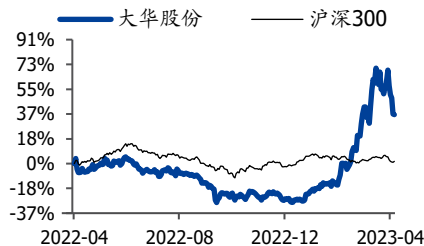
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 计算机设备 |
| 前次评级 | 买入 |
| 4月27日收盘价(元) | 21.57 |
| 总市值(百万元) | 71,747.53 |
| 总股本(百万股) | 3,326.26 |
| 其中自由流通股(%) | 58.87 |
| 30日日均成交量(百万股) | 124.86 |

股价走势



作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

相关研究

- 《大华股份 (002236.SZ): 移动定增落地，战略股东加持打开想象空间》2023-04-01
- 《大华股份 (002236.SZ): 多模态 GPT 应用领军》2023-03-21
- 《大华股份 (002236.SZ): 直面宏观经济压力，静待严冬回暖》2022-10-29



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 33505 | 34770 | 48056 | 56197 | 68644 |
| 现金 | 7731 | 8030 | 14186 | 17233 | 20756 |
| 应收票据及应收账款 | 15494 | 16284 | 21615 | 24425 | 31026 |
| 其他应收款 | 546 | 402 | 729 | 645 | 1010 |
| 预付账款 | 171 | 122 | 227 | 197 | 314 |
| 存货 | 6810 | 7315 | 8682 | 11081 | 12921 |
| 其他流动资产 | 2752 | 2617 | 2617 | 2617 | 2617 |
| 非流动资产 | 10551 | 11483 | 11330 | 11333 | 11486 |
| 长期投资 | 1244 | 1461 | 1278 | 1096 | 913 |
| 固定资产 | 2187 | 4644 | 4641 | 4769 | 4974 |
| 无形资产 | 584 | 557 | 562 | 551 | 537 |
| 其他非流动资产 | 6536 | 4821 | 4848 | 4918 | 5063 |
| 资产总计 | 44056 | 46253 | 59386 | 67530 | 80130 |
| 流动负债 | 17412 | 18847 | 28978 | 33672 | 42033 |
| 短期借款 | 326 | 258 | 9745 | 10829 | 15225 |
| 应付票据及应付账款 | 11803 | 11704 | 14918 | 17971 | 21972 |
| 其他流动负债 | 5284 | 6884 | 4315 | 4872 | 4836 |
| 非流动负债 | 2473 | 1188 | 1100 | 1032 | 980 |
| 长期借款 | 1553 | 454 | 366 | 297 | 246 |
| 其他非流动负债 | 921 | 734 | 734 | 734 | 734 |
| 负债合计 | 19886 | 20035 | 30078 | 34704 | 43013 |
| 少数股东权益 | 553 | 382 | 382 | 382 | 382 |
| 股本 | 2995 | 3033 | 3326 | 3326 | 3326 |
| 资本公积 | 2940 | 3950 | 3950 | 3950 | 3950 |
| 留存收益 | 17885 | 19426 | 22173 | 25402 | 29222 |
| 归属母公司股东权益 | 23618 | 25837 | 28926 | 32445 | 36735 |
| 负债和股东权益 | 44056 | 46253 | 59386 | 67530 | 80130 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 1728 | 1054 | 835 | 4337 | 1905 |
| 净利润 | 3412 | 2262 | 3527 | 4277 | 5128 |
| 折旧摊销 | 393 | 590 | 705 | 801 | 871 |
| 财务费用 | 250 | -511 | 348 | 473 | 602 |
| 投资损失 | 194 | -281 | 400 | 400 | 400 |
| 营运资金变动 | -3285 | -2177 | -4020 | -1489 | -4970 |
| 其他经营现金流 | 764 | 1171 | -125 | -125 | -125 |
| 投资活动现金流 | -1855 | -600 | -826 | -1080 | -1299 |
| 资本支出 | 1227 | 1295 | 29 | 186 | 336 |
| 长期投资 | -1126 | 26 | 183 | 183 | 183 |
| 其他投资现金流 | -1753 | 721 | -614 | -711 | -780 |
| 筹资活动现金流 | 494 | -344 | -3340 | -1295 | -1479 |
| 短期借款 | 75 | -68 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 675 | -1099 | -87 | -69 | -51 |
| 普通股增加 | -1 | 39 | 293 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 950 | 1011 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1205 | -227 | -3545 | -1226 | -1428 |
| 现金净增加额 | 259 | 261 | -3331 | 1963 | -873 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 32835 | 30565 | 36452 | 44282 | 53334 |
| 营业成本 | 20059 | 18990 | 21507 | 26569 | 32267 |
| 营业税金及附加 | 183 | 188 | 217 | 263 | 319 |
| 营业费用 | 4664 | 5115 | 5577 | 6864 | 8427 |
| 管理费用 | 955 | 1144 | 1216 | 1506 | 1832 |
| 研发费用 | 3452 | 3883 | 4446 | 4619 | 5038 |
| 财务费用 | 250 | -511 | 348 | 473 | 602 |
| 资产减值损失 | -50 | -107 | -109 | -89 | -160 |
| 其他收益 | 1028 | 989 | 900 | 900 | 900 |
| 公允价值变动收益 | 125 | -46 | 125 | 125 | 125 |
| 投资净收益 | -194 | 281 | -400 | -400 | -400 |
| 资产处置收益 | 34 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3472 | 2280 | 3876 | 4701 | 5634 |
| 营业外收入 | 12 | 18 | 13 | 14 | 14 |
| 营业外支出 | 15 | 11 | 14 | 15 | 13 |
| 利润总额 | 3470 | 2287 | 3876 | 4700 | 5635 |
| 所得税 | 58 | 25 | 349 | 423 | 507 |
| 净利润 | 3412 | 2262 | 3527 | 4277 | 5128 |
| 少数股东损益 | 33 | -63 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 3378 | 2324 | 3527 | 4277 | 5128 |
| EBITDA | 3753 | 2682 | 4564 | 5664 | 6734 |
| EPS (元) | 1.02 | 0.70 | 1.06 | 1.29 | 1.54 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 24.1 | -6.9 | 19.3 | 21.5 | 20.4 |
| 营业利润(%) | -18.4 | -34.3 | 70.0 | 21.3 | 19.8 |
| 归属于母公司净利润(%) | -13.4 | -31.2 | 51.7 | 21.3 | 19.9 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 38.9 | 37.9 | 41.0 | 40.0 | 39.5 |
| 净利率(%) | 10.3 | 7.6 | 9.7 | 9.7 | 9.6 |
| ROE(%) | 14.1 | 8.6 | 12.2 | 13.1 | 13.9 |
| ROIC(%) | 12.3 | 7.0 | 8.9 | 10.1 | 10.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 45.1 | 43.3 | 50.6 | 51.4 | 53.7 |
| 净负债比率(%) | -18.2 | -16.2 | -12.0 | -16.9 | -12.7 |
| 流动比率 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.6 |
| 速动比率 | 1.4 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.3 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 2.3 | 1.9 | 1.9 | 1.9 | 1.9 |
| 应付账款周转率 | 1.9 | 1.6 | 1.6 | 1.6 | 1.6 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.02 | 0.70 | 1.06 | 1.29 | 1.54 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.52 | 0.32 | 0.25 | 1.30 | 0.57 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 7.10 | 7.77 | 8.61 | 9.67 | 10.96 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 21.2 | 30.9 | 20.3 | 16.8 | 14.0 |
| P/B | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 18.1 | 25.3 | 15.0 | 11.8 | 10.0 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 4 月 27 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com