

大华股份 (002236.SZ) / 电子

证券研究报告/公司深度报告

2023年3月31日

评级: 买入 (首次覆盖)

市场价格: 22.61

分析师: 王芳

执业证书编号: S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师: 杨旭

执业证书编号: S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

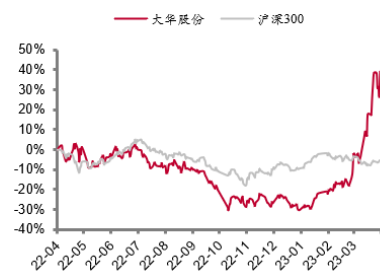
分析师: 李雪峰

执业证书编号: S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	33.26
流通股本(亿股)	19.59
市价(元)	22.61
市值(亿元)	752
流通市值(亿元)	416

股价与行业-市场走势对比**相关报告****公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	26,466	32,835	28,799	33,119	39,742
增长率 yoy%	1%	24%	-12%	15%	20%
净利润(百万元)	3,903	3,378.41	2,033.11	3,414.21	4,128.16
增长率 yoy%	22%	-13%	-40%	68%	21%
每股收益(元)	1.17	1.02	0.61	1.03	1.24
每股现金流量	1.32	0.52	1.31	0.60	0.57
净资产收益率	19%	14%	8%	12%	13%
P/E	19.3	22.3	37.0	22.0	18.2
P/B	3.8	3.2	3.0	2.7	2.4

备注: 股价取自 2023 年 3 月 31 日收盘价

报告摘要

- **安防软硬件起家, 成长为全球领先的智慧物联解决方案提供商与运营商。**公司成立于 2001 年, 早期以安防软硬件产品起家, 目前已经成为全球领先的以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商。公司聚焦城市和企业两大核心业务, 坚定 AIoT、物联数智平台两大技术战略, 延展了机器视觉、机器人、视频会议、智慧消防、汽车电子、智慧存储、智慧安检、智慧显控、智慧控制、智慧热成像等创新业务。
- **短期驱动力: 智能化渗透率提升, 安防行业底部修复。**安防行业 2023 年有望触底回升, 从 To G 看, 安防厂商在智慧交通、智慧城市等政府端项目有望回暖; 此外 To B 安防业务与宏观经济强相关, 伴随疫情放开后整体经济复苏, 推迟项目逐步落地。根据 Juniper Research 数据, 2018 年全球智能安防市场规模为 828 亿元, 渗透率仅为 3.3%, 到 2023 年市场规模将达到 3105 亿元, 渗透率将达到约 16%, 智慧安防存量替换空间巨大。公司基本面触底回升, 业绩有望重回快速增长通道;
- **中期驱动力: 中移动入股落地, 协同数字中国建设落地。**2023 年 3 月 30 日, 公司向中国移动发行股票的程序落地, 本次非公开发行股票 2.93 亿股, 每股发行价格为 17.40 元, 实际募资金净额为 50.89 亿元, 限售期为 36 个月, 在本次定增后, 中国移动成为公司第二大股东, 占比 8.81%。运营商是数字中国基建核心, 公司具备硬件、软件、平台能力, 有望与中移动在数字中国建设落地中深度受益。在 To G 业务端, 中移动中标的视频监控项目有望于公司形成深度合作; 在 To B 业务端, 大华有望配合中移动在企业端推广 5G 服务, 输入自身的产品和解决方案。
- **长期驱动力: 多模态大模型推动下游行业应用层智慧化升级。**多模态模型是实现智慧化产业应用的关键, 3 月 14 日 OpenAI 发布 GPT-4 多模态大模型, 显示多模态大模型在整体复杂度及交互性上已有较大提升, 模型升级有望加速细分垂直应用成熟, 赋能下游智慧化升级, 带动需求快速增长。公司作为国内智能视觉龙头, 深耕多年, 掌握行业大量数据, 熟知客户痛点, 在垂直下游如智慧农业、智慧出行、智慧医疗等多方面有望迎来解决方案升级。
- **投资建议:** 公司作为智慧视觉龙头, 短期受益于安防行业底部修复, 中期有望受益于中移动入股带来的数字中国建设落地, 长期有望受益于多模态大模型推动 B 端智慧化应用提升。预计 23/24 年净利润 34 亿、41 亿, 对应 PE 估值 22.0、18.2 倍。公司目前估值水平低于行业可比公司平均 34.0、24.0 倍, 我们认为叠加底部复苏+数字中国+多模态长期受益三重逻辑, 成长空间广阔, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业景气度不及预期; 智能安防渗透率不及预期; 新产品迭代不及预期; 研报使用信息更新不及时风险。

内容目录

1、智慧视觉领军企业，立足 AIoT、物联数智两大技术战略	- 4 -
2、短期驱动力：智能化渗透率提升，安防行业底部修复	- 7 -
3、中期驱动力：中移动入股，协同数字中国建设落地	- 10 -
4、长期驱动力：多模态大模型推动下游行业应用层智慧化升级	- 13 -
5、盈利预测与估值评级	- 17 -
6、风险提示	- 18 -

图表目录

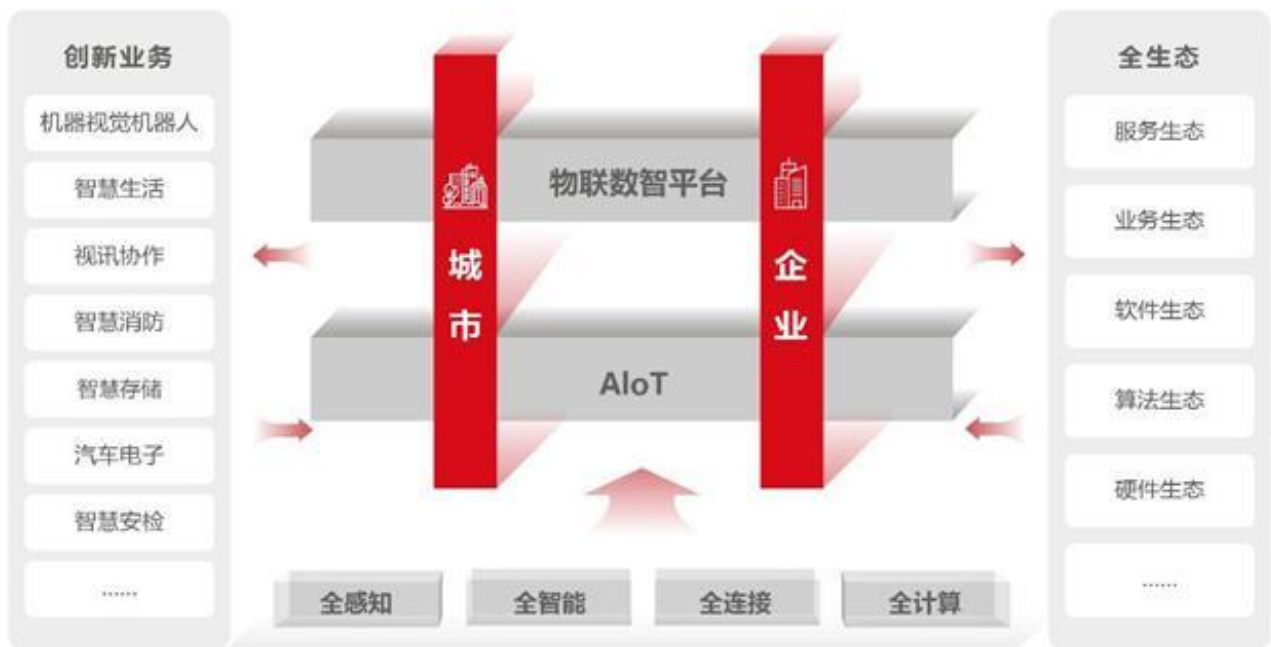
图表 1：公司聚焦城市、企业两大核心	- 4 -
图表 2：大华股份股权架构图（更新于 2023 年 3 月 30 日）	- 5 -
图表 3：2008-2022 前三季度营业收入	- 5 -
图表 4：2008-2022 前三季度归母净利润	- 5 -
图表 5：2021 年公司收入结构（按产品分类）	- 6 -
图表 6：2021 年公司收入结构（按事业群分类）	- 6 -
图表 7：2013-2022 前三季度大华毛利率	- 6 -
图表 8：2013-2022 前三季度大华研发费用率	- 6 -
图表 9：2021 年大华股份研发人员占比 50%	- 7 -
图表 10：相关政策推动安防行业快速成长	- 7 -
图表 11：2018-2023 年全球/中国智能安防市场规模	- 7 -
图表 12：中国智能安防发展历程	- 8 -
图表 13：智能安防产业链图谱	- 8 -
图表 14：安防行业景气走势	- 9 -
图表 15：数字中国建设整体布局规划	- 10 -
图表 16：2019-2022 年全国 5G 基站累计建设数量	- 11 -
图表 17：截至 2023 年 1 月，各运营商 5G 套餐用户数量	- 11 -
图表 18：2022 年四大运营商政企市场收入情况（单位：亿元）	- 12 -
图表 20：2022 年四大运营商中标份额，中国移动领先	- 12 -
图表 20：GPT 模型迭代过程	- 13 -
图表 21：国外部分 AIGC 预训练模型一览	- 13 -
图表 22：智慧化应用落地时间预测	- 14 -
图表 23：训练大模型“预训练+精调”模式	- 14 -

图表 24: 模型+工具平台+生态"三级协同加速产业智能化.....	- 15 -
图表 25: 公司细分赛道优势明显.....	- 16 -
图表 26: 业务拆分 (百万元)	- 17 -
图表 27: 可比公司估值对比	- 17 -

1、智慧视觉领军企业，立足 AIoT、物联数智两大技术战略

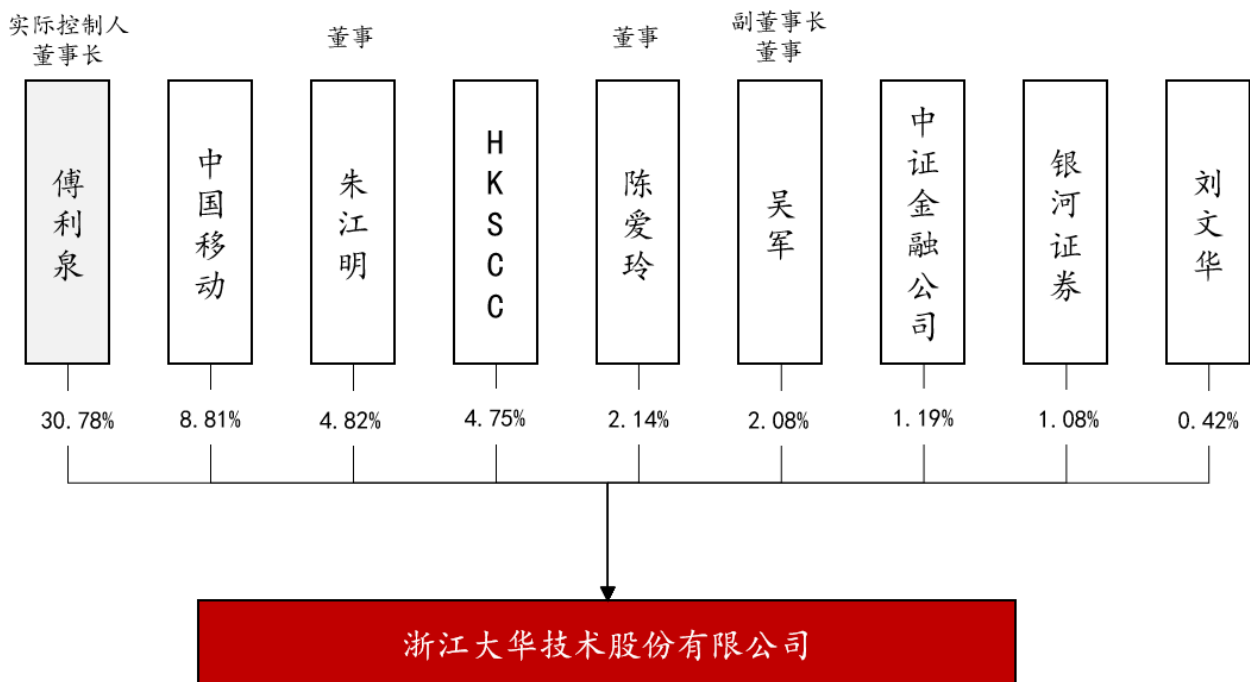
- 安防软硬件起家，成长为全球领先的智慧物联解决方案提供商与运营商。公司成立于 2001 年，早期以安防软硬件产品起家，目前已经成为全球领先的以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，公司聚焦城市和企业两大核心业务，坚定 AIoT、物联数智平台两大技术战略，延展了机器视觉、机器人、视频会议、智慧消防、汽车电子、智慧存储、智慧安检、智慧显控、智慧控制、智慧热成像等创新业务。
- 经过多年的积累，公司在交通、交警、港口、公共民生、生态环境等行业，洞察细分场景超 5000 个，开发业务组件超 800 个，推出行业解决方案 200 多个。在企业业务领域，公司将大数据等先进技术与行业数据结合，洞察业务细分场景超 3000 个，开发业务组件 1000 多个，累计形成行业解决方案 300 多个。

图表 1：公司聚焦城市、企业两大核心



来源：公司公告，中泰证券研究所

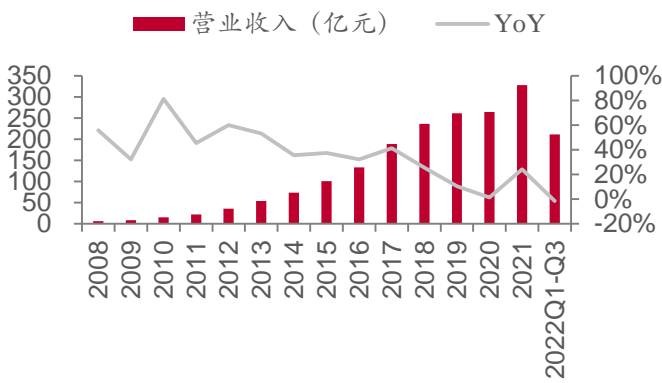
- 截至 2023 年 3 月 31 日，公司实控人、董事长傅利泉先生持有 30.78% 股权，与其他管理层合计持股 39.82%。3 月 30 日，公司向中国移动发行股票的程序落地，本次非公开发行股票 2.93 亿股，每股发行价格为 17.40 元，实际募资资金净额为 50.89 亿元，限售期为 36 个月，本次定增后，中国移动成为公司第二大股东，占比 8.81%。

图表 2：大华股份股权架构图（更新于 2023 年 3 月 30 日）


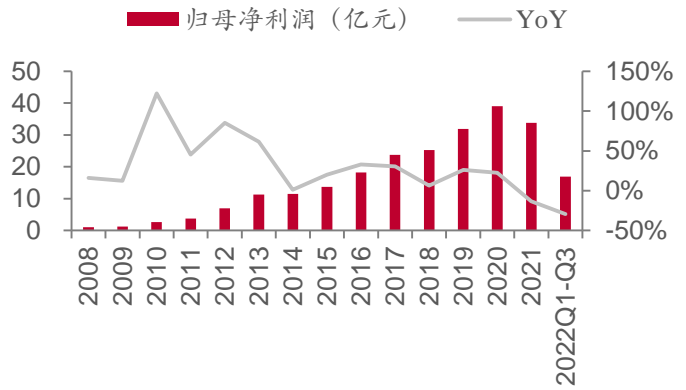
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司在安防、智慧视觉行业深耕多年，公司主要发展历程可以分为三个阶段：
- **快速发展（2018 年以前）**：受益于“平安城市”、“智慧城市”、“雪亮工程”等政府工程，国内视频监控渗透率快速提高，公司顺利驶入安防市场爆发的“快车道”，营收从 2008 年 6.32 亿元提升至 2018 年的 236.66 亿元，10 年 CAGR 为 43.7%，归母净利润也从 2008 年 1.04 亿元提升至 2018 年的 25.29 亿元，10 年 CAGR 为 37.6%，公司也成为了全球第二的安防企业。
- **宏观因素致业绩承压（2018-2020 年）**：2018-2020 年，随着中美贸易摩擦的加剧，国内安防厂商在海外市场拓展受到一定压制，叠加新冠疫情等宏观因素的影响，公司营收/利润增速放缓。
- **多重成长曲线开启（2021 年至今）**：2021 年 10 月，公司提出 Dahua Think 战略，依托 AIoT 和物联数智平台构建“两横”技术战略，形成城市和企业“两纵”业务战略。受损于宏观经济情况，2022 年前三季度公司营收为 211.72 亿元，同比-1.46%，实现归母净利润 16.93 亿元，同比-29.43%。短期来看，随着经济复苏以及安防行业景气度回升，公司业绩有望于 2023 年触底回升，目前在智慧交通、智慧城市等政府端及企业端的项目已有复苏迹象；中期来看，公司引入中移动增发入股落地在即，公司作为视觉接口，有望在数字中国建设落地中深度受益；远期来看，多模态发展有望推动 B 端智慧化应用渗透，大模型的应用长期来看不仅从成本端降本增效，需求端带来的快速渗透推广更将为公司带来持续业绩增长。

图表 3：2008-2022 前三季度营业收入
图表 4：2008-2022 前三季度归母净利润



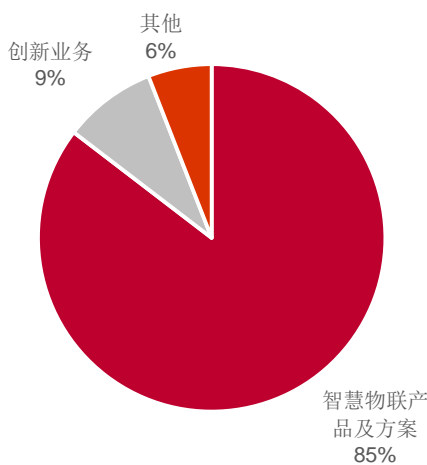
来源: Wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 招股说明书, 中泰证券研究所

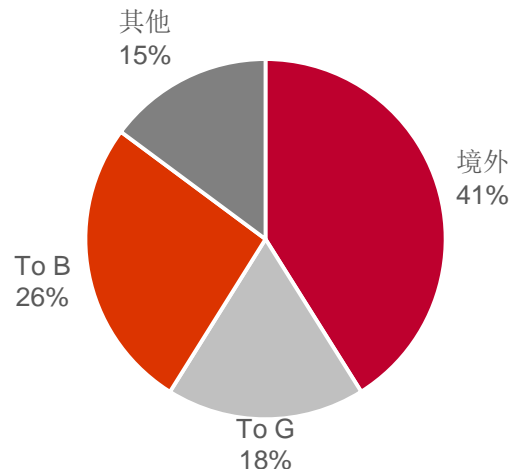
- **智慧物联产品为收入主要来源，创新业务快速增长。**按产品分类，公司收入结构主要包括智慧物联产品、创新业务和其他业务，2021 年公司智慧物联产品及方案实现营收 280.4 亿元，占营收比重为 85%，创新业务实现营收 28.48 亿元，同比+61.70%，其中机器视觉、智能家居、汽车电子增长较快。创新业务包括移动机器人、乐橙家用、汽车电子、智慧安检、智慧存储、智慧消防等系列，创新业务的快速发展大大拓宽了公司智慧物联的航道，已成为公司长期发展的驱动力。

图表 5: 2021 年公司收入结构 (按产品分类)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 6: 2021 年公司收入结构 (按事业群分类)

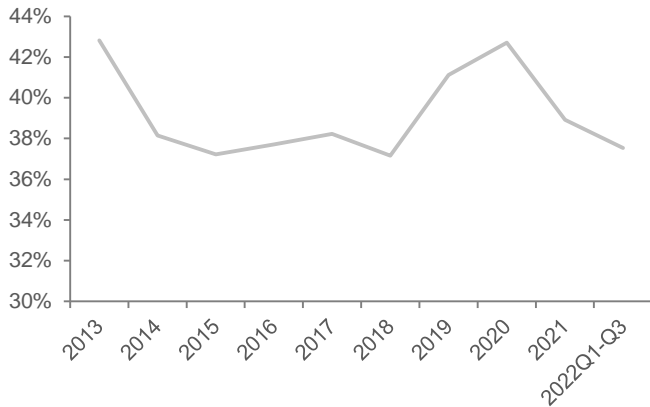


来源: wind, 招股说明书, 中泰证券研究所

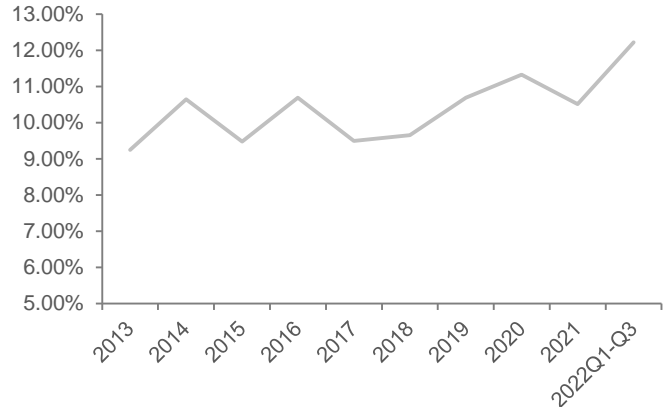
- **公司利润率主要受行业景气周期波动影响。**2013-2022 前三季度期间，大华股份毛利率主要受行业景气度周期变化影响，2014-2018 年由于行业竞争激烈，公司毛利率处于较低位置，2020 年公司毛利率快速提升，达到 42.7%，主要系毛利率较高的红外测温设备销售大幅提升所致，后续随着红外测温设备销售回归 2019 年以前水平，公司毛利率水平有所下滑，2021、2022 年前三季度毛利率分别为 38.91%、37.53%。
- **公司研发人员占比较高，研发费用率较为稳定。**截至 2021 年 12 月 31 日，公司共拥有 22864 名员工，其中研发人员 11388 人，占比 50%；公司近年来研发费用率在 9.5%-11.5% 之间波动，总体较稳定。

图表 7: 2013-2022 前三季度大华毛利率

图表 8: 2013-2022 前三季度大华研发费用率

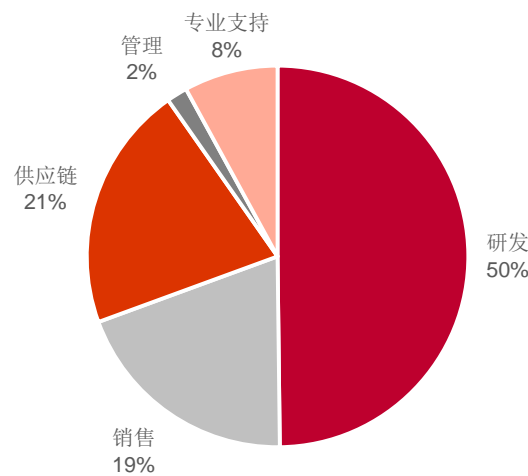


来源：Wind，中泰证券研究所



来源：wind，招股说明书，中泰证券研究所

图表 9：2021 年大华股份研发人员占比 50%



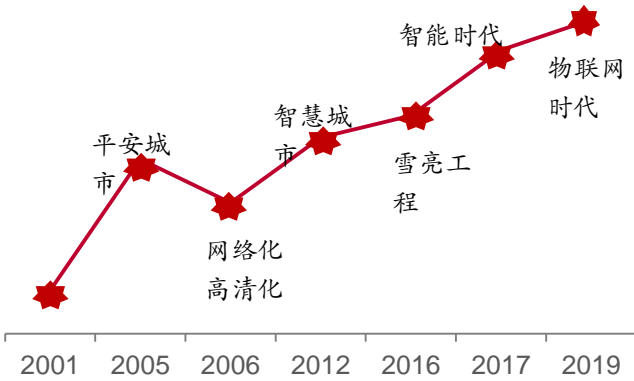
来源：wind，中泰证券研究所

2、短期驱动力：智能化渗透率提升，安防行业底部修复

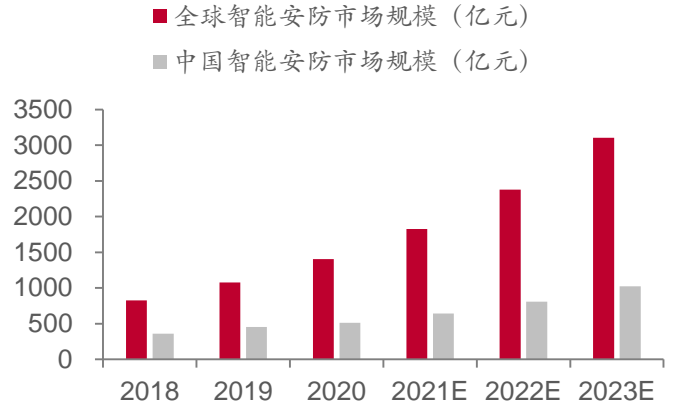
- 我国早期安防行业由平安城市等政策推动，智能安防成为未来趋势。我国安防行业的快速成长始于 2005 年平安城市政策发布，后续智慧城市、雪亮工程等政策依次落地，成为行业发展主要动力。2014-2016 年财政公共安全支出增速提升对应 16-18 年的行业高景气；17 年起智慧化成为安防行业发展的主流形式，智能安防渗透率持续提升。
- 智能安防渗透率仍处于较低水平，存量替换空间大。根据 Juniper Research 数据，2018 年全球智能安防市场规模为 828 亿元，渗透率仅为 3.3%，到 2023 年市场规模将达到 3105 亿元，渗透率将达到约 16%，2018-2023 年 CAGR 为 30.26%。2023 年我国智能安防市场规模约为 1022 亿元，占全球市场比重约 33%，2018-2023 年 CAGR 约为 23.27%。总体来看，未来智能安防渗透率提升空间较大。

图表 10：相关政策推动安防行业快速成长

图表 11：2018-2023 年全球/中国智能安防市场规模



来源：华经情报网,中泰证券研究所



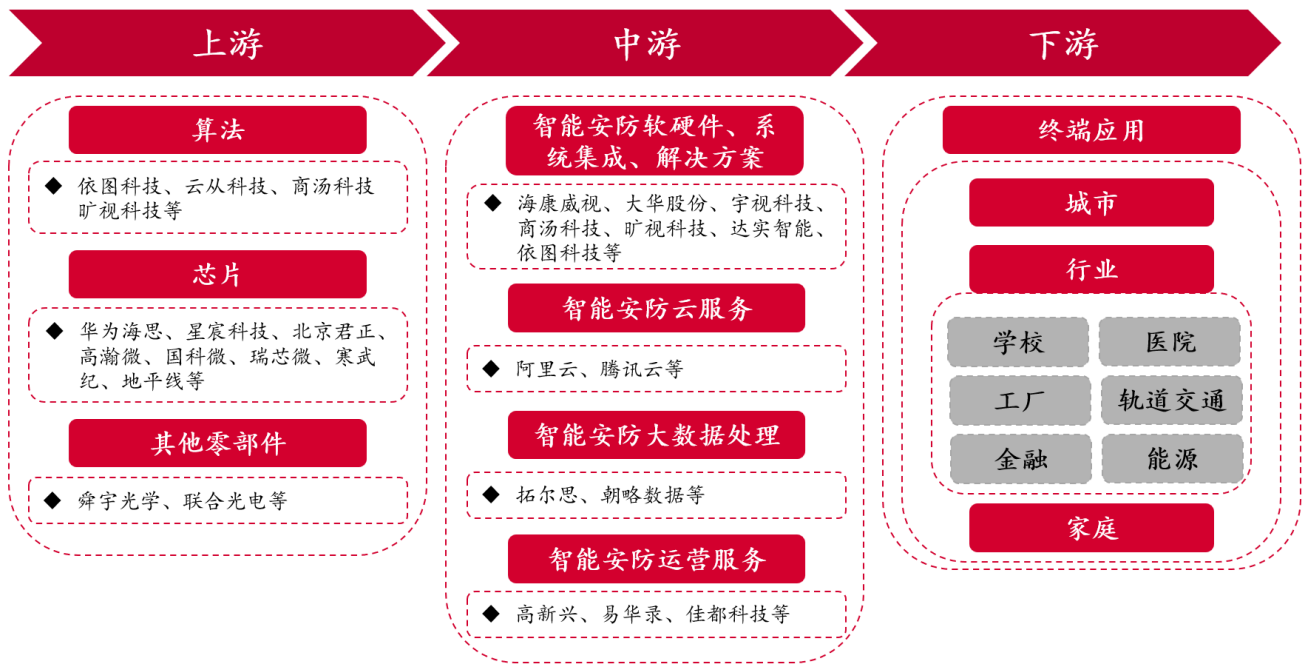
来源：华经情报网,中泰证券研究所

图表 12：中国智能安防发展历程



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

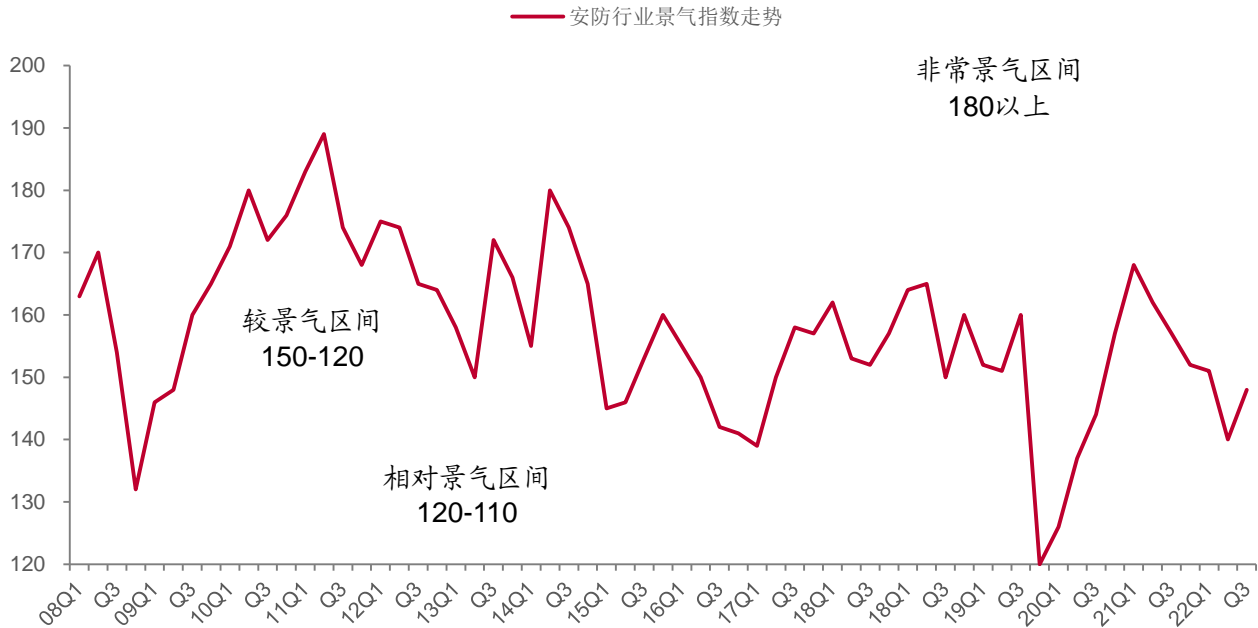
图表 13：智能安防产业链图谱



来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

- **受经济环境影响，安防行业 2022 年景气度出现较大滑坡。**2022 年，受制于各地疫情防控情况，国内安防上市企业 TO G 业务受到较大的制约，不少地方政府出现了因疫情推迟既定项目的招标或实施等情况。从我国 2022 年安防行业发展形势看，Q1、Q2 均有较大经营压力，主要景气指数与去年同期相比出现了很大滑坡，三季度情况逐步恢复好转，四季度受疫情大面积反弹、企业生产经营困难增多影响，行业发展景气有所回落。根据中国安防协会调查的安防行业景气指数走势，2022 年 Q1-Q4 我国安防行业景气指数同比 2021 年同期分别下降了 7/39/27/7 点，出现明显下滑。
- **2023 年行业景气度有望底部修复。**2022 年宏观环境严峻复杂、需求收缩等因素给行业发展、企业经营带来了很大挑战，据中国安防协会调查统计，绝大部分企业认为，随着各项政策效应的显现，我国经济增速将持续回升，安防行业也会随之复苏，呈现上升态势。根据调查企业预测，2023 年 Q1 约有 32% 的企业销售额将会提高，约 42% 的企业与四季度持平。预计下季度安防行业的发展速度将达到 5%，其中视频监控市场增长 5% 左右，防盗报警及实体防护增长 4% 左右，出入口控制增长 4% 左右，社区居民安防增长 5% 以上，国外市场的增长率预计为 4%。

图表 14：安防行业景气走势



来源：中国安防协会，中泰证券研究所

3、中期驱动力：中移动入股，协同数字中国建设落地

- **政策支持，数字中国有望快速推进。**2023年2月，中共中央、国务院印发了《数字中国建设整体布局规划》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。作为影响中国未来发展的重磅文件，《规划》明确了两个重要时间节点：1)到2025年，基本形成横向打通、纵向贯通、协调有力的一体化推进格局，数字中国建设取得重要进展；2)到2035年，数字化发展水平进入世界前列，数字中国建设取得重大成就。《规划》还提出了数字中国建设的“2522”整体框架，即——即夯实数字基础设施和数据资源体系“两大基础”，推进数字技术与经济、政治、文化、社会、生态文明建设“五位一体”深度融合，强化数字技术创新体系和数字安全屏障“两大能力”，优化数字化发展国内国际“两个环境”。

图表 15：数字中国建设整体布局规划



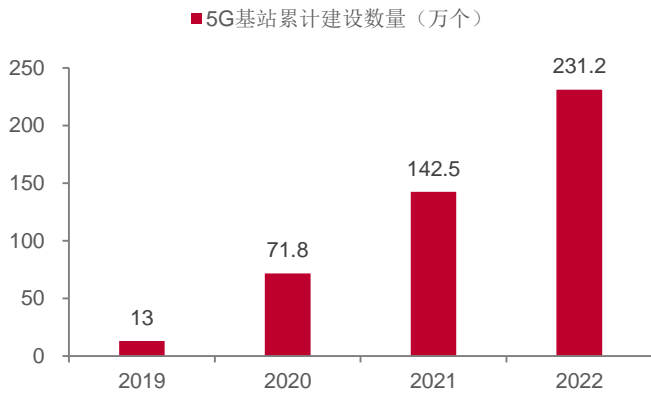
来源：《数字中国建设整体布局规划》，中泰证券研究所

- **“新基建”、数字化、信创指明未来发展方向，数字化经济潜力巨大。**目前传统通信业务已经严重同质化，加上“提速降费”的要求，运营商已经连续多年增量不增收，随着经济发展到了新阶段，“新基建”、数字化、信创是十分明确的方向，运营商所处的产业链位置是助力数字化经济发展的核心，有望扛起数字化创新大旗，推动数字中国建设落地。据中国信通院最新预测，到 2025 年，我国数字经济规模将超 60 万亿元，我国数字经济投入产出效率将提升至约 3.5。另据 IDC 预测，全球对数字转型的投资将以每年 17.1% 的复合速度增长，2023 年这类投资预计将达到 2.3 万亿美元。
- **目前我国已建成全球规模最大、技术领先的网络基础设施，拥有坚实的数字化建设基础。**在 5G 建设方面，我国已经建成全球规模最大、技术最先进的 5G 网络，2022 年 5G 基站新增 88.7 万个，目前累计已建设 231.2 万个，全国已有 110 个城市达到千兆城市建设标准。截至 2023 年 1 月，中国移动 5G 套餐用户总数为 6.22 亿，中国电信为 2.73 亿，中国联通为 2.16 亿，合计 11.11 亿。另外，自从去年实施“东数西算”战略以来，运营商更是在算力网络建设上全力跟进，针对数据中心、算力和通信网络进行全面规划。
- **通信运营商在数字化转型的优势明显：**1) 拥有十亿稳定的个人用户和千万级的企事业单位用户，从需求端保障了数字化转型成果能够有效落地。2) 拥有覆盖全国的光纤、智能电路、5G 网络，拥有越来越多的云计算、物联网、大数据、区块链等 ICT 新兴业务领域的核心技术；3) 拥有越来越多的高层次技术人才和基层的技术实施团队，有能力为各种数字化应用提供一体化解决方案；4) 可以确保信息安全和运维的稳定，让用户安心投入，放心使用；运营商可以有效连接产业链上下游，让数字中国建设加速落地。

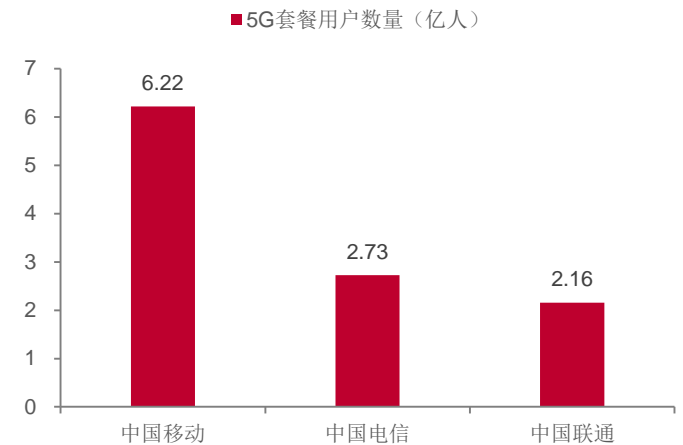
图表 16：2019-2022 年全国 5G 基站累计建设数量

图表 17：截至 2023 年 1 月，各运营商 5G 套餐用户数

量



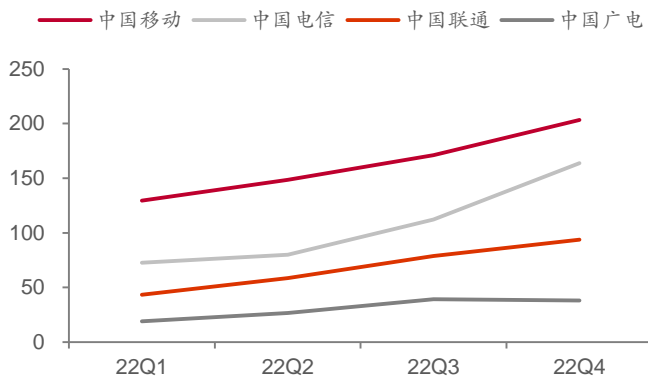
来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所



来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

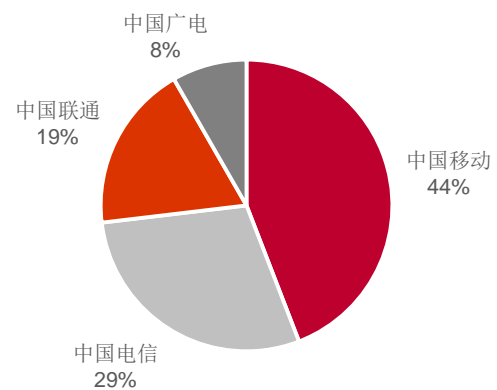
- **中移动在政企市场占据领先地位，紧握数字化转型机遇。**从 2022 年四大运营商在政企市场中标份额来看，移动在中标数量与金额方面一举夺魁，中标金额达到 652.52 亿元，占据了 44% 的市场份额；从运营商在政企信息化项目中标情况来看，中国移动发力数字经济，全力构建基于 5G+算力网络+智慧中台的“连接+算力+能力”新型信息服务体系，数智化转型成效明显。在 2022 年底中国移动全球合作伙伴大会上，移动全面展现了在 IT 服务创新、政企行业数智化转型等方面拥有众多创新合作模式和成功落地案例，牢牢抓数字化转型机遇。
- **中移动增发落地，大华股份有望充分受益于数字中国建设。**2023 年 3 月 30 日，公司宣布向中国移动发行股票程序落地。公司本次非公开发行股票 2.93 亿股，每股发行价格为 17.40 元，实际募资资金净额为 50.89 亿元，限售期为 36 个月，在本次定增后，中国移动成为公司第二大股东，占比 8.81%。运营商是数字中国基建核心，公司具备硬件、软件、平台能力，有望与中移动在数字中国建设落地中深度受益。在 To G 业务端，中移动中标的视频监控项目有望于公司形成深度合作；在 To B 业务端，大华有望配合中移动在企业端推广 5G 服务，输入自身的产品和解决方案。

图表 18：2022 年四大运营商政企市场收入情况（单位：亿元）



来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

图表 19：2022 年四大运营商中标份额，中国移动领先

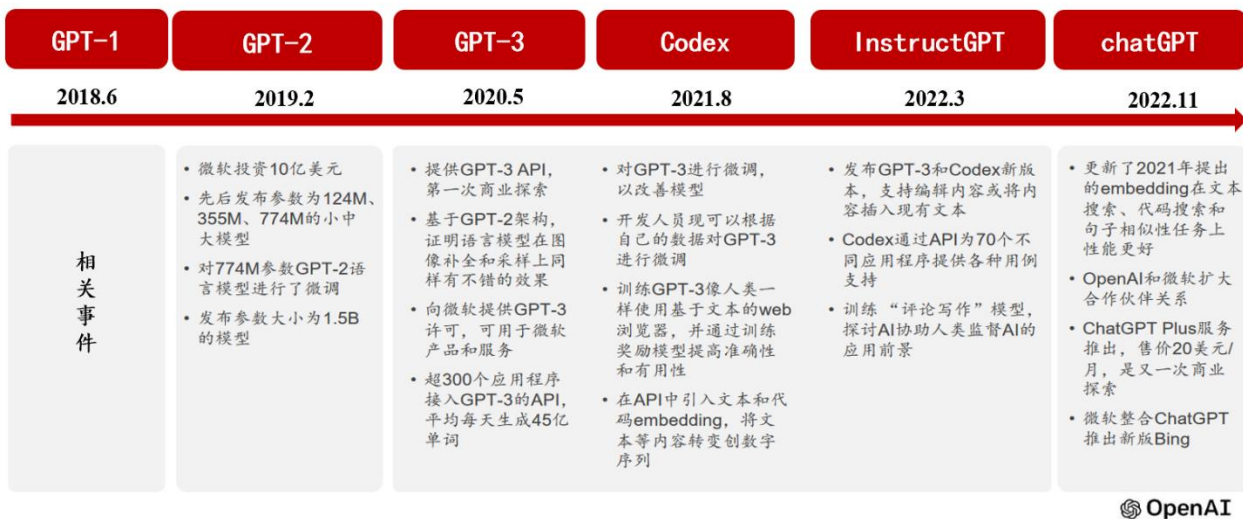


来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

4、长期驱动力：多模态大模型推动下游行业应用层智能化升级

- **大模型可以有效提升模型知识水平，推动相关产业快速落地。**大模型是基于海量多源数据打造的预训练模型，其核心作用是突破数据标注的困境，通过学习海量无标注的数据来做预训练，拓展整体模型前期学习的广度和深度，以此提升大模型的知识水平，从而低成本、高适应性地赋能大模型在后续下游任务中的应用，实现用更统一的方式推动相关产业落地。
- **多模态大模型赋能下游行业智能升级。**多模态是一种全新的交互、生成模式，集合了图像、语音、文本等方式，因其可以结合多种数据类型和模态的学习，将有望彻底改变我们与机器互动的方式。我们认为多模态大模型长期来看不仅可以从成本端降本增效，需求端也将通过快速渗透推广为下游行业带来持续增长需求，从而快速推动下游行业智能化应用升级。

图表 20：GPT 模型迭代过程



OpenAI

来源：OpenAI 官网，World of Engineering，中泰证券研究所

图表 21：国外部分 AIGC 预训练模型一览

厂商	预训练模型	应用	参数量	领域
谷歌	BERT	语言理解与生成	4810 亿	NLP
	PaLM	语言理解与生成、推理、代码生成	5400 亿	NLP
	Imagen	语言理解与图像生成	110 亿	多模态
	Parti	语言理解与图像生成	200 亿	多模态
微软	Florence	视觉识别	6.4 亿	CV
	Turing-NLG	语言理解、生成	170 亿	NLP
	Gato	多面手的智能体	12 亿	多模态
Deep Mind	Gopher	语言理解与生成	2800 亿	NLP
	AlphaCode	代码生成	414 亿	NLP
	GPT3	语言理解与生成、推理等	1750 亿	NLP
Open AI	CLIP&DALL-E	图像生成、跨模态检索	120 亿	多模态
	Codex	代码生成	120 亿	NLP
	ChatGPT	语言理解与生成、推理等	未公布	NLP

来源：OpenAI 官网，World of Engineering，中泰证券研究所

- **多模态模型是实现智慧化产业应用的关键。**3月14日 OpenAI 发布 GPT-4 多模态大模型，拥有 1) 强大的识图能力；2) 文字输入限制提升至 2.5 万字；3) 回答准确性显著提高；4) 能够生成歌词、创意文本，实现风格变化。在各种专业和学术基准上，GPT-4 已具备与人类水平相当表现。如在模拟律师考试中，其分数在应试者前 10%，相比下 GPT-3.5 在倒数 10% 左右。多模态大模型在整体复杂度及交互性上已有较大提升，模型升级有望加速细分垂直应用成熟，赋能下游智慧化升级，带动需求快速增长。

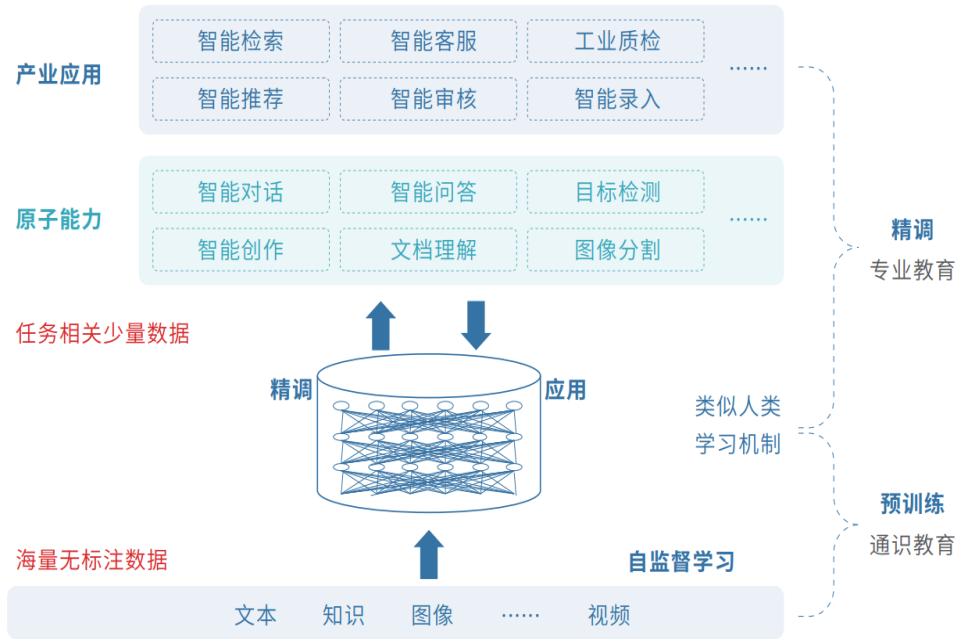
图表 22：智慧化应用落地时间预测

		大模型成熟度： ■ 初级尝试 ■ 接近成熟 ■ 成熟应用					
		2020年之前	2020年	2022年	2023年	2025年	约2030年
文本领域	垃圾信息识别 翻译 基础问题回答	基础文案初稿 撰写	更长的文本二 稿撰写	垂直领域文案 撰写实现可精 调（论文等）	终稿，水平高 于人类平均值	终稿，水平高 于专业写手	
代码领域	单行代码不足	多行代码生成	更长的代码 更精确的表达	支持更多语种 领域更垂直	根据文本生成 初版应用程序	根据文本生成 终版应用程序	
图像领域			艺术、图标 摄影	模仿（产品设 计、建筑等）	终稿（产品设 计、建筑等）	终稿，水平高 于专职艺术家	
视频/3D/ 游戏领域				视频和3D文件 的基础版/初稿	二稿	AI版Roblox	

来源：SEQUOIA, OpenAI, 前瞻产业研究院, 中泰证券研究所

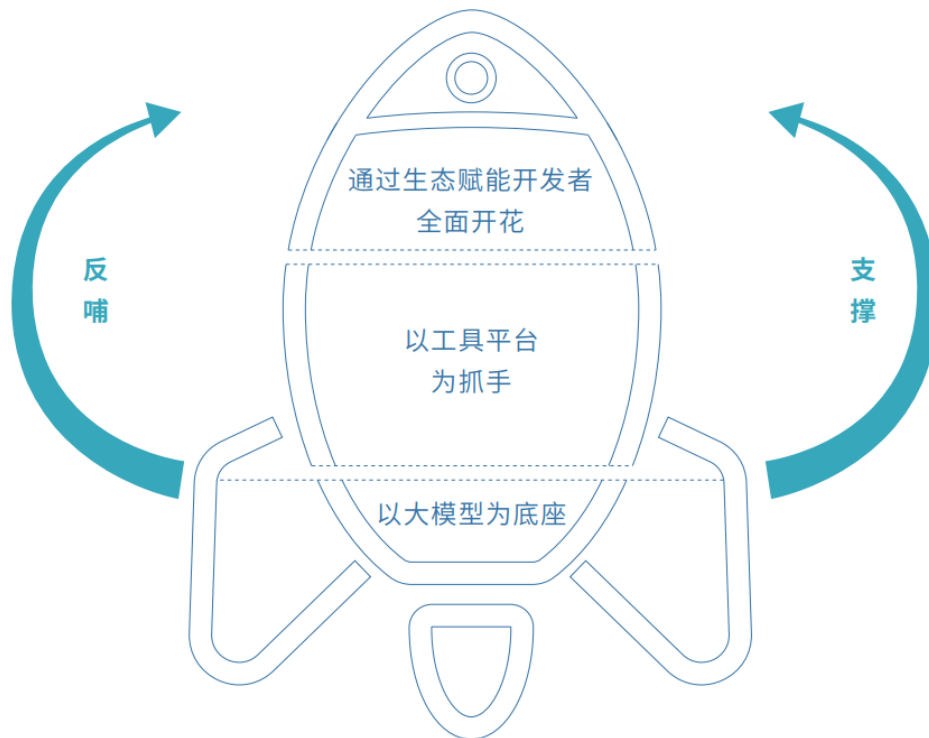
- **多模态大模型能够有效提高信息分析及输出的丰富度、准确性，有望改变智慧视觉等垂直应用领域解决方案。**大模型能够增强智慧化技术的通用性，让开发者以更低成本、门槛，面向场景研发更好的模型。但基础大模型距离产业应用还有较长距离，不仅需要 1) 与场景深度融合的大模型体系，也需要 2) 支持全流程应用落地的专业工具和平台、3) 开放的生态来激发创新，“模型+工具平台+生态”三层配套将有利于产业落地的推进。
- **多模态感知大融合将推动下游实现产业化。**单模态模型一般为文本输入，由于其单一性限制，难以将其泛化能力迁移到其他模态（图像、视频等）中，因此产业化时常出现难以标准化的问题。例如当面对下游碎片化需求时，单模态解决方案无法泛化出标准、一体化解决方案来处理一系列问题，因此落地较为困难。相较于单模态，多模态模型能够通过文字、图片、音频、视频多方面分析整合，多视角对事物描述、感知、融合，能够将下游一系列问题通过标准化解决方案一体式解决，大大降低开发成本，加速实现相关产业化。

图表 23：训练大模型“预训练+精调”模式



来源：《大模型白皮书》，中泰证券研究所

图表 24：“模型+工具平台+生态”三级协同加速产业智能化



来源：《大模型白皮书》，中泰证券研究所

- **多模态大模型需要更大的数据集进行预训练，细分赛道龙头有望优先受益。**模型升级对算力及数据提出更高要求，细分赛道龙头经过多年积累，在垂直应用领域和客户深耕多年，从客户黏性、需求等角度了解更为深刻，此外数据积累更加具备优势，因此我们看好在多模态模型成熟后，细分赛道龙头在产业化上的竞争优势。

- 公司是视觉领域领先厂商，有望受益多模态智慧化提升。视觉和语言是最常见且重要的两种模态，多模态大模型让二者融合性创新成为可能，极大丰富相关应用的广度。较之前产品，多模态可以 1) 寻找不同模态数据之间的对应关系；2) 实现不同模态数据间的相互转化与生成。公司作为国内智能视觉龙头，深耕多年，掌握行业大量数据，熟知客户痛点，在垂直下游如智慧农业、智慧出行、智慧医疗等多方面有望迎来解决方案升级。

图表 25：公司细分赛道优势明显



来源：公司公告，中泰证券研究所

5、盈利预测与估值评级

■ 我们对大华股份做如下假设：

- 1) To G 业务：随着政府端项目回暖，23/24 年有望恢复正增长，增速分别为 27.17%/15.75%，且随着智能安防渗透率提升，毛利率逐渐上升；
- 2) To B 业务：伴随疫情放开后整体经济复苏，推迟项目逐步落地，业绩有望恢复增长，23/24 年增速分别为 13.01%/24.98%，毛利率随着智能安防渗透率提升而提升；
- 3) 境外业务：公司在海外配置专业团队进行新业务拓展，坚持本土化经营策略，23/24 年增速分别为 11.10%/13.83%。

图表 26：业务拆分（百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
To G	营业总收入	32835.5	28798.8	33119.1	39742.2
	YoY	24.07%	-12.29%	15.00%	20.00%
	毛利率	38.91%	37.18%	38.80%	39.77%
To B	收入	5852.0	4798.6	6102.3	7063.6
	YoY	3.17%	-18.00%	27.17%	15.75%
其他	收入	8622.4	8018.8	9062.2	11326.3
	YoY	27.61%	-7.00%	13.01%	24.98%
境外业务	收入	4872.3	3167.0	3708.2	5146.4
	YoY	37.22%	-35.00%	17.09%	38.78%
	收入	13488.8	12814.3	14236.5	16205.9
	YoY	28.63%	-5.00%	11.10%	13.83%

来源：wind，中泰证券研究所

- ### ■ 公司作为智慧视觉龙头，短期受益于安防行业底部修复，中期有望受益于中移动入股带来的数字中国建设落地，长期有望受益于多模态大模型推动 B 端智慧化应用提升。预计 23/24 年净利润 34 亿、41 亿，对应 PE 估值 22.0、18.2 倍。我们选取四家可比公司，公司目前估值水平低于行业可比公司平均 34.0、24.0 倍，我们认为叠加底部复苏+数字中国+多模态长期受益三重逻辑，成长空间广阔，首次覆盖，给与“买入”评级。

图表 27：可比公司估值对比

2023/3/31	简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002415	海康威视	3995	128.3	169.6	202.3	31.1	23.6	19.7
002373	千方科技	213	2.6	7.7	10.0	80.7	27.7	21.4
600728	佳都科技	157	-3.0	5.3	7.0	-52.3	29.9	22.4
300098	高新兴	68	0.1	1.2	2.1	641.5	55.0	32.5
	平均值					175.2	34.0	24.0
002236	大华股份	752	24.3	34.1	41.3	28.2	22.0	18.2

备注：海康威视归母 2022 年净利润已公告，大华股份归母净利润为我们测算，其他可比公司归母净利润均采用 wind 一致预期

来源：wind，中泰证券研究所

6、风险提示

- **行业景气度不及预期：**安防行业可能存在复苏不及预期风险；
- **智能安防渗透率不及预期：**智能安防是安防行业重要发展方向，若渗透率不及预期，存在公司业绩增速减缓的风险；
- **新产品迭代不及预期：**公司产品众多，若新产品迭代不及预期，可能存在市场份额被其他公司挤占的风险；
- **研报使用信息更新不及时：**研报数据及信息有更新不及时产生的风险；

盈利预测表 (更新于2023年3月31日)

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,731	11,067	13,308	14,892	营业收入	32,835	28,799	33,119	39,742
应收票据	840	330	506	693	营业成本	20,059	18,091	20,269	23,937
应收账款	14,654	13,809	15,584	18,498	税金及附加	183	86	195	290
预付账款	171	166	192	217	销售费用	4,664	4,608	5,160	6,299
存货	6,810	5,512	6,548	7,717	管理费用	955	922	994	1,192
合同资产	163	79	120	150	研发费用	3,452	3,456	3,544	4,372
其他流动资产	3,298	3,204	3,780	4,316	财务费用	250	10	-25	98
流动资产合计	33,505	34,088	39,917	46,333	信用减值损失	-745	-2	-12	-2
其他长期投资	2,202	1,970	2,219	2,600	资产减值损失	-50	0	-22	-14
长期股权投资	1,244	1,244	1,244	1,244	公允价值变动收益	125	0	0	0
固定资产	2,187	1,811	1,500	1,242	投资收益	-194	1	1	1
在建工程	1,993	1,993	1,993	1,993	其他收益	1,028	515	644	805
无形资产	584	640	703	787	营业利润	3,472	2,140	3,594	4,345
其他非流动资产	2,340	2,163	2,223	2,271	营业外收入	13	0	0	0
非流动资产合计	10,551	9,822	9,881	10,138	营业外支出	15	0	0	0
资产合计	44,056	43,909	49,798	56,471	利润总额	3,470	2,140	3,594	4,345
短期借款	326	97	226	335	所得税	58	107	180	217
应付票据	4,473	4,132	4,501	5,374	净利润	3,412	2,033	3,414	4,128
应付账款	7,330	6,447	7,748	8,809	少数股东损益	33	0	0	0
预收款项	0	138	53	85	归属母公司净利润	3,379	2,033	3,414	4,128
合同负债	865	496	761	882	NOPLAT	3,657	2,043	3,391	4,221
其他应付款	662	925	848	811	EPS (按最新股本摊薄)	1.02	0.61	1.03	1.24
一年内到期的非流动负债	891	3	3	3					
其他流动负债	2,866	2,981	3,196	3,562	主要财务比率				
流动负债合计	17,412	15,218	17,336	19,860	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,553	2,227	2,902	3,576	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	24.1%	-12.3%	15.0%	20.0%
其他非流动负债	921	897	893	904	EBIT增长率	-18.2%	-42.2%	66.0%	24.5%
非流动负债合计	2,473	3,124	3,795	4,480	归母公司净利润增长率	-13.4%	-39.8%	67.9%	20.9%
负债合计	19,886	18,343	21,130	24,340	获利能力				
归属母公司所有者权益	23,618	25,014	28,115	31,578	毛利率	38.9%	37.2%	38.8%	39.8%
少数股东权益	553	553	553	553	净利率	10.4%	7.1%	10.3%	10.4%
所有者权益合计	24,170	25,567	28,668	32,131	ROE	14.0%	8.0%	11.9%	12.8%
负债和股东权益	44,056	43,909	49,798	56,471	ROIC	15.9%	8.8%	12.6%	13.7%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	45.1%	41.8%	42.4%	43.1%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	债务权益比	15.3%	12.6%	14.0%	15.0%
经营活动现金流	1,728	4,353	2,003	1,880	流动比率	1.9	2.2	2.3	2.3
现金收益	4,054	2,487	3,778	4,570	速动比率	1.5	1.9	1.9	1.9
存货影响	-1,882	1,298	-1,036	-1,169	营运能力				
经营性应收影响	-2,363	1,360	-1,954	-3,112	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
经营性应付影响	1,804	-823	1,509	1,929	应收账款周转天数	151	178	160	154
其他影响	115	31	-294	-337	应付账款周转天数	124	137	126	125
投资活动现金流	-1,855	20	-273	-327	存货周转天数	105	123	107	107
资本支出	-2,071	-124	-140	-171	每股指标(元)				
股权投资	-788	0	0	0	每股收益	1.02	0.61	1.03	1.24
其他长期资产变化	1,004	144	-133	-156	每股经营现金流	0.57	1.44	0.66	0.62
融资活动现金流	494	-1,037	511	31	每股净资产	7.79	8.25	9.27	10.41
借款增加	1,489	-442	804	783	估值比率				
股利及利息支付	-885	-497	-778	-960	P/E	22	37	22	18
股东融资	67	0	0	0	P/B	3	3	3	2
其他影响	-177	-98	485	208	EV/EBITDA	-4	-6	-4	-3

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。