

大华股份 (002236.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

评级: 买入 (维持)
市场价格: 23.47 元
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

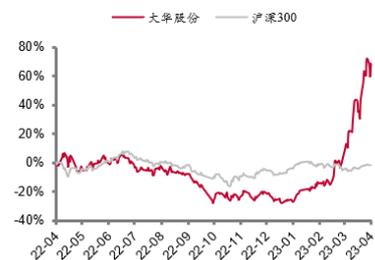
执业证书编号: S0740522080004

Email: lixf05@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	33.26
流通股本(亿股)	19.58
市价(元)	23.47
市值(亿元)	781
流通市值(亿元)	460

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《大华股份: 多模态推动视觉龙头厂商迎智慧化升级》

公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	32,835	30,565	33,775	39,179	47,014
增长率 yoy%	24%	-7%	11%	16%	20%
净利润 (百万元)	3,378	2,324	3,415	4,128	5,161
增长率 yoy%	-13%	-31%	47%	21%	25%
每股收益 (元)	1.02	0.70	1.03	1.24	1.55
每股现金流量	0.52	0.32	0.99	0.68	0.70
净资产收益率	14%	9%	12%	13%	14%
P/E	23.1	33.6	22.9	18.9	15.1
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1

备注: 股价取自 2023 年 4 月 28 日收盘价

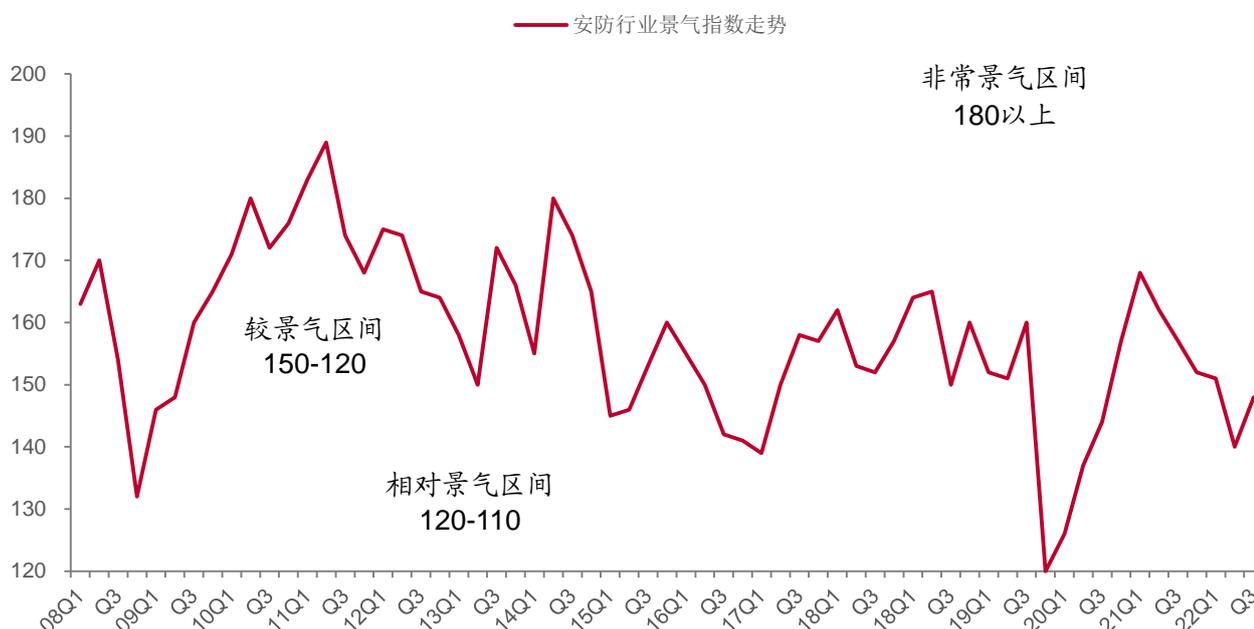
投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报, 2022 年公司实现营业收入 305.65 亿元, yoy-6.91%; 实现归母净利润 23.24 亿元, yoy-31.2%, 扣非归母净利润 15.81 亿元, yoy-49.07%; 23Q1 公司实现营业收入 60.16 亿元, yoy+2.87%, 归母净利润 4.95 亿元, yoy+39.31%。
- 2022 全年业绩受宏观环境影响承压, 23Q1 逐步回暖利润超预期。** 公司 22Q4 单季度实现营收 93.9 亿元, yoy-17.24%, 归母净利润 6.31 亿元, yoy-35.54%, 毛利率同比改善至 38.65%, 其中 Q4 计提资产减值及信用减值共计 3.78 亿元, 其他收益与投资净收益共计 8.2 亿元; 23Q1 业绩超预期, 受益下游需求逐步回暖影响, 公司 Q1 单季度营收同比略有增长, 毛利率提升到 42.53% (yoy+3.5 pct), 净利率 8.19% (yoy+2.3 pct)。利润同比大幅提升至 4.95 亿元, 其他收益与投资净收益 0.52 亿元, 扣非归母净利润实现 3.98 亿元, yoy+15.15%, 环比增加 4 亿元。
- 中移动定增落地看好战略协同优势。** 运营商是数字中国基建核心, 中移动作为运营商龙头, 拥有领先的渠道和平台优势。2021 年中国移动政企客户数量达到 1883 万家, 2022 年在政企业务市场, 中移动中标金额达到 652.52 亿元, 占据了 44% 的市场份额。公司作为 AI 视觉接口, 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。此外大华-中移动协同研发将发挥两者优势, 实现视频和智能融合贯通的技术框架构建。未来下游客户将基于不同能力, 快速构建统一标准的视觉应用, 推动公司业务向 B 端渗透率提升。目前, 中移物联公司已经发布了首款搭载视觉智能操作系统平台层的网络摄像机 E509, 大华股份则发布了搭载该系统部分能力组件的球型网络摄像机、半球型网络相机等 30 余款产品, 未来有望进一步深化合作。
- To B 是通用大模型在垂类应用的主要场景。** 本轮 AI 创新底层核心是应用层面的快速商业落地, 以 ChatGPT 为代表的交互方式升级带动用户数量飞速增长。在垂类领域, 我们认为大模型将为企业带来 1) 降本、2) 需求提升, 从而推动 to B 渗透率快速增长。在机器视觉领域, 大模型带来的降本增效会推动下游智慧化升级, 智能视觉绝不仅限于安防场景。此前 Sam 的推出也侧面验证: 随 AI 发展, 模型泛化、标准化的能力将不断提升, 垂类公司将显著受益。我们认为在细分赛道掌握终端接口、数据、垂类算法、客户的公司将拥有较高护城河壁垒。
- 多模态发展将推动 B 端智慧化应用渗透。** 多模态是一种全新的交互、生成模式, 背后是大模型深度学习能力提升。多模态发展有望带来公司大模型能力提升, 视觉精度提升带动需求量级增长, 随之带来的数据量增加也会推动智慧化解决方案升级。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。
- 我们坚定看好大华股份“底部复苏+数字中国+多模态”的短中长三重增长逻辑,** 看好基本面修复及中移动入股后给公司带来的业绩弹性, 以及多模态打开长期的增长天花板。我们预计 2023-2025 年公司将实现 34/41/52 亿净利润, 对应 PE 估值分别为 23/19/15 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 行业景气不及预期; 下游进展的不确定性; 新品迭代不及预期。

一、短期驱动力：智能化渗透率提升，安防行业底部修复

- **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 1：安防行业景气走势



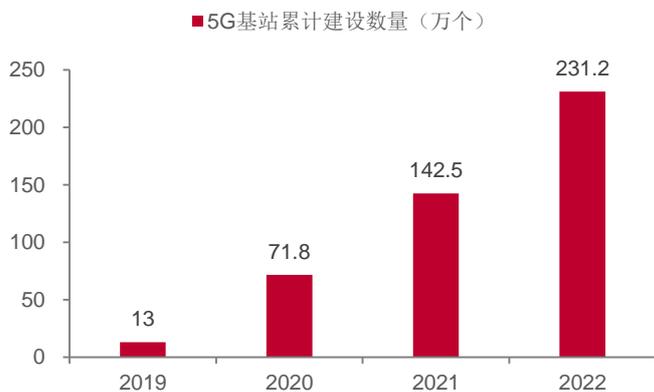
来源：中国安防协会，中泰证券研究所

二、中期驱动力：中移动入股，协同数字中国建设落地

- **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

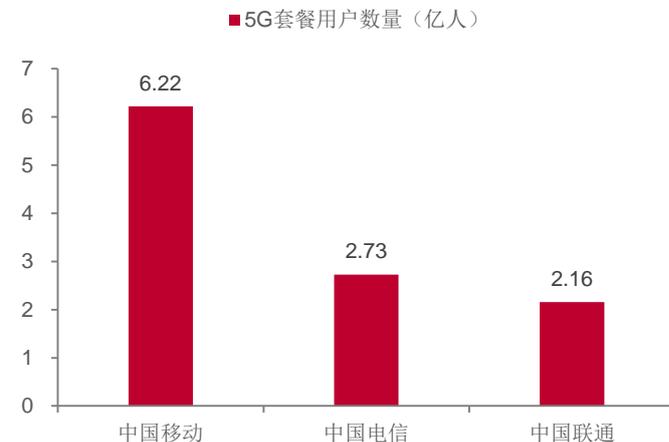
云计算、物联网、大数据、区块链等 ICT 新兴业务领域的核心技术；3) 拥有越来越多的高层次技术人才和基层的技术实施团队，有能力为各种数字化应用提供一体化解决方案；4) 可以确保信息安全和运维的稳定，让用户安心投入，放心使用；运营商可以有效连接产业链上下游，让数字中国建设加速落地。

图表 2：2019-2022 年全国 5G 基站累计建设数量



来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

图表 3：截至 2023 年 1 月，各运营商 5G 套餐用户数量

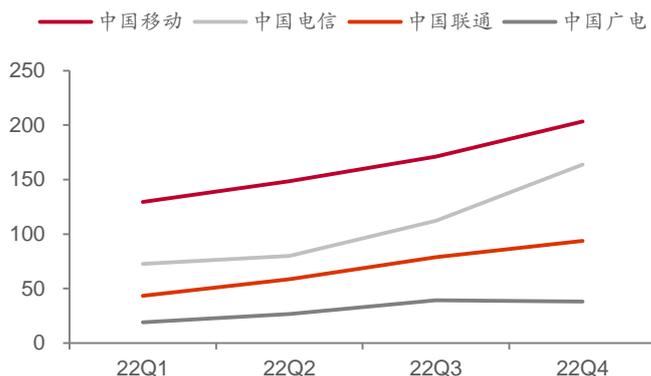


来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

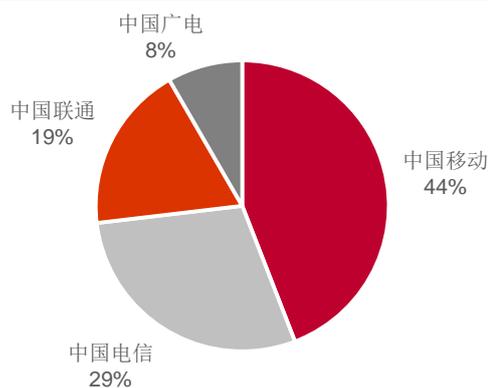
- **中移动在政企市场占据领先地位，紧握数字化转型机遇。**从 2022 年四大运营商在政企市场中标份额来看，移动在中标数量与金额方面一举夺魁，中标金额达到 652.52 亿元，占据了 44% 的市场份额；从运营商在政企信息化项目中标情况来看，中国移动发力数字经济，全力构建基于 5G+算力网络+智慧中台的“连接+算力+能力”新型信息服务体系，数智化转型成效明显。在 2022 年底中国移动全球合作伙伴大会上，移动全面展现了在 IT 服务创新、政企行业数智化转型等方面拥有众多创新合作模式和成功落地案例，牢牢抓数字化转型机遇。
- **中移动增发落地，大华股份有望充分受益于数字中国建设。**2023 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 4：2022 年四大运营商政企市场收入情况 (单位：亿元)

图表 5：2022 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

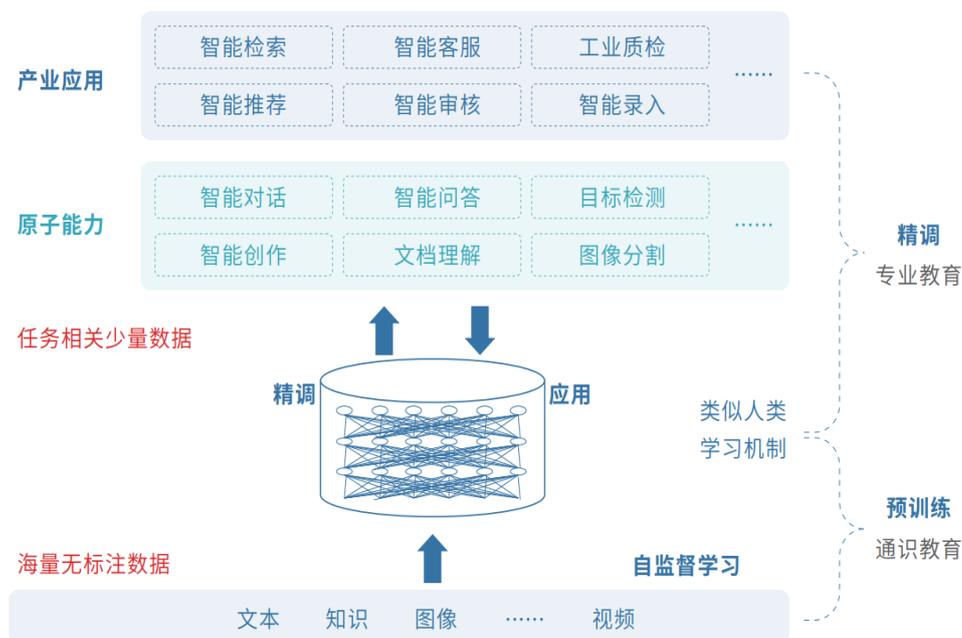


来源：工信部，三大运营商，中泰证券研究所

三、长期驱动力：智能化渗透率提升，安防行业底部修复

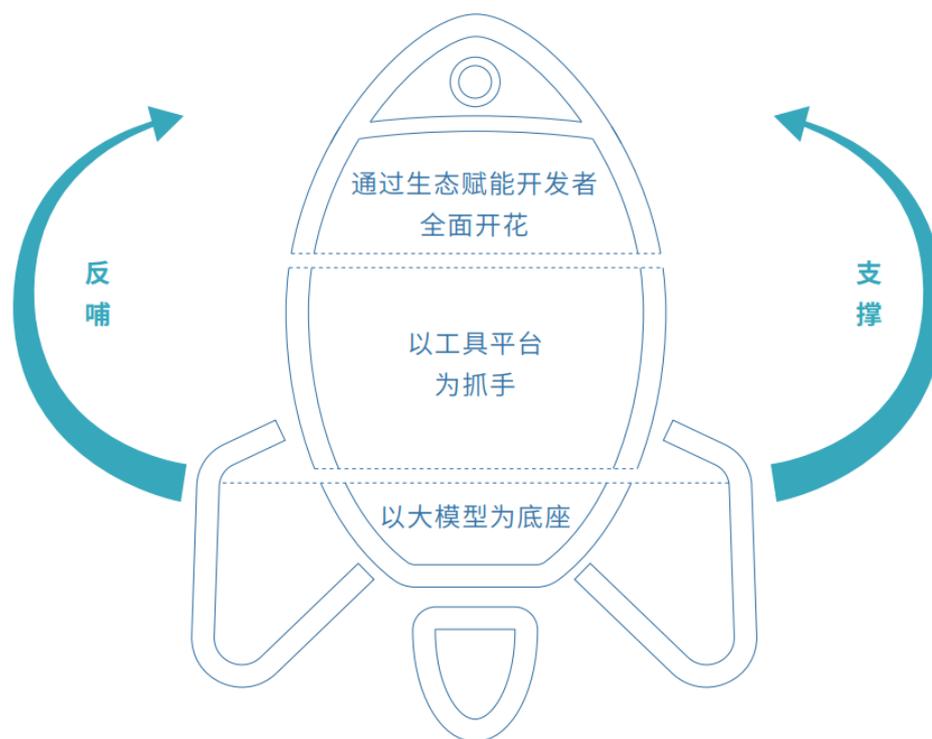
- 多模态大模型赋能下游行业智能升级。**多模态是一种全新的交互、生成模式，集合了图像、语音、文本等方式，因其可以结合多种数据类型和模态的学习，将有望彻底改变我们与机器互动的方式。我们认为多模态大模型长期来看不仅可以从成本端降本增效，需求端也将通过快速渗透推广为下游行业带来持续增长需求，从而快速推动下游行业智慧化应用升级。
- 多模态感知大融合将推动下游实现产业化。**单模态模型一般为文本输入，由于其单一性限制，难以将其泛化能力迁移到其他模态(图像、视频等)中，因此产业化时常出现难以标准化的问题。例如当面对下游碎片化需求时，单模态解决方案无法泛化出标准、一体化解决方案来处理一系列问题，因此落地较为困难。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 6：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 7： “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

- 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 8： 公司细分赛道优势明显



来源：公司公告，中泰证券研究所

四、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；
- **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

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8,030	10,423	11,936	14,104	营业收入	30,565	33,775	39,179	47,014
应收票据	872	439	509	611	营业成本	18,990	20,552	23,507	27,739
应收账款	15,412	16,760	19,128	22,813	税金及附加	188	203	235	282
预付账款	122	308	353	416	销售费用	5,115	4,901	5,736	7,193
存货	7,315	6,109	7,278	8,775	管理费用	1,144	844	979	1,175
合同资产	106	98	143	176	研发费用	3,883	5,168	5,642	6,582
其他流动资产	3,018	1,890	2,184	2,573	财务费用	-511	34	67	98
流动资产合计	34,770	35,929	41,389	49,292	信用减值损失	-597	-6	-6	-6
其他长期投资	1,859	2,010	2,264	2,632	资产减值损失	-107	-60	-90	-120
长期股权投资	1,461	1,461	1,461	1,461	公允价值变动收益	-46	0	0	0
固定资产	4,644	4,109	3,653	3,265	投资收益	281	354	147	261
在建工程	424	424	424	424	其他收益	989	989	989	989
无形资产	557	596	649	660	营业利润	2,280	3,353	4,055	5,071
其他非流动资产	2,539	2,563	2,590	2,623	营业外收入	18	18	18	19
非流动资产合计	11,483	11,163	11,042	11,064	营业外支出	11	11	11	11
资产合计	46,253	47,092	52,430	60,357	利润总额	2,287	3,360	4,062	5,079
短期借款	258	97	226	813	所得税	25	37	45	57
应付票据	4,364	4,701	5,268	6,280	净利润	2,262	3,323	4,017	5,022
应付账款	7,340	6,166	7,123	8,488	少数股东损益	-63	-92	-111	-139
预收款项	0	121	35	53	归属母公司净利润	2,325	3,415	4,128	5,161
合同负债	1,220	608	705	846	NOPLAT	1,757	3,357	4,083	5,120
其他应付款	1,004	1,004	1,004	1,004	EPS (按最新股本摊薄)	0.70	1.03	1.24	1.55
一年内到期的非流动负债	2,558	2,558	2,558	2,558					
其他流动负债	2,103	1,702	1,915	2,223	主要财务比率				
流动负债合计	18,847	16,956	18,834	22,265	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
长期借款	454	504	554	634	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-6.9%	10.5%	16.0%	20.0%
其他非流动负债	734	734	734	734	EBIT增长率	-52.2%	91.1%	21.6%	25.4%
非流动负债合计	1,188	1,238	1,288	1,368	归母公司净利润增长率	-31.2%	46.9%	20.9%	25.0%
负债合计	20,035	18,194	20,122	23,633	获利能力				
归属母公司所有者权益	25,837	28,608	32,130	36,684	毛利率	37.9%	39.2%	40.0%	41.0%
少数股东权益	382	290	179	40	净利率	7.4%	9.8%	10.3%	10.7%
所有者权益合计	26,218	28,898	32,308	36,724	ROE	8.9%	11.8%	12.8%	14.1%
负债和股东权益	46,253	47,092	52,430	60,357	ROIC	6.9%	12.2%	13.2%	14.2%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	43.3%	38.6%	38.4%	39.2%
					债务权益比	15.3%	13.5%	12.6%	12.9%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.8	2.1	2.2	2.2
经营活动现金流	1,054	3,303	2,258	2,343	速动比率	1.5	1.8	1.8	1.8
现金收益	2,341	4,124	4,780	5,761	营运能力				
存货影响	-505	1,206	-1,169	-1,497	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
经营性应收影响	-634	-1,041	-2,393	-3,730	应收账款周转天数	177	171	165	161
经营性应付影响	244	-716	1,438	2,395	应付账款周转天数	139	118	102	101
其他影响	-391	-270	-399	-585	存货周转天数	134	118	103	104
投资活动现金流	-600	-158	-250	-136	每股指标 (元)				
资本支出	-1,450	-271	-294	-262	每股收益	0.70	1.03	1.24	1.55
股权投资	-217	0	0	0	每股经营现金流	0.32	0.99	0.68	0.70
其他长期资产变化	1,067	113	44	126	每股净资产	7.77	8.60	9.66	11.03
融资活动现金流	-344	-752	-494	-39	估值比率				
借款增加	501	-111	179	667	P/E	34	23	19	15
股利及利息支付	-911	-838	-1,047	-1,293	P/B	3	3	2	2
股东融资	642	0	0	0	EV/EBITDA	127	72	62	52
其他影响	-576	197	374	587					

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。