

关注大模型战略和经济复苏影响

华泰研究

2023年4月17日 | 中国内地

更新报告

其他电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

51.00

研究员 黄乐平, PhD
SAC No. S0570521050001 leping.huang@htsc.com
SFC No. AUZ066 + (852) 3658 6000

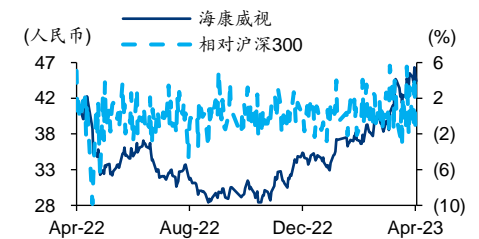
联系人 胡宇舟
SAC No. S0570121040041 huyuzhou@htsc.com
SFC No. BOB674 + (86) 21 2897 2228

联系人 权鹤阳
SAC No. S0570122070045 quanheyang@htsc.com
+ (86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	51.00
收盘价(人民币 截至4月14日)	44.56
市值(人民币百万)	417,257
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,764
52周价格范围(人民币)	28.39-46.37
BVPS(人民币)	7.52

股价走势图



资料来源: Wind

1Q23 毛利率修复明显, 业绩会首次介绍 AI 大模型能力

4/14, 海康披露 1Q23 季报, 收入下滑 2%, 毛利率上升 3.1pp。年初以来, 海康股价上涨 28.5%, 我们认为主要反映: 1) 市场对海康在 AI 大模型上潜力的期待; 2) 大企业支出恢复带动公司业务复苏。在 4/15 公司举办的公开业绩会上, 公司也对相关问题进行了阐述。我们看好两会后对各地政府对数字经济相关的刺激政策带动公司业务复苏。但考虑到 PBG、SMBG 业务拐点尚需等待, 市场活动增加带来营销费用增长, AI 能力应用落地需要持续研发投入, 我们下调公司 23E/24E/25E 归母净利润预测至 167/196/228 亿元(前值: 174/208/241 亿元)。同时维持目标价 51.00 元, 基于 28.6x 23E PE (可比公司 25.2x 23E PE, 考虑到公司处于龙头地位, 行业复苏中率先受益, 同时看好 AI 大模型能力全面赋能业务)。维持“买入”评级。

海康 AI 大模型: 算法, 算力, 数据都有深厚积累

我们认为海康是在以人脸识别等机器视觉技术为核心的 AI1.0 时代, 商业上最成功的中国 AI 企业之一, 在多年的发展中形成了云边端一体, 软硬件一体的商业模式, 并孵化出机器人的创新业务。在本次业绩会上, 公司首次介绍其 AI 大模型能力: 1) 海康已经训练了面向智能安防场景的百亿参数大模型, 2) 自建了支持千卡并行训练的数据中心, 3) 并积累了大量高质量垂直领域数据。实际业务落地方面, 海康大模型已经在提升信息识别与数据标注效率、赋能行业场景落地地上发挥作用。

关注两会后各地政府对数字经济相关的刺激政策

我们认为, 海康的国内 PBG/EBG 业务和国内固定资产投资具有较强相关性, 过去几次政府换届之后, 都随着政府支出的上升呈现较强反弹。2023 年 1-2 月, 城镇固定资产投资同比增长 5.5%, 经济仍处于复苏的早期。根据华泰宏观团队 23 年 1 月 29 日发布的《上调 2023 年增长预测至 6.2%》, 占全国 GDP 约 70% 的省份及地区公布了 2023 年的固定资产投资增长目标, 加权平均为 7.8%。我们预计 2023 年 EBG 增速依然好于 PBG, PBG 从下半年开始增速逐季回升, 全年收入分别增长 7%/5%。

目标价 51.0 元, 维持“买入”评级

我们下调海康 23E/24E/25E 归母净利润预测分别为 167/196/228 亿元。目前海康估值 24.5x 2023E PE (Wind 一致预期), 处于十年以来估值的 63% 分位水平。我们维持目标价 51.0 元, 基于 28.6x 23E PE; 我们看好海康多元发展的业务模式, 有利于实现长期的稳定增长, 维持“买入”评级。

风险提示: 海外市场政策和疫情风险; 部分智能化市场竞争激烈。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	81,420	83,166	92,695	105,115	119,718
+/-%	28.21	2.14	11.46	13.40	13.89
归属母公司净利润(人民币百万)	16,800	12,837	16,695	19,635	22,819
+/-%	25.51	(23.59)	30.05	17.61	16.22
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.79	1.37	1.78	2.10	2.44
ROE (%)	26.78	18.58	20.99	21.58	21.92
PE (倍)	24.84	32.50	24.99	21.25	18.29
PB (倍)	6.58	6.10	5.32	4.66	4.09
EV EBITDA (倍)	20.83	25.51	19.98	16.84	14.22

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

海康首次介绍 AI 大模型能力，看好数据与渠道积累助力大模型应用落地

海康在业绩会上首次介绍其 AI 大模型能力：海康已经训练了面向智能安防场景的百亿参数多模态大模型。算力上，公司自建了支持千卡并行训练的数据中心；算法上，高质量垂直领域数据对于大模型落地至关重要，海康基于基础大模型研发更高效的行业模型，加速行业应用落地；架构上，海康应用云-边-端的智能物联系统架构实现信息的多级处理。我们认为海康长期耕耘智能物联领域，在图像、声音乃至雷达、X 光等多模态信息上积累丰富，结合公司长期积累的渠道壁垒，有利于充分发挥多模态大模型的泛化能力，更好地理解 and 响应用户需求，实现大模型应用落地。

实际业务落地上，海康大模型已经在提升信息识别与数据标注效率、赋能行业场景落地上发挥作用。1) 基于海康多模态大模型，信息提取精确度能够提升一个量级以上，辅助提升算法在复杂场景下的泛化能力和响应速度。2) 基于大模型的自动化标注使效率提升一个量级以上，也就是说用同样的人力投入，标注的数量可以提升 10 倍。3) 海康多模态大模型已经在其 AI 开放平台上线。得益于基础模型能力，海康 AI 开放平台已经服务超过 100 个行业、超过 15,000 个用户。

各业务板块表现：EBG 呈现韧性，PBG 与 SMBG 复苏尚需等待

EBG：EBG 业务在 2022 年和 1Q23 成为国内三大 BG 中韧性最强的板块。EBG 业务 2022 年实现收入 165.1 亿元，同比下降 0.8%，其中地产行业大幅下行，能源行业增速较快。1Q23，EBG 已率先回到正增长。展望 2023 年，我们看好海康凭借全面的技术储备与完善的渠道能力，充分受益于经济回暖时企业投资信心增强，预计 EBG 业务 2023 年收入同比增长 7%。

PBG：需求拐点尚需等待。PBG 业务 2022 年实现收入 161 亿元，同比下降 15.8%，主因受到疫情和地方政府智慧化升级放缓的影响。我们认为相比 EBG 与 SMBG，PBG 项目决策链条更长，当前地方政府财政承压，因此 PBG 需求拐点尚需等待。但政府投资是经济修复期促进信心的一大抓手，社会治理数字化大有可为，我们预计 PBG 业务 2023 年收入同比增长 5%。

SMBG：期待经济修复带来更多业务机会。SMBG 业务 2022 年实现营收 125.0 亿元，同比下降 7.4%，主因中小企业对经济环境敏感，2H22 需求受到压制。中小企业决策链条较短，1Q23 餐饮及旅游的恢复增长直接带动 SMBG 相关业务增长。展望 2023 年，我们认为 SMBG 业务或随广谱性修复机会而增长，预计 2023 年收入同比增长 4%。

创新业务：看好海康底层 AI 能力全面赋能。2022 年创新业务整体收入 150.70 亿元，同比增长 22.8%。其中，智能家居收入同比增长 3.3%至 40.8 亿元，机器人收入同比增长 41.8%至 39.2 亿元，热成像收入同比增长 26.0%至 27.9 亿元，汽车电子收入同比增长 33.1%至 19.1 亿元，存储收入同比增长 16.7%至 16.2 亿元。我们看好创新业务的 B 端、C 端需求随着经济修复而回暖，同时看好海康威视底层 AI 能力赋能智能家居、机器视觉等产品与行业应用。我们预计创新业务 2023 年整体收入同比增长 24.6%。

海外业务：发展中国家收入将进一步提升。海外主业 2022 年实现收入 220.32 亿元，同比增长 16.4%。2H22 海外分地区收入继续分化：北美、欧洲业务受通胀、政治因素影响，业务出现负增长，而发展中国家业务取得较好增速。1Q23 海外市场整体出现负增长，但部分发展中国家需求情况尚可，公司预计未来发展中国家的收入占比将会进一步提升。具体看发达国家业务环境，公司表示：1) 美国市场受到 FCC 认证限制，业务将逐步退出；2) 五眼同盟国家的业务压力较大；3) 欧盟国家中业务环境差异较大，部分地区排斥中国产品，但部分地区并无阻碍。展望 2023 年，我们认为海康在在拉美、东南亚、南亚、中亚、中东、大非洲等发展中国家仍有广阔的市场需求，预计 2023 年海外收入同比增长 20%。

图表1：财务数据

(百万人民币)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
	Q	Q	Q	Q	Q	A	A	(Huatai)	(Huatai)	(Huatai)	(OLD)	(OLD)	(OLD)	% diff	% diff	% diff
营业收入	16,522	20,736	22,464	23,445	16,201	81,301	83,166	92,695	105,115	119,718	93,043	105,350	120,410	-0.4%	-0.2%	-0.6%
% YoY	18%	4.1%	3.4%	-9.1%	-1.9%	28%	2%	11%	13%	14%						
营业成本	(9,298)	(11,885)	(13,245)	(13,568)	(8,884)	(45,329)	(47,996)	(51,455)	(58,032)	(66,110)						
毛利	7,224	8,851	9,219	9,877	7,317	35,972	35,170	41,240	47,083	53,609						
OPEX	(4,576)	(5,050)	(5,832)	(5,781)	(5,202)	(18,837)	(21,240)	(22,608)	(24,923)	(27,476)						
营销费用	(1,974)	(2,563)	(2,569)	(2,668)	(2,185)	(8,586)	(9,773)	(10,475)	(11,878)	(13,528)						
管理费用	(529)	(671)	(734)	(708)	(603)	(2,132)	(2,642)	(2,688)	(2,943)	(3,113)						
研发费用	(2,068)	(2,607)	(2,681)	(2,458)	(2,464)	(8,252)	(9,814)	(10,660)	(11,563)	(12,570)						
财务费用	(5)	791	152	53	51	133	990	1,214	1,461	1,735						
营业利润	2,847	3,892	3,708	4,335	2,260	18,474	14,783	18,998	22,377	26,036						
% YoY	-2%	-11%	-32.2%	-24.6%	-20.6%	22%	-20%	29%	18%	16%						
营业外收入(支出)	18	8	36	9	30	(6)	72	166	162	158						
税前收益	2,866	3,901	3,745	4,344	2,290	18,468	14,855	19,164	22,539	26,194						
% YoY	-2%	-11%	-31.0%	-24.5%	-20.1%	21%	-20%	29%	18%	16%						
所得税	(450)	(178)	(509)	(1,179)	(342)	(957)	(1,298)	(1,533)	(1,803)	(2,095)						
少数股东损益	(132)	(247)	(154)	(186)	(137)	(710)	(720)	(936)	(1,101)	(1,279)						
归母净利润	2,284	3,475	3,081	3,997	1,811	16,784	12,837	16,695	19,635	22,819	17,404	20,768	24,101	-4.1%	-5.5%	-5.3%
% YoY	5%	-19%	-31.3%	-31.3%	-20.7%	25%	-24%	30%	18%	16%						
全面摊薄EPS (元)	0.25	0.36	0.33	0.42	0.20	1.79	1.37	1.78	2.10	2.44	1.86	2.22	2.57	-4.1%	-5.5%	-5.3%
比率分析																
毛利率	43.7%	42.7%	41.0%	42.1%	45.2%	44.2%	42.3%	44.5%	44.8%	44.8%						
OPEX/营收	27.7%	24.4%	26.0%	24.7%	32.1%	23.2%	25.5%	24.4%	23.7%	23.0%						
R&D/营收	12.5%	12.6%	11.9%	10.5%	15.2%	10.1%	11.8%	11.5%	11.0%	10.5%						
营业利润率	17.2%	18.8%	16.5%	18.5%	14.0%	22.7%	17.8%	20.5%	21.3%	21.7%						
净利率	13.8%	16.8%	13.7%	13.5%	12.0%	20.6%	16.3%	19.0%	19.7%	20.1%						

资料来源：公司财报，华泰研究预测

图表2：公司分业务营收预测

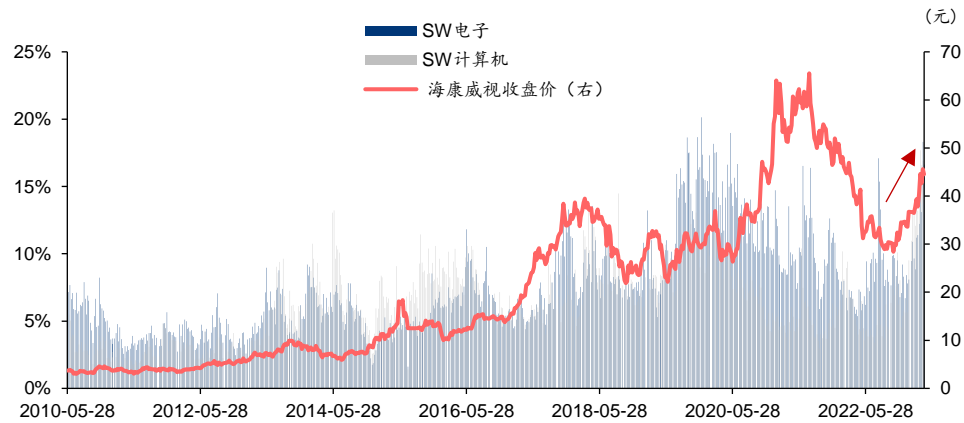
(百万元)	1H21	2H21	1H22	2H22	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
总收入	33,902	47,518	37,258	45,909	81,420	83,166	92,695	105,115	119,718
同比增速	39.7%	21.1%	9.9%	-3.4%	28.2%	2.1%	11.5%	13.4%	13.9%
PBG	7,074	12,087	6,975	9,160	19,161	16,135	16,942	18,297	19,761
同比增速	18.5%	16.5%	-1.4%	-24.2%	19.9%	-15.8%	5.0%	8.0%	8.0%
收入占比	20.9%	25.4%	18.7%	20.0%	23.5%	19.4%	18.3%	17.4%	16.5%
EBG	6,659	9,970	6,831	9,674	16,629	16,505	17,660	20,309	23,356
同比增速	12.6%	7.6%	2.6%	-3.0%	12.9%	-0.8%	7.0%	15.0%	15.0%
收入占比	19.6%	21.0%	18.3%	21.1%	20.4%	19.9%	19.1%	19.3%	19.5%
SMBG	6,046	7,444	6,286	6,211	13,490	12,497	12,997	14,297	15,726
同比增速	101.5%	11.4%	4.0%	-16.6%	46.5%	-7.4%	4.0%	10.0%	10.0%
收入占比	17.8%	15.7%	16.9%	13.5%	16.6%	15.0%	14.0%	13.6%	13.1%
创新业务	5,578	6,693	7,008	8,062	12,271	15,070	18,781	22,554	26,331
同比增速	122.3%	82.9%	25.6%	20.5%	98.9%	22.8%	24.6%	20.1%	16.7%
收入占比	16.5%	14.1%	18.8%	17.6%	15.1%	18.1%	20.3%	21.5%	22.0%
境外业务	9,467	12,518	11,713	14,563	21,985	26,275	31,531	37,206	43,159
同比增速	25.5%	23.3%	23.7%	16.3%	24.2%	19.5%	20.0%	18.0%	16.0%
收入占比	27.9%	26.3%	31.4%	31.7%	27.0%	31.6%	34.0%	35.4%	36.1%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

股价分析：基本面&流动性双重驱动

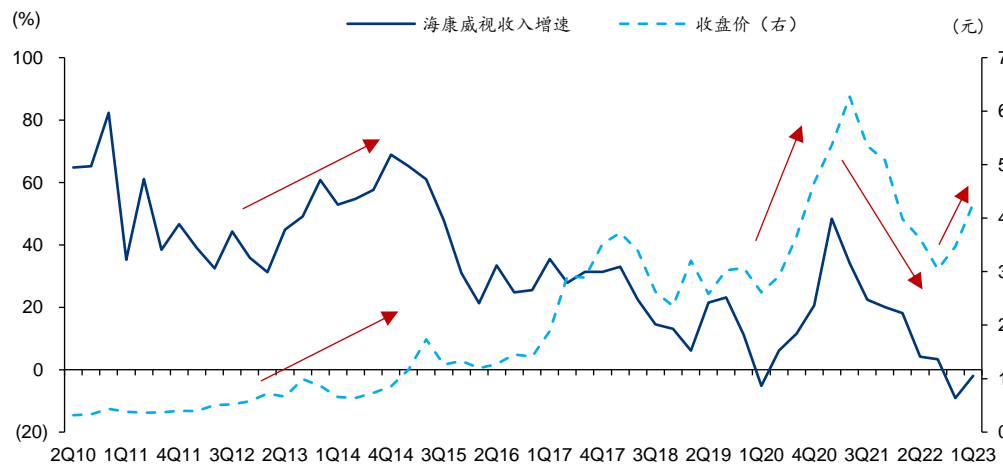
我们认为海康威视股价受到公司基本面与流动性双重驱动。我们分别选取公司季度收入同比增速与 SW 电子和计算机成交金额占比作为基本面和流动性的替代指标。如图 3、4、5 所示，我们认为公司近期股价增长主要受益于流动性提升，以及复苏预期带来的估值提升。

图表3： 电子、计算机板块成交金额占比 vs 海康威视收盘价



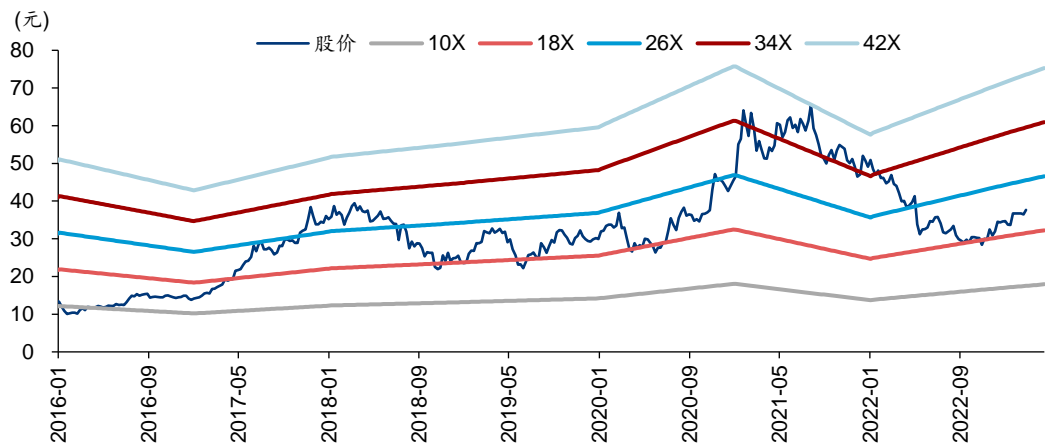
注：股价前复盘
资料来源：Wind, 华泰研究

图表4： 海康威视收入同比增速 vs 海康威视收盘价



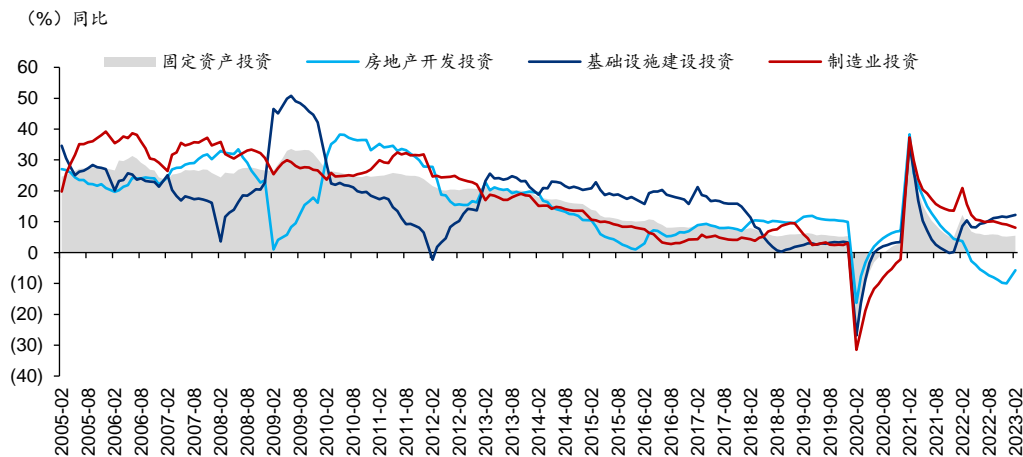
注：股价前复盘
资料来源：Wind, 华泰研究

图表5： 公司 PE-Band



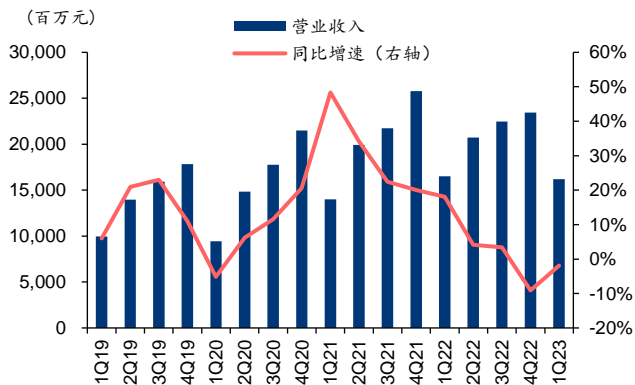
资料来源：Wind, 华泰研究

图表6: 2月基础设施投资回升



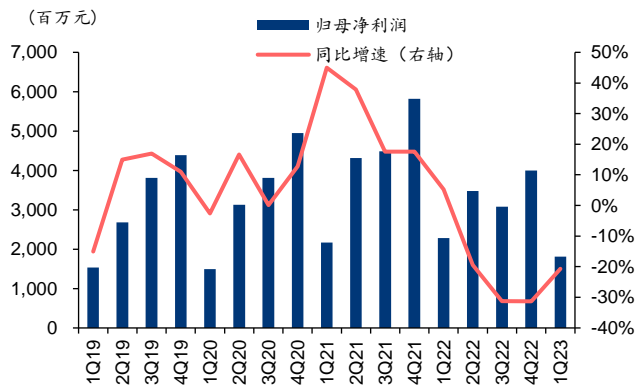
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 公司营业收入及增速



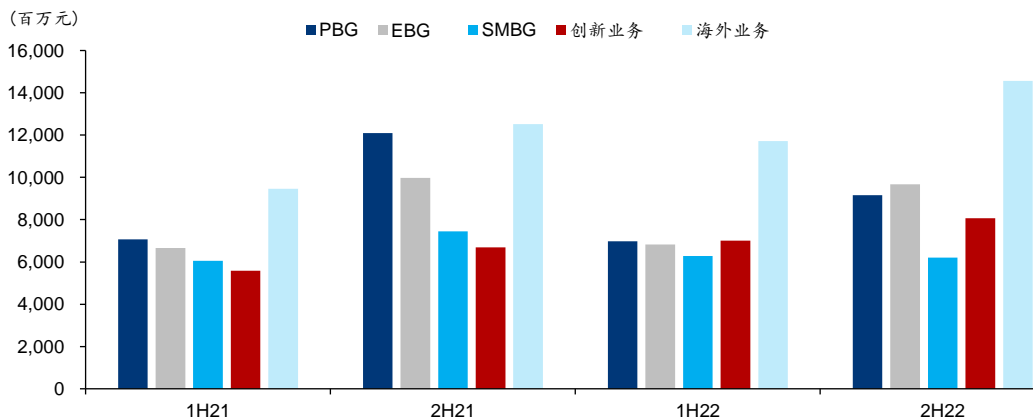
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表8: 公司归母净利润及增速



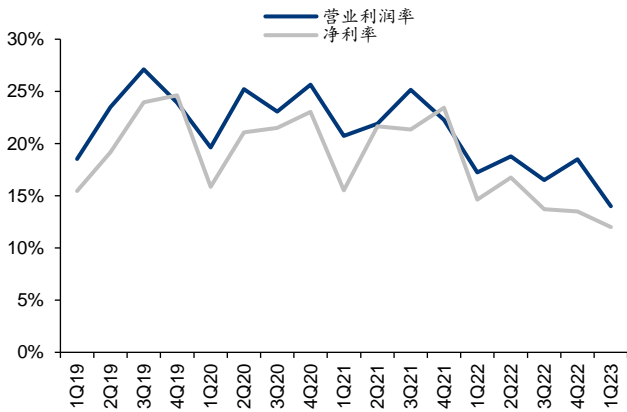
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表9: 公司分业务半年度营收



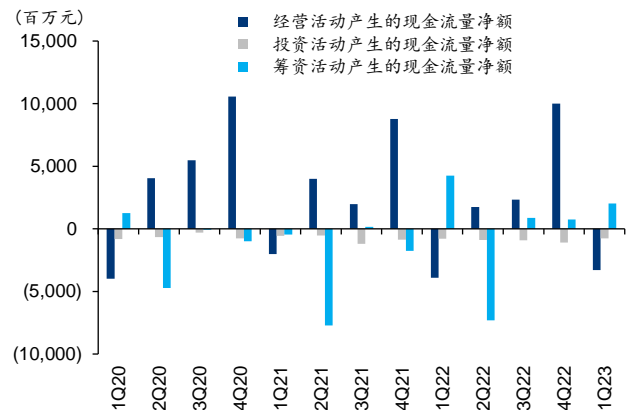
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表10: 公司营业利润率与净利率



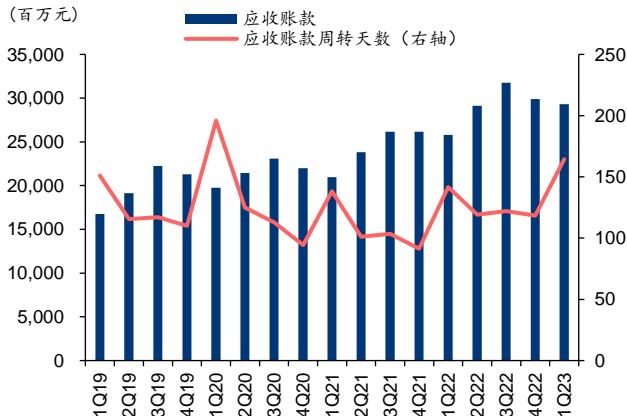
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表11: 公司现金流情况



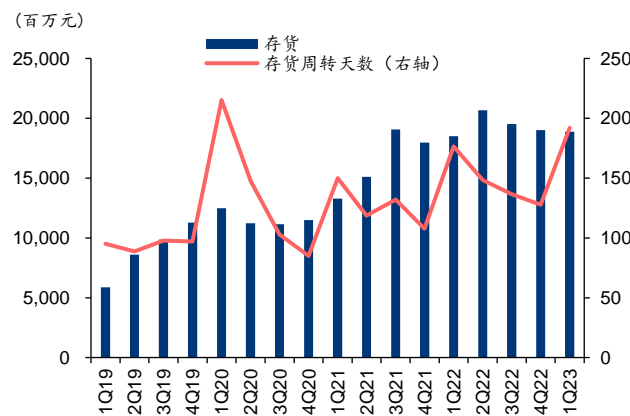
资料来源: 公司财报, 华泰研究

图表12: 应收账款及应收账款周转天数



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: 存货及存货周转天数



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表14: 可比公司估值表

股票代码	公司名称	交易货币	收盘价 (本地货币 十亿元)	市值	PE (x)		PS (x)		年初至今的 股价表现
					2023E	2024E	2023E	2024E	
002236 CH	大华股份	CNY	24.52	81.6	23.9	19.6	2.32	1.97	116.8%
002373 CH	千方科技	CNY	15.01	23.7	30.8	23.8	2.11	1.83	68.3%
000977 CH	浪潮信息	CNY	38.90	56.9	21.0	16.7	0.68	0.58	80.8%
0020 HK	商汤	HKD	2.93	98.1	na	na	13.42	9.54	32.0%
AI US	c3.ai	USD	22.29	2.5	na	na	6.68	5.55	99.2%
平均值					25.2	20.0	5.0	3.9	
002415 CH	海康威视	CNY	44.56	417.3	25.0	21.3	4.5	4.0	28.5%

注: 数据时间截至 2023 年 4 月 14 日。海康威视预测数据为华泰预测, 商汤、C3.AI 数据来自彭博, 其余公司数据来自 Wind。

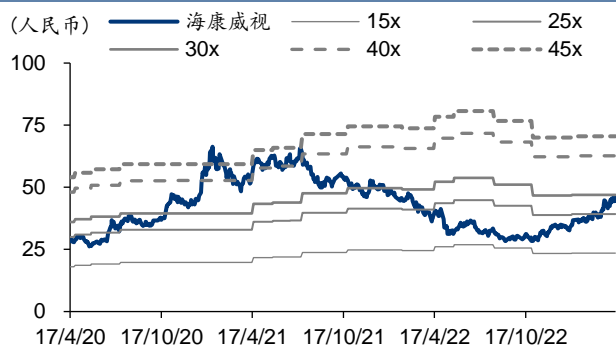
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

海外市场政策和疫情风险: 若国内外政策风险及疫情加剧, 将影响公司上游供应商供货以及下游客户资本开支, 从而对公司产量和销量均带来影响。

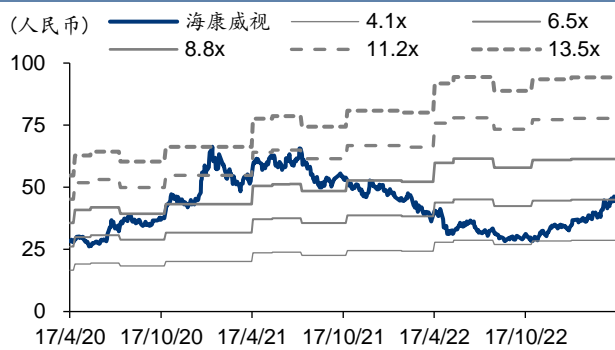
部分智能化市场竞争激烈: 部分智能化细分领域玩家众多, 竞争压力加大。

图表15: 海康威视 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表16: 海康威视 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	86,019	97,907	109,098	123,324	137,820
现金	34,722	40,012	47,671	50,571	58,657
应收账款	26,175	29,906	32,600	38,281	42,448
其他应收账款	359.62	516.50	460.01	647.34	613.85
预付账款	505.80	534.78	625.03	690.17	807.74
存货	17,974	18,998	20,639	24,064	26,861
其他流动资产	6,283	7,939	7,103	9,070	8,432
非流动资产	17,845	21,327	22,254	23,230	24,359
长期投资	982.17	1,252	1,630	1,927	2,274
固定投资	6,696	8,540	9,463	10,393	11,280
无形资产	1,304	1,545	1,634	1,665	1,692
其他非流动资产	8,863	9,990	9,526	9,245	9,114
资产总计	103,865	119,233	131,351	146,554	162,179
流动负债	33,292	34,356	36,810	41,255	44,439
短期借款	4,075	3,343	3,343	3,393	3,343
应付账款	15,890	16,026	18,190	20,398	23,561
其他流动负债	13,327	14,987	15,277	17,463	17,535
非流动负债	5,178	11,907	10,542	9,203	7,823
长期借款	3,284	7,522	6,157	4,818	3,438
其他非流动负债	1,894	4,385	4,385	4,385	4,385
负债合计	38,470	46,263	47,352	50,458	52,263
少数股东权益	1,934	4,581	5,517	6,618	7,897
股本	9,336	9,431	9,364	9,364	9,364
资本公积	5,404	10,141	10,141	10,141	10,141
留存公积	49,821	54,176	62,683	72,565	84,066
归属母公司股东权益	63,461	68,389	78,482	89,478	102,020
负债和股东权益	103,865	119,233	131,351	146,554	162,179

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	12,709	10,164	15,676	13,583	20,650
净利润	17,511	13,557	17,631	20,736	24,098
折旧摊销	1,091	1,336	1,143	1,424	1,630
财务费用	(133.34)	(990.40)	(1,214)	(1,461)	(1,735)
投资损失	(174.21)	(218.40)	(157.03)	(167.87)	(177.52)
营运资金变动	(7,395)	(7,002)	(1,096)	(6,242)	(2,386)
其他经营现金	1,810	3,483	(628.96)	(706.70)	(779.87)
投资活动现金	(3,156)	(3,725)	(1,936)	(2,266)	(2,645)
资本支出	(3,098)	(3,756)	(1,556)	(1,926)	(2,173)
长期投资	95.71	(82.34)	(378.42)	(296.41)	(346.82)
其他投资现金	(153.73)	112.64	(1.86)	(43.84)	(124.60)
筹资活动现金	(9,791)	(1,456)	(6,081)	(8,467)	(9,870)
短期借款	75.72	(731.89)	0.00	50.14	(50.14)
长期借款	1,323	4,238	(1,365)	(1,339)	(1,380)
普通股增加	(7.61)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	225.29	4,737	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(11,408)	(9,699)	(4,716)	(7,178)	(8,440)
现金净增加额	(420.89)	5,211	7,659	2,850	8,135

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	81,420	83,166	92,695	105,115	119,718
营业成本	45,329	47,996	51,455	58,032	66,110
营业税金及附加	560.98	581.90	648.57	735.46	837.64
营业费用	8,586	9,773	10,475	11,878	13,528
管理费用	2,132	2,642	2,688	2,943	3,113
财务费用	(133.34)	(990.40)	(1,214)	(1,461)	(1,735)
资产减值损失	(447.69)	(508.45)	(566.71)	(642.64)	(731.92)
公允价值变动收益	(38.20)	(155.57)	(23.25)	(32.89)	(62.48)
投资净收益	174.21	218.40	157.03	167.87	177.52
营业利润	18,474	14,783	18,998	22,377	26,036
营业外收入	75.74	87.37	200.00	200.00	200.00
营业外支出	81.55	15.07	34.18	38.45	42.31
利润总额	18,468	14,855	19,164	22,539	26,194
所得税	957.49	1,298	1,533	1,803	2,095
净利润	17,511	13,557	17,631	20,736	24,098
少数股东损益	710.31	719.63	935.87	1,101	1,279
归属母公司净利润	16,800	12,837	16,695	19,635	22,819
EBITDA	18,903	15,580	19,515	22,983	26,635
EPS (人民币, 基本)	1.81	1.37	1.78	2.10	2.44

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.21	2.14	11.46	13.40	13.89
营业利润	21.57	(19.98)	28.52	17.79	16.35
归属母公司净利润	25.51	(23.59)	30.05	17.61	16.22
获利能力 (%)					
毛利率	44.33	42.29	44.49	44.79	44.78
净利率	21.51	16.30	19.02	19.73	20.13
ROE	26.78	18.58	20.99	21.58	21.92
ROIC	50.24	32.60	40.99	41.50	45.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.04	38.80	36.05	34.43	32.23
净负债比率 (%)	(38.96)	(33.49)	(39.04)	(38.43)	(42.21)
流动比率	2.58	2.85	2.96	2.99	3.10
速动比率	1.97	2.23	2.34	2.35	2.44
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.75	0.74	0.76	0.78
应收账款周转率	3.38	2.97	2.97	2.97	2.97
应付账款周转率	3.07	3.01	3.01	3.01	3.01
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.79	1.37	1.78	2.10	2.44
每股经营现金流(最新摊薄)	1.36	1.09	1.67	1.45	2.21
每股净资产(最新摊薄)	6.78	7.30	8.38	9.56	10.89
估值比率					
PE (倍)	24.84	32.50	24.99	21.25	18.29
PB (倍)	6.58	6.10	5.32	4.66	4.09
EV EBITDA (倍)	20.83	25.51	19.98	16.84	14.22

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 海康威视（002415 CH）、千方科技（002373 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海康威视（002415 CH）、千方科技（002373 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。
- 本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽，亦不试图促进购买或销售该等证券。如任何投资者为美国公民、取得美国永久居留权的外国人、根据美国法律所设立的实体（包括外国实体在美国的分支机构）、任何位于美国的个人，该等投资者应当充分考虑自身特定状况，不以任何形式直接或间接地投资本报告涉及的投资者所在国相关适用的法律法规所限制的企业的公开交易的证券、其衍生证券及用于为该等证券提供投资机会的证券的任何交易。该等投资者对依据或者使用本报告内容所造成的一切后果，华泰证券股份有限公司、华泰金融控股（香港）有限公司、华泰证券（美国）有限公司及作者均不承担任何法律责任。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持： 预计行业股票指数超越基准

中性： 预计行业股票指数基本与基准持平

减持： 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入： 预计股价超越基准 15%以上

增持： 预计股价超越基准 5%~15%

持有： 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出： 预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级： 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级： 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司