

中国 AI 安防行业

Ambarella 业绩反映 AI 需求强劲

AMBERELLA (安霸) FY4Q21 业绩为中国 AI 安防摄像头领域提供了一些启示。安霸预计 AI SOC 将占 2021 年收入的 25% 以上 (相对 2020 年为 10%)，而大华将是一个重要客户。同时，海康威视 FY4Q20 收入表现亮眼，同比增长超过 20%。我们偏好安防摄像头龙头企业海康威视 (买入) 优于大华 (持有)，因其强大的研发能力，海康威视将直接受益于 AI 在非公共安全市场领域的应用。

- Ambarella 对 2021 年 AI 展望乐观。**安霸来自安防摄像头 SoC 的收入占总收入 60%，而来自海康威视和大华的收入占公司总收入的 10% 左右。安霸于 2019 年底开始批量生产计算机视觉 AI SoC (CV)，2020 年收入贡献超 10%。2021 年，公司指引 CV 收入将超过总收入的 25%。到 2021 年四月底，安霸将累计出货超 200 万个 CV SoC (其中 170 万个与安防摄像头有关)。我们估计 2020 年，安防摄像头 AI 渗透率低于 5% (假设安霸市场份额为 20%，全球安防摄像头的年出货量超过 3 亿部)。我们预期 AI 用例将快速扩展到非公共安全领域，市场仍有很大增长空间。
- 安霸 CV 只切入到大华供应链，没有取得海康威视的订单。**大华于 2021 年第四季度开始使用 AMBA 芯片量产多种 CV 产品。但是，AMBA 尚未获得海康威视 CV 产品的订单。我们认为，这表明 1) 海康威视在去年海思停供前取得了更多海思 AI 芯片库存；2) 海康威视正在尝试使用非美国芯片组，例如星宸科技 (联发科的子公司) 和联咏科技。
- 研发差距导致海康威视与大华的增长和利润差异扩大。**2 月 26 日海康威视和大华公布 2020 年业绩快报。海康威视 FY4Q20 收入同比增长 20% 至 214 亿元人民币，而大华则同比增长 6% 至 103 亿元人民币。由于大华研发费用规模只有海康威视的一半 (2019 年大华研发投入 28 亿元人民币，海康威视 55 亿元人民币)，因此我们认为大华可能会面临增速放缓 (AI 产品研发能力不及海康威视) 和利润率下降 (转换使用非美国芯片组时间更长)。
- 偏好海康威视 (买入) 优于大华 (持有)。**我们大致维持海康威视 2020-22 年预测，但将大华 2020-22 年净利润预测降低 7-12%，以反映增长放缓、毛利率下降和研发费用增长的趋势。我们将海康威视目标价小幅下调至 73.78 元人民币 (之前为 74.28 元)，基于 36 倍 2022 财年预测市盈率不变。同时，我们将大华目标价下调至 25.35 元人民币 (之前为 26.72 元)，基于 17 倍 2022 财年市盈率不变。我们预计海康威视与大华之间的估值差距将继续扩大。

估值表

公司名称	股份代码	评级	市值 (百万美元)	股价 (人民币)	目标价 (人民币)	上/下行空 间 (%)	市盈率		股本回报率	
							FY21E	FY22E	FY21E	FY22E
海康威视	002415 CH	买入	86,258	59.68	73.78	24%	34.7	29.1	29.9	34.3
大华股份	002236 CH	持有	10,737	23.17	25.35	9%	18.6	15.5	17.5	17.9
千方科技	002373 CH	未评级	4,207	17.20	N/A	20.28	20.3	16.2	11.4	12.7
华宇软件	300271 CH	未评级	2,395	18.98	N/A	19.96	20.0	14.9	10.4	12.4
科大讯飞	002230 CH	未评级	17,032	49.49	N/A	72.25	72.2	53.2	11.5	13.7
寒武纪	688256 CH	未评级	9,637	155.70	N/A	N/A	N/A	N/A	-7.4	-5.0

资料来源：公司及招银国际证券预测

优于大市 (维持)

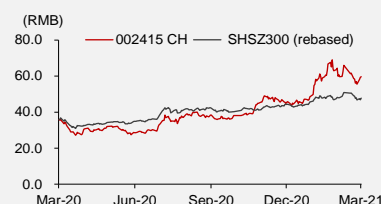
中国软件及 IT 服务行业

颜宇翔

(852) 3916 3719

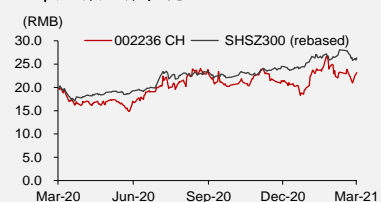
marleyngan@cmbi.com.hk

海康威视股份表现



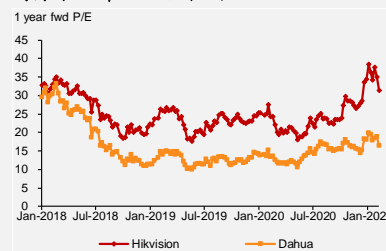
资料来源：彭博

大华股份股份表现



资料来源：彭博

海康和大华 P/E 估值对比



资料来源：彭博

近期报告

中国软件及 IT 服务 - 新基建下企业的数字化转型 - 2021 年 2 月 2 日

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招銀國際證券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招銀國際證券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应以通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。