



大华股份 (002236.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

星汉 AI 赋能百业，中移入股协同可期

公司简介

- 公司是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，以 AIoT 和物联数智平台两大技术战略为支撑，服务城市数字化创新和企业数智化转型，历经产品供应商→工程/服务/运营商→解决方案商→AI 解决方案提供商的演变，现阶段主要通过软化与 AI 化稳周转/扩规模/提利润。

投资逻辑

- **推荐逻辑一：软化程度深化提供超额毛利，星汉 AI 大模型提效降本。** 软件增加值或为公司超额毛利润的主要来源，2022 年，公司广义口径下软件业务收入比重为 24.4%。2023 年 10 月，发布大华星汉大模型，提升算力利用率 30%，提升算法准确率 10%，降低开发成本 30%。2024 年 7 月，星汉大模型通过信通院可信 AI 大模型标准符合性验证，目前已落地城市行业大模型与电力行业大模型。
- **推荐逻辑二：中移动战略入股 8.9%，DICT 业务预计贡献收入弹性约 4.6~8.5%。** 2023 年 4 月，中国移动战略入股，成为公司第二大股东。公司与中国移动业务协同互补：G 端方案商+总集成商互补，B 端共同面向 3,000w+政企客群扩大触及面，C 端共建智慧家庭物联网生态。我们测算认为，24~26 年中移动 DICT 业务配套采购增量收入对应公司 23 年营收贡献比例约为 4.6%~8.5% (14.9~27.2 亿元)，若考虑双方 AI 服务器合作，则有望进一步带来年化十亿级别收入增量。
- **推荐逻辑三：全球市场规模为亚太区域 2 倍以上，出海程度深化支撑毛利结构优化。** 2022 年，全球视频监控市场规模达 487 亿美元，其中，亚太区域约为 220.5 亿美元。公司于 2003 年制定“走出去”战略进入国际市场，历经营销本土化→产品/组织本土化→供应链本土化。1H24 境外业务增速达 9.1%，收入比重首超 50%，毛利率达 46.3%，高于国内业务 10.2pcts，境外业务比重提升有望持续支撑毛利率优化。

盈利预测、估值和评级

- 预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 333.6/357.1/384.6 亿元，归母净利润分别为 35.1/45.9/52.5 亿元，EPS 分别为 1.07/1.40/1.60 元。采用市盈率法，给予公司 25 年 14 倍 PE 估值，目标价 19.53 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 国内宏观复苏不及预期的风险；地缘政治环境趋紧的风险；汇率波动的风险。

计算机组

分析师：孟灿 (执业 S1130522050001)

mengcan@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.52 元

目标价 (人民币)：19.53 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,565	32,218	33,361	35,708	38,456
营业收入增长率	-6.91%	5.41%	3.55%	7.04%	7.70%
归母净利润(百万元)	2,324	7,362	3,509	4,593	5,252
归母净利润增长率	-31.20%	216.73%	-52.34%	30.90%	14.34%
摊薄每股收益(元)	0.766	2.235	1.066	1.395	1.595
每股经营性现金流净额	0.35	1.40	1.03	1.45	1.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.00%	21.20%	9.49%	11.49%	12.10%
P/E	14.76	8.26	12.85	9.81	8.58
P/B	1.33	1.75	1.22	1.13	1.04

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

1. 大华股份：从商业模式迭代看全球安防行业龙二的成长之路.....	5
1.1 商业模式视角：规模/周转/利润的不可能三角，解决方案软化/AI化→稳周转/扩规模/提利润.....	5
1.2 财务特征视角：AI化/软化提毛利率，供应链安全压低周转，净利率与友商波动收窄.....	6
1.3 市场竞争视角：安防时代全球龙二，转型 AIoT 市场前景广阔.....	9
2. 推荐逻辑一：软化程度深化提供超额毛利率，星汉 AI 大模型提效降本.....	9
2.1 软化：软件增加值或为超额毛利润主要来源，广义口径下软件业务收入比重约在 24.4%.....	9
2.2 AI 化：大华星汉大模型更通用/更集约/更安全，已落地城市与电力行业大模型.....	12
3. 推荐逻辑二：中移动战略入股 8.9%，DICT 业务预计贡献收入弹性约 4.6~8.5%.....	13
3.1 战略协同：中国移动战略入股公司 8.9%股权，双方战略架构协同互补.....	13
3.2 业务协同：G 端方案商+总集商互补，B 端扩大客群触及面，C 端共建智慧家庭生态.....	14
3.3 弹性测算：24~26 年 DICT 业务增量收入预计对应 23 年营收贡献比例约为 4.6%~8.5%.....	15
4. 推荐逻辑三：全球市场为亚太区域 2 倍以上，出海深化支撑毛利结构优化.....	17
4.1 市场容量：全球视频监控市场约 500 亿美元，约为亚太区域市场的 2 倍.....	17
4.2 出海深化：营销本土化→产品/组织本土化→供应链本土化，境外业务比重超 50%.....	17
5. 如何看未来的盈利与估值？.....	18
5.1 销售预测：ToG 业务筑底；境外业务牵引增长；ToB+其他业务随宏观弱复苏.....	18
5.2 盈利预测：2024 年公司营收增速有望达 3.5%，有望实现归母净利润约 35.1 亿元.....	19
5.3 投资建议：现价对应 25 年利润不足 10X PE，14X PE 下对应市值约 643 亿元.....	20
6. 风险提示.....	21



图表目录

图表 1: 公司 Think#2.0“两横两纵”经营战略	5
图表 2: 公司商业模式迭代: 产品供应商→工程/服务/运营商→解决方案商→智能化解决方案提供商+运营服务商	6
图表 3: 公司发展 4 阶段的商业模式与“扩规模、提周转、提利润率的不可能三角”	6
图表 4: 公司现阶段通过解决方案 AI 化/软化提毛利率, 供应链安全扰动压低周转, 净利率与友商波动收窄	7
图表 5: 公司 18~23 年营收 CAGR 约为 6.4%	8
图表 6: 公司 18~23 年归母扣非净利率约在 10%左右	8
图表 7: 公司境外收入占比接近 50%, ToB 收入接近 30%	8
图表 8: 公司境外及 ToG 毛利率高于综合毛利率	8
图表 9: 公司创新业务收入比重 1H24 快速提升至 16.6%	8
图表 10: 公司软件业务毛利率显著高于综合毛利率	8
图表 11: 公司销售、管理费率小幅提升	9
图表 12: 公司研发费率持平或略高于友商	9
图表 13: 2022 年公司约占全球视频监控 12.2%市场份额	9
图表 14: 公司软化程度逐年深化	10
图表 15: 广义口径下, 2022 年公司软件增加值占收入比约为 24.4%	11
图表 16: 狭义口径下, 2023 年公司软件业务占营收比重约为 5.6%	11
图表 17: 软件增加值部分或为公司超额毛利润主要来源	11
图表 18: AI 模型更通用、更集约、更安全	12
图表 19: 可信 AI 大模型标准符合性验证清单	13
图表 20: 公司城市治理大模型赋能交管高效决策	13
图表 21: 公司电力行业大模型辅助企业可视化管理	13
图表 22: 中移动战略入股公司 8.9%股权	14
图表 23: 中国移动视联网“5 个 1”战略与公司“AIoT+数智平台”战略协同互补	14
图表 24: 公司 G/B/C 端业务与中国移动高度协同	15
图表 25: DICT 占政企市场营收比重逐年提升至近 6 成	16
图表 26: 1H24 中国移动政企客户数量达 3,038 万家	16
图表 27: 根据测算, 24~26 年公司与移动 DICT 业务增量收入对应 23 年营收贡献比例约为 4.6%~8.5%	16
图表 28: 中国移动 2024 年部分 AI 服务器招标项目信息	16
图表 29: 2022 年全球视频监控市场规模达 487 亿美元, 约为亚太区域市场的 2.2 倍	17
图表 30: 公司出海二十余年间逐步深化 Glocal 能力建设	18
图表 31: 公司境外业务约占过半收入比重	18
图表 32: 境外业务比重提升有望持续支撑毛利率优化	18



图表 33: ToG 业务相关项目招标总金额增速有所复苏	19
图表 34: 公司盈利预测核心指标	19
图表 35: 公司股息率位居 A+H 科技龙头公司平均值与中位数以上	20
图表 36: 可比公司估值比较 (市盈率法)	21

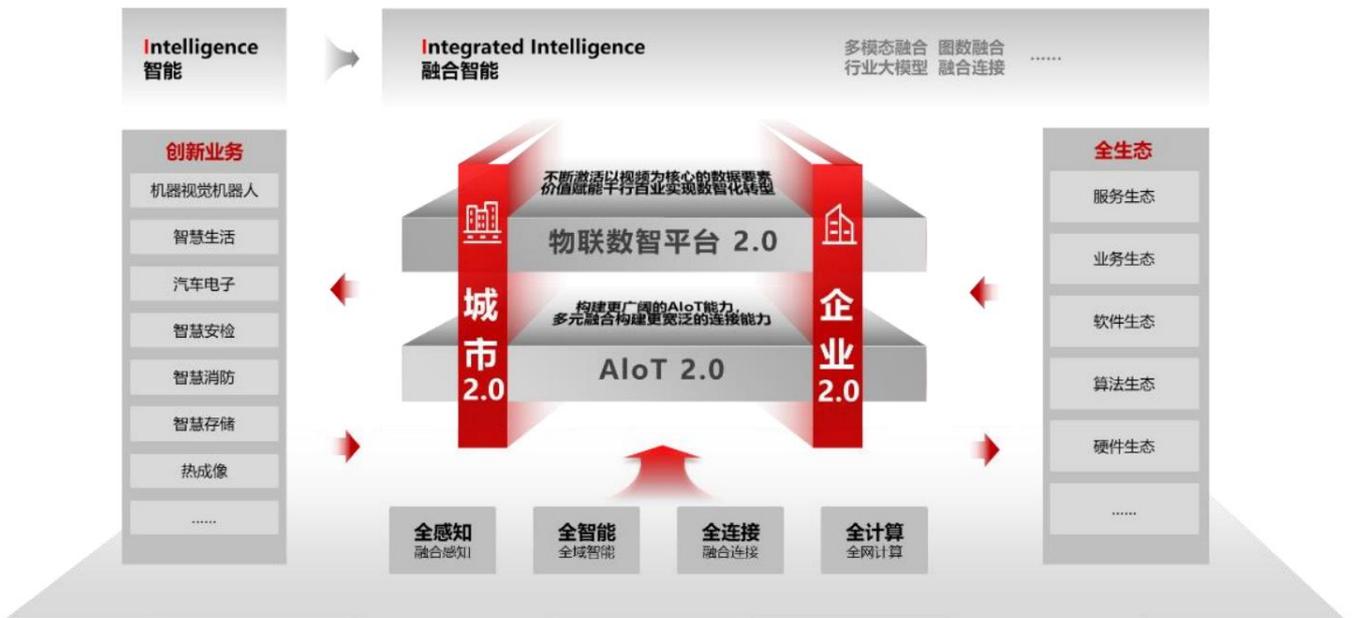


1. 大华股份：从商业模式迭代看全球安防行业龙二的成长之路

1.1 商业模式视角：规模/周转/利润的不可能三角，解决方案软化/AI 化→稳周转/扩规模/提利润

公司是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，以 AIoT 和物联数智平台两大技术战略为支撑，服务城市数字化创新和企业数智化转型，形成“两横两纵”的业务架构。

图表1：公司 Think#2.0 “两横两纵”经营战略



来源：公司年报，国金证券研究所

我们认为，公司成立 20 余年以来大致经历了 4 大发展阶段：

- 产品供应商（2006 年及以前）：2001 年成立之初，公司基于音视频编解码算法技术自研嵌入式 DVR 产品，逐步形成以嵌入式 DVR 为核心产品的面向安防视频监控前沿领域的“大安防”产品架构，主要产品包括嵌入式 DVR、球机、NVS、板卡、数字远程图像监控系统、数字程控调度机等。据公司招股书，这一阶段公司是“我国安防产品主流供应商之一”。
- 工程商、服务商与运营参与商（2007~2011 年）：2005 年，平安城市旗下“3111”试点工程启动，第一批示范城市（22 个）总投资在 150 亿元以上，2006 年，第二批示范城市（66 个）总投资也在百亿以上。据 2009 年年报，公司首次在发展策略中提出“逐步完成从产品供应商向工程商、服务商和运营参与商等多元一体的角色定位延展”。我们认为，这一阶段公司开始承接城市级安防工程项目，由单一产品供应商转向安防大项目的工程商、服务商与运营参与商。
- 行业整体解决方案提供商（2012~2017 年）：据 2011 年年报，公司在产品端 1) “改变了原先 DVR 仅作为单一产品而非系统级产品的角色”；2) “实现了模拟摄像机的全系列化”；3) “实现了高清网络相机以及红外、非红外的系列化”。预示着公司完成了从存储产品向前端产品及整体解决方案的跨越。同时，公司首次提出“在促进产品销售的同时，力推系统整体解决方案，逐步从产品供应商向系统整体解决方案供应商蜕变”。我们认为，公司在这一阶段已逐步完善了覆盖前后端的全系列产品矩阵，初步具备了转向解决方案商的产品储备与战略意识。据 2012 年年报，公司“在客户、项目、价格、应收款四个维度细化管理、强化执行”。同时，在 2012 年年报中，公司“已能提供从视频采集、传输到存储、控制和分析、平台应用为一体的行业解决方案”。据 2015 年年报，公司“成功实现了从产品营销到解决方案营销的转变”。我们认为，这一阶段公司在战略定位、产品能力以及营销侧重等维度均已全面转向解决方案商。
- 智慧物联解决方案提供商+运营服务商（2018 年至今）：据 2018 年年报，公司“推出‘大华 HOC 战略’，推动城市和行业智慧化转型”，并提到“大华 HOC 是公司人



人工智能技术在产品中应用的集中体现”，我们认为，这一阶段公司已开始呈现软化与AI化的特征。同时，在2018年年报中，公司“经历了从单一产品销售、到提供整体解决方案、再到提供城市智能化综合运营服务的业务模式的转变”。

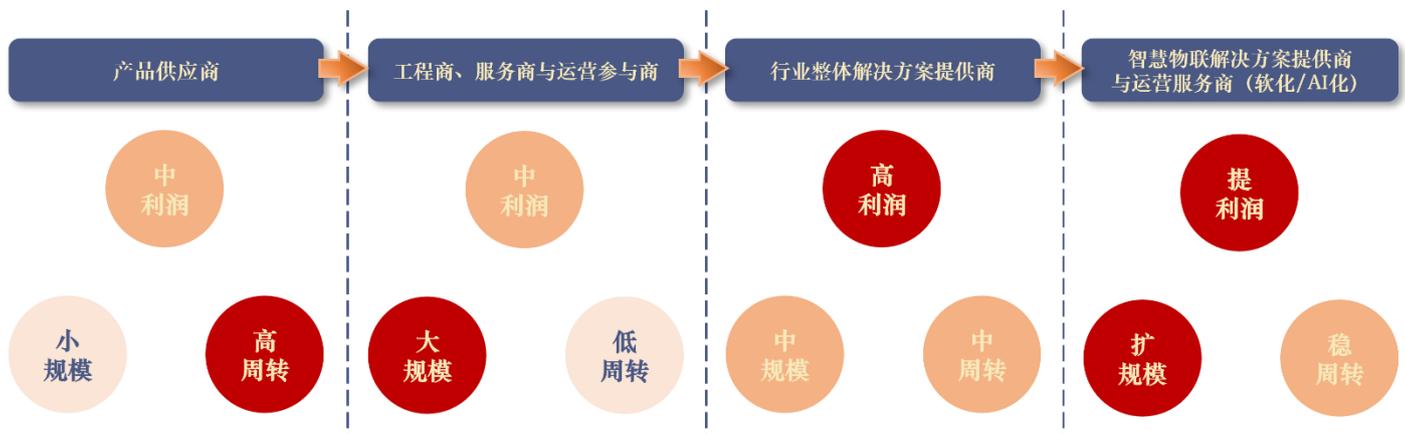
图表2: 公司商业模式迭代: 产品供应商→工程/服务/运营商→解决方案商→智能化解决方案提供商+运营服务商



来源: 公司招股书, 公司年报, 国金证券研究所

我们认为, 从行业生意模式的特征看, 公司在不同发展阶段应对行业需求做出商业模式的战略选择与产品、方案能力的匹配, 在“扩规模、提周转、提利润率的不可能三角”中寻求平衡。结合公司发展史, 就安防行业而言: 1) 单一产品供应商-中小规模/高周转/中利润; 2) 工程/服务/运营商-大规模/低周转/中利润(高毛利+高费用); 3) 解决方案提供商-中规模/中周转/高利润)。现阶段, 在行业需求承压的背景下, 公司通过深化软件与AI在产品方案中的应用, 在稳定周转率的前提下, 试图在规模与利润两端贡献传统安防 Beta 以外的增量。

图表3: 公司发展4阶段的商业模式与“扩规模、提周转、提利润率的不可能三角”



来源: 国金证券研究所

1.2 财务特征视角: AI化/软化提毛利率, 供应链安全压低周转, 净利率与友商波动收窄

公司4大发展阶段的业务模式与其财务特征高度匹配:

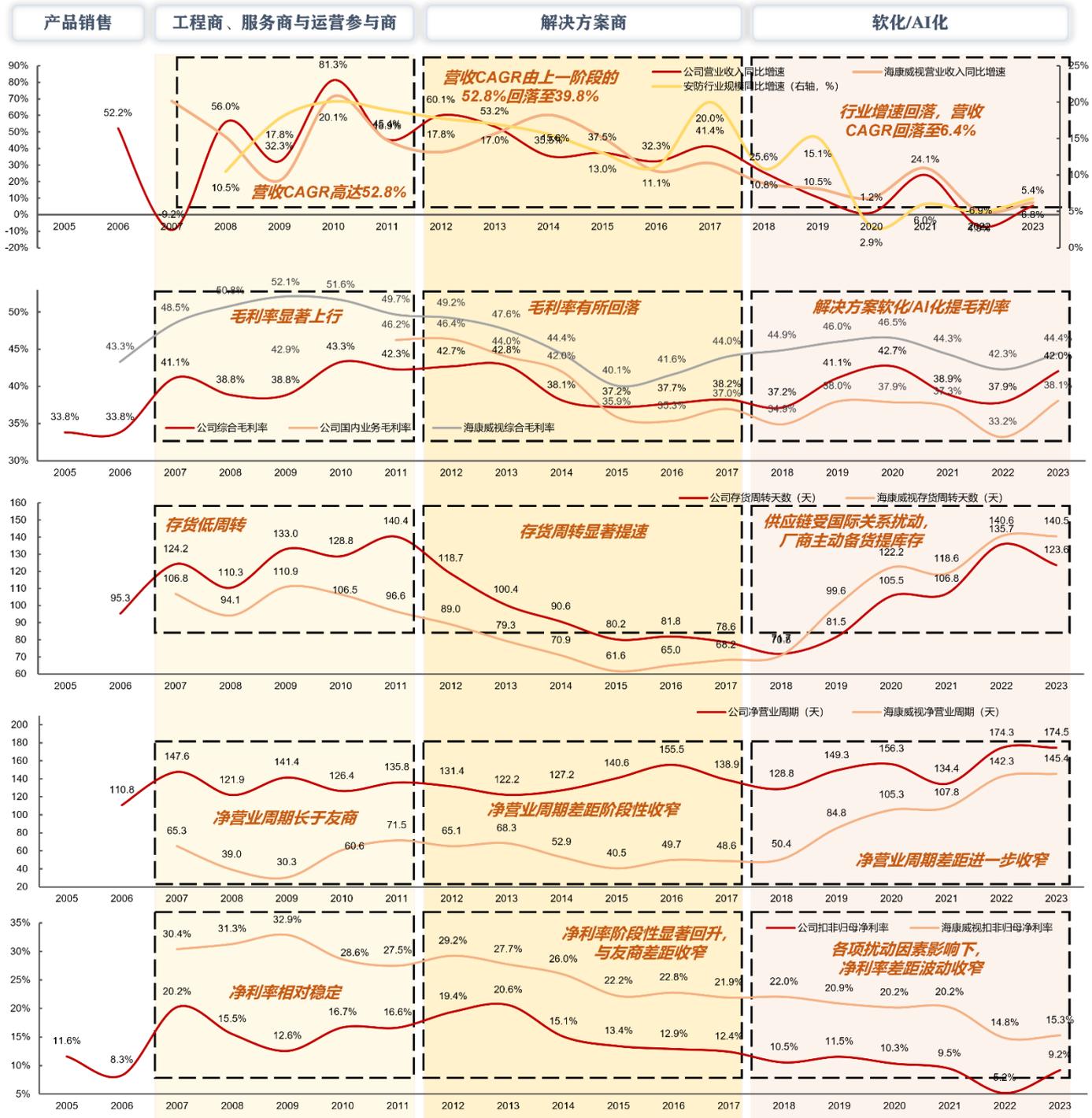
- 产品提供商→工程/服务/运营商: 我们认为, 2007年左右公司由产品供应商转向安防工程商、服务商与运营参与商, 这一时期的财务特征表现为 1) 营收高速扩张; 2) 毛利率显著提升; 3) 存货周转率降低且净营业周期长于友商; 4) 净利率相对稳定(考虑到毛利率大幅提升, 同期费用投入相应提升)。整体符合城市级安防项目大规模、低周转、中净利率的特点。
- 工程/服务/运营商→解决方案提供商: 我们认为, 2012年左右公司全面转向行业整体解决方案提供商, 这一时期的财务特征表现为 1) 营收增速有所回落; 2) 毛利率有所回落; 3) 存货周转率显著提升且净营业周期阶段性与友商差距收窄; 4) 净利率阶段性显著回升, 与友商差距收窄。整体符合行业解决方案中规模、中周转、高净利率的特点。
- 解决方案提供商→软化/AI化: 我们认为, 2018年左右公司开始软化/AI化, 这一时



期的财务特征表现为 1) 毛利率有所提升 (软件与 AI 提供附加值); 2) 与友商的净利率差距波动收窄。

从公司杜邦分析的财务特征看, 一方面, 公司在 17/18 年以后受到中美双边关系扰动, 为应对供应链安全风险不得已提升了备货力度, 存货周转率显著下降, 拖累资产周转率有所回落。另一方面, 19 年开始公司财务杠杆有所下降。因此, 我们预期未来 ROE 回升的主要驱动来自公司净利率的改善与提升。

图表4: 公司现阶段通过解决方案AI化/软化提毛利率, 供应链安全扰动压低周转, 净利率与友商波动收窄

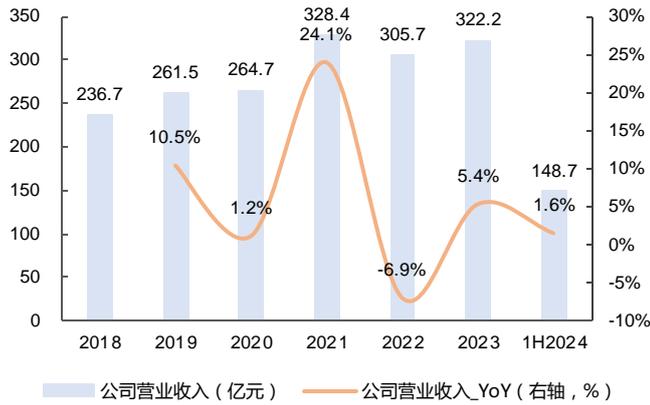


来源: iFinD, 公司招股书, 公司年报, CPS 中安网, 智东西, 国金证券研究所

公司 18~23 年营业收入 CAGR 约为 6.4%, 2023 年实现营业收入 322.2 亿元, 同比增长 5.4%, 1H2024 实现营业收入 148.7 亿元, 同比增长 1.6%。公司 18~23 年归母净利率整体保持在 10%左右 (剔除 22 年特殊年份), 2023 年实现归母扣非净利润 29.6 亿元, 同比增长 87.3%, 1H2024 实现归母扣非净利润 18.1 亿元, 同比下降 8.4%。



图表5: 公司 18~23 年营收 CAGR 约为 6.4%



图表6: 公司 18~23 年归母扣非净利率约在 10%左右

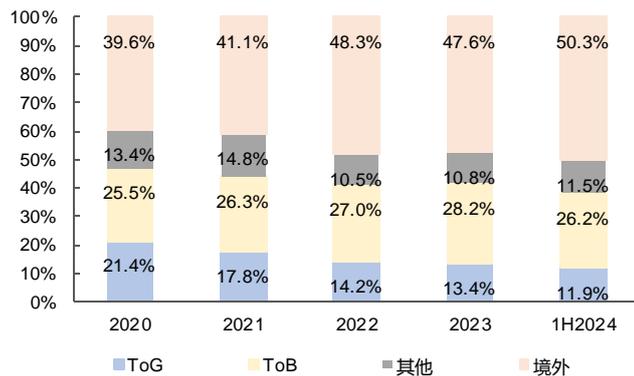


来源: iFinD, 国金证券研究所

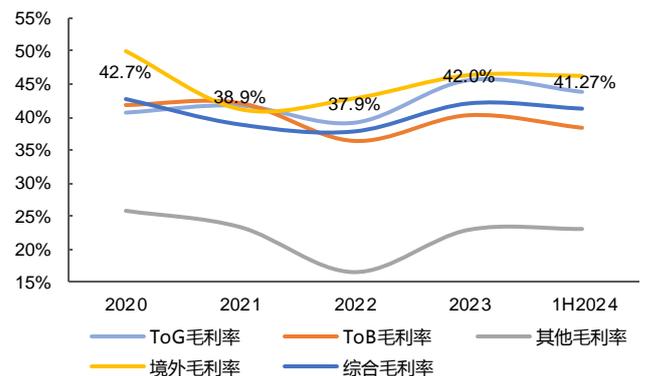
来源: iFinD, 国金证券研究所

分下游客群看, 公司境外收入占比接近 50%, ToB 收入接近 30%。2023 年, 公司 ToG 业务/ToB 业务/其他业务/境外业务收入占比分别约为 13.4%/28.2%/10.8%/47.6%。2023 年公司综合毛利率约为 42.0%, 其中, 境外业务与 ToG 业务毛利率较高, 分别达 46.4%和 45.5%。

图表7: 公司境外收入占比接近 50%, ToB 收入接近 30%



图表8: 公司境外及 ToG 毛利率高于综合毛利率

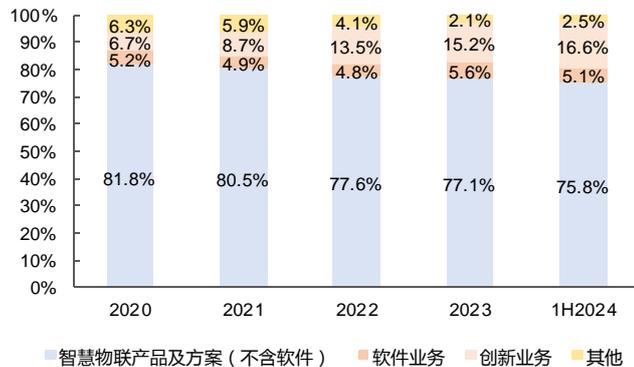


来源: iFinD, 国金证券研究所

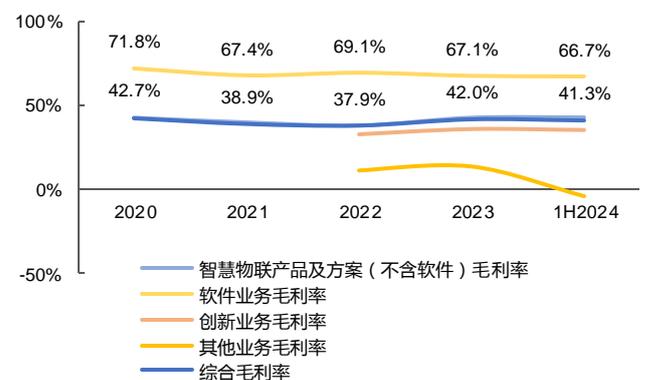
来源: iFinD, 国金证券研究所

分业务类型看, 公司创新业务收入比重快速提升至 15.2%。2023 年, 公司智能物联产品及方案/软件业务/创新业务收入占比分别约为 77.1%/5.6%/15.2%。其中, 公司软件业务毛利率显著高于综合毛利率, 2023 年达 67.1%。

图表9: 公司创新业务收入比重 1H24 快速提升至 16.6%



图表10: 公司软件业务毛利率显著高于综合毛利率



来源: iFinD, 国金证券研究所

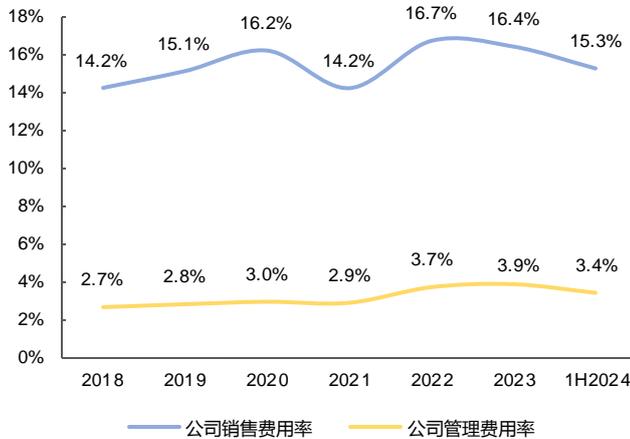
来源: iFinD, 国金证券研究所

公司销售、管理费率小幅提升, 研发费率持平或略高于友商。2023 年, 公司销售费用率/

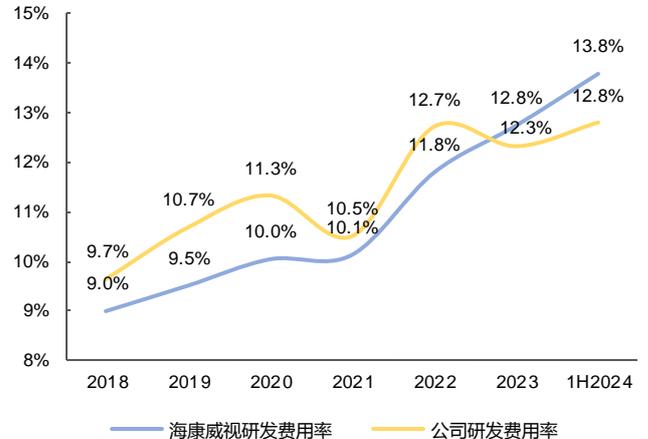


管理费用率分别约为 16.4%/3.9%，18~23 年呈现小幅提升趋势。研发费用方面，2023 年，公司研发费用率约为 12.3%。1H24 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 15.3%/3.4%/12.8%，同比变动 0.29pct/-0.49pct/0.39pct。

图表 11: 公司销售、管理费率小幅提升



图表 12: 公司研发费率持平或略高于友商



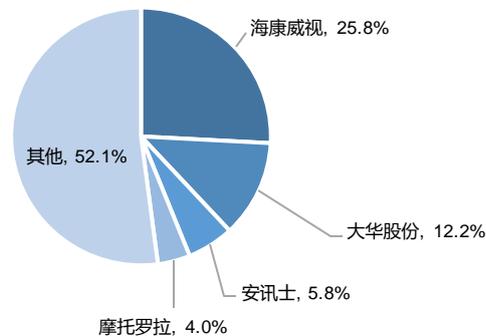
来源: iFinD, 国金证券研究所

来源: iFinD, 国金证券研究所

1.3 市场竞争视角: 安防时代全球龙二, 转型 AIoT 市场前景广阔

一定时期社会需求的集中爆发往往伴随着一批企业的兴起, 过去二十年, 公司与海康威视抓住社会治安改善的安防需求, 成长为国内乃至全球市场的安防龙头。据 Omdia, 2022 年公司约占全球视频监控 12.2% 市场份额, 稳居全球第二。

图表 13: 2022 年公司约占全球视频监控 12.2% 市场份额



来源: Omdia, 国金证券研究所

据智安物联网, 2023 年我国安防产业(产品+工程+运维)是一个 6,500 亿元左右的市场, 视频监控产品是一个约在 1,500 亿元规模的市场。未来智慧物联所面向的数字化转型产业可能会是一个万亿体量的市场。

我们认为, 传统安防产业与新兴的数字化转型产业均具有高门槛、碎片化的特点, 在安防时代具备更为深厚的技术沉淀、更为丰富的感知产品矩阵、更贴合行业需求的软件及 AI 应用能力、更丰富的硬件工程化与生产制造经验的行业龙头更有可能占领先机。

2. 推荐逻辑一: 软化程度深化提供超额毛利率, 星汉 AI 大模型提效降本

2.1 软化: 软件增加值或为超额毛利润主要来源, 广义口径下软件业务收入比重约在 24.4%

2013 年, 公司年报中披露“软件平台硬件化”, 此后数年间公司持续提升软件研发能力、明确软件在产品矩阵中的核心地位。2018 年, 发布 HOC 城市级智慧管理系统框架并涉足云平台软件; 2020 年, 发布“云睿”进军 SaaS; 2021 年, 发布巨灵 AI 开放平台; 2023 年, 发布星汉大模型, 升级视觉认知能力, 持续提升视觉解析准确率, 提高长尾需



求供给能力，形成基于视觉多模态大模型的行业智能解决方案。

图表14: 公司软化程度逐年深化

年份	年报相关披露	重要发布	软化/SaaS 化特征
2013	以综合监控管理平台一体机 DSS7016 系列为核心的大型智能存储解决方案开创了软件平台硬件化的视频监控管理新模式；公司构建了以前端设备、主控设备、后端设备及安防软件为基本架构的“大安防”产品立体格局。	/	软件平台硬件化，安防软件纳入“大安防”格局。
2014	公司已建立了涵盖前端、后端、传输与控制、平台软件、智能交通、门禁与报警运营和民用等全系列的产品线。	/	首次提出“平台软件”。
2015	公司获得了国际软件领域最严格认证机构——CMMI 研究院颁发的 CMMI ML5 证书，意味着公司的软件开发能力已具有国际领先水平。	/	公司软件开发能力进阶。
2016	在安防行业首次推出“软件定义安防”（Software Defined Security, SDS）理念。	/	行业内首个提出“软件定义安防”理念。
2017	通过对人工智能、大数据、云计算、芯片和云平台软件的持续投入和新技术积累，占据了安防人工智能时代的制高点，保持行业中的龙头地位。	乐橙云	首次提出“云平台软件”。
2018	推出“大华 HOC（Heart Of City）城市之心”战略，在“全感知、全智能、全计算、全生态”能力支撑下，为城市、行业和消费者市场提供面向实战的系列化解决方案与产品。	HOC	发布城市级智慧管理系统，首次提出“四全”。
2019	加速深化与落地“大华 HOC（Heart of City）城市之心”战略，进一步提出了智慧孪生的理念，完整推出以视频为核心的物联网系统架构，面向行业创新应用，打造智慧物联 PaaS（Platform-as-a-Service）平台，强化云端云协同，加速向平台型、生态型架构升级，为客户提供面向应用场景和数据价值闭环的解决方案；通过算法仓软件系统，实现多算法生态优势互补；秉承“全生态”的理念与灵活的软件架构，公司建立了完整的开放生态体系。	/	首次提出“智慧孪生”，打造“PaaS”平台。
2020	全面贯彻统一软件底座和模块复用的建设思路，构建面向城市与企业的组件化、模块化的应用平台；软件框架全面解耦，实现子系统模块化可插拔与积木化组装，提升平台的可维护与可扩展性；加速软件 SaaS 化、PaaS 化的进程	云睿	统一软件底座，软件组件模块化，软件框架全面解耦，“SaaS”化进程启动。
2021	通过统一的软件体系架构，构建“城市平台 2.0”；构建全面数智化 SaaS 产品体系。	巨灵 AI 开放平台	统一软件体系架构，构建数字化 SaaS 产品体系。
2022	坚持“以业务牵引技术迭代、以技术迭代驱动业务升级”，持续加大对 AIoT、物联数智平台两大技术战略的投入与建设。	浩睿平台	AI、大数据等先进技术与行业场景深度融合，构建数字化转型数智底座
2023	公司进行场景 AI 化能力体系升级，深入客户的生产管理过程，提供丰富的人工智能场景化应用方案，为客户提质增效，提升行业算法方案功能。同时，利用星汉大模型的多模态视觉解析能力，形成基于视觉多模态大模型的行业智能解决方案。	星汉大模型	升级视觉认知能力，持续提升视觉解析准确率，提高长尾需求供给能力



来源：公司年报，国金证券研究所

广义口径下，据财政部、国家税务总局《关于软件产品增值税政策的通知》，公司销售自行开发的软件产品按 17%（后续有所下调）的税率计缴增值税，实际税负超过 3% 部分予以退税。通过增值税退税反算，2022 年，公司软件增加值占收入比约为 24.4%。

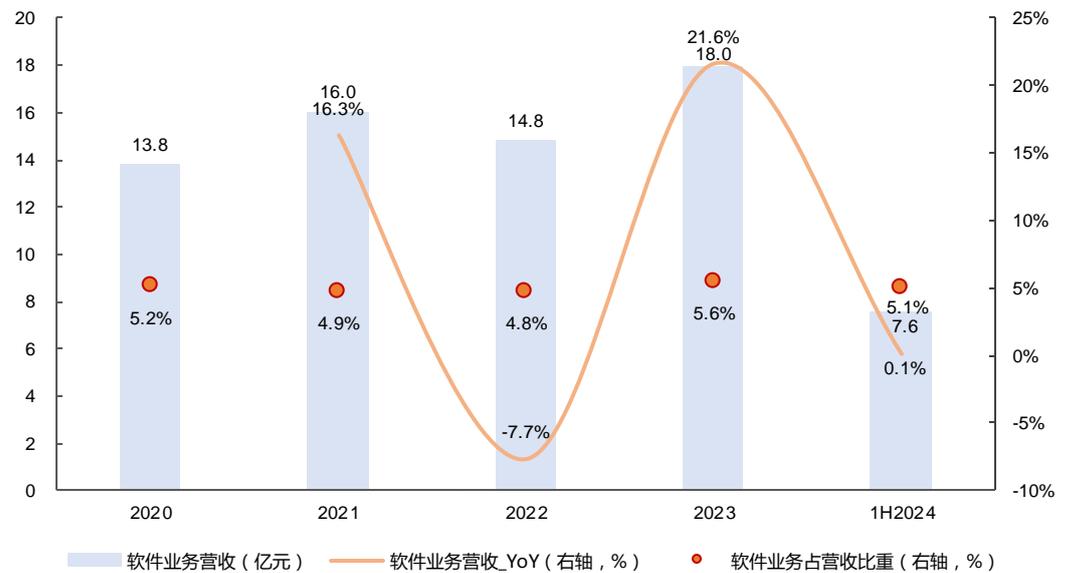
图表 15：广义口径下，2022 年公司软件增加值占收入比约为 24.4%

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
公司营业收入（亿元）	188.4	236.7	261.5	264.7	328.4	305.7	322.2
增值税退税（亿元）	7.1	6.6	7.7	8.3	8.1	7.5	-
增值税缴纳比例	17%	16%	13%	13%	13%	13%	13%
实际缴纳比例	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
退税比例	14%	13%	10%	10%	10%	10%	10%
软件增加值（亿元）	50.5	50.8	76.8	82.8	81.1	74.5	-
公司软件增加值占收入比	26.8%	21.5%	29.4%	31.3%	24.7%	24.4%	-
海康威视软件增加值占收入比	25.6%	27.4%	23.4%	27.4%	25.2%	21.1%	21.3%

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所（注：①2023 年及 2017 年以前公司未披露增值税退税规模；②根据上海税务微信公众平台披露：可以享受增值税即征即退政策的软件产品包括计算机软件产品、信息系统和嵌入式软件。）

狭义口径下，2023 年，公司实现软件业务收入 18.0 亿元，约占当年营业收入的 5.6%，软件业务收入占比小幅提升。

图表 16：狭义口径下，2023 年公司软件业务占营收比重约为 5.6%



来源：iFinD，国金证券研究所

结合公司软件业务毛利率，分别测算两类口径下公司剔除软件部分的毛利率。以申万电子行业样本刻画电子硬件产品的毛利率水平，发现电子行业毛利率低于狭义口径，高于广义口径。因此我们认为，公司的超额毛利率或来自软件附加值，软件业务收入比重约在 5~25% 之间，未来伴随软化程度深化，软件业务占比持续提升，有望持续支撑公司综合毛利率向上发展。

图表 17：软件增加值部分或为公司超额毛利润主要来源

	2020	2021	2022	2023
狭义口径				
软件业务营收（亿元）	13.8	16.0	14.8	18.0
软件业务毛利率	71.8%	67.4%	69.1%	67.1%



毛利润总额 (亿元)	113.0	127.8	115.8	135.4
综合毛利率	42.7%	38.9%	37.9%	42.0%
剔除软件部分毛利率	41.1%	37.5%	36.3%	40.6%
广义口径				
软件增加值收入 (亿元)	82.8	81.1	74.5	-
软件业务毛利率	71.8%	67.4%	69.1%	-
剔除软件部分毛利率	20.2%	22.3%	21.0%	-
电子行业毛利率				
申万电子毛利率 (平均数)	29.6%	29.8%	27.7%	25.3%
申万电子毛利率 (中位数)	28.2%	27.4%	26.1%	24.3%

来源: iFinD, 公司年报, 国金证券研究所 (注: 电子行业毛利率来自申万电子 470 家公司销售毛利率的算术平均值与中位数。)

2.2 AI 化: 大华星汉大模型更通用/更集约/更安全, 已落地城市与电力行业大模型

2017 年, 公司建成高性能计算中心; 2019 年, 发布了全栈算法开发平台, 实现从数据管理到方案交付的全链路闭环管理; 2021 年, 升级发布组装式方案开发平台, 并正式推出巨灵 AI 开放平台; 2023 年, 研发针对场景化算法开发的工作流系统, 可实现数据处理、训练、模型转换、测试等开发工作流自动编排, 实现场景化算法开发线上化、自动化, 实现算子协议化并统一算法库, 提供模型即服务 (MaaS) 能力, 实现多模态融合分析及大模型服务化部署。

2023 年 10 月, 公司发布大华星汉大模型, 公司重点在单模型多任务、小样本学习、深度遗传编码技术和可信 AI 等领域进行技术攻坚, 构建智能化产品和解决方案竞争力:

- 单模型多任务: 例如原先通过检测、关键点、姿态、属性分析和识别 5 个模型组成的算法方案, 如今通过 1 个模型即可完成, 算力调度和任务调度的复杂度都大幅降低, 算力的利用率提升了 30%。
- 小样本学习技术: 公司通过 RWSC-Fusion 技术, 基于少量样本合成接近真实场景的海量样本进行算法训练, 降低了部分算法对数据的依赖, 该技术已经落地到安检和输电线路等场景, 算法召回率提升 10%, 开发成本降低了 30%。
- 深度遗传编码技术: 由于深度学习的不可解释性, 不同模型的编码器产生的异构特征嵌入不兼容且无法度量, 导致大小模型产品部署中端边云无法完全协同、产品模型升级成本高昂等问题。为此, 公司开发了深度遗传编码技术, 让大模型的特征表示能力遗传到子系模型上, 从而实现了端边云的特征协同, 降低了产品的升级和运维成本。
- 可信 AI 技术: 公司持续研究基于扩散模型的对抗攻击与防御技术, 相关技术已应用在出入口车牌防伪、门禁防假检测等场景中。

图表 18: AI 模型更通用、更集约、更安全



来源: 公司年报, 公司官网, 国金证券研究所

2024 年 7 月, 星汉行业大模型顺利通过中国信通院组织的可信 AI 大模型标准符合性验



证，并最终获得模型开发 5 级评级。

图表19: 可信 AI 大模型标准符合性验证清单



来源: 可信 AI 测评微信公众平台, 国金证券研究所

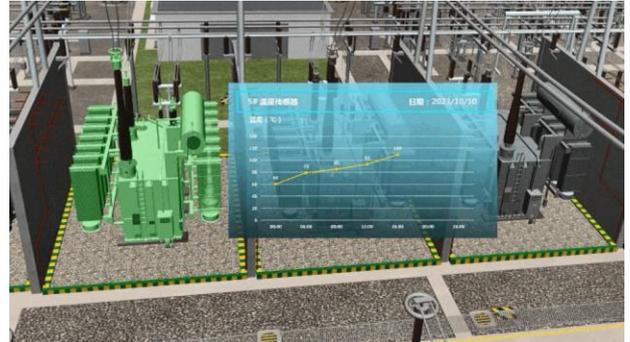
星汉大模型以视觉为核心, 融合多模态能力, 构建面向行业的大模型, 聚焦城市高效治理与企业数智化升级。在目前已经落地应用的场景中, 1) 城市治理行业大模型相比小模型, 平均准确率提升 10% 以上, 功能数增长 50%; 2) 电力行业大模型相比小模型平均准确率提升 20% 以上, 功能数增长 40%。

图表20: 公司城市治理大模型赋能交管高效决策



来源: 公司微信公众平台, 国金证券研究所

图表21: 公司电力行业大模型辅助企业可视化管理



来源: 公司微信公众平台, 国金证券研究所

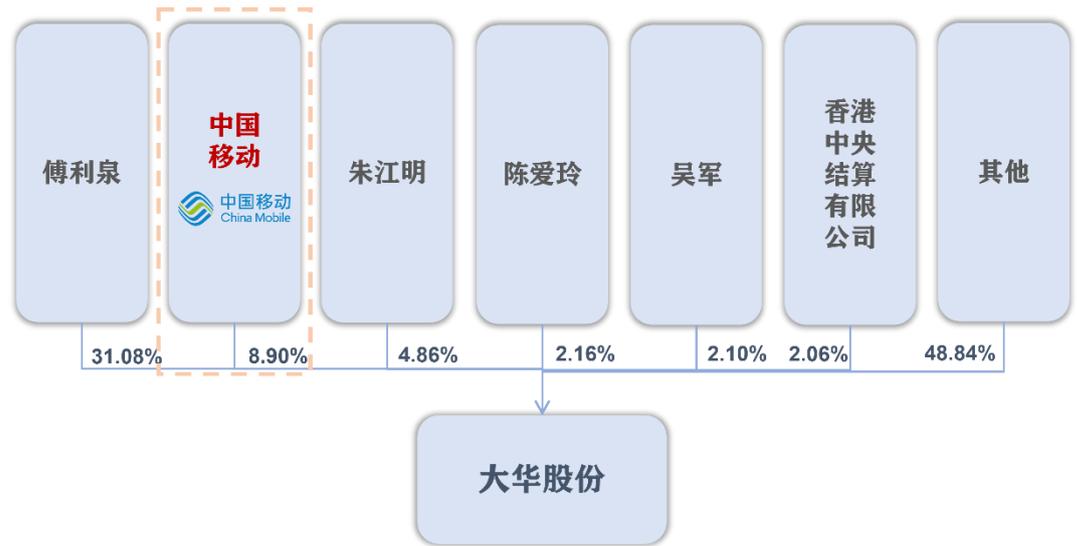
3. 推荐逻辑二: 中移动战略入股 8.9%, DICT 业务预计贡献收入弹性约 4.6~8.5%

3.1 战略协同: 中国移动战略入股公司 8.9% 股权, 双方战略架构协同互补

2023 年 4 月, 中国移动以 17.4 元的增发价战略入股, 成为公司第二大股东, 目前持有公司 8.9% 的股权, 锁定期为 3 年。



图表22: 中移动战略入股公司 8.9%股权

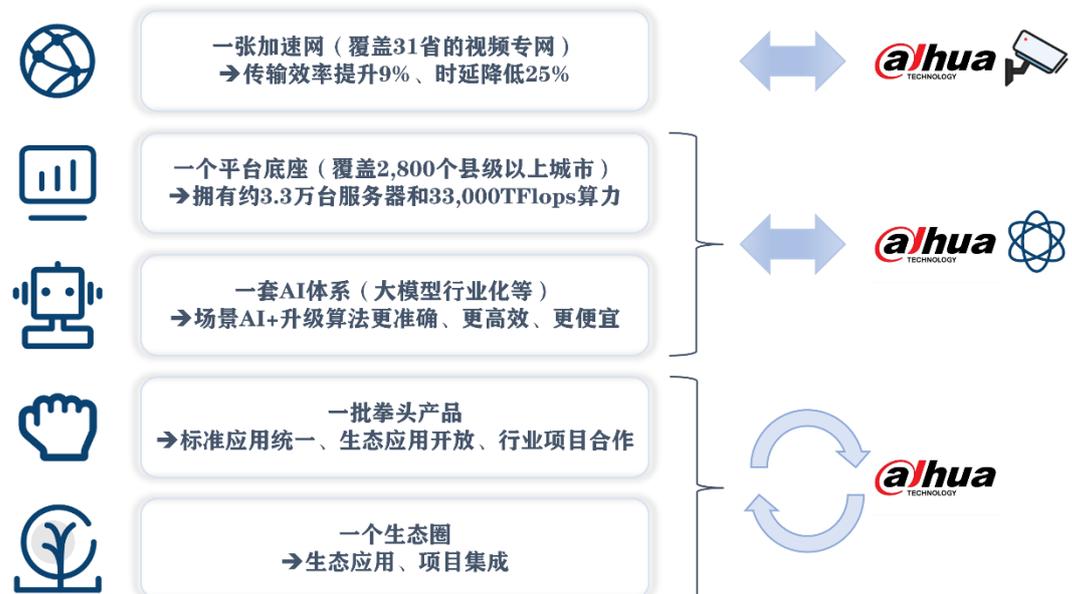


来源: 天眼查, 国金证券研究所

公司积极参与中国移动视联网战略布局。视联网是中国移动面向 IoT 终端提供视频连接服务的新型信息基础设施, 以视频物联泛终端为载体, 以视联平台汇聚连接、能力、服务。公司加入中国移动的大视频军团, 双方业务合作模式有望从过去 DICT 单点甲方项目型向更深层次的平台型、运营型转变。

公司“AIoT+数智平台”的战略架构与中国移动的视联网战略协同互补。2024 年, 中国移动将视联网业务提升到战略高度, 推进政企解决方案标准化、产品化、平台化。截至 2023 年, 中国移动视联网客户规模约 5,626 万户; 截至 1H24, 中国移动累计实现 7,030 万路视频的云端互联。2024 年 6 月, 中国移动举办 5G 物联网产品发布会, 提出已全面启动视联网战略, 并通过“5 个 1”策略积极构建高质量、高效能的视联网体系。

图表23: 中国移动视联网“5 个 1”战略与公司“AIoT+数智平台”战略协同互补



来源: 中国日报转引自中国移动, 国金证券研究所

3.2 业务协同: G 端方案商+总集商互补, B 端扩大客群触及面, C 端共建智慧家庭生态

公司下游业务与中国移动高度协同:

- 政府业务: 公司目前进入城市业务 2.0 阶段, 具备成熟的城市治理解决方案; 中国移动作为一家央企背景的头部运营商, 项目中标经验丰富且中标份额较高, 据中国移动年报, 2023 年和 2024 上半年公司在公开招标市场中标份额分别达 14.3%和 18.4%。



- 企业业务:公司具备完整的企业数字化、智能化产品矩阵与成熟的解决方案服务能力;中国移动截至 1H24 拥有超过 3,000 万家政企客户,有望增大公司下游客群的触及面。
- 家庭消费者业务:公司旗下品牌乐橙布局以家用摄像机为主的智能家居品类,依托乐橙云为客户提供云存等服务;中国移动积极构建“全千兆+云生活”智慧家庭生态,近年来对于智能家居产品存在一定采购需求,有望持续带动乐橙产品出货。

图表24: 公司 G/B/C 端业务与中国移动高度协同



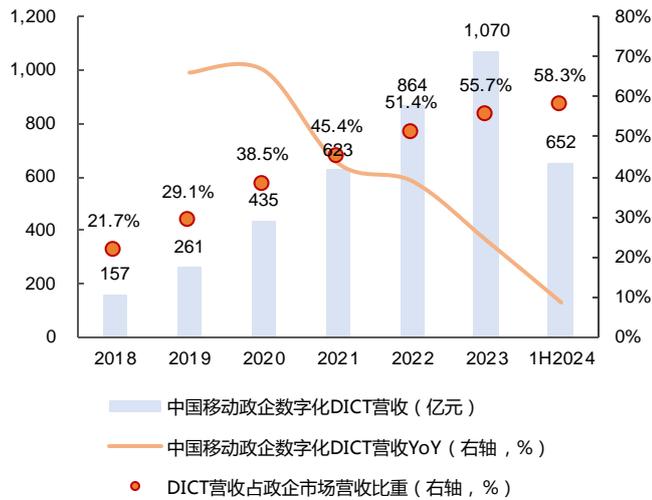
来源: 中国移动公司公告, 国金证券研究所

3.3 弹性测算: 24~26 年 DICT 业务增量收入预计对应 23 年营收贡献比例约为 4.6%~8.5%

2023 年, 中国移动 DICT 业务占政企市场营收比重达 55.7%, 1H24 比重达 58.3%, 2018 年以来移动政企数字化收入比重持续提升。2023 年, 中国移动政企客户数量达 2,837 万家, 1H24 数量进一步提升至 3,038 万家。



图表25: DICT 占政企市场营收比重逐年提升至近 6 成



图表26: 1H24 中国移动政企客户数量达 3,038 万家



来源: 中国移动推介材料, 国金证券研究所 (注: DICT 业务隶属于中国移动政
企市场业务。)

来源: 中国移动推介材料, 国金证券研究所

结合公司调研纪要与产业调研, DICT 中约有 30-40%跟视频相关的集成, 集成中约有 1/4-1/3 对应为视频软硬件和方案的采购, 从采购方式看, 30-40%是入围名单。我们假设:

- 中国移动政企数字化 DICT 营收在 24/25/26 年的增速分别为 8%/8%/8% (1H24 增速为 8.4%, 1H21~1H23 均呈现出上半年增速快于下半年的特征)。
- DICT 业务中与视频相关的集成比重约为 35%, 其中约有 30%的业务涉及视频软硬件与方案的采购, 其中又约有 35%的份额来自入围名单采购, 对应估算出 23/24/25/26 年的潜在业务空间分别为 39.3/42.5/45.9/49.5 亿元。
- 假设公司 23 年与移动的业务收入约为 12 亿元, 对应业务渗透率 30.5%, 伴随双方未来业务合作逐步深化, 假设 24/25/26 年业务渗透率分别为 35%/45%/55%, 对应公司与移动业务收入分别为 14.9/20.6/27.2 亿元, 对应 23 年公司营收的增量比例分别为 4.6%/6.4%/8.5%。

图表27: 根据测算, 24~26 年公司与移动 DICT 业务增量收入对应 23 年营收贡献比例约为 4.6%~8.5%

年份	中国移动政企数字化 DICT 营收 (亿元)	中国移动政企数字化 DICT 营收 YoY (右轴, %)	与视频相关的集成比重	与视频相关的集成中涉及视频软硬件与方案的比重	与视频相关的集成比重中入围名单采购比重	公司与移动潜在合作业务空间 (亿元)	公司与移动业务收入 (亿元)	业务渗透率
2023	1,070		35%	30%	35%	39.3	12.0	30.5%
2024E	1,156	8%	35%	30%	35%	42.5	14.9	35.0%
2025E	1,236	8%	35%	30%	35%	45.9	20.6	45.0%
2026E	1,311	8%	35%	30%	35%	49.5	27.2	55.0%

来源: 中国移动推介材料, 公司公告, 国金证券研究所 (注: 标黄部分为测算核心假设。)

视频软硬件及方案的采购以外, 移动 2023 年以来在 AI 服务器方面加大采购力度。2024 年 4 月, 移动公开招标 7,994 台 AI 服务器, 5 月中标结果公布, 项目中标金额约 191 亿元。若公司未来有机会成为移动服务器采购项目的供应商, 则有望进一步带来年化十亿级别的收入增量。

图表28: 中国移动 2024 年部分 AI 服务器招标项目信息

项目名称	产品名称	时间	金额 (不含税) (万元)	订单内容



中国移动内蒙古公司 2024 年推理算力资源池工程设备物资采购项目	人工智能通用计算设备(推理型)(非标产品)	2024.5.10	4,800	采购 200 套 GPU 服务器, 按框架采购
中国移动内蒙古公司 2024 年推理算力资源池工程设备物资采购项目	人工智能通用计算设备(非标产品)	2024.5.9	6,274	采购 417 套边缘推理服务器, 按框架采购, 根据实际使用量下单
云能力中心 2024 年浙江省某单位服务器项目	人工智能通用计算设备(非标产品)	2024.4.29	840	采购 7 台鲲鹏 GPU 服务器
中国移动 2024 年至 2025 年新型智算中心采购	特定场景 AI 训练服务器	2024.4.18	1,909,715(中标金额)	采购人工智能服务器 7994 台及配套产品、白盒交换机 60 台, 具体详见技术规范书。
中国移动广西公司 CDN 十一期扩容一阶段工程 GPU 服务器采购项目	人工智能通用计算设备(非标产品)	2024.4.15	247	采购 15 台 GPU 服务器(X86+A10)包含 120 套 nvidia vgpu 授权
中国移动西藏公司区 23 年 CDN 云游戏边缘节点建设项目 GPU 服务器采购项目	人工智能通用计算设备(非标产品)	2024.4.10	114.4	采购 GPU 服务器(ARI+T4)2 台、GPU 服务器(x86+A10)3 台含 VWS 版本型 GPU 授权 License(3 台共计 17 路)

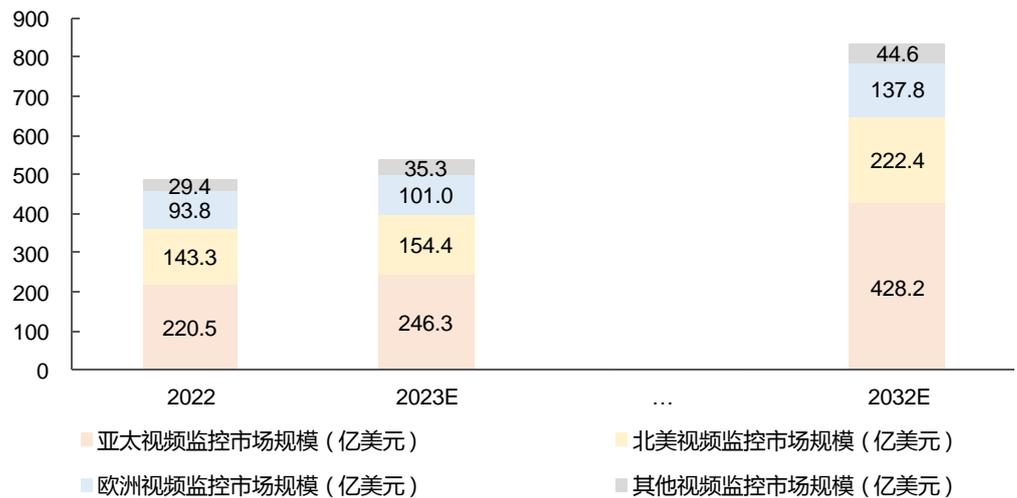
来源: 招标网, 中国移动采购与招标网, 国金证券研究所

4. 推荐逻辑三: 全球市场为亚太区域 2 倍以上, 出海深化支撑毛利结构优化

4.1 市场容量: 全球视频监控市场约 500 亿美元, 约为亚太区域市场的 2 倍

据 MarketandMarket, 2022 年全球视频监控市场规模达 487 亿美元, 其中, 亚太区域约为 220.5 亿美元, 北美区域约为 143.3 亿美元, 欧洲区域约为 93.8 亿美元, 全球市场约为亚太市场的 2.2 倍。2023 年, 全球视频监控市场规模预计达 537 亿美元; 2032 年预计达 833 亿美元。

图表 29: 2022 年全球视频监控市场规模达 487 亿美元, 约为亚太区域市场的 2.2 倍



来源: MarketandMarket, 国金证券研究所

4.2 出海深化: 营销本土化→产品/组织本土化→供应链本土化, 境外业务比重超 50%

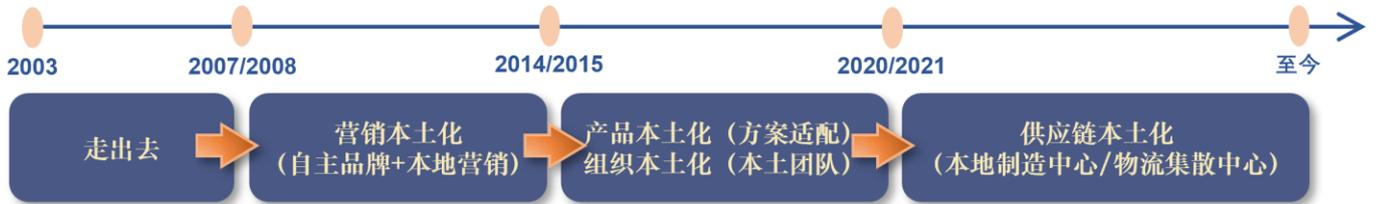
公司于 2003 年制定“走出去”的战略进入国际市场:

- 营销本土化: 2008 年, 公司开始强化自主品牌, 全方位布局渠道建设、技术支持和售后服务; 2010 年, 设置海外销售中心; 2012 年, 大华品牌已在部分海外市场形成充分的竞争力与影响力; 2013 年, 成为部分新兴市场知名品牌; 2014 年, 在美国、欧洲等地设立海外子公司, 探索构建海外本土化营销体系。



- 产品/组织本土化：2015 年，推动海外本土化团队建设；2016 年，提高解决方案在海外收入比重，智慧交通业务支持多区域车牌识别。同时，公司在海外设立了 35 个分支机构，为全球 180 多个国家和地区得客户提供端到端的产品和解决方案服务。
- 供应链本土化：2021 年，公司建立印度、越南两个海外制造中心，在核心物流集散中心荷兰、匈牙利、巴拿马等建立区域供应中心；截至 2023 年，公司在国内外设有制造中心、HUB 仓和国家仓，形成全球化多级供应网络，构建面向全球市场的高效智能可靠的供应链体系，具备全球市场快速需求、订单交付风险管理和及时交付能力。

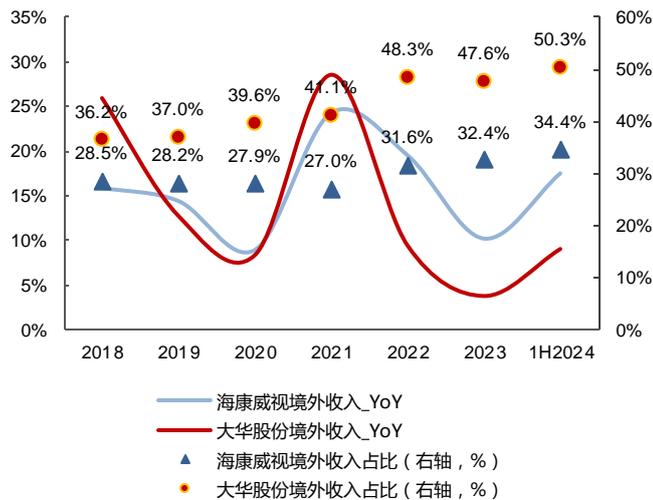
图表30：公司出海二十余年间逐步深化Glocal能力建设



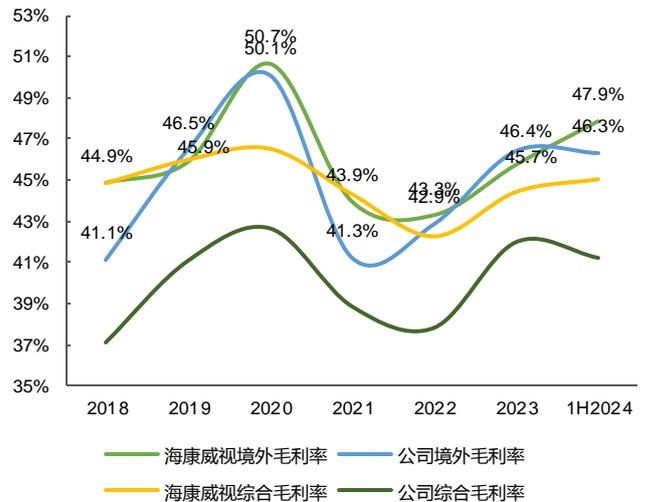
来源：公司年报，国金证券研究所

2018 年以来，公司境外业务收入增速整体快于境内业务增速，占公司收入比重逐步提升，1H24 年约占公司收入比重 50.3%，同期海康威视境外业务比重约为 34.4%。公司与海康威视的境外业务毛利率均显著高于综合毛利率，境外业务比重提升有望持续改善毛利结构。

图表31：公司境外业务约占过半收入比重



图表32：境外业务比重提升有望持续支撑毛利率优化



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

5. 如何看未来的盈利与估值？

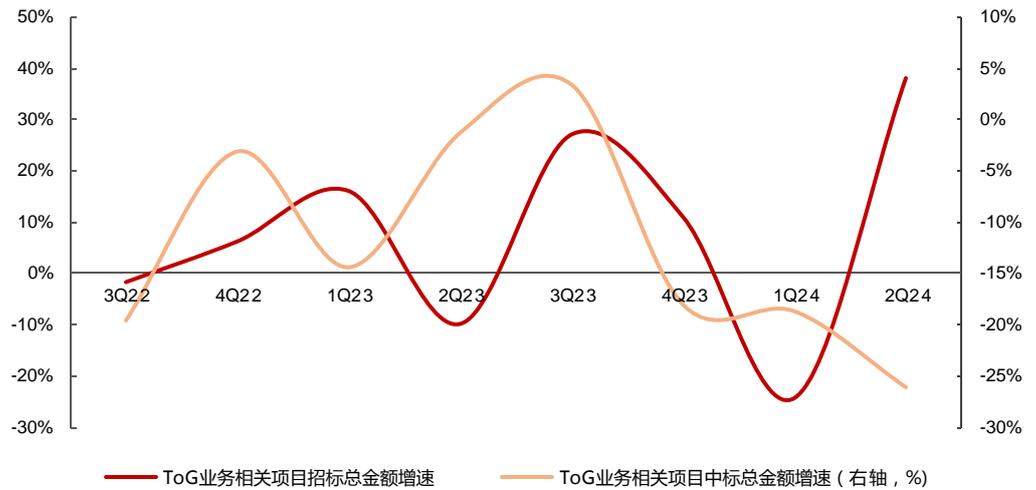
5.1 销售预测：ToG 业务筑底；境外业务牵引增长；ToB+其他业务随宏观弱复苏

分业务收入方面：

- ToG：24 年国内专项债发行陆续落地，相关项目招标总金额增速有所复苏，ToG 业务有望在 24 年筑底，未来城市数字化治理需求有望逐步替代传统城市安防需求支持 ToG 业务平稳发展，携手移动有望获得更多 G 端项目机会。1H24 公司 ToG 业务收入 17.7 亿元，同比下降 15.1%，综合预计 2024~2026 年 ToG 业务营收增速分别为 -10.0%/1.0%/1.0%。1H24 公司 ToG 业务毛利率为 43.79%，同比下降 1.33pcts，结合未来政府支付能力改善预期较弱与城市数字化治理业务优化毛利结构，预计 2024~2026 年毛利率持平，分别为 43.8%/43.8%/43.8%。



图表33: ToG 业务相关项目招标总金额增速有所复苏



来源: 招标网, 国金证券研究所

- **ToB:** 一方面, 24 年国内商业竞争环境进一步加剧, 数字化转型是提升企业竞争力的重要抓手, 未来企业数字化转型需求有望在竞争烈度加剧的环境下加速释放, 且移动 DICT 业务有望带来增长增量; 另一方面, ToB 业务目前仍呈现出较强的顺周期属性, 短期内行业下游客户投资支出意愿相对较弱。综合预计 2024~2026 年 ToB 业务营收增速分别为 2.0%/6.0%/8.0%。1H24 公司 ToB 业务毛利率为 38.39%, 同比下降 2.41pcts, 结合短期内企业数字化转型投资意愿与投资强度, 预计 2024~2026 年毛利率持平, 分别为 38.4%/38.4%/38.4%。
- **其他:** 24 年国内宏观经济企稳弱复苏, 增长韧性较强, 中小客群经营发展状况与国内宏观状况高度相关, 数字化转型降本增效逻辑下, 其他业务有望取得小幅增长。综合预计 2024~2026 年其他业务营收增速分别为-4.0%/2.0%/2.0%。1H24 公司其他业务毛利率为 23.16%, 同比下降 4.54pcts, 结合宏观经济弱复苏态势, 预计 2024~2026 年毛利率持平, 分别为 23.0%/23.0%/23.0%。
- **境外:** 24 年公司进一步推动海外渠道下沉, 关注二、三级分销商 Sale-out 状态, 持续拓展集成商业务, 围绕平安城市、智能交通、能源、楼宇、教育等行业加大推广力度, 境外业务有望保持平稳较快发展。综合预计 2024~2026 年境外业务营收增速分别为 10.0%/10.0%/10.0%。1H24 公司境外业务毛利率为 46.31%, 同比下降 1.03pcts, 结合海外竞争中国化趋势与公司新品类及方案化业务导入优化毛利结构, 预计 2024~2026 年毛利率持平, 分别为 46.3%/46.3%/46.3%。

5.2 盈利预测: 2024 年公司营收增速有望达 3.5%, 有望实现归母净利润约 35.1 亿元

公司销售/管理/研发费用的重点组成部分是员工薪酬, 因而相关费用与员工数量增速具有相关性。公司业务扩张速度放缓背景下人员投放计划相对偏谨慎。综合预计 2024~2026 年销售费用率分别为 16.4%/16.1%/15.7%, 管理费用率分别为 3.6%/3.6%/3.5%, 研发费用率分别为 12.5%/12.3%/11.8%。

综合考虑上述盈利预测假设看, 我们预计 2024~2026 年营业收入分别为 333.6/357.1/384.6 亿元, 归母净利润分别为 35.1/45.9/52.5 亿元。

图表34: 公司盈利预测核心指标

单位: 亿元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	264.7	328.4	305.7	322.2	333.6	357.1	384.6
YOY		24.1%	-6.9%	5.4%	3.5%	7.0%	7.7%
1、境内	159.8	193.5	158.0	168.9	165.0	171.6	180.6
YOY		21.1%	-18.3%	6.9%	-2.3%	4.0%	5.2%
毛利率	37.9%	37.3%	33.2%	38.1%	36.6%	36.6%	36.6%
包括:							



To G	56.7	58.5	43.3	43.3	39.0	39.4	39.8
YOY		3.2%	-26.1%	0.2%	-10.0%	1.0%	1.0%
毛利率	40.7%	41.8%	39.2%	45.5%	43.8%	43.8%	43.8%
To B	67.6	86.2	82.7	90.9	92.7	98.3	106.1
YOY		27.6%	-4.1%	9.9%	2.0%	6.0%	8.0%
毛利率	41.8%	42.1%	36.5%	40.3%	38.4%	38.4%	38.4%
其他	35.5	48.7	32.1	34.7	33.3	34.0	34.7
YOY		37.2%	-34.2%	8.2%	-4.0%	2.0%	2.0%
毛利率	25.9%	23.5%	16.7%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
2、境外	104.9	134.9	147.7	153.3	168.6	185.5	204.0
YOY		28.6%	9.5%	3.8%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	50.08%	41.25%	42.88%	46.42%	46.30%	46.30%	46.30%
综合毛利率	42.7%	38.9%	37.9%	42.0%	41.5%	41.6%	41.8%
销售费用率	16.2%	14.2%	16.7%	16.4%	16.4%	16.1%	15.7%
管理费用率	3.0%	2.9%	3.7%	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%
研发费用率	11.3%	10.5%	12.7%	12.3%	12.5%	12.3%	11.8%
归母净利润	39.0	33.8	23.2	73.6	35.1	45.9	52.5
YOY		-13.4%	-31.2%	216.7%	-52.3%	30.9%	14.3%
归母净利润率	14.7%	10.3%	7.6%	22.9%	10.5%	12.9%	13.7%

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所（注：①黄色底色单元格为核心假设；②2023年公司归母净利润中含有处置零跑股权获得的41.37亿元。）

2022年以来，公司股息率高于A+H科技龙头公司平均值与中位数以上。

图表35：公司股息率位居A+H科技龙头公司平均值与中位数以上

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	对应现价
公司股息率	0.9%	0.7%	1.4%	1.2%	2.1%	3.8%	5.0%
海康威视股息率	2.3%	2.1%	1.7%	1.7%	2.0%	2.6%	3.4%
立讯精密股息率	0.4%	0.3%	0.2%	0.2%	0.4%	0.9%	0.8%
腾讯控股股息率	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.7%	1.2%	0.6%
汇川技术股息率	1.0%	0.6%	0.4%	0.4%	0.5%	0.7%	1.1%
中兴通讯股息率	-	0.6%	0.6%	0.9%	1.6%	2.6%	2.8%
中际旭创股息率	0.3%	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	0.4%	0.4%
阳光电源股息率	0.7%	0.7%	0.2%	0.1%	0.2%	1.1%	1.3%
京东方股息率	1.1%	0.4%	1.7%	4.2%	1.8%	0.8%	0.8%
中国移动股息率	4.3%	5.0%	7.4%	8.7%	8.5%	7.5%	4.3%
中国联通股息率	1.0%	1.0%	1.5%	2.2%	2.4%	3.0%	2.8%
宁德时代股息率	0.2%	0.2%	0.1%	-	0.8%	1.2%	1.1%
平均值	1.1%	1.0%	1.3%	1.9%	1.8%	2.1%	2.0%
中位数	0.9%	0.6%	0.5%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%

来源：iFinD，国金证券研究所（注：①对应现价的股息率为2023年的每股分红与24-0905收盘价的比值；②公司2023年股息率受到出售零跑所带来的利润增厚影响，若剔除零跑股权处置影响，2023年公司股息率约为1.6%，对应现价股息率约为2.2%。）

5.3 投资建议：现价对应25年利润不足10X PE，14X PE下对应市值约643亿元

我们采用市盈率法对公司进行估值，选取业务模式与公司高度相似的全球机器视觉龙头公司基恩士、康耐视，全球科技&制造头部公司3M，传统安防&数字化转型友商海康威视、



千方科技作为可比公司。

- 技术类型维度看，基恩士与康耐视作为全球机器视觉领域巨头，同时受益于近期日股与美股市场的行情表现，市场估值较高，对应 25 年估值约在 35XPE 以上。公司基于多维物联感知能力矩阵在国内较早布局机器视觉赛道，旗下子公司华睿科技深度聚焦机器视觉与 AGV 业务，未来伴随数字化转型业务向客户生产环节推进，机器视觉收入比重有望持续提升。
- 业务类型维度看，3M 面向众多细分场景提供具有创新构想的产品，公司从砂纸、砂轮出发，充分释放公司内部员工的创新性，通过满足一个个碎片化需求建构自身的产品矩阵（安全胶卷、玻璃清洁剂、轮胎反光带等），业务订单的颗粒度与面向中长尾市场的业务特征与公司高度相似。目前，基业长青的 3M 已进入发展成熟期，对应 25 年估值约在 17X PE。
- 市场环境维度看，公司在传统安防及数字化转型阶段的国内友商主要包括海康威视、千方科技（内含宇视科技）两家，两家友商对应 25 年估值水平约在 13~17XPE。

综合考虑上述 3 类厂商的估值水平与公司的市场地位与未来发展潜力，给予公司 2025 年 14X PE 估值，目标市值 643.0 亿元，目标价 19.53 元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表36: 可比公司估值比较 (市盈率法)

代码	名称	股价 (元)	EPS					PE				
			2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E
6861.T	基恩士	3,286.32	75.78	75.89	81.39	92.81	-	43.93	40.37	40.38	35.41	-
CGNX.O	康耐视	274.37	8.29	4.61	4.39	7.10	-	39.58	64.13	62.44	38.63	-
MMM.N	3M	938.12	68.59	-89.50	48.81	55.01	-	12.18	-8.65	19.22	17.05	-
002373.SZ	千方科技	7.76	-0.31	0.34	0.37	0.46	0.56	-29.21	32.66	20.88	16.95	13.81
002415.SZ	海康威视	26.48	1.36	1.51	1.56	1.94	2.34	25.48	22.96	16.97	13.65	11.32
平均数										31.98	24.34	12.56
002236.SZ	大华股份	13.74	0.77	2.24	1.07	1.40	1.60	14.76	8.26	12.85	9.81	8.58

来源: Wind, 国金证券研究所 (注: 千方科技盈利预测来自 Wind; 基恩士、康耐视、3M 盈利预测来自 Bloomberg; 海康威视盈利预测来自国金计算机团队入库报告; 股价截至 2024 年 9 月 5 日收盘。)

6. 风险提示

国内宏观复苏不及预期的风险。

公司 ToG、其他业务与国内宏观经济相关度较强，ToB 业务在部分下游行业依然表现出顺周期特征，若国内宏观经济长期复苏状况不及预期，或将影响政府财政开支、中小企业客群生存状况与部分行业大型企业的数字化投资意愿，从而对公司境内业务产生扰动。

地缘政治环境趋紧的风险。

公司在中美贸易摩擦之后逐步退出了美国市场。2022 年，美国 FCC 禁止公司在美销售设备，公司在美不再能够获批新产品型号的销售授权；同年，美国国防部将公司列入“涉军”名单。2022 年，公司将旗下全资子公司 Dahua Europe B.V 持有的 Lorex Technology Inc、Lorex Corporation、Lorex Technology UK Limited 共三家公司的 100% 股权，及公司持有的 Lorex 商标等资产出售给 Skywatch, Inc.; 2023 年，公司将旗下美国公司的 100% 股权及加拿大公司货值 100 万美元的部分存货产品出售给 CENTRAL MOTION PICTURE USA CORPORATION。若国际地缘政治环境进一步趋紧或美国进一步加大对公司的贸易限制力度，可能会对公司境外收入产生较大不确定性。

汇率波动的风险。

公司约有 1/2 的业务来自境外，且主要以外币结算，汇率波动可能会对公司境外采购、销售以及融资端产生扰动。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	32,835	30,565	32,218	33,361	35,708	38,456	货币资金	7,731	8,030	15,971	16,938	19,520	21,813	
增长率	-6.9%	-6.9%	5.4%	3.5%	7.0%	7.7%	应收款项	16,834	17,366	18,238	18,809	19,961	21,364	
主营业务成本	-20,059	-18,990	-18,675	-19,521	-20,842	-22,396	存货	6,810	7,315	5,333	6,027	6,435	6,915	
%销售收入	61.1%	62.1%	58.0%	58.5%	58.4%	58.2%	其他流动资产	2,130	2,059	1,520	1,906	2,066	1,795	
毛利	12,777	11,576	13,543	13,840	14,866	16,060	流动资产	33,505	34,770	41,062	43,681	47,982	51,886	
%销售收入	38.9%	37.9%	42.0%	41.5%	41.6%	41.8%	%总资产	76.1%	75.2%	77.6%	78.9%	80.1%	81.1%	
营业税金及附加	-183	-188	-276	-225	-255	-288	长期投资	4,392	4,251	3,339	3,232	3,232	3,232	
%销售收入	0.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	4,180	5,067	5,946	6,017	6,117	6,126	
销售费用	-4,664	-5,115	-5,293	-5,466	-5,742	-6,033	%总资产	9.5%	11.0%	11.2%	10.9%	10.2%	9.6%	
%销售收入	14.2%	16.7%	16.4%	16.4%	16.1%	15.7%	无形资产	673	694	737	918	1,011	1,100	
管理费用	-955	-1,144	-1,257	-1,203	-1,268	-1,337	非流动资产	10,551	11,483	11,820	11,689	11,928	12,060	
%销售收入	2.9%	3.7%	3.9%	3.6%	3.6%	3.5%	%总资产	23.9%	24.8%	22.4%	21.1%	19.9%	18.9%	
研发费用	-3,452	-3,883	-3,967	-4,166	-4,376	-4,553	资产总计	44,056	46,253	52,882	55,370	59,910	63,946	
%销售收入	10.5%	12.7%	12.3%	12.5%	12.3%	11.8%	短期借款	1,216	2,816	1,859	1,450	1,637	1,330	
息税前利润 (EBIT)	3,523	1,246	2,750	2,781	3,225	3,849	应付款项	12,480	12,708	9,924	10,879	11,743	12,496	
%销售收入	10.7%	4.1%	8.5%	8.3%	9.0%	10.0%	其他流动负债	3,715	3,322	4,527	3,968	4,409	4,456	
财务费用	-250	511	409	218	340	395	流动负债	17,412	18,847	16,310	16,297	17,788	18,281	
%销售收入	0.8%	-1.7%	-1.3%	-0.7%	-1.0%	-1.0%	长期贷款	1,553	454	0	0	0	0	
资产减值损失	-795	-703	-587	-427	-156	-142	其他长期负债	921	734	688	802	729	711	
公允价值变动收益	125	-46	128	-291	13	13	负债	19,886	20,035	16,998	17,098	18,518	18,992	
投资收益	-194	279	4,479	430	430	430	普通股股东权益	23,618	25,837	34,719	36,984	39,970	43,383	
%税前利润	n.a	12.2%	55.2%	11.6%	8.9%	7.8%	其中：股本	2,995	3,033	3,294	3,292	3,292	3,292	
营业利润	3,472	2,280	8,141	3,710	4,830	5,520	未分配利润	16,331	17,873	23,334	25,615	28,600	32,014	
营业利润率	10.6%	7.5%	25.3%	11.1%	13.5%	14.4%	少数股东权益	553	382	1,165	1,287	1,422	1,570	
营业外收支	-3	7	-19	-5	-6	-10	负债股东权益合计	44,056	46,253	52,882	55,370	59,910	63,946	
税前利润	3,470	2,287	8,122	3,705	4,824	5,510	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	10.6%	7.5%	25.2%	11.1%	13.5%	14.3%	每股指标							
所得税	-58	-25	-646	-74	-96	-110	每股收益	1.128	0.766	2.235	1.066	1.395	1.595	
所得税率	1.7%	1.1%	8.0%	2.0%	2.0%	2.0%	每股净资产	7.884	8.518	10.539	11.233	12.140	13.177	
净利润	3,412	2,262	7,475	3,631	4,728	5,400	每股经营现金净流	0.577	0.347	1.396	1.031	1.447	1.455	
少数股东损益	33	-63	113	122	135	148	每股股利	0.270	0.241	0.692	0.373	0.488	0.558	
归属于母公司的净利润	3,378	2,324	7,362	3,509	4,593	5,252	回报率							
净利率	10.3%	7.6%	22.9%	10.5%	12.9%	13.7%	净资产收益率	14.30%	9.00%	21.20%	9.49%	11.49%	12.10%	
							总资产收益率	7.67%	5.03%	13.92%	6.34%	7.67%	8.21%	
							投入资本收益率	12.83%	4.18%	6.71%	6.86%	7.34%	8.15%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	24.07%	-6.91%	5.41%	3.55%	7.04%	7.70%	
							EBIT增长率	14.91%	-64.64%	120.78%	1.11%	15.96%	19.37%	
							净利润增长率	-13.44%	-31.20%	216.73%	-52.34%	30.90%	14.34%	
							总资产增长率	20.39%	4.99%	14.33%	4.71%	8.20%	6.74%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	152.9	179.5	179.5	185.0	185.0	185.0	
							存货周转天数	106.8	135.8	123.6	115.0	115.0	115.0	
							应付账款周转天数	125.3	141.0	128.6	110.0	110.0	110.0	
							固定资产周转天数	24.3	55.5	55.9	53.7	49.1	46.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	-20.54%	-18.16%	-39.33%	-40.47%	-43.21%	-45.57%	
							EBIT利息保障倍数	14.1	-2.4	-6.7	-12.7	-9.5	-9.7	
							资产负债率	45.14%	43.32%	32.14%	30.88%	30.91%	29.70%	

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	4	5	8	27
增持	0	3	3	3	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.38	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究