

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

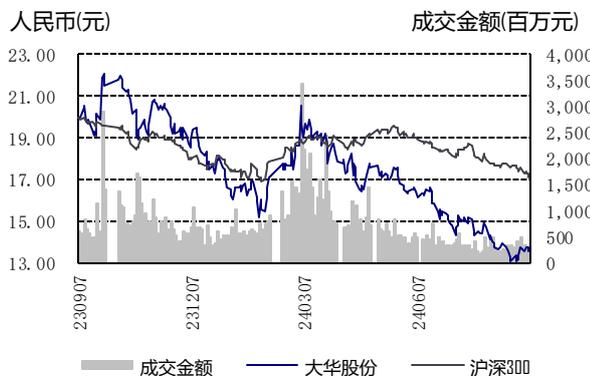
- **推荐逻辑一：软化程度深化提供超额毛利，星汉 AI 大模型提效降本。** 软件增加值或为公司超额毛利润的主要，2022 年，公司广义口径下软件业务收入比重为 24.4%。2023 年 10 月，发布大华星汉大模型，提升算力利用率 30%，提升算法准确率 10%，降低开发成本 30%。2024 年 7 月，星汉大模型通过信通院可信 AI 大模型标准符合性验证，目前已落地城市行业大模型与电力行业大模型。
- **推荐逻辑二：中移动战略入股 8.9%，DICT 业务预计贡献收入弹性约 4.6~8.5%。** 2023 年 4 月，中国移动战略入股，成为公司第二大股东。公司与中国移动业务协同互补：G 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。



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

：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，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	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

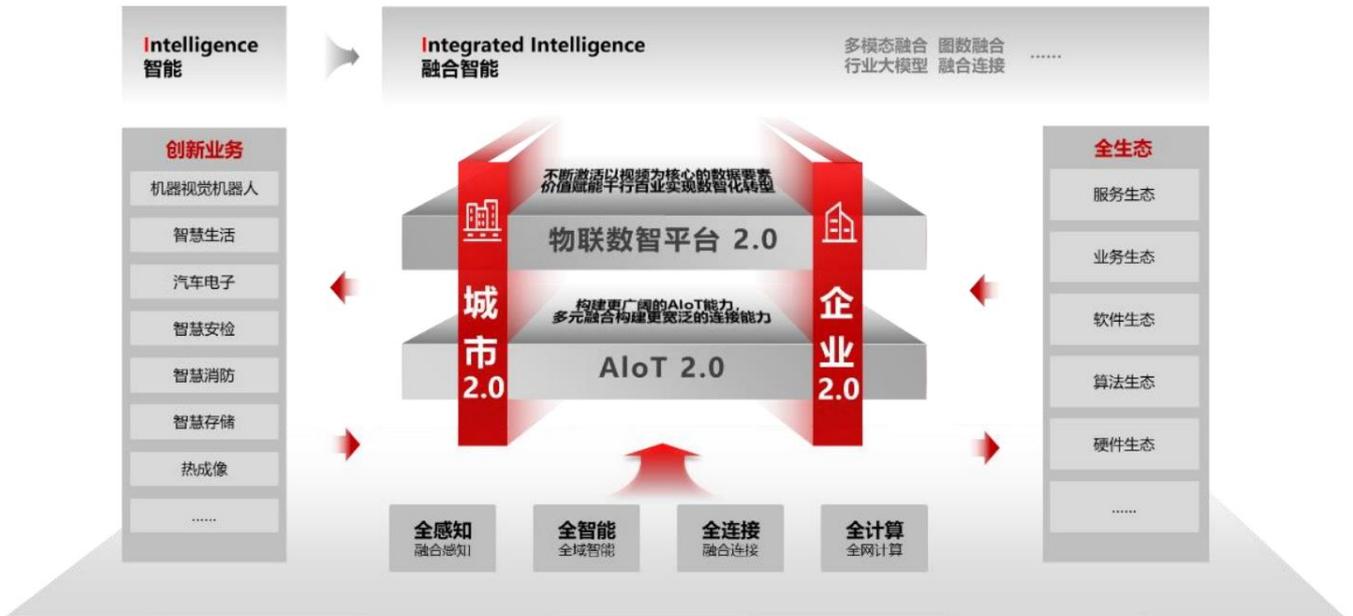


1. 大华股份：从商业模式迭代看全球安防行业龙二的成长之路

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



：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”。

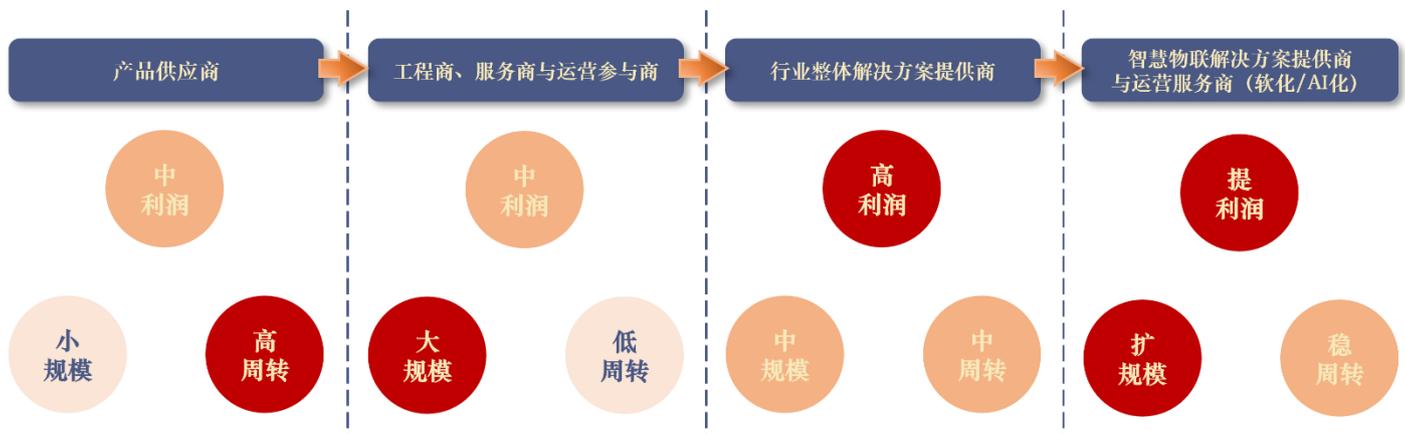
图表2: 公司商业模式迭代: 产品供应商→工程/服务/运营商→解决方案商→智能化解决方案提供商+运营服务商



: 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”



: 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:

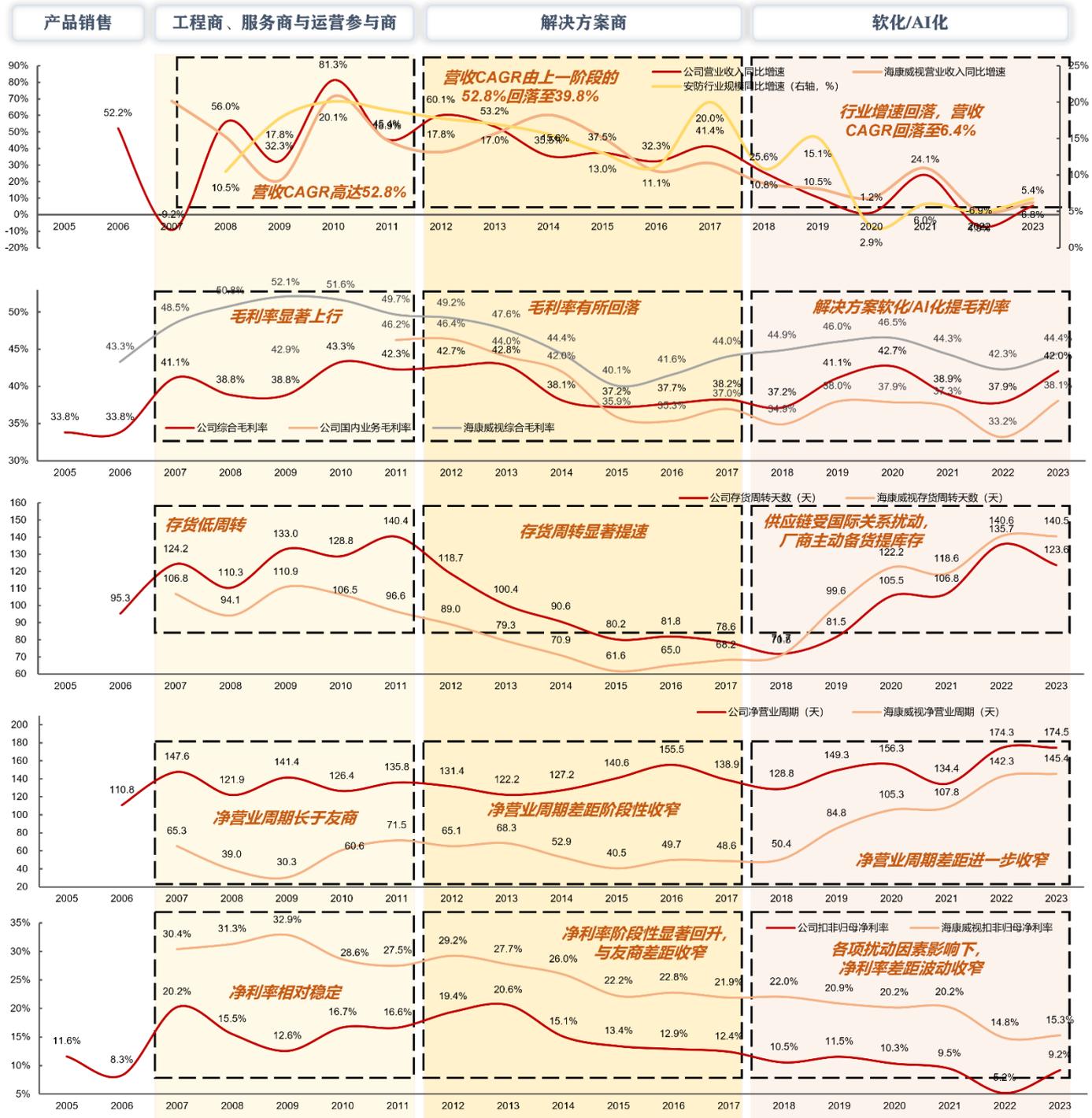
- 产品提供商→工程/服务/运营商: 我们认为, 2007年左右公司由产品供应商转向安防工程商、服务商与运营参与商, 这一时期的财务特征表现为 1) 营收高速扩张; 2) 毛利率显著提升; 3) 存货周转率降低且净营业周期长于友商; 4) 净利率相对稳定(考虑到毛利率大幅提升, 同期费用投入相应提升)。整体符合城市级安防项目大规模、低周转、中净利率的特点。
- 工程/服务/运营商→解决方案提供商: 我们认为, 2012年左右公司全面转向行业整体解决方案提供商, 这一时期的财务特征表现为 1) 营收增速有所回落; 2) 毛利率有所回落; 3) 存货周转率显著提升且净营业周期阶段性与友商差距收窄;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

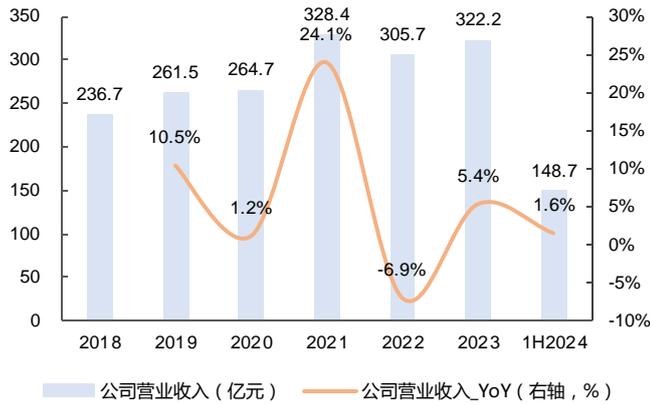


: iFinD, 公司招股书, 公司年报, CPS 中安网, 智东西, 国金证券研究所

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%



: iFinD, 国金证券研究所

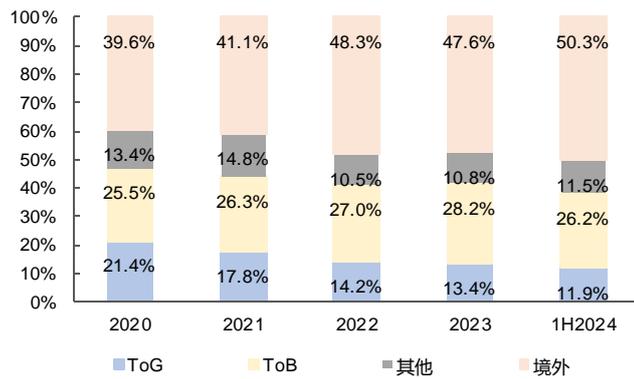
图表6: 公司 18~23 年归母扣非净利率约在 10%左右



: iFinD, 国金证券研究所

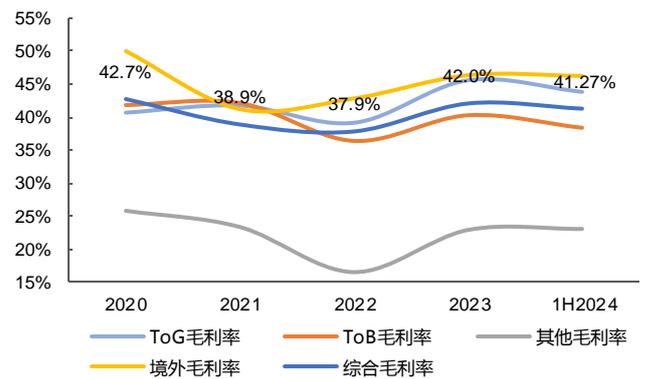
分下游客群看, 公司境外收入占比接近 50%, ToB 收入接近 30%。2023 年, 公司 ToG 业务/ToB 业务/其他业务/境外业务收入占比分别约为 13.4%/28.2%/10.8%/47.6%。2023 年公司综合毛利率约为 42.0%, 其中, 境外业务与 ToG 业务毛利率较高, 分别达 46.4%和 45.5%。

图表7: 公司境外收入占比接近 50%, ToB 收入接近 30%



: iFinD, 国金证券研究所

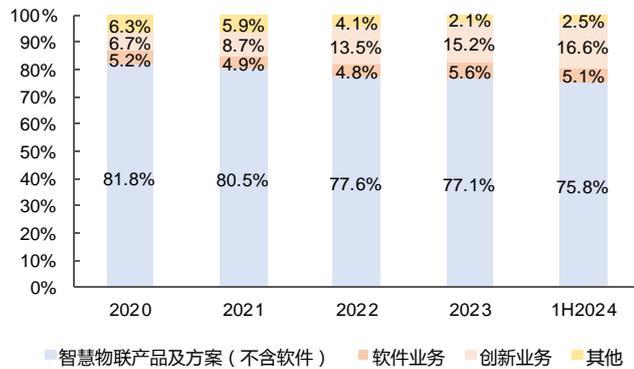
图表8: 公司境外及 ToG 毛利率高于综合毛利率



: iFinD, 国金证券研究所

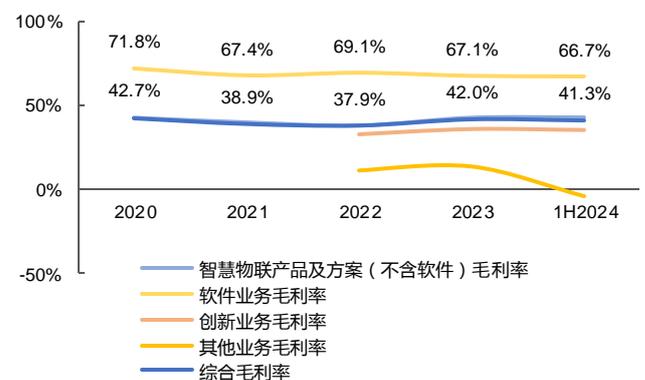
分业务类型看, 公司创新业务收入比重快速提升至 15.2%。2023 年, 公司智能物联产品及方案/软件业务/创新业务收入占比分别约为 77.1%/5.6%/15.2%。其中, 公司软件业务毛利率显著高于综合毛利率, 2023 年达 67.1%。

图表9: 公司创新业务收入比重 1H24 快速提升至 16.6%



: iFinD, 国金证券研究所

图表10: 公司软件业务毛利率显著高于综合毛利率



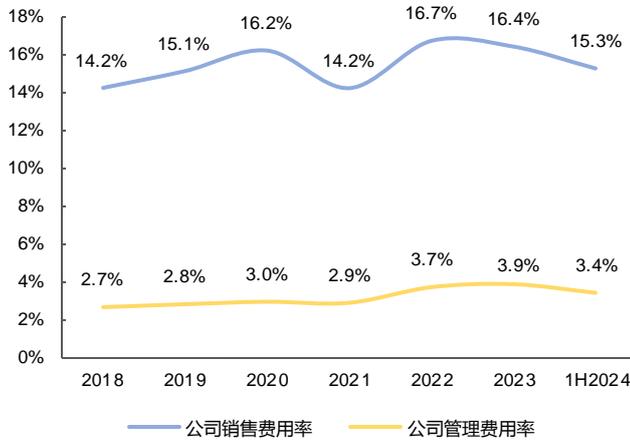
: iFinD, 国金证券研究所

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



: iFinD, 国金证券研究所

图表 12: 公司研发费率持平或略高于友商

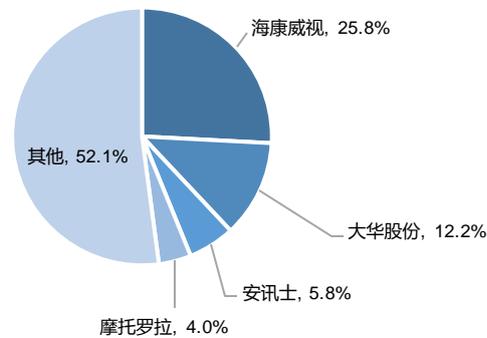


: iFinD, 国金证券研究所

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



: 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，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



：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%。

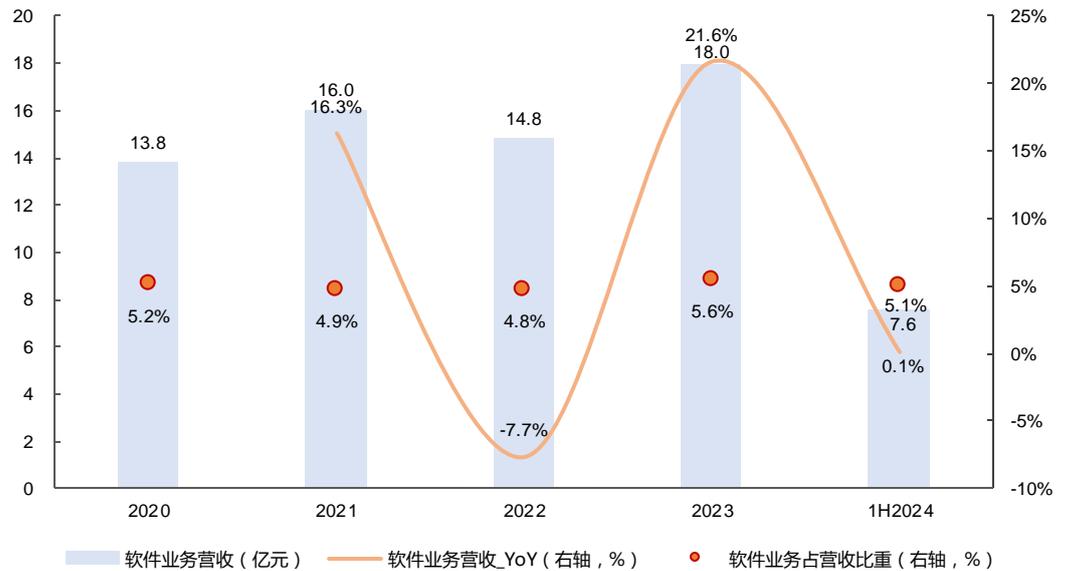
图表 15: 广义口径下，2022 年公司软件增加值占收入比约为 24.4%

	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%

：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%



：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

	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%

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/835130222322011314>