

中國 AI 安防行業

Ambarella 業績反映 AI 需求強勁

AMBERELLA (安霸) FY4Q21 業績為中國 AI 安防攝像頭領域提供了一些啟示。安霸預計 AI SOC 將佔 2021 年收入的 25% 以上 (相對 2020 年為 10%)，而大華將是一個重要客戶。同時，海康威視 FY4Q20 收入表現亮眼，同比增長超過 20%。我們偏好安防攝像頭龍頭企業海康威視 (買入) 優於大華 (持有)，因其強大的研發能力，海康威視將直接受益於 AI 在非公共安全市場領域的應用。

- Ambarella 對 2021 年 AI 展望樂觀。**安霸來自安防攝像頭 SoC 的收入佔總收入 60%，而來自海康威視和大華的收入佔公司總收入的 10% 左右。安霸於 2019 年底開始批量生產電腦視覺 AI SoC (CV)，2020 年收入貢獻超 10%。2021 年，公司指引 CV 收入將超過總收入的 25%。到 2021 年四月底，安霸將累計出貨超 200 萬個 CV SoC (其中 170 萬個與安防攝像頭有關)。我們估計 2020 年，安防攝像頭 AI 滲透率低於 5% (假設安霸市場份額為 20%，全球安防攝像頭的年出貨量超過 3 億部)。我們預期 AI 用例將快速擴展到非公共安全領域，市場仍有很大增長空間。
- 安霸 CV 只切入到大華供應鏈，沒有取得海康威視的訂單。**大華於 2021 年第四季度開始使用 AMBA 晶片量產多種 CV 產品。但是，AMBA 尚未獲得海康威視 CV 產品的訂單。我們認為，這表明 1) 海康威視在去年海思停供前取得了更多海思 AI 晶片庫存；2) 海康威視正在嘗試使用非美國晶片組，例如星宸科技 (聯發科的子公司) 和聯詠科技。
- 研發差距導致海康威視與大華的增長和利潤差異擴大。**2 月 26 日海康威視和大華公佈 2020 年業績快報。海康威視 FY4Q20 收入同比增長 20% 至 214 億元人民幣，而大華則同比增長 6% 至 103 億元人民幣。由於大華研發費用規模只有海康威視的一半 (2019 年大華研發投入 28 億元人民幣，海康威視 55 億元人民幣)，因此我們認為大華可能會面臨增速放緩 (AI 產品研發能力不及海康威視) 和利潤率下降 (轉換使用非美國晶片組時間更長)。
- 偏好海康威視 (買入) 優於大華 (持有)。**我們大致維持海康威視 2020-22 年預測，但將大華 2020-22 年淨利潤預測降低 7-12%，以反映增長放緩、毛利率下降和研發費用增長的趨勢。我們將海康威視目標價小幅下調至 73.78 元人民幣 (之前為 74.28 元)，基於 36 倍 2022 財年預測市盈率不變。同時，我們將大華目標價下調至 25.35 元人民幣 (之前為 26.72 元)，基於 17 倍 2022 財年市盈率不變。我們預計海康威視與大華之間的估值差距將繼續擴大。

估值表

公司名稱	股份代碼	評級	市值 (百萬美元)	股價 (人民幣)	目標價 (人民幣)	上/下行空 間 (%)	市盈率 FY21E	市盈率 FY22E	股本回報率 FY21E	股本回報率 FY22E
海康威視	002415 CH	買入	86,258	59.68	73.78	24%	34.7	29.1	29.9	34.3
大華股份	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	未評級	4,207	17.20	N/A	20.28	20.3	16.2	11.4	12.7
華宇軟體	300271 CH	未評級	2,395	18.98	N/A	19.96	20.0	14.9	10.4	12.4
科大訊飛	002230 CH	未評級	17,032	49.49	N/A	72.25	72.2	53.2	11.5	13.7
寒武紀	688256 CH	未評級	9,637	155.70	N/A	N/A	N/A	N/A	-7.4	-5.0

資料來源：公司及招銀國際證券預測

優於大市 (維持)

中國軟體及 IT 服務行業

顏宇翹

(852) 3916 3719

marleyngan@cmbi.com.hk

海康威視股份表現



資料來源：彭博

大華股份股份表現



資料來源：彭博

海康和大華 P/E 估值對比



資料來源：彭博

近期報告

中國軟體及 IT 服務 - 新基建下企業的數位化轉型 - 2021 年 2 月 2 日

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為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為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監督局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。