

海康威视 (002415)

继萤石上市后机器人拟分拆上市，公司内在价值严重低估

买入 (维持)

2022年06月13日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	81,420	94,897	113,617	138,470
同比	28%	17%	20%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	16,800	19,600	23,694	28,724
同比	26%	17%	21%	21%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.78	2.08	2.51	3.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	19.49	16.71	13.82	11.40

投资要点

■ **事件:** 公司分拆控股子公司海康机器人 (持股比例 60%) 至创业板上市。

■ **萤石刚过会、机器人将上市，8大创新业务中2块上市彰显内在价值。**

截至 2021 年年底，公司的创新业务板块包括萤石网络、海康机器人、海康汽车电子、海康微影、海康智慧存储、海康消防、海康睿影、海康慧影等八个子业务，其中：1) 萤石网络于 2022 年 6 月 7 日获得科创板审核通过，2019-2021 年，萤石收入分别为 23.64、30.79、42.38 亿元，增速分别为 54.69%、30.20%、37.66%；归母净利润分别为 2.11、3.26、4.51 亿元，增速分别为 59.81%、54.53%、38.17%。2) 此次分拆海康机器人至创业板上市，根据分拆预案，2019-2021 年海康机器人收入分别为 8.52、15.52、27.40 亿元，归母净利润分别为 0.30、0.80、4.85 亿元，近两年来收入和利润均实现较高增速。

此次分拆上市如果顺利完成，一方面，该资产的独立性、投融资能力、市场竞争力和发展创新能力等将得到进一步提升，进而有助于提升未来的整体盈利水平，公司按权益也将享有更大的利润增长空间。另一方面，更重要的是，公司 8 个创新子业务中 2 个成功上市，后续不排除还会有创新业务板块上市，充分说明公司的战略眼光和孵化培育新业务发展的能力，内在价值严重低估。

■ **极度悲观假设下短期对应 3000 亿以上市值，长期价值显著低估。**

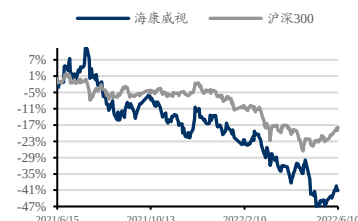
目前市场最为关注 (或者最为担心) 的是公司是否会被列入美国财政部 SDN 名单，在事情尚未明确之前我们不做过多猜测。根据公司年报，2021 年公司海外业务收入为 189.26 亿元，占比总收入为 23.24%。悲观假设下，如果不考虑海外业务贡献，按照我们的测算，预计 2022 年公司归母净利润为 150.45 亿元，充分保守估计给予 20 倍 PE，对应短期底部市值为 3009 亿。

长期来看，定制化、碎片化是产业发展的必然方向，稀缺渠道价值显著低估。目前进入碎片化市场的玩家包括安防龙头、科技巨头、AI 算法公司、细分行业龙头，相比其他竞争对手，公司在感知技术、产品硬件、解决方案等方面具有先发优势，但是最重要的差异还是来自于行业理解和场景落地。一方面，销服网络为根，拥有能够下沉至乡镇的完善营销服务网络，是公司能够深入理解和获取行业知识，精准把握客户需求痛点的关键；另一方面，产研体系为本，公司将研发和技术支持资源前移，与铺设的营销服务网络相匹配，更近距离的接触和服务客户，使得渠道的稀缺价值尤其彰显。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持预计公司 22-24 年 EPS 分别为 2.08、2.51、3.04 元，对应 PE 分别为 17、14、11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 安防行业发展不达预期、疫情冲击中小企业经营风险加大等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.71
一年最低/最高价	31.99/67.53
市净率(倍)	4.97
流通 A 股市值(百万元)	318,495.30
总市值(百万元)	327,426.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.99
资产负债率(% ,LF)	34.86
总股本(百万股)	9,433.21
流通 A 股(百万股)	9,175.89

相关研究

《海康威视(002415): 稳定是内核、碎片化是方向，渠道价值显著低估》

2022-04-24

《海康威视(002415): 海康威视: 公司保持稳健增长, AI 视频分析龙头已现》

2017-11-01

《海康威视(002415): 海康威视: 发挥自身核心竞争力, 全面布局智能大版图》

2017-10-21

海康威视三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	86,019	110,673	135,187	167,226	营业总收入	81,420	94,897	113,617	138,470
货币资金及交易性金融资产	34,756	50,372	64,442	82,138	营业成本(含金融类)	45,329	52,649	62,734	76,714
经营性应收款项	29,519	36,997	43,305	49,942	税金及附加	561	654	783	954
存货	17,974	18,958	22,757	30,136	销售费用	8,586	10,008	11,982	14,603
合同资产	1,411	1,645	1,969	2,400	管理费用	2,132	2,485	2,975	3,626
其他流动资产	2,358	2,701	2,714	2,610	研发费用	8,252	9,617	11,515	14,033
非流动资产	17,845	19,645	21,495	23,300	财务费用	-133	-41	-62	-199
长期股权投资	982	982	982	982	加:其他收益	2,629	3,064	3,668	4,470
固定资产及使用权资产	7,262	9,145	11,052	12,952	投资净收益	174	203	243	296
在建工程	2,323	2,377	2,456	2,496	公允价值变动	-38	0	0	0
无形资产	1,304	1,168	1,032	895	减值损失	-1,017	-569	-426	-540
商誉	202	202	202	202	资产处置收益	34	40	48	58
长期待摊费用	158	158	158	158	营业利润	18,474	22,263	27,223	33,023
其他非流动资产	5,613	5,613	5,613	5,613	营业外净收支	-6	24	32	17
资产总计	103,865	130,319	156,683	190,526	利润总额	18,468	22,287	27,255	33,040
流动负债	33,292	39,328	45,930	52,481	减:所得税	957	1,858	2,558	3,101
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,672	4,672	4,672	4,672	净利润	17,511	20,430	24,697	29,939
经营性应付款项	17,230	22,648	25,437	29,159	减:少数股东损益	710	829	1,003	1,216
合同负债	2,581	2,116	3,782	4,368	归属母公司净利润	16,800	19,600	23,694	28,724
其他流动负债	8,809	9,892	12,038	14,283	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.78	2.08	2.51	3.04
非流动负债	5,178	5,178	5,178	5,178	EBIT	18,184	19,484	23,628	28,539
长期借款	3,284	3,284	3,284	3,284	EBITDA	19,274	20,652	24,978	30,071
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.33	44.52	44.78	44.60
租赁负债	318	318	318	318	归母净利率(%)	20.63	20.65	20.85	20.74
其他非流动负债	1,576	1,576	1,576	1,576	收入增长率(%)	28.21	16.55	19.73	21.88
负债合计	38,470	44,506	51,108	57,660	归母净利润增长率(%)	25.51	16.66	20.89	21.23
归属母公司股东权益	63,461	83,895	108,602	138,522					
少数股东权益	1,934	2,763	3,766	4,981					
所有者权益合计	65,395	86,658	112,368	143,504					
负债和股东权益	103,865	130,319	156,683	190,526					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,709	17,458	20,817	21,894	每股净资产(元)	6.80	8.99	11.63	14.84
投资活动现金流	-3,156	-1,867	-1,864	-1,769	最新发行在外股份(百万股)	9,433	9,433	9,433	9,433
筹资活动现金流	-9,791	25	-4,883	-2,429	ROIC(%)	25.06	21.19	19.86	18.99
现金净增加额	-421	15,616	14,070	17,696	ROE-摊薄(%)	26.47	23.36	21.82	20.74
折旧和摊销	1,091	1,168	1,350	1,532	资产负债率(%)	37.04	34.15	32.62	30.26
资本开支	-3,034	-2,070	-2,107	-2,065	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.49	16.71	13.82	11.40
营运资本变动	-7,395	-4,310	-6,402	-10,680	P/B(现价)	5.11	3.86	2.98	2.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

