# 营收增长逐季加速，毛利率回归正常水平

**买入|维持**

**事件：**

公司于 10 月 23 日晚发布《2020 年第三季度报告》。2020 年前三季度，公司实现营业收入 420.21 亿元，同比增长 5.48%；实现归母净利润 84.39 亿元，同比增长 5.13%。2020 年前三季度，公司销售毛利率为 47.71%，较上年同期提高 1.27pct。

**点评：**

- **前三季度营业收入增速逐季向好，经营性现金流净额改善明显**

第三季度，公司实现营业收入 177.50 亿元，同比增长 11.53%，增速呈现逐季改善的良好态势。第三季度，公司实现归母净利润 38.15 亿元，同比增长 0.12%，增速较低的主要原因是：人民币在三季度快速升值，汇兑损失带来的财务费用约 5 亿元，而去年同期约有 4 亿的汇兑收益。第三季度，公司热成像产品恢复到常规产品的销售节奏，随着公司收入结构回到了相对比较正常的状态，销售毛利率也回归到比较正常的水平。前三季度，公司经营性现金流净额达 55.35 亿元，相比去年同期改善明显，原因是：第三季度应收回款环比有所改善；去年同期加强备货导致大额现金支出。

- **第三季度三大 BG 均实现正增长，创新业务继续保持快速发展势头**

国内业务方面，三季度在二季度的基础上进一步恢复，3 大 BG 均实现了正增长。EBG 增速领先，主要受益于企业数字化转型需求持续释放，降本增效大趋势下需求从安保部门拓展到生产技术等部门。PBG 增速在二季度回正后，三季度继续有所回升，部分细分领域的政府投资有所恢复。SMBG 增速企稳回正，上半年中小企业受到疫情冲击较大，三季度渠道市场逐步复苏。创新业务方面，前三季度继续保持快速增长，实现营业收入约 44 亿，同比增长接近 50%，其中，萤石互联网业务的独立上市工作有序进行中。

- **受疫情影响，不同国家之间的收入增长情况差异较大**

前三季度，疫情仍然是影响海外业务收入增速的最大因素。疫情控制较好的国家和地区，销售收入增长较好，已基本接近疫情前的增长水平。部分国家和地区，如印度、非洲、拉美等，疫情情况依然严峻。美国业务近两年连续受到政治和疫情等方面的不利影响，美国市场继续负增长，整体占比继续萎缩。第四季度，仍然需要重点关注各个国家和区域疫情反复的情况，疫情反复对正常业务开展仍然会造成很大的不确定性。

- **投资建议与盈利预测**

作为全球安防龙头，公司在技术、产品与解决方案等方面拥有全面优势。考虑到新冠肺炎疫情对海内外市场的影响，小幅下调公司 2020-2022 年营业收入至 632.43（下调 42.35）、741.40（下调 51.77）、862.93（下调 62.79）亿元，同时，小幅下调归母净利润至 135.76（下调 8.10）、158.21（下调 8.51）、184.23（下调 7.71）亿元，对应 PE 为 26.95、23.13、19.86 倍。考虑到公司的行业地位、过去三个季度营业收入增速逐季改善、过去五年 PE 主要运行在 20-40 倍之间等因素，小幅上调公司 2020 年的目标 PE 至 32 倍，对应目标价为 46.40 元，维持“买入”评级。

- **风险提示**

新冠肺炎疫情导致宏观经济发展不及预期，企业数字化转型的需求不及预期，海外市场拓展不及预期，创新业务发展不及预期，行业竞争加剧等。

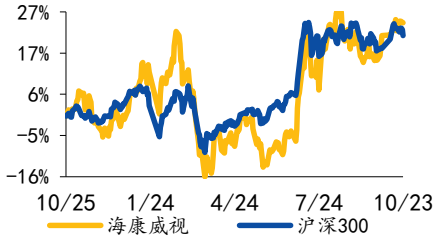
当前价/目标价：39.15 元/46.40 元

目标期限：6 个月

**基本数据**

| | |
|---|---|
| 52 周最高/最低价（元）： | 40.04 / 27.18 |
| A 股流通股（百万股）： | 8095.39 |
| A 股总股本（百万股）： | 9345.01 |
| 流通市值（百万元）： | 316934.59 |
| 总市值（百万元）： | 365857.17 |

**过去一年股价走势**




资料来源：Wind

**相关研究报告**

《国元证券公司研究-海康威视（002415.SZ）：创新业务亮眼，业绩稳健增长》2020.07.26

《国元证券公司研究-海康威视（002415.SZ）：疫情影响有限，稳健发展无忧》2020.04.26

**报告作者**

分析师　耿军军

执业证书编号　S0020519070002

电话　021-51097188-1856

邮箱　gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人　陈图南

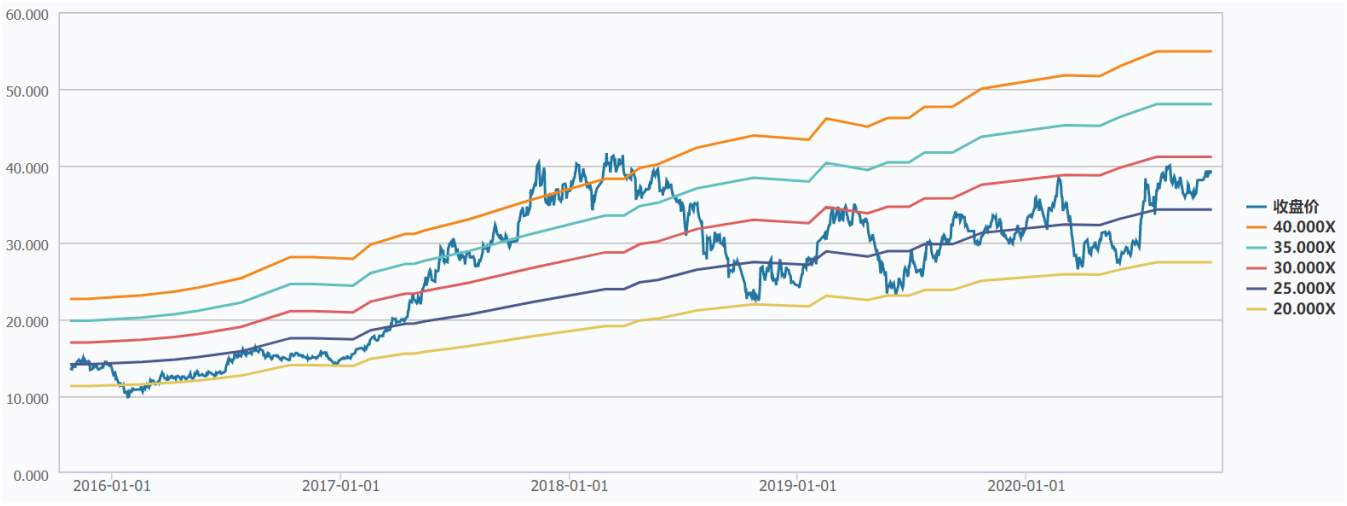
邮箱　chentunan@gyzq.com.cn

**附表：盈利预测**

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 49837.13 | 57658.11 | 63243.34 | 74140.02 | 86293.00 |
| 收入同比(%) | 18.93 | 15.69 | 9.69 | 17.23 | 16.39 |
| 归母净利润(百万元) | 11352.13 | 12414.59 | 13575.62 | 15820.60 | 18423.35 |
| 归母净利润同比(%) | 20.63 | 9.36 | 9.35 | 16.54 | 16.45 |
| ROE(%) | 30.20 | 27.65 | 26.14 | 26.05 | 25.88 |
| 每股收益(元) | 1.21 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |
| 市盈率(P/E) | 32.23 | 29.47 | 26.95 | 23.13 | 19.86 |

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**图 1：海康威视过去 5 年 PE-Band**




资料来源：Wind，国元证券研究中心

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **流动资产** | 53633.94 | 64026.34 | 68376.63 | 78717.88 | 94423.09 |
| 现金 | 26559.68 | 27071.95 | 29623.73 | 34954.90 | 44902.50 |
| 应收账款 | 16619.44 | 21307.93 | 23213.19 | 27236.37 | 31736.45 |
| 其他应收款 | 586.59 | 555.25 | 600.81 | 696.92 | 793.90 |
| 预付账款 | 460.30 | 309.69 | 333.80 | 387.06 | 445.34 |
| 存货 | 5725.10 | 11267.99 | 12191.93 | 12822.08 | 13679.50 |
| 其他流动资产 | 3682.82 | 3513.55 | 2413.17 | 2620.55 | 2865.41 |
| **非流动资产** | 9857.57 | 11331.66 | 12307.16 | 13895.74 | 15791.47 |
| 长期投资 | 163.30 | 252.17 | 268.97 | 296.57 | 343.25 |
| 固定资产 | 5082.42 | 5791.22 | 6722.35 | 7754.17 | 9048.11 |
| 无形资产 | 869.91 | 1046.12 | 1099.64 | 1162.91 | 1224.93 |
| 其他非流动资产 | 3741.94 | 4242.15 | 4216.19 | 4682.08 | 5175.18 |
| **资产总计** | 63491.51 | 75358.00 | 80683.79 | 92613.62 | 110214.56 |
| **流动负债** | 24709.80 | 23520.80 | 21573.21 | 24404.90 | 31361.32 |
| 短期借款 | 3465.66 | 2640.08 | 2863.43 | 3077.89 | 3182.16 |
| 应付账款 | 10301.67 | 12700.08 | 13539.39 | 15406.56 | 17331.15 |
| 其他流动负债 | 10942.47 | 8180.65 | 5170.40 | 5920.45 | 10848.01 |
| **非流动负债** | 818.80 | 6364.34 | 6557.41 | 6810.12 | 6940.66 |
| 长期借款 | 440.00 | 4604.17 | 4633.93 | 4649.27 | 4659.48 |
| 其他非流动负债 | 378.80 | 1760.17 | 1923.48 | 2160.85 | 2281.18 |
| **负债合计** | 25528.60 | 29885.14 | 28130.62 | 31215.02 | 38301.98 |
| 少数股东权益 | 373.49 | 568.83 | 612.34 | 659.39 | 712.02 |
| 股本 | 9227.27 | 9345.01 | 9345.01 | 9345.01 | 9345.01 |
| 资本公积 | 1956.14 | 4126.94 | 4126.94 | 4126.94 | 4236.17 |
| 留存收益 | 26820.57 | 33633.89 | 40668.01 | 49492.63 | 59828.62 |
| **归属母公司股东权益** | 37589.42 | 44904.03 | 51940.83 | 60739.21 | 71200.56 |
| **负债和股东权益** | 63491.51 | 75358.00 | 80683.79 | 92613.62 | 110214.56 |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **经营活动现金流** | 9113.29 | 7767.72 | 8597.66 | 13566.54 | 19590.80 |
| 净利润 | 11380.46 | 12465.18 | 13619.14 | 15867.66 | 18475.98 |
| 折旧摊销 | 479.68 | 698.79 | 620.38 | 758.21 | 929.39 |
| 财务费用 | -424.26 | -640.07 | -296.67 | -394.82 | -609.44 |
| 投资损失 | -51.93 | -36.65 | -43.47 | -47.49 | -53.07 |
| 营运资金变动 | -2624.44 | -6613.08 | -5667.52 | -2907.50 | 642.48 |
| 其他经营现金流 | 353.77 | 1893.54 | 365.81 | 290.49 | 205.46 |
| **投资活动现金流** | 1450.72 | -1922.99 | -1344.88 | -1845.60 | -2422.75 |
| 资本支出 | 2055.86 | 1927.28 | 1492.02 | 1687.38 | 2246.52 |
| 长期投资 | -3317.43 | 96.57 | -295.59 | 27.60 | 46.68 |
| 其他投资现金流 | 189.15 | 100.86 | -148.46 | -130.62 | -129.55 |
| **筹资活动现金流** | -797.36 | -5471.35 | -4700.99 | -6389.77 | -7220.45 |
| 短期借款 | 3368.54 | -825.57 | 223.35 | 214.46 | 104.27 |
| 长期借款 | -50.00 | 4164.17 | 29.76 | 15.34 | 10.21 |
| 普通股增加 | -1.59 | 117.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 136.74 | 2170.80 | 0.00 | 0.00 | 109.23 |
| 其他筹资现金流 | -4251.05 | -11098.49 | -4954.10 | -6619.57 | -7444.16 |
| **现金净增加额** | 10001.83 | 484.66 | 2551.78 | 5331.17 | 9947.60 |

| 利润表 | | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业收入** | 49837.13 | 57658.11 | 63243.34 | 74140.02 | 86293.00 |
| 营业成本 | 27483.47 | 31140.18 | 34061.35 | 39903.04 | 46389.59 |
| 营业税金及附加 | 418.33 | 417.32 | 524.92 | 607.95 | 698.97 |
| 营业费用 | 5892.50 | 7256.78 | 7639.80 | 8933.87 | 10312.01 |
| 管理费用 | 1377.24 | 1822.46 | 1751.84 | 2024.02 | 2338.54 |
| 研发费用 | 4482.78 | 5483.81 | 6722.24 | 8133.26 | 9678.58 |
| 财务费用 | -424.26 | -640.07 | -296.67 | -394.82 | -609.44 |
| 资产减值损失 | -426.95 | -197.89 | -153.12 | -138.67 | -131.25 |
| 公允价值变动收益 | 13.41 | 15.32 | 16.34 | 17.25 | 18.69 |
| 投资净收益 | 51.93 | 36.65 | 43.47 | 47.49 | 53.07 |
| **营业利润** | 12334.44 | 13707.55 | 14940.51 | 17359.34 | 20159.44 |
| 营业外收入 | 111.36 | 65.03 | 71.61 | 78.75 | 96.74 |
| 营业外支出 | 8.59 | 17.12 | 8.12 | 10.68 | 12.96 |
| **利润总额** | 12437.20 | 13755.46 | 15004.00 | 17427.41 | 20243.22 |
| 所得税 | 1056.74 | 1290.28 | 1384.87 | 1559.75 | 1767.23 |
| **净利润** | 11380.46 | 12465.18 | 13619.14 | 15867.66 | 18475.98 |
| 少数股东损益 | 28.33 | 50.60 | 43.51 | 47.05 | 52.63 |
| **归属母公司净利润** | 11352.13 | 12414.59 | 13575.62 | 15820.60 | 18423.35 |
| EBITDA | 12389.85 | 13766.28 | 15264.22 | 17722.73 | 20479.39 |
| EPS（元） | 1.23 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |

| 主要财务比率 | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 18.93 | 15.69 | 9.69 | 17.23 | 16.39 |
| 营业利润(%) | 18.11 | 11.13 | 8.99 | 16.19 | 16.13 |
| 归属母公司净利润(%) | 20.63 | 9.36 | 9.35 | 16.54 | 16.45 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 44.85 | 45.99 | 46.14 | 46.18 | 46.24 |
| 净利率(%) | 22.78 | 21.53 | 21.47 | 21.34 | 21.35 |
| ROE(%) | 30.20 | 27.65 | 26.14 | 26.05 | 25.88 |
| ROIC(%) | 68.85 | 50.32 | 44.49 | 46.02 | 52.42 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 40.21 | 39.66 | 34.87 | 33.70 | 34.75 |
| 净负债比率(%) | 27.75 | 24.53 | 27.07 | 25.15 | 20.84 |
| 流动比率 | 2.17 | 2.72 | 3.17 | 3.23 | 3.01 |
| 速动比率 | 1.93 | 2.22 | 2.58 | 2.68 | 2.56 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.83 | 0.81 | 0.86 | 0.85 |
| 应收账款周转率 | 2.96 | 2.84 | 2.65 | 2.73 | 2.72 |
| 应付账款周转率 | 2.70 | 2.71 | 2.60 | 2.76 | 2.83 |
| **每股指标（元）** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.21 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.98 | 0.83 | 0.92 | 1.45 | 2.10 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.02 | 4.81 | 5.56 | 6.50 | 7.62 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 32.23 | 29.47 | 26.95 | 23.13 | 19.86 |
| P/B | 9.73 | 8.15 | 7.04 | 6.02 | 5.14 |
| EV/EBITDA | 27.87 | 25.08 | 22.62 | 19.48 | 16.86 |

## 投资评级说明

| （1）公司评级定义 | | （2）行业评级定义 | |
|---|---|---|---|
| 买入 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上 | 推荐 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| 增持 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间 | 中性 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间 |
| 持有 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间 | 回避 | 预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上 |
| 卖出 | 预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上 | | |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心


| 合肥 | 上海 |
|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 |
| 邮编：230000 | 邮编：200135 |
| 传真：（0551）62207952 | 传真：（021）68869125 |
| | 电话：（021）51097188 |