世纪证券 CENTURY SECURITIES

证券研究报告

电子制造

边际改善显著，创新业务增长可期

2020 年 7 月 27 日

——海康威视（002415.SZ）20 年半年报业绩点评

公司评级：增持（维持）

分析师：陈建生

执业证书号：S1030519080002

联系电话：0755-23602373

邮箱：chenjs2@csco.com.cn

研究助理：魏大千

联系电话：0755-83199535

邮箱：weidq@csco.com.cn

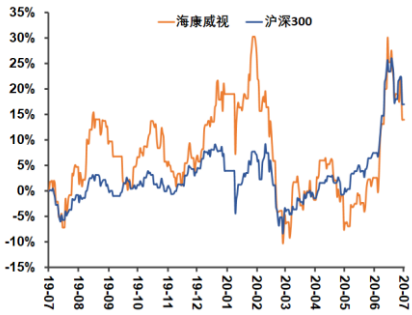
公司具备证券投资咨询业务资格

相关报告：

1、海康威视深度研究报告-围绕机器视觉，掌控最大 AI 流量入口-190218

2、海康威视年报点评-业绩稳步增长，净利润超预期-190422

海康威视 002415.SZ 与沪深 300 对比表现



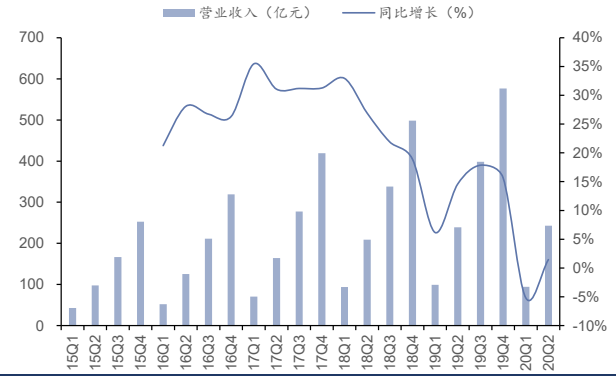
公司数据与预测	Wind 资讯
总市值（亿）	3,142.73
流通市值（亿）	2,722.48
总股本（亿股）	93.45
流通股本（亿股）	80.95
日均成交额（亿）	16.91
近一月换手率（%）	20.58
第一大股东	中电海康集团

核心观点：

1. **2020 年上半年归母净利润同比增长 9.7%，单二季度盈利显著改善。**2020 年上半年营业收入 242.7 亿元，同比增长 1.5%；归母净利润 46.2 亿元，同比增长 9.7%；净利率 19.23%，同比增加 1.57pcts。其中 2020Q2 单季度公司实现营业收入 148.42 亿元，同比增加 6.14%；归母净利润 31.28 亿元，同比增长 16.68%。EBG 业务及创新业务带动公司二季度盈利大幅改善。
2. **前端业务与 EBG 带动公司逆势增长，经营性现金流大幅改善。**公司 20Q2 业绩较一季度大幅改善，受销售回款增加所致，经营性现金流净额同比提升 116.23%。分三大业务来看，上半年 EBG 营收同比+20%，PBG/SMBG 营收分别下滑-5%/-27%，疫情期间不改企业龙头客户数字化转型趋势，EBG 业务逆势增长；与此同时，公共类业务订单有所延后，收入小幅下滑，中小企业受疫情影响显著。前端产品收入同比增长 6.37%，系热成像测温业务大幅增长所致。
3. **研发费用持续加码，智能家居业务拆分上市启动。**公司研发费用持续提升，2018 年以来累计提升 3.63pcts，上半年研发费用率 12.62%，同比增加 2.15pcts，公司不断升级产品与解决方案，在创新业务（海康汽车技术、海康微影、海康存储）中颇显成效，上半年该业务同比增加 183.07%。与此同时，公司启动智能家居业务的分拆上市筹备工作，机器人、汽车电子、智慧存储、海康微影等业务持续快速发展，海康消防、海康睿影等新创业务加入创新业务板块，创新业务的发展梯队逐渐形成，传统业务与创新业务协同发展，为公司成长打开新的空间。
4. **风险提示。**行业增速放缓风险，创新业务不及预期。

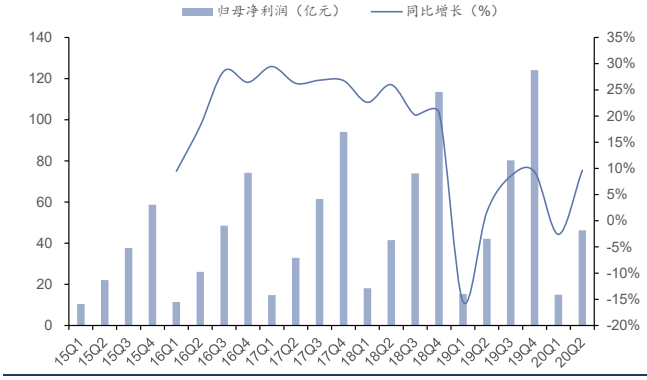
预测指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	576.58	676.87	789.73	922.07
收入同比	15.69%	17.39%	16.67%	16.76%
归母净利润（亿元）	124.15	143.87	166.47	192.58
归母净利润同比	9.35%	15.89%	15.71%	15.69%
毛利率	45.99%	44.62%	44.48%	44.18%
净利率	21.62%	21.34%	21.16%	20.97%
EPS（元）	1.328	1.540	1.781	2.061
PE（倍）	22	19	17	14

Figure 1 公司营业收入变化



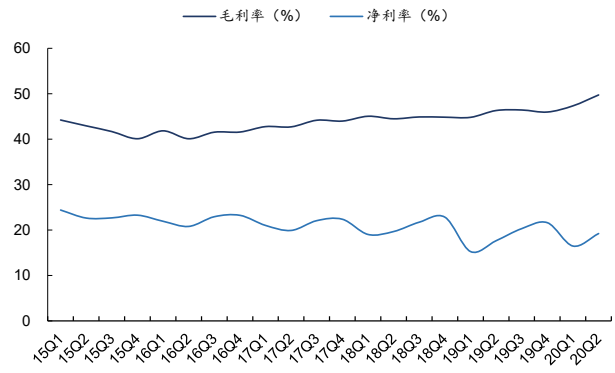
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 2 公司归母净利润变化



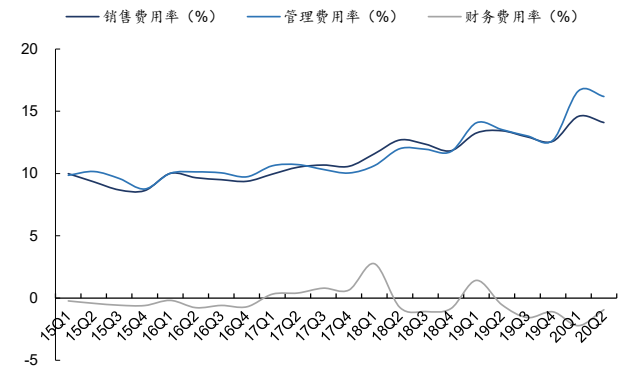
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 3 毛利率及净利率变化情况



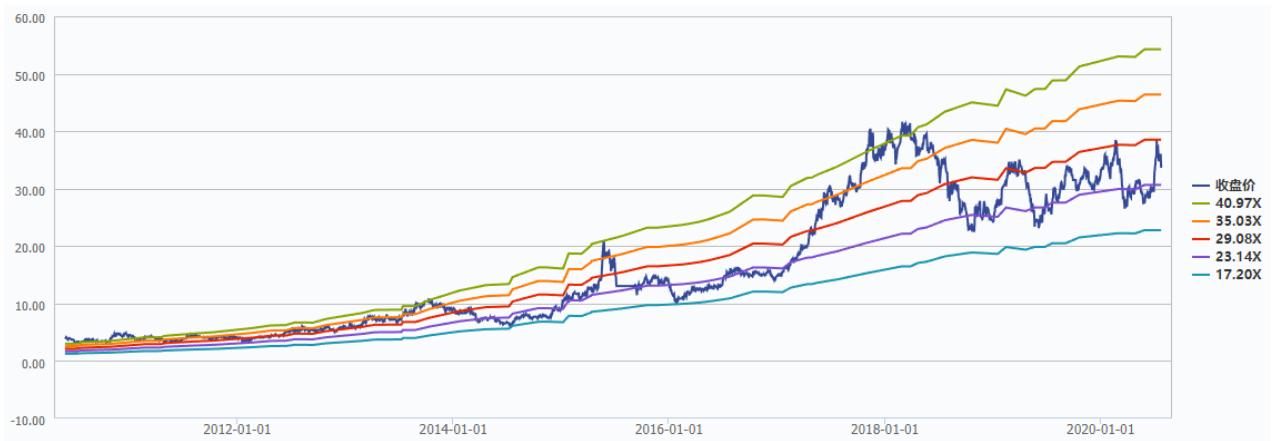
资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 三项费用变化情况



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 海康威视 PE-Band



资料来源：Wind 资讯、世纪证券研究所

关键假设与盈利预测

关键假设

前端产品

2020 上半年受到疫情影响，业绩有所下滑，但新基建投资的持续投入，有望带动公司业绩，随 AI 前端边缘计算渗透率提高，产品新增及换代速度逐步提升，预计 2020 年 AI 摄像头占比将出现明显增加。给予 2020E-2022E 三年增长率分别为 15%、12%、10%。考虑公司经营规模及成本控制能力，毛利率保持平稳，预计 2020E-2022E 三年毛利率为 50%。

后端产品

后端产品与前端产品配套销售，随下游客户对视频数据的分析要求提高，公司研发专用于视频认知计算的存算一体化设备、GPU 视频图形智能计算设备等，预计将同步与前端 AI 设备同步新增及更新。我们预计 2020E-2022E 三年该业务收入增长速度为 12%、11%、10%，随产能扩大，边际效应明显，毛利率保持稳定，预计 2020E-2022E 三年保持 48%。

中心控制设备

中心控制设备包括结构化服务器、软件等（刀锋、猎鹰），随 AI 设备渗透率提高，需求增大。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度为 20%、18%、15%，2020E-2022E 该业务毛利率保持为 50%。

工程施工

工程施工收入有相对滞后性，19 年主要是以前项目的兑现，后期增长来自平安城市等系统集成项目量增加。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增速为 10%，三年毛利率稳定为 20%。

创新业务

主要包括除智能家居外的机器人、汽车技术、海口微影、海康威视存储，机器人智能制造等，目前体量较小，但属于市场热点，预计将保持高增长。预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度为 60%，2020E-2022E 该业务毛利率保持为 38%。

其他业务

智能家居和其他安防产品合并为其他业务，包括萤石品牌相关产品、楼宇对讲、防盗报警、出入口控制等。智能家居目前体量较小，其他安防业务存量更新速度较慢，预计 2020E-2022E 该业务三年营业收入增长速度为 10%，2020E-2022E 该业务毛利率保持为 25%。

Figure 6 海康威视收入及毛利率预测（亿元）

项目 \ 年份		2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
前端产品	收入	210.90	240.83	271.75	312.51	350.01	385.02
	YoY	32.79%	14.19%	12.84%	15.00%	12.00%	10.00%
	占总营收比例	50.33%	48.32%	47.81%	46.83%	44.96%	42.35%
	毛利率	50.90%	49.95%	52.10%	50.00%	50.00%	50.00%
后端产品	收入	61.51	67.79	75.20	84.22	93.49	102.84
	YoY	18.36%	10.21%	10.93%	12.00%	11.00%	10.00%
	占总营收比例	14.68%	13.60%	13.23%	12.62%	12.01%	11.31%
	毛利率	48.56%	46.85%	50.80%	48.00%	48.00%	48.00%
中心控制设备	收入	50.74	73.23	88.23	105.88	124.93	143.67
	YoY	27.20%	44.32%	20.48%	20.00%	18.00%	15.00%
	占总营收比例	12.11%	14.69%	15.52%	15.87%	16.05%	15.81%
	毛利率	54.26%	53.84%	51.38%	50.00%	50.00%	50.00%
工程施工	收入	25.41	22.85	10.91	12.00	13.20	14.52
	YoY	75.12%	-10.07%	-52.25%	10.00%	10.00%	10.00%
	占总营收比例	6.06%	4.58%	1.92%	1.80%	1.70%	1.60%
	毛利率	10.24%	12.12%	22.66%	20.00%	20.00%	20.00%
创新业务	收入	5.65	10.61	36.22	57.95	92.72	148.36
	YoY	-12.81%	87.79%	241.38%	60.00%	60.00%	60.00%
	占总营收比例	1.35%	2.13%	6.37%	8.68%	11.91%	16.32%
	毛利率	38.81%	44.46%	34.54%	38.00%	38.00%	38.00%
其他业务	收入	64.85	83.06	86.12	94.73	104.21	114.63
	YoY	36.33%	28.08%	3.68%	10.00%	10.00%	10.00%
	占总营收比例	15.48%	16.67%	15.15%	14.20%	13.38%	12.61%
	毛利率	28.26%	29.59%	24.76%	25.00%	25.00%	25.00%
总营业收入		419.06	498.37	568.43	667.30	778.57	909.03
YoY		31.27%	18.93%	14.06%	17.39%	16.67%	16.76%
综合毛利率		44.00%	44.86%	45.99%	44.62%	44.48%	44.18%

资料来源：公司公告、世纪证券研究所

依据假设条件，预测 2020E-2022E 公司实现的营业收入分别为 667.30 亿元、778.57 亿元、909.03 亿元，同比增长 17.39%、16.67%、16.76%；2020E-2022E 归母公司净利润分别为 143.87 亿元、166.47 亿元、192.58 亿元，同比增长 15.89%、15.71%、15.69%。2020E-2022E 年 EPS 为 1.540、

1.781、2.061 元，对应 PE 为 19、17、14 倍。海康威视是国内安防龙头企业，随新基建的持续投入，有望进一步提升公司业绩，维持增持评级。

附表

附表 1 利润表（亿元）

利润表	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（亿元）	419.05	498.37	576.58	676.87	789.73	922.07
减:营业成本	234.67	274.83	311.40	374.87	438.49	514.66
营业税金及附加	3.71	4.18	4.17	5.52	6.45	7.53
营业费用	44.30	58.93	72.57	85.19	99.39	116.05
管理费用	42.05	13.76	18.22	21.39	24.96	29.14
财务费用	2.65	-4.24	-6.40	-1.88	-4.01	-5.99
资产减值损失	4.85	4.27	-1.98	2.38	2.38	2.38
加:投资收益	0.45	0.52	0.37	0.40	0.40	0.40
公允价值变动损益	0.42	0.13	0.15	0.15	0.15	0.15
其他经营损益	0.00	-44.83	-61.02	-65.00	-75.00	-85.00
营业利润（亿元）	87.68	102.47	118.10	124.94	147.62	173.85
加:其他非经营损益	17.19	21.92	19.46	19.52	19.52	19.52
利润总额（亿元）	104.87	124.38	137.55	144.46	167.14	193.37
减:所得税	11.09	10.57	12.90	0.00	0.00	0.00
净利润（亿元）	93.78	113.82	124.65	144.46	167.14	193.37
减:少数股东损益	-0.33	0.29	0.51	0.59	0.68	0.78
归属母公司股东净利润(亿元)	94.11	113.53	124.15	143.87	166.47	192.58

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 2 财务比率分析

财务分析	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收益率						
毛利率	44.00%	44.85%	45.99%	44.62%	44.48%	44.18%
三费/销售收入	21.24%	13.73%	14.64%	15.47%	15.24%	15.10%
EBIT/销售收入	24.73%	24.36%	23.06%	20.94%	20.53%	20.20%
EBITDA/销售收入	25.54%	25.32%	24.28%	21.10%	20.67%	20.27%
销售净利率	22.38%	22.84%	21.62%	21.34%	21.16%	20.97%
资产获利率						
ROE	31.00%	30.20%	27.65%	25.95%	24.61%	23.56%
ROA	21.34%	20.52%	19.01%	17.84%	16.98%	16.58%
ROIC	32.83%	32.46%	35.61%	30.27%	32.17%	32.77%
增长率						
销售收入增长率	31.27%	18.93%	15.69%	17.39%	16.67%	16.76%
EBIT 增长率	25.31%	17.15%	9.56%	6.59%	14.40%	14.85%
EBITDA 增长率	25.77%	17.90%	10.93%	2.04%	14.29%	14.48%
净利润增长率	26.38%	21.37%	9.52%	15.89%	15.71%	15.69%
总资产增长率	24.41%	21.84%	18.26%	13.63%	20.16%	17.60%
股东权益增长率	24.99%	23.82%	19.46%	23.47%	21.99%	20.86%

经营营运资本增长率	14.62%	-16.70%	59.65%	14.31%	20.06%	14.79%
资本结构						
资产负债率	36.95%	36.80%	37.16%	31.37%	30.04%	27.88%
投资资本/总资产	58.71%	47.70%	57.66%	55.73%	53.22%	50.41%
带息债务/总负债	20.67%	17.94%	27.87%	18.47%	16.05%	14.70%
流动比率	2.95	2.34	2.97	3.66	3.77	4.05
速动比率	2.34	2.02	2.35	3.10	3.06	3.48
股利支付率	39.62%	40.64%	0.00%	26.75%	26.75%	26.75%
收益留存率	60.38%	59.36%	100.00%	73.25%	73.25%	73.25%
资产管理效率						
总资产周转率	0.86	0.84	0.82	0.85	0.83	0.82
固定资产周转率	13.86	9.81	9.96	11.06	13.57	16.71
应收账款周转率						
存货周转率	2.28	2.60	2.59	2.39	2.57	2.41

资料来源：Wind、世纪证券研究所

附表 3 业绩和估值指标

业绩和估值指标	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBIT（亿元）	103.61	121.39	132.99	141.75	162.17	186.25
EBITDA（亿元）	107.02	126.18	139.97	142.82	163.24	186.88
NOPLAT（亿元）	77.68	92.50	100.47	122.08	142.50	166.58
净利润（亿元）	94.11	113.53	124.15	143.87	166.47	192.58
EPS（元）	1.007	1.215	1.328	1.540	1.781	2.061
BPS（元）	3.249	4.022	4.805	5.933	7.238	8.747
PE（倍）	29.52	24.47	22.38	19.31	16.69	14.43
PB（倍）	9.15	7.39	6.19	5.01	4.11	3.40
PS（倍）	6.63	5.57	4.82	4.10	3.52	3.01
PCF（倍）	35.78	30.91	37.73	27.10	27.85	20.56
EV/EBIT（倍）	26.30	21.83	20.55	18.81	16.10	13.57
EV/EBITDA（倍）	25.46	21.00	19.52	18.67	15.99	13.52
EV/NOPLAT（倍）	35.08	28.64	27.20	21.84	18.32	15.17
EV/IC（倍）	9.56	9.39	6.78	6.02	5.14	4.46
ROIC-WACC	32.83%	32.46%	35.61%	29.67%	31.65%	32.31%
股息率	0.013	0.017	0.000	0.014	0.016	0.019

资料来源：Wind、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买　　入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增　　持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 卖　　出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中　　性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间； 弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。