

强烈推荐-A (维持)

海康威视 002415.SZ

目标估值: 41 元
当前股价: 26.48 元
2019 年 07 月 21 日

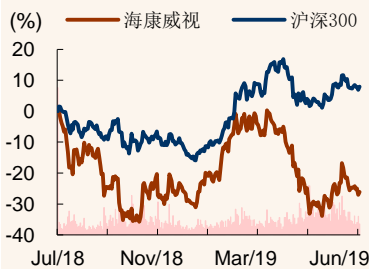
净利增速超悲观预期, 行业回暖龙头稳步成长

基础数据

上证综指	2924
总股本 (万股)	934796
已上市流通股 (万股)	807401
总市值 (亿元)	2475
流通市值 (亿元)	2138
每股净资产 (MRQ)	3.9
ROE (TTM)	31.3
资产负债率	42.6%
主要股东	中电海康集团有限公司
主要股东持股比例	39.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-7	-24
相对表现	4	-27	-35



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海康威视 (002415) 一景气周期低点已过, 公司深化内功稳步回升》2019-04-21
- 2、《海康威视 (002415) 一四季度营收略低预期, 静待 2019 需求改善》2019-02-16
- 3、《海康威视 (002415) 一营收增速低于预期, 四季度望迎来边际改善》2018-10-20

鄙凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

方竞

fangjing1@cmschina.com.cn
S1090519060001

事件:

海康威视发布 2019 年中报: 2019 年上半年实现营收 239.23 亿元, 同比增长 14.60%; 归母净利 42.17 亿元, 同比增长 1.67%。对应二季度营收 139.81 亿元, 同比增长 21.46%; 归母净利 26.81 亿元, 同比增长 14.98%。

点评:

公司营收增速符合市场预期, 净利增速超越悲观预期: 2019 年 1H, 公司实现营收 239.23 亿元, 同比增长 14.60%, 对应 Q2 营收增速 21.46%, 符合市场预期; 归母净利 42.17 亿元, 同比增长 1.67%。落在前期-10%~10%指引的中值偏上, 超越市场悲观预期。分板块来看, 二季度内公司 PBG 业务开始企稳, EBG 业务维持较快增长, SMBG 较一季度相比也有明显回升。

此前市场预期公司海外业务不佳, 或将影响公司整体毛利率表现。但中报实际落地的毛利率表现较好, 2018 年 1H 公司整体毛利率 46.33%, 同比提升 1.83 个百分点, 是业绩超预期的主要原因。

多重因素推动毛利率提升, 关注管理优化的长线逻辑: 公司 Q2 毛利率达 47.39%, 同比提升 3.35 个百分点, 环比提升 2.57 个百分点, 为自 2015 年以来的最佳单季度表现, 从而带动了上半年的业绩表现。公司毛利率显著提升主要得益于:

(1) **税收新政:** 今年 4 月起, 增值税税率下调, 原适用 16% 的税率降为 13%。而公司产品销售价格并未随之调整, 所以推升了毛利率水平。但增值税下调也影响了其他收益中的“增值税超税负返还”, 这一科目去年同期为 8.17 亿元, 今年上半年为 6.33 亿。综合来看, 增值税税率下调推升了毛利率, 但对营业利润影响不大。(2) **工程施工业务:** 2019 年上半年, 公司工程施工业务营收同比下滑 55.66%, 该业务毛利率较低, 报告期内毛利率仅为 26.95%。其营收同比下滑亦对毛利率改善作出了贡献。如该板块营收增速与公司总体一致, 则公司上半年毛利率将下滑 0.6 个百分点。(3) **内部管理改善:** 除上述原因外, 我们认为更需关注公司内部销售管理管控的持续改善, 供应链议价能力提升, 智能化带动等基本面长逻辑因素。

未雨绸缪备库存, 不改现金流优异表现: (1) **公司积极储备核心元器件库存:** 当前国际局势波动较大, 为更好应对供应链的挑战, 公司在二季度加大对核心元器件的采购力度, 目前存货已达历史最高的 86.11 亿元, 其中原材料 30.22 亿元, 相比一季度增加 14.64 亿元。库存商品 50.60 亿元, 相比一季度增加 11.91 亿元。存货周转天数高达 100.49 天。此外公司也积极导入国内供应商, 助力自主可控。(2) **公司持续优化现金流:** 由于公司严控项目质量同时加大回款力度, 使得公司在加大采购力度的仍能同时优化现金流。公司上半年经营性净现金流流入为 -4.31 亿, 相比去年的 -16.21 亿有所改善。由于目前国际局势趋缓, 如公司后续开始适当去库存, 则公司 2H 的现金流表现将更佳。

逐季转暖趋势确定, 三季度业绩望进一步改善: 公司前三季度归母净利指引为 0%~15%, 对应三季度单季 -2.14~32.02% 增长, 中值 14.94%, 相比二季度进一步改善。从行业景气度来看, 我们同样认为安防逐季转暖趋势确定: (1) 政府资金问题一定程度上得到缓解, 新项目招中标数据有所改善。(2) 企业市场的新应用新需求不断涌现, 增速上佳。(3) 海外市场方面, 虽然美国市场仍有压力, 但其占公司营收比例也已降至 5%, 后续影响将边际转弱。此外公司在 2018 年加大东欧拉美等地的投入, 2019 年将步入收获期。

投资建议: 我们认为公司二季度营收表现符合预期, 净利增速超越市场悲观预期。行业景气度方面, 目前安防板块逐季转暖趋势确定, 政府业务回暖, 企业业务高增, 渠道市场也有明显回升。多重因素将推动公司接下来业绩表现。我们坚定看好公司作为行业龙头的长线发展, 预计公司 19/20/21 年归母净利为 129/166/199 亿元, 对应 EPS 分别为 1.38/1.77/2.13 元, 维持“强烈推荐-A”投资评级, 目标价 41 元。

风险提示: 宏观经济景气度下降, 竞争加剧, 海外及新业务拓展不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入(百万元)	41905	49837	60738	76629	94087
同比增长	31%	19%	22%	26%	23%
营业利润(百万元)	10443	12336	14504	18586	22292
同比增长	53%	18%	18%	28%	20%
净利润(百万元)	9411	11353	12855	16590	19903
同比增长	27%	21%	13%	29%	20%
每股收益(元)	1.02	1.23	1.38	1.77	2.13
P/E(倍)	26.0	21.5	19.3	14.9	12.4
P/B(倍)	8.0	6.5	5.2	4.3	3.6

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业收入	7,043.	9,403.	11,282	14,175	9,364.	11,510	12,926	16,034	9,942.	20,596
营业毛利	3,013.	4,013.	5,225.	6,186.	4,219.	5,069.	5,890.	7,173.	4,456.	9,626.
销售费用	700.62	1,026.	1,233.	1,469.	1,084.	1,564.	1,526.	1,716.	1,317.	2,170.
管理费用	747.82	1,013.	1,100.	1,343.	995.06	1,508.	369.44	415.72	339.84	652.02
研发费用							1,165.	1,405.	1,096.	1,804.
财务费用	21.62	43.88	152.80	47.11	257.43	-415.9	-209.1	-56.58	140.44	-102.0
投资收益	26.62	23.04	-3.10	-1.90	21.90	56.36	-17.08	-9.25	15.74	0.00
营业利润	1,448.	2,363.	2,871.	3,758.	2,144.	2,560.	3,370.	4,260.	1,841.	5,549.
归属母公司净	1,480.	1,810.	2,861.	3,258.	1,815.	2,331.	3,248.	3,957.	1,536.	4,889.
EPS (元)	0.16	0.19	0.31	0.35	0.19	0.25	0.35	0.42	0.16	0.52
主要比率										
毛利率	42.8%	42.7%	46.3%	43.6%	45.1%	44.0%	45.6%	44.7%	44.8%	46.7%
营业费用率	9.9%	10.9%	10.9%	10.4%	11.6%	13.6%	11.8%	10.7%	13.3%	10.5%
管理费用率	10.6%	10.8%	9.8%	9.5%	10.6%	13.1%	2.9%	2.6%	3.4%	3.2%
研发费用							9.0%	8.8%	11.0%	8.8%
营业利润率	0.3%	0.5%	1.4%	0.3%	2.7%	-3.6%	-1.6%	-0.4%	1.4%	-0.5%
有效税率	20.6%	25.1%	25.5%	26.5%	22.9%	22.2%	26.1%	26.6%	18.5%	26.9%
净利率	21.0%	19.3%	25.4%	23.0%	19.4%	20.3%	25.1%	24.7%	15.5%	23.7%
YoY										
收入	35.5%	28.0%	31.4%	31.4%	33.0%	22.4%	14.6%	13.1%	6.2%	28.5%
归属母公司净	29.5%	23.7%	27.6%	26.7%	22.6%	28.8%	13.5%	21.5%	-15.4%	23.6%

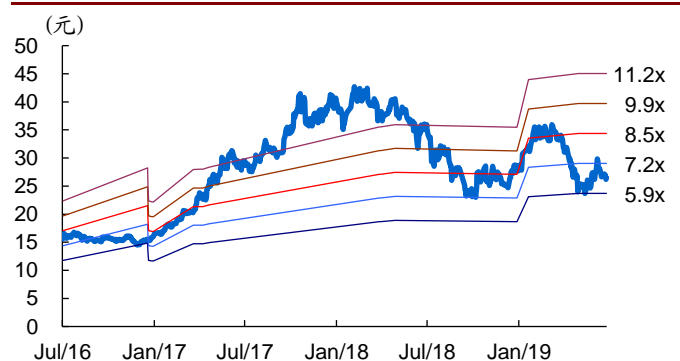
资料来源: 公司数据, 招商证券

图 1: 海康威视历史 PE Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

图 2: 海康威视历史 PB Band



资料来源: 贝格数据, 招商证券

附录：公司半年度电话会议纪要

1、公司经营情况说明

2019 上半年，国内经济持续波动，海外业务环境的不确定性持续上升，市场需求面临经济和政治的双重影响。报告期内，公司实现营业收入 239.23 亿元，比上年同期增长 14.60%；实现归属于上市公司股东的净利润 42.17 亿元，比上年同期增长 1.67%。公司 2019 年上半年毛利率为 46.33%，比上年同期提高 1.83 个百分点。分季度来看，在营收方面，一季度同比增长 6.17%，二季度同比增长 21.46%，归属上市公司股东净利润方面，一季度同比下降 15.41%，二季度同比增长 14.98%，二季度相比一季度明显转好。

我们从国内外两方面看上半年的经营状况：

国内业务

2019 上半年实现营业收入 169.80 亿元，同比增长 16.46%。如一季度电话会所说，从三月份开始，商机数量逐步增长，二季度社会投资开始企稳，公司 PBG 业务企稳，EBG 业务较快增长，SMBG 较一季度相比有明显回升，其中有去年同期去库存导致收入基数较低的影响，但也反映出，在面对经济周期性影响，因为海康威视产品线丰富，应用范围广，在应对冲击时有一定的抗压性。

海外业务，2019 上半年实现营业收入 69.43 亿元，同比增长 10.29%，增速与过往相比有明显下降。由于美国《国防授权法案》的影响，和美国商务部“实体清单”制裁等方面的担忧，美国的营收从去年下半年以来呈现负增长的态势，公司对中高端市场的拓展因为一些非市场因素的干扰，短时间内在很多国家的进展不大。土耳其、巴基斯坦等国家因为汇率问题导致本国购买力大幅下降，对我们的业务开拓非常不利。整体而言，上半年海外业务面临的压力是比较大的，但公司在海外拓展的决心没有改变，会根据不同国家的特点因地制宜确定具体经营方针，有针对性的布局业务，进行精耕细作，通过付出更多的努力，来应对挑战。

创新业务，在 2019 上半年实现营业收入 17.28 亿元，同比增长 56.21%，占公司营收比重达到 7.22%，毛利率 39.72%，比上年同期增长 2.63 个百分点，其中智能家居、机器人业务的盈利规模不断扩大，并且保持较高增速，品牌影响力也在逐步建立。

费用方面，我们上一次会议分析过公司费用投入的合理性和必要性，面对智能化和大数据带来的商业机会，公司在过去三年时间员工增长约 2 万人，2019 年公司仍有人员投入，但增速已经放缓。人力增长产生的费用影响持续存在，公司将继续精耕细作，提升效率，将费用率控制在合理水平，同时努力将资源转化为收益。

毛利率方面，2019 上半年公司整体毛利率为 46.33%，几个方面都产生正向影响，1) 增值税下调对毛利率有积极影响；2) 公司内部降本控费持续进行，对毛利率有提升；3) 收入结构方面的变化，如工程施工收入的占比下降，对整体毛利率提升也有正面影响；

经营性现金流方面，第一季度为-30.38 亿元，第二季度 26.07 亿元，两个数字较 2018 年同期均有改善。

2019 年二季度，公司加大了部分物料的备货，来增加应对不确定风险的弹性，导致存货与应付款项均有所上升。公司目前在手现金及等价物余额 212.51 亿元，对外部经营环境的变化有预案，我们有能力做好各种可能性的应对。

2019 年前三季度预期

最后，关于 2019 年前三季度的预期，目前国内经济形势逐渐明朗，海外的不确定性风险依然存在。基于目前我们对宏观走势和行业形势的判断，公司将保持稳健的经营策略，公司对前三季度的净利润增长预期为 0~15%。我们将努力争取全年收入增长达到 20% 以上。

2、Q&A 环节

Q: 黄总你好，我有两个问题，一个是关于上半年的增速，拆开来看，我们创新业务成长的比较好，50%的增速。但是安防这一块平均来说是 12%的增速，想问一下就是安防一二季度的状况各自是怎么样子的，然后预计三季度会是怎样的趋势。

A: 一季度报表没有分拆的业务数据，我们大致解释一下，一季度创新业务虽然也受到一些影响，但总体还是比安防的数据好很多。从一季度我们收入增速较低和净利润负增长这个结果来说，安防作为我们的主业，占到 95%左右，安防总体不好才会出现这么一个情况。

关于三季度，我们现在给出的净利润增速预期是一个向好的趋势。同时，我们希望做到全年收入增长 20%以上的目标。

Q: EBG 这块上半年大概是一个什么样的情况？

A: EBG 板块从收入增速的角度来看，是几块业务当中比较好的。跟整个市场的变化有关系，因为 EBG 整个市场有很多的需求空间是过去没有看到的，或者说是现在产生的一些新的需求。比如最近很热的垃圾分类，垃圾箱的摆放点，一般都会有监控探头，不管这个探头用的是谁家的，对于整个市场来说，它是新的需求，增加市场容量的。类似的需求不断产生，行业的空间快速打开。所以对 EBG 来说，随着技术的发展、产品的不断丰富、产品性能的提升以及功能的扩展，给我们的业务增加了很多新的机会。

相对而言，PBG 是比较传统的公共服务业务，过去十年与现在相比，现在与未来十年相比，政府管理的主要职责不太会发生实质性变化。这是两个行业目前来看差异比较大的原因，我们对 EBG 增速的预期会更大一些。

Q: 我想问一下二季度营收上去之后，其实咱们的费用比率确实有控制吗？之前您提到可能今年人员增长是在 10%这样一个目标，不知道这个比例大概会有变化吗？

A: 目前没有变化。费用比就是一个分子分母，分子支出不变，如果分母增速不够，就会导致费用比提升。我们的人员数量规模已经放在那里，全年预期支出不会发生太大变化，所以比较合理的做法是让我们的收入增长和费用增长保持相对比较均衡的增速，避免费用占比过高的情况出现。

Q: 我们可以看到管理费用上半年增长 23%，然后我们最近也了解到公司的组织架构有一些变化，包括三个板块负责人有变动，这块公司是怎么考虑的。

A: 这个部分可能跟费用本身没有关系，是公司战略性的业务重组变革。在 2018 年年报当中也说得非常清楚，我们把过去七个主要的行业按照 PBG、EBG、SMBG 这样的架构进行调整。在调整过程当中，公司根据自身的考量，对业务负责人做一些工作任务的重新划分，这些都是很正常的做法。

Q: 在海外情况那么复杂的情况下，公司还能实现正增长，很不容易。能否跟我们分享一下，海外业务的主要的增长点是在哪里？我们美国的收入在不断下降，也就是说美国的影响，慢慢对公司整体的影响不会很大。下半年我们什么时候能够看到海外受政治影响比较小的地区业务能够正增长去抵消掉美国向下的影响。

A: 这个问题可能比较难预测，因为中美关系的变化我们谁都说不准，从 3-5 月再到现在，预期一会好一会不好，所以让企业来做预测确实很困难。

从目前美国的情况来看，价值观和文化方面的冲突很难在短时间内消除，所以我们还是偏向于略悲观的预判；美国现在的国防授权法案，已经是一个生效的法案，目前很难有大的实质性改观。关于制裁的问题，我们也不好说后续会怎么样。其他的市场，今年上半年负面因素也都比较多，像土耳其和巴基斯坦，由于汇率的原因，影响比较大；阿根廷等国家，受到政治和经济的影响，所以业务情况也不是那么的理想。

好的方面，我们看到发展中国家随着城市化的进程，人员流动加快，整个国家的治安需求上升，对监控领域的政策法规也比较宽松，行业从业者数量也在增加。所以发展中国家比如说像印度、越南、菲律宾还有一些东欧的国家，安防的需求现在看来还是比较乐观的，比较明显的在往上走。

发达国家目前的形势比较难预测。这些市场对监控的需求也比较成熟，一些需求进入到产品更新换代改善的周期；同时，它对意识形态这方面的要求比较高。所以在发达国家我们既看到了一些比较乐观的因素，也看到了一些阻力。

各方面因素都平衡的来做判断，海外市场长期来看，我们还是有信心，但短期看到的负面因素也特别多。

Q: 目前我们看到很多新的需求，比如垃圾分类，还有像明厨亮灶，无人收费等，但是因为海康本身的体量非常大，从上半年来看这些新的应用，是不是能够成为一个新的拉动我们国内收入的增长点？

A: 这个问题问的特别好，公司每年都在做 SP (Strategy Plan)，我们在不断的研究市场各方面的商机和需求，结合市场宏观走向及公司内部对自身产业的理解，研究哪些需求是真正对公司有实质上影响的，而哪些只是产生一些增量。目前来看我们还是认为，国内和海外市场对安全和防范存在持续而强烈诉求的大趋势没有改变。同时，国内有很多方面比较领先，包括像垃圾分类、明厨亮灶、高速收费口的改造等等，都已经脱离开单纯安防的需求，而是在提升效率这个方面了。从效率提升这个角度来说，我们一直都觉得比安防本身的概念大很多，每一个点都可以展开，海康的特长恰恰也在这里。因为我们的产品线特别的丰富，我们在各个的领域都可以产生应用，我们的产品灵活性又很

强,随时可以做一些定制调整。当一个新的应用领域诞生,不论我们能拿到多大的份额,我们肯定还是有很大的机会参与其中。从这个角度来看,在传统安防领域外,存在大量的应用空间,所以我们对产业有信心。

当然,这个产业很难分析,很难看到某一个具体需求对产业产生天翻地覆的改变。我们身处的这个行业就是这样很碎片化的场景,我们要去做的就是把这些碎片化的场景一个个做好,把我们自己的基础打扎实,一点一点往前走。这是我们对产业的一个认识。

Q: 我们一季度给了二季度明确的单季收入增长 20% 的指引, 确实完成了, 不过在这一段期间其实是发生了很多之前没有预料到的一些海外的政治波动, Q2 的海外收入其实应该是低于之前的预期的, 我们从增速上看, 应该好像也能看到这一点。那么 Q2 的国内的需求, 尤其是我们国内的收入的增速应该是超了我们的预期, 黄总能不能再更细的帮我们拆解一下, Q2 我们最终还是完成了这样一个目标, 最主要的驱动在哪里? 是 EBG 这边的需求在超预期吗?

A: 确实把一季度和二季度的财务数字对比一下就能够看到, 海外增长二季度不是太理想, 原因也很明显——对制裁的担忧。

从 5 月 22 日纽约时报新闻出来, 有一些海外的客户产生了焦虑和担忧, 对我们海外的收入增长产生了一定的影响。经过一段时间的沟通和安抚, 这些情绪平复下去。相对来说, 国内对制裁问题的担忧更提前一些, 从去年的下半年到今年 5 月, 一直不断在讨论制裁的问题, 所以不管是客户也好, 还是投资者也好, 对制裁慢慢都做好了心理准备, 所以反而在国内没有那么大的直接影响, 这是一个心理上的问题。

另一方面, 是关于国内的增速, 我们在一季度讲到, 我们对 EBG 还是比较看好的, 当时 PBG 和 SMBG 在一季度的情况都不是太理想。二季度这些 BG 都开始企稳, SMBG 信心也上来了。总体来看, 公司 20% 的增长不能光靠一个 BG, 还是要靠大家齐心协力。海外的收入增速缺了一块, 国内确实也特别的努力, 弥补了海外的缺口, 大家都在努力实现公司既定的战略目标。

Q: 我们给出二季度 20% 的这样一个信心, 是来源于我们看到公司商机数有明显的回暖, 所以我也想请黄总帮我们更新一下目前公司的商机数的情况。

A: 商机数现在也有波动, 因为商机数的背后反映的是各个领域的投资信心, 这个信心跟中美谈判有比较紧密的联系。从 3 月份我们看到往上走, 到谈判停下来, 再到重启谈判, 也有个上上下下的一个过程。

关于宏观的感觉, 我相信你们看的行业多, 可能比我了解的更准确一些。关于国内的宏观情况是不是变得好起来了, 可能不太好下结论, 各个行业的情况不太一样。但是对于安防产业来说, 因为海康的产品线比较丰富, 产品应用范围很广, 所以相对来说我们的抗压性是比较强的, 压力过来的时候我们能撑一撑, 行业企稳的时候我们能争取反弹得快一点。

Q: 毛利率这块其实大家也能看到, Q2 单季的毛利率其实创了近五年的新高, 刚

才您的介绍部分也讲了，这里面可能有一些因素，像增值税下调、公司的成本控制，还有收入结构变化，我们有没有做过定量测算，汇率的变动对我们 Q2 单季的毛利率，影响大概是在多少？还有因为前期公司公开跟大家交流说到今年毛利率继续往上提，其实是有压力的，但是 Q2 还是毛利率继续往上提了很多，公司对未来的毛利率是一个怎么样的展望？今年毛利率还能够维持在比较高的一个位置吗？

A:，这个问题我稍微澄清一下，因为国内的增值税下调对毛利率是有积极的影响的，但是退税又是往下走的，所以总的来讲对公司的营业利润影响应该不大。

毛利率的问题，我们过去也聊过很多次，我们并不希望把毛利率做的特别的高，但我们又要维持住毛利率。公司每年推出很多的创新产品，这些新产品的毛利相对较高，可以帮助整个公司的毛利保持在一个比较好的状态，另外公司也在做大量降本的改善工作，这两个方面是公司真正的竞争力来源。至于汇率、增值税下调、收入结构变化等等，这些因素属于短期影响，我们觉得不是特别需要去关注。因为公司的竞争力来源还是在于我们的创新，以及在产品成本方面的改善。

Q: 我们看到 6 月份海外的两个公司，松下、施耐德，他们都把安防业务给剥离到独立的 PE 公司，从您的角度来看，您觉得他们为什么在现在这个时点这么做，然后您觉得后续对于行业会有什么样的影响？

A: 我没有特别仔细去关注过这两个公司，大概在过去五年的时间里，日韩和欧美的品牌在安防这个领域的竞争力是在走下坡路的，所以他们也逐渐在缩减规模。18 年下半年因为中美贸易战等一些非市场因素的影响，包括美国的国防授权法案的限制，一些中国公司、日韩公司以及台湾公司，抓住机会想抢一些市场可能留出来的空档。

从商业竞争的角度来说，我们觉得这些公司本质上并不是特别有竞争力。但是现在因为非市场因素、非商业因素在起作用，可能会有一些增长的机会。这些事情超出了我们能够控制的范围，所以这个事情可能要看一段时间，但我相信不可能长期都是这样的状态。至于松下、施耐德有什么样的考量和打算，我不好判断。

Q: 我记得您之前说打算把营收结构拆分，后续改成按照三个事业部来进行呈现，上半年其实我们还是维持了原有的分法，可以看到中心控制设备这块还是保持一个比较高的增速，能不能请您简单的介绍一下这一块的潜力。

A: 关于报表的呈现的方式，我希望推动公司在这方面做一些调整和变化，把报表的呈现跟公司现在业务的布局一致起来。因为单纯从产品的维度来拆分业务，会让大家产生很多困惑，好像公司就只是卖产品的公司。另外关于中心控制这个产品分类，因为里面有很多的产品，数据中心就放在这个分类里面，有些分析师可能希望借助这个分类的增长来判断公司的战略性业务是否发展良好。确实，不可否认我们的一些 AI 的产品卖得是很不错的，我们比较坚定的在认定的未来发展方向上前进。

但是单纯从这一个分类分析是比较单薄的，中心控制这个分类的金额也不是太大，所以只能说看一些迹象。另外，比如我们的前端里面有非常多的智能产品，我们现在把智能的算法嵌入在前端做成产品，我们的后端产品中有很多带智能化功能的硬盘录像机，所以其他分类都有包含 AI 的产品。希望大家给我们一点时间，因为分类切换对财务部门

的后台核算会有很多要求,也要跟会计准则去做合规,这方面我们还在努力地往前推进,争取在 2019 年的年报能完成切换。

Q: 咱们一直讲从安全到管理到提效率这样一个维度,其实这是对公司供给能力上的一个提升,像以前可能找一些类似安保部门就可以了,未来我们可能想要去对接人力这些方向,感觉这个难度还是挺大的,对于能力的要求其实变化也很多,感觉整个业务的链条会变得更长,从您的角度来看,我们现在走到了哪一个步骤,是我们已经完全调整好了吗?还是说我们还在一个调整的过程之中?

A: 这个问题特别的好,也特别的犀利。我们还在调整过程当中。公司过去给大家的感受还是卖产品的味道更明显一些,从偏重于卖产品,切换到给用户做解决方案,在能力上有非常全面的要求。这个解决方案也不仅是过去那种大的行业方案,还需要结合用户的实际情况,这种方案的颗粒度做到什么程度,哪些作为我们的基线方案,哪些是定制方案,我们不断地在这个产业当中去摸索,找到自己的定位,找到最佳的投入产出的平衡,所以这个事情应该说一直都在路上。

另外一个方面,从 2018 年推进整个调整到现在,不能说我们内部架构调整对于短期收入业绩的完成没有影响。因为面临这么大规模的架构、职责和人员的调整,对员工的工作投入肯定是有影响的。

我们在去年的年报当中提到,我们基本完成了统一软件架构平台的搭建,也把我们的数据架构和计算架构都考虑清楚了,这些真正决定我们战略走向的问题上,我们都已经想明白了。那么剩下比较长的路,是我们在过去三年增加了 2 万人,而这 2 万人是快速的投入到公司的,有一个从进入公司,接受公司的文化,到有业绩产出、与他人协同的过程。我们都知道人的成长有一个时间周期,从员工的成长以及我们业务的调整来说,需要大量的磨合,其中尤其是能力的提升。所以我们内部也做了大量的培训、沟通,包括 EBG、PBG 的行销下沉,做大量细致而务实的工作,这些可能是企业经营不太为外部所知,但同时又特别重要的内容。

Q: 我们现在能够看到,其实整个 AI 在 PBG 的层面,需求确实是很旺盛的,但是在 EBG 层面公司展现出来的一系列案例,我们微观来看,可能 AI 还没有完全走出安全的范畴,您觉得到什么时间能够说 AI 在 EBG 的层面有一个比较好的快速落地,您怎么看这个问题?

A: 现在确实是处于星星之火的状态,我们 EBG 在跟各个行业的头部用户进行业务合作,从房地产、各类能源企业、智能楼宇、园区等等,维度特别的丰富,同时又特别的分散,也比较难看到某一类业务一旦展开后,就形成只需要复制就能开展的模式,这是行业的一个真实状态,就是非常碎片化。

像工地实名制,一定程度上还是偏向于安全管理的需求,但是它又包含了强烈的效率提升需求。因为工地中干活的民工数量多,靠几个人把一个工地中几百上千人管好很难。据统计全国有超过 70 万个工地,工地实名制,运用智能算法对工人身份进行识别,其中也对是否佩戴安全帽进行识别,一方面是安全管理的需求,另一方面是提升管理效率的需求,这两者的界限没有那么的清晰。提升效率的需求一定程度上加速了 AI 业务的发展,现在的工地管理完全不是过去那种手动登记、人盯人的管理。像这样的应用,应

该会越来越多。

目前，确实很难找到快速复制普遍推广的案例，因为这个产业就是小颗粒的碎片业务。

Q: 我们是否可以说明现在整个国内安防这一块应该比三个月前还更乐观，下半年关于 EBG 还有 PBG，是否 EBG 这边会看的比较乐观一些呢？

A: 虽然有很多的不确定性，我们应该讲还是乐观的，谨慎乐观。

短时间来看，外部的干扰因素目前相对来说安静一些，等待下一波的变化，如果中美贸易谈判结果好可能大家都更乐观一些，如果谈判不是那么理想还会再走回头路。

但总的来讲，相信大家都深有感触，中美贸易摩擦开始时，大家都有点战战兢兢，不知道谈判失败会是一个什么局面。通过今年上半年从谈到分的过程，好像大家的心理准备慢慢已经有了。对于海康来说也是一样的，我们对中美贸易的谈判，对美国形势的判断，也是从焦虑担忧到逐渐心里有底的一个过程，所以尽管这些负面因素都还存在，但是心理的准备过程已经做完了，不管最后结果是好是坏，至少不会特别的手忙脚乱。从这个角度来看，我们保持一种乐观的情绪，我们会把更多的精力放到我们业务的发展上面来。尽管不确定性仍然存在，我们看到整个社会的信心，包括各个行业，都随着这样一个大的趋势在波动，但我们相信未来会比今年一季度、去年年底要好。

所以我相信海康有这样的一个心理变化，把精力聚焦到业务上来，其他公司也会走到这样的阶段，不管外部怎么变，把心放下来，认认真真把自己的业务做好。如果所有的公司都这么想，宏观也就好起来了。

从我们内部来说，2018 年我们做了一次大的战略变革，变革过程当中面临一些业务上的调整和员工职责内容的转换，可能心思也没有百分之百都在业务上面。2019 年大家心定下来了，业务架构也清晰了，方向也想明白了，都踏踏实实的把自己的工作做好，所以这方面我们也觉得是一些乐观的因素。

Q: 下半年在现在看到的能见度下，您觉得 EBG 和 PBG 哪个增长会比较快？同时想请教，根据之前提过的内部追踪方法，从内部来看，增长的能见度的长短如何？

A: 能见度肯定是不长的，最聪明的分析师们在这个产业研究了十多年，也没能找到一个比较科学合理的方法把产业看清楚，用模型把它算出来，我们做企业就更草根一点，所以很难说有很长远的视角能把整个业务都看明白。

如果从自己内部，从产业的发展空间来看，我们会把这个票投给 EBG，因为它代表了社会效率提升改善的走向，我们要把社会变得更好，必然面临效率的提升、费用成本的节约，EBG 似乎更吻合大趋势。SMBG 是分销渠道，也面向有很多的改善型的业务机会，SMBG 二季度也是明显向好的。总之，PBG、EBG 和 SMBG 都不能差，因为任何一个 BG 差了，整体的业务可能都无法拉动，但如果说略快一些，还是对 EBG 的期望值更高一些。

Q: 目前 AI 产品的进度跟年初预期的相比，是一个怎么样的变化？

A:不管是什么产业,都存在一些先锋用户。比如说楼宇的门禁,过去绝大部分的门禁都是刷卡,而海康自从去年搬进新园区后,用的是刷脸的门禁,现在杭州也已经有很多地方用上了刷脸的门禁。刷卡存在携带、登记等各方面的问题。比如说车牌识别,现在用停车卡来管理停车场的情况已经越来越少,基本上都是车牌识别,用的比较好的车牌识别是 AI 算法车牌识别。这些行业应用可以把它理解为先锋的行业或先锋的用户。后续会有其他的应用需求,每一年都会有新行业应用起来。所以我们对 AI 产品的发展还是非常的有信心,因为不管是从算法还是硬件产品,我们都做的非常好。

同时需要提到 AI 开放平台,因为在 AI 算法的训练中,除了人脸、车牌这种通用性比较广的算法之外,还有大量的小场景算法。这些小场景算法决定了应用有没有价值,是 AI 产品推得好不好的最根本的关键。我们用 AI 开放平台来解决算法训练的问题,包括之前提到工地安全帽检测的例子,摄像头识别有没有戴安全帽,在算法上要经过一些训练才能实现这个场景的应用。比如说柜台中的商品是否缺货,存货少于临界值进行提醒等等,类似的应用我们都在往前推,已经有很多很好的实践案例。但是要讲预期还是比较难,因为目前做不出来测算模型。

Q:海康现在这几年都处于一个转型、升级、发展、变革的阶段,且自身又有股权激励规定的 20%收入增长的需求。一方面有投入和转型的客观需求,同时也有要对员工和资本市场交代的要求,那如何做这样一个平衡?比如推物信融合或 AICLOUD 的理念,对于一线的员工和同事会是什么样的接受度和状态?因为传统产品是比较简单直白的,但方案或智能化的方面,跟客户的结合度以及各方面的定制化开发难度都会更高,所以请问在此时间段、此状态下,公司自上而下的大概会有怎么样的想法,以及实际推进的状态?

A:在实际推进的过程中也必然存在所谓的“洗脑”,洗脑是否成功,决定员工能否全情投入来做一个新的有困难、有挑战需要克服的领域。

岔开一点讲,过去讲科学是通过实验来证明,并以此来说服别人;但还有一些不靠实验来证明的东西,是引起大家的共鸣。这两者在我们的业务中都存在,一些成功的应用案例,能够给用户很契合的方案提升效率,能够帮用户解决棘手的管理问题,具有很强的说服力。还有另一方面是大家共同的认知产生共鸣,物联网这个产业,如何真正展开应用一直没有好的途径,理念很好,但不知如何实现。现在海康通过传感器为这些事物赋予智能,这是非常关键的一个环节,没有传感的智能,就谈不上物联网的数据输出并走向智能的应用。从这个角度来说,我们的业务能够让大家产生认同,形成共鸣。因而我们的业务能说服自己的员工和客户,又在应用的价值层面能让大家产生需求的共鸣,这样的业务具有很强的生命力。所以在内部推广的过程中,大家很容易达成共识,对这个业务也特别有信心,觉得对未来特别的重要。有这样强烈的驱动在,我们坚信选择的方向是正确的,而过程需要时间。

Q:之前海康整个渠道市场的下沉做的很好,在最近一年海康在渠道推云商平台的理念和方式是对既有的合作方式有一定程度的改变,对合作伙伴的要求也在提升,这种推广会有哪些具体的难度?又是基于什么样的考虑去推云商平台?对公司在收入或者经济上会有什么样的回报?另外,整个推进要出比较明显的效果需要多长时间?

A:渠道业务可以做的很容易,找好经销商,把产品卖给经销商就好,这是一种做法。渠道也可以做得很深,不仅把货卖给经销商,同时也关心经销商花多长时间把货卖出去,卖给谁,下游是谁?是二级经销商还是用户?用户又分别处于哪些行业,是怎么来应用这些产品的,对产品的感受如何等等。要把经销的渠道做扎实,必须一步一步推进、深入。我们认为自己跟经销商是伙伴关系,并非把产品卖给经销商,放入经销商的仓库就完事了。所以我们需要能够把我们、经销商以及更多的二级经销商联系起来的平台型管理工具。现在全国有很多的经销商,若靠人工来管理、沟通,就太复杂了,所以这是云商平台产生的原因。

另一方面,海康的产品比较丰富,经销商也多,靠邮件、口头沟通,效率过低,云商平台可以使信息传递更为高效、便捷。另外,还有很多其他的功能,例如集成商、安装商,是否被认证过,能力等各方面是否被认可,这些问题都可以用平台来做集成管理。同时我们可以给合作伙伴很多的赋能,帮助提升他们的能力(包括提供更多的训练),都可以集成在一个大的综合平台中。关于云商平台,还有很多细致的工作要做。

Q:目前看到海康上半年的所得税较高,年报也提到一些高税负的子公司增长较快,从此来看,海康全年的所得税是否会比往年高?

A:应该不太会有变化。海康威视全年的所得税有效税率一般在10%附近,从目前政策看不会有太大变化;下属子公司的所得税,则根据每个子公司的具体情况所得税也会不一样,包括子公司的利润结转情况等,各方面均可能会有影响。

Q:个人计算海康上半年的所得税约在18%,所以相比去年的税率同比增长较大,故请问具体的变化情况?

A:解释一下,10%税并非指征10%,应该为征15%,退5%。即先预缴15%的税,等到完成申报的时间节点后,再将多征的税退回。所以这18%的所得税,其中有一部分到2020年会退回。另外的原因是子公司的税率不像上市公司海康威视享受10%的优惠税率,故此部分可能超出,比如说:15%或25%都有可能。所以两者结合,暂时看到的税率会比较高。

Q:请问海外市场今年的预期,因为从去年下半年开始,整个海外市场的增速在下降,下半年大概能维持一个什么水平?请问海外市场是否也有像国内市场一样的商机管理系统,可以看到各区域的情况?

A:海外主要是分销方式进行销售,我们努力在项目市场进行推进。今年上半年的海外形势,我们在很多国家原有的推进计划受到了非市场因素的干扰,所以进展都不大,从而导致新的市场开拓受到压力。

整体而言,单纯用分销模式开拓市场并快速发展已越来越难。同时,我们不断在开拓新的市场,发展中国家的经济发展和城市建设不如发达国家那么成熟,但他们对治安的要求在快速提升。有一些有利的因素也有很多不利的因素,很难就海外的情况做收入增长的预期。我们150多个国家均有销售,有乐观也有不乐观,各种变化都落地后最终才能看到上半年海外的收入增长。目前的确无法给出下半年海外的预测数据。总而言之,公

司会努力争取全年 20% 的收入增长。

Q: 关于存货, 看到原材料增长 90% 左右, 此外库存商品也增长了 30% 多, 这相对于之前几个季度的增长也很多, 可以理解为是为渠道铺货做准备吗?

A: 从去年下半年到现在, 尤其 5 月份, 美国出口管制实体清单制裁的声音一直不断。所以原材料备货的问题是比较稳妥的举措。制裁今天没有, 也许明天突然来了, 到时候我们要保证生产持续稳定。虽然有替代的供应商, 但是从一个供应商切换到另外一个, 需要时间。新供应商要组织生产, 同样需要时间。备货能提高企业经营的弹性, 过去我们把控制存货、控制原材料的资金占用作为一个优先级比较高的事情看待, 但是从华为、中兴受到制裁的经历看, 一定量的原材料备货是现在中国高科技企业保证供应链安全的一个相对稳妥的手段, 也是企业经营的自然选择, 没有其他更好的办法。

未来看, 即使有一天制裁的声音缓和, 可能也还有别的不确定性需要衡量。比如前几年日本的大地震, 造成日本物料供应紧缺的局面, 虽然后来问题能解决, 但中间还是有一个时间差。

关于库存商品, 下半年我们对自己的经营还是乐观的判断, 全年要做 20% 销售增长的话, 下半年还有很大的出货量。

Q: 我们政府部分的客户中, 公安算是一个很大的细分了, 据我所知公安部门在四五月份定了一个全年的预算, 现在应该开始进行了 2019 年的招标。从目前的来看, 今年新增的需求情况如何? 另外从大的事件驱动来看, 在 2018 年确实有上海进博会这样的事件驱动, 今年和 2018 年会有什么变化?

A: 我手上没有这么具体的数据, 不过公安需求从二季度来看, 比一季度确实是向好的。

关于驱动事件, 其实每年都有, 比如今年是国庆 70 周年, 前两年有杭州 G20, 上海进博会, 每年都会有一些大型活动, 单个活动的安保投入是比较多的, 但如果把它放到更长的维度来看, 这种事件的驱动就会被平衡掉。单个事件不足以改变公司的业绩好坏, 现在海康的体量大了, 什么样的事件放在我们的体量下影响都有限。所以总体来看只能说需求端好的因素多一些还是差的因素多一些, 如果好的因素多一点, 那么业绩的压力就不大了, 甚至有时候还能做的更好一些。

Q: 想请教一下关于华为竞争方面的问题, 了解到在广东这样的地区我们和华为会有面对面的竞争, 想问一下现在的情况大概怎么样?

A: 这两年我们广东业务中心的业绩是不错的, 在公司内部的业绩排名也比较靠前。政府类的项目有招标法的约束, 政府采购方面的规则还是比较公平和明确的, 大家都有公平参与的机会。华为能做生意的地方我们也能做, 反过来在浙江也不见得只有我们浙江企业在做生意, 华为也在做, 所以政府的采购还是有公平性的, 给大家参与的机会, 做得怎么样就要看自己了。

和华为有竞争, 但我们还是觉得华为是一家优秀的公司, 在中国的科技企业里面, 如果谈学习目标的话, 我们还是要学习华为。华为在集团作战、规模效应方面都做得很好,

我们要努力学习别人的优点，也包括学习行业里其他友商的优秀做法，不管是业务、技术还是公司管理，我们都会保持开放的态度。

Q: 黄总您好，我看第二季度的毛利率提升到了 47.4%，确实非常高，同时每条产品线的毛利都在提升，分地区看，国内和海外的毛利率也都在提升，那么这样全线提升的主要原因是来自哪里呢？您刚才说了三个原因，比如降本增效能不能具体分析一下，是怎样来做的，也想请您判断一下，在三季度我们的毛利率是会怎么走，维持，还是上升或下降？

A:，这个问题没有特别量化的答案，国内全产品线的毛利提升，还是和增值税率的下降有关。增值税税率降低了，我们销售价格没怎么下降，毛利高了，同时增值税退税部分也会减少，这部分归到其他收益并计入到营业利润，所以毛利率提升和税返的下降是一个平衡，对营业利润影响有限。

海外的毛利率部分，受到产品收入结构的影响，之前几期超低端产品增长快，毛利率会向下走，现在毛利率有些提升，是我们在一些产品的成本控制做的更好了，同时汇率因素也有正向的影响。

毛利率的变化可能每个季度都会有些上上下下的波动，大家不用太执着。比如在其他产品中是包含硬盘这样低毛利产品的，如果市场需求变化，我们的硬盘销售多一些，那也会让整体毛利往下走一些，所以不用特别在意。

Q: 关于增速的问题，公司全年计划增长 20%的话，海外目前还是不明朗，那就意味着国内的增速要更好，那么国内主要增长的驱动力能不能更具体一些，比如说今年下半年增长是不是会维持到明年，各个 BG 的占比和增速分别是怎样的，可以分享一下吗？

A: 其实今天关于这个问题有大量的讨论了，下半年我们自己内部也定了经营的目标，包括费用、人员的开支，如果没有一定收入规模来做支撑的话，公司的费用率和经营的健康程度就不够好，所以增速还是要有的。我们内部对于增速是关注的，市场对增速的数字抠得很细，我们可以理解大家在这样的环境下的要求，公司是全力以赴去做。

从几个大的业务模块来说国内海外大概 7:3 的比例，PBG/EBG/SMBG 任何一块收入不达预期，都会造成增速的缺口。就像打仗一样，业务线没有守牢自己的阵地，就会造成整个战役的被动。所以在增长上，公司上下还是齐心协力，如果有些不可抗力的因素出现，业务部门之间需要全力的顶上去，把缺口尽量补一补。

现在我们看宏观的情况，确实很难说是单边走向，比如贸易战，反反复复的变化太频繁了，上半年就是一会谈成一会谈不成，大家的心里也起起伏伏的。除了中美关系，国内包括对待房地产的政策，环保的要求，财政方面的调整，这些大的因素对产业来讲都比较难做具体预期，现在政策的短期化倾向越来越明显了，导致企业可能有时候都不是很适应。这就是我们的现状，所以明年的情况只能今年年底或者明年看，太远的期望我们不太说的上来。从内心期望来讲，还是希望有一个好的收入增长，达到长期的增长目标。

Q: 关于收入拆分里, 其他产品这块的增速是比较快的, 将近 40%, 收入也不小, 能不能有些更具体的数字, 包括公司的一些策略?

A: 其他产品包含的东西比较多, 我们把一些非视频监控的产品, 比如门禁报警, 还有外采的比如硬盘, 都放在其他产品里。对于业务的分类, 这是从之前的报表结构继承过来的, 未来我们也会做一些业务拆分的调整。

从报警门禁产品来看, 我们三年前收购过英国的一家报警公司, 扩展了产品线。门禁对国内也可能是一个不错的产业, 现在门禁用上人脸识别的技术以后, 很多应用的需求就可以衍生出来。关于硬盘, 这个比较简单, 就是给项目做配套的。如果客户需要我们就多卖一些, 如果客户不需要, 我们不卖也没关系。上半年其他产品这个分类的毛利掉了一些, 是硬盘销售增速快一点的原因。

Q: 关于 AI 的落地, PBG 的问题不大, EBG 这里可能还是有些阻力, 我想了解从我们的角度看, AI 用在工业企业部门, 最大的门槛和瓶颈是什么, 是效果不够好, 还是成本不下来, 还是应用的定制方案比较强, 没办法和扩展速度平衡起来呢?

A: 我目前的了解是 AI 在工业企业的拓展还是在投入阶段, 因为产品应用面比较宽, 在各个领域都要投入足够的人力资源, 是一个渐进的过程。我们的费用控制也是严格的, 所以不是一下子铺开, 实施的是渐进式的投入, 就是有机会, 增加更多投入, 再有更多机会, 再增加投入。对我们来说, 节奏上最好比别人只早半步, 最好势头起来了, 产品也准备好了, 订单也进来了。如果比别人早一步两步, 领先的很多, 在市场上开拓了很久, 费用也花了很多, 但是迟迟不见市场放量, 这种感受是很差的。所以这是一个节奏的问题, 我们控制节奏, 从产品、技术各方面看, 我们对自己还是有信心。

参考报告:

1. 《海康威视(002415):景气周期低点已过,公司深化内功稳步回升》20190421
2. 《海康威视(002415):四季度营收略低预期,静待2019需求改善》20190215
3. 《海康威视(002415):营收增速低于预期,四季度望迎来边际改善》20181020
4. 《海康威视(002415):限制性股票计划彰显信心,看好安防龙头长期发展》20180816
5. 《海康威视(002415):半年报符合预期,毛利改善助力业绩稳定释放》20180722
6. 《安防行业跟踪报告:美众议院提案对海康大华无实质性影响,看好行业龙头海外增长潜力》20180528
7. 《海康威视(002415):汇损影响下盈利超预期,毛利率持续提升龙头恒强》20180422
8. 《海康威视(002415):2017年业绩符合预期,本土需求放量、龙头国际化、行业智能化三驾马车推动高速增长》20180227
9. 《海康威视(002415):三季度业绩符合预期,AI Cloud 构筑人工智能大版图》20171030
10. 《海康威视(002415):中期业绩符合预期,人工智能规划助公司打开新篇章》20170723
11. 《海康威视(002415)深度报告:慧眼观天下,开启人工智能大时代》20170423
12. 《海康威视(002415):2016符合预期,2017Q1超预期,人工智能龙头初显》20170414
13. 《海康威视(002415):业绩符合预期,2017稳健成长可期》20170216
14. 《电子行业策略周报:电子绩优白马迎来一轮春季攻势》20170214
15. 《海康威视(002415):二股东减持完毕,总经理全年多次增持彰显发展信心》20161230
16. 《海康威视(002415):盈利水平改善显著,全年高增长可期》20161011
17. 《海康威视(002415):国内业务回暖明显,所得税追溯调整三季度确认》20160724
18. 《安防行业动态跟踪:海外空袭事件频发,安防龙头公司收益》20160724
19. 《海康威视(002415):跟投布局汽车电子,低估白马价值回归》20160704
20. 《海康威视(002415):二季及全年增速回升,低估龙头价值凸显》20160411
21. 《海康威视(002415):逆势稳健成长,静待估值切换》20151020
22. 《海康威视(002415)深度报告:高增长白马价值凸显,国企改革先锋激发活力》20150909
23. 《海康威视(002415):业绩维持高增长,低估优质白马迎来新活力》20150723
24. 《海康威视(002415):“萤石云+”共振传统和互联网业务》20150422
25. 《海康威视(002415):Q1业绩及展望符合预期,被低估的安防龙头》20150413
26. 《海康威视(002415):Q1展望超预期,稳健配置优选品种》20150312
27. 《海康威视(002415):14年完美收官,15年稳健成长可期》20150127

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	44653	53627	71009	87932	106435
现金	16468	26552	32360	40827	50128
交易性投资	4	2	2	2	2
应收票据	3637	2569	4604	5470	6233
应收款项	14705	16619	20956	26272	32019
其它应收款	584	0	617	615	571
存货	4940	5725	6730	8611	10645
其他	4315	2159	5739	6135	6837
非流动资产	6918	9858	9697	9578	9518
长期股权投资	130	163	227	276	332
固定资产	3024	5082	4868	4701	4575
无形资产	429	870	783	705	634
其他	3334	3742	3819	3897	3976
资产总计	51571	63484	80706	97510	115953
流动负债	17201	24709	31633	38274	45109
短期借款	97	3466	9440	10681	12192
应付账款	10040	10302	12734	16450	19885
预收账款	571	641	757	963	1194
其他	6494	10301	8703	10179	11838
长期负债	3765	811	811	811	811
长期借款	490	440	440	440	440
其他	3275	371	371	371	371
负债合计	20967	25520	32444	39085	45920
股本	9229	9227	9348	9348	9348
资本公积金	1047	1542	1542	1542	1542
留存收益	20082	26821	36908	47070	58678
少数股东权益	246	374	464	464	464
归属于母公司所有者权益	30358	37590	47798	57960	69568
负债及权益合计	51571	63484	80706	97510	115953

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7373	9114	5782	13657	15967
净利润	9411	11353	12855	16590	19903
折旧摊销	341	480	610	579	554
财务费用	272	81	(262)	(365)	(502)
投资收益	(45)	(52)	(36)	(63)	(81)
营运资金变动	(2469)	(2721)	(7461)	(3063)	(3888)
其它	(137)	(26)	77	(22)	(19)
投资活动现金流	(1209)	1451	(386)	(369)	(383)
资本支出	(1692)	(2056)	(358)	(383)	(408)
其他投资	483	3507	(28)	14	25
筹资活动现金流	(3402)	(805)	411	(4821)	(6282)
借款变动	(2595)	5797	2796	1241	1510
普通股增加	3126	(2)	121	0	0
资本公积增加	343	494	0	0	0
股利分配	(4272)	(4614)	(2768)	(6427)	(8295)
其他	(4)	(2480)	262	365	502
现金净增加额	2763	9759	5808	8467	9301

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41905	49837	60738	76629	94087
营业成本	23467	27483	32417	41281	51157
营业税金及附加	371	418	473	597	733
营业费用	4430	5893	7299	9060	11124
管理费用	4205	5859	7870	9459	11730
财务费用	265	(424)	(262)	(365)	(502)
资产减值损失	485	427	206	260	319
公允价值变动收益	42	13	15	36	48
投资收益	45	52	21	27	33
营业利润	10443	12336	14504	18586	22292
营业外收入	47	111	86	109	133
营业外支出	3	9	12	12	12
利润总额	10487	12438	14578	18682	22413
所得税	1109	1057	1633	2093	2511
净利润	9378	11382	12945	16590	19903
少数股东损益	(33)	29	90	0	0
归属于母公司净利润	9411	11353	12855	16590	19903
EPS (元)	1.02	1.23	1.38	1.77	2.13

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	31%	19%	22%	26%	23%
营业利润	53%	18%	18%	28%	20%
净利润	27%	21%	13%	29%	20%
获利能力					
毛利率	44.0%	44.9%	46.6%	46.1%	45.6%
净利率	22.5%	22.8%	21.2%	21.6%	21.2%
ROE	31.0%	30.2%	26.9%	28.6%	28.6%
ROIC	29.2%	24.2%	21.8%	23.3%	23.4%
偿债能力					
资产负债率	40.7%	40.2%	40.2%	40.1%	39.6%
净负债比率	4.1%	11.2%	12.2%	11.4%	10.9%
流动比率	2.6	2.2	2.2	2.3	2.4
速动比率	2.3	1.9	2.0	2.1	2.1
营运能力					
资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
存货周转率	5.4	5.2	5.2	5.4	5.3
应收帐款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2
应付帐款周转率	2.8	2.7	2.8	2.8	2.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.02	1.23	1.38	1.77	2.13
每股经营现金	0.80	0.99	0.62	1.46	1.71
每股净资产	3.29	4.07	5.11	6.20	7.44
每股股利	0.50	0.30	0.69	0.89	1.06
估值比率					
PE	26.0	21.5	19.3	14.9	12.4
PB	8.0	6.5	5.2	4.3	3.6
EV/EBITDA	22.6	20.2	16.8	13.2	11.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡，北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，11年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3名，11/12/14/15/16/17/18年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2名，10/14/15/16/17/18年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3名，2018年最具价值金牛分析师。

方竞，西安电子科技大学本硕连读，近5年半导体行业从业经验，有德州仪器等外企海外工作经历，熟悉半导体及消费电子产业链。2017年在太平洋证券，2018年加入招商证券，任电子行业分析师。

王淑姬，北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏，上海交通大学工学硕士，2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数520%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。