

Q2 业绩走出低谷，产业互联网龙头已现

——海康威视 (002415.SZ) 2019 年半年报点评

公司简报

◆事件：

公司发布 2019 年半年报，2019 年上半年实现营业收入 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%。

◆行业需求有所恢复，Q2 业绩走出低谷

公司 19Q2 营收同比增速达到 21.46%，相比 Q1 环比提升 15.29pct，显示行业需求有所回暖，Q2 单季度业绩逐步走出低谷。在盈利能力方面，公司上半年毛利率约为 46.33%，同比提升 1.83pct，主要因为：1) 增值税下调对毛利率有积极影响；2) 公司内部降本增效持续进行，对毛利率有提升作用；3) 收入结构方面，如工程施工占比下降，对整体毛利率提升也有影响。上半年费用率继续保持较高水平，但随着公司继续控制人员招聘，费用率有望逐渐下降。

◆战略方向确定，有望发展为产业互联网龙头

公司将自己的定位从视频监控解决方案提供商升级为以视频为核心的物联网解决方案提供商，并在实际经营中加快产品和销售体系的变革，加快产业布局。在产品方面，公司针对轻量级的应用场景推出 AI 开放平台，针对深度的应用场景则使用定制化 AI 服务的方式，加快布局；在销售体系方面，公司针对 AI 应用碎片化的特点，进一步下沉销售网络，将省级分公司升级为省级业务中心，在省级业务中心下设二级分公司，同时把研发、技术、销售等资源前移，提升区域市场的综合营销能力，与总部实现差异化协同；在海外方面，公司加强本地运营和服务建设，提升公司品牌在当地的影响力。

◆盈利预测、估值与评级：

由于公司研发和销售费用率提升较快，且将在未来一段时间持续下去，我们下调公司 2019—2021 年 EPS 分别至 1.36/1.64/1.98 元（前值分别为 1.48/1.79/2.14 元）。由于公司在行业内的领先地位进一步巩固，面向 AI 等新技术的布局保持领先，我们维持公司的“买入”评级。

◆风险提示：

公司产品销售不达预期，市场竞争格局加剧，宏观经济形势不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	41,905	49,837	60,279	73,450	88,622
营业收入增长率	31.27%	18.93%	20.95%	21.85%	20.66%
净利润（百万元）	9,411	11,353	12,699	15,314	18,474
净利润增长率	26.79%	20.64%	11.86%	20.59%	20.63%
EPS（元）	1.01	1.21	1.36	1.64	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.00%	30.20%	26.79%	27.11%	27.38%
P/E	26	22	19	16	13
P/B	8.2	6.6	5.2	4.4	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 20 日

买入（维持）

当前价：26.48 元

分析师

刘凯（执业证书编号：S0930517100002）

021-52523849

kailiu@ebcn.com

联系人

王经纬

0755-23945524

wangjingwei@ebcn.com

市场数据

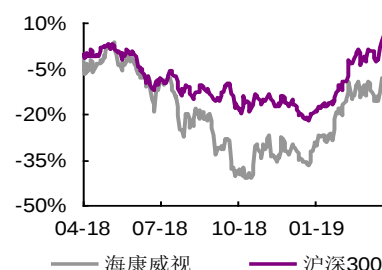
总股本(亿股)：93.48

总市值(亿元)：2475.34

一年最低/最高(元)：22.29/42.38

近 3 月换手率：26.86%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-11.01	-11.60	-18.11
绝对	-3.54	18.47	-10.01

资料来源：Wind

相关研报

行业不确定因素致 Q4 增速放缓，19 年安防行业回暖助力稳定增长——海康威视 (002415.SZ) 2018 年度业绩快报点评

..... 2019-02-18

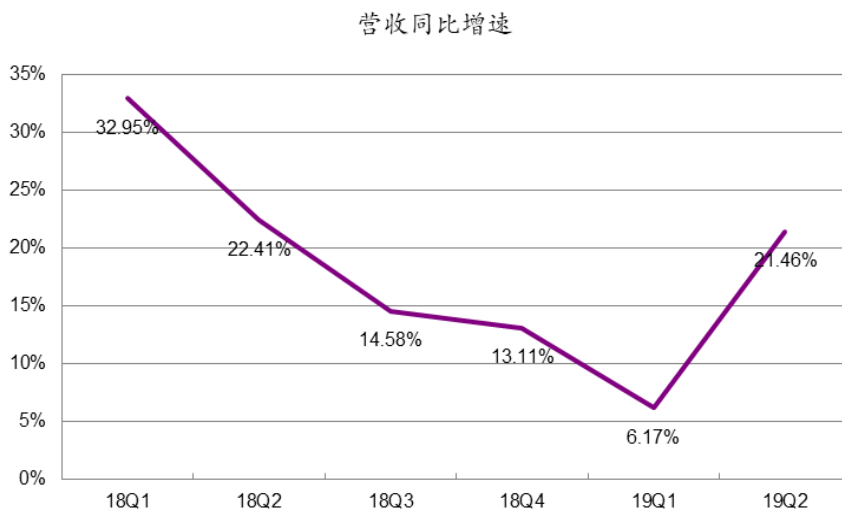
主动去库存影响短期业绩，长期增长确定性不减——海康威视 (002415.SZ) 2018 年第三季度业绩报告点评

..... 2018-10-24

1、行业需求有所恢复，Q2 业绩走出低谷

受到宏观经济下行与贸易摩擦等事件的不利影响，安防行业的需求在 18Q2 之后明显减弱，导致公司营收同比增速逐季下降，18Q1 增速为 32.95%，18Q2 增速为 22.41%，18Q3 增速为 14.58%，18Q4 增速为 13.11%，19Q1 增速为 6.17%。在进入三月份之后，行业需求有所回暖，公司 19Q2 营收同比增速达到 21.46%，已经走出低谷。

图 1：公司营收增速逐渐走出低谷



资料来源：Wind，光大证券研究所

在毛利率方面，公司上半年毛利率约为 46.33%，同比提升 1.83pct。毛利率提升主要因为：1) 增值税下调对毛利率有积极影响；2) 公司内部降本增效持续进行，对毛利率有提升作用；3) 收入结构方面，如工程施工占比下降，对整体毛利率提升也有影响。由于公司每年都会享受软件著作权的增值税退税，所以尽管增值税率下降有利于毛利率提升，但是相应的计入其他收益的退税额也会减少，所以增值税对营业利润率的影响几乎可以忽略。

在费用率方面，公司正处于从安防企业向产业互联网企业转型的过程中，需要在销售、研发等多方面投入资源，导致费用率上升较快，这也是公司归母净利润增速慢于营收增速的最主要原因。具体来看，公司 19H1 的研发费用率约为 10.47%，同比提升 1.31pct；销售费用率约为 13.43%，同比提升 0.74pct。在经过 2016 年—2018 年的大规模人员扩张之后，公司接下来将加强内部的培训和管理，夯实基础、提升效率，2019 年的人员招聘增速将有明显下降，公司的费用率将在未来几个季度持续改善。公司 19H1 的财务费用率约为 -0.54%，同比提高 0.22pct，主要由于上半年的汇兑损失增加。

在创新业务方面，公司智能家居业务 19H1 年营收约为 11.39 亿元，同比增长 56.92%，毛利率达到 38.56%，继续保持盈利；在包括海康机器人、海康汽车技术、海康微影、海康存储、海康慧影等在内的其他创新业务方面，19H1 营收约为 5.89 亿元，同比增长 54.84%，毛利率达到 41.96%，同比提升 3.42pct。

公司期末的存货约为 86.11 亿元，相比年初增长 50.41%，主要由于：1) 公司为了应对可能的制裁带来的不确定性而增加了原材料备货；2) 公司预计下半年行业需求回暖而增加了产成品的库存。

公司预计 2019 年前三季度实现归母净利润同比增速位于 0%—15% 的区间内，按照区间中值来算，预计 Q3 实现归母净利润约为 37.34 亿元，同比增长 15.25%，继续保持逐季改善的趋势。

2、战略方向确定，有望发展为产业互联网龙头

在看到 AI、云计算等新技术的潜力之后，公司将自己的定位从视频监控解决方案提供商升级为以视频为核心的物联网解决方案提供商，并从 2016 年开始进入转型期，至 2018 年已经初步完成了战略规划制定并付诸实施。

2016 年，公司尽管看到了行业新的发展趋势，但仍主要是推出具有智能分析功能的摄像机、NVR、服务器等产品，还是停留在单纯卖产品的阶段；

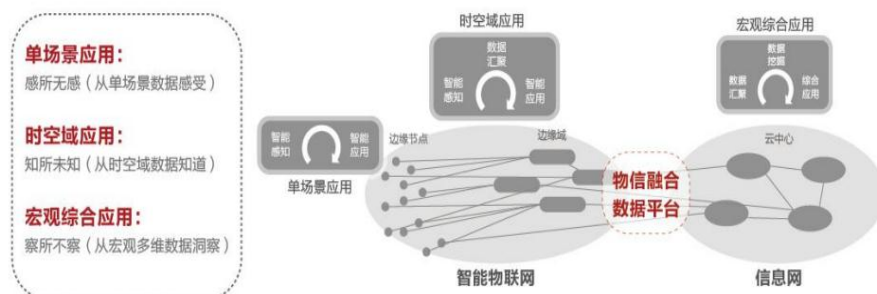
2017 年，公司提出 AI Cloud 技术架构，认为未来智能物联网将是边缘计算与云计算的相互融合，以便实现“边缘感知、按需汇聚、多层认知、分级应用”的愿景，公司战略从单一设备上升到整体架构的层面；

2018 年，公司提出“物信融合”的数据架构，一方面是实现数据的跨网、跨层整合，另一方面是针对不同场景打造不同的应用平台，赋能各行各业，从而提高产业效率，公司 AI Cloud 技术架构有了落地的路径。

与此同时，公司在实际经营中加快产品和销售体系的变革，加快产业布局。在产品方面，公司针对轻量级的应用场景推出 AI 开放平台，针对深度的应用场景则使用定制化 AI 服务的方式，加快布局；在销售体系方面，公司针对 AI 应用碎片化的特点，进一步下沉销售网络，将省级分公司升级为省级业务中心，在省级业务中心下设二级分公司，同时把研发、技术、销售等资源前移，提升区域市场的综合营销能力，与总部实现差异化协同；在海外方面，公司加强本地运营和服务建设，提升公司品牌在当地的影响力。

以 AI 为核心的物联网技术还处于方兴未艾的阶段，公司作为行业领头羊，正处于探索发展方向的前沿领域，领先于其他竞争对手，有望在未来的物联网时代抢占先机、进一步扩大自己的领先优势。

图 2：公司的物信融合理念打造了数据分析的平台



资料来源：公司官网，光大证券研究所

3、盈利预测、估值与评级

我们认为海康威视在安防行业优势明显，2019 年行业需求正在逐季回暖，同时公司正加强对于 AI 的投入，未来前景广阔；在新兴应用领域，海康威视积极布局萤石云、AGV 机器人与仓储物流管理系统、工业摄像机、汽车电子等新兴业务，未来将受益于中国智能制造升级，拥抱更大市场。由于公司研发和销售费用率提升较快，且将在未来一段时间持续下去，我们下调公司 2019—2021 年 EPS 分别至 1.36/1.64/1.98 元（前值分别为 1.48/1.79/2.14 元）。由于公司在行业内的领先地位进一步巩固，面向 AI 等新技术的布局保持领先，我们维持公司的“买入”评级。

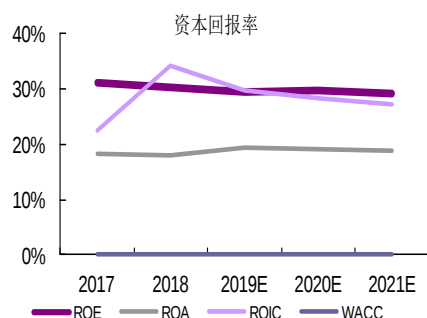
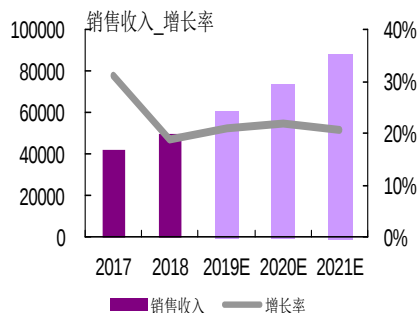
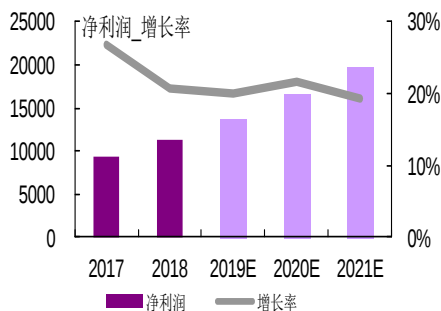
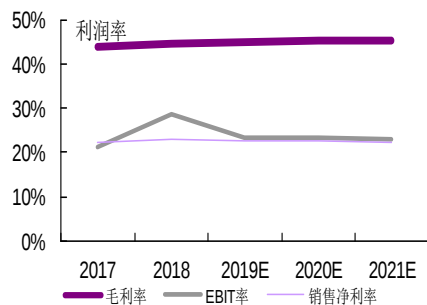
业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	41,905	49,837	60,279	73,450	88,622
营业收入增长率	31.27%	18.93%	20.95%	21.85%	20.66%
净利润（百万元）	9,411	11,353	12,699	15,314	18,474
净利润增长率	26.79%	20.64%	11.86%	20.59%	20.63%
EPS（元）	1.01	1.21	1.36	1.64	1.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.00%	30.20%	26.79%	27.11%	27.38%
P/E	26	22	19	16	13
P/B	8.2	6.6	5.2	4.4	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 7 月 20 日

4、风险提示：

公司产品销售不达预期，市场竞争格局加剧，宏观经济形势不达预期。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,905	49,837	60,279	73,450	88,622
营业成本	23,467	27,483	33,192	40,181	48,254
折旧和摊销	341	480	611	747	887
营业税费	371	418	723	881	1,063
销售费用	4,430	5,893	7,234	9,181	11,344
管理费用	4,205	1,376	6,028	7,345	8,862
财务费用	265	-424	-546	-596	-784
公允价值变动损益	42	13	80	80	80
投资收益	45	52	50	50	50
营业利润	10,443	12,336	13,778	16,587	20,013
利润总额	10,487	12,438	13,875	16,734	20,190
少数股东损益	-33	29	-3	-2	1
归属母公司净利润	9,411	11,353	12,699	15,314	18,474

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	51,571	63,484	72,003	86,981	105,066
流动资产	44,653	53,627	60,483	73,877	90,496
货币资金	16,468	26,552	29,631	33,251	38,747
交易型金融资产	4	2	0	80	160
应收账款	14,705	16,619	15,070	18,362	22,156
应收票据	3,637	2,569	3,108	3,787	4,569
其他应收款	584	0	964	1,175	1,418
存货	4,940	5,725	6,638	8,036	9,651
可供出售投资	287	291	291	291	291
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	130	163	163	163	163
固定资产	3,024	5,082	6,219	7,266	8,208
无形资产	429	870	826	785	746
总负债	20,967	25,520	24,221	30,116	37,225
无息负债	15,712	18,436	22,481	26,876	32,185
有息负债	5,254	7,084	1,740	3,240	5,040
股东权益	30,604	37,964	47,782	56,865	67,841
股本	9,229	9,227	9,348	9,348	9,348
公积金	5,303	6,417	8,803	8,803	8,803
未分配利润	16,598	22,361	29,310	38,395	49,370
少数股东权益	246	374	371	369	370

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	7,373	9,114	12,675	9,638	12,286
净利润	9,411	11,353	12,699	15,314	18,474
折旧摊销	341	480	611	747	887
净营运资金增加	5,757	-459	3,964	10,632	11,878
其他	-8,136	-2,260	-4,600	-17,056	-18,953
投资活动产生现金流	-1,209	1,451	-1,973	-1,950	-1,950
净资本支出	-1,669	-2,038	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	130	163	0	0	0
其他资产变化	330	3,325	27	50	50
融资活动现金流	-3,402	-805	-7,624	-4,068	-4,839
股本变化	3,126	-2	121	0	0
债务净变化	530	1,829	-5,344	1,500	1,800
无息负债变化	3,584	2,724	4,045	4,396	5,309
净现金流	2,507	9,995	3,078	3,620	5,497

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	31.27%	18.93%	20.95%	21.85%	20.66%
净利润增长率	26.79%	20.64%	11.86%	20.59%	20.63%
EBITDA 增长率	35.71%	58.48%	-6.84%	21.11%	20.34%
EBIT 增长率	35.48%	59.16%	-7.99%	21.06%	20.42%
估值指标					
PE	26	22	19	16	13
PB	8	7	5	4	4
EV/EBITDA	27	17	18	15	12
EV/EBIT	28	17	19	16	13
EV/NOPLAT	31	19	20	17	14
EV/Sales	6	5	4	3	3
EV/IC	7	6	6	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	44.00%	44.85%	44.94%	45.29%	45.55%
EBITDA 率	22.16%	29.54%	22.75%	22.61%	22.55%
EBIT 率	21.35%	28.57%	21.74%	21.59%	21.55%
税前净利润率	25.02%	24.96%	23.02%	22.78%	22.78%
税后净利润率 (归属母公司)	22.46%	22.78%	21.07%	20.85%	20.85%
ROA	18.18%	17.93%	17.63%	17.60%	17.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.00%	30.20%	26.79%	27.11%	27.38%
经营性 ROIC	22.38%	34.31%	27.53%	26.06%	25.34%
偿债能力					
流动比率	2.60	2.17	2.74	2.80	2.86
速动比率	2.31	1.94	2.44	2.50	2.56
归属母公司权益/有息债务	5.78	5.31	27.25	17.44	13.39
有形资产/有息债务	9.59	8.73	40.52	26.39	20.56
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.01	1.21	1.36	1.64	1.98
每股红利	0.49	0.59	0.67	0.80	0.97
每股经营现金流	0.79	0.97	1.36	1.03	1.31
每股自由现金流(FCFF)	0.15	1.32	0.71	0.28	0.48
每股净资产	3.25	4.02	5.07	6.04	7.22
每股销售收入	4.48	5.33	6.45	7.86	9.48

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼