

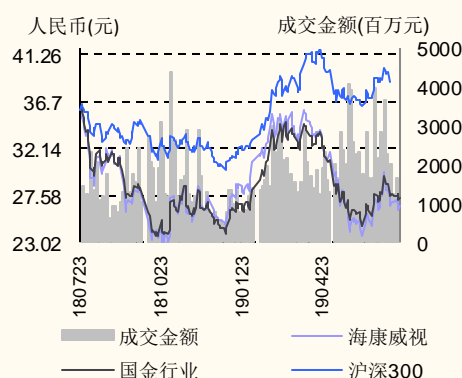
## 海康威视 (002415.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 26.48 元  
目标价格 (人民币): 38.10-38.10 元

### 市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	8,074.01
总市值 (百万元)	247,533.88
年内股价最高最低 (元)	35.95/23.02
沪深 300 指数	3802.79
中小板综	8741.83



### 相关报告

1. 《智能物联、物信融合，安防龙头再启航-智能物联、物信融合，安防...》，2019.5.14

**樊志远** 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003 (8621)61038318  
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

**鲁洋洋** 联系人  
luyangyang@gjzq.com.cn

**张纯** 联系人  
zhang\_chun@gjzq.com.cn

## 二季度毛利率提升明显，下半年有望稳健增长

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	1.020	1.230	1.359	1.637	1.964
每股净资产 (元)	3.29	4.07	4.72	5.48	6.37
每股经营性现金流 (元)	0.86	1.04	0.86	1.71	1.94
市盈率 (倍)	38.25	20.94	19.48	16.17	13.48
净利润增长率 (%)	26.79%	20.64%	11.94%	20.44%	19.97%
净资产收益率 (%)	31.00%	30.20%	29.18%	30.28%	31.25%
总股本 (百万股)	9,227.27	9,348.47	9,348.47	9,348.47	9,348.47

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

■ 公司发布中报业绩: 2019年1-6月, 营收239.23亿元, 同比增长14.6%, 归属于公司股东的净利润为42.16亿元, 同比增长1.67%, 业绩符合预期。

### 经营分析

■ 二季度营收恢复快速增长, 盈利能力较一季度大幅提升。二季度单季度营收140亿元, 同比增长21.46%, 归母净利润28.81亿元, 同比增长15%。二季度毛利率达到47.39%, 盈利能力大幅提升。主要原因为安防业务较一季度有所恢复、创新业务高速增长拉动、产品结构优化、增值税减免以及成本改善等因素。分业务来看, 公司创新业务增长强劲, 毛利率改善明显, 智能家居上半年实现营收11.39亿元, 同比增长56.9%, 毛利率提升2.23%, 其他创新业务上半年实现营收5.89亿元, 同比增长54.8%, 毛利率提升3.42%。毛利率较高的中心控制设备上半年实现营收34.87亿, 同比增长24.6%, 毛利率提升2.54%。

■ 安防业务向好, 创新业务拉动, 费用管控, 下半年预计增长稳健。公司预计2019年1-9月, 归属于上市公司股东的净利润变动幅度为0-15%, 按照预测的中值测算, 三季度单季净利润为37.35亿元, 同比增长14.92%。我们认为, 公司的安防业务逐渐向好, EBG业务快速增长有望继续保持, 尤其是一些新的需求, 如垃圾分类监控、ETC等, PBG和SMBG业务有望逐步恢复, 萤石业务、机器人业务盈利有望继续提升, 汽车电子、存储业务等其他创新业务快速成长, 公司也在积极进行各项费用的管控, 下半年业绩有望实现稳健增长。

■ 继续加大研发力度, 业务布局稳扎稳打, 迎接5G时代新变化。受到中美贸易摩擦的影响, 公司出口受到了影响, 上半年境外营收为69.43亿元, 同比增长10.29%, 二季度单季海外增长表现平淡。美国市场2018年下半年开始下滑, 土耳其、巴基斯坦等国家由于汇率问题影响较大。但是发展中国家, 如越南、印度、菲律宾需求增长明显, 整体来看, 国内的需求及时的补上了海外增速下滑的缺口。上半年, 公司继续加大研发投入, 研发费用25.04亿元, 同比增长30.9%。我们认为, 短期来看, 公司还会受到贸易摩擦因素的影响, 但是从中长期来看, 公司业务布局扎实, 渠道逐级下沉, 正在从安防综合服务商走向以视频为核心的物联网解决方案提供商。5G时代, 在AI和高清视频监控需求的驱动下, 安防行业将焕发新的生机和活力, 公司有望积极受益。

### 投资建议

■ 预测公司2019-2021年净利润分别为127.1、153.0及183.6亿元, EPS分别为1.36、1.63、1.96元, 现价对应PE为19.5、16.1、13.5倍。我们给予公司2019年28倍估值, 目标价38.1元。

### 风险

■ 安防增速放缓, 政府项目决策周期长, 中美贸易摩擦, 出口增长存在不确定性, 华为等巨头进入, 竞争进一步加剧, AI、超高清渗透不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万  
元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>31,924</b>	<b>41,905</b>	<b>49,837</b>	<b>59,500</b>	<b>72,400</b>	<b>86,900</b>
增长率	31.3%	18.9%	19.4%	21.7%	20.0%	
主营业务成本	-18,650	-23,467	-27,483	-32,904	-39,783	-47,686
%销售收入	58.4%	56.0%	55.1%	55.3%	54.9%	54.9%
毛利	13,274	18,438	22,354	26,596	32,617	39,215
%销售收入	41.6%	44.0%	44.9%	44.7%	45.1%	45.1%
营业税金及附加	-255	-371	-418	-500	-601	-721
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-2,991	-4,430	-5,893	-6,724	-8,181	-9,994
%销售收入	9.4%	10.6%	11.8%	11.3%	11.3%	11.5%
管理费用	-3,107	-4,205	-5,859	-6,908	-7,892	-9,559
%销售收入	9.7%	10.0%	11.8%	11.6%	10.9%	11.0%
息税前利润 (EBIT)	6,921	9,432	10,184	12,465	15,943	18,941
%销售收入	21.7%	22.5%	20.4%	20.9%	22.0%	21.8%
财务费用	226	-265	424	120	-1	116
%销售收入	-0.7%	0.6%	-0.9%	-0.2%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-317	-485	-427	-365	-413	-417
公允价值变动收益	-40	42	13	0	0	0
投资收益	40	45	52	50	50	50
%税前利润	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%	0.2%
营业利润	6,830	10,443	12,336	13,769	16,579	19,890
营业利润率	21.4%	24.9%	24.8%	23.1%	22.9%	22.9%
营业外收支	1,480	44	103	120	150	180
税前利润	8,310	10,487	12,438	13,889	16,729	20,070
利润率	26.0%	25.0%	25.0%	23.3%	23.1%	23.1%
所得税	-890	-1,109	-1,057	-1,181	-1,422	-1,706
所得税率	10.7%	10.6%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
净利润	7,420	9,378	11,382	12,709	15,307	18,364
少数股东损益	-2	-33	29	0	0	0
归属于母公司的净利润	7,422	9,411	11,353	12,709	15,307	18,364
净利率	23.2%	22.5%	22.8%	21.4%	21.1%	21.1%

现金流量表 (人民币百  
万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>7,420</b>	<b>9,378</b>	<b>11,382</b>	<b>12,709</b>	<b>15,307</b>	<b>18,364</b>
少数股东损益	-2	-33	29	0	0	0
非现金支出	558	826	907	1,044	1,301	1,488
非经营收益	-50	122	-44	764	423	358
营运资金变动	-1,806	-2,344	-2,625	-6,598	-1,255	-2,336
经营活动现金净流	6,122	7,982	9,619	7,919	15,776	17,875
资本开支	-892	-1,669	-2,038	-795	-2,638	-1,913
投资	-2,518	379	3,317	0	0	-100
其他	27	81	171	50	50	50
投资活动现金净流	-3,383	-1,209	1,451	-745	-2,588	-1,963
股权募资	247	92	98	365	0	0
债权募资	2,467	345	1,748	2,163	-289	-603
其他	-2,059	-4,095	-2,415	-7,732	-8,937	-10,753
筹资活动现金净流	656	-3,658	-570	-5,203	-9,226	-11,356
现金净流量	3,395	3,116	10,499	1,970	3,962	4,556

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	13,635	16,468	26,552	28,523	32,485	37,041
应收账款	14,615	18,926	19,776	22,493	26,777	32,385
存货	3,825	4,940	5,725	9,015	9,810	11,105
其他流动资产	4,449	4,319	1,574	994	1,118	1,360
流动资产	36,523	44,653	53,627	61,025	70,189	81,891
%总资产	88.4%	86.6%	84.5%	86.3%	86.2%	87.3%
长期投资	570	441	1,160	1,510	1,860	2,029
固定资产	3,170	4,460	5,499	6,910	8,111	8,629
%总资产	7.7%	8.6%	8.7%	9.8%	10.0%	9.2%
无形资产	659	678	1,082	1,060	1,039	1,018
非流动资产	4,816	6,918	9,858	9,660	11,220	11,926
%总资产	11.6%	13.4%	15.5%	13.7%	13.8%	12.7%
<b>资产总计</b>	<b>41,339</b>	<b>51,571</b>	<b>63,484</b>	<b>70,685</b>	<b>81,409</b>	<b>93,817</b>
短期借款	48	1,644	6,644	5,300	5,012	4,409
应付款项	9,388	11,858	14,360	13,861	17,112	21,052
其他流动负债	2,680	3,700	3,706	3,298	4,044	4,886
流动负债	12,116	17,201	24,709	22,459	26,168	30,347
长期贷款	1,722	490	440	4,240	4,240	4,240
其他长期负债	3,014	3,275	371	60	72	87
负债	16,852	20,967	25,520	26,759	30,481	34,674
<b>普通股股东权益</b>	<b>24,289</b>	<b>30,358</b>	<b>37,590</b>	<b>43,552</b>	<b>50,554</b>	<b>58,769</b>
少数股东权益	198	246	374	374	374	374
负债股东权益合计	41,339	51,571	63,484	70,685	81,409	93,817

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.216	1.020	1.230	1.359	1.637	1.964
<b>每股净资产</b>	<b>3.980</b>	<b>3.289</b>	<b>4.074</b>	<b>4.720</b>	<b>5.479</b>	<b>6.369</b>
每股经营现金净流	1.003	0.865	1.042	0.858	1.710	1.937
每股股利	0.400	0.700	0.750	0.800	0.900	1.100
回报率						
净资产收益率	30.56%	31.00%	30.20%	29.18%	30.28%	31.25%
<b>总资产收益率</b>	<b>17.95%</b>	<b>18.25%</b>	<b>17.85%</b>	<b>17.95%</b>	<b>18.77%</b>	<b>19.55%</b>
投入资本收益率	21.16%	23.52%	20.69%	21.33%	24.24%	25.56%
增长率						
主营业务收入增长率	26.32%	31.27%	18.93%	19.39%	21.68%	20.03%
<b>EBIT 增长率</b>	<b>24.76%</b>	<b>36.27%</b>	<b>7.98%</b>	<b>22.39%</b>	<b>27.91%</b>	<b>18.80%</b>
净利润增长率	26.46%	26.79%	20.64%	11.94%	20.44%	19.97%
总资产增长率	36.36%	24.75%	23.33%	11.34%	15.17%	15.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	110.7	113.0	114.7	112.0	108.0	108.0
<b>存货周转天数</b>	<b>65.0</b>	<b>68.2</b>	<b>70.8</b>	<b>100.0</b>	<b>90.0</b>	<b>85.0</b>
应付账款周转天数	126.0	132.6	135.1	130.0	132.0	135.0
固定资产周转天数	32.6	26.3	37.2	39.5	38.3	33.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.45%	-36.66%	-51.29%	-42.99%	-45.23%	-47.67%
EBIT 利息保障倍数	-30.6	35.5	-24.0	-104.0	13657.32	-162.9
资产负债率	40.77%	40.66%	40.31%	37.96%	37.53%	37.04%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	7	23	44
增持	1	2	3	9	15
中性	0	0	0	1	5
减持	0	0	0	1	1
评分	1.50	1.40	1.30	1.41	1.43

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

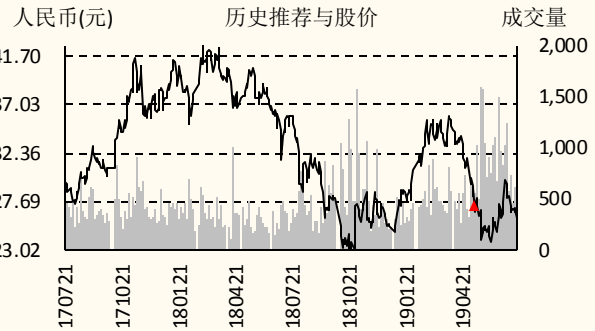
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-05-14	买入	27.28	38.10~38.10

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH