

# 上半年持续稳健经营实现正增长，长期仍坚定看好转型布局

海康威视（002415）2019 年中报点评 | 2019.7.22

中信证券研究部

核心观点



**徐涛**  
首席电子分析师  
S1010517080003



**胡叶倩雯**  
电子分析师  
S1010517100004

公司 2019 年上半年实现营收 239.23 亿元，同比+14.60%，实现归母净利润 42.17 亿元，同比+1.67%，其中 Q2 实现 139.81 亿元，同比+21.5%，归母净利润 26.81 亿元，同比+14.98%，Q2 在国际局势动荡下仍然稳健成长。往后看，预计 2019 年业绩逐季改善，前三季度净利润增速落在 0-15%。我们长期仍看好公司的转型布局，维持“买入”评级。

■ **公司上半年持续稳健经营，业绩实现正增长 1.67%，下半年逐季改善。**公司 2019 年上半年实现营收 239.23 亿元，同比+14.60%，实现归母净利润 42.17 亿元，同比+1.67%；扣非后归母净利润 41.22 亿元，同比+2.82%，好于市场悲观预期，主要源于 Q2 增长较快：公司 Q2 营收 139.81 亿元（同比+21.5%），归母净利润 26.81 亿元（同比+14.98%），在国际局势动荡下仍然稳健成长，助力公司上半年业绩实现正增长。整体来看，公司上半年毛利率同比+1.83pcts 至 46.33%，主要受益于国内增值税税率下调及工程施工占比降低带来的结构性变化，此外也部分受益于自动化升级带来的降本增效及汇率波动；考虑到增值税影响与其他收益的对冲、产品结构季节性特征，我们认为公司整体毛利率在稳健经营中持续表现稳健，预计全年毛利率将保持稳定。费用端来看，为保长期发展公司坚定扩张人员，目前员工人数超 3 万人，为公司长期布局打下人才基础，公司上半年期间费用率同比+2.5pcts 至 26.4%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别+0.7pct/+0.2pct/+1.3pcts/+0.2pct（上半年股权激励费用约 2.40 亿元），预计未来随收入增速回升、公司内部改革成效渐显，费用率有望保持稳定。整体来看，我们认为公司上半年在国内外动荡背景下仍保持稳定增长，公司预计 2019 年三季报业绩增速落在 0~15%，对应净利润金额为 73.96 亿~85.05 亿元，照此测算 Q3 业绩增速中枢约 15%，下半年改善好于上半年；我们维持公司全年营收增速 20%+的预计。

■ **国内外均逆风前行，预计下半年国内业务仍环比改善，海外动荡下预计继续稳健经营。**分地区来看，公司国内/外营收分别同比+16.46%/+10.29%至 169.80 亿、69.43 亿元，国内外营收占比为 71%、29%，海外营收在宏观影响下增速放慢但仍然实现逆风正增长，国内营收则持续稳健增长，其中 EBG 表现更优。展望下半年，（1）我们预计国内业务仍将环比持续改善，EBG 增速高于整体：其中 PBG 业务有望逐步复苏（我们统计的上半年政府安防项目招投标额分别同比-7%/+1%）；EBG 业务从传统安防扩展至企业效率提升，打开更大行业空间同时融入 AI、大数据等方案，大幅提升单项目 ASP，预计增速高于整体；SMBG 则受益于“蜂巢计划”及渠道改革，有望实现更高壁垒下的稳健增长。另，公司创新业务（含智能家居）营收同比+56.21%至 17.28 亿元，萤石、机器人业务持续盈利，有望成为长期发展新动能。（2）海外业务仍面临宏观不确定性，我们预计下半年持续稳健发展：受贸易摩擦、汇率波动等非市场因素影响，公司上半年海外业务面临较大压力，部分中高端市场拓展延缓，未来公司有望继续夯实海外渠道，并优化地区布局，开拓展中东等新市场，对冲国际形势的不确定性，我们预计下半年公司海外业务仍将持续稳健发展。

|             |               |
|-------------|---------------|
| <b>海康威视</b> | <b>002415</b> |
| <b>评级</b>   | <b>买入（维持）</b> |
| 当前价         | 26.48 元       |
| 目标价         | 34.25 元       |
| 总股本         | 9,348 百万股     |
| 流通股本        | 8,074 百万股     |
| 52 周最高/最低价  | 36.85/23.6 元  |
| 近 1 月绝对涨幅   | -2.43%        |
| 近 6 月绝对涨幅   | -7.86%        |
| 近 12 月绝对涨幅  | -26.50%       |

■ **战略来看**，公司稳健经营应对外部挑战，架构调整提升内部运营效率，我们长期仍坚定看好公司布局。当前外部环境仍有不确定性，公司经营更加稳健，一方面为保障供应链安全，公司加快寻找替代供应商并积极备货，截至 2019 上半年存货 86.11 亿元，同比 +56.36%，存货占比提升 4.36pcts 至 13.38%，其中原材料金额同比 +98.06% 至 29.91 亿元，库存商品金额同比 +33.16% 至 47.29 亿元；另一方面，公司主动放弃现金流不达标订单，2019H1 经营性现金流占净利润比重同比 +28.9pcts。此外，公司内部架构调整持续（如国内将分公司升级为省级业务中心、七大行业合并为三大 BG 等），并持续推动研发力量下沉，未来公司总部将负责完成基础构架和通用模块，区域团队则负责打造定制化解决方案，有利于更好实现客户响应能力和人员管理效率的提升。公司物信融合平台正逐步走向成熟，目前加速应用到更多行业场合，如大数据分析和工业自动化等，为公司打开更广阔空间，我们长期仍坚定看好公司的发展方向。

■ **风险因素**：下游需求疲弱；海外市场动荡；大数据转型不及预期；汇率风险；费用管控不佳等。

■ **投资建议**：我们长期仍看好公司视频安防领域智能化进步带来的放量，预计新业务爆发式增长将带来新的业绩增长点。我们维持 2019/20/21 年 EPS 预测 1.37/1.67/2.04 元，考虑公司龙头地位，按照 2019 年 PE 25 倍给予目标价 34.25 元，维持“买入”评级。

| 项目/年度           | 2017      | 2018      | 2019E     | 2020E     | 2021E     |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)       | 41,905.48 | 49,837.13 | 59,920.64 | 72,094.24 | 86,527.78 |
| 营业收入增长率         | 31%       | 19%       | 20%       | 20%       | 20%       |
| 净利润(百万元)        | 9,410.86  | 11,352.87 | 12,851.79 | 15,653.54 | 19,028.64 |
| 净利润增长率          | 27%       | 21%       | 13%       | 22%       | 22%       |
| 每股收益 EPS(基本)(元) | 1.03      | 1.24      | 1.37      | 1.67      | 2.04      |
| 毛利率%            | 44%       | 45%       | 45%       | 45%       | 45%       |
| 净资产收益率 ROE%     | 31.00%    | 30.20%    | 27.37%    | 27.80%    | 28.12%    |
| 每股净资产 (元)       | 3.25      | 4.02      | 5.02      | 6.02      | 7.24      |
| PE (x)          | 26        | 21        | 19        | 16        | 13        |
| PB (x)          | 8         | 7         | 5         | 4         | 4         |

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 7 月 19 日收盘价

利润表 (百万元)

| 指标名称         | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入         | 41,905 | 49,837 | 59,921 | 72,094 | 86,528 |
| 营业成本         | 23,467 | 27,483 | 32,780 | 39,535 | 47,551 |
| 毛利率          | 44.00% | 44.85% | 45.29% | 45.16% | 45.05% |
| 营业税金及附加      | 371    | 418    | 504    | 617    | 731    |
| 销售费用         | 4,430  | 5,893  | 7,670  | 8,969  | 10,556 |
| 营业费用率        | 10.57% | 11.82% | 12.80% | 12.44% | 12.20% |
| 管理费用         | 1,011  | 1,376  | 2,277  | 2,545  | 2,855  |
| 管理费用率        | 2.41%  | 2.76%  | 3.80%  | 3.53%  | 3.30%  |
| 财务费用         | 265    | (424)  | (511)  | (686)  | (833)  |
| 财务费用率        | 0.63%  | -0.85% | -0.85% | -0.95% | -0.96% |
| 投资收益         | 45     | 52     | 46     | 47     | 48     |
| 营业利润         | 10,443 | 12,336 | 13,903 | 17,005 | 20,696 |
| 营业利润率        | 24.92% | 24.75% | 23.20% | 23.59% | 23.92% |
| 营业外收入        | 47     | 111    | 150    | 103    | 121    |
| 营业外支出        | 3      | 9      | 14     | 9      | 10     |
| 利润总额         | 10,487 | 12,438 | 14,039 | 17,099 | 20,807 |
| 所得税          | 1,109  | 1,057  | 1,193  | 1,453  | 1,768  |
| 所得税率         | 10.58% | 8.50%  | 8.50%  | 8.50%  | 8.50%  |
| 少数股东损益       | (33)   | 29     | (6)    | (8)    | 10     |
| 归属于母公司股东的净利润 | 9,411  | 11,353 | 12,852 | 15,654 | 19,029 |
| 净利率          | 22.46% | 22.78% | 21.45% | 21.71% | 21.99% |

现金流量表 (百万元)

| 指标名称         | 2017   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 税前利润         | 10,487 | 12,438  | 14,039 | 17,099 | 20,807 |
| 所得税支出        | -1,109 | -1,057  | -1,193 | -1,453 | -1,768 |
| 折旧和摊销        | 341    | 480     | 99     | 148    | 197    |
| 营运资金的变化      | -2,344 | -2,625  | -2,951 | -3,011 | -3,723 |
| 其他经营现金流      | -2     | -122    | -417   | -711   | -912   |
| 经营现金流合计      | 7,373  | 9,114   | 9,577  | 12,072 | 14,601 |
| 资本支出         | -1,692 | -2,056  | -508   | -508   | -508   |
| 投资收益         | 45     | 52      | 46     | 47     | 48     |
| 其他投资现金流      | 439    | 3,455   | 0      | 0      | 0      |
| 投资现金流合计      | -1,209 | 1,451   | -462   | -461   | -460   |
| 发行股票         | 92     | 98      | 2,056  | 0      | 0      |
| 负债变化         | 6,756  | 18,929  | -3,466 | 0      | 0      |
| 股息支出         | -4,614 | -5,536  | -5,536 | -6,303 | -7,662 |
| 其他融资现金流      | -5,636 | -14,295 | 511    | 686    | 833    |
| 融资现金流合计      | -3,402 | -805    | -6,435 | -5,617 | -6,829 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2,763  | 9,759   | 2,680  | 5,995  | 7,312  |

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

| 指标名称          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 货币资金          | 16,468 | 26,552 | 29,232 | 35,227 | 42,539  |
| 存货            | 4,940  | 5,725  | 6,820  | 8,264  | 9,913   |
| 应收账款          | 18,342 | 19,189 | 25,246 | 29,897 | 35,218  |
| 其他流动资产        | 4,902  | 2,160  | 2,550  | 2,825  | 3,096   |
| 流动资产          | 44,653 | 53,627 | 63,847 | 76,212 | 90,766  |
| 固定资产          | 3,024  | 5,082  | 5,492  | 5,852  | 6,163   |
| 长期股权投资        | 130    | 163    | 163    | 163    | 163     |
| 无形资产          | 429    | 870    | 870    | 870    | 870     |
| 其他长期资产        | 3,334  | 3,742  | 3,742  | 3,742  | 3,742   |
| 非流动资产         | 6,918  | 9,858  | 10,267 | 10,627 | 10,938  |
| 资产总计          | 51,571 | 63,484 | 74,114 | 86,839 | 101,704 |
| 短期借款          | 97     | 3,466  | 0      | 0      | 0       |
| 应付账款          | 10,885 | 10,765 | 13,968 | 16,890 | 19,734  |
| 其他流动负债        | 6,219  | 10,479 | 12,006 | 12,465 | 13,110  |
| 流动负债          | 17,201 | 24,709 | 25,974 | 29,355 | 32,844  |
| 长期借款          | 490    | 440    | 440    | 440    | 440     |
| 其他长期负债        | 3,275  | 371    | 371    | 371    | 371     |
| 非流动性负债        | 3,765  | 811    | 811    | 811    | 811     |
| 负债合计          | 20,967 | 25,520 | 26,784 | 30,166 | 33,655  |
| 股本            | 9,229  | 9,227  | 9,348  | 9,348  | 9,348   |
| 资本公积          | 1,819  | 1,956  | 3,891  | 3,891  | 3,891   |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 30,358 | 37,590 | 46,961 | 56,312 | 67,678  |
| 少数股东权益        | 246    | 374    | 368    | 361    | 371     |
| 股东权益合计        | 30,604 | 37,964 | 47,330 | 56,673 | 68,050  |
| 负债股东权益总计      | 51,571 | 63,484 | 74,114 | 86,839 | 101,704 |

主要财务指标

| 指标名称          | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入增长率       | 31.27% | 18.93% | 20.23% | 20.32% | 20.02% |
| 营业利润增长率       | 52.90% | 18.12% | 12.71% | 22.31% | 21.71% |
| 净利润增长率        | 26.79% | 20.64% | 13.20% | 21.80% | 21.56% |
| 毛利率           | 44.00% | 44.85% | 45.29% | 45.16% | 45.05% |
| EBITDA Margin | 25.54% | 25.32% | 22.75% | 22.98% | 23.30% |
| 净利率           | 22.46% | 22.78% | 21.45% | 21.71% | 21.99% |
| 净资产收益率        | 31.00% | 30.20% | 27.37% | 27.80% | 28.12% |
| 总资产收益率        | 18.25% | 17.88% | 17.34% | 18.03% | 18.71% |
| 资产负债率         | 40.66% | 40.20% | 36.14% | 34.74% | 33.09% |
| 所得税率          | 10.58% | 8.50%  | 8.50%  | 8.50%  | 8.50%  |
| 股利支付率         | 49.03% | 48.77% | 49.04% | 48.95% | 48.92% |



## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                                                                                              |      | 评级   | 说明                              |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|------|---------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；        |
|                                                                                                                                                                                                                                        |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间    |
|                                                                                                                                                                                                                                        |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                        |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；        |
|                                                                                                                                                                                                                                        | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；        |
|                                                                                                                                                                                                                                        |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间； |
|                                                                                                                                                                                                                                        |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上         |

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**(i) 根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。(ii) 本期报告涉及股票海康威视（002415），中信证券股份有限公司持股数量占上市公司总股本的比例超过 1%。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 071/10/2018。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

**未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。**

**中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。**