

# 人机交互之眼 我要稳稳的幸福

## ——海康威视（002415）深度报告

2016年11月1日

强烈推荐/首次

海康威视

深度报告

### 报告摘要:

海康威视为中电科集团控股上市公司，在国内安防行业市场占有率 **25%**，全球市场占有率 **4%**，与博世和霍尼韦尔并称世界安防三大巨头。公司主要产品为视频监控设备及解决方案，主要客户为公安、政府、金融、教育等机构，为视觉传感器的下游。

海康威视营收三年平均增速为 **46%**，主要受益于国内市场 **17%** 年均增长，以及行业集中度从 **14%** 提高到 **25%** 复合增速。2013 年视频监控行业从模拟视频升级为 IP 视频（网络视频），海康威视是国内最早布局 IP 视频的企业之一，同时受益于智慧城市建设，一举突破百亿营收。

◆ 公司以视频安防领域为基石，未来受益国内市场增长和市场占有率提高。

预计未来几年行业增速逐步放缓到 **15%**；随着价格战的深入，未来 3-5 年，行业集中度仍有提高空间。海康威视具有规模化效应，从产品成本和解决方案入手，将竞争力转换为市场占有率。

◆ 公司凭借视频监控设备和解决方案技术优势，向下游工业机器人、智能驾驶和智慧家居等行业渗透。看好搬运机器人市场，随着人工成本上涨，市场需求迫切；智能驾驶从后装市场切入前装，完成辅助驾驶到无人驾驶的突破；智能家居随着消费升级，将从行业应用扩展到消费级应用。

**公司盈利预测及投资评级。** 公司依托中电科大股东背景，抓住行业发展机遇，在历次视频监控市场拐点成功布局，成为视频安防国际龙头。公司以视频安防为基石，积极布局机器视觉、智能驾驶和智慧家居，预计公司三年年均净利润仍保持 **25%** 以上高速增长。我们预计公司 2016 年-2018 年每股收益分别为 1.25/1.61/1.85 元。根据行业增速及龙头地位，给予公司 6 个月目标价 32.2 元，对应 2017 年 PE20 倍，首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	14A	15A	16E	17E	18E
营业收入(百万元)	17,233.1	25,271.3	32,858.3	43,443.5	54,948.7
增长率(%)	60.37%	46.64%	30.02%	32.21%	26.48%
净利润(百万元)	4,680.70	5,882.40	7,617.20	9,838.14	11,307.2
增长率(%)	52.12%	25.67%	29.49%	29.16%	14.93%
净资产收益率(%)	31.43%	30.48%	30.07%	30.97%	28.94%
每股收益(元)	1.17	1.46	1.25	1.61	1.85
PE	22.39	17.95	21.03	16.28	14.16
PB	7.18	5.54	6.32	5.04	4.10

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480510120014

### 邱日尧

01066554034

qiury@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480115110069

### 李永乐

010-66554047

liyil@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480116050067

### 王加焯

010-66554142

wang\_jw@dxzq.net.cn

### 彭磊

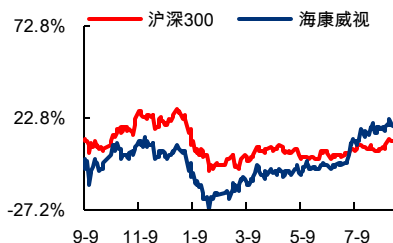
010-66554036

penglei@dxzq.net.cn

### 交易数据

52 周股价区间(元)	25.89-33.26
总市值(亿元)	1580.11
流通市值(亿元)	1218.5
总股本/流通 A 股(万股)	610316/470646
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手	0.51

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《海康威视（002415）三季度财报点评：业绩延续高增长态势》2015-10-20
- 2、《海康威视（002415）半年度财报点评：光辉依旧业绩继续保持高增长》2015-07-23
- 3、《海康威视频（002415）年报点评：业绩高增长，竞争实力强》2012-02-21

## 目录

<b>1.国内第一的视频安防行业龙头</b> .....	<b>4</b>
1.1 连续十年净利润增速 25%以上 .....	4
1.2 步入机器视觉、智能驾驶和智慧家居之门 .....	5
1.3 中国电子科技集团大股东实力雄厚 .....	5
<b>2.海康威视优势尽显受益市场成长</b> .....	<b>6</b>
2.1 预计未来三年行业增速仍在 15%以上 .....	6
2.2 公司在国内市场占有率连年提高 .....	9
2.3 公司在海外业务增速超过 30% .....	12
2.4 视频产业从安防监控向物联网、无人驾驶和智能制造迁移 .....	13
<b>3.从视频监控向机器视觉、智能驾驶和智能家居扩展</b> .....	<b>14</b>
3.1 搬运机器人需求旺盛 .....	14
3.2 汽车业务切入辅助驾驶后端市场 .....	15
3.3 智能家居从行业应用逐渐向消费级应用扩展 .....	16
<b>4.盈利预测及估值</b> .....	<b>16</b>

## 表格目录

表 1:安防行业产业政策 .....	8
表 2:智慧城市产业政策 .....	8
表 3:全球安防品牌前 10 强 .....	12
表 4:视频行业未来发展方向 .....	14
表 5:可比公司 .....	16
表 6:公司盈利预测表 .....	17

## 插图目录

图 1: 营收及净利润 .....	4
图 2: 毛利率及净利率 .....	4
图 3:公司 2015 年各产品营收构成 .....	5
图 4:公司 2015 年各产品利润构成 .....	5
图 5:股权结构图 .....	5
图 6:交通摄像头 .....	6
图 7:安防摄像头 .....	6
图 8:视频监控市场定位及产值分布 .....	6
图 9:2007-2017 年全球视频安防市场规模及增速 .....	7
图 10:2012-2018 中国视频安防市场规模及增速 .....	7
图 11:2014 年中国市场视频监控应用占比 .....	9
图 12:2014 年中国视频监控市场占有率 .....	9

图 13:海康威视和大华股份国内市场占有率 .....	10
图 14:中国视频监控市场集中度 .....	10
图 15:视频监控产品价值链 .....	11
图 16:海康威视海外营收（亿元）及增速（%） .....	12
图 17:视频产品满足安全、社交和自我实现的需求 .....	13
图 18:视频监控与物联网和互联网结合 .....	13
图 19: 中国搬运机器人市场规模估计与增长预测/台 .....	15
图 20:2007-2015 年我国汽车产销量/万辆 .....	15
图 21:2013-2020 年智能家居市场规模（亿元）及增速 .....	16

## 1. 国内第一的视频安防行业龙头

### 1.1 连续十年净利润增速 25%以上

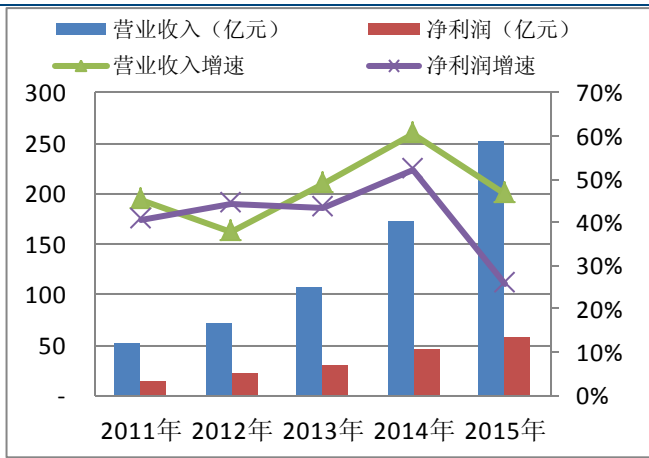
2015 年全球视频安防市场规模 1860 亿, 国内市场 740 亿, 海康威视在国内安防行业市场占有率 25%, 全球市场占有率 4%, 与博世和霍尼韦尔并称世界安防三大巨头。公司主要产品为视频监控设备及解决方案, 客户为公安、政府、金融、教育等机构。

海康威视营收三年平均增速为 46%, 主要受益于国内市场 17% 年均增长, 以及行业集中度从 14% 提高到 25% 复合增速。海康威视创始于 2001 年 12 月 31 日, 由中电 52 所 28 人创业团队组建, 经历了两次战略转型, 从视频监控后端扩展到全产品链, 从产品走向解决方案, 成就国际知名安防龙头。

- ◆ 2001 年-2007 年: 提供视频监控后端设备, 板卡和硬盘录像机等;
- ◆ 2008 年-2012 年: 扩展到前端摄像头和中心控制设备, 形成全产品链供应;
- ◆ 2013 年-2015 年: 从产品走向解决方案, 最早布局 IP 视频解决方案的企业之一。

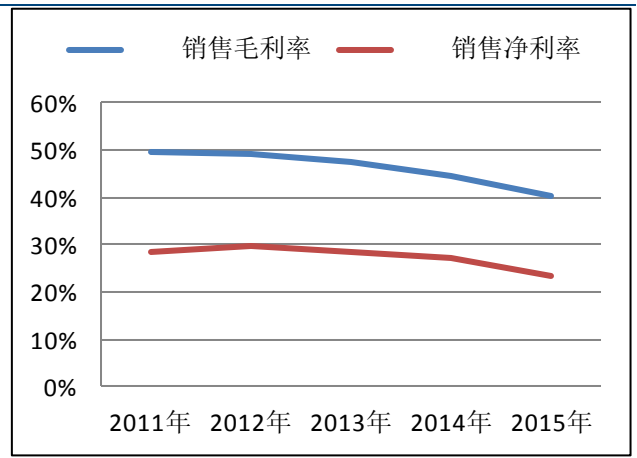
公司 2015 年营收 253 亿, 同比增速 47%。其中国内销售 186 亿, 增速 46%; 国外销售 67 亿, 增速 57%。公司净利润 59 亿, 同比增长 26%。受益于国内市场快速增长及前瞻性的战略布局, 营收净利增速常年保持在 40% 以上。

图 1: 营收及净利润



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

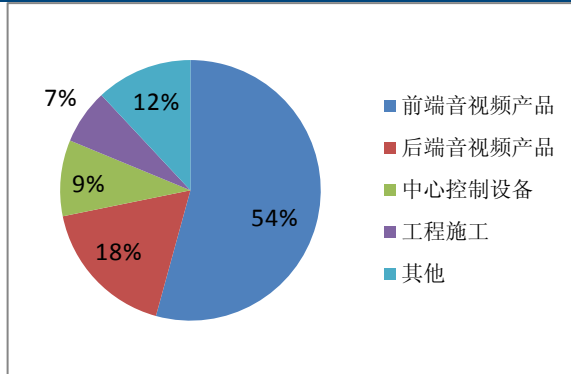
图 2: 毛利率及净利率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

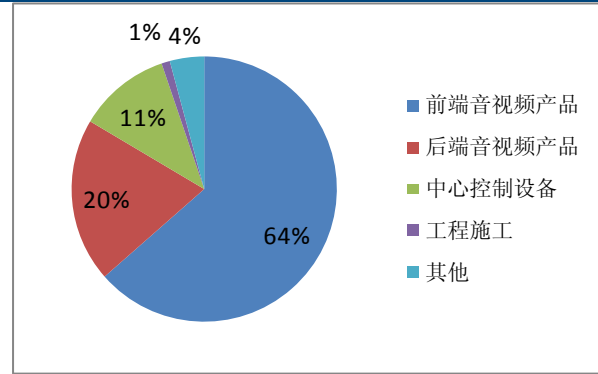
公司营收主要来自于音视频监控产品, 包含三大块产品前端音视频产品, 后端音视频产品和中心控制设备, 营收占比 81%, 利润占比 95%。2008 年以前主要销售后端音视频产品; 2008 年以后开始销售前端音视频产品; 2013 年以后开始销售中心控制设备, 提供一体化解决方案, 包括工程施工。

图 3:公司 2015 年各产品营收构成



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 4:公司 2015 年各产品利润构成



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 1.2 步入机器视觉、智能驾驶和智慧家居之门

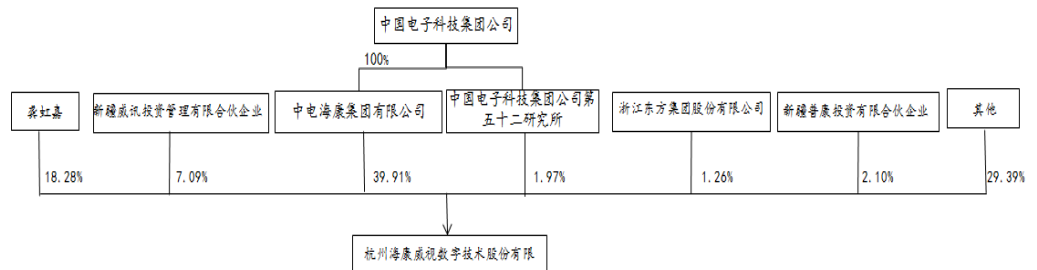
海康威视作为行业龙头, 规模化成本低, 技术优势凸显, 国内市占率 25%仍有提高空间, 预计未来三年仍有 25%以上增速。公司目前主营业务为视频监控设备及解决方案, 主要客户为公安、政府、金融、教育等机构。未来随着智慧城市的继续推进以及公安、政府等机构需求的提升, 从新增需求、升级换代及老化更新三方面仍有较强的需求支撑, 预计行业增速 15%以上。

公司凭借视频监控设备和解决方案技术优势, 向下游工业机器人、智能驾驶和智慧家居等行业渗透。预计工业机器人为最早实现规模化生产的项目, 但由于海康威视营收规模较大, 三个项目短期内对盈利不构成重大影响。看好搬运机器人市场, 随着人工成本上涨, 市场需求迫切; 智能驾驶从后装市场切入前装, 完成辅助驾驶到无人驾驶的突破; 智能家居随着消费者习惯转变, 将从行业应用扩展到消费级应用。

## 1.3 中国电子科技集团大股东实力雄厚

公司由中电海康集团有限公司控制, 实际控制人为中国电子科技集团公司。2015 年, 中国电科实现主营业务收入 1651 亿元, 利润总额 163 亿元, EVA 129 亿元, 自成立以来连续保持双 20%增长。2016 年中国电科进入财富世界 500 强, 排名第 408 位。

图 5:股权结构图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2. 海康威视优势尽显受益市场成长

### 2.1 预计未来三年行业增速仍在 15%以上

海康威视主要产品为视频监控设备及解决方案,属于安防行业中的细分行业。随着中国进入中等收入国家,对安防的需求尤其对视频安防需求将从深度和广度两维度拓展。研究表明当人均 GDP 跨越中等收入前后,居民对安全需求有显著的提升。中国安防行业的快速发展也得益于人均收入的提高,尤其产业布局明显集中在北上深和浙江地区,具有较强的地域分布。

图 6:交通摄像头



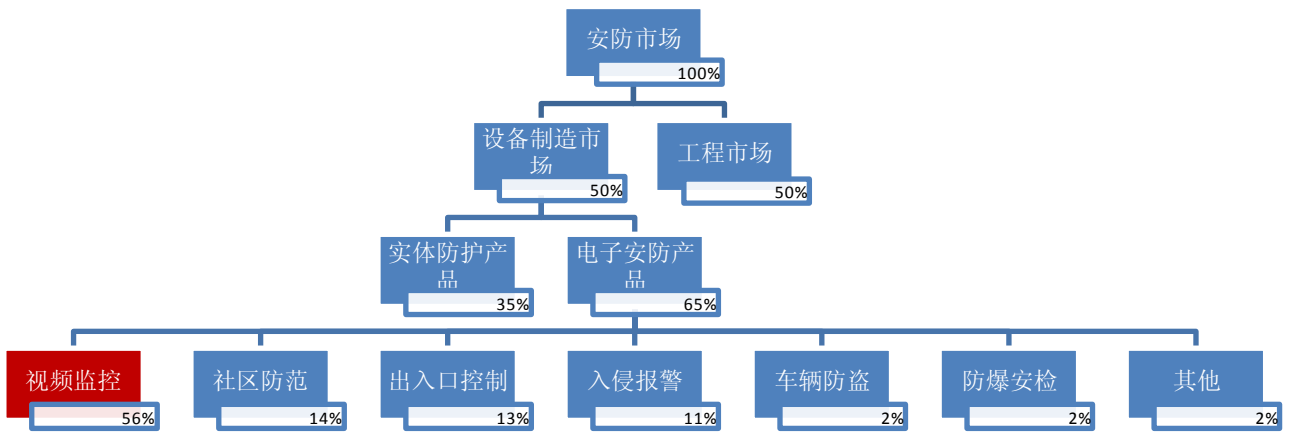
资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

图 7:安防摄像头



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

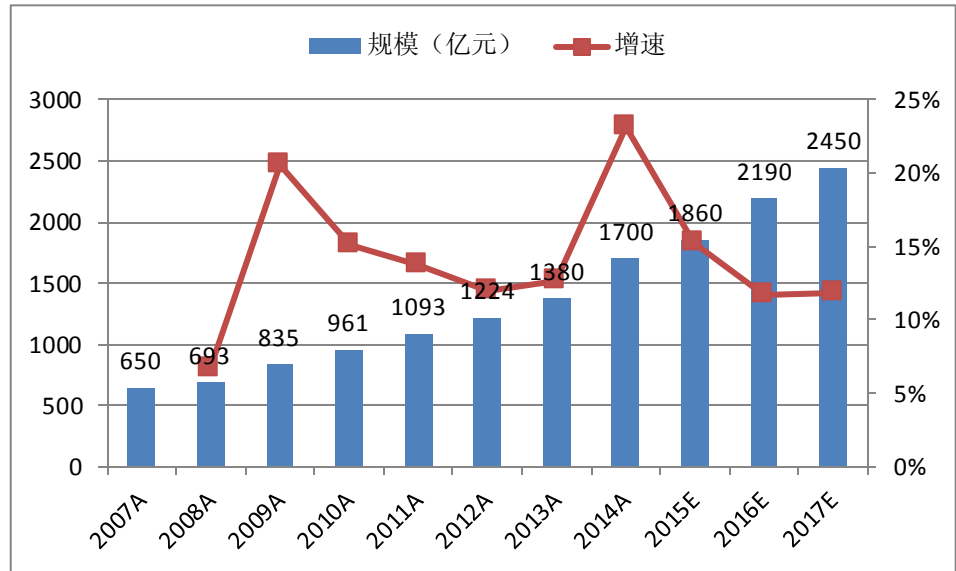
图 8:视频监控市场定位及产值分布



资料来源: 中国安全防范行业年鉴, 东兴证券研究所

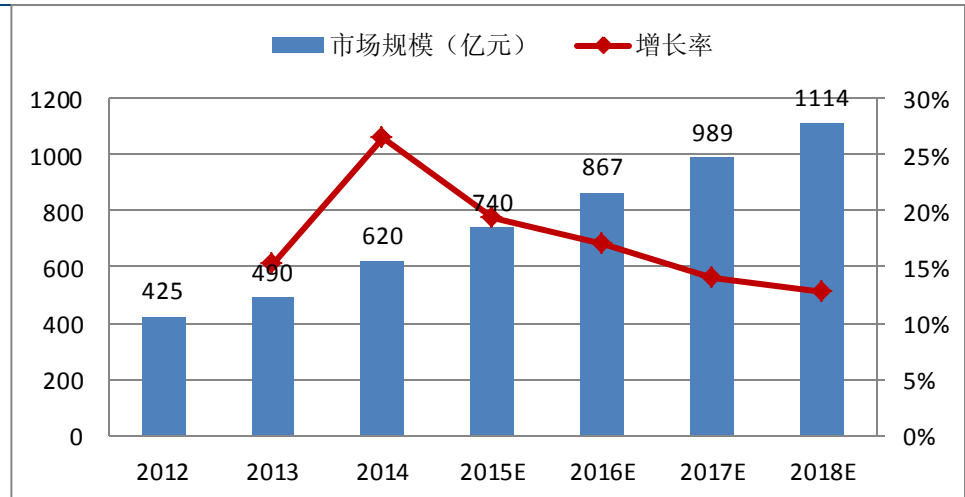
海康威视主要受益于国内市场成长,目前视频监控需求主要来自于平安城市建设、行业延伸及民用市场开启,中国市场占全球市场的 40%。中国视频安防行业三年平均增速为 20%,略高于全球增速 15%。随着我国城镇化的持续推进,政府对平安城市、智慧城市建设及升级改造的重视,预计未来三年行业增速仍在 15%以上。

图 9:2007-2017 年全球视频安防市场规模及增速



资料来源: 热点观察, 东兴证券研究所

图 10:2012-2018 中国视频安防市场规模及增速



资料来源: 热点观察, 东兴证券研究所

2007 年中国视频安防行业规模为 98 亿元, 2015 年达到 740 亿元, 近十年行业的快速发展主要受益于“平安城市”和“智慧城市”建设。2003 年公安部在开展第一批“科技强警”示范城市建设的工作中首次提出“平安城市”概念, 安防建设得到各个城



市的重视。2006年至2010年，中国安防及监控市场进入增速发展阶段，期间奥运会、世博会、以及煤矿、铁路等多项重大事件对视频安防需求凸显。2010年后，国家出台的各项涉及视频安防行业的法规政策，除公共安全外，也出现了关于智能建筑、物联网等相关内容，并相继批准“智慧城市”试点，安防市场得以持续发展。

表 1:安防行业产业政策

文件	时间	发布单位
《关于加强社会治安防控体系建设的意见》	2015.7	中央办公厅、国务院
《关于加强社会公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》	2015.5	九部委
《社会治安重要场所视频监控图像信息采集技术要求、安全防范视频监控联网信息安全技术要求》	2014.11	公安部
《全国公安机关图像信息联网总体技术方案》	2012.6	公安部
《中国安防行业“十二五”发展规划》	2011.3	中国安防产品行业协会
《关于深入开展城市报警与监控系统应用工作的意见》	2011.1	公安部
《视频监控安防监控数字录像设备》	2007.7	中国质检总局、国家标准化委员会
《中共政治委员会、中央社会治安综合治理委员会关于深入开展平安建设的意见》“3111”工程	2005.12	中共中央办公厅，国务院办公厅
《关于开展城市报警与监控系统建设工作的意见》	2005.5	公安部

资料来源：互联网，东兴证券研究所

表 2:智慧城市产业政策

文件	时间	发布单位
《2015年中国智慧城市发展水平评估报告》	2015.12	中国社科院
《关于同意深圳市等80个城市建设信息惠民国家试点城市的通知》	2014.12	国家发改委
《智慧城市时空信息云平台建设试点技术指南》	2014.12	国家测绘地理信息局
《关于促进智慧城市健康发展的指导意见》	2014.11	八部委
《关于开展国家智慧城市2014年试点申报工作的通知》	2014.8	住建部、科技部
《中国智能电网与智慧城市发展研究报告》	2014.6	中国国家发改委
《中国国际智慧城市发展蓝皮书》	2014.1	工业和信息化部
《“十二五”智慧城市建设战略合作协议》	2014.1	国开行、住建部
《国家智慧城市试点暂行管理办法》	2012.11	住建部
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	2012.7	国务院

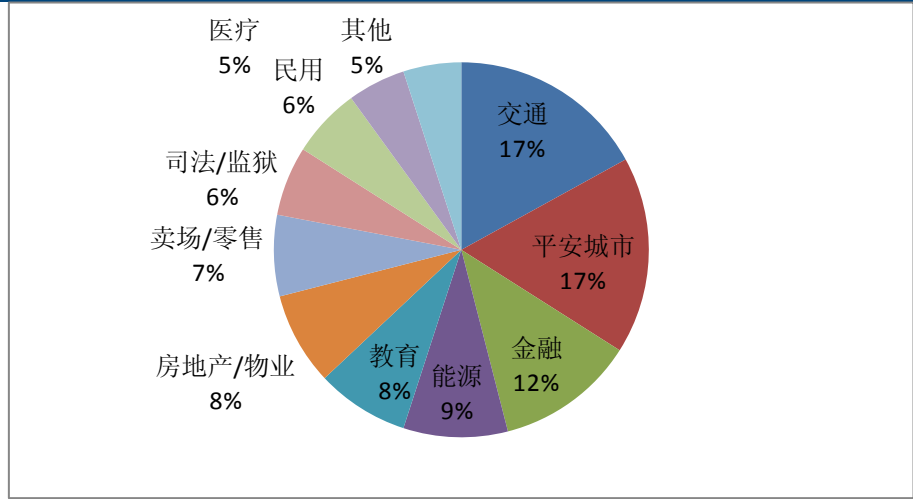
资料来源：互联网，东兴证券研究所

从中国市场视频监控应用占比可以看出，市场主要靠交通建设、平安城市和金融市场需求牵引，交通和平安城市受到政策扶植力度较大，主要销售模式为B2B。

除新增需求外，更新需求也为市场的可持续发展带来强有力的支持。系统升级周期为1-2年，摄像头报废周期为5年，交通摄像头在2年左右。



图 11:2014 年中国市场视频监控应用占比

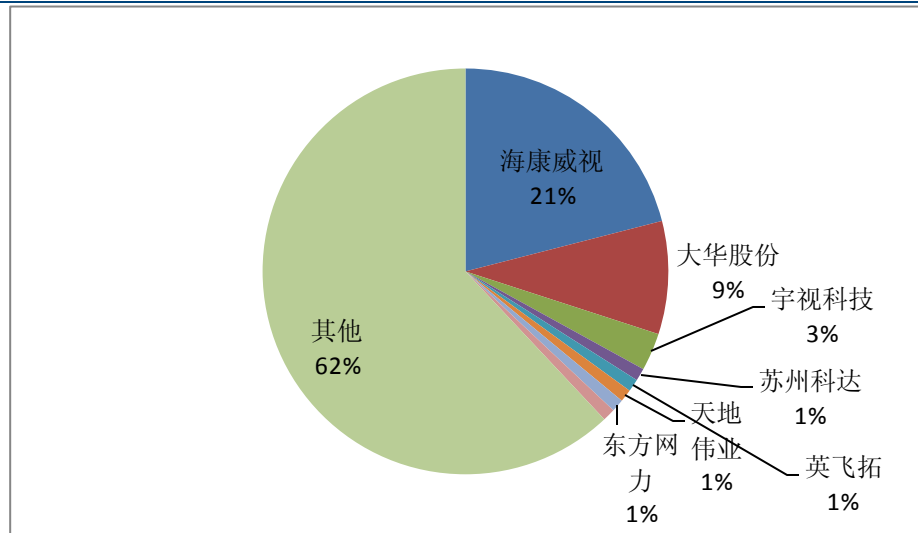


资料来源: 热点观察, 东兴证券研究所

## 2.2 公司在国内市场占有率连年提高

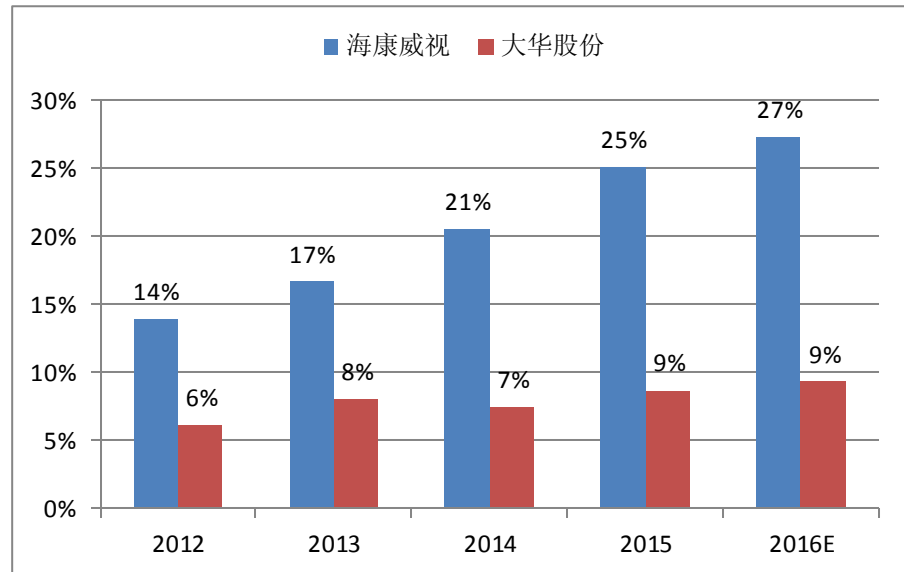
公司以视频安防领域为基石, 未来受益国内市场增长和市场占有率提高。预计未来几年行业增速逐步放缓到 15%。随着价格战的深入, 未来 3-5 年, 行业集中度仍有提高空间。海康威视具有规模化效应, 从产品成本和解决方案入手, 将竞争力转换为市场占有率。国内视频安防行业属于寡头行业, 大华股份近年来增长迅速。

图 12:2014 年中国视频监控市场占有率



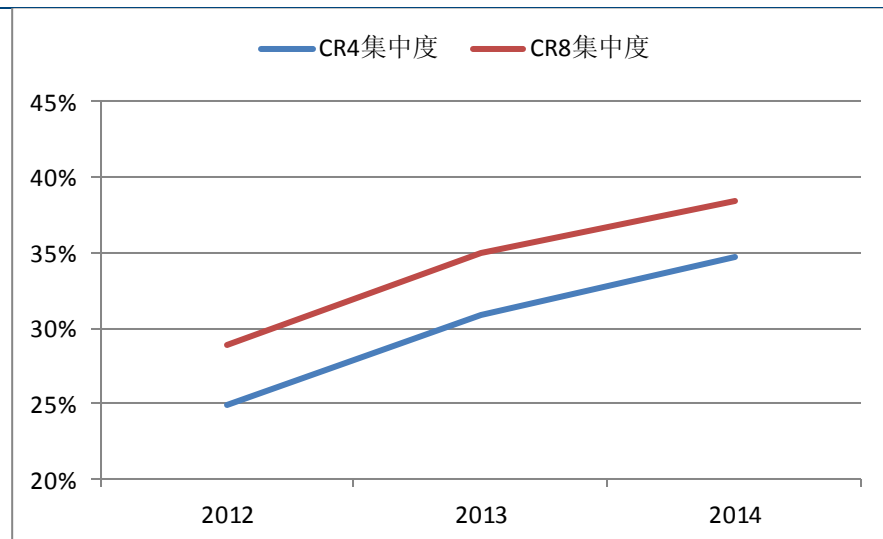
资料来源: 中国安全防范行业年鉴2014版, 东兴证券研究所

图 13:海康威视和大华股份国内市场占有率



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 14:中国视频监控市场集中度



资料来源: 中国安全防范行业年鉴2014版, 东兴证券研究所

从 2012-2016 年国内市场占有率来看, 海康威视除分享市场成长外还受益市场集中度提高带来的收益。海康威视的竞争优势主要体现在三点: **规模化具有成本优势; 前瞻的产业布局抢占市场先机。**

- ◆ 海康威视为轻资产运作, 外协加工企业充分竞争, 海康威视订单成规模, 具有较强的议价能力。视频监视产品毛利受到充分竞争影响, 每年下降 1-2 个百分点, 预计未来毛利率在 30-40% 之间比较合理, 同时产品每 1-2 年更新换代, 新产品可带动毛利率上升。毛利下降对小企业冲击较大, 而海康威视成本低, 迅速抢占市场份额。

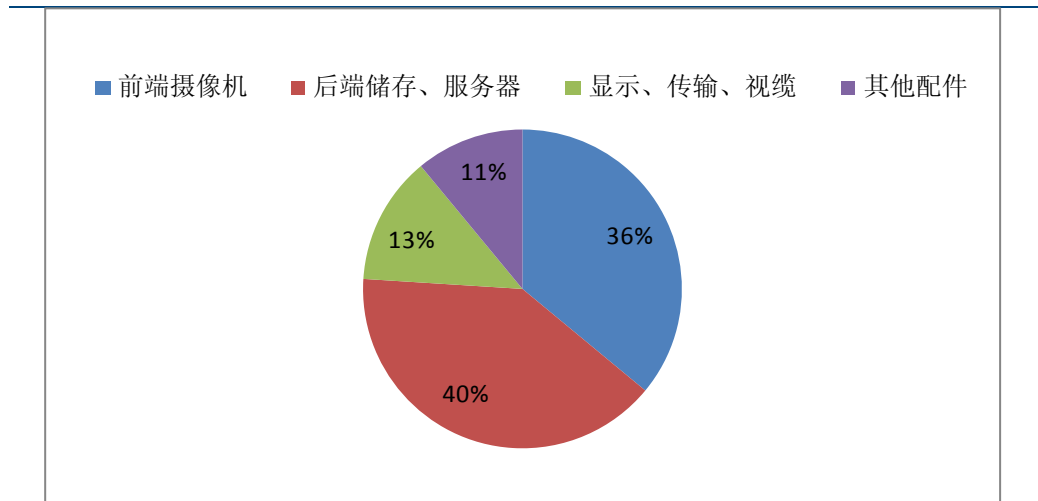
- ◆ 2012 年从模拟视频改进到 IP (网络视频) 项目, 目前海康有一半的业务为 IP 视频业务。IP 视频优点为不受线路传出限制, 模拟视频也可以使用同轴电缆达到相同效果, 但未来物联网等工业应用通过布线实现不是很便捷。业界一致认为, 从模拟视频到 IP 视频, 低分辨率到高分辨率是大趋势。

中国视频安防产业是从 2000 年前后开始发展, 经历了单一产品竞争阶段, 全产品线竞争阶段, 解决方案竞争阶段。按照产品, 施工, 运营的发展路径, 产业成熟过程中逐渐向下游迁移, 但由于视频安防客户通常为政府、公安、金融等机构客户, 数据较为敏感, 运营通常由客户自主管理。目前产业处于解决方案竞争阶段, 产品相对行业应用较为成熟, 而新兴行业对视频安防方案的需求正逐步崛起。

典型的安防视频监控系统的的主要设备一般包括以摄像相机、球机为主的视频采集设备、光端机等网络传输设备、DVR、DVS 等主控设备和监视器等显示设备。海康威视经历了三个发展阶段, 每次战略布局都具有前瞻性:

- ◆ 2001 年-2007 年: 提供视频监控后端设备, 板卡和硬盘录像机等;
- ◆ 2008 年-2012 年: 扩展到前端摄像头和中心控制设备, 形成全产品链供应;
- ◆ 2013 年-2015 年: 从产品走向解决方案, 最早布局 IP 视频解决方案的企业之一。

图 15:视频监控产品价值链



资料来源: 热点观察, 东兴证券研究所

### 2.3 公司在海外业务增速超过 30%

海外市场主要集中在欧美等发达国家，而新兴市场近几年的崛起也伴随着经济的快速发展，研究表明当人均 GDP 跨越中等收入前后，居民对安全需求有显著的提升。而多数发达国家已完成安防行业的布局，市场进入成熟期。

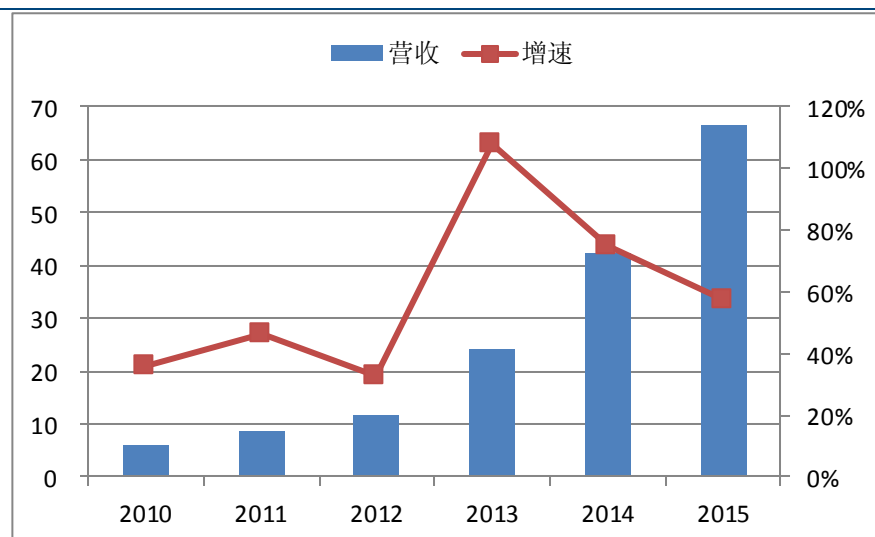
在海外市场全产品线布局具有较强的竞争优势。国外厂商产品通常比较单一，做产品不做工程，而海康威视全产品线布局可以使客户实现统一管理，方便维护和运营。近几年海康在国外市场增长较快，增长主要来自美国和欧洲等经济发达地区。

表 3:全球安防品牌前 10 强

2015 排名	2014 排名	公司	总部	产品类别
1	1	Honeywell Security 霍尼韦尔	美国	复合产品
2	3	Hikvision Digital Technology 海康威视	中国	视频监控
3	2	Bosch Security Systems 博世	德国	复合产品
4	4	Safran (Security Products Only) 赛峰	法国	门禁
5	6	Dahua Technology 大华股份	中国	视频监控
6	5	ASSA ABLOY(Global Technologies) 亚萨合莱	瑞典	门禁和门锁
7	10	Tyco Security Products 泰科	美国	复合产品
8	7	FLIR Systems (Thermal Vision & Measurement) 菲力尔	美国	视频监控
9	9	Samsung Techwin 三星	韩国	复合产品
10	8	Axis Communications 安讯士	瑞典	视频监控

资料来源: 互联网, 东兴证券研究所

图 16:海康威视海外营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 2.4 视频产业从安防监控向物联网、无人驾驶和智能制造迁移

伴随中国社会经济增长和人民生活水平的提高,需求层次逐渐向上层转移,相对应表现出对信息互联和数据深层次挖掘等方面的需求,高清化、智能分析、可穿戴应用、网络化是未来的发展趋势。根据马斯洛需求层次理论,人们在跨越温饱、小康到富裕阶段,对应表现出对生存、归属和成长的需求。视频产品可满足人们对人身财产安全的需求,如安防监控;对社交的需求,视频电话;自我实现的需求,物联网、无人驾驶,智能制造。

图 17:视频产品满足安全、社交和自我实现的需求



资料来源: 百度图片, 东兴证券研究所

图 18:视频监控与物联网和互联网结合



资料来源: 热点观察, 东兴证券研究所

视频行业对分辨率的要求并不是最主要的，使用适当的分辨率解决客户问题才是核心。现在市场上摄像机大半是日本厂商，国内安防厂商在维持后端市场的同时，已开始加大对前端摄像机产品的研发，利用前端摄像机市场进一步刺激后端需求，推进后端高清兼容产品的研发及销售。

智能分析是当前乃至今后一段时间的发展重点。未来智能视频分析技术将更多地与其高清技术结合，进一步提升智能的场景适应性及准确率。通过智能分析，将信息进行结构化存储、处理，对视频数据进行深入挖掘，构建人性化解决方案。如智能地库、楼宇系统、交通拥堵解决方案等。

云化将视频监控系统连接起来，形成信息的无线传输，可提供远程环境信息，实现看护和工程控制等功能。可提供家庭安防、老人防护、婴儿护理等服务。工业应用主要在物联网、智能驾驶和智能制造等领域。

**表 4:视频行业未来发展方向**

方向	技术	市场应用
高清化	模拟高清 4k，低照度（星光级）、 立体监控	大华同轴高清、Sony、汉邦高科等 4k 摄像机
智能化	特征识别与智能分析、机器识图、 视频感知	前置智能 IPC、海康威视工业相机、海康威视无人 人机
云化	云存储、云计算	海康威视、大华、东方网力等视频云服务、华为 VCM 大数据智能分析系统

资料来源：互联网，东兴证券研究所

### 3. 从视频监控向机器视觉、智能驾驶和智能家居扩展

视频监控就行业应用市场而言，整个市场的大局已尘埃落定，大型厂商已完成向解决方案转型，随着网络高清逐步取代模拟产品，市场已进入成熟阶段，形成一超多强格局。海康威视借助视频监控行业优势，向机器视觉、智能驾驶和智能家居布局。看好搬运机器人市场，随着人工成本上涨，市场需求迫切；智能驾驶从后装市场切入前装，完成辅助驾驶到无人驾驶的突破；智能家居随着消费升级，将从行业应用扩展到消费级应用。预计三个领域中机器视觉最先产生效益。

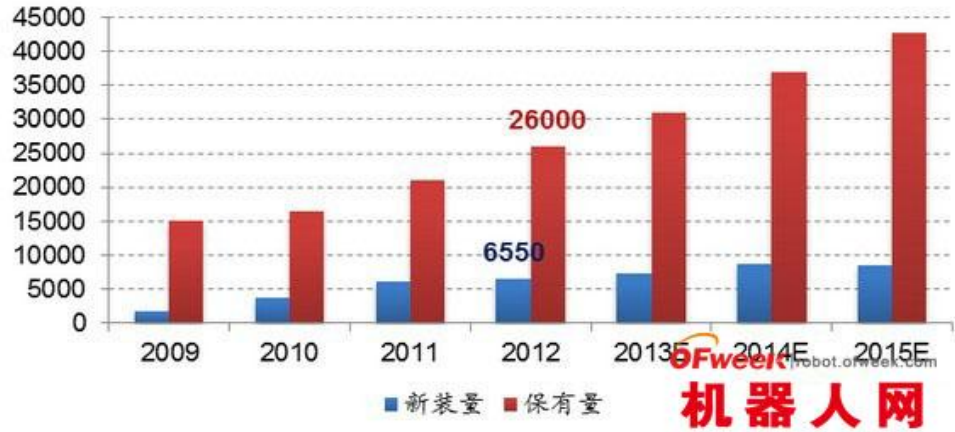
#### 3.1 搬运机器人需求旺盛

机器视觉业务分为两部分，一部分为工业搬运机器人，通过视觉系统实现搬运功能；另一部分为机器人视觉传感器配套。从目前的市场需求和客户反馈来看，搬运机器人市场需求旺盛。

目前世界上使用的搬运机器人逾 20 万台，被广泛应用于机床上下料、冲压机自动化生产线、自动装配流水线、码垛搬运、集装箱等的自动搬运。随着中国人力成本的上升，以及运输行业的快速发展，未来对重复性劳动的效率和成本的重视可能会引起搬运机器人替代潮。



图 19:中国搬运机器人市场规模估计与增长预测/台



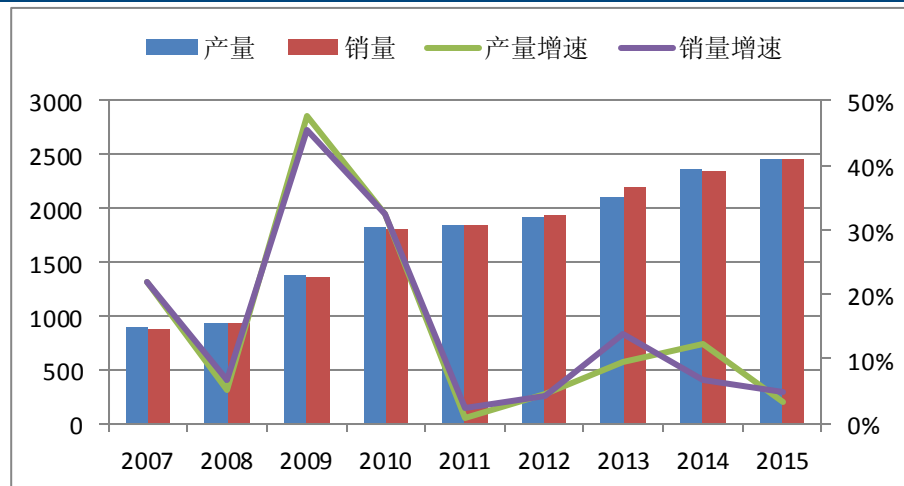
资料来源: 机器人网, 东兴证券研究所

### 3.2 汽车业务切入辅助驾驶后端市场

智能驾驶业务主要涉及辅助驾驶和无人驾驶, 按照客户可分为前装市场(车厂)和后端市场(车主)。目前海康业务主要集中在辅助驾驶(行车记录仪、汽车影像等)的后端市场。根据 2015 年中国安防行业市场及产业链价值占比推测视频监控在汽车市场的规模约为 32.5 亿。

海康威视利用视频监控设备和解决方案等优势, 以及品牌知名度, 可以快速切入到辅助驾驶的后装市场, 根据我国汽车新增产销量预计, 未来市场增速将保持小幅增长。2015 年我国汽车产销量超过 2450 万辆, 同比增长 3.3%和 4.7%。全国汽车保有量达到 1.72 亿辆, 预计 2020 年我国汽车保有量将达到 2.5 亿量。

图 20:2007-2015 年我国汽车产销量/万辆



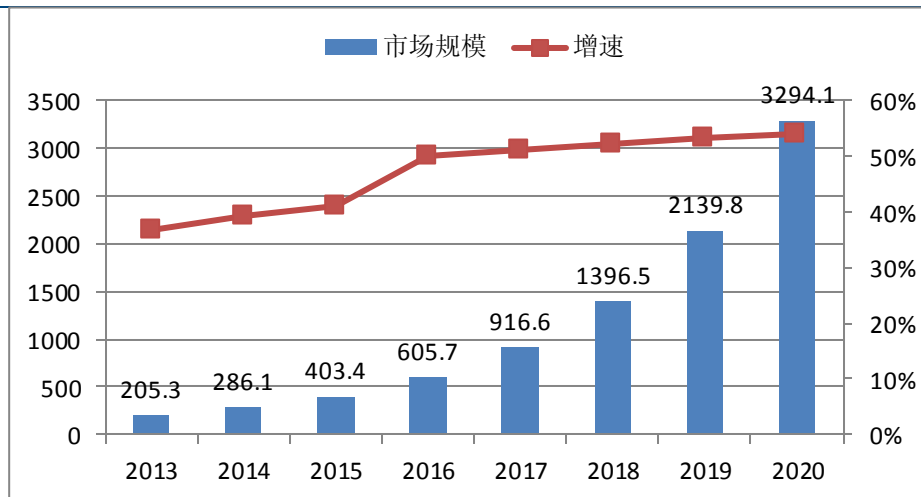
资料来源: 互联网, 东兴证券研究所



### 3.3 智能家居从行业应用逐渐向消费级应用扩展

智能家居随着消费升级, 将从行业应用扩展到消费级应用。目前消费者还处于培养期, 鉴于家居设计安全和隐私, 亟待行业规范的出台。海康智能家居云注册用户达接近千万, 目前需求主要集中在婴幼儿看护, 老人护理, 远程探望, 医院 ICU 需求等。

图 21: 2013-2020 年智能家居市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 电子发烧友, 东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

公司依托中电科大股东背景, 在历次视频监控市场拐点成功布局, 成为视频安防国际龙头。公司以视频安防为基石, 预计未来三年市场增速 15%, 公司市场占有率每年提高两个百分点, 复合增速 25%。公司积极布局机器视觉、智能驾驶和智慧家居, 预计机器视觉最先开花结果; 智能驾驶凭借技术及品牌优势迅速切入市场; 智慧家居市场规模在百亿量级, 未来潜力巨大。三个布局将有力支撑公司盈利增速。

我们预计公司 16/17/18 年营业收入分别为 328/434/549 亿元, 净利润 76/98/113 亿元, 对应 EPS 为 1.25/1.61/1.85 元。根据行业增速及龙头地位, 给予公司 6 个月目标价 32.2 元, 对应 2017 年 PE20 倍, 首次覆盖给予公司“强烈推荐”评级。

表 5: 可比公司

上市公司	证券代码	主营业务	收盘价	PE (TTM)
大华股份	002236	视频安防	14.47	25
东方网力	300367	视频安防	24.47	72
平均				49

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 6: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	19108	26682	33892	44470	55993	<b>营业收入</b>	17233	25271	32858	43444	54949
货币资金	7200	10107	13637	17851	22453	<b>营业成本</b>	9578	15137	19577	26645	35098
应收账款	4282	8126	9177	12299	16190	营业税金及附加	152	197	299	372	466
其他应收款	255	335	436	576	729	营业费用	1533	2179	2615	3138	3765
预付款项	65	133	252	317	470	管理费用	1646	2211	2653	3184	3821
存货	2292	2819	4433	5790	7370	财务费用	-82	-153	-33	-64	-114
其他流动资产	3135	2113	2646	2856	2713	资产减值损失	182.91	165.71	168.58	172.40	168.90
<b>非流动资产合计</b>	2183	3634	3034	2770	2611	公允价值变动收益	3.03	1.01	1.35	1.80	1.39
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	151.02	148.67	112.79	137.50	132.99
固定资产	1500.42	1887.24	1789.2	1670.53	1846.30	<b>营业利润</b>	4378	5494	7692	10135	11877
无形资产	97	343	309	275	240	营业外收入	856.47	1293.98	1075.22	1184.60	1129.9
其他非流动资产	255	18	0	0	0	营业外支出	27.69	37.93	26.63	30.75	31.77
<b>资产总计</b>	21291	30316	36926	47240	58604	<b>利润总额</b>	5206	6750	8741	11289	12975
<b>流动负债合计</b>	6112	10274	10618	14192	17922	所得税	526	868	1124	1451	1668
短期借款	362	877	376	345	345	<b>净利润</b>	4681	5882	7617	9838	11307
应付账款	3318	5870	6565	9410	12530	少数股东损益	15	13	14	14	14
预收款项	503	396	780	1067	1324	归属母公司净利润	4665	5869	7603	9824	11293
一年内到期的非	0	586	111	111	111	EBITDA	4489	5817	7935	10364	12083
<b>非流动负债合计</b>	299	745	961	1253	1568	<b>EPS (元)</b>	1.17	1.46	1.25	1.61	1.85
长期借款	245	676	901	1201	1520	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	6411	11019	11579	15445	19490	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	37	44	58	72	86	营业收入增长	60.37%	46.64%	30.02%	32.21%	26.48%
实收资本(或股	4069	4069	6103	6103	6103	营业利润增长	48.55%	25.50%	40.01%	31.76%	17.18%
资本公积	1480	1640	22	22	22	归属于母公司净利	29.55%	29.21%	29.55%	29.21%	14.95%
未分配利润	8510	12196	14985	18438	22255	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	14842	19254	25289	31723	39028	毛利率(%)	44.49%	41.33%	40.42%	38.67%	36.13%
<b>负债和所有者</b>	21291	30316	36926	47240	58604	净利率(%)	27.16%	23.28%	23.18%	22.65%	20.58%
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产净利润(%)	2.70%	21.91%	19.36%	20.59%	20.80%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	31.43%	30.48%	30.07%	30.97%	28.94%
<b>经营活动现金</b>	3706	3217	5835	7341	8357	<b>偿债能力</b>					
净利润	4681	5882	7617	9838	11307	资产负债率(%)	30%	36%	31%	33%	33%
折旧摊销	193.26	475.82	0.00	292.34	320.03	流动比率	3.13	2.60	3.19	3.13	3.12
财务费用	-82	-153	-33	-64	-114	速动比率	2.75	2.32	2.77	2.73	2.71
应付帐款的变化	0	-3844	-1051	-3122	-3892	<b>营运能力</b>					
预收帐款的变化	0	-108	384	287	257	总资产周转率	0.97	0.98	0.98	1.03	1.04
<b>投资活动现金</b>	-1041	-75	15	-62	-196	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收	3	1	1	2	1	应付账款周转率	7.00	5.50	5.28	5.44	5.01
长期股权投资减	0	-74	66	-1	-3	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	151	149	113	137	133	每股收益(最新摊	1.17	1.46	1.25	1.61	1.85
<b>筹资活动现金</b>	-120	-119	-2319	-3065	-3560	每股净现金流(最	0.63	0.74	0.58	0.69	0.75
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.65	4.73	4.14	5.20	6.39
长期借款增加	0	431	225	300	319	<b>估值比率</b>					
普通股增加	52	0	2034	0	0	P/E	22.39	17.95	21.03	16.28	14.16
资本公积增加	510	160	-1617	0	0	P/B	7.18	5.54	6.32	5.04	4.10
<b>现金净增加额</b>	2546	3023	3531	4214	4602	EV/EBITDA	22.28	16.96	18.61	13.87	11.54

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

## 联系人简介

### 邱日尧

工学硕士，2010年就职于航天科技集团第一研究院，2015年末加盟东兴证券研究所。5年技术和项目管理工作经验，擅长从产业背景下，分析业务盈利模式，重点关注具有成长性的军工电子，机械，新材料等领域。

### 李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4年国防电子领域项目论证与管理经验，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

### 王加焯

清华大学工学硕士，2年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

### 彭磊

工学博士，2016年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。