

2017年03月24日  
证券研究报告·调研报告

海康威视 (002415) 计算机

买入 (首次)

当前价: 31.54元

目标价: 39.78元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 内生高成长+新业务发力，全球安防龙头地位持续巩固

### 投资要点

- **事件:** 2017年2月23日, 我们对公司进行了实地调研, 就公司的基本情况与公司领导进行了沟通。公司是全球视频安防监控领域龙头企业, 国务院国资委实际控制的国有企业, 在视频产品和服务行业深耕15年。从2011-2016年公司收入年复合增速达43.7%, 归母净利润年复合增速为38.0%, 保持高速增长。根据公司发布的业绩快报, 2016年公司营业收入320.2亿元, 同比增长26.7%, 营业利润68.6亿元, 同比增长24.8%, 归属母公司股东净利润74.1亿元, 同比增长26.3%, 公司业绩增长稳健, 符合预期。
- **行业持续高景气, 海外业务增速后继有力。** 智慧城市、平安城市的兴起和发展持续刺激视频监控产品需求的释放和高端产品的放量, 公安、交通、司法等的行业安防建设需求保持稳定增长, 公司深耕解决方案市场, 受益于行业增长, 有望维持业绩高增速; 随着海外渠道的拓展, 公司海外收入占比保持稳步提升, 2011-2015年海外收入年复合增速达到65.9%, 2015年, 海外业务贡献的收入在总收入中占比达到26.3%。公司2月宣布计划在蒙特利尔建立研发中心, 在硅谷建立研究所, 在海外建立研究机构有利于提升公司在海外的本地支持和服务的能力及品牌知名度, 显示其积极开拓海外解决方案市场的决心, 公司海外业务增速后继有力。
- **智能先行者, 安防新航标。** 智慧城市建设对城市安防监控联网及智能分析提出了更高的要求, 云计算和深度学习等技术的发展也给行业智能化程度的提升提供技术积累。虽然国内视频安防高端产品渗透率更高, 但整体智能化程度还较低, 相关软件、平台及高端硬件产品都有巨大的市场空间。预计智能化升级的浪潮将从一线城市及安防需求级别最高的个别地区开始逐步释放。公司投入了大量研发力量进行技术积累和软件升级, 智能化解决方案能力行业领先, 未来具有硬件、平台服务能力、行业解决方案和城市总体安防构架设计的公司将更具竞争优势, 有望抢占更大的市场份额。
- **新业务即将发力。** 除了深耕大安防行业, 公司也在持续开发新业务。目前公司重点在三个领域发力: 机器人、汽车电子和2C端安防产品和服务。公司凭借机器视觉领域的积累, 开发了移动机器人及工业级无人机等产品; 公司看好智能驾驶的巨大市场, 并从2016年开始发力, 通过开发和并购等方式切入adas、车联网及新能源车领域; 公司通过萤石开拓2C端安防市场, 打包硬件和云服务, 迅速开拓市场。目前三大板块都已产生可观收入并有望实现盈利。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2016-2018年营业收入年复合增速为28.2%, 归母净利润年复合增速为25.5%, EPS分别为1.21元、1.53元、1.90元, 对应的PE分别为26倍、21倍和17倍。考虑到公司是视频安防行业龙头企业, 给予公司2017年26倍PE, 对应目标价为39.78元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 竞争环境或恶化的风险, 海外市场拓展或不及预期的风险, 新技术/产品研发或不达预期的风险, 汇率波动风险等。

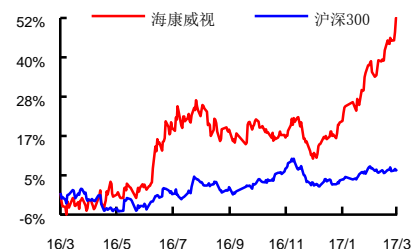
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	25271.39	32017.42	41035.72	53200.08
增长率	46.64%	26.69%	28.17%	29.64%
归属母公司净利润(百万元)	5869.05	7413.88	9330.73	11600.73
增长率	25.80%	26.32%	25.85%	24.33%
每股收益EPS(元)	0.96	1.21	1.53	1.90
净资产收益率ROE	30.48%	28.65%	28.01%	27.84%
PE	33	26	21	17
PB	9.98	7.43	5.77	4.62

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn  
联系人: 常潇雅  
电话: 021-68415380  
邮箱: cxya@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	61.55
流通A股(亿股)	48.38
52周内股价区间(元)	20.49-32.96
总市值(亿元)	1,941.30
总资产(亿元)	364.94
每股净资产(元)	3.52

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 公司分析：全球安防视频监控龙头，领跑行业</b> .....	<b>1</b>
<b>2 行业分析：安防行业持续快速发展</b> .....	<b>2</b>
2.1 视频监控持续占据市场中心 .....	3
2.2 智能化成安防新航标 .....	3
2.3 安防双骄，海康与大华 .....	4
<b>3 新业务三足鼎立，共筑海康未来</b> .....	<b>6</b>
3.1 移动机器人，助推中国制造 2025 .....	6
3.2 进军汽车电子，创新服务生活 .....	6
3.3 萤石云平台，生活安全可视化 .....	7
<b>4 开拓海外，势在必得</b> .....	<b>7</b>
<b>5 盈利预测与估值</b> .....	<b>8</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>9</b>

## 图 目 录

图 1：公司 2016 年中报主营业务收入占比 .....	1
图 2：公司 2016 年中报主营业务毛利占比 .....	1
图 3：公司 2011-2016 年营业收入及增速 .....	1
图 4：公司 2011-2016 年归母净利润及增速 .....	1
图 5：2010 年以来各产品毛利率变化 .....	2
图 6：2010 年以来各产品营业收入占比 .....	2
图 7：2016 年安防各子系统所占市场份额 .....	3
图 8：2016 年安防产品在各行业应用占比 .....	3
图 9：安防视频监控 2010-2015 年营业收入及增长率 .....	3
图 10：安防视频监控 2010-2015 年净利润及增长率 .....	3
图 11：海康和大华营业收入对比（亿元） .....	5
图 12：海康和大华的研发投入对比（亿元） .....	5
图 13：海康和大华 2010 年以来毛利率对比 .....	5
图 14：海康和大华 2010 年以来净利率对比 .....	5

## 表 目 录

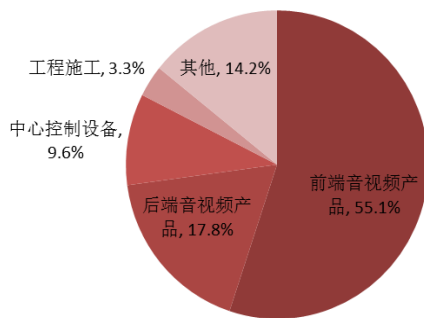
表 1：部分涉及安防业务上市公司经营状况（截止到 2016 年第三季度） .....	4
表 2：分业务收入及毛利率 .....	8
附表：财务预测与估值 .....	10

## 1 公司分析：全球安防视频监控龙头，领跑行业

公司是国际领先的视频监控产品供应商，面向全球提供安防、可视化管理与大数据服务。主营业务是安防视频监控产品的研发、生产和销售。公司产品已涵盖视频监控系统的所有主要设备，包括前端采集设备、后端存储及集中控制、显示、管理及储存设备。其产品和解决方案应用在 150 多个国家和地区，在 G20 杭州峰会、北京奥运会、上海世博会、巴西世界杯场馆、意大利米兰国际机场等重大安保项目中发挥了极其重要的作用。已成为全球卓著的专业公司和安防行业的领跑者。

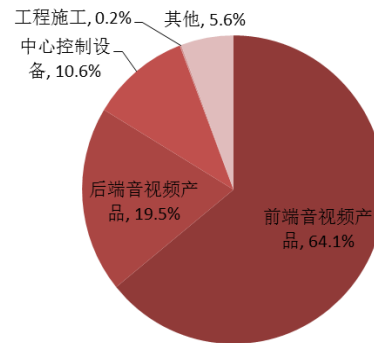
**公司主营业务结构：**公司收入主要来自**前端音视频产品，占比 53.5%**；近两年开始涉及中心控制设备产品，收入占比维持在 9.0%。前端音视频产品贡献 62.6%毛利，中心控制设备贡献 11.1%。公司发展核心产品的同时，向机器人、汽车电子和家用安防监控等多领域扩张。

图 1：公司 2016 年中报主营业务收入占比



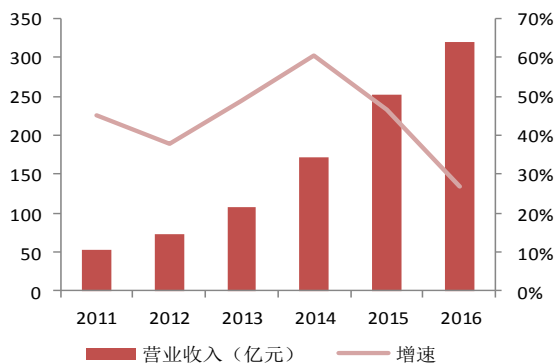
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2016 年中报主营业务毛利占比



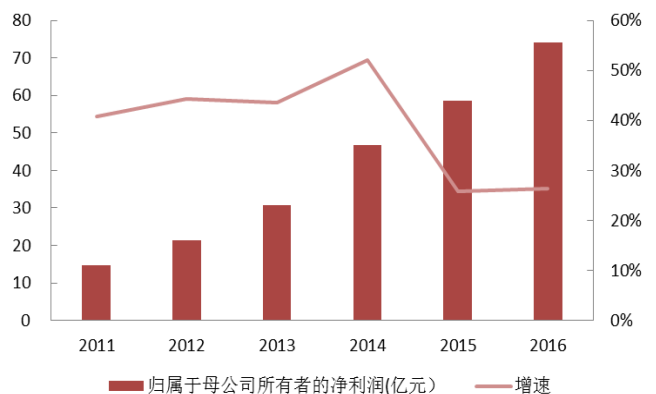
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2011-2016 年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

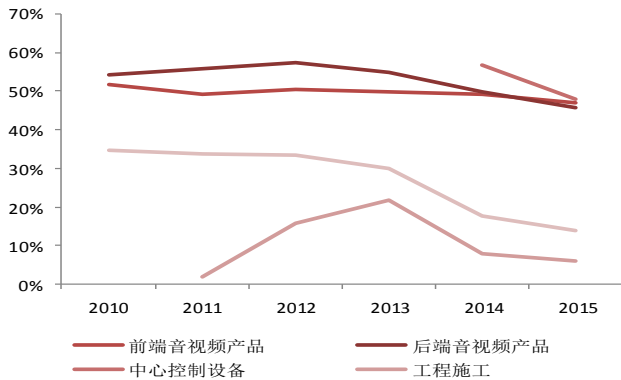
图 4：公司 2011-2016 年归母净利润及增速



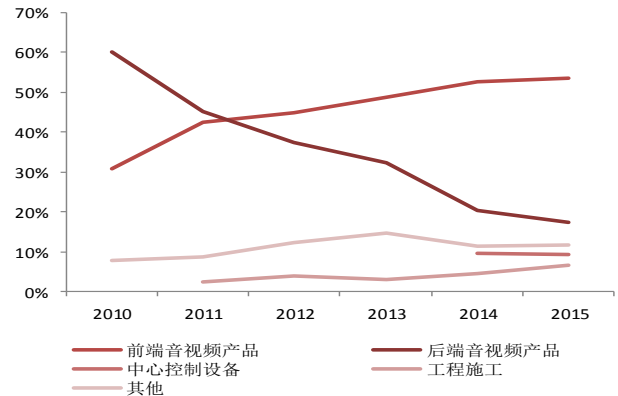
数据来源：公司公告，西南证券整理

**公司业绩状况：**根据业绩快报，公司 2016 年实现营业收入 320.2 亿元，同比增长 26.7%，归属母公司股东净利润 74.1 亿元，同比增长 26.3%。2015 年全年公司实现营收与净利润分别为 252.7 亿元和 58.8 亿元，同比分别增长 46.6%和 25.7%。2015 年安防的产量为 4864.4

万台，销量为 4777.8 万台，同比分别增长 63.5%和 65.3%。随着市场的持续拓展，研发高投入和高产出，预计业绩将保持持续稳健增长。

**图 5：2010 年以来各产品毛利率变化**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 6：2010 年以来各产品营业收入占比**


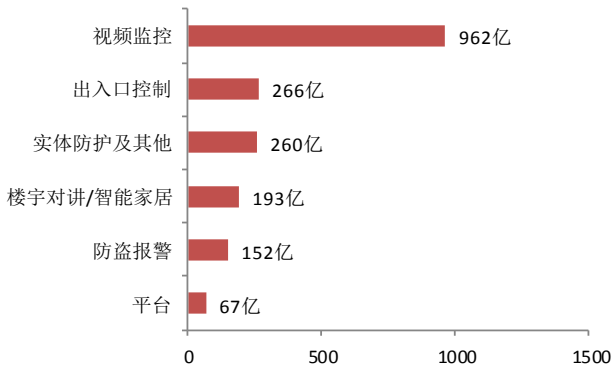
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 行业分析：安防行业持续快速发展

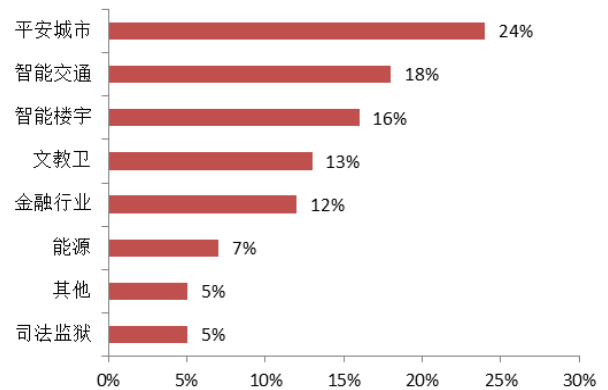
2016 年，对于中国的安防企业来说，是浓墨重彩的一年。这一年，他们在 G20 峰会、里约奥运会等安保服务中大展身手，让全世界看到了中国安防产品和技术已经走在行业领先的路上。

近年来，随着不断提升的安防需求，以及“互联网+”的推动，传统安防企业开始借助人工智能、云计算、大数据、物联网、移动互联等技术实现多元化发展。安防应用也已延伸至智能家居、智能交通、智能医疗、智慧城市等领域。目前已形成了集研发、生产、销售、工程与系统集成、报警运营与中介服务等为一体的新兴朝阳产业。

我国的安防产业主要涵盖安防产品、安防工程与安防运营服务三大类。从产业结构来看，2016 年我国安防行业总产值达到了 5400 亿元。其中，安防产品产值约为 1900 亿元，安防工程产值约 3100 亿元，报警运营服务及其他产值约为 410 亿元左右。按照产品分类来看，视频监控占比最大，其次为出入口控制、实体防护市场、楼宇对讲及智能家居、防盗报警和平台。按照产品应用来看，平安城市和智能交通领域依然是热门应用领域。值得一提的是，智能楼宇等偏民生项目的行业增长迅速。

**图 7: 2016 年安防各子系统所占市场份额**


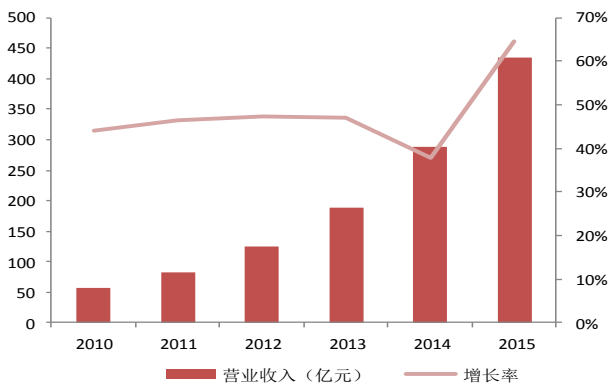
数据来源: 中国安防网, 西南证券整理

**图 8: 2016 年安防产品在各行业应用占比**


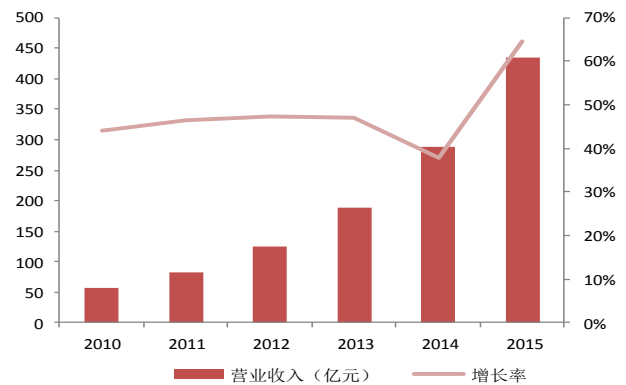
数据来源: 中国安防网, 西南证券整理

## 2.1 视频监控持续占据市场中心

目前我国的安防行业正处于快速发展期, 特别是视频监控方面, 2015 年行业营收规模和净利润分别达到 435 亿元和 82.5 亿元, 同比增长 64.6%和 52.9%。近年来, 各级公安机关围绕视频监控技术的深度应用, 建立可在授权范围内互通互控的多级视频图像信息共享平台, 以满足各部门警种以及情报研判、指挥通信、侦查破案、治安防控、社会管理、反恐防暴等工作对视频图像信息的需求, 逐步将视频监控技术打造成公安机关新型的专业技术。

**图 9: 安防视频监控 2010-2015 年营业收入及增长率**


数据来源: 中国安防网, 西南证券整理

**图 10: 安防视频监控 2010-2015 年净利润及增长率**


数据来源: 中国安防网, 西南证券整理

安防企业在多年的平安城市项目中积累了丰富的经验, 而智慧城市对视频监控大联网也提出了更高的技术要求。因此, 重点发展城市联网监控系统, 积极参与智慧城市建设已经成为安防行业的大趋势。可见, 视频监控仍将是安防行业的核心。

## 2.2 智能化成安防新航标

近几年, 随着消费者对需求个性化的要求越来越高, 智能系统技术与产品越来越受到大家的青睐。同时安防领域一直是国家发展的重点领域, 安防行业也是十三五规划的重点行业。“十三五”规划中提及的新型城镇化将给各行各业带来巨大的投资空间, 其中就包括以社会

治安为主要目标的安防行业。再加之，国际恐怖主义势力抬头，国内国际安全形势日益严峻，国内安防需求日益增长。“十三五”期间对于安防行业的投入预计将远超“十二五”期间水平。其中未来发展的一个热点方向是利用最新的智能技术来帮助提高安防效率，实现实时、事前的智能分析。

安防行业未来智能化发展的重点方向：

- 在深度学习，智能分析技术上与大数据结合
- 互联网+安防，打造智能家居
- 机器视觉，智能制造
- 拓展应用，智能汽车

随着市场需求的变化与技术变革，智能化将成为行业重点发展的领域，并且伴随着视频云存储、云计算、大数据等方面深刻影响产业格局。未来，安防公司将不断加大拓展视频应用新领域的力度，积极布局智能家居安防、智能制造和智能汽车等。

## 2.3 安防双骄，海康与大华

根据中安网数据，2016年我国安防行业总产值达到5400亿元，安防产业在国内生产总值占7%，行业增速保持在11%，国内安防市场的增速高于全球。截止2016年，国内涉及安防企业典型上市公司244家，另外各类安防企业达到23400家，从业人数达到166万人，市场竞争环境复杂，随着安防市场的规范化，行业势必会引起一番“吞并”狂潮。

通过整理安防业务上市公司的经营状况，可以发现，营业收入排名靠前的公司大多涉及安防产品与设备。特别是海康威视和大华股份，其收入远大于排在其后的公司，双巨头地位显著。

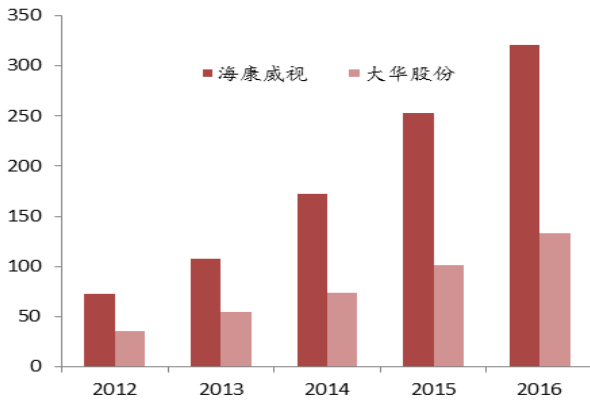
**表 1：部分涉及安防业务上市公司经营状况（截止到 2016 年第三季度）**

序号	公司名称	业务领域	营业总收入 (亿元)	同比变化 (%)	净利润 (亿元)	同比变化 (%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
1	海康威视	安防产品与设备	211.36	26.74	48.48	28.16	41.55	22.94
2	大华股份	安防产品与设备	79.69	36.68	10.66	40.17	38.55	13.37
3	中安消	安防工程与系统集成	23.01	74.71	2.75	42.73	26.90	11.97
4	达实智能	安防产品与设备	16.48	59.58	1.82	75.81	28.74	11.05
5	佳都科技	安防运营服务	15.13	7.42	0.03	112.80	14.49	0.22
6	英飞拓	安防工程与系统集成	11.92	3.16	-0.30	-4697.52	39.51	-2.55
7	银江股份	安防产品与设备	11.08	-17.20	2.34	69.56	22.17	21.13
8	东方网力	安防产品与设备	9.32	78.73	1.15	65.27	56.27	12.34
9	高新兴	安防产品与设备	9.31	51.13	1.99	228.05	38.43	21.41
10	安居宝	安防产品与设备	5.32	4.50	0.15	-48.09	40.58	2.87

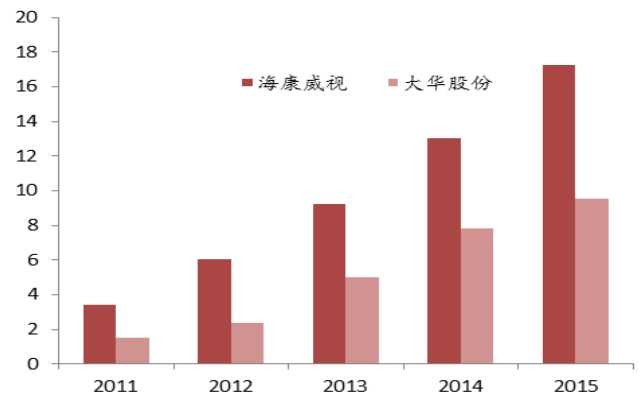
数据来源：Wind，西南证券整理



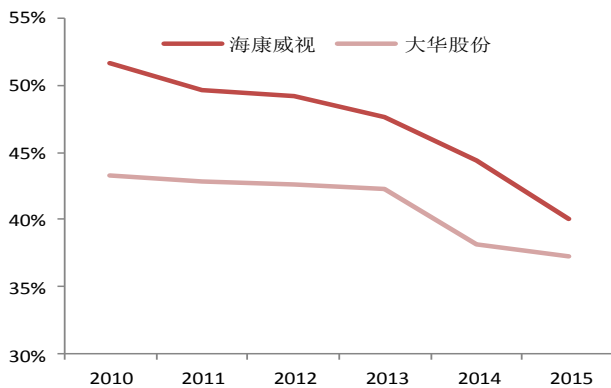
从 2011 年开始，海康研发投入占企业销售额的 7-8%，绝对数额占据业内前茅。截止 2015 年底，海康以 7181 人的研发团队成为全球安防行业中最大研发团队的公司之一。自主知识产权方面，公司拥有专利（含专利申请）1222 项，软件著作权 409 项。持续的研发投入，也是海康经历视频监控产品-视频监控解决方案提供商-机器人&汽车电子&民用安防一步步扩大版图的基础。几年来，海康威视凭借着深厚的研发能力，坚持每年推出一代新产品，如 2016 年刚发布了机器人智能仓储系统。

**图 11：海康和大华营业收入对比（亿元）**


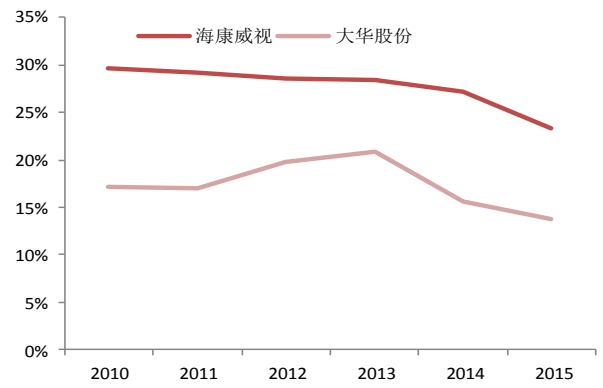
数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 12：海康和大华的研发投入对比（亿元）**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 13：海康和大华 2010 年以来毛利率对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 14：海康和大华 2010 年以来净利率对比**


数据来源：公司公告，西南证券整理

海康威视和大华股份被公认为同属安防行业的双骄地位，市场的竞争也较明显。海康和大华，作为安防产业的两巨头，都有各自的优劣势，两个公司不仅产品线大都相同，在智能产品，无人机，研究院等公司布局方面也呈你追我赶的态势。不过，就布局时间来看，海康略比大华超前一两年。海康的优势从销售额和市值就可见端倪，它是国企背景，市场占有率高，技术研发人员大概是大华研发的两倍。相较于海康的国企属性，大华股份组织稍微扁平化，作为民营企业的性质在团队管理、企业文化建设、企业流程重构、深化变革等方面具有灵活自主性的优势，决策效益更快。



### 3 新业务三足鼎立，共筑海康未来

当下，安防行业正迈向全新的大数据时代，数据逐渐成为宝贵的资源，如何有效对数据进行存储、分析以及应用变得愈加重要。2015年，海康基于对深度学习技术的积累，推出后端产品“猎鹰”、“刀锋”智能服务器，现已陆续在一些平安城市、智慧交通项目中发挥重要作用。2016年重磅发布基于深度学习技术的全系列智能安防产品家族：涵盖“深眸”系列智能摄像机、“超脑”系列智能NVR、“脸谱”系列人脸分析服务器、智能交通产品系列等等。从后端智能到前端智能，海康威视不断推动智能安防深入发展。此外，公司不断拓展新业务、打开发展新的空间，在智能家居、工业自动化、智能汽车等行业重点布局，已经相继推出系列产品和服务。

#### 3.1 移动机器人，助推中国制造 2025

##### ➤ 机器视觉

海康凭借多年在成像采集、图像处理和模式识别领域的技术积累和创新能力，自主研发涵盖全系列工业相机、工业智能相机、视觉控制器、镜头以及算法软件平台的机器视觉产品，致力于成为全球领先的机器视觉产品和解决方案提供商。

##### ➤ 移动机器人

迎“机器换人”变革大潮，依托多年在图像处理、硬件设计及嵌入式软件领域的技术积累，海康威视智能机器人系统顺势而生。以明星产品“阡陌”系列为代表的仓储、搬运、分拣全系列机器人，通过代替人工劳作，实现收货、分拣、搬运、入库、出库等各项作业“无人化”。“阡陌”智能系统由智能仓储机器人、机器人调度系统（RCS）和智能仓储管理系统（iWMS）三大核心模块组成。“阡陌”系统的推出，标志着海康威视正式进入机器人领域，全力助推“中国制造 2025”。

##### ➤ 行业级无人机

为满足多种行业的业务需求，海康威视发布雄鹰系列行业级无人机。作为视频监控系统的延伸和重要子系统，雄鹰系列无人机依托其全球领先的视频监控技术积累，打造地空立体监控体系，引领安防行业进入立体监控时代。依托海康威视在音视频领域的技术积累，雄鹰系列行业级无人机在图像采集、处理、编码、传输等方面有明显的技术优势，在结构、性能、使用等方面也拥有较强的资源整合能力。其应用场景涉及目标侦查、空中巡逻、电力巡检、水利设施监测、文博保护、建设测绘、事故勘测、抢险救灾等。致力于打造全球领先的行业级无人机解决方案。

#### 3.2 进军汽车电子，创新服务生活

2016年海康正式进军汽车电子领域，面向网约车提供可视化监管解决方案，让创新更好服务社会和生活。除此之外，海康威视于今年1月18日发布公告：公司控股子公司海康汽车对公司控股股东中电海康旗下汽车电子业务进行整合。海康汽车以7941万元收购中电海康的智慧汽车事业部资产组；以1630万元收购中电海康的控股子公司海康希牧100%股权。中电海康智慧汽车事业部致力于建立宽带移动互联网的智慧新能源汽车、智慧交通应用

系统，实现人车路协同体系的创新平台。海康希牧主营产品为倒车雷达和车载智能系统。本次收购既有利于公司内部优势资源的整合，又能合理避免外部同行的竞争。

### 3.3 萤石云平台，生活安全可视化

萤石是公司面向 C 端视频安防监控市场发力的主要力量。萤石将视频安防硬件和云平台打包，以更高质量的产品和服务迅速开拓市场。

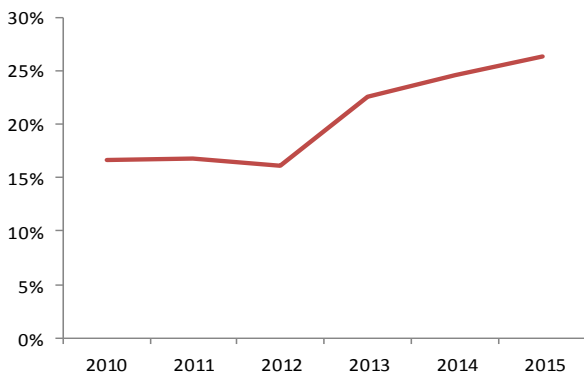
萤石凭借在安防领域多年的技术积淀，自行设计开发硬件模组固件，采用加密方式从视频采集的源头设置起第一道防线。同时，萤石对 IPC（网络摄像机）操作系统也进行了加固，降低被攻击的风险，而所有 IPC 的视频流在设备端和云端都使用了高度安全的加密算法，传输过程则采用 HTTPS 和 AES 银行级别加密来确保数据安全。分级独立的加密机制和高危操作二次验证保护，让萤石的产品更加安全可靠。

截至 2016 年底，萤石云平台 app 下载量已经超过 1000 万，60%月活，已经具有一定的规模。随着家庭安防需求的升级，以及养老、育儿等看护需求的提升，预计萤石的营收利润将持续增长，并有望在 2017 年起贡献一定利润。

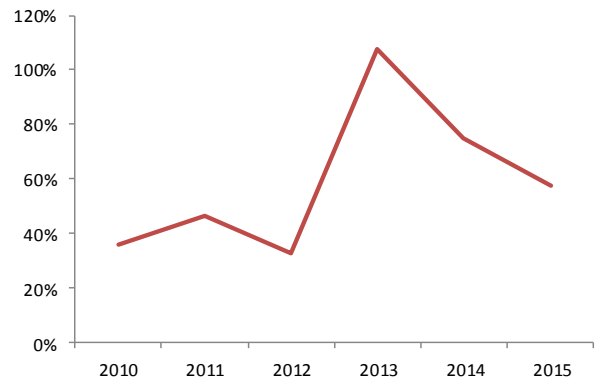
## 4 开拓海外，势在必得

在国内安防产业市场逐渐打开的同时，海外的巨大市场也不容忽视。就市场空间而言，海外至少是国内 2 倍的。在争取国内市场的同时，海康也着眼于海外，在境外设立了荷兰、南非、印度、迪拜、美国、加拿大、巴西、俄罗斯、新加坡、意大利、澳大利亚、法国、西班牙、波兰、英国、韩国、哥伦比亚、哈萨克斯坦和土耳其等 25 个子公司。据 IHS 发布 2015 年全球视频监控设备市场研究报告，在 CCTV 和视频监控领域，海康威视 2015 年的全球市场份额从 2014 年的 16.3% 增长至 19.5%，五年蝉联全球第一。值得关注的是，海外市场份额（不含中国）在 2015 年也有出色表现，从 2014 年的 6.2% 增长至 9%，排名因此上升至第一位。拥有全球近五分之一市场的海康威视，在网络摄像机、模拟和高清监控摄像机、DVR/NVR、视频编码器等多个细分市场均排名第一，VMS 软件则由 2014 年的第四位上升至第三位。

在全球知名的工业媒体 A&S《安全自动化》发布 2016 年度全球安防 50 强榜单中，继 2015 年全球第二、蝉联亚洲第一的佳绩之后，海康威视再接再厉，2016 年跃居全球榜单首位。

**图 15: 海康海外的营业收入占比**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

**图 16: 海康海外营业收入增速**


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

海康的海外收入占比保持稳步提升, 2015 年, 海外业务贡献的收入在总收入中占比达到 26.3%。公司海外业务收入增速在 2013 年达到峰值后虽然有所放缓, 但仍保持在 40% 以上。随着公司海外渠道的持续拓展, 凭借公司的品牌优势, 产品的高质量和高性价比, 预计公司会继续抢占海外市场, 海外业绩保持高增速。另外, 公司于今年 2 月份宣布计划在蒙特利尔建立研发中心, 在硅谷建立研究所。这是海康威视首次在中国境外设立研发机构。在蒙特利尔和硅谷设立研发机构有利于提升北美的本地支持和服务和品牌知名度, 有利于项目型业务的开拓, 为公司海外业务保持高增速提供助力。

## 5 盈利预测与估值

### 关键假设:

受益于国内市场需求平稳增长、国外市场拓展及新业务的开展, 公司各类产品销售收入稳健增长。假设 2016-2018 年前端音视频产品销量的年复合增速分别为 27%, 后端音视频产品的销量年复合增速分别为 17%, 中心控制设备的销量年复合增速分别为 40%, 工程施工的销量年复合增速分别为 19%, 各类产品销量增速逐年渐增, 其他产品销量增速维稳。

考虑到市场竞争激烈, 硬件产品毛利率呈现下滑趋势, 但是考虑到公司积极提高经营质量, 公司毛利率呈略微下滑或稳定的趋势。假设 2016-2018 年前端音视频产品的毛利率分别是 47%、46.5% 和 46%, 后端音视频产品的毛利率分别为 45.5%、45% 和 44.5%, 中心控制设备的毛利率维持在 48%, 工程施工的毛利率维持在 6%, 其他产品毛利率维持在 17%。

**表 2: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
前端音视频产品	收入	13,515	17,029	21,627	27,682
	增速	49%	26%	27%	28%
	毛利率	47%	47%	47%	46%
后端音视频产品	收入	4,368	5,067	5,928	6,996
	增速	24%	16%	17%	18%
	毛利率	46%	46%	45%	45%

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
中心控制设备	收入	2,350	3,274	4,593	6,489
	增速	43%	39%	40%	41%
	毛利率	48%	48%	48%	48%
工程施工	收入	1,691	1,995	2,374	2,849
	增速	110%	18%	19%	20%
	毛利率	6%	6%	6%	6%
其他	收入	3,347	4,653	6,514	9,184
	增速	51%	39%	40%	41%
	毛利率	17%	17%	17%	17%
合计	收入	25,271	32,017	41,036	53,200
	增速	47%	27%	28%	30%
	毛利率	40%	40%	39%	39%

数据来源：公司公告，西南证券

预计公司 2016-2018 年营业收入年复合增速为 28.2%，归母净利润年复合增速为 25.5%，EPS 分别为 1.21 元、1.53 元、1.90 元，对应的 PE 分别为 26 倍、21 倍和 17 倍。考虑到公司是视频安防行业龙头企业，给予公司 2017 年 26 倍 PE，对应目标价为 39.78 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6 风险提示

竞争环境或恶化的风险，海外市场拓展或不及预期的风险，新技术/产品研发或不达预期的风险，汇率波动风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	25271.39	32017.42	41035.72	53200.08	净利润	5882.40	7426.88	9344.73	11614.73
营业成本	15136.79	19226.33	24857.28	32506.31	折旧与摊销	155.48	251.43	251.43	251.43
营业税金及附加	196.88	275.82	343.52	444.52	财务费用	-152.90	-19.24	-42.91	-62.79
销售费用	2179.05	2757.82	3405.96	4481.73	资产减值损失	338.87	180.00	175.00	170.00
管理费用	2211.22	2886.73	3663.42	4765.11	经营营运资本变动	-1665.87	-3695.01	-2799.54	-3819.45
财务费用	-152.90	-19.24	-42.91	-62.79	其他	-1341.26	-350.14	-327.51	-323.78
资产减值损失	338.87	180.00	175.00	170.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3216.72</b>	<b>3793.92</b>	<b>6601.21</b>	<b>7830.14</b>
投资收益	148.67	151.10	156.00	161.00	资本支出	-1258.19	-6.00	-7.00	-8.00
公允价值变动损益	-16.15	-2.62	-3.15	-3.78	其他	1182.99	111.51	122.85	117.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-75.20</b>	<b>105.51</b>	<b>115.85</b>	<b>109.22</b>
<b>营业利润</b>	<b>5493.99</b>	<b>6858.43</b>	<b>8786.30</b>	<b>11052.41</b>	短期借款	514.28	-876.60	0.00	0.00
其他非经营损益	1256.05	1481.77	1782.89	2052.88	长期借款	430.99	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>6750.04</b>	<b>8340.20</b>	<b>10569.19</b>	<b>13105.29</b>	股权融资	159.21	1220.63	676.46	0.00
所得税	867.64	913.32	1224.46	1490.56	支付股利	-1627.65	-2047.59	-2586.55	-3255.30
净利润	5882.40	7426.88	9344.73	11614.73	其他	404.38	-529.53	50.91	68.79
少数股东损益	13.35	13.00	14.00	14.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-118.79</b>	<b>-2233.09</b>	<b>-1859.18</b>	<b>-3186.51</b>
归属母公司股东净利润	5869.05	7413.88	9330.73	11600.73	<b>现金流量净额</b>	<b>2921.78</b>	<b>1666.34</b>	<b>4857.88</b>	<b>4752.85</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	10106.50	11772.84	16630.72	21383.57	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	11638.02	13910.21	18204.88	23415.08	销售收入增长率	46.64%	26.69%	28.17%	29.64%
存货	2818.67	3932.34	4960.68	6555.42	营业利润增长率	25.50%	24.84%	28.11%	25.79%
其他流动资产	2119.17	4468.43	5253.77	6620.62	净利润增长率	25.67%	26.26%	25.82%	24.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	24.78%	29.00%	26.86%	24.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2731.87	2518.24	2304.61	2090.98	毛利率	40.10%	39.95%	39.43%	38.90%
无形资产和开发支出	461.06	429.26	398.46	368.66	三费率	16.77%	17.57%	17.12%	17.26%
其他非流动资产	441.15	478.12	508.12	548.12	净利率	23.28%	23.20%	22.77%	21.83%
<b>资产总计</b>	<b>30316.44</b>	<b>37509.45</b>	<b>48261.23</b>	<b>60982.45</b>	ROE	30.48%	28.65%	28.01%	27.84%
短期借款	876.60	0.00	0.00	0.00	ROA	19.40%	19.80%	19.36%	19.05%
应付和预收款项	8085.36	9907.67	12946.73	16935.64	ROIC	40.51%	39.35%	40.12%	41.65%
长期借款	675.75	675.75	675.75	675.75	EBITDA/销售收入	21.75%	22.15%	21.92%	21.13%
其他负债	1381.28	1000.99	1279.07	1651.95	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>11018.99</b>	<b>11584.41</b>	<b>14901.56</b>	<b>19263.34</b>	总资产周转率	0.98	0.94	0.96	0.97
股本	4068.77	6102.71	6155.04	6155.04	固定资产周转率	14.92	17.98	26.19	39.32
资本公积	1639.61	826.30	1450.43	1450.43	应收账款周转率	4.07	3.63	3.72	3.72
留存收益	14091.16	19457.45	26201.63	34547.06	存货周转率	5.85	5.61	5.54	5.60
归属母公司股东权益	19253.80	25868.39	33289.03	41634.46	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.13%	—	—	—
少数股东权益	43.65	56.65	70.65	84.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>19297.45</b>	<b>25925.03</b>	<b>33359.67</b>	<b>41719.10</b>	资产负债率	36.35%	30.88%	30.88%	31.59%
负债和股东权益合计	30316.44	37509.45	48261.23	60982.45	带息债务/总负债	14.09%	5.83%	4.53%	3.51%
					流动比率	2.60	3.15	3.19	3.13
					速动比率	2.32	2.78	2.84	2.78
					股利支付率	27.73%	27.62%	27.72%	28.06%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.96	1.21	1.53	1.90
					每股净资产	3.16	4.25	5.47	6.84
					每股经营现金	0.53	0.62	1.08	1.28
					每股股利	0.27	0.34	0.42	0.53
业绩和估值指标									
	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	5496.58	7090.62	8994.82	11241.06					
PE	32.81	25.97	20.64	16.60					
PB	9.98	7.43	5.77	4.62					
PS	7.62	6.01	4.69	3.62					
EV/EBITDA	21.82	25.52	19.76	15.38					
股息率	0.85%	1.06%	1.34%	1.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn