

2017年07月26日

# 海康威视 (002415.SZ)

## 动态分析

### 中报业绩增长稳健，智能化创新业务值得期待

#### 投资要点

- ◆ **公司动态**：公司发布 2017 年中期业绩报告，上半年实现营业收入 164.5 亿元，同比上升 31.0%，毛利率 42.7%，同比上升 2.6 个百分点，归属于上市公司股东的净利润 32.9 亿元，同比上升 26.2%，每股收益 0.357 元，同比上升 23.69%。第二季度单季度实现销售收入 94.0 亿元，同比上升 28.0%，归属上市公司股东净利润 18.1 亿元，同比上升 23.7%。
- ◆ **点评**：
  - **海外收入增速可观，创新业务值得期待**：公司上半年销售收入同比上升 31.0% 为 164.5 亿元，从市场分布看，海外市场的增长速度为 38.3%，国内市场为 28.2%，尽管公司认为海外市场需求的不确定性较大，但是凭借在产品和渠道的持续开拓，依然在海外获得了可观的规模成长。从产品方面看，前端产品、后端产品和中心控制设备依然是公司业务收入的主要来源。值得关注的是，从 2016 年年报开始披露的创新业务的收入在 2017 年上半年实现了 6.1 亿元，不仅同比大幅增长，也显著超越 2016 年全年的收入水平，尽管基数较低，但是以萤石智能家居、海康机器人、海康汽车、海康存储为代表的创新业务未来的成长值得期待。
  - **毛利率全面回升，销售研发投入增加**：公司在从注重营收规模增长向规模和盈利并举的战略转变的过程中，2017 年上半年取得了初步的成效，无论是产品分布还是市场分布，毛利率水平均出现了明显的回升趋势，综合毛利率同比上升 2.6 个百分点达到 42.7%。由于公司在海外市场的拓展，以及在新产品和项目上的研发投入需求较高，上半年的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升 0.8、0.6 和 1.0 个百分点，进而使得净利润率有所下降，净利润的增速低于收入的增长速度。
  - **业务扩张持续加快，生产基地建设助力公司竞争力**：未来公司在产品和项目方面预计将会同步推进，创新类产品通过内生和外延式的扩张，逐步丰富公司的产品线，从专业的安防视频监控领域，向消费用视频处理市场拓展。而安防方面，公司在项目模式和渠道方面的拓展，其国内市场主要在重点地区进行项目推进以及智能化安防产品的升级改造，海外市场则继续推荐产品渠道的自主品牌化渗透。另外，公司在桐庐的生产基地一期和二期均已经建设完成，在中西部地区的生产基地建设也在积极推进中，随着公司在向解决方案方向拓展的推进，定制化生产的能力以及核心部件的可控也会随着自给率提升而增加。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.05、1.36 和 1.66 元。净资产收益率分别为 27.7%、28.2%和 27.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 36.75 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、27.0 和 22.1 倍的动态市盈率。

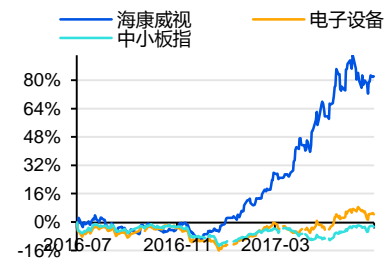
电子元器件 | 电子设备 III

投资评级	买入-A(维持)
6 个月目标价	36.75 元
股价(2017-07-25)	30.52 元

#### 交易数据

总市值 (百万元)	281,664.96
流通市值 (百万元)	221,503.51
总股本 (百万股)	9,228.87
流通股本 (百万股)	7,257.65
12 个月价格区间	22.61/40.16 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.14	18.82	85.84
绝对收益	-3.72	23.77	84.5

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号：S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20655612

#### 相关报告

- 海康威视：2016 年业绩稳定快速成长，创新业务值得关注 2017-04-17
- 海康威视：全年营收净利同步增加，未来成长空间可期 2017-02-16
- 海康威视：三季度业绩恢复快速增长趋势 2016-10-12
- 海康威视：中期业绩稳定增长，竞争压力不改龙头地位 2016-07-25
- 海康威视：2015 年净利增速放缓，行业未来仍然可期 2016-04-11

- ◆ **风险提示** :国内市场政府订单需求增速不及预期 ;产业市场竞争降低公司盈利能力 ;新产品及创新业务的拓展速度不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	25,271.4	31,924.0	40,328.6	50,915.3	63,134.7
同比增长(%)	46.6%	26.3%	26.3%	26.3%	24.0%
营业利润(百万元)	5,494.0	6,830.1	8,578.5	11,177.4	13,556.2
同比增长(%)	25.5%	24.3%	25.6%	30.3%	21.3%
净利润(百万元)	5,869.0	7,422.3	9,694.6	12,522.0	15,278.2
同比增长(%)	25.8%	26.5%	30.6%	29.2%	22.0%
每股收益(元)	0.64	0.80	1.05	1.36	1.66
PE	48.0	37.9	29.1	22.5	18.4
PB	14.6	11.6	8.0	6.3	5.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 内容目录

一、季度业绩点评：营收毛利稳步成长，费用率略有上升 .....	4
二、经营状况点评：海外成长有亮点，创新业务值得期待 .....	5
（一）海外业务快速成长，国内市场持续改善 .....	5
（二）前端产品仍是收入主要来源，创新业务潜力值得期待 .....	5
（三）业绩指导：公司经营业绩持续稳健增长 .....	6
三、投资建议 .....	7
四、风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1：过往 12 个季度营业收入变动 .....	4
图 2：过往 12 个季度盈利变动 .....	4
图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动 .....	4
图 4：过往 12 个季度主要费用率变动 .....	4
图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5
图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5
图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5
图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1） .....	5

## 一、季度业绩点评：营收毛利稳步成长，费用率略有上升

公司 2017 年上半年销售收入实现 164.5 亿元，同比上升 31.0%，其中第二季度的销售收入为 94.0 亿元，同比上升 28.0%。国内安防行业市场需求持续平稳增长，海外市场需求存在不确定性，但是作为行业龙头公司依然获得了较好的收益。依托在视频监控行业方面的积累，公司持续开拓 AI 技术应用于产品模式和项目市场，并且继续推进包括萤石智能家居、海康机器人、海康汽车技术、海康存储等创新业务的市场和渠道开拓，为公司的营收增长带来了新的成长空间。

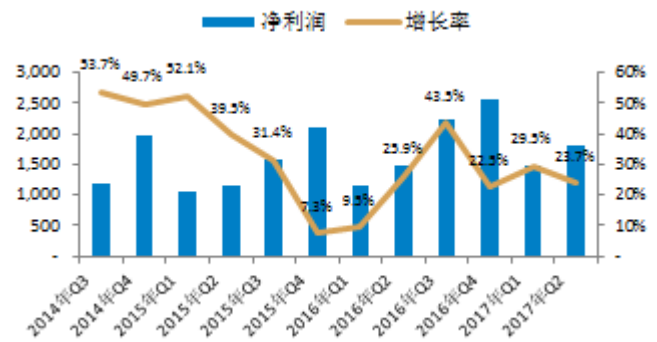
公司 2017 年上半年实现归属母公司股东净利润 32.9 亿元，同比上升 26.2%，其中第二季度的归属母公司股东净利润为 18.1 亿元，同比上升 23.7%。由于在市场渠道和研发费用方面的投入持续，以及由于汇兑损益与营业外收入的会计处理，使得净利润增速低于收入增速。

图 1：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

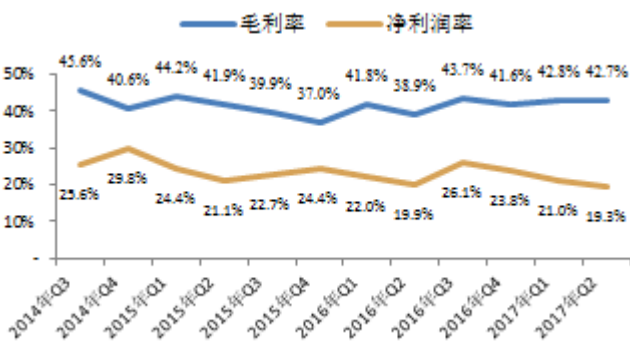
图 2：过往 12 个季度盈利变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

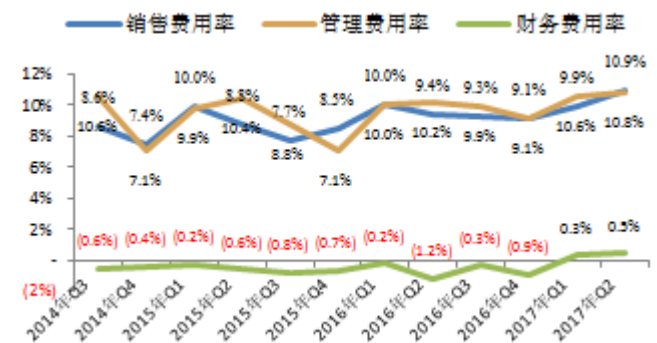
公司 2017 年上半年主营业务毛利率为 42.7%，同比上升 2.6 个百分点，其中第二季度的毛利率为 42.7%，同比上升 3.8 个百分点，公司在经历了过去 2 年的毛利率有所下降的过程后，在经营策略方面从以营收规模为主向规模盈利能力并举的方向转变后，以及在行业需求向好市场价格竞争有所缓解的状况下，产品和项目的毛利率水平出现了明显的回升。经营费用方面，上半年销售费用、管理费用、财务费用占收比分别为 10.5%、10.7%、0.4%，其中第二季度的分别为 10.8%、10.9%、0.5%，公司在渠道开拓和研发费用方面的投入增加，是费用率水平上升的主要原因，也使得公司净利润率在毛利率上升后仍然出现了小幅度下降。

图 3：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：过往 12 个季度主要费用率变动



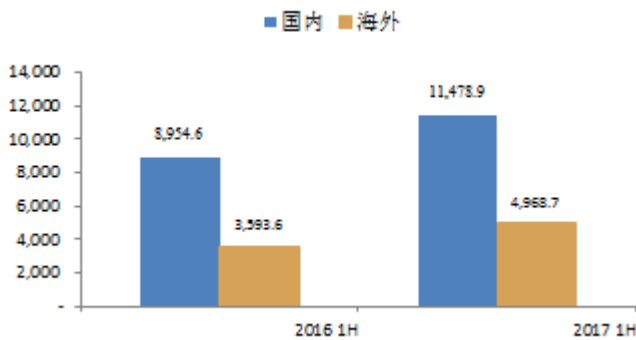
资料来源：Wind，华金证券研究所

## 二、经营状况点评：海外成长有亮点，创新业务值得期待

### （一）海外业务快速成长，国内市场持续改善

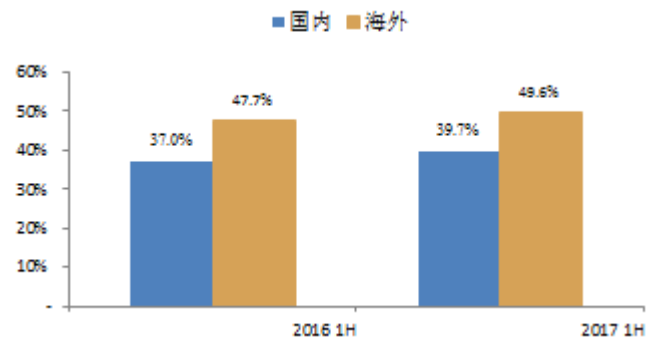
2017年上半年,公司海外市场销售收入 49.7 亿人民币,同比上升 38.3%,毛利率为 49.6%,同比上升 1.9 个百分点。国内市场销售收入 114.8 亿元,同比上升 28.2%,毛利率为 39.7%,同比上升 1 个百分点。公司毛利率在国内外市场均有所回升,尤其是海外市场在收入保持了快速成长的情况下,盈利能力实现了进一步的提升。

图 5：收入按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：毛利率按市场细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



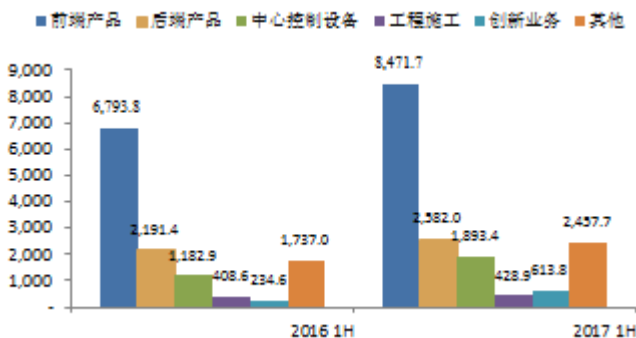
资料来源：Wind，华金证券研究所

### （二）前端产品仍是收入主要来源，创新业务潜力值得期待

产品细分看,前端产品收入 84.7 亿元,同比上升 24.7%,占总收入 53.5%,继续保持公司收入的主要来源,后端产品及中心控制设备收入分别为 25.8 亿和 18.9 亿元,其中中心控制设备收入继续大幅增长 60.1%。值得关注的是,公司 2016 年年报开始披露的创新业务的收入在 2017 年上半年实现了 6.1 亿元,同比大幅提升 161.7%,并且大幅度超越了 2016 年全年的收入水平,尽管基数较低,但是未来的成长值得期待。

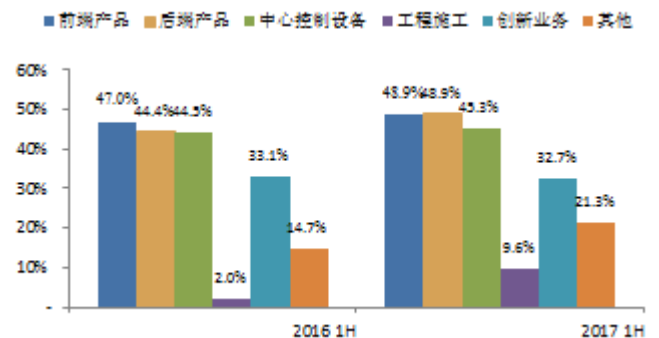
公司产品细分毛利率除创新业务外均呈现了上升的趋势,其中占据收入主要水平的前端、后端和中心控制设备毛利率分别上升 1.9、4.5 和 0.8 个百分点,战略调整初见成效。

图 7：收入按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 8：毛利率按产品细分（2017 H1 v.s. 2016 H1）



资料来源：Wind，华金证券研究所

### （三）业绩指导：公司经营业绩持续稳健增长

公司预计在 2015 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动幅度为 15%~35%，与中期业绩 26.2%的净利润增速基本相当，国内市场方面需求继续稳健释放，成为公司稳健成长的主要推动力，而海外市场尽管地区差异较大，但是公司的渠道布局日益完善，应对能力持续加强。

### 三、投资建议

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 1.05、1.36 和 1.66 元。净资产收益率分别为 27.7%、28.2%和 27.3%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 36.75 元，相当于 2017 年至 2019 年 35.0、27.0 和 22.1 倍的动态市盈率。

### 四、风险提示

国内市场政府订单需求增速不及预期；

渠道市场方面仍然存在价格竞争的压力，对公司盈利能力产生不确定性；

新产品及创新业务的拓展速度不及预期。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	25,271.4	31,924.0	40,328.6	50,915.3	63,134.7	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	15,136.8	18,649.7	23,451.2	29,609.4	36,865.7	营业收入增长率	46.6%	26.3%	26.3%	26.3%	24.0%
营业税费	196.9	255.1	330.5	406.9	508.8	营业利润增长率	25.5%	24.3%	25.6%	30.3%	21.3%
销售费用	2,179.0	2,991.3	3,614.7	4,563.7	5,744.5	净利润增长率	25.8%	26.5%	30.6%	29.2%	22.0%
管理费用	2,211.2	3,106.8	4,222.9	5,288.0	6,405.5	EBITDA 增长率	24.8%	24.5%	26.9%	29.2%	21.0%
财务费用	-152.9	-226.1	-185.2	-338.2	-445.2	EBIT 增长率	24.3%	23.6%	27.1%	29.1%	21.0%
资产减值损失	338.9	317.5	367.9	315.9	585.9	NOPLAT 增长率	20.5%	26.7%	24.5%	29.1%	21.0%
加:公允价值变动收益	-16.2	-40.2	-47.4	11.6	8.0	投资资本增长率	38.7%	34.2%	7.2%	39.4%	7.3%
投资和汇兑收益	148.7	40.5	99.3	96.2	78.7	净资产增长率	29.7%	26.9%	43.9%	26.7%	25.7%
<b>营业利润</b>	5,494.0	6,830.1	8,578.5	11,177.4	13,556.2	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	1,256.0	1,480.1	2,503.2	3,143.9	3,908.5	毛利率	40.1%	41.6%	41.8%	41.8%	41.6%
<b>利润总额</b>	6,750.0	8,310.2	11,081.7	14,321.4	17,464.7	营业利润率	21.7%	21.4%	21.3%	22.0%	21.5%
减:所得税	867.6	889.9	1,385.2	1,790.2	2,183.1	净利润率	23.2%	23.2%	24.0%	24.6%	24.2%
<b>净利润</b>	5,869.0	7,422.3	9,694.6	12,522.0	15,278.2	EBITDA/营业收入	21.8%	21.4%	21.5%	22.0%	21.5%
						EBIT/营业收入	21.1%	20.7%	20.8%	21.3%	20.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	36.3%	40.8%	25.3%	29.0%	25.5%
货币资金	10,106.5	13,635.0	19,958.3	23,558.1	33,713.6	负债权益比	57.1%	68.8%	33.9%	40.8%	34.2%
交易性金融资产	6.2	15.5	8.2	10.0	11.3	流动比率	2.60	3.01	3.84	3.37	3.96
应收帐款	8,461.2	11,771.4	9,626.2	18,864.2	17,415.6	速动比率	2.32	2.70	3.41	3.03	3.53
应收票据	3,044.1	2,843.4	4,328.0	5,124.1	6,406.3	利息保障倍数	-34.93	-29.21	-45.32	-32.05	-29.45
预付帐款	132.7	279.0	127.0	390.8	308.1	<b>营运能力</b>					
存货	2,818.7	3,825.2	4,635.4	5,773.8	7,357.3	固定资产周转天数	24	27	29	28	26
其他流动资产	2,113.0	4,154.0	3,134.1	3,133.7	3,473.9	流动营业资本周转天数	99	105	98	98	98
可供出售金融资产	56.0	283.8	283.8	283.8	283.8	流动资产周转天数	326	356	350	349	358
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	93	114	96	101	103
长期股权投资	-	35.0	35.0	35.0	35.0	存货周转天数	36	37	38	37	37
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	368	404	395	389	394
固定资产	1,887.2	2,853.7	3,596.1	4,249.2	4,813.0	投资资本周转天数	133	144	135	133	129
在建工程	844.6	316.5	316.5	316.5	316.5	<b>费用率</b>					
无形资产	343.2	410.3	378.5	346.8	315.1	销售费用率	8.6%	9.4%	9.0%	9.0%	9.1%
其他非流动资产	503.0	916.2	745.4	765.0	808.9	管理费用率	8.7%	9.7%	10.5%	10.4%	10.1%
<b>资产总额</b>	30,316.4	41,339.0	47,172.7	62,851.0	75,258.4	财务费用率	-0.6%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.7%
短期债务	876.6	32.3	-	-	-	三费/营业收入	16.8%	18.4%	19.0%	18.7%	18.5%
应付帐款	6,029.6	8,041.5	7,503.3	12,326.1	12,961.6	<b>投资回报率</b>					
应付票据	209.7	876.8	52.1	1,229.3	505.2	ROE	30.5%	30.6%	27.7%	28.2%	27.3%
其他流动负债	3,158.5	3,165.3	3,344.3	3,291.5	3,889.7	ROA	19.4%	17.9%	20.6%	19.9%	20.3%
长期借款	675.8	1,722.2	-	-	-	ROIC	59.3%	54.2%	50.3%	60.5%	52.5%
其他非流动负债	68.8	3,014.2	1,045.8	1,376.3	1,812.1	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	11,019.0	16,852.3	11,945.6	18,223.2	19,168.6	DPS(元)	0.31	0.40	0.26	0.34	0.41
少数股东权益	43.6	198.0	200.0	209.2	212.6	分红比率	48.5%	49.7%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	4,068.8	6,102.7	9,228.9	9,228.9	9,228.9	股息收益率	1.0%	1.3%	0.9%	1.1%	1.4%
留存收益	15,730.8	18,527.3	25,798.3	35,189.7	46,648.4						
<b>股东权益</b>	19,297.5	24,486.7	35,227.1	44,627.8	56,089.8						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	5,882.4	7,420.3	9,694.6	12,522.0	15,278.2	EPS(元)	0.64	0.80	1.05	1.36	1.66
加:折旧和摊销	155.5	240.7	289.4	378.6	467.9	BVPS(元)	2.09	2.63	3.80	4.81	6.05
资产减值准备	338.9	317.5	-	-	-	PE(X)	48.0	37.9	29.1	22.5	18.4
公允价值变动损失	16.2	40.2	-47.4	11.6	8.0	PB(X)	14.6	11.6	8.0	6.3	5.0
财务费用	-42.6	63.8	-185.2	-338.2	-445.2	P/FCF	64.6	44.8	55.2	41.8	20.1
投资损失	-148.7	-40.5	-99.3	-96.2	-78.7	P/S	11.1	8.8	7.0	5.5	4.5
少数股东损益	13.3	-2.0	1.9	9.2	3.4	EV/EBITDA	23.9	19.8	30.2	23.1	18.4
营运资金的变动	-1,349.2	-3,682.0	-130.9	-5,586.7	-1,110.0	CAGR(%)	28.7%	27.2%	27.5%	28.7%	27.2%
<b>经营活动产生现金流量</b>	3,216.7	6,213.7	9,523.0	6,900.3	14,123.7	PEG	1.7	1.4	1.1	0.8	0.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-75.2	-3,383.1	-886.1	-907.3	-923.9	ROIC/WACC	5.7	5.2	4.8	5.8	5.0
<b>融资活动产生现金流量</b>	-118.8	442.8	-2,313.6	-2,393.2	-3,044.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所



## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

**本公司具备证券投资咨询业务资格的说明**

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**免责声明：**

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**风险提示：**

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn