

## 好风凭借力，安防巨头扬帆再出发

## 买入|首次推荐

### 报告要点:

#### ● 安防市场空间巨大，放眼全球打开全新市场空间

根据 IHS Markit 的数据，2017 年公司在全球视频监控市场的份额为 12%，连续多年蝉联行业全球第二。根据中安协的数据，2017 年国内安防市场规模约为 6000 亿元，2020 年将达到约 8000 亿元，“十三五”期间 CAGR 在 10% 以上。根据前瞻产业研究院的数据，2018 年全球安防市场规模约为 2758 亿美元，到 2022 年将达到 3526 亿美元，2017-2022 年的 CAGR 将达到 6.5%。公司拥有全球化的业务布局，在国内和海外市场都有广泛的营销网络和业务覆盖，未来持续成长无忧。

#### ● 毛利率企稳回升，追求高质量增长

2010-2018 年，公司营收 CAGR 达 40.99%，归母净利润 CAGR 达 32.89%，成长性优异。2019 年上半年，公司实现营业收入 108.07 亿元，同增 10.11%，归母净利润 12.39 亿元，同增 14.51%，增速较前几年有所放缓，主要原因是：海外宏观经济疲弱，贸易摩擦影响；国内渠道受宏观经济影响，公司主动放弃部分风险客户及业务。2019 年上半年，得益于公司精细化管理的推进，营收结构持续优化，毛利率同比提升 3.85%，达到 40.37%。

#### ● 研发精准投入，三级解决方案覆盖各类场景化需求

公司每年将营收的 10% 左右投入至研发领域，先后建立了先进技术、中央、大数据、芯片以及网络安全五大研究院，储备了大量 AI、云计算与大数据、芯片、机器视觉和机器人等面向未来的技术。基于“大华 HOC”架构，公司推出城市级、行业级以及消费级整体解决方案，面向城市级和行业级客户，对智慧城市、智慧警务、智慧交通等领域的场景化需求进行深化设计，形成丰富和细化的解决方案，面向小微企业与个人消费者，以乐橙云为核心，构建三位一体的业务生态，组合设计出多种家庭、商铺的应用方案。

#### ● 投资建议与盈利预测

伴随着雪亮工程等政策的持续推进，以及 AI 在安防领域的不断落地，需求持续增长。公司不断完善渠道与供应链，优化产品结构，毛利率有望持续提升。预计公司 2019-2021 年营业收入为 293.05、362.74、448.81 亿元，归母净利润为 31.34、38.35、46.89 亿元，EPS 为 1.05、1.28、1.56 元/股，对应 PE 为 16.39、13.40、10.96 倍。考虑到公司过去三年 PE 主要运行在 13-36 倍、预期未来三年归母净利润 CAGR 为 22.85%，给予 2019 年 20 倍 PE，对应目标价为 21.00 元。首次推荐，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济疲弱导致需求释放不及预期，雪亮工程等政策落地进度低于预期，海外市场拓展进度不及预期，核心零部件供应风险，行业竞争加剧等。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18844.46	23665.69	29304.51	36274.45	44881.09
收入同比(%)	41.38	25.58	23.83	23.78	23.73
归母净利润(百万元)	2378.73	2529.43	3134.17	3835.34	4688.60
归母净利润同比(%)	30.33	6.34	23.91	22.37	22.25
ROE(%)	22.73	20.04	19.28	19.38	19.39
每股收益(元)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.56
市盈率(P/E)	21.60	20.31	16.39	13.40	10.96

资料来源：Wind，国元证券研究中心

当前价/目标价：17.14 元/21.00 元

目标期限：6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价(元)：18.32 / 11.11

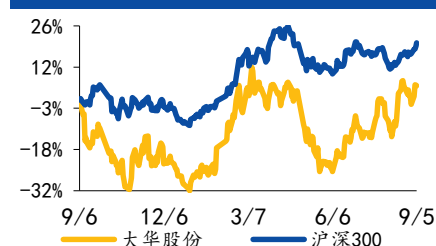
A 股流通股(百万股)：1813.64

A 股总股本(百万股)：2997.58

流通市值(百万元)：31085.80

总市值(百万元)：51378.48

### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

### 相关研究报告

### 报告作者

分析师 耿军军

执业证书编号 S0020519070002

电话 021-51097188-1856

邮箱 gengjunjun@gzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gzq.com.cn

## 目 录

1. 安防巨头，拾级而上 .....	5
1.1 公司业绩回顾 .....	5
1.2 股权结构与子公司情况 .....	9
1.3 管理团队稳定，护航公司持续成长 .....	10
1.4 股权激励与分红情况 .....	10
2. 好风借力，放眼全球 .....	12
2.1 全球安防需求持续增长，行业成长空间无忧 .....	12
2.2 国内历经多年建设，渗透率仍然偏低 .....	16
2.3 推进全球化布局，提升市场份额 .....	17
3. 创新驱动，全面布局 .....	20
3.1 发挥核心技术优势，推动智能产品落地 .....	20
3.2 三级业务解决方案，全面覆盖各类应用场景 .....	25
3.2.1 城市级解决方案 .....	26
3.2.2 行业级解决方案 .....	27
3.2.3 消费级解决方案 .....	29
4. 智能时代，行业生变 .....	32
5. 盈利预测与投资建议 .....	37
6. 风险提示 .....	40

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 营业收入情况 .....	6
图 3: 归母净利润情况 .....	6
图 4: 毛利率情况 .....	6
图 5: 2010-2016 年营收构成 (单位: 亿元) .....	7
图 6: 近三年解决方案与产品营收情况 .....	7
图 7: ROE (摊薄) .....	8
图 8: 经营性现金流净额 (单位: 亿元) .....	8
图 9: 研发投入情况 .....	8
图 10: 研发人员情况 .....	8
图 11: 费用率变化情况 .....	9
图 12: 人均营业收入 (单位: 万元) .....	9
图 13: 股权结构 .....	9
图 14: 分红情况 .....	11
图 15: 全球安防市场规模 .....	12
图 16: 2018 TOP Security 10 .....	12
图 17: 政府公共安全支出规模 .....	13
图 18: 国内安防市场规模 .....	13

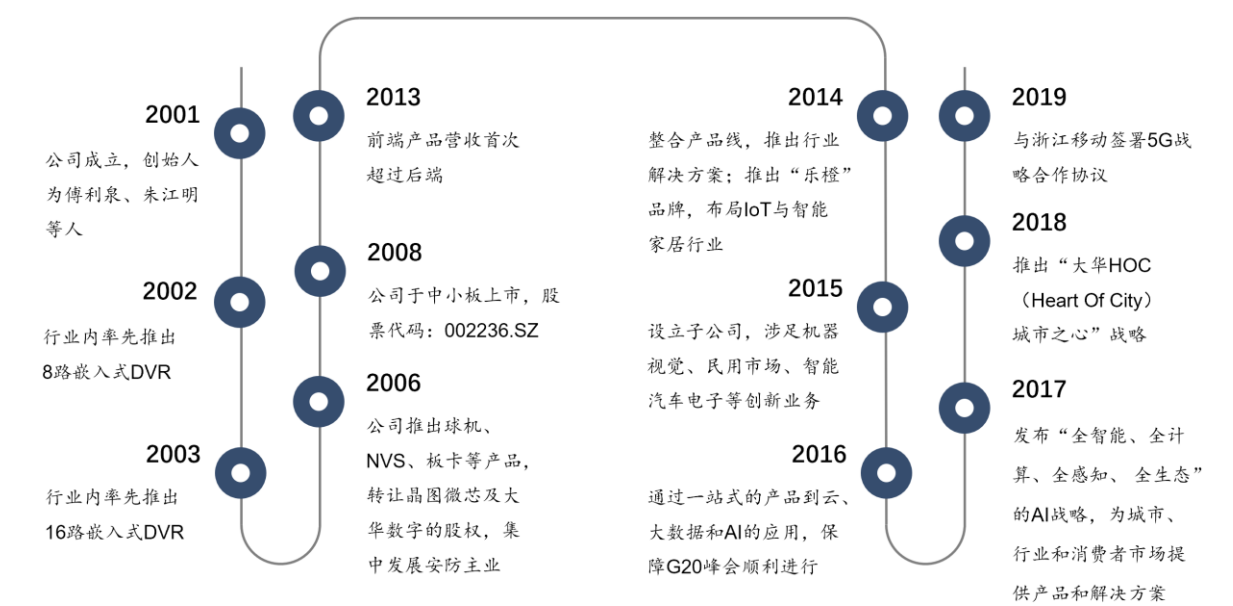
图 19: 雪亮工程系统示意图 .....	15
图 20: 雪亮工程招标额情况 .....	15
图 21: 雪亮工程中标额情况 .....	15
图 22: 国内视频监控产品市场规模及预测 .....	16
图 23: 2016 年我国视频监控渗透情况 .....	17
图 24: 2017 年全球视频监控产品市场份额 .....	17
图 25: 境内外营收情况 .....	18
图 26: 各地区 2015 与 2020 年视频监控市场规模 .....	19
图 27: 2015-2020 年各地区视频监控市场规模 CAGR .....	19
图 28: 视频监控摄像头进化历程 .....	21
图 29: 五大研究院 .....	21
图 30: 公司核心技术——AI 能力 .....	22
图 31: 公司参与竞赛语义分割效果 .....	22
图 32: 公司核心技术——云与大数据能力 .....	23
图 33: 公司核心技术——全网协同、开放能力 .....	23
图 34: 多维感知技术实例 .....	25
图 35: 三级业务解决方案 .....	26
图 36: 聚焦价值市场与价值客户, 加快解决方案业务模式落地 .....	26
图 37: 大华 HOC 新型智慧城市总体架构 .....	27
图 38: 行业级业务解决方案覆盖情况 .....	28
图 39: 新型技术助推大交通行业发展 .....	28
图 40: 智慧社区解决方案 .....	29
图 41: “三位一体”智能生活服务 .....	29
图 42: 乐橙智慧家庭安全产品家族 .....	30
图 43: 2018 年中国与全球智能家居渗透率前五 .....	30
图 44: 中国智能家居品类市场份额 .....	30
图 45: 全球智能家居市场规模 .....	31
图 46: 华为“全栈云、全智能、全场景”智能安防解决方案 .....	32
图 47: 华为智能安防加速, 2019 上半年指数级增长 .....	33
图 48: 2018 年宇视科技市场份额情况 .....	33
图 49: 城市事件感知与智能处理 .....	33
图 50: “腾讯云”混合云部署 .....	34
图 51: 百度人脸核身解决方案 .....	35
图 52: 2018 年安防+AI 软硬件市场份额 .....	35
图 53: SenseFoundry 方舟城市级开放视觉平台-产品优势 .....	36
表 1: 主要业务近三年营业收入情况 (单位: 亿元) .....	7
表 2: 主要子公司及对净利润影响达 10% 以上的参股公司情况 .....	10
表 3: 历次股权激励情况 .....	11
表 4: 雪亮工程重要历程 .....	14
表 5: 雪亮工程四项目标具体内容 .....	14

表 6: 2019 年一季度工程额前十名的雪亮工程项目 .....	16
表 7: 公司海外发展重大事件 .....	18
表 8: 安防领域 AI 落地情况 .....	20
表 9: 公司产品及服务 .....	24
表 10: 公司“全感知、全智能、全计算、全生态”能力 .....	25
表 11: 公司业务拆分（单位：百万元） .....	38
表 12: 可比公司估值情况 .....	38

## 1. 安防巨头，拾级而上

大华股份，全称为浙江大华技术股份有限公司，是全球领先的以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，以技术创新为基础，为城市级、企业级以及个人消费者客户提供端到端的视频监控解决方案、系统及服务。截至 2018 年，公司连续 11 年被列入国家软件企业百强，连续 13 年荣获中国安防十大品牌，连续 12 年入选 a&s “全球安防 50 强”，2018 年排名全球第二位。根据 IHS2018 发布的报告，公司在全球 CCTV&视频监控市场占有率排名第二。基于视频业务，公司持续探索新兴业务，延展了机器视觉、视频会议系统、专业无人机、智慧消防、电子车牌、RFID 及机器人等新兴视频物联业务。

图 1：公司发展历程

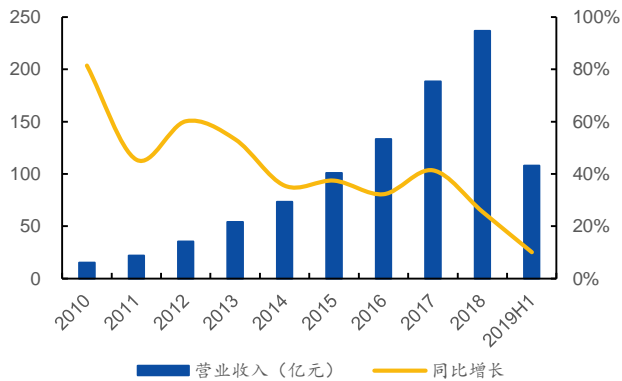


资料来源：公司公告，公司官网，国元证券研究中心

### 1.1 公司业绩回顾

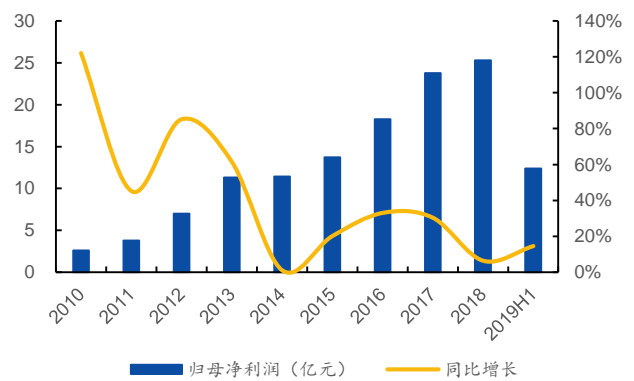
经过多年的飞速发展，公司已经从一家普通的安防企业成长为如今的全球安防巨头，2010 至 2018 年营业收入 CAGR 达 40.99%，归母净利润 CAGR 达 32.89%，成长性优异。2019 年上半年，公司实现营业收入 108.07 亿元，同比增长 10.11%，毛利率为 40.37%，比去年同期提升 3.85 个百分点，实现归母净利润 12.39 亿元，同比增长 14.51%。上半年营业收入增速放缓，我们认为主要原因有：海外宏观经济疲软，贸易摩擦影响；国内渠道受宏观经济影响，公司主动放弃部分风险客户及业务，确保业务良性发展。

图 2：营业收入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

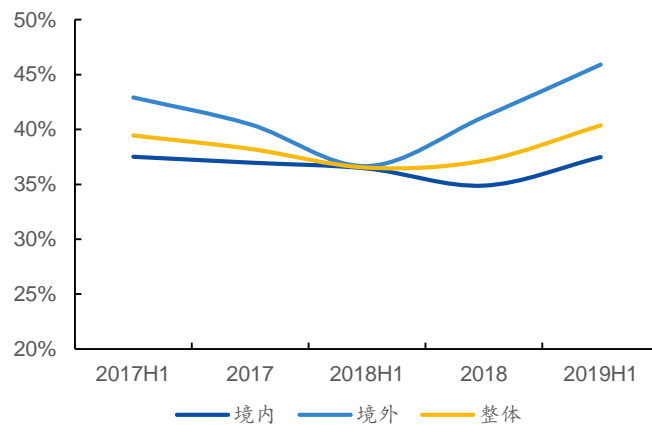
图 3：归母净利润情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

值得注意的是，公司 2019 年上半年总体毛利率提升了 3.85%，达到 40.37%。分拆来看，境内毛利率为 37.47%，同比提升 1.03%；境外毛利率 45.92%，同比提升高达 9.26%。毛利率的企稳回升主要归功于公司精细化管理的推进，包括：产品结构优化，智能化等高毛利产品的占比提升，海外渠道管理体系不断完善；供应链管理能力提升，产品成本下降；汇率波动的影响。

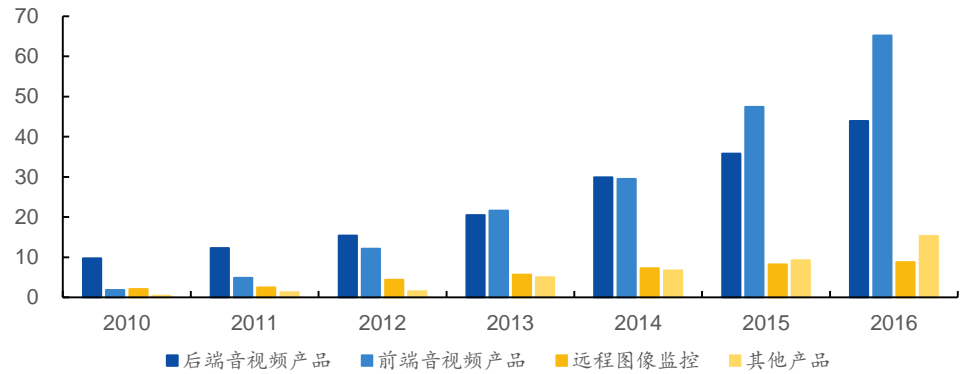
图 4：毛利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2016 年及以前年度，公司将产品划分为四类：后端音视频产品、前端音视频产品、远程图像监控、其他产品。公司以生产后端的 DVR 等设备起家，初期后端业务占比较大，2010 年占安防行业收入的比重为 69.09%，伴随着前端市场的快速发展，公司积极发展前端业务，到 2016 年，前端音视频产品营收达 65.20 亿元，占总营收的 48.92%，2010 至 2016 年前端音视频产品营收 CAGR 高达 81.20%。

图 5：2010-2016 年营收构成（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究中心

2017 年以来，为了更清晰、直观地体现发展方向与业务模式，公司将业务划分口径调整为：解决方案、产品、其他。2019 年上半年，解决方案实现营收 56.26 亿元，同比增长 12.11%，占营收比为 52.06%，同比提升 0.93 个百分点。

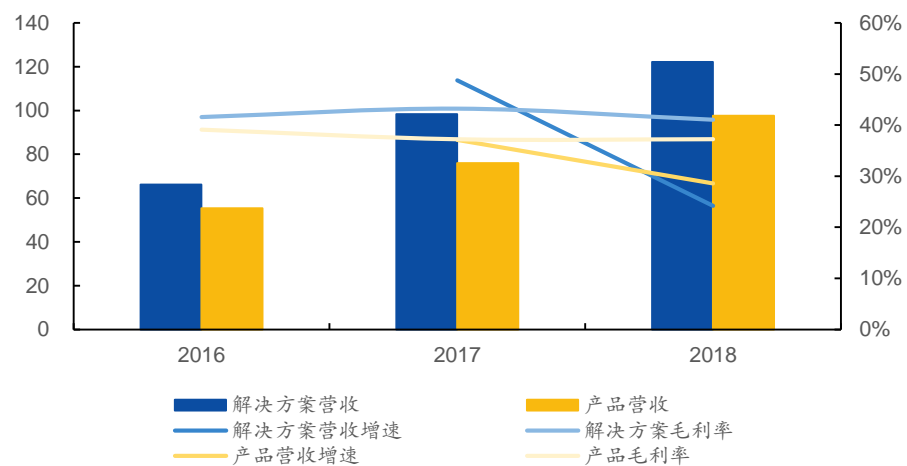
表 1：主要业务近三年营业收入情况（单位：亿元）

年份	2019 年上半年			2018 年			2017 年			2016 年			
	业务	营收	占比	增速	营收	占比	增速	营收	占比	增速	营收	占比	增速
	解决方案	56.26	52.06%	12.11%	122.15	51.62%	24.19%	98.36	52.20%	48.75%	66.12	49.61%	-
	产品	45.38	41.99%	11.91%	97.63	41.25%	28.57%	75.93	40.29%	37.10%	55.38	41.55%	-
	其他	6.43	5.95%	-13.24%	16.88	7.13%	19.25%	14.15	7.51%	20.10%	11.79	8.84%	-

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

转型解决方案是目前视频监控行业的趋势，从 2016 到 2018 年，公司解决方案营收 CAGR 达 35.92%，高于产品营收的 32.77%，体现了公司从产品供应商向“领先的监控产品供应商和解决方案服务商”转型的决心。与产品相比，解决方案可以为公司带来更多的附加价值，解决方案占比的不断提升，有望带动公司毛利率持续提升。

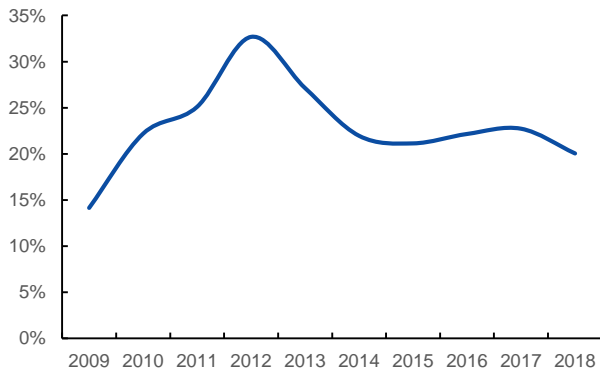
图 6：近三年解决方案与产品营收情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

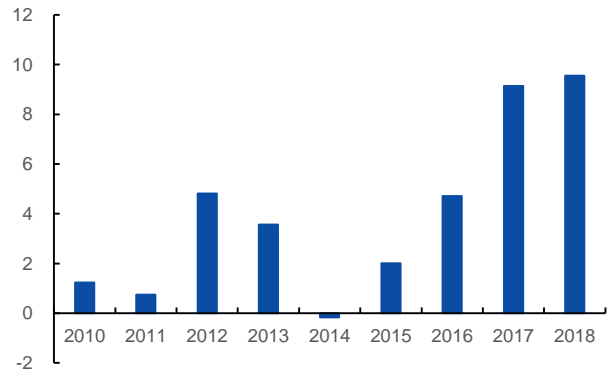
从 2009 年到 2012 年，公司的 ROE（摊薄）处在上升通道，最高达到 32.68%，在此之后 ROE（摊薄）大致表现为回落走势，并稳定在 20% 左右的水平。公司经营现金流净额在近两年有较大进步，2019 年公司继续推进 LTC 业务流程变革，加大应收款管理力度，上半年实现销售回款 108.26 亿元，同比增加 16.32 亿元。随着公司回款质量提高，运营资产加快流转，经营现金流持续改善，公司对财务风险的控制能力也得到提升。

图 7: ROE（摊薄）



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

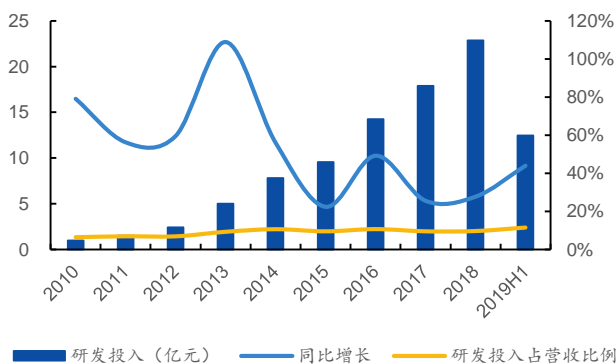
图 8: 经营性现金流净额（单位：亿元）



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

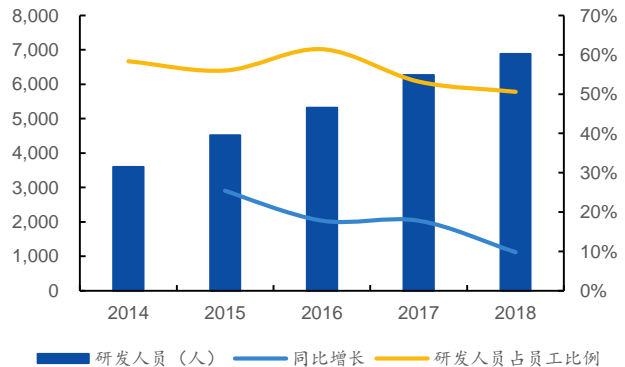
在研发方面，公司对研发创新的重视一如既往，每年将营收的 10% 左右投入至研发领域。2019 年上半年，公司继续围绕人工智能、云计算与大数据、芯片、机器视觉和机器人等面向未来的核心技术积累持续加大研发投入，研发投入达 12.45 亿元，同比增长 43.94%，研发费用率达 11.52%。2018 年公司研发人员数量为 6880 人，较 2014 年增长了近一倍。公司实行全面预算管理，加强费用精准投入，在经营管理方面降低油耗，优化结构，提高效率，努力将投入转化为效益。

图 9: 研发投入情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 10: 研发人员情况

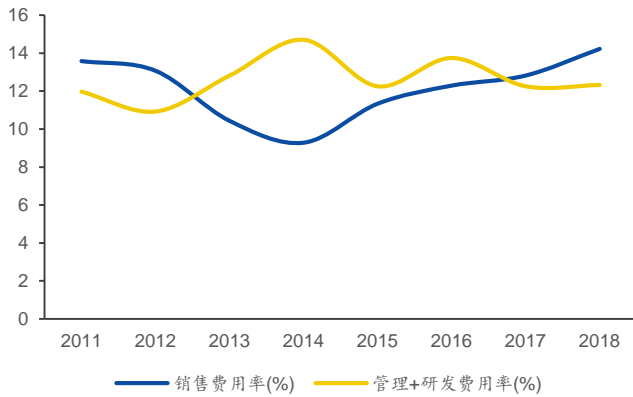


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

从 2011 年到 2018 年，销售费用率维持在 9-15% 之间，近五年来呈现上升的趋势，管理+研发费用率维持在 10-15% 之间，近五年来呈现小幅波动向下的趋势。在人均营业收入方面，从 2011 年以来一直维持上升趋势，2015 年增速高达 26.42%，其他年份保持个位数增长。

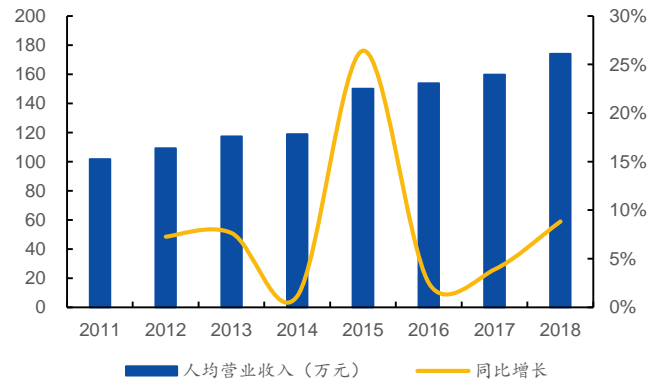


图 11: 费用率变化情况



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

图 12: 人均营业收入 (单位: 万元)

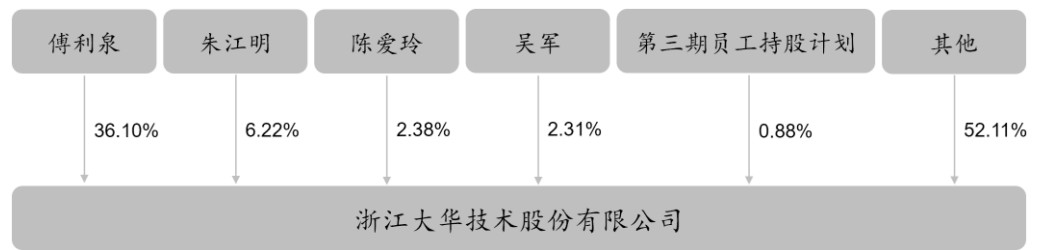


资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 1.2 股权结构与子公司情况

根据公司 2019 年中报披露的最新情况, 目前公司实际控制人为傅利泉和陈爱玲。傅利泉为公司主要创始人, 现任公司董事长, 持股比例为 36.10%, 陈爱玲持股比例为 2.38%, 两人合计持有公司 38.48% 的股份。公司第二大股东为另一位主要创始人朱江明, 目前持股比例为 6.22%, 副董事长吴军持股比例为 2.31%, 公司第三期员工持股计划持有 0.88% 的股份。公司股东结构稳定, 保证了公司稳健运营及战略的持续推进, 为进一步创新发展提供了良好的环境。

图 13: 股权结构



资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

根据 2018 年年报披露的数据, 公司 2018 年设立了 12 家境内子公司及 9 家境外子公司, 全资收购 1 家境内公司与 2 家境外公司, 并将上述公司纳入合并报表。至此, 纳入合并报表的子公司有浙江大华系统工程有限公司、浙江大华科技有限公司、浙江大华智联有限公司等 94 家, 联营企业主要有台州大华保安服务有限公司、宁波大华安邦保安服务有限公司等 12 家。

**表 2：主要子公司及对净利润影响达 10%以上的参股公司情况**

公司名称	持股比例	主营业务	2018 年净利润
浙江大华系统工程有限公司	100%	电子产品及通讯产品的开发、生产、安装及销售，计算机系统集成，自动化控制工程的设计、施工、安装	2758.50 万元
浙江大华科技有限公司	100%	计算机软件的开发、销售及技术服务，安防设备、电子产品及通讯产品的设计、开发、生产及销售	2.40 亿元
浙江大华智联有限公司	90.09%	电子产品及其辅助设备的生产、销售；计算机软件、电子产品、通讯产品、数字安防产品的技术开发、技术咨询、技术服务、成果转让；自有房屋租赁；餐饮服务；货物进出口	4692.86 万元

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 1.3 管理团队稳定，护航公司持续成长

公司高管团队稳定，自上市以来，创始人傅利泉一直担任公司董事长，联合创始人朱江明一直在公司高层任职（职务在不同年份有所不同），吴坚一直担任公司董事会秘书，魏美钟一直担任公司财务总监，陈爱玲一直担任公司董事。核心团队稳定，并不断引入新鲜血液，包括：总裁李柯、副总裁张兴明等，持续提升公司的各项能力，为公司发展保驾护航。

2017 年 5 月，具有华为公司背景的李柯加入公司担任总裁。李柯生于 1972 年，电子科技大学工学硕士，在华为公司有 21 年工作经历，期间先后担任研发工程师、产品解决方案部总裁、营销副总裁、南美区总裁等多项职位，曾带领华为在北美市场占有率超过 40%，也赢得了华为历史上第一个数亿美元级的巴西税务诉讼案件，海外市场经验非常丰富。我们认为：华为公司已经成长为全球 ICT 领域的巨头，在通信设备、手机等诸多细分领域处于领导地位，在快速成长的背后，有一套独特的管理理念，尤其是流程管理、组织管理上的独特体系，大华有望借鉴华为为先进的经验，提升运营效率，增强研发实力，提升市场份额。从 2019 年半年报披露的情况来看，公司持续开展系统性的管理变革，通过 LTC、IPD、ISD 和 ITR 等核心业务流程变革项目，提升内部管理水平和运营效率，实现端到端的流程打通，为后续高质量的发展奠定基础。

### 1.4 股权激励与分红情况

公司通过股权激励进一步完善治理结构，注入持续发展动力。截至目前，公司进行了三次股权激励。2018 年 9 月，公司公布最新的《2018 年限制性股票激励计划（草案）》，首次授予的限制性股票，三个解锁期分别需要达成解锁时点前一年度相比授予时点前一年度的复合营收增长率不低于 23%，且截至日当年归属于公司普通股股东的加权平均净资产收益率不低于 17%、18%、19%。公司通过股权激励的形式，充分调动核心员工的积极性，吸引和保留人才，保证了管理层和核心团队的稳定，为公司实现战略目标和长期可持续发展提供有力支持。

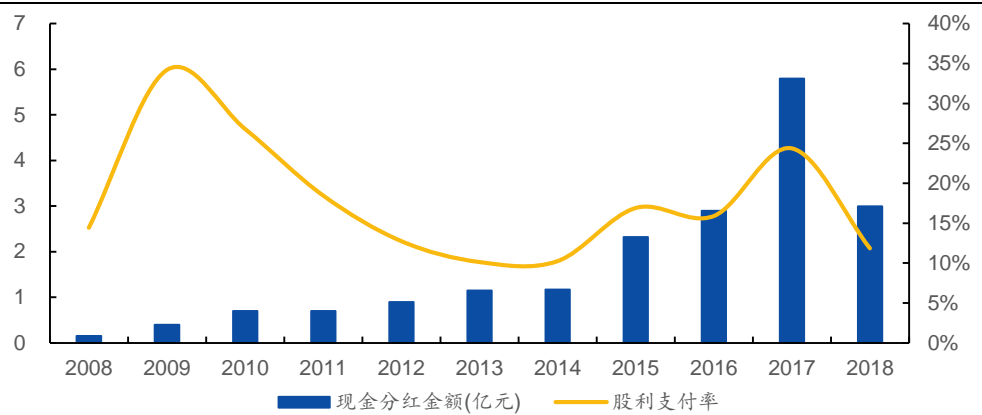
表 3: 历次股权激励情况

授予日	激励数量	授予价格	占总股本比例	激励人数
2010年6月24日	607.02 万股	16.72 元/股	4.54%	110 人
2014年3月20日	2746.43 万股	20.42 元/股	2.40%	647 人
2018年11月1日	11104.07 万股	8.17 元/股	3.83%	3145 人

资料来源: Wind, 公司公告, 国元证券研究中心

公司自 2008 年上市以来一直保持着每年现金分红的传统, 实施分红 11 次, 累计派发分红达到 19.17 亿元, 分红率为 14.55%。2018 年公司分红金额达 3.00 亿元, 股利支付率为 11.85%。

图 14: 分红情况



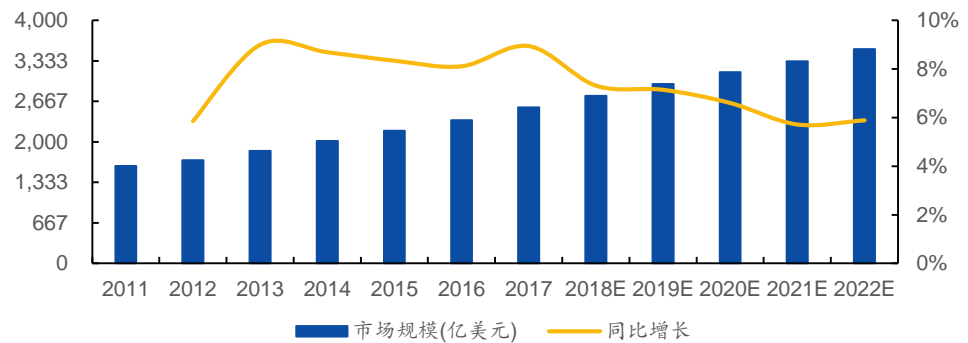
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

## 2.好风借力，放眼全球

### 2.1 全球安防需求持续增长，行业成长空间无忧

全球安防市场规模庞大，随着国际形势的变化以及公众对于安全需求的持续提升，市场规模不断扩大。根据前瞻产业研究院的数据，2018 年全球安防市场规模约为 2758 亿美元，同比增长 7.32%，到 2022 年将达到 3526 亿美元，2017-2022 年的 CAGR 将达到 6.5%。

图 15: 全球安防市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

一年一度的 a&s “全球安防 50 强” 是全球安防产业的最权威的排行榜之一，主要根据安防厂商的销售情况进行排名，是评估安防企业在全世界市场中实力和地位情况的重要参考依据，2018 年，海康威视和大华股份分列全球第一和第二，中国安防企业在世界上具有举足轻重的地位。

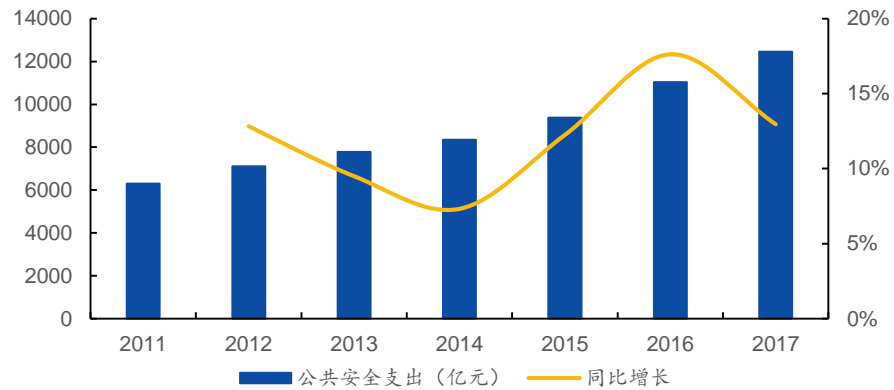
图 16: 2018 TOP Security 10

2018 Top Security 10							
'18	'17	Company	Headquarters	Main Product Group	Total Revenue (US\$ Millions)		Revenue Growth
					2017	2016	
1	1	HIKVISION DIGITAL TECHNOLOGY	China	Multiple	\$5,364.1	\$4,242.5	26.4%
2	3	DAHUA TECHNOLOGY	China	Multiple	\$2,680.6	\$1,896.0	41.4%
3	4	ASSA ABLOY (Electromechanical and electronic locks)	Sweden	Entry System	\$2,311.3	\$2,084.1	10.9%
4	2	BOSCH SECURITY SYSTEMS	Germany	Multiple	\$2,087.8	\$1,964.3	6.3%
5	5	AXIS COMMUNICATIONS	Sweden	Multiple	\$967.2	\$830.4	16.5%
6	6	FLIR SYSTEMS (Surveillance and Security)	U.S.	Video Surveillance	\$777.2	\$772.5	0.6%
7	9	ALLEGION (Electronic Products and Access Control)	U.S.	Entry System	\$505.7	\$447.6	13.0%
8	8	HANWHA TECHWIN	Korea	Video Surveillance	\$492.6	\$541.2	-9.0%
9	11	TIANDY TECHNOLOGIES	China	Video Surveillance	\$448.9	\$344.8	30.2%
10	12	AVIGILON	Canada	Multiple	\$408.6	\$353.6	15.6%

资料来源：a&s，国元证券研究中心

中国目前是全球最重要的安防市场之一。从 2005 年的“3111”工程开始，我国就已经开始了国家安全、社会稳定的顶层战略设计。根据国家统计局的数据，公共安全支出由 2007 年的 3486.16 亿元增长到 2017 年的 12461.27 亿元，复合增速达到 13.59%。

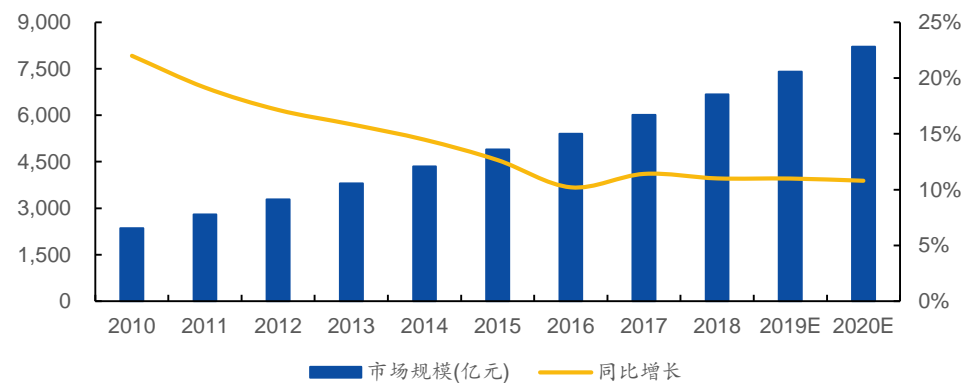
图 17：政府公共安全支出规模



资料来源：国家统计局，公司资料，国元证券研究中心

现阶段中国正处于高速城市化的进程中，随着雪亮工程、智慧城市、平安城市等政策的不断落地，交通、金融、教育等领域的基本建设和升级换代的需求日益旺盛，民用安防逐渐升温，国内安防行业持续快速发展。根据中国安全防范产品行业协会的数据显示，“十二五”以来，国内安防市场从 2010 年的 2350 亿元增长到 2015 年的 4900 亿元，CAGR 达到 16%，2017 年，国内安防市场规模达到 6000 亿元。根据中安协预测，到 2020 年，国内安防市场规模将达到 8000 亿元左右，“十三五”期间 CAGR 在 10% 以上，增加值将达到 2500 亿元左右。

图 18：国内安防市场规模



资料来源：中国安全防范产品行业协会，国元证券研究中心

“十二五”期间，安防投入以平安城市、天网工程为主，主要围绕省市级等区域进行安防建设。“十三五”以来，我国安防建设进入新的阶段。2015 年 9 月，国家发展改革委等九部委联合印发了《关于加强公共安全视频监控建设联网应用的若干意见》，雪亮工程开始向全国推广。雪亮工程承上启下，将安防工作进一步下沉到乡村，对天网工程、视频监控全覆盖工程进行巩固和延伸，继续推进国家安全体系建设。

2018 年和 2019 年，雪亮工程两次被写入中央一号文件，充分表明了政府对雪亮工程建设的高度重视，也意味着平安乡村建设将进一步提速。根据公司提供的资料，到 2018 年底，全国已建成省级信息资源交换共享总平台 18 个、省级综治平台 20 个，所有省级单位、353 个地市级单位实现了综治与公安视频资源的互联互通，雪亮工程建设进度达到一半左右。

**表 4：雪亮工程重要历程**

时间	事件	部门/主体	内容
2012.11	中国共产党第十八次全国代表大会报告：《坚定不移沿着中国特色社会主义道路前进 为全面建成小康社会而奋斗》	中国共产党第十八次全国代表大会	提出“深化平安建设，完善立体化社会治安防控体系”
2015.09	《关于加强公共安全视频监控建设联网应用工作的若干意见》	国家发展改革委等九部门	雪亮工程开始向全国推广。到 2020 年，全国应基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用
2016.09	2016 年公共安全视频监控建设联网应用工程申报城市（区）项目工作视频会议	中央综治办、国家发展改革委、公安部	批准全国第一批 48 个公共安全视频监控建设联网应用工作示范城市，并获得中央补助资金
2017	《2017 年中央预算内投资计划》	国家发展改革委	中央预算投资计划部分地区的雪亮工程项目，这在一定程度上保障了项目的资金充足性
2018.01	《关于实施乡村振兴战略的意见》	中共中央、国务院	雪亮工程首次被写入一号文件，建设平安乡村进一步提速
2019.01	《关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	中共中央、国务院	雪亮工程再一次被写入“中央一号”文件，意见内容强调了要加强农村雪亮工程建设

资料来源：互联网，国元证券研究中心整理

按照计划，到“十三五”末，基本建成涵盖中央、省（自治区、直辖市）、市（地、州、盟）、县（市、区、旗）、乡镇（街道）、村（社区）的六级公共安全视频监控联网应用体系，实现视频图像信息交换共享平台按需联通、视频资源有效整合。到 2020 年，全国应基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的公共安全视频监控建设联网应用。

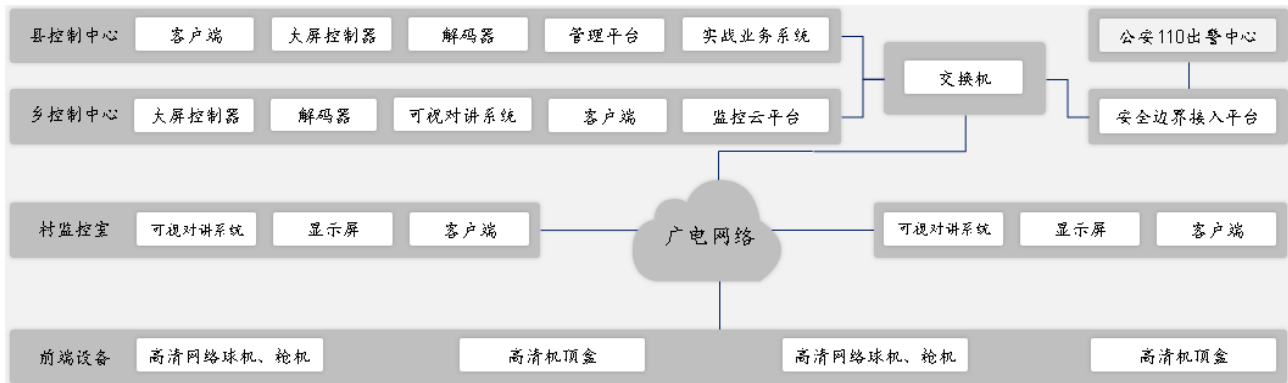
**表 5：雪亮工程四项目标具体内容**

要求	内容
全域覆盖	重点公共区域视频监控覆盖率达到 100%，新建、改建高清摄像机比例达到 100%；重点行业、领域的重要部位视频监控覆盖率达到 100%，逐步增加高清摄像机的新建、改建数量
全网共享	重点公共区域视频监控联网率达到 100%；重点行业、领域涉及公共区域的视频图像资源联网率达到 100%
全时可用	重点公共区域安装的视频监控摄像机完好率达到 98%，重点行业、领域安装的涉及公共区域的视频监控摄像机完好率达到 95%，实现视频图像信息的全天候应用
全程可控	公共安全视频监控系统联网应用的分层安全体系基本建成，实现重要视频图像信息不失控，敏感视频图像信息不泄露

资料来源：《关于加强公共安全视频监控建设联网应用的若干意见》，国元证券研究中心

雪亮工程通过县、乡、村三级综治中心建设把治安防范措施延伸到群众身边，发动社会力量和广大群众共同监看视频监控，共同参与治安防范，从而真正实现治安防控“全覆盖、无死角”。总体来说，采购的设备主要分为三大部分：一是前端摄像设备和监控网络建设；二是后端图像视频资料的存储支撑平台；三是视频应用端大屏综合监控管理中心。

图 19：雪亮工程系统示意图

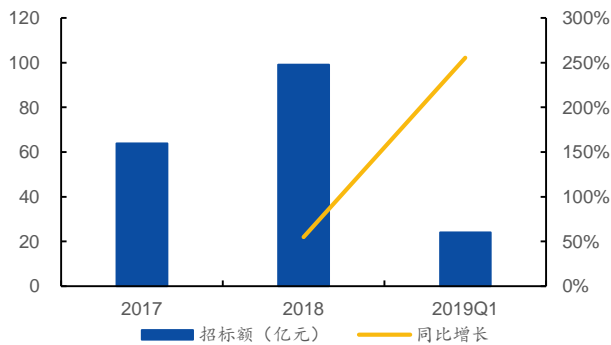


资料来源：中安网，国元证券研究中心

2018 年雪亮工程建设迎来了爆发式增长，相对于平安城市，雪亮工程覆盖面积更加广袤、数量更多，将为安防发展带来新蓝海市场。根据 ITS114 数据，自 2015 年推出以来，雪亮工程招中标金融持续增长，2019 年 Q1 招中标金额分别为 24.02 亿元、27.94 亿元，同比增长 255.34%、333.07%。

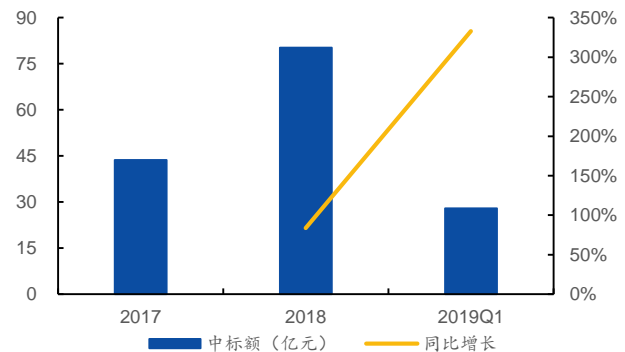
根据前瞻产业研究院的数据，中国有超 660 个城市、近 3000 个县，如果这些地方逐渐地、全部建设雪亮工程，保守估算将形成 300-500 亿元/年的增量市场。根据中国安防行业网数据，目前全国基本建成了一半以上的雪亮工程，为确保到 2020 年基本实现“全域覆盖、全网共享、全时可用、全程可控”的目标，另一半的任务需要在未来两年内完成，需求加速释放可期。

图 20：雪亮工程招标额情况



资料来源：ITS114，国元证券研究中心

图 21：雪亮工程中标额情况



资料来源：ITS114，国元证券研究中心

根据中国安防行业网整理的 2019 年一季度雪亮工程招标情况，全国各地招投标项目数量共 120 个，总额已达 61.5 亿元多。

表 6：2019 年一季度工程额前十名的雪亮工程项目

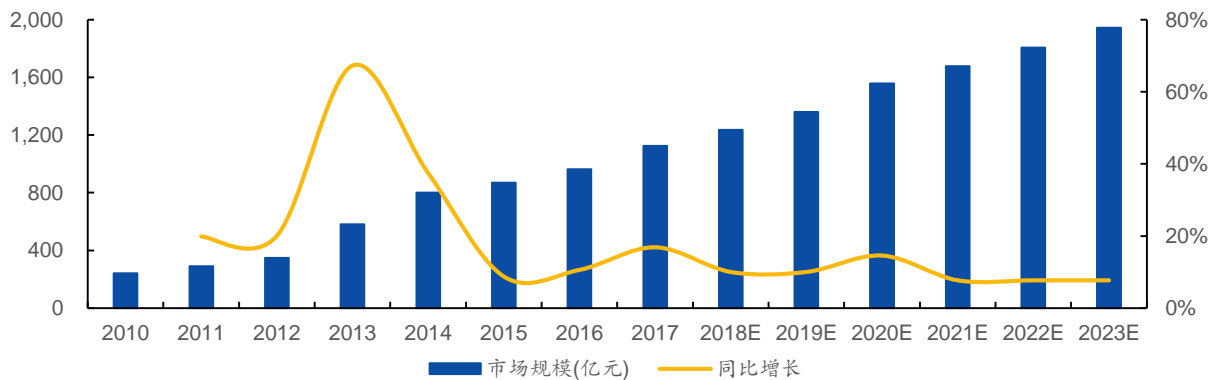
排名	项目	采购单位	省份	项目金额
1	宁夏银川市公安局“雪亮工程”政府购买服务项目	银川市公安局	宁夏	4.08 亿元
2	河北省张家口市公共安全视频监控建设联网应用（雪亮工程）	张家口市公安局	河北	3.95 亿元
3	江西南昌市 2018 雪亮工程新建高清探头租赁	南昌市公安局	江西	3.77 亿元
4	芜湖市公共安全视频监控建设联网应用项目	芜湖市公安局	安徽	2.92 亿元
5	北京市顺义区信息中心“雪亮工程”项目一标段（一包）、（二包）	顺义区信息中心	北京	1.92 亿元
6	陕西澄城县公共安全视频监控建设联网应用工程（雪亮工程）	澄城县公安局	陕西	1.58 亿元
7	江苏南京市高淳区公安局雪亮工程服务项目	高淳区公安局	江苏	1.58 亿元
8	北京市顺义区信息中心“雪亮工程”项目二标段（四包）	顺义区信息中心	北京	1.55 亿元
9	陕西富平县公共安全视频监控建设联网应用项目	富平县公安局	陕西	1.45 亿元
10	陕西华阴市雪亮工程建设项目	华阴市公安局	陕西	1.26 亿元

资料来源：中国安防行业网，国元证券研究中心

## 2.2 国内历经多年建设，渗透率仍然偏低

从产品的角度出发，安防市场中视频监控市场占比最大。根据 IHS Markit 2019 年 7 月发布的报告，全球视频监控市场正迎来强势的增长期，2019 全球专业视频监控设备市场预计增长 9.3%。特别是中国的视频监控市场发展迅速，2018 年中国专业视频监控设备市场已经占据全球市场份额的 45%，在过去的一年中，中国市场成长了 13.5%，主要是雪亮工程的持续推进以及平安城市、智慧交通等的建设加速，视频监控延伸拓展到基层和欠发达地区等更多区域，带动国内视频监控市场持续发展。根据前瞻产业研究院的数据，预计 2020 年我国视频监控产品市场规模有望达到 1558 亿元，2023 年有望突破 1900 亿元。

图 22：国内视频监控产品市场规模及预测



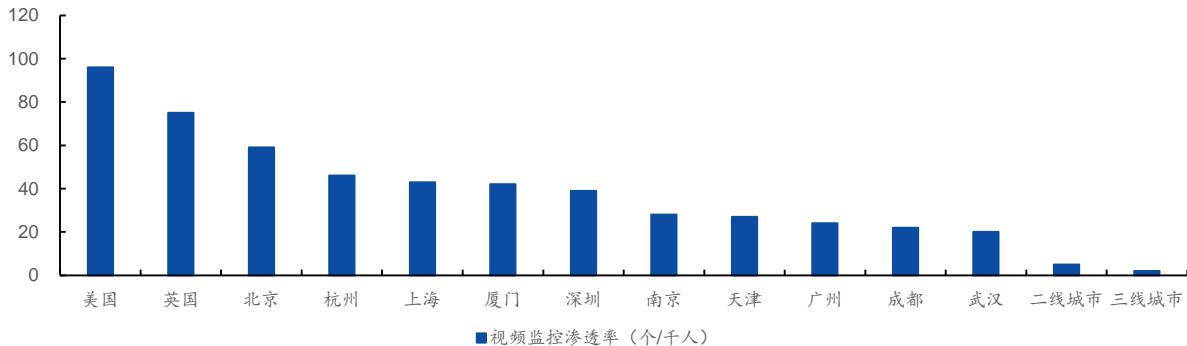
资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

以每千人拥有的视频监控数量作为指标，与发达国家对比，我国还有很大的差距。根据智研咨询的数据，美国和英国在 2016 年的该项指标分别为 96 台/千人和 75 台/千人，而同期我国摄像头密度最高的北京为 59 台/千人，仅为英国平均水平的 80% 及美国的 60%。选取国内人均摄像头数量前十的城市，其千人均视频监控均值为 35 台，仅为美国的 36.5%。除此之外，国内各城市间差异也较大，二三线城市摄像



头密度远远低于 10 人/千人。在雪亮工程、平安城市的推动下，国内视频监控将延伸、覆盖到更多地区，我国人均摄像头数量仍有较好成长空间。

图 23：2016 年我国视频监控渗透情况

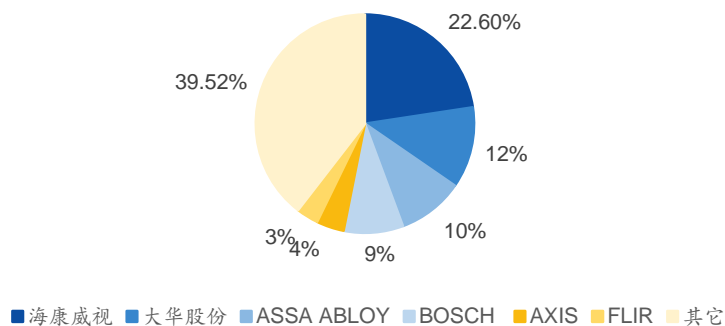


资料来源：智研咨询《2018-2024 年中国视频监控设备行业市场需求预测及投资前景分析报告》，国元证券研究中心

### 2.3 推进全球化布局，提升市场份额

视频监控行业凸显马太效应，公司稳居全球第二。根据 IHS Markit 2018 年 7 月发布的全球视频监控市场报告，公司连续多年蝉联视频监控行业全球第二，以 2017 年数据为统计基础，拥有全球视频监控产品市场份额的 12%。

图 24：2017 年全球视频监控产品市场份额



资料来源：IHS Markit，公司公告，国元证券研究中心

公司以国内市场为业务发展之基石，不断深耕国内市场，扩大份额，同时，公司在海外市场的业务也在快速发展。针对海外市场，公司通过技术研发创新、培育国际化的营销团队、建设本地化的营销和服务中心，逐步提升海外子公司本地化运营的业务动力，完善海外渠道管理体系，提升供应链管理能力和持续优化营收结构，扩大海外市场的份额，提升公司在全球市场的影响力。

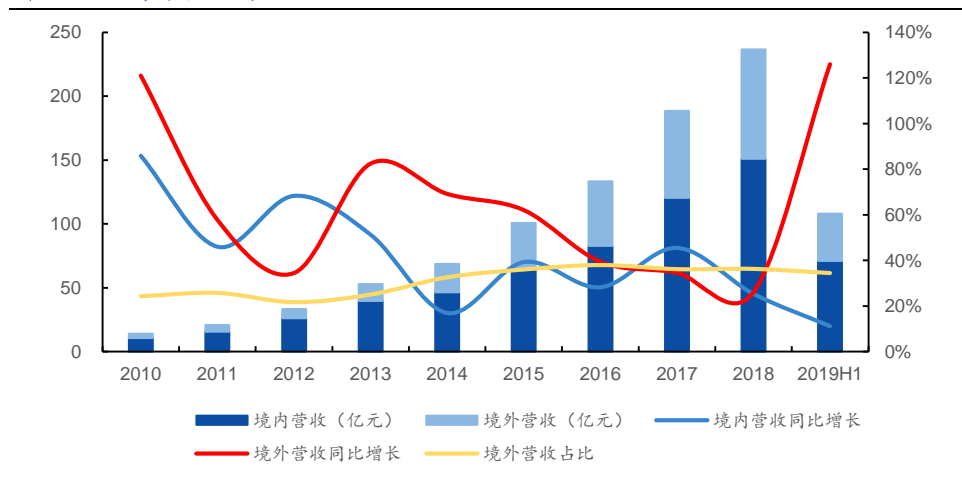
截至 2018 年底，公司拥有覆盖全球的营销和服务网络，在国内 32 个省市设立了 200 多个办事处，境外 54 个分支机构，产品及解决方案已覆盖全球近 180 个国家和地区，并在欧洲设立了供应链中心，可为客户提供端对端快速、优质服务。

**表 7：公司海外发展重大事件**

时间	事件	说明
2014.10	与英特尔（中国）正式建立战略合作伙伴关系	强强联合，围绕视频监控领域展开新的探索，加快在物联网及智能家居行业的全面布局。此次全方位合作涵盖产品开发、SSD 应用及智能化开发等方面内容
2015.09	成功应用来自新思科技（Synopsys）的 Defensics 协议安全测试工具，并成功实施一项验证程序	标志公司成为全球安防行业首家拥有 Synopsys 世界领先的主动性安全解决方案的企业，也将加快推动整个安防行业在网络安全领域的进程
2015	在荷兰设立欧洲分销中心	大大提升了公司在欧洲本地的供货能力，吸引了更多的本地客户
2015	新设 15 个海外分支机构，遍及亚太、欧洲、北美、南美、非洲等	引进海外优秀人才，培育国际化的营销管理团队，建设本地化的营销和服务中心，着力推广自主品牌，海外业务占比显著提升
2016.04	与美国 ADI Global Distribution 正式建立战略合作伙伴关系	公司视频监控解决方案得以在美国和加拿大的 100 多家 ADI 店铺公开发售
2016.08	成为里约奥运会主要供应商	公司第一次成为奥运会的主要供应商，提供了 373 台可以 360 度旋转的 IP 网络高清球形摄像机和 1400 台 IP 网络高清小型半球形摄像机，占整个监控摄像机项目订单的 80% 以上
2018.07	参加“中国-中东欧地方合作展览会”	公司作为全球唯一参展的视频物联厂商，展示了领先的视频物联技术和行业解决方案
2019.04	公司安全响应中心成为国际安全响应联盟组织 FIRST 成员	此次加入汇集来自 90 个国家的 400 多个成员，包括 Intel、Apple、Cisco、IBM、Oracle 和 Microsoft 等知名公司在内的国际安全响应联盟组织，Dahua PSIRT 将向全球客户展示公司在事件响应上的服务能力

资料来源：公司官网，互联网国元证券研究中心

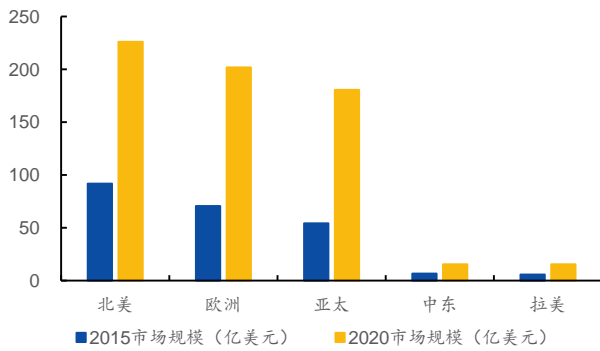
公司从 2004 年制定“走出去”的战略，开始拓展海外市场，取得了骄人的战绩，2010 到 2018 年境外营收 CAGR 高达 49.62%。2019 年上半年，公司境外营收 37.19 亿元，占总营收的 34.41%，同比增长 8.14%，放缓明显，主要是受到国际经贸环境变化的影响，但是各区域各国家的情况差异较大，中东北非、东南亚、俄语区等区域保持较高增长，北美、印度等区域增速有所下滑。随着公司海外渠道建设逐步完善和项目型市场的不断落地，长期的增长空间大于国内。我们认为公司未来海外业务持续成长可期。

**图 25：境内外营收情况**


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

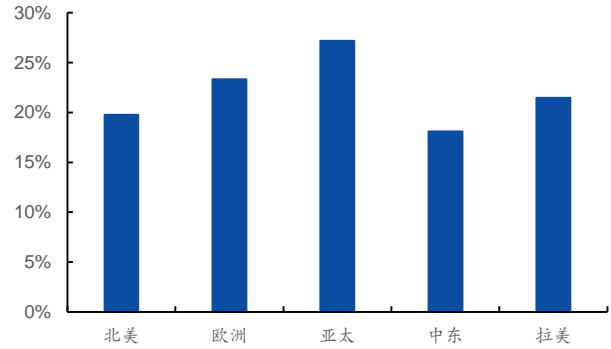
从地区来看，北美地区以及欧洲一些发达国家的视频监控市场整体已经较为成熟，未来主要的增长点在于更新换代以及家用需求。随着“一带一路”战略的提出和推进，亚太地区尤其是印度和东南亚安防市场的需求不断扩张，很有可能成为未来增长最快的区域。根据市场调研机构 Technavio 的数据，2015 年亚太地区视频监控市场约为 54.3 亿美元，到 2020 年市场规模将达到 180.6 亿美元，2015-2020 年 CAGR 将达到 27.18%。

图 26: 各地区 2015 与 2020 年视频监控市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，Technavio，国元证券研究中心

图 27: 2015-2020 年各地区视频监控市场规模 CAGR



资料来源：前瞻产业研究院，Technavio，国元证券研究中心

### 3.创新驱动，全面布局

#### 3.1 发挥核心技术优势，推动智能产品落地

受益于 AI 机器视觉技术的迅速成熟，安防行业正在向智能化方向发展，借助 AI 技术，进行事前预防和事中识别，不仅可以大幅减少了人力成本，也使效率进一步得到提升，近些年来，落地的 AI+安防项目不断增加。

表 8：安防领域 AI 落地情况

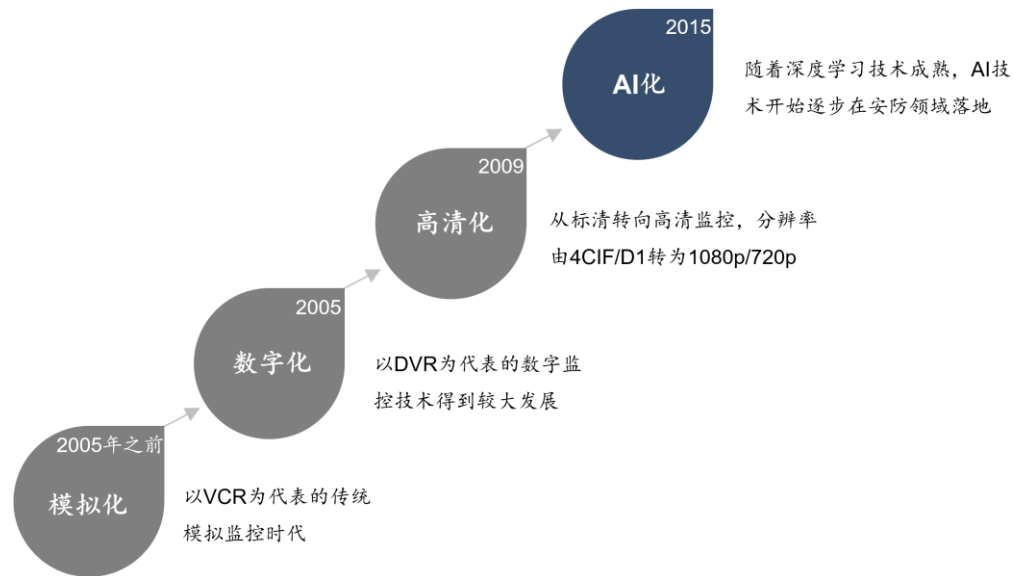
时间	事件
2011	无锡国科微纳建设浦东国际机场周界安防系统
2011	依图科技与苏州公安局合作识别套牌车
2012	宇视科技在吉林搭建首个边境视频监控网
2013	浙江推进 20 个智慧城市建设示范项目
2014	依图人像识别系统在厦门公安指挥中心上线
2015	旷视科技人脸识别安防方案在无锡市大范围试点
2015	合肥市公安局与旷视科技合作上线人脸识别视频专网
2016	云从科技与西安悦泰联合实施银川河东机场人脸识别系统
2016	宇视科技开始在多地打造平安城市视频监控系统
2016	旷视科技助力无锡老旧小区视频监控升级改造
2016	依图宁波公安人脸识别系统正式上线
2016	武汉东湖绿道创新性部署海康威视人脸大数据系统
2017	云南“商洽会”期间公安厅使用商汤科技 SenseFace 人脸实战平台
2017	上海南站上线依图蜻蜓眼人像大平台系统
2018	平安科技与深圳监狱合作共建智慧监狱
2018	海康威视 AI 平台正式对外开放，AI 项目陆续落地全国 30 多个省级行政区域
2019	重庆渝北区金石小区廉租房试点人脸识别智能管理系统，并推广至其他廉租房小区
2019	上海金山区 50 个示范智能安防小区全部建设完成

资料来源：亿欧智库，国元证券研究中心

随着 AI 技术与视频监控的进一步融合，市场需求将不再局限于传统安防领域，而是拓展到医疗、零售、教育、金融及汽车等各个领域，打开更为广阔的市场空间，监控摄像头智能化成为主流发展趋势。

随着平安城市、智慧城市、雪亮工程等政策的持续推进，国内监控摄像头已经遍布大街小巷。但是根据前瞻产业研究院 2018 年的数据，目前中国一年约有 5000 万个摄像头需求，但实际只有约 50 万个智能摄像头在应用，这个比例仅为 1%，我国智能安防才刚刚进入初级阶段。

图 28：视频监控摄像头进化历程



资料来源：中国安防展览网，国元证券研究中心

公司积极进行研发创新，每年将销售收入的 10%左右投入到研发，始终走在行业技术发展的前沿，满足客户不断变化的需求。公司拥有国家级博士后工作站，是国家认定企业技术中心，国家创新型试点企业，建有先进技术、中央、大数据、芯片以及网络安全五大研究院，并相继与 UL、SGS 等建立了联合实验室。

图 29：五大研究院



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

AI 能力是公司重要的核心技术，公司依托人工智能技术研究院的研究创新，构建了产业化的全流程体系，确保 AI 技术的实际运用，持续保持行业领先的技术水平的同时，加速 AI 产品与解决方案的落地应用。

图 30：公司核心技术——AI 能力



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司已建成用于算法训练的超大规模计算中心和数据中心，重点研究并商用化多个领域算法，并已形成核心竞争力。2017 年公司在场景流、光流和文字识别检测等领域分别取得第一；2018 年在 2D 车辆目标检测、MOT 跟踪、行人重识别等国际竞赛中分别荣获 10 余项第一；2019 年，在目标实例分割、图像语义分割 KITTI 国际竞赛中取得第一。

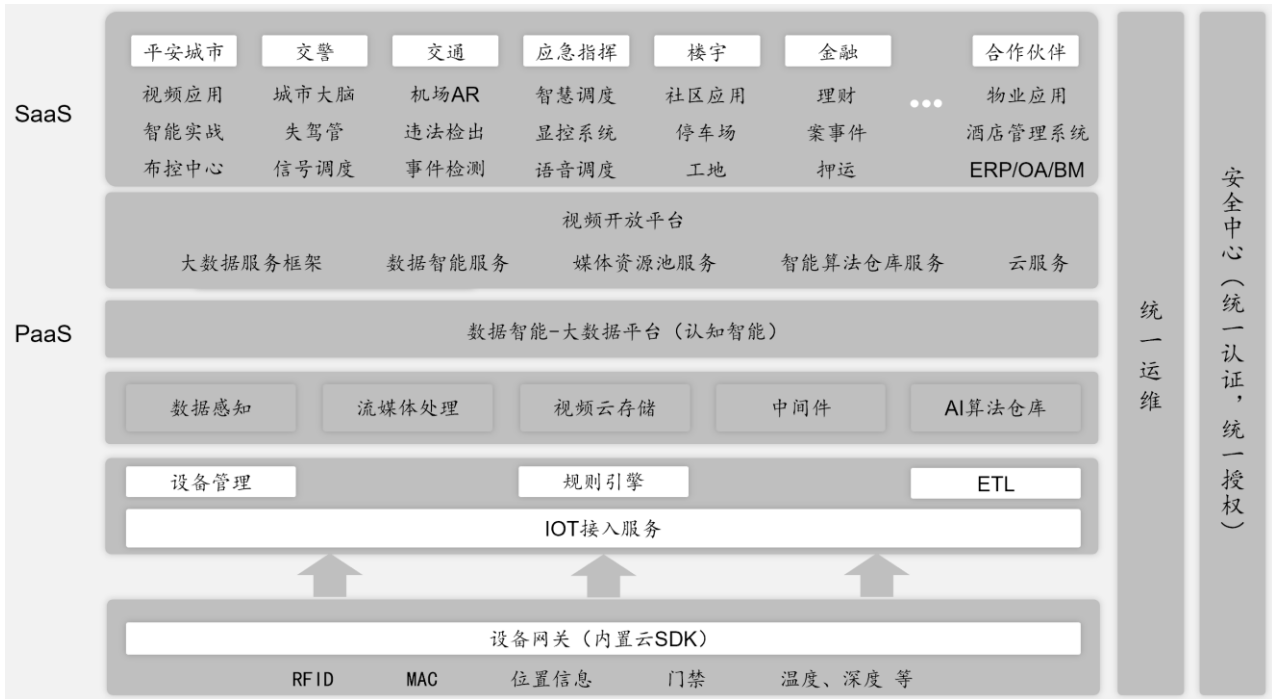
图 31：公司参与竞赛语义分割效果



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

公司的另一项核心技术是云与大数据能力，建立统一共享的基础设施资源池，实现资源统一部署和协同调度，达到资源集约利用的目的，深入行业业务场景，赋能解决方案，构建面向智能应用的物联网架构。

图 32：公司核心技术——云与大数据能力



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

同时，公司还拥有业界领先的全网协同、开放能力。公司提供端、边、云设备，云服务平台，AI 服务软件，SaaS 应用软件等全系统的解决方案，同时支持对合作伙伴开放，构建生态体系，充分发挥全网计算能力协同优势。

图 33：公司核心技术——全网协同、开放能力



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

利用这些核心技术，公司在前端、存储、中心等业务环节对准客户需求，创新与落地智能产品。目前公司核心产品和服务覆盖了前端产品、存储产品、中心产品、云

计算与大数据产品和服务、智能楼宇产品、人工智能算法、芯片技术以及视频物联创新业务产品。

**表 9：公司产品及服务**

类型	产品	细分产品
前端产品	智能系列摄像机产品、智能交通摄像机系列产品、全景多目摄像机系列产品、热成像摄像机系列产品等	8 寸全智能球型摄像机、四目灵瞳一体化摄像机、双目行为分析产品；生态相机、AI 出入口抓拍相机；全景 AR 高空瞭望守望者系列产品；“巨无霸”护罩一体式摄像机产品等
存储产品	NVR、IVSS、DVR、车载系列产品、智慧云信息终端产品等	“睿思”NVR、“睿思”IVSS、同轴高清 DVR、基于 HDCVI 技术的车载行驶记录仪 MDJ7100、室内立式 55 寸人脸识别考勤一体机等
中心产品	人脸识别服务器、视频结构化服务器、车辆分析服务器、行为分析服务器等	S2 系列人脸识别服务器、“睿智”智能视频结构化服务器、车辆二次分析服务器、客流统计服务器等
云计算与大数据产品和服务	面向城市运营管理；面向企业管理；面向小微企业和个人消费者；面向以视频为核心的生态体系	云存储、云数据库、容器云、智能云、大数据平台等服务；基于人工智能应用的行业平台；乐橙云平台，提供云存储、云共享、云报警、云分析等云端智能；构建行业级开放平台，支持第三方算法运行、第三方设备及平台接入，提供视频基础能力及人工智能能力
智能楼宇产品	全系列人脸识别门禁产品	配备宽动态可见光人脸识别技术的门禁一体机、闸机、单元门口机等产品
人工智能算法	智能交通、人脸、行为分析、物品识别、机器人、多维传感融合六大应用领域	根据不同行业的应用场景推出端到端的人工智能解决方案与产品
芯片技术	人工智能芯片、HDCVI 芯片、数模混合芯片	基于自研人工智能芯片，成功推出“睿智”系列经济型人脸检测摄像头；4K 实时的前后端芯片产品；自研 POE 前后端控制芯片
视频物联创新业务产品	机器视觉产品、视讯协作产品、其他智慧物联产品	铁路车厢及集装箱扫描仪、智能 3D 相机、视觉控制器、智能读码器等四个系列；普及型一体化终端、针对小型会议的一体化终端、针对中大型会议的分体式终端、10 倍光学变焦的 USB 摄像头、数字全向麦克风、支持 H.265+4K 全编全解会议多点控制单元；4 款飞行器、近 20 款机载挂载以及配套的遥控器、地面站和无人机管控平台；基于无线接入、数传、定位等技术推出读写器、智能移动、电子标签等系列产品；安全准入控制网关系列产品、物联网态势感知产品、视频监控堡垒机及视频安全加密服务器；变电设备智能巡视解决方案、仓储物流解决方案、工厂内物流解决方案

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2018 年，公司前端产品系列进一步丰富，新型技术与产品的结合更加成熟，推出多款应用智能算法和新型技术的摄像机，包括“睿智”、“极光”、“狩猎者”、“灵瞳”、“守望者”等多个产品系列，结合实际需求，将人脸识别、人机非结构化、活体检测、多路高清视频拼接、双目融合、双目深度信息分析、热成像与可见光融合等先进技术应用到产品中，实现多场景下的智能监控与多维感知。



图 34：多维感知技术实例



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 3.2 三级业务解决方案，全面覆盖各类应用场景

公司积极推进产品升级解决方案。从单一产品升级成为解决方案，可以为公司带来更多的利润和市场空间，这一点从公司近两年的毛利率表现也可以得到验证。除此之外，解决方案要求企业通过多个产品和服务集成，解决客户系统级问题，这对于企业的能力和 product 线的丰富程度有着较高的要求，因此其行业壁垒将会大大高于以往的单一产品和服务，从竞争的角度来看，对于大型厂商较为有利。基于此，公司通过对市场和客户需求的深入理解，针对不同的行业特性和应用场景，基于“大华 HOC”架构，以“全感知、全智能、全计算、全生态”为能力支撑，推出了系列化的行业解决方案。

表 10：公司“全感知、全智能、全计算、全生态”能力

能力	说明
全感知	公司运用多光谱成像技术，能区分可见光信号和红外信号等多种光谱，结合自研的融合算法，低照效果有所提升，监控时段大大拓展；实现全场景下的人群、车流密度的分布检测，并且通过 AI 球实现超远距离的细节捕捉，如人脸分析，行为分析等
全计算	公司结合业务流程与需求、地区的网络与建设现状、投资规模和建设规划等实际要素，打通省级、到地级、再到区县的存储中心和计算中心，对计算资源的利用大大提升
全智能	实现人像、交通等实际场景的智能应用。在人像领域，公司利用对抗网络进行侧脸重建，重构 3D 正脸效果；在人群姿势与姿态方面，结合多目拼接监控技术，实现开放式场景人群态势与数量的精确感知；在骨关节识别上，基于视觉骨关节识别技术，判断人体姿态和行为。在交通领域，识别逆行、闯红灯、违章变道、右转不让横向直行等行为；在视频结构化上，实现行人以图搜图，和首创 AI H.265 编码技术，减少视频后传进行 AI 识别的传输压力等
全生态	公司是以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，是以视频的角度，在相关层面进行布局，对于视频的处理有优势，公司聚焦于战略市场领域，跟合作伙伴取长补短形成生态，形成整体解决方案

资料来源：亿欧智库，国元证券研究中心

面向城市级与行业级客户，公司对智慧城市、智慧警务、智慧交管、智慧交通、智慧金融、智慧司法、智慧社区、智慧园区、智慧零售、智慧消防等领域的场景化需求进行深化设计，形成丰富和细化的场景化解决方案，同时积极拓展孵化应急指挥、

智能制造等创新型解决方案。面向小微企业与个人消费者，以乐橙云为核心，构建三位一体的业务生态，组合设计出多种家庭、商铺的应用方案，对外开放云能力，为最终用户与合作伙伴提供更加智能、便捷、安全的解决方案。

图 35：三级业务解决方案



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司通过深入洞察行业与技术趋势，匹配公司战略主航道的技术、业务与方向，围绕客户场景与业务痛点，推进高价值解决方案的拓展、创新与复制。按照大区配备软件定制人员，构建可以真正为客户创造价值的定制化方案，在发布上市后继续强化上市管理与管道建设，并持续迭代优化，保证解决方案的长久可靠。

图 36：聚焦价值市场与价值客户，加快解决方案业务模式落地



资料来源：公司资料，国元证券研究中心

### 3.2.1 城市级解决方案

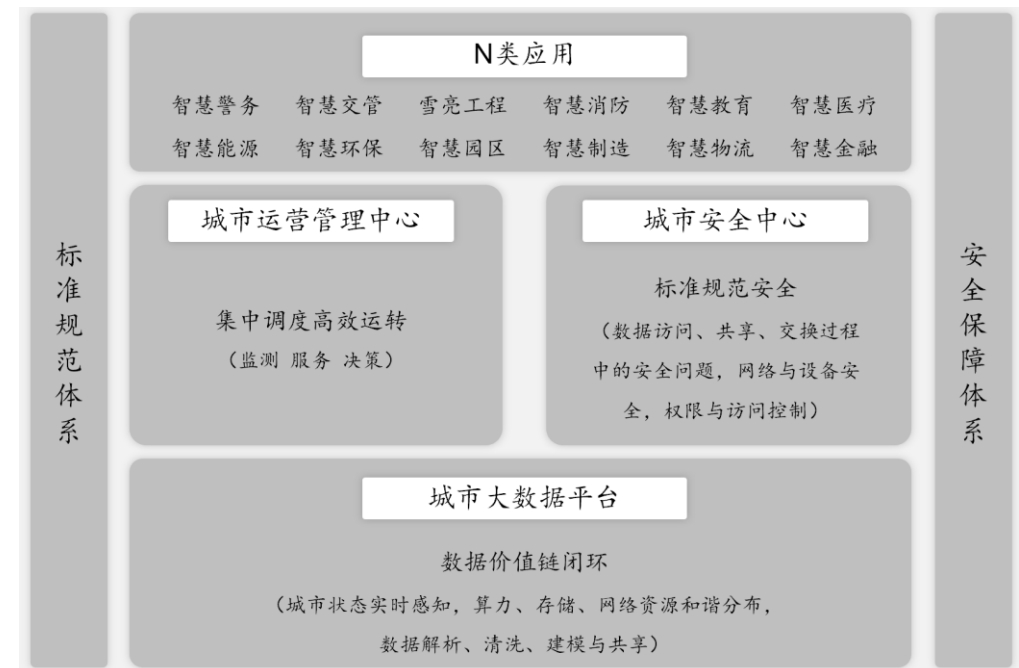
政府是国内安防行业最大的客户，经过多年市场和技术的积累，公司产品及解决方案可以覆盖政府各类场景化应用。尽管近两年存在宏观经济增速放缓等因素，但政府对于公共安全的投入仍在持续增加，同时平安城市、雪亮工程、智慧城市等政策仍在持续推进，公安信息化也在如火如荼的进行中，城市级业务市场还有较大的发展空间。

HOC 新型智慧城市架构，平台结合业务，数据创造价值。公司围绕视频物联战略，深耕城市级业务市场，创新地提出大华 HOC 新型智慧城市总体架构，以“一个平台，两个中心，N 类行业应用”为整体框架，聚焦数据价值链闭环，强调数据挖掘

产生的新价值，注重平台和业务的紧密结合，以实现“善政、兴业、惠民”为目标，联合全产业链生态圈合作伙伴，提供体系化的智慧城市解决方案和运营服务，助力城市数字化转型与可持续发展。

**城市大数据平台：**对所需的场景进行感知，对算力、存储进行合理部署，实现城市业务所需的业务建模、数据建模，实现数据价值闭环、数据为业务服务。运营管理中心：**为城市管理者提供综合监管、辅助决策和应急指挥等服务，构建完整的城市驾驶舱模型，助力资源的集中调度、高效运转，成为政府管理与服务的大脑。**城市安全中心：**从终端安全、网络安全、数据安全等多个层级进行立体化全方位的保护，将网络安全从被动防护向主动防护演进，为智慧城市安全保驾护航。**

图 37：大华 HOC 新型智慧城市总体架构

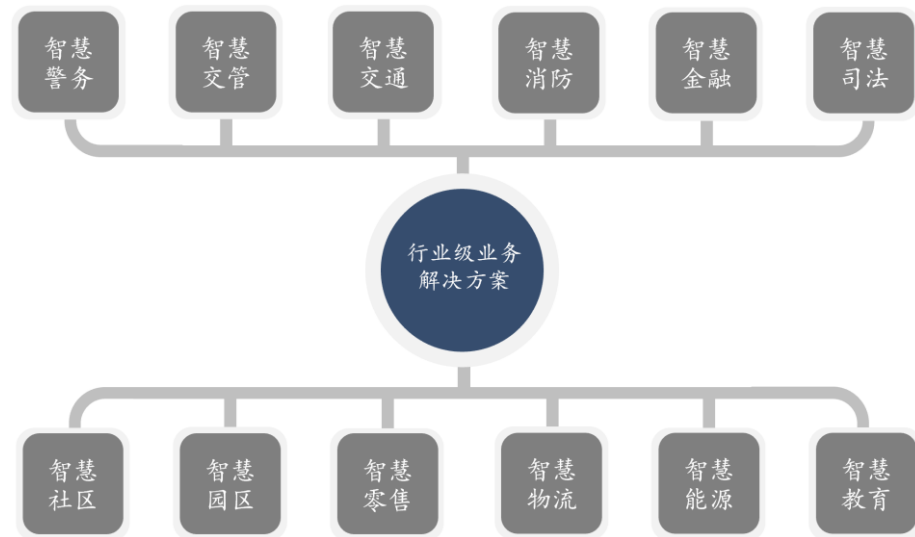


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

### 3.2.2 行业级解决方案

在城市级业务的基础上，针对各子行业不同的业务及不同的需求，公司深入到行业用户中，了解痛点并进行深度合作，做出满足细分市场的个性化需求的行业化解决方案。目前公司已经在智慧警务、智慧交管、智慧交通等十多个细分行业提供相关的解决方案，助力行业发展。

图 38：行业级业务解决方案覆盖情况



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

以交通行业为例，十九大明确提出交通强国战略，从 2020 年到 2035 年，奋斗 15 年，基本建成交通强国，进入世界交通强国行列；从 2035 年到本世纪中叶，奋斗 15 年，全面建成交通强国，进入世界交通强国前列。在此背景下，智慧交通成为重要的信息化建设领域，依靠科技创新提升服务质量与效率成为交通行业的当务之急。交通强国战略叠加 AI、5G、车联网及云计算等新型技术的应用，使大交通行业空间有较大的扩张，智慧交通行业解决方案的需求得以提升。

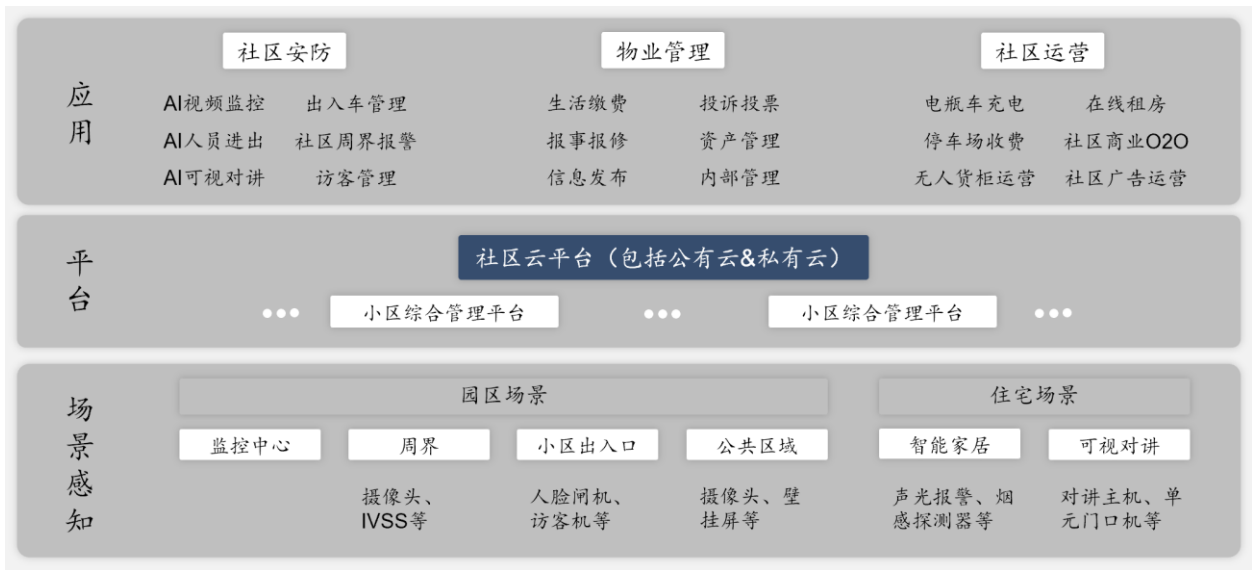
图 39：新型技术助推大交通行业发展

AI	车联网	5G	云计算
高速公路	交通运输	航空	铁路
智慧高速 智慧服务区 智慧行车大数据 物联网运营养护	城市级智慧交通 城市交通枢纽 车厂前装 行车安全	平安机场 智慧机场 应急智慧与安消一体化	站、车、线、视频监控、视频云存储和视频云平台、多业务场景下AI技术应用

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司的解决方案将边缘感知产品整合，提供更有价值的结构化数据，通过云平台拉通上下游的业务合作伙伴，提供各种场景的应用，建立先进实用的物联网业务生态。以智慧社区为例，公司解决方案专注社区智能化管理设计，通过人工智能技术的加载，实现人脸可视对讲，多系统深度融合，进一步实现各系统之间的信息共享与协同以及智能化应用，为业主提供安全的生活环境、便捷的出入方式。

图 40：智慧社区解决方案

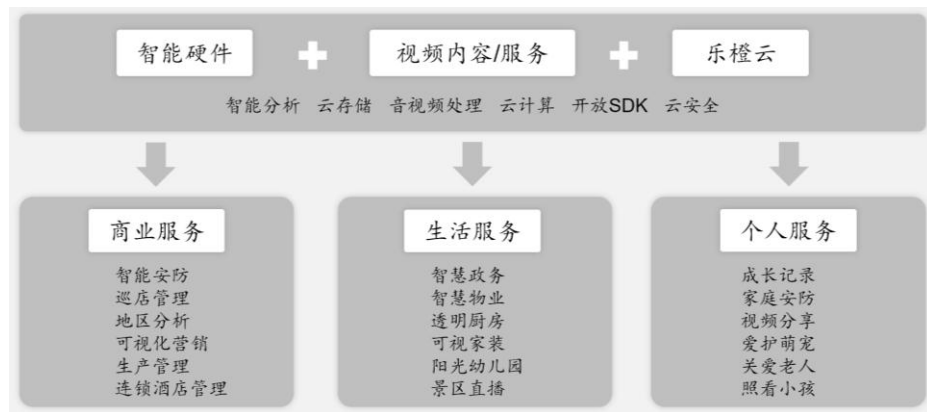


资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究中心

### 3.2.3 消费级解决方案

乐橙面向消费级业务，构成 HOC 战略重要版图。公司以乐橙云为核心，构建智能硬件、智能技术、视频云“三位一体”的业务生态，推出家庭看护、入户安全、商铺安全管理等应用方案，为家庭、商铺、小微企业提供围绕用户场景的智慧物联网服务；同时开放云能力，使得第三方开发者能够开拓更为丰富的场景化应用服务，为最终用户和合作伙伴提供便捷、易用、安全、可定制的服务，共建智慧物联网生态。

图 41：“三位一体”智能生活服务



资料来源：公司公告，太平洋安防网，国元证券研究中心

自 2014 年品牌成立以来，乐橙在民用安防领域异军突起，推出了互联网智能摄像机、智能锁、机器人以及无线探测感应器等一些列智慧家庭产品。公司推出乐橙云“1+N+X”解决方案，即一个乐橙云平台、N 类场景应用、赋能第三方开发更多 X 类应用，以乐橙云平台为中心，基于物联大数据的智能分析，逐步构建起了开放共享的物联网生态圈。2018 年，乐橙发布多款结合人工智能技术的家庭和商铺产品，

包括人脸检测摄像机、声光警戒摄像机、POE 摄像机系列、无线 NVR、消防报警器、视频智能锁等，让更多用户享受到新技术的发展成果，提高生活品质。

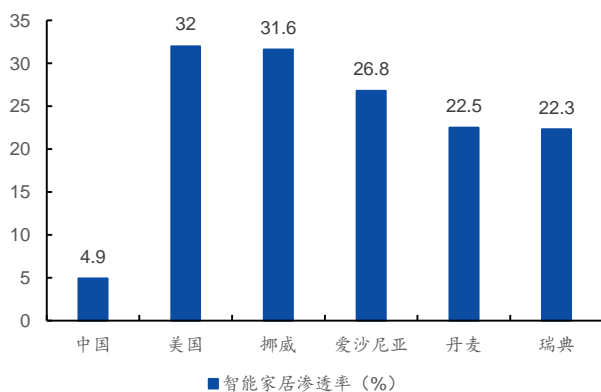
图 42：乐橙智慧家庭安全产品家族



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

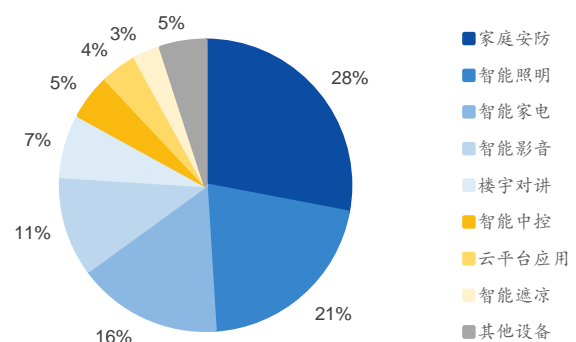
我国智能家居市场空间广阔，家庭安防品类占比最大。根据中国智能家居产业联盟 CSHIA 与中国信息通信研究院技术与标准研究所联合编撰的《2018 中国智能家居产业发展白皮书》，2018 年中国智能家居的市场规模位列全球第二，仅次于美国，但同时，美国智能家居渗透率达 32%，而同期我国智能家居渗透率仅为 4.9%，市场拥有巨大的潜在需求。从智能家居品类结构来看，家庭安防的市场份额占比达到 28%，在所有品类中位居第一，家庭安防的需求较为旺盛。

图 43：2018 年中国与全球智能家居渗透率前五



资料来源：《2018 年中国智能家居产业发展白皮书》，国元证券研究中心

图 44：中国智能家居品类市场份额

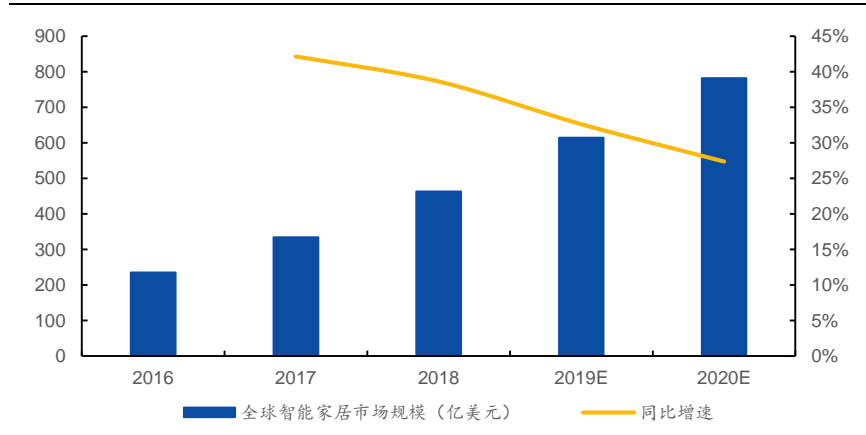


资料来源：《2018 年中国智能家居产业发展白皮书》，国元证券研究中心

根据国际知名数据分析公司 Statista 的数据，2016 年世界智能家居市场规模约 235 亿美元，到 2022 年有望迅速增至 782 亿美元，CAGR 高达 35.06%。从国内市场来看，根据前瞻产业研究院的数据，2017 年中国智能家居市场规模约为 65.32 亿美

元，2012-2017 年 CAGR 高达 38.87%，处于快速成长阶段，未来持续成长可期。

图 45：全球智能家居市场规模



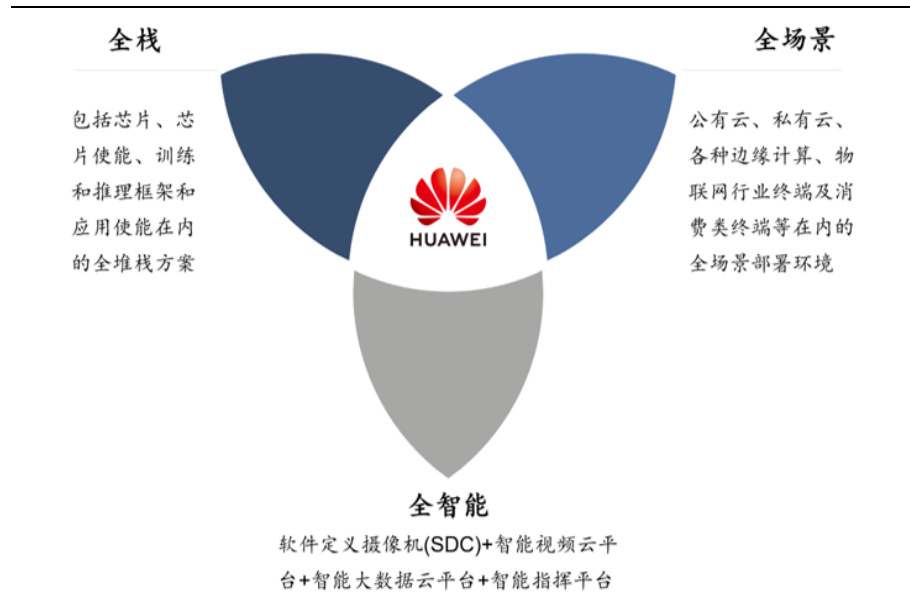
资料来源：Statista，前瞻产业研究院，国元证券研究中心

## 4. 智能时代，行业生变

安防行业目前是人工智能落地最快且市场空间较大的领域，近年来吸引了其他行业的巨头及新型算法创业公司积极布局智能安防行业。国内典型的厂商有：华为、阿里、腾讯、百度以及以商汤科技为代表的人工智能算法企业，对传统安防厂商带来一定的威胁。中长期来看，安防行业的市场空间将因智能化而显著扩大，各大厂商有望寻求差异化竞争思路，去寻找适合自己的发展思路。我们认为，传统安防厂商和新进入者各有优势，短期看，对传统安防厂商有一定威胁，但还没有到“你死我活”的竞争状态。

**华为智能安防：**结合多领域优势打造智能安防解决方案，逐步影响行业格局。华为智能安防把计算、连接、存储、云化、智能等各个领域的珍珠串起来，打造“全栈云、全智能、全场景”的智能安防解决方案，将解耦进行到底，将智能推向全境，将数据贯穿端云，不断加速 AI 落地安防领域。

图 46：华为“全栈云、全智能、全场景”智能安防解决方案



资料来源：华为公司信息，国元证券研究中心

2019年8月8日，在“洞见当下，预见未来”华为智能安防业务战略发布会上，华为推出了智能安防新品牌 Huawei HoloSens，以及业界首款基于“鲲鹏+昇腾”的智能视频云平台 HoloSens IVS3800 和业界最强算力摄像机 HoloSens SDC X2382-HL。同时，华为还发布了“2+4+N”智能安防业务战略，其内涵在于，华为智能安防基于鲲鹏和昇腾“2大系列芯片”，以真数据、真智能、真开放、真安全等“4真”跨越产业发展鸿沟，并携手“N家生态伙伴”让智能安防走向千行百业。

2019年8月23日，华为在深圳总部正式推出 AI 处理器 Ascend910(昇腾 910)。此次新一轮发布，意味着昇腾 910 进入了商用阶段。与此同时，华为也针对性地同步推出全场景 AI 计算框架 MindSpore，自此，华为全栈全场景 AI 解决方案各重要组成部分已悉数登场，华为 AI 战略的执行进入了新的阶段。



图 47：华为智能安防加速，2019 上半年指数级增长

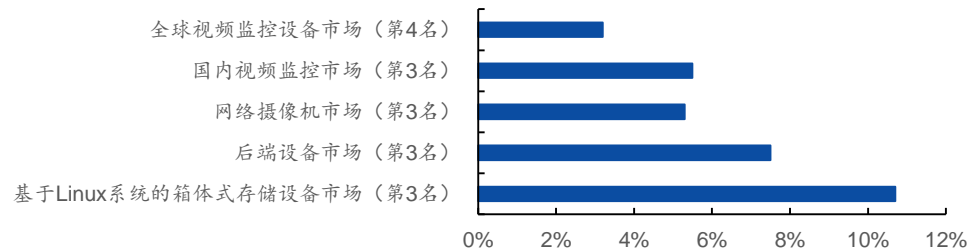


资料来源：亿欧，国元证券研究中心

目前来看，华为战略进入安防行业，对行业格局有望产生较大影响，值得市场关注。

**阿里巴巴：**入股千方科技，积极布局智能安防。阿里巴巴在今年 5 月以 35.95 亿元收购千方科技 15% 股份，布局智能交通及安防，阿里巴巴作为千方科技的第二大股东已经踏入安防行业的核心领域。千方科技及其旗下的宇视科技在智能交通和智能安防领域布局颇深，能够成为阿里云城市大脑与算力的重要承载者，助力阿里进一步补全自己的短板。

图 48：2018 年宇视科技市场份额情况



资料来源：IHS Markit《2019 全球视频监控信息服务报告》，国元证券研究中心

阿里云城市大脑利用实时全量的城市数据资源全局优化城市公共资源，及时修正城市运行缺陷，实现城市治理模式、服务模式和产业发展的三重突破。

图 49：城市事件感知与智能处理



资料来源：阿里云官网，国元证券研究中心

**腾讯：**三个方面投入研发，将安防作为公司 AI 战略重要应用场景。腾讯涉及安防领域的业务主要集中在三个方面：腾讯优图、腾讯安全联合实验室以及腾讯云。腾讯优图专注计算机视觉研究，与多省市公安局合作，将技术输出到智慧警务方面；腾讯安全联合实验室曾推出鹰眼系统等，联合公安、电信、银行等共同打击防范网络诈骗；腾讯云则推出了智能安防监控解决方案。

图 50：“腾讯云”混合云部署



资料来源：腾讯云，国元证券研究中心

**百度：**利用人脸识别技术优势切入安防领域。百度 2014 年时就已经推出过民用安防产品，如今开始布局安防监控的 AI 场景，其中的内容包括人脸识别技术，其可对静态人像库、动态视频流中的人脸进行精准识别，整合人脸跟踪与捕获、实时布控、大规模人脸检索与比对等能力，提供完整易用的系统解决方案。还能够实现公共场所的全面布控，实时监控，并能够灵活适配多种人脸追踪、特定区域布控、特定人脸告警等功能。

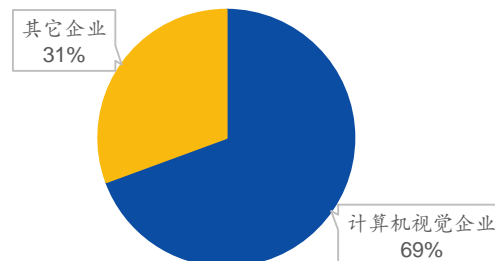
图 51：百度人脸核身解决方案



资料来源：百度 AI 开放平台，国元证券研究中心

大量算法创业型企业进入安防领域，争夺 AI 时代下安防蛋糕。当前，基于深度学习的 AI 技术正在加速融入安防领域，特别是人脸识别技术在智能安防中获得了非常普遍的应用。随着需求的持续增长，新的应用模式纷纷涌现，新产品更如雨后春笋，智能安防的市场边界也不断被拓宽。根据 CPS 中安网与商汤科技联合发布的《2018 中国安防行业调查报告》，2018 年 AI+安防软硬件市场规模达到 135 亿元，同比增长接近 250%，以 AI 四小龙（商汤科技、依图科技、旷视科技、云从科技）为代表的计算机视觉企业总体市场份额达 69.4%。

图 52：2018 年安防+AI 软硬件市场份额



资料来源：CPS 中安网《2018 中国安防行业调查报告》，国元证券研究中心

**商汤科技：**自主研发并建立了全球顶级的深度学习平台和超算中心，推出了一系列

领先的人工智能技术，包括：人脸识别、图像识别、文本识别、医疗影像识别、视频分析、无人驾驶和遥感等，已成为亚洲领先的 AI 算法提供商。在智慧安防领域，推出了城市级超大规模分布式视频分析平台——SenseFoundry 方舟城市级视觉开放平台，构建“AI+安防”矩阵，该平台以商汤原创深度学习算法为核心，采用 SOA 与微服务架构设计，支持人脸识别和分析，可支撑上层应用的实时黑名单布控、轨迹还原等业务。定位于可扩展至十万路级别视图源、千亿级别非结构化特征和结构化信息融合处理和开放的视觉赋能平台。

图 53: SenseFoundry 方舟城市级开放视觉平台-产品优势



资料来源：商汤科技官网，国元证券研究中心

**依图科技：**凭借复杂环境下亿级规模城市智能化运营管理技术能力，与公共安全实际问题相结合，提出覆盖多场景的城市级公共安全解决方案，把数据价值融入到平安城市、城市居民生活、商业应用等各个行业场景中。目前，依图智能安防系统已服务全国近 30 个省厅、超过 270 个地市公安系统、海关边检，以及全国数百个园区等商业体。

**旷视科技：**旷视推出的 FaceID 是全球首个第三方人脸识别身份验证平台，为行业用户提供从端到云的丰富身份验证服务，FaceID 包含客户端 APP 的活体检测 SDK、FaceID 服务端的人脸验证、证照验证、多重数据交叉验证等多重风控验证方式，目前，FaceID 平均每天处理 240 万个验证请求，已成长为全球最大的第三方实名验证平台。旷视推出的城市管理数字化解决方案，针对城市管理中的典型场景，通过涵盖“算法、软件产品、硬件产品、解决方案”在内的全价值链能力输出，打造覆盖全业务流程的端到端数字化解决方案体系设计，帮助城市管理者构建包括“前端感知、云端研判、终端应用”在内的新型智能城市管理闭环体系。

**云从科技：**在安防领域，云从推出了 AI+人像大数据解决方案、智慧社区实有人口解决方案、智慧园区安防解决方案等。其中，AI+人像大数据解决方案整合接入人脸抓拍机、人证设备、人脸门禁机等各类前端感知设备，通过覆盖城市公共区域，包括：社区、园区、网吧、宾馆、车站等，实现前端数据的广泛感知，整合对接已建人像的应用系统、视频监控平台和其他业务系统，实现数据共享，业务联动，实现一点查询全网响应，一点布局全网预警的实战应用效果。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 核心假设：

公司是全球领先的以视频为核心的智慧物联解决方案提供商和运营服务商，2017年，公司年报调整了产品的分类口径，为：解决方案、产品、其他。调整后可以更清晰地体现公司未来的发展方向，更直观地展现公司的业务模式，更准确地反映公司经营成果。

- 1. 解决方案：**公司近年来全力转型解决方案，围绕场景化建设需求，基于“大华HOC”架构，以“全感知、全智能、全计算、全生态”为能力支撑，构建城市级、行业级、消费级整体解决方案，为城市运营、企业管理、个人消费者创造价值。2017-2018年，解决方案营收增速分别为48.75%、24.19%，2019上半年解决方案增速为12.11%，占营收比重为52.06%，同比增加了0.93个百分点。随着雪亮工程、平安城市、智慧交通等政策的持续推进，国内安防需求不断释放，公司加大力度推广解决方案，我们预测未来三年解决方案的增速能够保持在24%左右。2017、2018年毛利率分别为43.19%、41.04%，随着公司产品结构优化，渠道和供应链管理体系的逐渐完善，毛利率将企稳回升，2019年H1公司解决方案毛利率达到44.11%是一个较好的验证，我们预测未来三年较前两年将有一定的提升，且能够缓慢持续提升。
- 2. 产品：**公司全面推进人工智能技术落地，实现全产品智能化进程，在前端、存储、中心等业务环节对准客户需求创新与落地智能产品。2017-2018年产品的收入增速分别为37.10%、28.57%，公司核心技术推动创新产品不断落地，产品营收将会持续的增长，考虑到过去两年的增速，我们预测未来三年保持24%左右的增速。2017、2018年产品毛利率分别为37.21%、37.22%，2019年H1产品毛利率达到40.20%，随着智能化等高毛利产品的占比的不断提高，渠道和供应链管理体系的逐渐完善，我们预测产品毛利率将未来三年将维持在39-40%的水平。
- 3. 其他：**在公司总营收中占比较小且逐年下降，2019 H1 该业务营收出现13.24%的同比下降，考虑到过去两年的增速在20%左右，我们预测未来三年维持18%左右的增速。2017、2018年毛利率分别为9.28%、8.73%，我们预测未来三年毛利率将维持在8-9%的水平。

**表 11：公司业务拆分（单位：百万元）**

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>解决方案</b>					
收入	9835.66	12214.95	15158.75	18804.44	23315.62
增长率	48.75%	24.19%	24.10%	24.05%	23.99%
毛利率	43.19%	41.04%	43.41%	43.85%	44.02%
<b>产品</b>					
收入	7593.34	9762.85	12150.85	15113.22	18784.23
增长率	37.10%	28.57%	24.46%	24.38%	24.29%
毛利率	37.21%	37.22%	39.77%	39.66%	39.56%
<b>其他</b>					
收入	1415.46	1687.88	1994.91	2356.79	2781.24
增长率	20.10%	19.25%	18.19%	18.14%	18.01%
毛利率	9.28%	8.73%	8.79%	8.77%	8.75%
<b>合计</b>					
收入	18844.46	23665.69	29304.51	36274.45	44881.09
增长率	41.38%	25.58%	23.83%	23.78%	23.73%
毛利率	38.23%	37.16%	39.54%	39.83%	39.97%

资料来源：Wind，国元证券研究中心

**可比公司估值：**

在国内上市公司中，海康威视、千方科技、佳都科技、苏州科达等与公司所从事的行业相同或相近，因此我们选择这四家公司为可比公司。从几家公司的估值情况来看，大华股份显著低于可比公司的平均水平，我们认为主要是由于公司的行业地位、内部管理效率、行业竞争格局的变化、市场偏悲观的预期等诸多因素导致的。我们认为：目前公司通过 LTC、IPD、ISD 和 ITR 等核心业务流程变革项目，持续提升内部管理水平和运营效率，实现端到端的流程打通，追求高质量增长，毛利率、经营现金流、应收账款等经营指标有望逐步改善，估值水平有望不断提升，向可比公司的平均水平靠拢。

**表 12：可比公司估值情况**

股票代码	公司简称	收盘价	总市值（亿元）	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
002236	大华股份	17.14	514	0.84	1.05	1.28	1.56	<b>20.31</b>	<b>16.39</b>	<b>13.40</b>	<b>10.96</b>
002415	海康威视	33.06	3089	1.23	1.40	1.64	1.92	26.87	23.68	20.10	17.21
002373	千方科技	17.13	255	0.51	0.66	0.82	1.00	33.40	25.98	20.97	17.07
600728	佳都科技	9.72	159	0.16	0.28	0.34	0.46	42.55	35.09	28.31	21.06
603660	苏州科达	12.49	63	0.64	0.82	1.05	1.33	18.64	15.17	11.95	9.37
平均		-	-	-	-	-	-	<b>30.37</b>	<b>24.98</b>	<b>20.33</b>	<b>16.18</b>

资料来源：Wind，国元证券研究中心

注：大华股份、海康威视采用国元证券研究中心预测值，其余公司均采用 Wind 一致预期，收盘价的日期为 2019 年 9 月 5 日

### 投资建议：

根据前瞻产业研究院的数据,2017-2022年全球安防市场规模的CAGR将达到6.5%,仍然处于较快的成长周期。根据中安协的数据,国内安防市场到2020年将达到8000亿元左右,“十三五”期间CAGR在10%以上,伴随着雪亮工程等政策的持续推动,以及AI在安防领域的不断落地,国内需求持续增长。公司不断完善渠道管理体系,提升供应链管理能力和持续优化营收结构,毛利率企稳回升,高质量增长时代来临。我们预计公司2019-2021年营业收入分别为293.05、362.74、448.81亿元,归母净利润为31.34、38.35、46.89亿元,EPS为1.05、1.28、1.56元/股,对应PE为16.39、13.40、10.96倍。考虑到公司的行业地位、未来三年营业收入和归母净利润预测的增长情况、过去三年PE主要运行在13-36倍之间等诸多因素,我们给予公司2019年20倍PE的估值水平,对应目标价为21.00元。首次推荐,给予“买入”评级。

## 6.风险提示

1. 宏观经济疲弱导致视频监控行业需求释放不及预期。
2. 雪亮工程等政策落地进度不及预期。
3. 受海外政治经济环境、汇率波动等因素影响，海外业务拓展不及预期。
4. 贸易摩擦可能会对公司核心零部件供应造成不利影响。
5. 华为等大型高科技公司及各类创业型公司不断进入智能安防行业，行业竞争加剧，对公司产生一定威胁。

\*国元持仓披露：



**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	17556.31	21278.85	25150.96	30437.35	36940.49
现金	3612.94	4160.15	5864.58	7352.74	9260.72
应收账款	7539.94	10191.37	11725.04	14171.03	17109.15
其他应收款	292.28	398.17	489.87	599.90	734.20
预付账款	154.36	126.89	147.05	176.80	212.86
存货	2806.14	3035.58	3423.68	4001.98	4713.03
其他流动资产	3150.65	3366.68	3500.74	4134.90	4910.53
<b>非流动资产</b>	3777.16	5071.75	6213.01	6562.65	6963.39
长期投资	61.27	185.87	165.23	164.21	163.12
固定资产	1248.31	1407.47	1650.65	1891.80	2135.03
无形资产	253.36	372.47	461.27	558.34	663.32
其他非流动资产	2214.23	3105.94	3935.87	3948.30	4001.93
<b>资产总计</b>	21333.48	26350.60	31363.97	37000.00	43903.88
<b>流动负债</b>	9916.31	12566.65	13935.73	16043.27	18578.51
短期借款	1770.92	1851.71	1934.23	2023.73	2135.42
应付账款	6136.61	7461.32	8730.77	10671.05	12997.95
其他流动负债	2008.78	3253.62	3270.73	3348.49	3445.14
<b>非流动负债</b>	823.94	880.69	879.54	863.08	833.27
长期借款	230.00	179.00	128.77	80.54	33.42
其他非流动负债	593.94	701.69	750.77	782.54	799.85
<b>负债合计</b>	10740.25	13447.33	14815.27	16906.35	19411.78
少数股东权益	126.80	284.51	291.72	299.69	308.93
股本	2898.76	2997.62	2997.62	2997.62	2997.62
资本公积	593.34	1501.18	1501.18	1501.18	1501.18
留存收益	6967.68	8917.35	11751.76	15287.34	19676.18
归属母公司股东权益	10466.43	12618.76	16256.99	19793.95	24183.17
<b>负债和股东权益</b>	21333.48	26350.60	31363.97	37000.00	43903.88

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	914.23	955.32	1689.17	2460.35	2937.48
净利润	2376.79	2594.59	3141.38	3843.32	4697.83
折旧摊销	162.26	238.70	248.69	314.58	392.42
财务费用	167.43	-123.17	55.20	25.85	-4.33
投资损失	29.51	79.29	6.21	5.87	5.32
营运资金变动	-2082.25	-2117.01	-1890.51	-2021.56	-2494.39
其他经营现金流	260.49	282.91	128.20	292.29	340.63
<b>投资活动现金流</b>	-294.91	-746.64	-440.20	-689.05	-798.84
资本支出	287.81	552.12	432.46	525.55	612.35
长期投资	50.13	-10.58	-105.98	-3.14	-1.90
其他投资现金流	43.03	-205.11	-113.73	-166.64	-188.39
<b>筹资活动现金流</b>	444.85	376.51	455.45	-283.13	-230.67
短期借款	813.99	80.79	82.52	89.50	111.69
长期借款	177.26	-51.00	-50.23	-48.23	-47.12
普通股增加	-0.66	98.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.76	907.84	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-549.51	-659.98	423.16	-324.40	-295.24
<b>现金净增加额</b>	987.50	639.60	1704.42	1488.17	1907.98

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	18844.46	23665.69	29304.51	36274.45	44881.09
营业成本	11639.49	14871.18	17716.66	21826.65	26944.35
营业税金及附加	141.63	192.38	243.23	297.45	363.54
营业费用	2416.70	3365.38	4114.35	4980.48	6157.69
管理费用	519.52	632.97	767.78	928.63	1144.47
研发费用	1788.89	2283.87	3310.35	4383.36	5523.03
财务费用	167.43	-123.17	55.20	25.85	-4.33
资产减值损失	245.51	359.00	418.28	408.23	403.23
公允价值变动收益	0.00	-38.60	5.01	4.98	7.82
投资净收益	-29.51	-79.29	-6.21	-5.87	-5.32
<b>营业利润</b>	2632.27	2700.07	3417.29	4180.99	5113.38
营业外收入	22.63	77.20	20.10	21.78	22.60
营业外支出	12.69	4.11	4.57	5.17	5.66
<b>利润总额</b>	2642.21	2773.16	3432.82	4197.60	5130.32
所得税	265.42	178.56	291.45	354.28	432.49
<b>净利润</b>	2376.79	2594.59	3141.38	3843.32	4697.83
少数股东损益	-1.94	65.17	7.21	7.98	9.23
<b>归属母公司净利润</b>	2378.73	2529.43	3134.17	3835.34	4688.60
EBITDA	2961.95	2815.61	3721.19	4521.41	5501.47
EPS (元)	0.82	0.84	1.05	1.28	1.56

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	41.38	25.58	23.83	23.78	23.73
营业利润(%)	83.63	2.58	26.56	22.35	22.30
归属母公司净利润(%)	30.33	6.34	23.91	22.37	22.25
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	38.23	37.16	39.54	39.83	39.97
净利率(%)	12.62	10.69	10.70	10.57	10.45
ROE(%)	22.73	20.04	19.28	19.38	19.39
ROIC(%)	29.73	24.74	27.17	27.95	28.69
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	50.34	51.03	47.24	45.69	44.21
净负债比率(%)	18.63	15.29	13.92	12.45	11.17
流动比率	1.77	1.69	1.80	1.90	1.99
速动比率	1.48	1.45	1.55	1.64	1.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.03	0.99	1.02	1.06	1.11
应收账款周转率	2.50	2.42	2.42	2.53	2.59
应付账款周转率	2.88	2.19	2.19	2.25	2.28
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.79	0.84	1.05	1.28	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.32	0.56	0.82	0.98
每股净资产(最新摊薄)	3.49	4.21	5.42	6.60	8.07
<b>估值比率</b>					
P/E	21.60	20.31	16.39	13.40	10.96
P/B	4.91	4.07	3.16	2.60	2.12
EV/EBITDA	16.53	17.39	13.16	10.83	8.90

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188