

2020年04月25日

# 海康威视 (002415.SZ)

## 动态分析

### 2019年妥善应对制裁，实现稳健增长

#### 投资要点

- ◆ **事件:** 公司发布 2019 年年度报告, 全年实现营业收入 576.6 亿元, 同比增长 15.7%, 毛利率 46.0%, 同比提升 1.1 个百分点, 归属母公司净利润为 124.1 亿元, 同比增长 9.4%, 每股净利润 1.343 元, 同比增长 8.3%。第四季度公司实现营业收入为 178.2 亿元, 同比增长 11.1%, 归属上市公司股东净利润同比增长 10.9% 为 43.9 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 7 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。2020 年第一季度, 营业收入同比下降 5.2% 为 94.3 亿元, 毛利率同比提升 2.6 个百分点为 47.4%, 归属于上市公司股东的净利润同比下降 2.6% 为 15.0 亿元。
- ◆ **妥善应对制裁收入稳健增长, 创新业务表现亮眼:** 2019 年全年销售收入增长 15.7% 为 576.6 亿元, 由于“实体清单”的影响, 公司北美业务受到影响, 收入增速有所放缓, 但通过公司妥善应对仍维持两位数增长。分事业群来看, PBG、EBG 和 SMBG 收入分别同比增长 4.1%、23.9% 和 23.4%, PBG 业务受公安行业需求不足影响, EBG 保持相对高速增长, 企业数字化转型需求突出, SMBG 收到渠道去库存影响表现正常。公司 2019 年单独披露创新业务的细分数据, 智能家居、机器人和其他创新业务收入分别同比增长 58.4%、23.9% 和 102.0%, 创新业务表现出了强劲的业绩驱动力。
- ◆ **毛利率稳步提升, 期间费用投入持续增加:** 2019 年公司毛利率稳步提升 1.1 个百分点为 46.0%, 归母净利润增长 9.4% 为 124.1 亿元, 由于收入增速放缓, 规模扩张带来期间费用投入的一定刚性, 公司净利润增速低于收入增速。2019 年公司期间费用率有所提升, 从金额来看销售、管理和研发费用均增长了 20% 以上, 随着规模扩张和技术研发公司费用投入持续增加, 但保持相对稳定可控的增速。
- ◆ **2020 年面临不确定性, 中长期趋势值得关注:** 公司 2020 年第一季度收入和利润同比小幅下滑, 主要系肺炎疫情对供应和需求的短期扰动。由于二季度疫情影响仍未消除, 面临不确定性, 公司未对上半年做出业绩预期, 相对而言, SMBG 业务不利影响大于 PBG 和 EBG。从中长期趋势看, 贸易制裁影响通过公司增加物料储备和国产切换妥善应对, 逐渐被市场认可和弱化, 未来基于以视频为核心综合安防、大数据服务和智慧业务需求仍有较大的成长空间, 符合 AI 和计算等产业升级方向, 公司在不断扩张规模和加大研发的基础上有望进一步扩大市场份额。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.45、1.82 和 2.06 元。净资产收益率分别为 26.1%、24.6% 和 21.8%, 维持买入-A 建议。
- ◆ **风险提示:** 国内政府及大企业级客户订单落地不及预期; 美国实体清单落地后海外市场需求不及预期; 创新业务及产品竞争影响盈利能力; 疫情持续增加不确定性。

电子元器件 | 电子设备 III

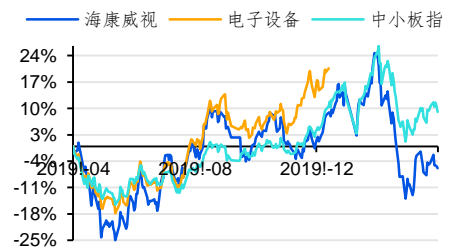
 投资评级 **买入-A(维持)**

 股价(2020-04-24) **29.73 元**

#### 交易数据

总市值 (百万元)	277,827.17
流通市值 (百万元)	240,523.80
总股本 (百万股)	9,345.01
流通股本 (百万股)	8,090.27
12 个月价格区间	0.00/40.09 元

#### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.76	-13.94	-14.0
绝对收益	3.05	-17.42	-8.02

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 报告联系人

郑超君  
 zhengchaojun@huajinsec.cn  
 021-20377169

#### 相关报告

- 海康威视: 三季度延续回升趋势, 全面准备应对制裁挑战 2019-10-20
- 海康威视: 视频应用全面渗透, 安防龙头再次启航 2019-09-17
- 海康威视: 季度业绩环比改善, 国内外市场见底期待回升 2019-07-21
- 海康威视: 2018 年业绩平稳成长, 短期挑战不改长期向好 2019-04-20
- 海康威视: 传统安防稳健成长, 创新业务期待未来 2018-07-23

## 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	49,837	57,658	65,166	78,095	90,941
YoY(%)	18.9	15.7	13.0	19.8	16.4
净利润(百万元)	11,353	12,415	13,575	16,970	19,274
YoY(%)	20.6	9.4	9.3	25.0	13.6
毛利率(%)	44.9	46.0	45.3	45.6	44.8
EPS(摊薄/元)	1.21	1.33	1.45	1.82	2.06
ROE(%)	30.2	27.6	26.1	24.6	21.8
P/E(倍)	24.5	22.4	20.5	16.4	14.4
P/B(倍)	7.4	6.2	5.3	4.0	3.1
净利率(%)	22.8	21.5	20.8	21.7	21.2

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 收入稳健增长, 期间费用投入持续增加.....	4
(二) 2019 年四季度净利润率改善.....	6
(三) 2020 年一季度毛利率同比提升.....	6
(四) 未来发展战略及经营计划: 灵活开展业务, 把握可为市场.....	6
二、盈利预测及投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

## 图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润.....	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布.....	8

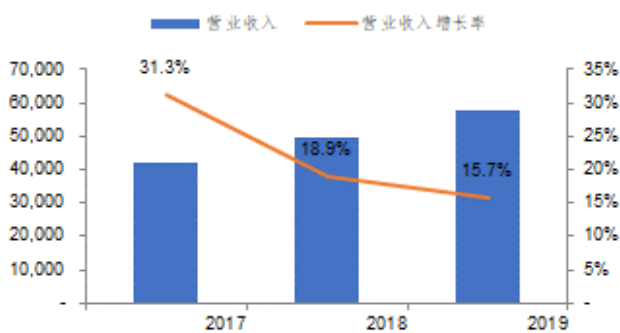
## 一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 15.7% 为 576.6 亿元，毛利率水平同比上升 1.1 个百分点为 46.0%，归属母公司净利润同比增长 9.4% 为 124.1 亿元，每股净利润同比增长 8.3% 为 1.343 元。公司作为视频监控行业全球市场份额第一的企业，2019 年经历了被美国商务部列入实体清单和国内宏观经济下行导致需求不足，但经过公司妥善应对仍实现了业绩稳健增长。

### （一）收入稳健增长，期间费用投入持续增加

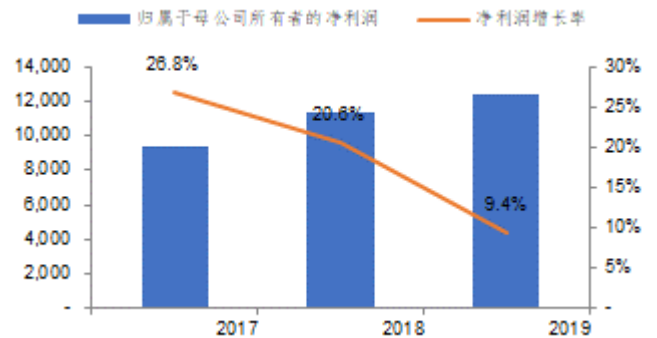
公司 2019 年全年销售收入 576.6 亿元，同比增长 15.7%。2019 年公司被美国商务部列入实体清单，对公司业绩造成了一定影响，但经过妥善应对仍实现了稳健增长。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 124.1 亿元，同比增长 9.4%，每股净利润 1.343 元，同比增长 8.3%，利润增速稍低于收入增速。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

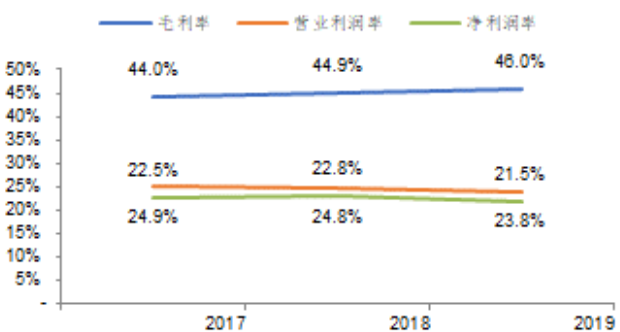
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

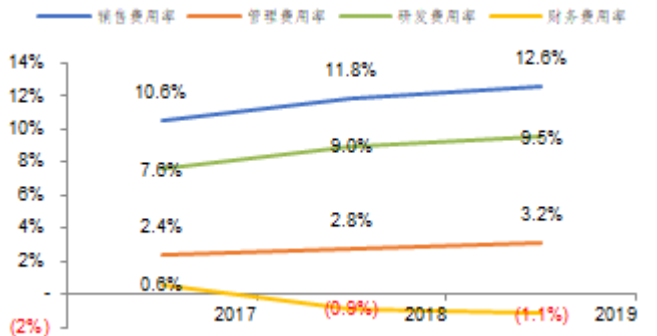
公司 2019 年全年毛利率同比上升 1.1 个百分点为 46.0%，营业利润率和净利润率分别同比下滑 1.0 和 1.3 个百分点，为 23.8% 和 21.5%，毛利率维持小幅提升，而营业利润率和净利润率由于期间费用上升有所下滑。2019 年销售费用、管理费用和研发费用率分别同比上升 0.8、0.4 和 0.5 个百分点为 12.6%、3.2% 和 9.5%，由于应对贸易制裁公司增加了期间费用投入。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

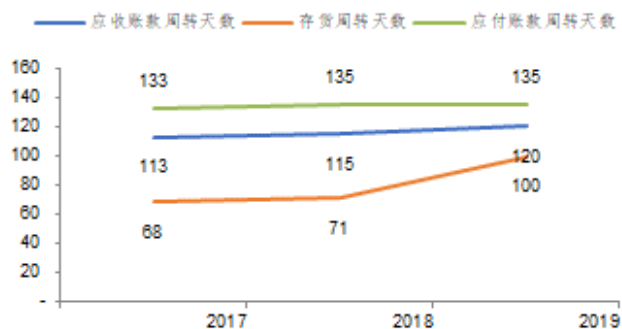
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

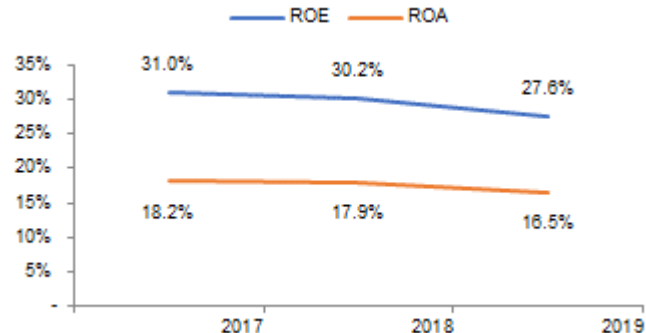
2019 年公司应收账款周转天数和存货周转天数分别同比增加 5 和 29 天为 120 和 100 天，应付账款周转天数保持不变为 135 天，整体的周转率保持稳定。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 分别同比下降 2.6 和 1.4 个百分点分别为 27.6% 和 16.5%，净利润增速下降影响了回报率水平。

图 5：过往 3 年运营效率



资料来源：Wind，华金证券研究所

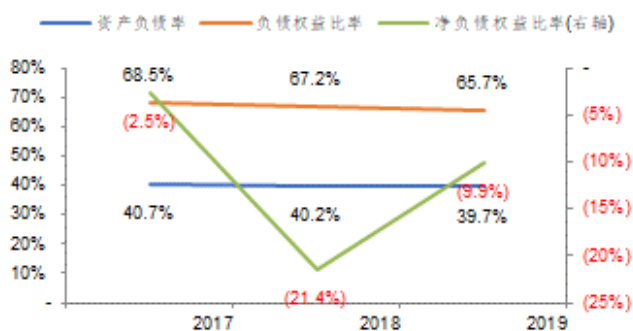
图 6：过往 3 年主要回报率



资料来源：Wind，华金证券研究所

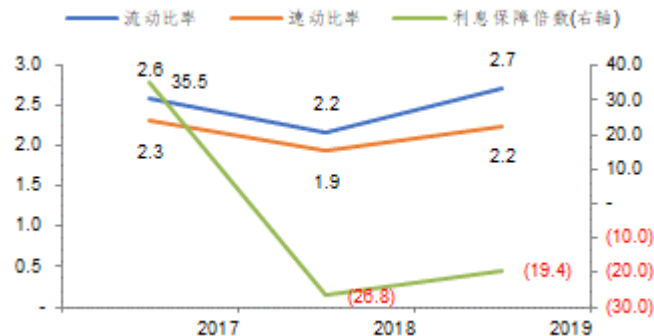
2019 年公司的资产负债率和负债权益比率分别同比下滑 0.5 和 1.5 个百分点为 39.7% 和 65.7%，公司整体负债率水平保持稳定。净负债权益比率为净现金。

图 7：过往 3 年负债率



资料来源：Wind，华金证券研究所

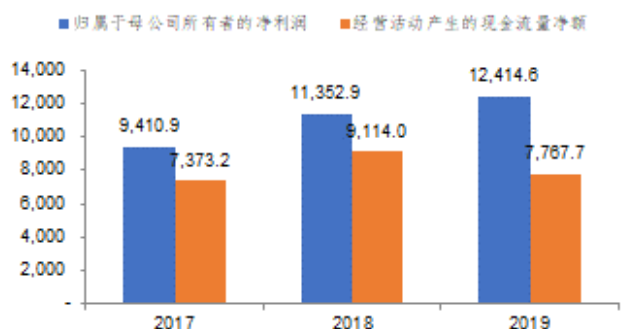
图 8：过往 3 年短期偿债能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

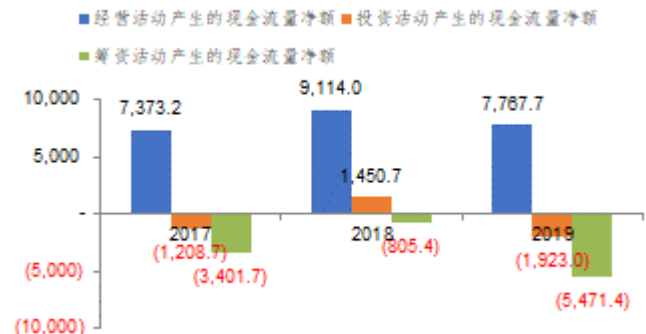
短期偿债能力方面，2019 年流动比率、速动比率分别为 2.7 和 2.2，同比增加 0.5 和 0.3，保持稳定，公司 2019 年财务费用为净收入。

图 9：过往 3 年经营活动净现金与净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源：Wind，华金证券研究所

从现金流情况看，公司 2019 年经营性现金流有所下降，主要原因系应对贸易制裁加大物料备货增加了原材料采购。

## （二）2019 年四季度净利润率改善

2019 年第四季度公司实现营业收入同比增长 11.1% 为 178.2 亿元，归属上市公司股东净利润同比增长 10.9% 为 43.9 亿元。2019 年四季度，公司营收增长与净利润增长保持一致。由于贸易制裁对行业需求造成影响，四季度增速放缓。

图 11：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

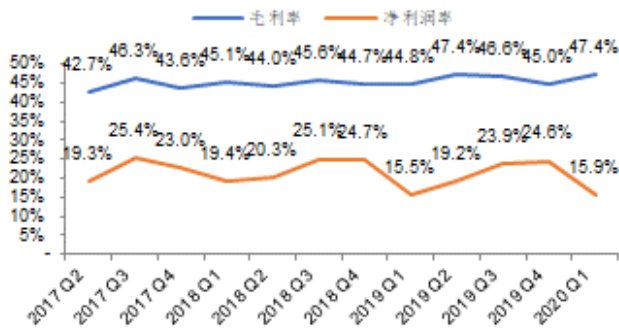
图 12：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

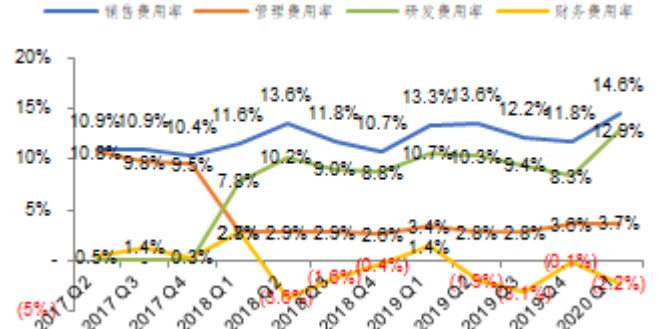
2019 年第四季度，公司毛利率同比提升 0.3 个百分点为 45.0%，营业利润率和净利润率分别同比下降 2.7 和 0.1 个百分点为 23.9% 和 24.6%。公司 2019 年净利润率逐季提升，得益于在经营管理方面效率的提升。费用率方面，销售费用率和管理费用率同比提升 1.1 和 1.0 个百分点为 11.8% 和 3.6%，研发费用率同比下降 0.5 个百分点。

图 13：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

## （三）2020 年一季度毛利率同比提升

公司披露了 2020 年第一季度业绩报告，销售收入同比下降 5.2% 为 94.3 亿元，毛利率同比上升 2.6 个百分点为 47.4%，归属上市公司股东净利润为 15.0 亿元，同比下降 2.6%。今年年初以来，受肺炎疫情的影响，一季度延迟复工影响产业链供应，国内外需求均受到冲击，公司业绩小幅下降。

## （四）未来发展战略及经营计划：灵活开展业务，把握可为市场

公司以“以视频为核心的智能物联网解决方案和大数据服务提供商”为发展战略，通过持续创新，为全球客户提供高品质的产品及服务。2020年工作重点为：

- 1) 甄别经营环境和业务可持续性的前提下，审慎灵活开展业务，把握可为的市场机会。
- 2) 继续推进以城市为重心的营销策略，推进海外国家市场差异化布局，总部与区域营销体系协同，不断推进资源向前线倾斜，提升客户价值。
- 3) 持续加强基础研发能力的投入，进一步夯实技术基础，积累创新能力。
- 4) 提高对资金安全性的关注，重视业务质量，保证经营活动开展的效益。
- 5) 持续推进创新业务发展，把握市场机会。

## 二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.45、1.82 和 2.06 元。净资产收益率分别为 26.1%、24.6% 和 21.8%，维持买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，1) 国内市场增速高于海外；2) 前端产品中高端增速高于中低端，国内中高端占比持续提升；3) 后端产品增速维持低位；4) 中心控制设备增速与整体增速基本持平略高；5) 其他业务中，创新业务仍然保持快速成长性，以萤石为代表的智能家居业务的增长逐步步入平稳快速期；6) 工程施工业务减少。

毛利率方面：1) 前端产品中高端和中低端继续维持国内差距较大，海外差距较小的格局；2) 后端产品和中心控制设备毛利率稳定并小幅下降；3) 工程施工毛利率基本维持平稳；4) 其他分业务的毛利率水平维持平稳，受到业务结构调整带来的综合毛利率稳步下降。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入</b>	<b>49,837.1</b>	<b>57,658.1</b>	<b>65,166.2</b>	<b>78,094.6</b>	<b>90,940.7</b>
<b>YoY</b>	<b>18.9%</b>	<b>15.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>19.8%</b>	<b>16.4%</b>
前端产品	24,083.4	27,175.1	30,578.9	36,588.3	42,888.2
后端产品	6,779.3	7,519.8	7,493.3	8,617.6	9,315.0
中心控制设备	7,323.4	8,822.7	10,772.1	13,656.9	16,388.3
工程施工	2,285.1	1,091.4	791.3	759.9	683.9
创新业务	2,804.0	4,436.7	5,922.7	7,422.9	8,959.0
其他	6,561.9	8,612.3	9,607.8	11,049.0	12,706.3
<b>毛利率</b>	<b>44.9%</b>	<b>46.0%</b>	<b>45.3%</b>	<b>45.6%</b>	<b>44.8%</b>
前端产品	49.9%	52.1%	51.6%	52.8%	51.6%
后端产品	46.8%	50.8%	50.1%	48.1%	47.6%
中心控制设备	53.8%	51.4%	55.0%	53.0%	52.0%
工程施工	12.1%	22.7%	17.0%	15.0%	15.0%
创新业务	40.6%	36.7%	34.0%	35.0%	33.8%
其他	27.3%	24.8%	20.0%	20.0%	20.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司在研发投入方面仍需要维持在人员规模和整体投入中的增加量，但是费用率水平有望下降，其他的管理费用率和销售费用率则维持平稳。公司在未来资本开支规模预计较之前有所增加，主要是需要开拓新产品、新技术的需求。



### 三、风险提示

国内政府及大企业级客户订单落地不及预期；

美国实体清单落地后海外市场需求不及预期；

创新业务及产品竞争影响盈利能力；

疫情持续增加不确定性。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	53627	64026	75840	92468	112306	<b>营业收入</b>	49837	57658	65166	78095	90941
现金	26552	27072	42473	43153	64843	营业成本	27483	31140	35630	42491	50191
应收票据及应收账款	19189	22281	26192	31319	35239	营业税金及附加	418	417	532	619	707
预付账款	460	310	829	489	957	营业费用	5893	7257	7599	9390	10995
存货	5725	11268	4067	15091	8669	管理费用	1376	1822	1811	2265	2679
其他流动资产	1700	3096	2279	2415	2597	研发费用	4483	5484	6337	6958	7753
<b>非流动资产</b>	9858	11332	10664	10886	10757	财务费用	-424	-640	25	-216	-293
长期投资	163	252	252	252	252	资产减值损失	420	510	546	680	786
固定资产	5082	5791	5876	5928	5883	公允价值变动收益	13	15	24	17	19
无形资产	870	1046	1036	1014	1002	投资净收益	52	37	44	44	42
其他非流动资产	3742	4242	3500	3692	3620	<b>营业利润</b>	12336	13708	15076	18842	21412
<b>资产总计</b>	63484	75358	86504	103354	123062	营业外收入	111	65	73	82	72
<b>流动负债</b>	24709	23521	28571	28203	28388	营业外支出	9	17	10	12	13
短期借款	3466	2640	0	0	0	<b>利润总额</b>	12438	13755	15140	18912	21472
应付票据及应付账款	10765	13940	14338	19297	20498	所得税	1057	1290	1514	1891	2147
其他流动负债	10479	6941	14232	8906	7890	<b>税后利润</b>	11382	12465	13626	17021	19325
<b>非流动负债</b>	<b>811</b>	<b>6364</b>	<b>5366</b>	<b>5568</b>	<b>5766</b>	少数股东损益	29	51	51	51	51
长期借款	440	4604	4604	4604	4604	<b>归属母公司净利润</b>	11353	12415	13575	16970	19274
其他非流动负债	371	1760	762	964	1162	EBITDA	12386	13761	15886	19440	21910
<b>负债合计</b>	25520	29885	33937	33771	34154						
少数股东权益	374	569	569	569	569	<b>主要财务比率</b>					
股本	9227	9345	9345	9345	9345	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	1956	4127	4127	4127	4127	<b>成长能力</b>					
留存收益	26821	33634	40718	57739	77064	营业收入(%)	18.9	15.7	13.0	19.8	16.4
归属母公司股东权益	37590	44904	51998	69014	88339	营业利润(%)	18.1	11.1	10.0	25.0	13.6
<b>负债和股东权益</b>	63484	75358	86504	103354	123062	归属于母公司净利润(%)	20.6	9.4	9.3	25.0	13.6
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	44.9	46.0	45.3	45.6	44.8
						净利率(%)	22.8	21.5	20.8	21.7	21.2
						ROE(%)	30.2	27.6	26.1	24.6	21.8
						ROIC(%)	72.7	54.2	104.4	57.7	72.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	40.2	39.7	39.2	32.7	27.8
						流动比率	2.2	2.7	2.7	3.3	4.0
						速动比率	1.9	2.2	2.5	2.7	3.7
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
						应收账款周转率	3.2	3.2	3.0	3.2	3.1
						应付账款周转率	2.8	2.7	2.7	2.7	2.7
						<b>估值比率</b>					
						P/E	24.5	22.4	20.5	16.4	14.4
						P/B	7.4	6.2	5.3	4.0	3.1
						EV/EBITDA	17.1	20.6	14.9	12.2	9.8

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）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com