

英飞拓(002528)/安防制造

深投控入股，智慧城市运营服务标杆企业
评级：增持(首次)

市场价格：5.03

分析师：谢春生

执业证书编号：S0740518010002

Email: xiecs@r.qizq.com.cn

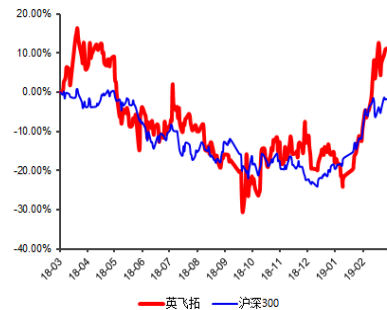
分析师：张欣

执业证书编号：S0740518070001

Email: zhangxin@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	11.99
流通股本(亿股)	8.64
市价(元)	5.03
市值(亿元)	60.31
流通市值(亿元)	43.46

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,979	2,906	4,319	5,011	6,058
增长率 yoy%	9.13%	46.84%	48.65%	16.02%	20.90%
归母净利润(百万元)	-421	127	144	175	245
增长率 yoy%	-715.55%	-130.24%	12.91%	21.55%	40.07%
每股收益(元)	-0.35	0.11	0.12	0.15	0.20
每股现金流量	-0.06	-0.02	0.07	0.01	0.09
净资产收益率	-14.61%	4.36%	4.64%	5.15%	6.61%
P/E	-14.33	47.38	41.96	34.52	24.65
PEG	0.08	1.95	1.52	-0.20	1.01
P/B	2.09	2.07	1.95	1.78	1.63

投资要点

- 老牌安防厂商，深投控入股带来国资基因。**公司成立于2000年，拥有近20年安防经验，产品具备从前端设备+传输+储存+云平台和管理软件+互联网营销等前后端一体化功能；业务角度公司主要聚焦于国际高端差异化服务，旗下拥有 Infinova、March Networks、Swann 三大国际品牌，以及主要的智慧安防系统集成商英飞拓系统、数字营销公司新普互联；财务角度公司受收购及商誉减值等导致2016年业绩增速较慢，2018年随着深圳市投资控股集团入股成为第二大股东将给公司带来国资基因，我们认为公司将进入新的成长阶段。
- 深投控带来新资源，粤港湾带来新机遇。**我们认为深投控入股将给公司带来较多业务协同和驱动，如公司可以获得更好的资信评级和银行授信、与投控体系里的公司合作、与投控已建&在建&拟建的园区合作，更重要的是公司可以接触更多国有平台的大额项目资源。另外2019年2月中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，要求加快构建新一代信息基础设施和建成智慧城市群，从深圳前海首批启动项目749亿我们估计推广到全部9个城市市场规模至少千亿，而公司凭借深圳国资股东背景、自身的技术实力及项目落地应用的能力，将获得参与到粤港澳大湾区智慧城市建设和带来新的业务机遇。
- AI 赋能安防，多措施打造智慧城市运营服务新标杆。**2016年3月阿尔法狗4:1打败围棋世界冠军让我们看到人工智能的潜力，我们认为足够大数据+深度学习算法+计算机处理能力协同将能带来新场景颠覆；我们认为三个前提都具备较强积淀的安防领域将在AI+率先突破，AI给安防行业带来的改变除了摄像头智能化驱动 ASP 提升且安防大数据也将带来运营服务附加值；对于英飞拓：(1)与腾讯合作成立优图实验室，打造AI示范项目；(2)收购澳大利亚 Swann 进入C端民用智能家居；(3)收购新普互联数据挖掘技术等三大措施培育智能运营服务能力，公司未来将结合自己传统的安防数据、深投控已有数据以及潜在的粤港湾等项目的数据加大运维服务，打造智慧城市运营服务新标杆。
- 盈利预测：**我们预测公司2018/2019/2020年营收分别43.19/50.11/60.58亿元，同比分别增48%/16%/21%，毛利率为25.18%、26.58%、27.71%。归母净利润1.44/1.75/2.45亿元，同比增长13%/22%/40%，EPS 0.12/0.15/0.20，对应PE 42/34/25，我们看好深投控入股给公司带来的业务增长以及公司打造的智慧城市运营服务标杆。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**管理改善不及预期；产品技术更新换代风险；汇率风险

内容目录

老牌安防厂商，深投控入股带来国资基因.....	- 3 -
老牌安防厂商，安防和互联网运营协同发展	- 3 -
深投控入股带来国资基因及资源，互联网保持高速增长	- 6 -
深投控带来资源，粤港湾带来新机遇.....	- 8 -
深投控带来资源驱动，资金&业务等多方位协同	- 8 -
受益粤港湾建设新政策，公司迎来新机遇	- 9 -
AI 赋能安防，多措施打造智慧城市运营服务新标杆.....	- 10 -
AI 带来安防监控新的成长动能和商业模式	- 10 -
多措施积累数据，打造智慧城市运营服务新标杆	- 11 -
盈利预测及估值.....	- 14 -
风险提示.....	- 15 -

图表目录

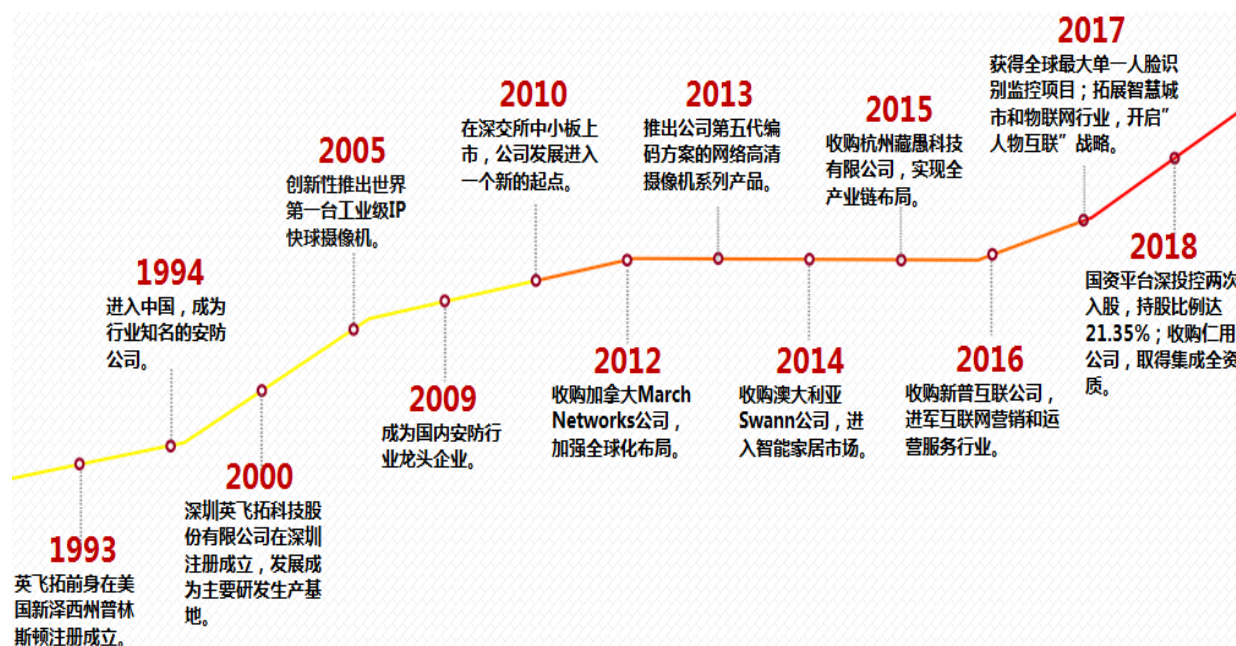
图表 1：公司历史及产品发展历程.....	- 3 -
图表 2：公司安防和互联网运营两大业务支撑智慧城市	- 4 -
图表 3：安防视频监控产业链	- 5 -
图表 4：公司全球项目样板.....	- 6 -
图表 5：公司股权结构图（截止 2019 年 2 月）	- 6 -
图表 6：公司近五年多产品营收结构级变化	- 7 -
图表 7：公司近五年多营收和净利润及增速（%）	- 7 -
图表 8：公司近五年多毛利率和净利率变化情况	- 7 -
图表 9：英飞拓与深投控的协同效应	- 8 -
图表 10：公司在智能城市建设竞争优势.....	- 9 -
图表 11：安防产业链一体化和行业定制化是趋势	- 11 -
图表 12：上海宝山 AI 系统雪亮工程式样.....	- 11 -
图表 13：国内民用 C 端安防视频销售情况	- 12 -
图表 14：2017—2022 年中国智能家居市场规模预测	- 12 -
图表 15：全资子公司新普互联主要优势.....	- 13 -
图表 16：中国数字营销市场规模及增速预测	- 13 -
图表 17：公司未来发展方向和战略.....	- 14 -
图表 18：可比公司盈利预测与估值比较（Wind 一致性预测）	- 14 -
图表 19：盈利预测模型.....	- 16 -

老牌安防厂商，深投控入股带来国资基因

老牌安防厂商，安防和互联网运营协同发展

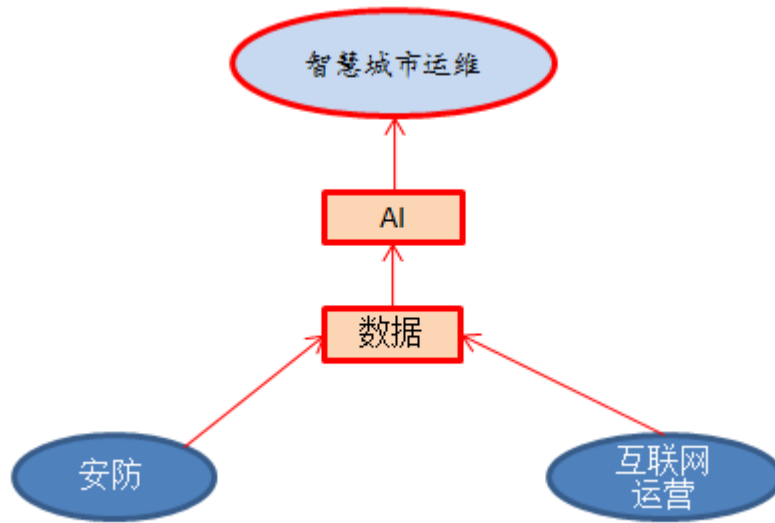
- 国际品牌、高端定位、差异化服务。**英飞拓成立于2000年，2010年上市，总部位于深圳，是全球领先的智慧城市和智慧家庭的解决方案提供商和运营服务商。目前聚焦于国际高端的差异化服务，旗下拥有Infinova、March Networks、Swann三大国际品牌，以及智慧安防系统集成商藏愚科技、互联网数字营销公司新普互联两大知名子公司。业务遍及中国、北美、欧洲、澳洲、南美、印度、中东等，具有成熟的全球化运营销售网络体系。公司也连续多年入选A&S《安全自动化》“全球50强”，连续获“中国安防十大品牌”、“中国安防市场占有率十佳品牌”、“十大监控系统品牌”、“平安城市突出贡献奖”、“中国安防最有影响力十大品牌”和“智慧城市建设推荐品牌”等荣誉。
- 安防和互联网运营两大产品线不断壮大。**公司最初从事安防行业，是安防行业模拟产品时代主要开拓者，期间通过内生式发展和外延式并购逐渐完善产品及市场布局并提供智慧安防一体化系统解决方案。公司2016年收购了北京普菲特广告有限公司（现新普互联）切入互联网数字营销并逐渐成为公司重要业务。目前公司已实现产品从前端设备、传输、储存到平台和管理软件、服务器、云平台、互联网营销、移动营销等的前后端一体化整合，已拥有相应技术为客户提供包括智能视频、大数据技术、人工智能等在内的多种增值服务。

图表 1：公司历史及产品发展历程



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：公司安防和互联网运营两大业务支撑智慧城市



来源：中泰证券研究所

- **传统安防产品系列：硬件和解决方案。**公司已实现产品从前端设备、传输、储存到平台和管理软件、服务器、云平台、互联网营销、移动营销等的前后端一体化整合，已拥有相应技术为客户提供包括智能视频、大数据技术、人工智能等在内的多种增值服务，拥有适合政府部门、工商企业、银行、零售连锁、平安城市、雪亮工程、交通运输、家居民用、房地产等需求的产品和信息化服务解决方案。
 - **前端产品：**2017 年公司前端产品系列逐渐丰富，新型高端技术与产品的融合也更加成熟多样，公司在图像处理技术上也有了深厚的积累，特别是聚焦和低照方面，2017 年以来，公司在 2016 年推出的新一代业界领先的星光级低照度机芯以及相关的快球和云台产品的基础上进一步扩展了新一代摄像机的产品形态，如红外、防爆产品等等。公司将客户对于人脸识别、视频拼接、智慧交通、深度学习等领域的先进技术的需求融合到产品中，实现多功能、高性能的智·摄像机，在人脸识别抓拍和视频结构化应用领域，取得重大突破，大幅提升了整个智能人脸识别系统的处理能力。
 - **光端机传输产品：**公司传输系列产品，从模拟视频光端机发展到现在数字光端机，具有数据包低延时、低抖动、宽工作温度范围、防浪涌的特点。光端机支持多种信号的传输，如 IP 信号、模拟视频、HD-SDI 视频、数据信号、音频、开关信号量等。根据组网方式的不同，公司可提供点对点、星型、链型、树型、环形组网产品，满足不同场合的应用需求，特别是以太网光端机还能够给摄像机提供 POE 供电，减少布线和维护成本。公司光端机在监控行业，具有业界领先地位。
 - **存储产品：**公司存储产品包含云存储、IPSAN 和网络视频录像机（NVR）等产品，涵盖高、中、低价位适合不同市场需求。公司构建了覆盖传统视频存储和新一代大数据云存储的解决方案。与传统存储方式比，公司云存储针对安防应用特点进行了优化，具备负

载均衡、故障冗余等高可靠性特点的同时，磁盘空间利用率也非常高。公司云存储具有良好可扩展性，支持横向扩展，避免资源浪费，减少停机时间，减少用户的维护工作量。

- **大平台解决方案：**2017年，公司聚焦可持续发展的优质大项目，为客户提供基于大数据和人工智能的新一代智慧安防整体解决方案，逐渐从产品提供商向系统解决方案提供商拓展。公司解决方案以新一代智能物联网为目标，以“人物互联”综合软件平台为核心，整合社会各类物联网终端资源，如：摄像机、物联网设备，GIS地图，GPS定位，WIFI探针，手机围栏等；提升公安在人防，技防，物防的威慑力，加强用户在社会治安打、防、控的管理能力。

图表 3：安防视频监控产业链



来源：沙利文研究院，中泰证券研究所

- **运营系统和研发中心遍布全球。**公司有 20 年的安防从业经验，一直重视安防产品的研发和技术创新，已经掌握了包含高清视频可视化、光纤传输、视频存储、云应用、大数据、人工智能、人脸识别、视频结构化、网络安全、数字精准营销，覆盖电子硬件设备、嵌入式软件大型平台软件、互联网应用的核心技术，积累了丰富的经验，保持了良好的高端国际品牌形象。公司在深圳、武汉、上海、欧洲、北美、澳洲设有研发中心，全球化的优秀研发团队 300 多人，技术人才是公司能够始终处于行业前沿地位的关键。

图表 4：公司全球项目样板

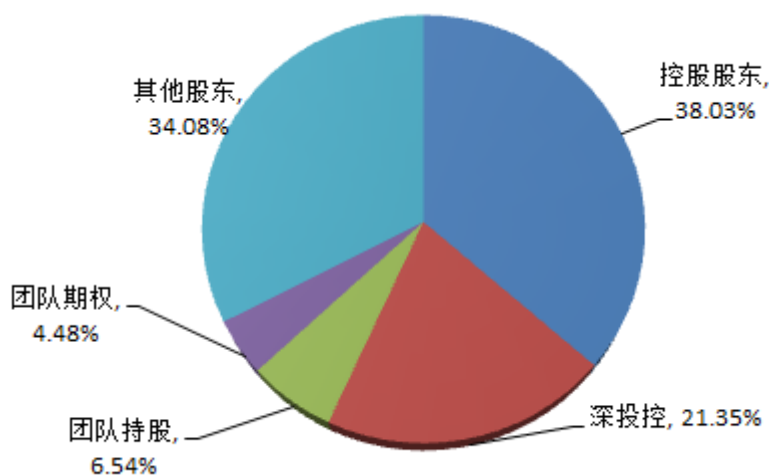


来源：公司公告，中泰证券研究所

深投控入股带来国资基因及资源，互联网保持高速增长

- **深投控入股带来国资基因。**2018年6月深圳市投资控股有限公司（简称：深投控）通过定增取得英飞拓12.74%的股份，同年12月控股股东转让8.61%给深投控，截止2019年1月24日深投控持有英飞拓21.35%的股份，为公司第二大股东，深投控为深圳国资委旗下的大型国有资本投资运营平台，着力构建投资融资、产业培育、资本运营三大核心功能，担当政府与市场之间的桥梁，成为全球创新要素资源聚合平台。我们认为英飞拓和深投控合作主要的协同是能带来大量的项目资源和资金支持，同时公司具有国资背景和资源，又有民企的战斗力和资源，两者相结合，将会发挥出倍增效益。

图表 5：公司股权结构图（截止 2019 年 2 月）

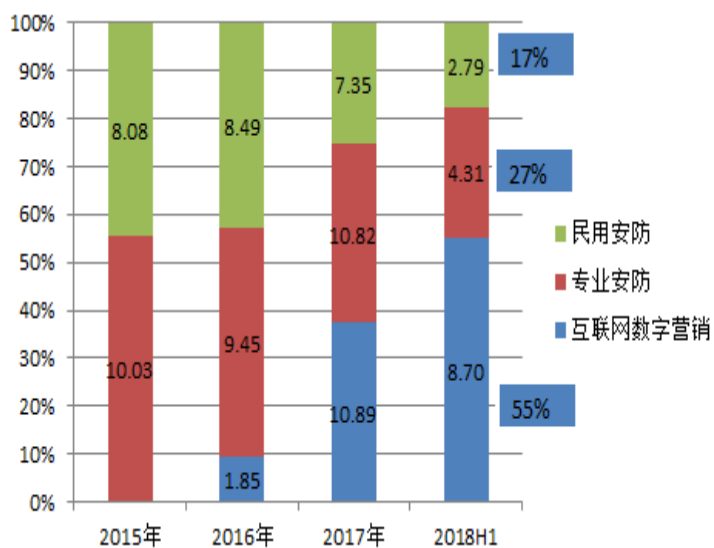


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **互联网营销带动营收和扣非利润快速增长。**从财务角度看，公司近几年

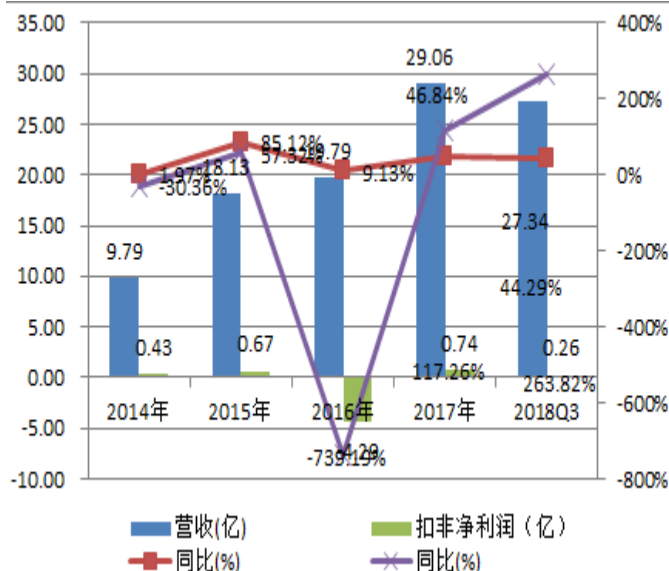
受益于互联网营销广告的快速的发展带动 2017 年营收增速 40%+, 扣非净利润 117%(2016 年基数低主要是子公司 Swann 计提了较大的商誉和无形资产减值以及收购产生费用)。毛利率下降主要受互联网数字营销低毛利率且占比提升影响。

图表 6: 公司近五年多产品营收结构级变化



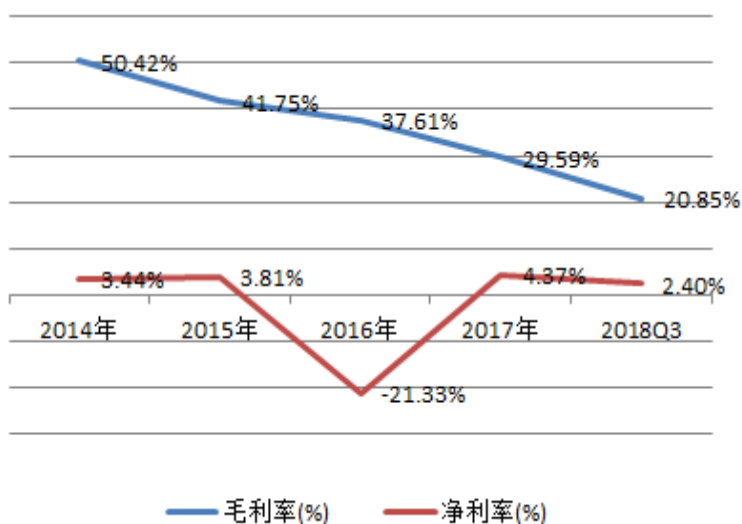
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 公司近五年多营收和净利润及增速 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 8: 公司近五年多毛利率和净利率变化情况



来源: wind, 中泰证券研究所

深投控带来资源，粤港湾带来新机遇

深投控带来资源驱动，资金&业务等多方位协同

- **资金支持：**深投控是一个很好的投融资平台，旗下控股企业有高新投集团、深圳市中小企业信用担保中心有限公司等，可以通过深投控牵线提高公司的资信评级和获取大额银行授信，从而为公司的扩大经营提供雄厚的资金支持。
- **与投控体系里的公司展开合作：**目前深投控控股 64 家企业，参股 16 家企业，日后英飞拓将有望与这些公司进行业务对接，比如和国任保险展开的“全面合作”就是一个很好的开始。
- **国有背景：**国有背景在政府采购中有天然优势，依托深投控国资背景，导入深投控在全国各地的项目资源，撬动国有平台的战略资源，这些机会带来的项目通常都是大金额项目性质。
- **智慧园区建设：**根据深投控官网的公开资料，截止 2018-11-07 日深投控已建、在建及拟建园区近 60 个，规划总建筑面积超过 3000 万平方米。其中深圳湾科技生态园、深圳市软件产业基地等核心园区的总建筑面积近 400 万平方米，能为超过 1000 家高新技术企业提供产业载体，英飞拓将有望参与到深投控智慧园区建设中，打开业绩新空间。

图表 9：英飞拓与深投控的协同效应



来源：wind，中泰证券研究所

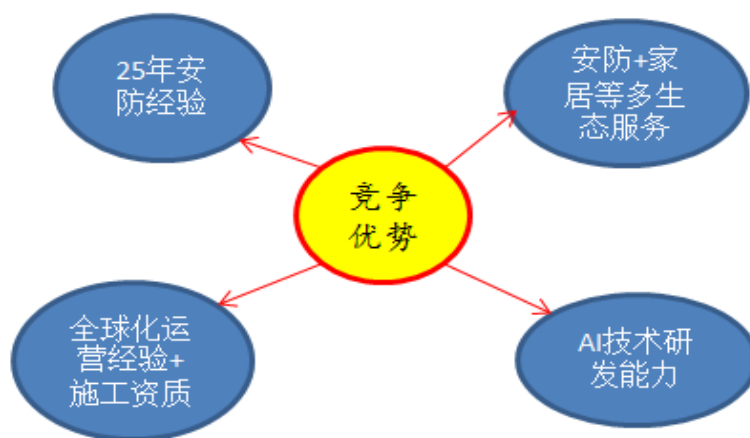
- 专用安防客户类别主要为政府，英飞拓智能承接深投控带来增长动能：

公司在专用端市场主要以安防、信息化、互联网为中心的智慧城市，包含平安城市、雪亮工程、智能交通、智慧政务、智慧园区等；公司目前子公司中的英飞拓智能技术有限公司为全球提供智慧安防、智慧城市、智慧家庭、大数据和互联网运营服务，既做集成项目业务，也做产品营销，后续子公司英飞拓智能将以深投控业务为中心，依托产品及数据资源为平安城市、政府和企业等提供一站式智慧化服务。

受益粤港澳建设新政策，公司迎来新机遇

- **政府力推粤港澳建设打造世界一流城市群。**2017年7月，国家发改委会同粤、港、澳三地政府在香港签署《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》，粤港澳大湾区建设正式开始。根据协议，粤港澳三地将在中央有关部门支持下，完善创新合作机制，促进互利共赢合作关系，共同将粤港澳大湾区建设成为更具活力的经济区、宜居宜业宜游的优质生活圈和内地与港澳深度合作的示范区，打造国际一流湾区和世界级城市群。
- **粤港澳建设或带来千亿元市场规模。**2019年2月中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》，要求加快基础设施互联互通，构建新一代信息基础设施和建成智慧城市群；从纲要主要内容看将大力发展智慧交通、智慧能源、智慧市政、智慧社区等项目，例如2019年2月在深圳前海举行“推进粤港澳大湾区建设重大项目集中开工仪式”，包括前海城市新中心建设项目、深港科技创新合作区首批启动项目、深圳交通工程新开工项目等三类大项目共31个小项目总投资达749亿元，如果推广到其他8个城市及智慧城市建设，我们估测市场规模至少千亿元。
- 根据公司官网新闻，英飞拓作为智慧城市解决方案提供商，将依托国资平台融入国家区域发展，凭借自身的科技实力和智慧城市建设经验参与到粤港澳大湾区智慧城市建设中，持续为推动粤港澳大湾区新型智慧城市建设贡献力量，如2019年1月，英飞拓收购深圳市仁用电子系统有限公司完善工程资质、设计和施工团队等为进入粤港澳打下基础。

图表 10：公司在智能城市建设竞争优势



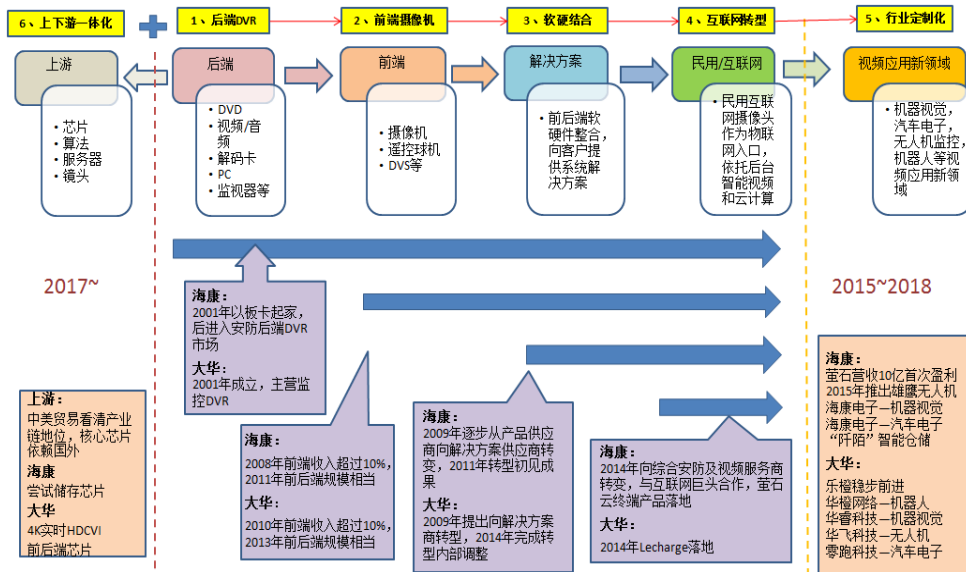
来源：公司公告等，中泰证券研究所

AI 赋能安防，多措施打造智慧城市运营服务新标杆

AI 带来安防监控新的成长动能和商业模式

- **AI 智能化及解决方案给安防厂商打开新的市场规模和商业模式。**2016 年 3 月阿尔法围棋 4:1 打败围棋世界冠军李世石,2017 年 5 月 AlphaGo 3:0 零封世界第一的中国棋手柯洁,基本宣布人工智能在围棋场景已经战胜了人脸,背后的原因在于人工智能的三要素:数据(棋谱多)、计算(谷歌自主处理器 TPU)、算法(深度神经网络)等达到共振。我们认为具备边界的场景只要“有效足够大数据+深度学习算法+计算机处理能力支持”三者协同均能带来新场景颠覆,所以安防领域的突破将在情理之中,且突破更快:从商业模式看,智能化也有利于带来新的商业模式。
- **AI 带动前端摄像头硬件 ASP 显著提升。**摄像头的智能化可分为前端智能和后端智能,未来随着视频数据呈爆炸式的增长以及特制芯片性能(主要应用于特定场合的定制化芯片等)、智能算法的提升,智能前端产品将为用户提供更高效的智能数据服务,但前端智能是在摄像机中内置算法+DSP&AI 高端芯片从而使得 ASP 显著提升,根据产业链调研,高清摄像机平均价格约是模拟摄像机的价格一倍以上,而智能摄像机价格约是普通高清摄像机价格的 2-3 倍左右(如海康威视的“深眸”系列摄像机的市场价格预计在 6000 元左右,远高于一般高清普通智能的 2500 元左右),而目前智能摄像机普及率较低但是是未来视频物联网的内在要求和趋势,所以安防智能化 ASP 将带来 2 倍或更多市场规模。
- **安防数据运维渗透到行业端带来较大的衍生规模。**如智慧零售运维中以安防视频为核心,融合人工智能和零售管理实践,采用智能感知设备+云服务+移动客户端相结合的架构,为零售客户提供一站式、低投入、零运维、可迭代的视频综合应用方案。以精准营销为例,通过客流分析、热度分析、人脸识别,采集线下商业客流数据、群体画像数据,精准定位消费群体,量化消费群体的活跃度,为连锁企业的经营管理、市场运营提供数据的支撑,提升消费体验,促进业绩增长。国内如海康威视(与美的的合作)、大华股份、汇纳科技、旷视科技纷纷涉及。

图表 11：安防产业链一体化和行业定制化是趋势



来源：安天下，中泰证券研究所

多措施积累数据，打造智慧城市运营服务新标杆

措施1：加大研发和数据挖掘，中标宝山人脸识别项目彰显能力

- **成立AI实验室，打造人脸识别示范项目。**公司利用多年的行业经验和庞大的市场基础，积极与技术创新公司合作共赢：如公司与商汤等AI公司有长期合作；与腾讯优图设立了人工智能、物联网、大数据联合实验室。同时，通过自身的研发投入，待技术相对成熟时，变成自有技术。例如公司为上海宝山雪亮工程项目提供了基于深度学习的人脸识别智能系统，覆盖全区的15个街镇园区、500多个居委会、1000多个小区，打造了单一项目全球最大的人脸识别系统解决方案，项目用了6000多路视频人脸识别系统，实现了区内全程动态跟踪。该项目第一期于2017年实施，开创了AI边缘计算和人脸识别在安防行业大规模应用的先河。

图表 12：上海宝山 AI 系统雪亮工程式样



来源：a&s 传媒，中泰证券研究所

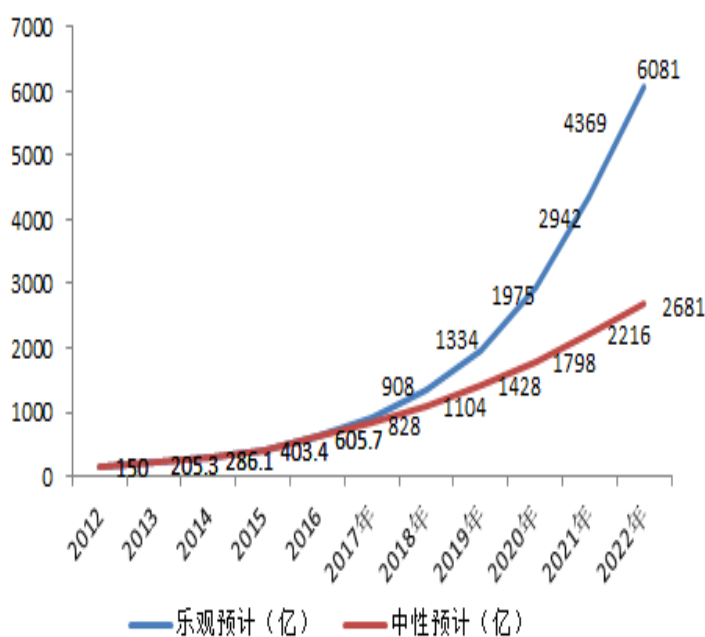
措施2：收购澳大利亚Swann进入C端民用智能家居抢占大数据

- **民用市场拥有C端数据资源，互联网公司必争之地。**民用市场最大的优势是C端数据资源丰富，这是城市级安防摄像头无法企及的领域之一，且硬件端结合物联网云平台与大数据技术，将家庭设备智能控制、家庭环境感知、家居安全感知以及信息交流、消费服务等家居需求与场景有效地结合起来，为用户提供一站式智能生活服务解决方案。这一“硬件+软件+平台运营服务”的商业模式是典型的互联网打法，尤其像小米、360、百度以及原来的安防龙头海康威视、大华股份、苏州科达等纷纷布局智能家居等家庭级摄像头抢占线下市场。
- **公司以安防需求为纽带，于2014年收购民用安防优质企业澳大利亚Swann；**根据公司公告，SWANN是一家总部位于澳大利亚的从事DIY安防视频监控产品销售的企业，主要业务为提供民用安防和智能家居产品和运营服务，包括提供4K高清、4G无线、WIFI摄像机等产品，并以此为基础推出了包括门磁、报警器等一系列智能家居产品以及含热感和移动检测等功能的解决方案和产品套装，是民用安防自装行业的第一品牌。目前Swann已经成功拓展了美国、澳大利亚、英国的市场。除了欧美市场外，未来公司计划将该商业模式推广到中国、南美、印度等区域。

图表 13：国内民用C端安防视频销售情况

竞争格局	互联网系		安防系	
主要公司	小米 米家、小蚁	360	海康萤石	大华乐橙
主要介绍	含运动相机、数码相机、VR全景相机、行车记录仪等	夜视版，2015年与传统安防摄像头公司东方网力合资做	家用智能无线网络监控摄像头机，为家庭和小微企业用户提供可视化安全为基础的关爱、沟通、分享服务	互联网智能摄像机、智能锁、机器人以及无线探测感应器
进入门槛	如360的硬件免费模式，真正有业绩在后面		硬件基因决定重视产品；主打产品体验和服务，	
年份	2014年10月	2015年3月开卖	1、2013年推出； 2、2014年APP用户数近百万； 3、2017年营收超10亿首次盈利	2014年10月发布旗下智能家居新品牌—“乐橙”
单价	15-62美元	99-769元	149-699元（摄像机）	99-699元（摄像机）
台数	截止4月全球卖出600万+台	智能摄像机截止4月累计300万超过小蚁、乐橙、联想等其他	千万级用户	
评价	高性价比、出色画质、宝宝侦测	夜视出色、性价比高	C2 mini plus高清图质、体积小巧、双频Wi-Fi	召集全国100多个渠道商，大华拥有强大的服务体系优势。
备注	可参考谷歌收购视频监控Drocam：主要是打造智能家居生态		起步最早，更懂客户	

来源：淘宝、京东等商城，中泰证券研究所

图表 14：2017—2022年中国智能家居市场规模预测


来源：前瞻产业研究院，中泰证券研究所

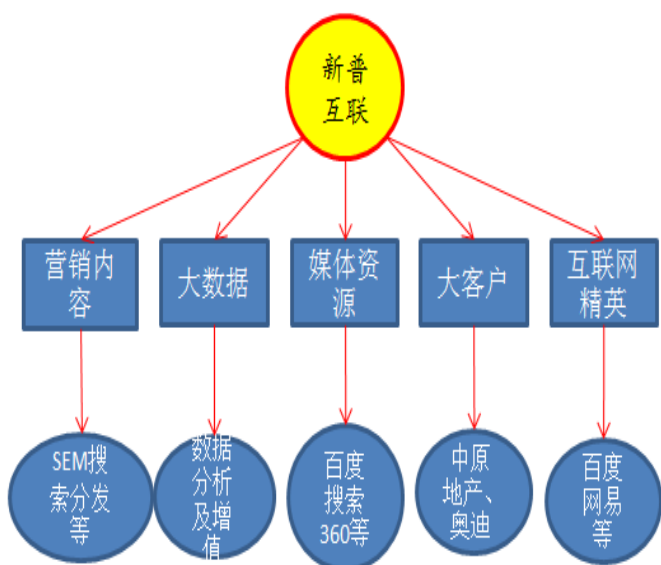
措施3：收购普菲特数字营销公司加码安防

- **数字营销是智能家居产品与居民安防需求的传播桥梁。**自成立以来，公司立足于安防需求，通过提供视频监控产品及解决方案服务全球多元客户构建商业模式，积累了深厚的视频数据采集、存储、分析的能力。把握住同受大数据、云计算、云存储等技术成熟趋势催化的全球智慧城市和全球智能家居的产业发展机遇，公司提出打造智慧城市业务及智能家

居业务双轮驱动的发展战略。

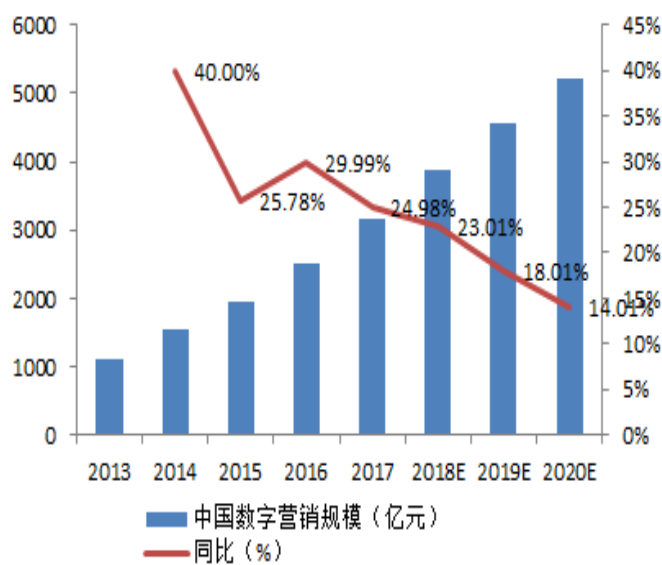
- **收购数字营销方案加码安防：**2016年10月英飞拓完成对数字营销公司普菲特100%股权的收购(目前更名为新普互联)，新普互联成立于2008年，专注于为客户提供数字整合营销、新媒体运营、技术服务、产品运营等一站式互联网服务，为集团业务充当互联网侧的数据输出、用户收费、网络推广的业务变现工具。公司普菲特为数字营销领域的优秀企业，在搜索引擎营销领域有深厚沉淀，同时拥有在移动互联网领域的技术与资源。
- **核心经营团队：**新普互联旗下员工近200人，为核心经营团队的主要成员拥有多年互联网行业从业经历，且在新浪、网易、腾讯等知名互联网公司从事过管理、销售、运营和技术研发等关键岗位工作，对互联网及移动互联网公司的运营方式、产品特征、媒介属性等有着较为深刻的理解。
- **数字营销业务是公司“人物互联”战略的重要部分：**如上文图表2所示，数字营销专注“人”在互联网的价值，属于“人联网”。它与“物联网”结合，形成英飞拓的“人物互联”战略。

图表 15：全资子公司新普互联主要优势



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 16：中国数字营销市场规模及增速预测

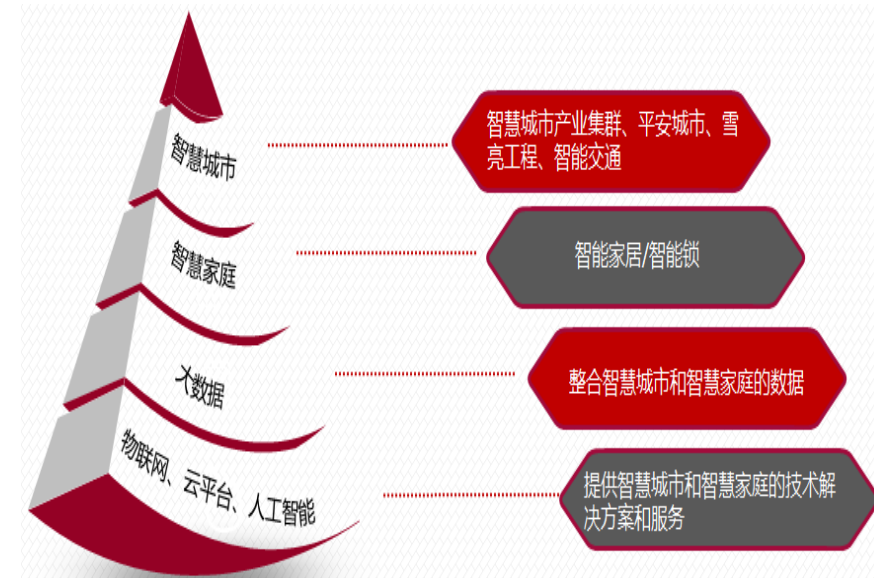


来源：艾瑞咨询，中泰证券研究所

盈利预测及估值

- 未来战略：打造安防+互联网+智能城市建设运营新标杆。**根据公司发展战略，未来英飞拓将重点依托深投控入股和粤港澳大湾区带来的新机遇，在安防传统的基础上，公司重点发展智慧城市、智慧园区信息化建设，如方案设计，软硬件产品提供、建设、运营等一体化服务。

图表 17：公司未来发展方向和战略



来源：中泰证券研究所

- 业绩假设及估值分析：**我们预测公司 2018/2019/2020 年营收分别 43.19/50.11/60.58 亿元，同比分别增 48%/16%/21%，毛利率为 25.18%、26.58%/27.71%。归母净利润 1.44/1.75/2.45 亿元，同比增长 13%/22%/40%，EPS 0.12/0.15/0.20，对应 PE 42/34/25，我们看好深投控入股给公司带来的业务增长以及公司打造的智慧城市运营服务标杆。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 18：可比公司盈利预测与估值比较 (Wind 一致性预测)

分类	公司名称	证券代码	收盘价 (03-22)	EPS			PE			ROE (%) 2017	市值 (亿)
				2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E		
安防	海康威视	002415.SZ	34.60	1.02	1.22	1.50	33.92	28.36	23.07	34.44	3,235
	大华股份	002236.SZ	16.93	0.82	0.86	1.00	20.65	19.71	16.86	25.44	507
	苏州科达	603660.SH	24.98	1.08	0.96	1.18	23.13	26.15	21.15	21.46	90
平均值			25.77	0.92	1.04	1.25	27.28	24.04	19.97	29.94	1,871
数字营销	蓝色光标	300058.SZ	5.79	0.10	0.25	0.32	57.90	23.10	18.28	3.84	126
	利欧股份	002131.SZ	2.21	0.08	0.04	0.07	27.63	53.12	31.04	5.63	136
平均值			11.26	0.37	0.44	0.55	37.60	33.42	23.09	13.13	711
本公司	英飞拓	002528.SZ	5.03	0.12	0.14	0.18	41.92	35.93	27.94	4.39	60

来源：Wind，中泰证券研究所

风险提示

- **管理改善不及预期风险：**深投控入股后，后续如何合作以及如何建立更加有效的投资决策体系比较重要，若无进一步完善内部控制体系将对公司管理造成一定的影响；
- **产品技术更新换代风险：**安防行业作为典型的技术密集型行业，行业的更新换代速度非常迅速。行业的发展模式和需求模式可能会随着大数据、云计算、人工智能等技术的发展情况而发生变化。如果公司不能紧跟行业发展的趋势，研发投入不足，没有新的技术支撑，不能快速满足客户的个性化需求，公司未来发展将存在很大的不确定性；
- **汇率风险：**由于公司进口、出口产品的主要结算货币为美元。因此人民币对美元的汇率波动，可能对公司的经营业绩和财务状况产生一定的影响，使公司面临一定的外汇风险。另外，公司在境外的子公司 March 和 Swann 的境外营收占全公司的收入比例较高，也存在较大的汇率风险。

图表 19: 盈利预测模型

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1,979	2,906	4,319	5,011	6,058	货币资金	366	401	596	692	836
增长率	9.1%	46.8%	48.6%	16.0%	20.9%	应收款项	804	1,099	1,023	1,439	1,538
营业成本	-1,235	-2,046	-3,232	-3,679	-4,380	存货	446	418	947	607	1,242
%销售收入	62.4%	70.4%	74.8%	73.4%	72.3%	其他流动资产	789	777	820	794	846
毛利	744	860	1,088	1,332	1,679	流动资产	2,404	2,696	3,386	3,532	4,463
%销售收入	37.6%	29.6%	25.2%	26.6%	27.7%	%总资产	58.9%	61.1%	66.2%	66.9%	71.7%
营业税金及附加	-30	-29	-43	-50	-61	长期投资	84	151	184	228	286
%销售收入	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	105	106	116	124	129
营业费用	-320	-331	-432	-551	-666	%总资产	2.6%	2.4%	2.3%	2.3%	2.1%
%销售收入	16.2%	11.4%	10.0%	11.0%	11.0%	无形资产	214	172	116	56	-4
管理费用	-360	-375	-475	-551	-666	非流动资产	1,676	1,719	1,730	1,745	1,762
%销售收入	18.2%	12.9%	11.0%	11.0%	11.0%	%总资产	41.1%	38.9%	33.8%	33.1%	28.3%
息税前利润 (EBIT)	35	125	137	180	285	资产总计	4,081	4,415	5,116	5,277	6,225
%销售收入	1.7%	4.3%	3.2%	3.6%	4.7%	短期借款	304	351	459	479	504
财务费用	-21	-13	-15	-20	-25	应付款项	328	566	927	723	1,280
%销售收入	1.1%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	其他流动负债	114	163	163	163	163
资产减值损失	466	78	55	55	55	流动负债	746	1,081	1,548	1,365	1,946
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	374	334	389	444	499
投资收益	5	21	30	30	30	其他长期负债	69	66	66	66	66
%税前利润	1.0%	7.7%	11.7%	10.2%	7.8%	负债	1,189	1,482	2,004	1,876	2,512
营业利润	485	211	207	245	345	普通股股东权益	2,880	2,919	3,099	3,388	3,700
营业利润率	24.5%	7.3%	4.8%	4.9%	5.7%	少数股东权益	12	13	13	13	13
营业外收支	19	62	49	49	39	负债股东权益合计	4,081	4,415	5,116	5,277	6,225
税前利润	504	273	256	294	384						
利润率	25.5%	9.4%	5.9%	5.9%	6.3%						
所得税	7	0	-3	-9	-30						
所得税率	-1.3%	-0.1%	1.1%	3.1%	7.9%						
净利润	-422	127	143	174	244						
少数股东损益	-1	0	0	0	0						
归属于母公司的净利润	-421	127	144	175	245						
净利率	-21.3%	4.4%	3.3%	3.5%	4.0%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	-422	127	143	174	244	每股指标					
加: 折旧和摊销	42	42	33	40	42	每股收益 (元)	-0.35	0.11	0.12	0.15	0.20
资产减值准备	466	78	55	55	55	每股净资产 (元)	2.40	2.44	2.58	2.83	3.09
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	-0.06	-0.02	0.07	0.01	0.09
财务费用	-3	23	15	20	25	每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-5	-21	-30	-30	-30	回报率					
少数股东损益	-1	0	0	0	0	净资产收益率	-14.61%	4.36%	4.64%	5.15%	6.61%
营运资金的变动	-824	-250	-128	-247	-223	总资产收益率	-10.34%	2.88%	2.80%	3.30%	3.92%
经营活动现金净流	-67	-29	88	12	113	投入资本收益率	-21.88%	2.66%	3.91%	5.00%	7.32%
固定资本投资	-5	68	-60	-60	-50	增长率					
投资活动现金净流	-1,319	50	-20	-31	-36	营业总收入增长率	9.13%	46.84%	48.65%	16.02%	20.90%
股利分配	0	0	0	0	0	EBIT增长率	-751.8%	-115.94%	65.28%	37.52%	68.51%
其他	1,353	25	127	115	68	净利润增长率	-715.6%	-130.24%	12.91%	21.55%	40.07%
筹资活动现金净流	1,353	25	127	115	68	总资产增长率	38.23%	8.18%	15.88%	3.15%	17.97%
现金净流量	-33	47	195	95	145	资产管理能力					
						应收账款周转天数	127.3	114.4	85.0	85.0	85.0
						存货周转天数	79.7	53.5	56.9	55.8	54.9
						应付账款周转天数	52.8	42.1	47.4	44.8	46.1
						固定资产周转天数	19.7	13.1	9.2	8.6	7.5
						偿债能力					
						净负债/股东权益	9.95%	4.42%	6.30%	3.72%	-35.24%
						EBIT利息保障倍数	-20.1	5.2	7.5	7.7	10.4
						资产负债率	29.14%	33.56%	39.17%	35.55%	40.36%

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。