

拟分拆萤石上市，加速创新业务发展



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年01月08日)	57.34元
目标价格	73.14元
52周最高价/最低价	58.29/27.18元
总股本/流通A股(万股)	934,342/809,539
A股市值(百万元)	535,752
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年01月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-1.32	6.33	27.06	47.85
相对表现	-2.08	0.34	21.79	19.33
沪深300	0.76	5.99	5.27	28.52



资料来源: WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860514050005
香港证监会牌照: BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

利润重返快速增长, EBG需求强劲: 2020-07-26
持续加筑技术护城河, 一季度略降彰显龙头: 2020-04-26
抗风险能力:
四季度双位数增长: 2020-02-29

- 事件: 海康威视1月8日发布公告, 拟分拆控股子公司萤石网络至科创板上市。本次分拆完成后, 海康威视股权结构不会发生变化, 且仍将维持对萤石网络的控股权。

核心观点

- 分拆上市加速萤石发展。**萤石主营业务为智能家居产品和云平台服务, 属于海康创新业务的一部分。萤石的IoT接入设备和月活用户数等指标发展迅速, 约为小米的1/3。本次分拆上市将增强萤石资本实力, 进一步提高研发能力和扩大业务布局, 进而提升整体盈利水平, 海康按权益比例享有的净利润预计将同步扩大。
- 收入增速逐季回升, 费用率下降至正常水平:** 母公司前三季度实现营收420亿元, 同比增长5%, 其中第三季度营收178亿元, 同比增长12%, 增速相对一、二季度提升明显。前三季度归母净利润同比增长5%, 三季度受汇兑损失影响(约5亿元)单季同比基本持平。经营性现金流表现突出, 前三季度达55亿元。销售、管理、研发费用率三季度下降至正常水平。
- EBG引领增长, PBG和SMBG持续改善:** 头部企业数字化转型需求稳健, 国内EBG营收上半年增长超过20%。智能业务拓展也符合企业用户用技术手段降本增效的大趋势, 海康具有丰富的感知技术(可见光、红外、毫米波等)、大而全的产品范围及个性化方案定制、统一软件架构平台带来的规模效应三大优势, 有望在企业的数字化转型中获得显著份额。随着国内疫情缓解, 中小企业经营逐步正常, 三季度SMBG业务已企稳回正。新基建等政策持续拉动PBG需求, 三季度PBG增速在二季度回正后继续有所回升, 随着公司持续耕耘的重点业务落地, 预期持续向好。
- 其他创新业务也保持快速增长:** 创新业务前三季度继续保持快速增长, 实现营业收入约44亿。海康机器人、海康安检、智慧存储等业务持续快速发展, 海康消防、海康睿影等新业务加入创新业务板块。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司20-22年每股收益分别为1.51/1.74/1.97元, 根据可比公司21年42倍估值, 对应目标价为73.14元, 维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济发展不及预期, 海外业务发展不及预期, 创新业务发展不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	49,837	57,658	62,978	71,595	82,038
同比增长(%)	19%	16%	9%	14%	15%
营业利润(百万元)	12,336	13,708	15,614	17,980	20,337
同比增长(%)	18%	11%	14%	15%	13%
归属母公司净利润(百万元)	11,353	12,415	14,138	16,273	18,401
同比增长(%)	21%	9%	14%	15%	13%
每股收益(元)	1.22	1.33	1.51	1.74	1.97
毛利率(%)	44.9%	46.0%	47.7%	47.4%	47.2%
净利率(%)	22.8%	21.5%	22.4%	22.7%	22.4%
净资产收益率(%)	33.4%	30.1%	28.4%	27.4%	26.5%
市盈率	47.2	43.2	37.9	32.9	29.1
市净率	14.3	11.9	9.8	8.4	7.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测, 每股收益使用最新股本全面摊薄计算,

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格, 据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

我们预测公司 20-22 年每股收益分别为 1.51/1.74/1.97 元，根据可比公司 21 年 42 倍估值，对应目标价为 73.14 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/1/8	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
大华股份	002236	23.72	1.06	1.30	1.56	1.87	22.29	18.28	15.23	12.65
千方科技	002373	19.68	0.64	0.72	0.85	1.08	30.71	27.24	23.09	18.15
大立科技	002214	30.02	0.30	0.88	1.03	1.32	101.42	33.94	29.09	22.77
高新兴	300098	3.79	-0.66	-0.01	0.07	0.07	-5.78	-291.54	53.31	57.95
万达信息	300168	20.04	-1.18	0.13	0.31	0.46	-17.03	155.59	63.82	43.38
用友网络	600588	43.11	0.36	0.29	0.35	0.46	119.19	150.63	123.07	93.19
	最大值						119.19	155.59	123.07	93.19
	最小值						(17.03)	(291.54)	15.23	12.65
	平均数						41.80	15.69	51.27	41.35
	调整后平均						37.16	57.52	42.33	35.56

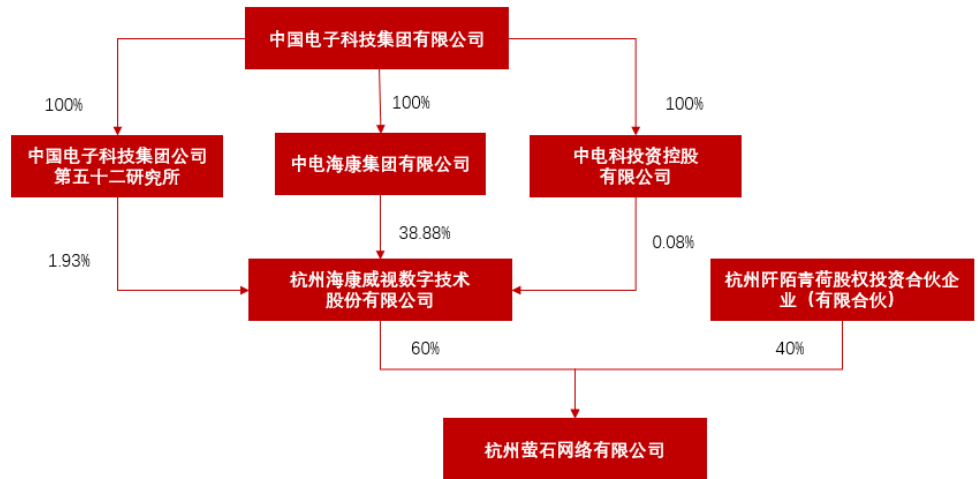
数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

宏观经济发展不及预期，海外业务发展不及预期，创新业务发展不及预期。

附录：萤石网络介绍

截至 1 月 8 日，海康威视持有萤石网络 60% 的股权。中电科集团通过全资子公司中电海康、电科投资以及下属科研院所中电五十二研究所，合计持有海康威视 40.89% 的股份，为上市公司实际控制人，亦为萤石网络实际控制人。

图 2：萤石网络股权结构图


数据来源：公司公告、东方证券研究所

萤石网络定位为智能家居产品和云平台服务的提供商，形成了目前“智能家居+云平台服务”双主业格局和“1+4+N”的产品和业务体系，其中，1代表云平台服务，4代表智能家居摄像机、智能入户、智能控制和智能服务机器人等公司主要的智能家居产品，N代表公司生态体系中的其他智能家居产品，包括智能新风、智能净水、智能手环、儿童手表等。

云业务：IoT 平台接入设备近亿台，日活用户超千万

云业务方面，截止 2020 年 9 月末，全球萤石物联云平台 IoT 接入设备约 9,500 万台，平台注册用户超过 6,700 万，月活跃用户超过 2,600 万，日活跃用户超过 1,100 万。在 IoT 接入设备等指标上，萤石的规模约为小米的 1/3。针对普通消费者用户，萤石网络提供云存储、智能提醒、人脸识别、画面检测、电话提醒、亲情短信等适用于家居场景的付费增值服务。针对企业级客户萤石网络提供以视频 IoT 为核心的云平台服务，支持开发者和战略合作伙伴为客户提供各种复杂应用程序的开发。

图 3：萤石与小米 IoT 接入设备及月活用户数量对比（单位：百万）

	IoT 接入设备	月活用户
萤石	95	26
小米	290	78
比例	33%	33%

注：小米月活用户为 AI 语音助手小爱同学的月活用户数。米家 App 月活用户约为 4300 万。

数据来源：公司公告、小米、东方证券研究所

云安全方面，萤石云已获得云安全国际认证（CSA-STAR）、ISO/IEC 27001:2013 认证，融入了 ISO27001 框架下的全球安全标准；萤石云已获得信息系统安全等级保护备案证明（3 级），具备支持客户承建重大项目的基础资质；同时，萤石云已通过 ISO/IEC29151:2017 认证，该标准覆盖了欧盟通用数据保护条例 GDPR 的要求，同时也满足了个人数据安全保护要求，实现了信息安全标准国际化。

智能家居产品：家居摄像机、智能用户产品销量领先，智能控制、服务机器人业务持续开拓

萤石网络自主研发集中于四大主要智能家居产品，分为智能家居摄像机、智能入户、智能控制和智能服务机器人四个大类。

- 1) 智能家居摄像机方面，萤石网络多年保持销量领先地位。
- 2) 智能入户产品指用户进入住宅的智能设备，主要包括智能门锁、智能可视猫眼、智能可视门铃等。萤石网络的智能猫眼 2019 年双 11、双 12 成为天猫门镜/猫眼类目 TOP 1 品牌；智能门锁 2019 年双 11 进入天猫电子门锁类目 TOP 10 品牌、双 12 成为天猫电子门锁类目 TOP 4 品牌。
- 3) 智能控制产品主要包括智能家居场景下的智能传感、智能屏、智能开关和智能插座等，目前该业务处于起步阶段，推广应用于多家头部地产开发商的精装商品房业务中。
- 4) 智能服务机器人是萤石网络面向消费者服务的机器人产品线，主要包括陪伴机器人、扫地机器人等。扫地机器人方面，萤石网络通过自主研发的智能视觉和 AI 算法能力，正在打造新一代基于智能视觉的扫地机器人。

同时为拓展除四大主要产品外其他品类的智能家居产品，打造基于智能家居的物联网生态，萤石网络还通过与合作伙伴联合研发或向他们输出可集成至智能硬件中的 WiFi 模组、蓝牙模组、视频模组等，使得合作伙伴能够将设备接入萤石 IoT 开放平台或基于萤石云技术打造的合作云平台，从而将设备纳入萤石网络的物联网生态体系，为用户提供更为完整的智能家居解决方案。

2020 前三季度，尽管受到疫情影响，萤石网络依然实现营收 20.5 亿元，实现净利润 2.73 亿元，其中前三季度净利润已超越去年全年。2017-2019 年，萤石网络收入 CAGR 为 54%，净利润 CAGR 为 165%。

图 4：萤石网络 17-20Q3 主要财务数据（单位：亿元）

项目	2017	2018	2019	2020Q3
总资产	7.49	13.97	23.39	19.47
净资产	1.27	2.49	5.19	9.04
营业收入	10.26	15.15	24.26	20.49
净利润	0.37	1.19	2.60	2.73

数据来源：公司公告、东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有海康威视股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	26,552	27,072	41,145	49,403	56,894	营业收入	49,837	57,658	62,978	71,595	82,038
应收票据及应收账款	19,189	22,281	19,956	22,687	25,996	营业成本	27,483	31,140	32,960	37,650	43,330
预付账款	460	310	338	385	441	营业税金及附加	418	417	499	567	649
存货	5,725	11,268	9,888	9,413	10,832	营业费用	5,893	7,257	8,190	9,255	10,458
其他	1,700	3,096	3,133	3,216	3,317	管理费用及研发费用	5,859	7,306	7,594	8,490	9,639
流动资产合计	53,627	64,026	74,461	85,103	97,479	财务费用	(424)	(640)	(255)	(497)	(639)
长期股权投资	163	252	252	252	252	资产减值损失	427	420	446	220	334
固定资产	5,082	5,791	6,576	7,582	8,615	公允价值变动收益	13	15	15	15	15
在建工程	416	632	1,323	1,668	1,841	投资净收益	52	37	50	50	50
无形资产	870	1,046	959	872	785	其他	2,089	1,898	2,005	2,005	2,005
其他	3,326	3,611	337	313	289	营业利润	12,336	13,708	15,614	17,980	20,337
非流动资产合计	9,858	11,332	9,447	10,688	11,782	营业外收入	111	65	60	60	60
资产总计	63,484	75,358	83,908	95,790	109,261	营业外支出	9	17	9	9	9
短期借款	3,466	2,640	1,000	1,000	1,000	利润总额	12,438	13,755	15,665	18,031	20,388
应付票据及应付账款	10,765	13,940	14,754	16,854	19,396	所得税	1,057	1,290	1,469	1,691	1,912
其他	10,479	6,941	6,575	6,805	7,068	净利润	11,382	12,465	14,196	16,340	18,476
流动负债合计	24,709	23,521	22,329	24,658	27,464	少数股东损益	29	51	58	66	75
长期借款	440	4,604	4,604	4,604	4,604	归属于母公司净利润	11,353	12,415	14,138	16,273	18,401
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.22	1.33	1.51	1.74	1.97
其他	371	1,760	1,712	1,712	1,712						
非流动负债合计	811	6,364	6,317	6,317	6,317	主要财务比率					
负债合计	25,520	29,885	28,646	30,975	33,781		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	374	569	626	693	768	成长能力					
股本	9,227	9,345	9,343	9,343	9,343	营业收入	18.9%	15.7%	9.2%	13.7%	14.6%
资本公积	1,591	1,979	4,115	4,115	4,115	营业利润	18.1%	11.1%	13.9%	15.2%	13.1%
留存收益	26,821	33,634	41,231	50,718	61,307	归属于母公司净利润	20.6%	9.4%	13.9%	15.1%	13.1%
其他	(50)	(54)	(54)	(54)	(54)	获利能力					
股东权益合计	37,964	45,473	55,262	64,815	75,480	毛利率	44.9%	46.0%	47.7%	47.4%	47.2%
负债和股东权益总计	63,484	75,358	83,908	95,790	109,261	净利率	22.8%	21.5%	22.4%	22.7%	22.4%
						ROE	33.4%	30.1%	28.4%	27.4%	26.5%
						ROIC	26.9%	24.2%	24.5%	24.1%	23.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	40.2%	39.7%	34.1%	32.3%	30.9%
净利润	11,382	12,465	14,196	16,340	18,476	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	456	658	649	774	920	流动比率	2.17	2.72	3.33	3.45	3.55
财务费用	(424)	(640)	(255)	(497)	(639)	速动比率	1.93	2.22	2.85	3.03	3.11
投资损失	(52)	(37)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	4,380	(6,665)	3,628	(275)	(2,414)	应收账款周转率	3.2	3.0	3.1	3.5	3.5
其它	(6,628)	1,986	3,680	205	319	存货周转率	4.9	3.5	2.9	3.6	3.8
经营活动现金流	9,114	7,768	21,847	16,495	16,612	总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
资本支出	(1,873)	(1,707)	(2,014)	(2,014)	(2,014)	每股指标(元)					
长期投资	(36)	202	0	0	0	每股收益	1.22	1.33	1.51	1.74	1.97
其他	3,360	(418)	66	65	65	每股经营现金流	0.99	0.83	2.34	1.77	1.78
投资活动现金流	1,451	(1,923)	(1,948)	(1,948)	(1,948)	每股净资产	4.02	4.81	5.85	6.86	8.00
债权融资	(1,517)	1,111	(48)	0	0	估值比率					
股权融资	515	505	2,135	0	0	市盈率	47.2	43.2	37.9	32.9	29.1
其他	196	(7,087)	(7,926)	(6,289)	(7,172)	市净率	14.3	11.9	9.8	8.4	7.2
筹资活动现金流	(805)	(5,471)	(5,839)	(6,289)	(7,172)	EV/EBITDA	42.1	37.9	32.5	28.5	25.2
汇率变动影响	235	111	-0	-0	-0	EV/EBIT	43.7	39.8	33.9	29.8	26.4
现金净增加额	9,995	485	14,059	8,258	7,491						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn