

分拆萤石网络上市，做强智能家居业务

买入|维持

事件：

公司于1月8日晚发布《关于分拆所属子公司杭州萤石网络有限公司至科创板上市的预案》。

点评：

● “智能家居+云平台服务”双主业，物联云平台月活跃用户超2600万

萤石网络定位为智能家居产品和云平台服务的提供商，愿景是打造智能家居的生态体系，为用户营造安全、舒适、愉悦的居住和工作环境。依托萤石物联云平台，智能家居产品方面打造了“4+N”产品体系。萤石网络将自主研发集中于四大主要智能家居产品，包括智能家居摄像机、智能入户、智能控制和智能服务机器人。物联云平台专注于PaaS服务，满足用户对物联网数据的储存和应用需要，截止2020年9月末，全球萤石物联云平台IoT接入设备约9500万台，平台注册用户超过6700万，日活跃用户超过1100万。

● 萤石网络营业收入及净利润持续增长，分拆上市有望提升核心竞争力

2019年，萤石网络实现营业收入24.26亿元，同比增长60.20%；实现净利润2.60亿元，同比增长118.38%。2020年前三季度，萤石网络实现营业收入20.49亿元，实现净利润2.73亿元。通过本次分拆，萤石网络将作为公司下属智能家居及云平台服务业务的平台独立上市。短期来看，公司按权益享有的净利润存在被摊薄的可能，但中长期来看，萤石网络通过科创板上市增强自身资本实力，将进一步提高研发能力和扩大业务布局，提升核心竞争力，实现智能家居业务的做大做强。

● 企业数字化需求持续释放，公司创新业务梯队已经基本形成

公司以视频技术为核心，利用AI、大数据和物联网等技术，为各行业企业客户赋能，助力设备和人力成本优化，EBG业务实现较快发展，目前来看，企业数字化需求有望持续释放，公司成长空间较大。面对高度碎片化场景，公司打造统一软件技术架构和AI开放平台，提升研发效率，降低边际成本，规模效应逐渐显现。创新业务方面，公司目前已拓展了智能家居、机器人、汽车电子、存储器、红外视觉设备、消防解决方案、智慧检测等，创新业务的发展梯队已经基本形成。我们认为，EBG业务和创新业务的快速发展有望成为公司发展的强劲动力，持续打开中长期发展的空间。

● 投资建议与盈利预测

公司面向全球用户提供以视频为核心的智能物联网解决方案和大数据服务，在技术、产品与解决方案等方面拥有全面优势。预测公司2020-2022年营业收入为632.43、741.40、862.93亿元，归母净利润为135.76、158.21、184.23亿元，EPS为1.45、1.69、1.97元/股，对应PE为39.47、33.87、29.08倍。考虑到：1) EBG业务保持较快成长，空间较大，2) 创新业务快速发展，萤石网络分拆上市，3) 公司软件与AI能力提升带动附加值持续增长，4) 统一软件技术架构规模效应逐渐显现，5) 过去三个季度营业收入增速逐季改善，6) 公司过去五年PE主要运行在20-40倍等因素，给予公司2021年40倍的目标PE，对应目标价为67.60元，维持“买入”评级。

● 风险提示

新冠肺炎疫情导致宏观经济发展不及预期，企业数字化转型的需求释放不及预期，海外市场拓展不及预期，创新业务发展不及预期，行业竞争加剧等。

当前价/目标价：57.34元/67.60元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价（元）：58.29 / 27.18

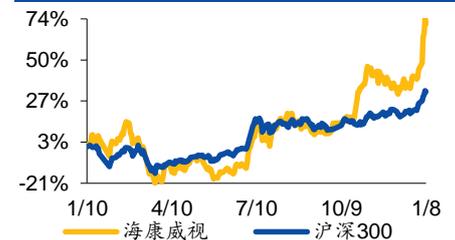
A股流通股（百万股）：8095.39

A股总股本（百万股）：9343.42

流通市值（百万元）：464189.77

总市值（百万元）：535751.54

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-海康威视(002415.SZ): 营收增长逐季加速，毛利率回归正常水平》2020.10.25

《国元证券公司研究-海康威视(002415.SZ): 创新业务亮眼，业绩稳健增长》2020.07.26

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@gyzq.com.cn

联系人 陈图南

邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 49837.13 | 57658.11 | 63243.34 | 74140.02 | 86293.00 |
| 收入同比(%) | 18.93 | 15.69 | 9.69 | 17.23 | 16.39 |
| 归母净利润(百万元) | 11352.13 | 12414.59 | 13575.62 | 15820.60 | 18423.35 |
| 归母净利润同比(%) | 20.63 | 9.36 | 9.35 | 16.54 | 16.45 |
| ROE(%) | 30.20 | 27.65 | 26.14 | 26.05 | 25.88 |
| 每股收益(元) | 1.21 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |
| 市盈率(P/E) | 47.20 | 43.16 | 39.47 | 33.87 | 29.08 |

资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：海康威视过去 5 年 PE-Band



资料来源：Wind，国元证券研究所

财务预测表

| 资产负债表 | | | | | |
|------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 53633.94 | 64026.34 | 68376.63 | 78717.88 | 94423.09 |
| 现金 | 26559.68 | 27071.95 | 29623.73 | 34954.90 | 44902.50 |
| 应收账款 | 16619.44 | 21307.93 | 23213.19 | 27236.37 | 31736.45 |
| 其他应收款 | 586.59 | 555.25 | 600.81 | 696.92 | 793.90 |
| 预付账款 | 460.30 | 309.69 | 333.80 | 387.06 | 445.34 |
| 存货 | 5725.10 | 11267.99 | 12191.93 | 12822.08 | 13679.50 |
| 其他流动资产 | 3682.82 | 3513.55 | 2413.17 | 2620.56 | 2865.41 |
| 非流动资产 | 9857.57 | 11331.66 | 12307.16 | 13895.74 | 15791.47 |
| 长期投资 | 163.30 | 252.17 | 268.97 | 296.57 | 343.25 |
| 固定资产 | 5082.42 | 5791.22 | 6722.35 | 7754.17 | 9048.11 |
| 无形资产 | 869.91 | 1046.12 | 1099.64 | 1162.91 | 1224.93 |
| 其他非流动资产 | 3741.94 | 4242.15 | 4216.19 | 4682.08 | 5175.18 |
| 资产总计 | 63491.51 | 75358.00 | 80683.79 | 92613.62 | 110214.56 |
| 流动负债 | 24709.80 | 23520.80 | 21573.21 | 24404.90 | 31361.32 |
| 短期借款 | 3465.66 | 2640.08 | 2863.43 | 3077.89 | 3182.16 |
| 应付账款 | 10301.67 | 12700.08 | 13539.39 | 15406.56 | 17331.15 |
| 其他流动负债 | 10942.48 | 8180.65 | 5170.40 | 5920.45 | 10848.01 |
| 非流动负债 | 818.80 | 6364.34 | 6557.41 | 6810.12 | 6940.66 |
| 长期借款 | 440.00 | 4604.17 | 4633.93 | 4649.27 | 4659.48 |
| 其他非流动负债 | 378.80 | 1760.17 | 1923.48 | 2160.85 | 2281.18 |
| 负债合计 | 25528.60 | 29885.14 | 28130.62 | 31215.02 | 38301.98 |
| 少数股东权益 | 373.49 | 568.83 | 612.34 | 659.39 | 712.02 |
| 股本 | 9227.27 | 9345.01 | 9345.01 | 9345.01 | 9345.01 |
| 资本公积 | 1956.14 | 4126.94 | 4126.94 | 4126.94 | 4236.17 |
| 留存收益 | 26820.57 | 33633.89 | 40668.01 | 49492.63 | 59828.62 |
| 归属母公司股东权益 | 37589.42 | 44904.03 | 51940.83 | 60739.21 | 71200.56 |
| 负债和股东权益 | 63491.51 | 75358.00 | 80683.79 | 92613.62 | 110214.56 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 9113.29 | 7767.72 | 8597.66 | 13566.54 | 19590.80 |
| 净利润 | 11380.46 | 12465.18 | 13619.14 | 15867.66 | 18475.98 |
| 折旧摊销 | 479.68 | 698.79 | 620.38 | 758.21 | 929.39 |
| 财务费用 | -424.26 | -640.07 | -296.67 | -394.82 | -609.44 |
| 投资损失 | -51.93 | -36.65 | -43.47 | -47.49 | -53.07 |
| 营运资金变动 | -2624.44 | -6613.08 | -5667.52 | -2907.50 | 642.48 |
| 其他经营现金流 | 353.77 | 1893.54 | 365.81 | 290.49 | 205.46 |
| 投资活动现金流 | 1450.72 | -1922.99 | -1344.88 | -1845.60 | -2422.75 |
| 资本支出 | 2055.86 | 1927.28 | 1492.02 | 1687.38 | 2246.52 |
| 长期投资 | -3317.43 | 96.57 | -295.59 | 27.60 | 46.68 |
| 其他投资现金流 | 189.15 | 100.86 | -148.46 | -130.62 | -129.55 |
| 筹资活动现金流 | -797.36 | -5471.35 | -4700.99 | -6389.77 | -7220.45 |
| 短期借款 | 3368.54 | -825.57 | 223.35 | 214.46 | 104.27 |
| 长期借款 | -50.00 | 4164.17 | 29.76 | 15.34 | 10.21 |
| 普通股增加 | -1.59 | 117.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 136.74 | 2170.80 | 0.00 | 0.00 | 109.23 |
| 其他筹资现金流 | -4251.05 | -11098.49 | -4954.10 | -6619.57 | -7444.16 |
| 现金净增加额 | 10001.83 | 484.66 | 2551.78 | 5331.17 | 9947.60 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入 | 49837.13 | 57658.11 | 63243.34 | 74140.02 | 86293.00 |
| 营业成本 | 27483.47 | 31140.18 | 34061.35 | 39903.04 | 46389.59 |
| 营业税金及附加 | 418.33 | 417.32 | 524.92 | 607.95 | 698.97 |
| 营业费用 | 5892.50 | 7256.78 | 7639.80 | 8933.87 | 10312.01 |
| 管理费用 | 1377.24 | 1822.46 | 1751.84 | 2024.02 | 2338.54 |
| 研发费用 | 4482.78 | 5483.81 | 6722.24 | 8133.26 | 9678.58 |
| 财务费用 | -424.26 | -640.07 | -296.67 | -394.82 | -609.44 |
| 资产减值损失 | -426.95 | -197.89 | -153.12 | -138.67 | -131.25 |
| 公允价值变动收益 | 13.41 | 15.32 | 16.34 | 17.25 | 18.69 |
| 投资净收益 | 51.93 | 36.65 | 43.47 | 47.49 | 53.07 |
| 营业利润 | 12334.44 | 13707.55 | 14940.51 | 17359.34 | 20159.44 |
| 营业外收入 | 111.36 | 65.03 | 71.61 | 78.75 | 96.74 |
| 营业外支出 | 8.59 | 17.12 | 8.12 | 10.68 | 12.96 |
| 利润总额 | 12437.20 | 13755.46 | 15004.00 | 17427.41 | 20243.22 |
| 所得税 | 1056.74 | 1290.28 | 1384.87 | 1559.75 | 1767.23 |
| 净利润 | 11380.46 | 12465.18 | 13619.14 | 15867.66 | 18475.98 |
| 少数股东损益 | 28.33 | 50.60 | 43.51 | 47.05 | 52.63 |
| 归属母公司净利润 | 11352.13 | 12414.59 | 13575.62 | 15820.60 | 18423.35 |
| EBITDA | 12389.85 | 13766.28 | 15264.22 | 17722.73 | 20479.39 |
| EPS (元) | 1.23 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 18.93 | 15.69 | 9.69 | 17.23 | 16.39 |
| 营业利润(%) | 18.11 | 11.13 | 8.99 | 16.19 | 16.13 |
| 归属母公司净利润(%) | 20.63 | 9.36 | 9.35 | 16.54 | 16.45 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 44.85 | 45.99 | 46.14 | 46.18 | 46.24 |
| 净利率(%) | 22.78 | 21.53 | 21.47 | 21.34 | 21.35 |
| ROE(%) | 30.20 | 27.65 | 26.14 | 26.05 | 25.88 |
| ROIC(%) | 68.85 | 50.32 | 44.49 | 46.02 | 52.42 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 40.21 | 39.66 | 34.87 | 33.70 | 34.75 |
| 净负债比率(%) | 27.75 | 24.53 | 27.07 | 25.15 | 20.84 |
| 流动比率 | 2.17 | 2.72 | 3.17 | 3.23 | 3.01 |
| 速动比率 | 1.93 | 2.22 | 2.58 | 2.68 | 2.56 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.83 | 0.81 | 0.86 | 0.85 |
| 应收账款周转率 | 2.96 | 2.84 | 2.65 | 2.73 | 2.72 |
| 应付账款周转率 | 2.70 | 2.71 | 2.60 | 2.76 | 2.83 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.21 | 1.33 | 1.45 | 1.69 | 1.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.98 | 0.83 | 0.92 | 1.45 | 2.10 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.02 | 4.81 | 5.56 | 6.50 | 7.62 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 47.20 | 43.16 | 39.47 | 33.87 | 29.08 |
| P/B | 14.26 | 11.93 | 10.32 | 8.82 | 7.53 |
| EV/EBITDA | 41.58 | 37.42 | 33.75 | 29.07 | 25.15 |

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间接损失承担任何责任。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。

免责条款

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 |