

## 锐明技术 (002970.SZ) 全球车载监控巨头，政策+需求开启成长新空间

2021年09月14日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

陈宝健 (分析师)

闫宁 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

yanning@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790121050038

日期	2021/9/14
当前股价(元)	45.02
一年最高最低(元)	74.44/34.80
总市值(亿元)	77.94
流通市值(亿元)	38.12
总股本(亿股)	1.73
流通股本(亿股)	0.85
近3个月换手率(%)	100.9

### ● 全球车载监控巨头，首次覆盖给予“买入”评级

锐明技术是全球智能商用车载监控巨头，根据 IHS《全球车载视频监控市场报告》，2017年公司在全球市占率约为10%，排名第二。公司业务布局全球，深耕公交、出租、两客一危等细分市场，核心能力在于对下游碎片化需求的快速响应。未来公司重点布局货车蓝海市场，在国内政策和海外需求的共同驱动下，有望打开成长空间。我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为2.37、3.16、4.11亿元，对应EPS分别为1.37、1.82、2.38元，对应当前股价PE分别为32.9、24.7、18.9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 存量商用车构筑广阔天花板，公司全球布局差异化经营

车载监控产品面向商用车后装市场，公司业务布局全球，在国内和拉美等新兴市场通过自有品牌推广，在欧美等成熟市场则以ODM方式和当地品牌商合作。根据国际汽车制造商协会(OICA)数据，2015年全球商用车保有量为3.35亿，2016-2020年均产量为2366万辆，据此我们测算2020年保有量超过4亿辆量，为车载监控市场提供广阔天花板。在存量基础上，每年需要更新换代的车辆在千万级，以2000元的产品均价测算，车载监控每年有200亿元的市场。

### ● 未来重点布局货车市场，政策和需求打开海内外成长空间

公司核心能力在于对下游碎片化需求快速响应，围绕客户痛点持续创新，先后开拓了校车、渣土车、环卫车等新市场。货车是商用车领域最大的市场，目前渗透率相对较低，未来公司将重点布局。(1)国内方面，2020年11月，交通部发布《中华人民共和国道路运输条例(修订草案征求意见稿)》，要求1.2吨以上载货车辆安装车载监控产品。符合政策要求的商用车在千万辆左右，我们预计有两百亿的存量市场。(2)海外方面，仅北美地区货车数就达3235万辆，存量规模远超中国市场，考虑到海外市场车队相对成熟，预计需求更为旺盛。未来在国内政策和海外需求的共同驱动下，将启动载货车广阔蓝海市场，看好公司未来发展。

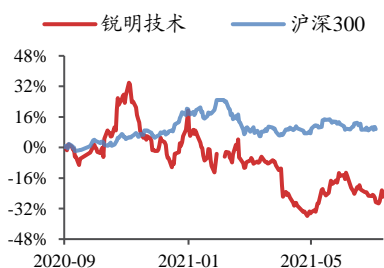
● **风险提示:** 市场竞争加剧; 上游原材料涨价; 货车市场发展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,564	1,609	2,014	2,532	3,189
YOY(%)	32.2	2.9	25.2	25.7	25.9
归母净利润(百万元)	195	235	237	316	411
YOY(%)	28.8	20.6	0.9	33.2	30.3
毛利率(%)	43.6	42.3	40.1	42.5	42.6
净利率(%)	12.5	14.6	11.8	12.5	12.9
ROE(%)	14.3	15.1	13.9	15.9	17.6
EPS(摊薄/元)	1.12	1.36	1.37	1.82	2.38
P/E(倍)	40.0	33.2	32.9	24.7	18.9
P/B(倍)	5.7	5.0	4.6	4.0	3.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源: 聚源

## 目 录

1、 公司：全球车载监控巨头 .....	4
1.1、 简介：车载监控巨头，排名全球第二 .....	4
1.2、 业务：全球市场布局，深耕细分市场 .....	5
1.3、 财务：短期业绩承压，长期趋势不改 .....	7
2、 行业：安全和效率是核心诉求，存量商用车构筑广阔天花板 .....	8
2.1、 功能：车载监控解决安全和效率核心痛点 .....	8
2.2、 规模：存量商用车构筑广阔天花板 .....	9
2.3、 驱动：国内受政策牵引，海外由需求驱动 .....	10
3、 看点：重点布局货运市场，政策+需求打开成长空间 .....	11
3.1、 公司核心能力在于对下游碎片化需求的快速响应 .....	11
3.2、 未来重点布局货车蓝海市场，政策+需求打开海内外成长空间 .....	13
4、 盈利预测与投资建议 .....	14
4.1、 关键假设 .....	14
4.2、 投资建议 .....	14
5、 风险提示 .....	14
附：财务预测摘要 .....	15

## 图表目录

图 1： 公司产品包括通用车载监控产品和特定行业信息化产品 .....	4
图 2： 2020 年公司美洲地区业绩增长较快（亿元） .....	5
图 3： 2020 年公司通用产品、行业信息化收入占比分别为 26.7%、61.0% .....	5
图 4： 公司布局公交、出租、渣土、货运等多个细分市场 .....	6
图 5： 公司下游客户主要为集成商和工程商 .....	6
图 6： 2016-2020 年收入复合增速为 28.6% .....	7
图 7： 2016-2020 年利润复合增速为 44.4% .....	7
图 8： 两客一危、通用类产品收入占比较高 .....	7
图 9： 通用产品毛利率相对较高 .....	7
图 10： 2020 年公司加大研发投入 .....	8
图 11： 2020 年公司净利率有所提升 .....	8
图 12： 交通领域是视频监控行业最大细分市场之一（2019 年） .....	8
图 13： DSM 系统可以识别驾驶员违规行为 .....	9
图 14： ADAS 系统具备车道偏离、前车预警等辅助功能 .....	9
图 15： 车载监控产品进入第三代智能监控阶段 .....	9
图 16： 全球商用车保有量已超过 4 亿辆 .....	10
图 17： 商用车行业解决方案均价在 3000 元左右 .....	10
图 18： 海外市场平均单价高于国内市场（通用产品） .....	11
图 19： 公交行业需要识别客流动态实现排班调度 .....	11
图 20： 渣土行业需要识别载货状态实现透明作业 .....	11
图 21： 2020 年公司研发人员占比 32.5% .....	12
图 22： 2020 年公司研发费用率为 13.1% .....	12
图 23： 2019 年全国载货汽车保有量达 2782 万辆 .....	13

---

图 24: 货车保有量远高于其他商用车 (万辆, 2019 年) .....	13
表 1: 2017 年公司在全球车载监控市场占有率排名第二.....	4
表 2: 国内市场主要由政策驱动 .....	10
表 3: 公司具备车外、车内等多场景 AI 技术 .....	12
表 4: 公司为广东集中采购第三中标人 .....	13
表 5: 公司 PE 估值高于行业可比公司平均水平 .....	14

## 1、公司：全球车载监控巨头

### 1.1、简介：车载监控巨头，排名全球第二

锐明技术是全球车载视频巨头。公司成立于2002年，总部位于深圳。公司主业为以视频为核心的商用车监控信息化产品，包括标准化程度较高的通用产品，以及差异化程度较高的行业信息化产品。产品主要面向后装市场，下游为“两客一危”、公交车、出租车、渣土车等行业客户。

图1：公司产品包括通用车载监控产品和特定行业信息化产品



资料来源：公司公告

2017年公司市占率排名全球第二。公司以深圳为中心，辐射国内30多个省市以及北美、欧洲、中东等地，产品和解决方案广泛应用于全球100多个国家和地区。根据IHS《全球车载视频监控市场报告》，2017年公司在全球车载视频监控市场占有率为10%，排名第二。

表1：2017年公司在全球车载监控市场占有率排名第二

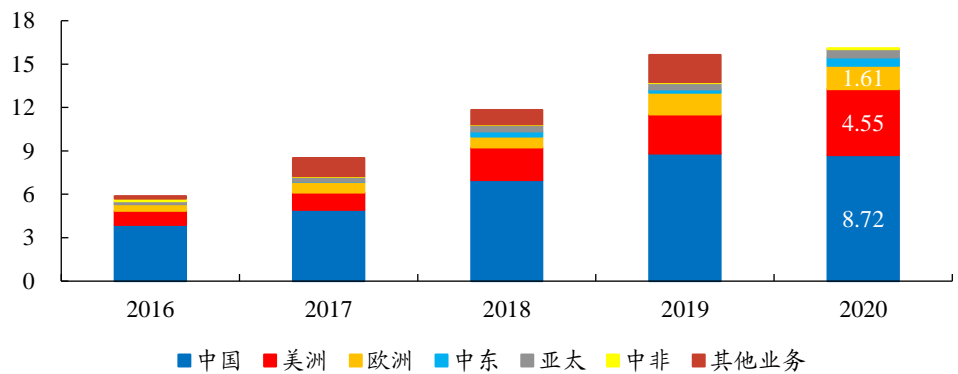
公司	份额	国家
Safe Fleet	12.40%	美国
Streamax (锐明技术)	10.00%	中国
HikVision (海康威视)	7.60%	中国
Luminator	6.30%	美国
AngelTrax	4.90%	美国
REI	3.80%	美国
247Security Inc	3.70%	美国
March Networks	3.10%	加拿大
Hongdian Corporation (宏电技术)	2.80%	中国
Synectics	2.70%	英国

数据来源：HIS、开源证券研究所

## 1.2、业务：全球市场布局，深耕细分市场

**公司全球布局，海内外差异化经营。**公司车载监控业务布局全球，目前已经销往100多个国家和地区。对于不同地区采用不同的销售策略：（1）在国内市场，公司主要以自主品牌推广行业解决方案，业务覆盖80%以上地级市，在公交、两客一危、出租等行业有较高的市占率；（2）在欧美地区，公司产品具有价格优势，同时有完善的本地化服务能力，则通过ODM方式与当地品牌商合作，销售通用类产品；（3）在拉美、中东等新兴市场，公司产品具备技术优势，通过自主品牌打开市场，形成示范效应。2020年，公司在中国、美洲、欧洲地区销售额分别为8.72、4.55、1.61亿元，其中校车和货车业务在美洲地区获得突破，实现较快增长。

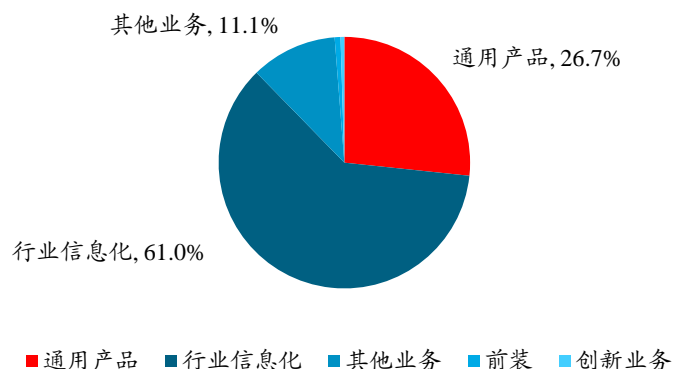
图2：2020年公司美洲地区业绩增长较快（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

**通用产品+行业方案，布局多个细分市场。**公司产品包括通用类车载监控产品和面向各类商用车场景的行业解决方案。（1）通用智能监控产品系统包括车载录像机、车载摄像机、车载外设、管理平台以及主动安全套件，可以满足车辆运营监控和治安反恐的需求。（2）由于不同行业特性和监管要求不同，车载监控需求具有个性化、碎片化的特点，公司重点布局公交、出租、渣土、货运等行业。2020年，公司通用产品、行业信息化收入占比分别为26.7%、61.0%。

图3：2020年公司通用产品、行业信息化收入占比分别为26.7%、61.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

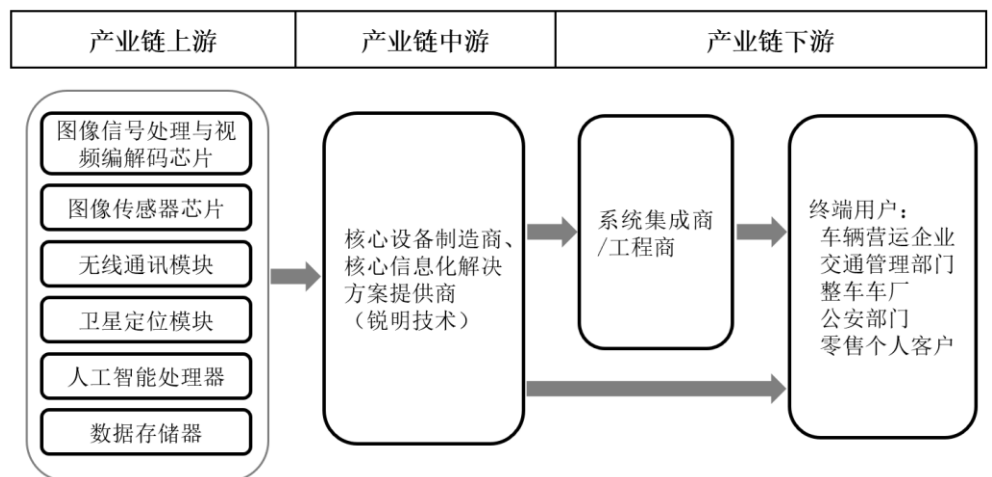
图4: 公司布局公交、出租、渣土、货运等多个细分市场



资料来源: 公司官网

公司下游客户主要为集成商和工程商。公司下游客户可以分为集成商/工程商以及各类终端用户两类，根据公司招股书披露，集成商/工程商销售占比在 80%-90%。车载视频需要进行安装实施和产品运维，集成商和工程商一般具备安装和设备维护能力，公司仅需提供硬件维修和软件升级；而终端用户则需公司提供安装、维修、售后等技术服务，所以平均单价相对较高。

图5: 公司下游客户主要为集成商和工程商

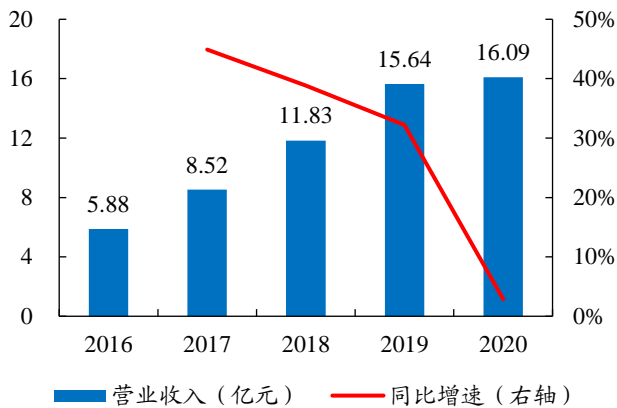


资料来源: 公司公告

### 1.3、财务：短期业绩承压，长期趋势不改

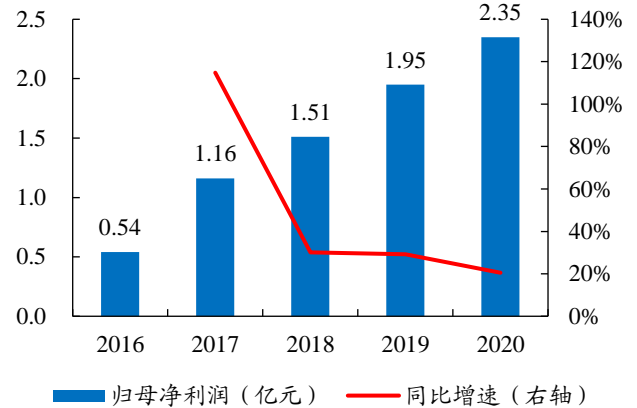
**业绩短期承压不改长期成长趋势。**过去几年，受益于下游需求增长和细分市场的开拓，公司业绩快速增长，2016-2020年收入、利润复合增速分别为28.6%、44.4%。2020年，由于疫情以及上游原材料涨价的原因，公司业绩短期承压，2020年实现收入16.09亿元，同比增长2.90%，实现利润2.35亿元，同比增长44.4%。长期来看，公司所在的智能交通领域仍有广阔发展空间，随着需求回暖和产能扩张，短期业绩承压不改公司长期成长趋势。

图6：2016-2020年收入复合增速为28.6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

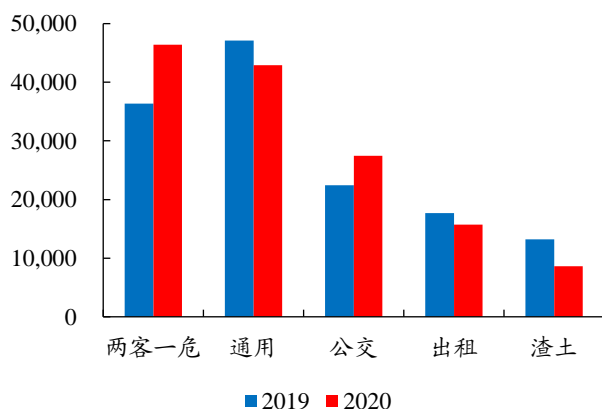
图7：2016-2020年利润复合增速为44.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

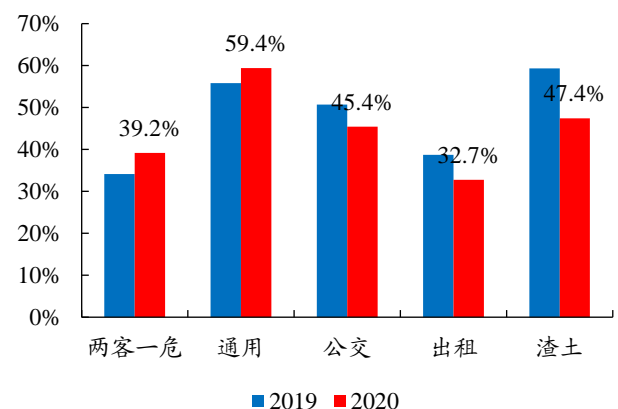
**分业务来看**，2020年收入从高到低分别为“两客一危”、通用、公交、出租车、渣土车，收入占比分别为28.8%、26.7%、17.1%、9.8%、5.3%，毛利率分别为39.2%、59.4%、45.4%、32.7%、47.4%。公司通用产品毛利率高于行业产品，主要系通用产品主要销往海外，且海外定价相对较高，根据公司招股书披露，2019年上半年有92%的通用产品销往海外。

图8：两客一危、通用类产品收入占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

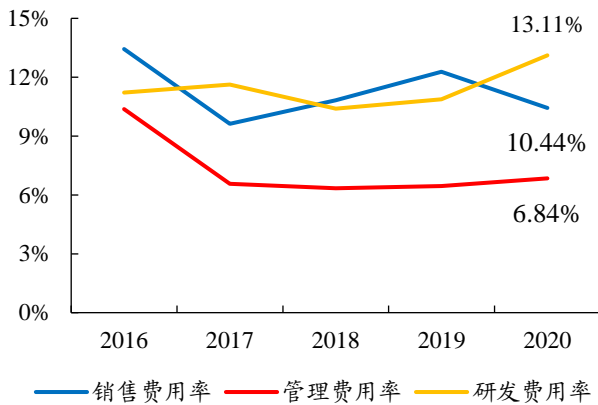
图9：通用产品毛利率相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

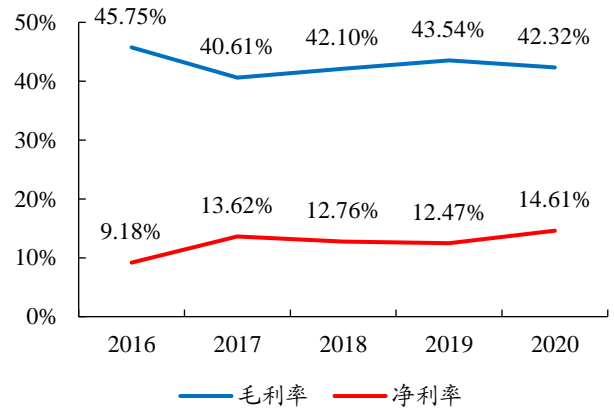
**费用率仍有优化空间。**2020年公司销售、管理、研发费用率分别为10.44%、6.84%、13.11%，同比分别-1.83、+0.38、+2.24个百分点。

图10: 2020 年公司加大研发投入



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020 年公司净利率有所提升



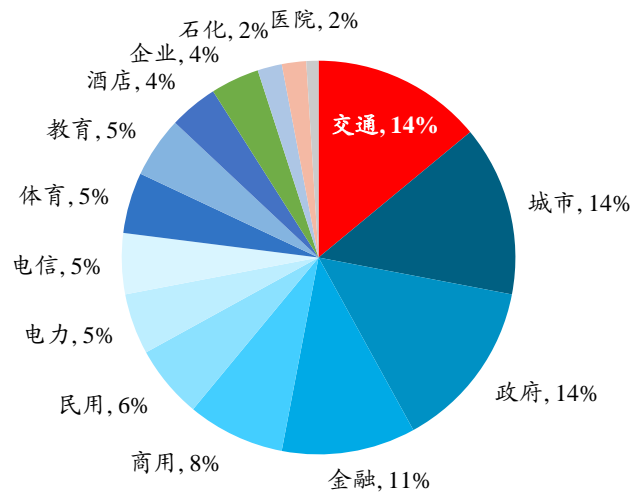
数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、行业：安全和效率是核心诉求，存量商用车构筑广阔天花板

### 2.1、功能：车载监控解决安全和效率核心痛点

交通领域是视频监控行业最大细分市场之一。过去几年我国视频监控市场持续增长，根据中国产业信息网数据，2010-2017年复合增速达23.554%。通过视频对交通运输的监测，可以有效提高交通安全和效率，交通领域成为视频监控最大的细分市场之一。根据前瞻产业研究院数据，2019年交通领域市场占比14%，公司所从事的车载监控则是视频监控在交通领域的重要细分领域。

图12: 交通领域是视频监控行业最大细分市场之一（2019年）

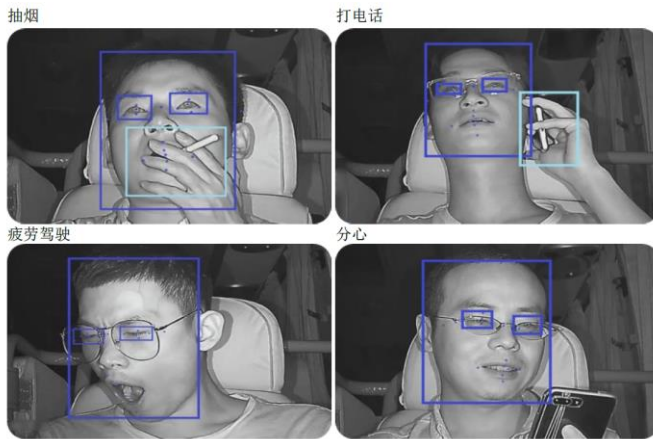


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

**车载监控产品改善交通安全、提升运营效率。**安全和效率是商用车运输的核心诉求，AI车载监控可以监测车内外情况，方便合规监管和企业管理，有效解决商用车运输痛点：（1）车内DSM（驾驶员状态监测）系统识别驾驶员未系安全带、脱离方向把、疲劳驾驶、抽烟、接电话等违规行为，主动警示驾驶员避免事故发生；（2）车外BSD（盲点车辆识别）、ADAS（高级辅助驾驶）等系统感知外部环境，实现车道偏离预警、前车碰撞预警等功能。

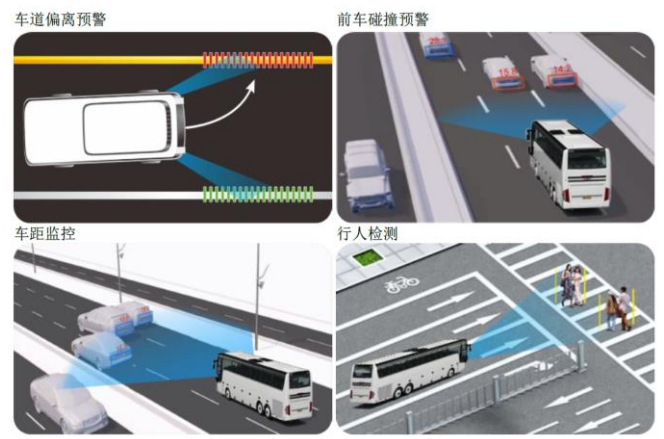


图13: DSM 系统可以识别驾驶员违规行为



资料来源: 公司公告

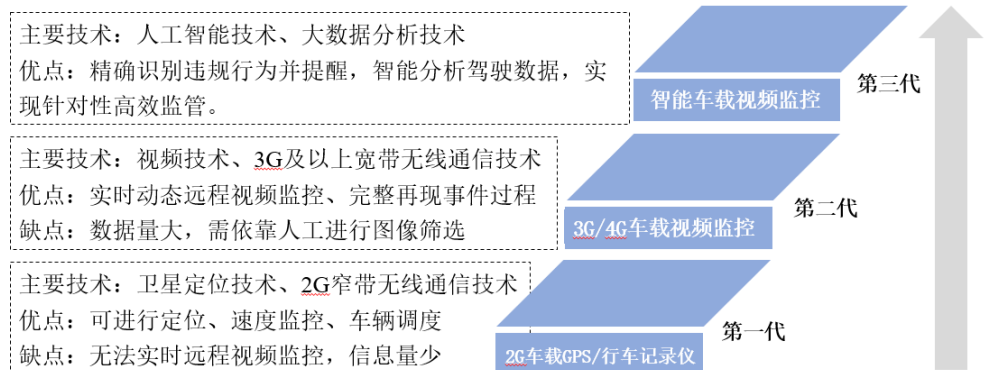
图14: ADAS 系统具备车道偏离、前车预警等辅助功能



资料来源: 公司公告

**车载监控产品开启智能化转型。**商用车车载监控产品经过三代的演变，第一代为 2G 车载 GPS/行车记录仪，主要应用卫星定位和 2G 通信技术，缺点是信息量较少；第二代为 3G/4G 车载视频监控，主要应用视频技术、3G 及以上通信技术，缺点是数据量大、需要人工筛选。第三代车载监控开启智能化转型，借助人工智能、大数据分析技术，可以智能分析驾驶数据、精确识别违规行为，实现高效监管。根据 Omdia 估计，2019 年中国 AI 摄像头出货渗透率约为 10%，预计到 2024 年将提升至 63%。

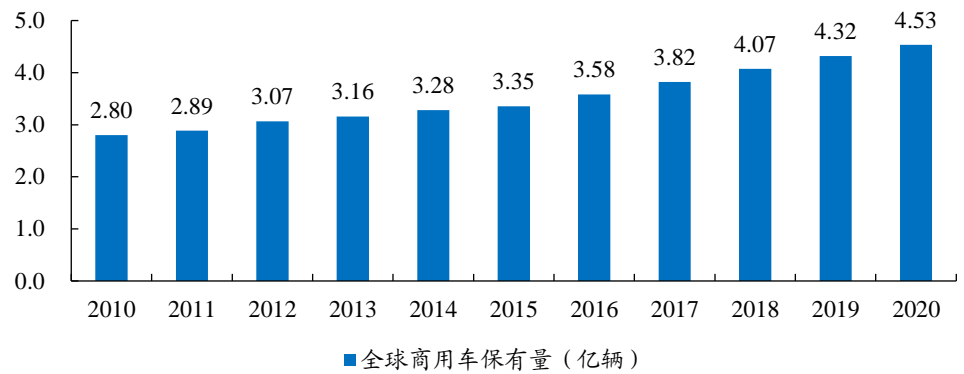
图15: 车载监控产品进入第三代智能监控阶段



资料来源: 公司公告

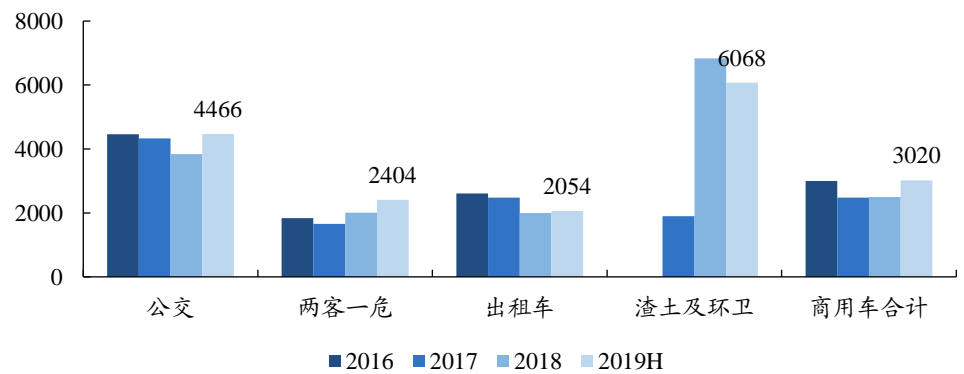
## 2.2、规模: 存量商用车构筑广阔天花板

全球商用车存量超 4 亿，每年更新换代在千万级。根据国际汽车制造商协会（OICA）数据，截至 2015 年，全球商用车保有量（vehicles in use）达 3.35 亿辆，2016-2020 年年均产量为 2366 万辆，据此我们测算 2020 年全球商用车保有量在 4 亿辆左右。车载监控以定制化后装为主，在存量基础上，每年需要更新换代的车辆在千万级，市场空间广阔。

**图16: 全球商用车保有量已超过 4 亿辆**


数据来源: OICA、开源证券研究所 (注: 2016-2020 年保有量=前一年保有量+当年产量)

我们估计全球车载监控每年有 200 亿元的市场。根据公司招股书披露, 商用车行业解决方案均价在 3000 元左右。我们保守假设每年需要更新换代的车辆为 1000 万辆, 每台车均价为 2000 元, 那么全球车载监控每年有 200 亿元的市场。

**图17: 商用车行业解决方案均价在 3000 元左右**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 2.3、驱动: 国内受政策牵引, 海外由需求驱动

国内市场主要由政策驱动。大中型商用车是国内运输体系的重要工具, 由于载重大、惯性强、盲区多, 不规范驾驶的后果严重, 商用车监管成为城市交通治理的痛点。出于成本的考虑, 道路运营企业主动安装车载监控的积极性不强, 主要靠监管推广。近年来, 国家陆续出台政策, 加强对商用车的管控, 推动车载监控市场增长。

**表2: 国内市场主要由政策驱动**

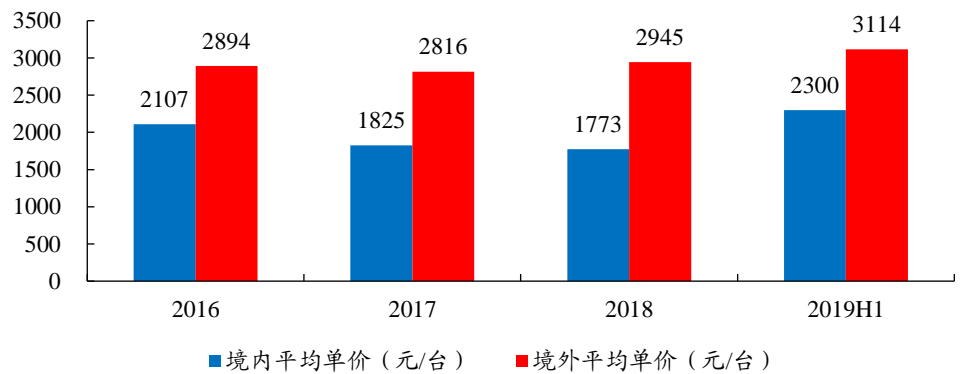
日期	政策	领域	影响
2016.10	《巡游出租汽车运营服务规范》	出租车	运营服务规范要求巡游出租车配置相关的电子设备, 用来提高安全运营水平
2017.03	《城市公共汽车和电车客运管理规定》	公交	加速了燃油公交车的淘汰进程, 带来很大的产品换装市场
2017.04	《营运客车安全技术条件》	两客一危	客车必须前装符合要求的视频监控系統, 前装市场将迎来一定增长
2017.09	《智慧交通让出行更便捷行动方案 (2017—2020 年)》	公交	推动智慧型综合出行信息服务系统建设
2018.05	《关于加强网络预约出租汽车行业事中事后联合	出租车	网约车监管通知中要求用互联网技术提高监管效能

日期	政策	领域	影响
	监管有关工作的通知》		
2018.08	《关于推广应用智能视频监控报警技术的通知》	两客一危 重型货车	要求“两客一危”等重点车辆上安装主动安全类产品， 开辟出一块全新市场

资料来源：交通运输部、开源证券研究所

海外市场主要由需求驱动，平均单价相对更高。海外市场较为成熟，欧美等地区拥有历史悠久的本土品牌、较为固定的终端用户群体和较为完善的本地化服务能力。相比国内，海外车载监控市场主要由对安全和效率的需求驱动，境外客户对产品配置、功能以及耐用性要求较高，因此平均单价也相对更高。

图18: 海外市场平均单价高于国内市场（通用产品）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3、看点：重点布局货运市场，政策+需求打开成长空间

#### 3.1、公司核心能力在于对下游碎片化需求的快速响应

商用车需求具有个性化、碎片化的特点。商用车面向各种特定市场，数字化需求具有个性化、碎片化、快速变化的特点。如公交行业，TOF 成像技术识别客流动态，为排班调度提供依据；渣土行业，需要智能识别载货状态，实现透明作业。

图19: 公交行业需要识别客流动态实现排班调度



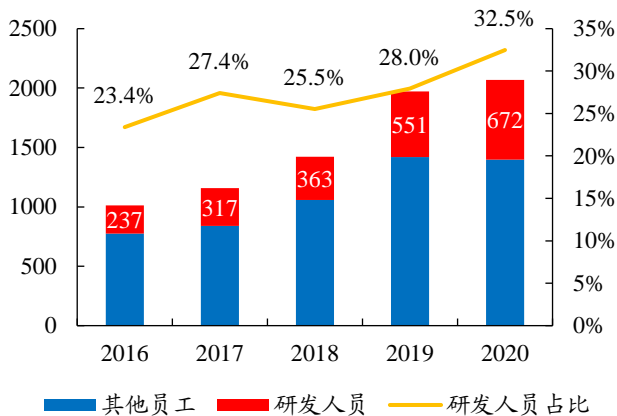
资料来源：公司公告

图20: 渣土行业需要识别载货状态实现透明作业

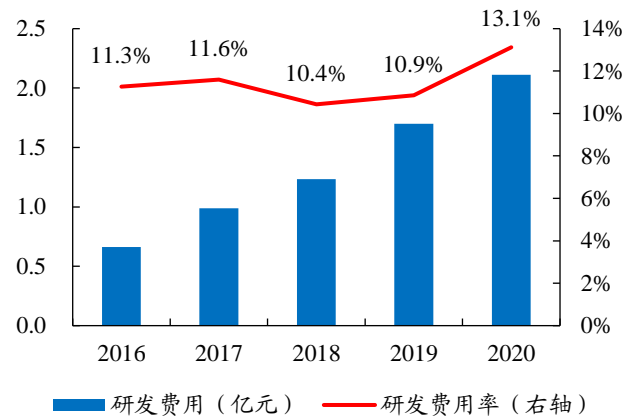


资料来源：公司公告

公司持续加大研发投入，具备快速响应能力。公司形成“核心技术研发（基础层）——解决方案产品开发（业务层）——项目开发和项目定制（应用层）”三级研发体系，能够围绕客户痛点持续创新，打造定制化解决方案。2020年公司拥有2069名员工，其中研发人员672人，占比32.5%。2020年公司研发费用为2.11亿元，研发费用率为13.1%，同比提升2.2个百分点。

**图21：2020年公司研发人员占比32.5%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图22：2020年公司研发费用率为13.1%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

公司已构建多场景AI技术，持续拓宽业务边界。公司于2014年开启对AI的研发投入，目前已形成车外预警、车内识别以及手势识别、垃圾分类、渣土抛洒等技术。2018年以来，公司在深圳、昆明等地推出渣土车监管系统，在海外推出货车监测、校车智能监测等项目，随后又在国内推出垃圾分类AI解决方案。我们认为，公司的核心竞争力在于，基于视频监控产品和多场景AI技术，迅速响应客户碎片化需求，持续拓宽业务边界。

**表3：公司具备车外、车内等多场景AI技术**

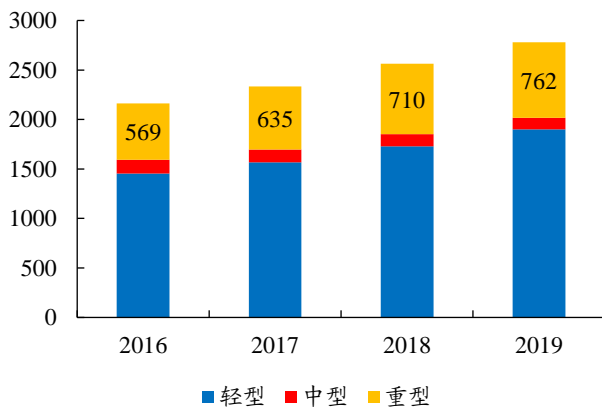
场景	技术	功能
车外	FCW 前车碰撞报警系统	定位区域内车辆位置，实现较大车速下碰撞预警
	UFCW 虚拟保险杠报警系统	负责城市道路低速情况（speed < 30km/h）下的碰撞报警
	LDW 车道偏离报警系统	防止因驾驶员因注意力不集中或疲劳驾驶而引起的车道偏离碰撞事故
	PCW 行人碰撞预警系统	对车前方行人、骑行路人等目标进行侦测，避免碰撞
车内	DSM	具备疲劳驾驶监测、抽烟监测、接打电话监测、分心驾驶监测、异常状态监测等功能
	智能驾驶舱	分析司机行为，判断其在行驶过程中是否有玩手机、单双手离把等违规行为
	人群密度及过道超员	实时监控上下车和车内乘客数量
	语音识别	完成对司机语言行为的监管和特定车技指令的下发
特殊	客流人数统计	捕获镜头范围内的所有人体目标实时运动轨迹，对轨迹数据进行分析
	手势识别	判断火车经过检测点时，是否按照规定进行手势交互
	垃圾分类	分析用户垃圾投放行为，对用户投放垃圾进行语音提醒
	渣土抛洒	检测车辆在运送过程中出现的滴漏、抛洒等情况

资料来源：公司官网、开源证券研究所

### 3.2、未来重点布局货车蓝海市场，政策+需求打开海内外成长空间

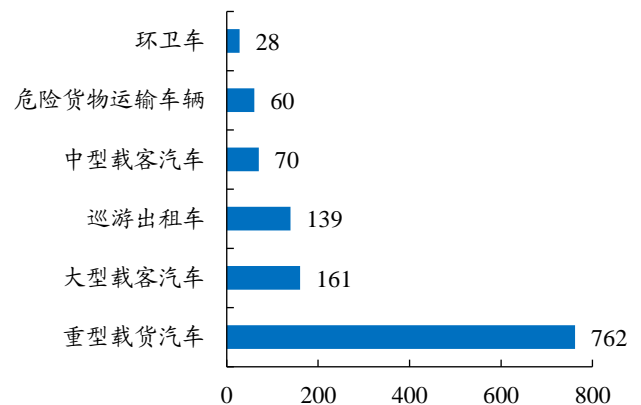
货车是商用车体量最大的市场。货运是支撑全球贸易的重要环节，是商用车体量最大的市场，其中我国是世界第一大公路运输市场。根据统计局数据，2019年全国载货汽车保有量达2782万辆，其中重型货车（载重12吨以上）数量为762万辆，仍保持增长态势，数量远超其他类型商用车。货车保有量提供了广阔的信息化市场。

图23：2019年全国载货汽车保有量达2782万辆



数据来源：统计局、开源证券研究所

图24：货车保有量远高于其他商用车（万辆，2019年）



数据来源：统计局、交通运输部、开源证券研究所

国内方面，政策启动商用车信息化升级。2020年11月，交通运输部发布了《中华人民共和国道路运输条例（修订草案征求意见稿）》，条例规定客运车辆、危险货物运输车辆、半挂牵引车以及总质量12000千克以上的载货车辆，应当按照有关规定配备具有行驶记录功能的卫星定位装置和智能视频监控装置，并接入符合标准的监控平台。

广东率先启动重型货车强制安装，要求2021年6月底完成。2021年1月，广东省交通运输厅办公室发布《广东省重型货车安装使用智能视频监控报警装置工作方案》，要求各地交通运输局与保险公司配合为投保的重型货车免费安装，要求2021年6月底完成。根据广东省公布的《集中采购中标结果》，单车设备费用均价在2000元左右。其中公司为第三中标人，包含维护费的总报价为3800元。

表4：公司为广东集中采购第三中标人

投标人	中标公司	评标得分	总报价（单价）
第一中标人	径卫智能	95.50	3600元
第二中标人	海康威视	92.86	4200元
第三中标人	锐明技术	92.37	3800元

资料来源：广东省《集中采购中标结果》、开源证券研究所

我们预计国内信息化市场规模在200亿左右。根据上述交通运输部的政策要求，符合条件的商用车（大型载客+危险货运+重型载货）保有量在千万级。根据广州地区的均价2000元测算，政策有望开启200亿规模的商用车信息化市场。

海外方面，我们测算2020年全球货车装车辆达百万台。美洲、欧洲货车存量远大于中国市场，根据《美洲车队管理》统计，仅北美地区货车总数就达3235万辆。根据《全球货车视频安全解决方案》报告，在货车车队中安装基于视频的安全解决方

案逐渐成为常态，复合增速有望超过 22%，报告测算 2020 年全球安装视频设备的货车约为 100 万辆。考虑到海外市场车队相对成熟、需求旺盛，我们判断海外视频设备单价更高、市场渗透率提升更快，未来空间广阔。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

**(1) 收入：**锐明技术是全球智能商用车载监控巨头，公司未来重点布局货车蓝海市场，在国内政策和海外需求的共同驱动下，打开成长空间。我们预计国内政策有望开启 200 亿规模的商用车信息化市场；海外市场相对成熟，我们判断海外市场渗透率提升有望更快。

**(2) 毛利率：**2020 年，由于疫情以及上游原材料涨价的原因，公司毛利率有所下滑。未来随着疫情缓和、收入结构的调整，我们预计公司毛利率将有所回升，2021-2023 年分别为 40.1%、42.5%、42.6%。

### 4.2、投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.37、3.16、4.11 亿元，对应 EPS 分别为 1.37、1.82、2.38 元，对应当前股价 PE 分别为 32.9、24.7、18.9 倍。海康威视和大华股份均有涉及车载监控业务，作为可比公司，公司 PE 估值高于行业平均水平，考虑到公司深耕细分领域，同时具备快速响应的能力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：公司 PE 估值高于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2021/09/14	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002415.SZ	海康威视	5,074.9	167.32	201.65	240.19	30.3	25.2	21.1
002236.SZ	大华股份	726.7	45.03	54.23	65.99	16.1	13.4	11.0
	行业平均	2,900.8	106.18	127.94	153.09	27.3	22.7	18.9
002970.SZ	锐明技术	77.9	2.37	3.16	4.11	32.9	24.7	18.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（海康威视、大华股份盈利预测来自 Wind 一致预期）

## 5、风险提示

**(1) 国内货车信息化推广不及预期：**国内货车车队以中小车队为主，政策的落地和执行具有一定不确定性；同时，部分经济不发达地区车龄较老，安装意愿不强，付费能力较弱，国内货车信息化推广可能不及预期。

**(2) 市场竞争加剧：**由于部分商用车存量和增量规模较小，参与者众多，市场进入存量竞争阶段，随着技术具有优势的大厂参与，市场竞争可能加剧。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1859	1846	2029	2246	2633
现金	1110	958	1095	1112	1373
应收票据及应收账款	448	467	566	640	778
其他应收款	14	43	1	57	19
预付账款	30	48	24	72	52
存货	202	230	272	288	333
其他流动资产	55	100	70	77	78
<b>非流动资产</b>	192	442	463	511	559
长期投资	3	4	4	4	4
固定资产	89	134	179	222	261
无形资产	20	33	38	43	48
其他非流动资产	81	271	242	242	246
<b>资产总计</b>	2051	2289	2492	2756	3192
<b>流动负债</b>	590	668	710	698	772
短期借款	26	49	39	40	41
应付票据及应付账款	352	437	424	486	429
其他流动负债	212	182	247	172	301
<b>非流动负债</b>	65	40	47	48	46
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	65	40	47	48	46
<b>负债合计</b>	655	708	757	746	818
少数股东权益	17	33	37	42	48
股本	86	173	173	173	173
资本公积	801	717	717	717	717
留存收益	495	661	829	1042	1323
<b>归属母公司股东权益</b>	1379	1547	1698	1969	2326
负债和股东权益	2051	2289	2492	2756	3192

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	237	152	269	148	413
净利润	199	238	240	320	418
折旧摊销	21	27	30	40	44
财务费用	2	11	12	20	29
投资损失	3	-42	-22	-19	-24
营运资金变动	-4	-96	9	-213	-54
其他经营现金流	16	14	-0	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-59	-226	-30	-68	-69
资本支出	57	240	8	46	51
长期投资	-3	-5	-0	1	0
其他投资现金流	-6	10	-22	-22	-17
<b>筹资活动现金流</b>	748	-68	-102	-63	-84
短期借款	-9	23	-10	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	22	86	0	0	0
资本公积增加	733	-84	0	0	0
其他筹资现金流	2	-93	-93	-64	-85
<b>现金净增加额</b>	926	-152	137	17	261

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	1564	1609	2014	2532	3189
营业成本	883	928	1206	1456	1830
营业税金及附加	13	9	14	17	21
营业费用	192	168	207	261	325
管理费用	101	110	131	162	201
研发费用	170	211	262	317	383
财务费用	2	11	12	20	29
资产减值损失	-7	-7	0	0	0
其他收益	48	62	60	35	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	42	22	19	24
资产处置收益	0	0	-0	0	0
<b>营业利润</b>	230	261	264	354	459
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	0	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	231	258	264	353	458
所得税	32	19	24	33	41
<b>净利润</b>	199	238	240	320	418
少数股东损益	4	4	4	5	6
<b>归母净利润</b>	195	235	237	316	411
EBITDA	220	259	266	363	467
EPS(元)	1.12	1.36	1.37	1.82	2.38

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.2	2.9	25.2	25.7	25.9
营业利润(%)	43.0	13.2	1.5	33.8	29.8
归属于母公司净利润(%)	28.8	20.6	0.9	33.2	30.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	43.6	42.3	40.1	42.5	42.6
净利率(%)	12.5	14.6	11.8	12.5	12.9
ROE(%)	14.3	15.1	13.9	15.9	17.6
ROIC(%)	12.1	13.4	12.3	14.5	16.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.9	30.9	30.4	27.1	25.6
净负债比率(%)	-76.7	-57.1	-60.6	-53.0	-55.9
流动比率	3.2	2.8	2.9	3.2	3.4
速动比率	2.7	2.2	2.3	2.6	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.7	0.8	1.0	1.1
应收账款周转率	3.9	3.5	3.9	4.2	4.5
应付账款周转率	3.2	2.4	2.8	3.2	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.12	1.36	1.37	1.82	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	1.37	0.88	1.56	0.86	2.39
每股净资产(最新摊薄)	7.97	8.94	9.81	11.37	13.44
<b>估值比率</b>					
P/E	40.0	33.2	32.9	24.7	18.9
P/B	5.7	5.0	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	30.6	26.7	25.5	18.7	13.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn