

# 海康威视 (002415.SZ)

## 扣非利润符合预期, AI 赋能有望带来价值重估

**事件:** 2021年10月22日晚, 公司发布2021年三季报, 今年前三季度实现营业收入556.29亿元, YoY 32.38%, 实现归母净利润109.66亿元, YoY 29.94%, 实现扣非后归母净利润106.94亿元, YoY 33.01%。

扣非归母净利润符合市场预期, 淡化短期非经常性因素扰动, 未来收入端更需关注收入结构。2021年单Q3约25%的扣非归母净利润增速符合市场预期, 归母净利润增速一定程度上受到单Q3政府补助较少、5000万元河南灾情捐赠以及所得税费用确认时间差异(去年在三季度, 今年在二季度)的扰动。另外, 2021单Q3收入同比增长22.41%, 我们认为这一增速的环比下行主要源于2020年下半年的基数效应, 未来在关注公司表现收入增速的同时, 更需关注收入结构变化, 我们认为EBG和创新业务的占比提升将是长期方向。前三季度少数股东损益约5.3亿元, 去年全年约2.9亿元, 显示了当前创新业务非常强劲的发展势头(2021H1创新业务收入占比约为16.45%)。

毛利率保持稳健, 高库存策略提升长期确定性, 实际经营性净现金流表现优秀, 展现强大的内部管理和产业链议价能力。公司2021单Q3毛利率为46.4%, 相比2020年单Q3的44.9%小幅提升, 考虑到2020年Q2疫情逐步平稳之后红外测温产品收入占比的下降, 这一毛利率更具有可比性。2021Q3期末, 公司存货达到190.53亿元, 同比大增约79亿元, 存货周转天数小幅提升至138天, 基本与去年同期持平, 高库存策略在当前供应链背景下提升了长期的确定性(同时按照会计准则的存货资产减值损失会牺牲当前利润表)。在存货大幅增加的情况下, 2021前三季度公司依然实现经营性净现金流39.32亿元, 合同负债刷新历史新高达到26.12亿元, 收现比例维持103.91%的高位。此外, 公司前三季度应收账款周转天数约为117天, 应收账款周转率2.3倍, 去年同期分别为143天和1.89, 改善非常明显。总的来看, 前述几个核心经营指标均展现了公司在供应链紧张、原材料涨价的大环境下强大的产业链议价能力, 也体现了经营层的长期视角理念。

股权激励维持收入15% CAGR和20% ROE要求, 为长期稳健增长保驾护航, “脱钩”安防, 估值体系有望稳步上行。2021年10月7日, 公司发布了新一期股权激励, 覆盖23.36%的员工人数, 通过长达五年的完整解锁周期绑定核心人才, 本次限制性股票激励计划的条件基本与公司2018年限制性股票激励计划的大体一致(CAGR从20%调为15%), 也显示出公司管理层在长期发展中所秉持的一致稳健风格。随着公司沿着光谱的波长通过多维感知技术拓展产品组合, 我们认为创新业务有望再造一个海康, 同时与EBG业务的持续深入将持续带来公司和传统安防硬件公司的市场刻板印象和估值体系的全面“脱钩”。

维持“买入”评级。我们预计公司2021-2023年实现收入817.78亿元、986.93亿元、1193.07亿元, 归母净利润为179.48亿元、218.94亿元和265.88亿元, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 国内需求不确定性; 贸易关系扰动风险; 原材料涨价风险; AI推进不及预期的风险; 创新业务孵化不及预期的风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	57,658	63,503	81,778	98,693	119,307
增长率 yoy (%)	15.7	10.1	28.8	20.7	20.9
归母净利润(百万元)	12,415	13,386	17,948	21,894	26,588
增长率 yoy (%)	9.4	7.8	34.1	22.0	21.4
EPS最新摊薄(元/股)	1.33	1.43	1.92	2.35	2.85
净资产收益率(%)	27.4	25.1	28.1	27.6	26.8
P/E(倍)	41.4	38.4	28.6	23.5	19.3
P/B(倍)	11.4	9.6	8.0	6.5	5.2

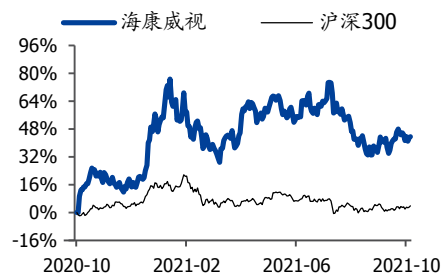
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年10月22日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	电子制造
前次评级	买入
10月22日收盘价(元)	55.44
总市值(百万元)	517,577.09
总股本(百万股)	9,335.81
其中自由流通股(%)	87.22
30日日均成交量(百万股)	29.41

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘高畅

执业证书编号: S0680518090001

邮箱: liugaochang@gszq.com

分析师 郑震湘

执业证书编号: S0680518120002

邮箱: zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 杨烨

执业证书编号: S0680519060002

邮箱: yangye@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《海康威视(002415.SZ): 发布股权激励, 维持收入15% CAGR和20% ROE要求》2021-10-07
- 2、《海康威视(002415.SZ): 加速分拆萤石网络至科创板上市, “脱钩”安防持续推进》2021-08-11
- 3、《海康威视(002415.SZ): 半年报大超预期, “脱钩”安防持续推进, 议价能力提升》2021-07-23

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	64026	74763	91099	103235	133441
现金	27072	35460	43205	55061	75411
应收票据及应收账款	22281	23283	24822	25790	27236
其他应收款	555	519	649	712	879
预付账款	310	296	484	458	681
存货	11268	11478	18211	17487	25508
其他流动资产	2540	3727	3727	3727	3727
<b>非流动资产</b>	11332	13939	16116	18029	20206
长期投资	252	864	1478	2095	2711
固定资产	5791	5876	7348	8547	9997
无形资产	1046	1251	1318	1392	1483
其他非流动资产	4242	5947	5972	5996	6015
<b>资产总计</b>	75358	88702	107215	121264	153647
<b>流动负债</b>	23521	31225	38621	37002	49306
短期借款	2640	3999	3999	3999	3999
应付票据及应付账款	13940	14631	22661	22178	31826
其他流动负债	6941	12595	11961	10824	13481
<b>非流动负债</b>	6364	2997	3248	3083	2844
长期借款	4604	1961	2212	2047	1808
其他非流动负债	1760	1036	1036	1036	1036
<b>负债合计</b>	29885	34222	41869	40085	52150
少数股东权益	569	685	1078	1557	2139
股本	9345	9343	9343	9343	9343
资本公积	4127	5179	5179	5179	5179
留存收益	33634	40479	48578	58458	70455
归属母公司股东权益	44904	53794	64268	79622	99358
<b>负债和股东权益</b>	75358	88702	107215	121264	153647

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	7768	16088	20123	20630	29947
净利润	12465	13678	18341	22373	27170
折旧摊销	699	845	691	871	1067
财务费用	-640	396	-542	-471	-458
投资损失	-37	-169	-86	-97	-118
营运资金变动	-6613	-193	1761	-1997	2345
其他经营现金流	1894	1530	-42	-50	-59
<b>投资活动现金流</b>	-1923	-2555	-2741	-2637	-3067
资本支出	1927	2004	1564	1296	1560
长期投资	-97	-712	-614	-616	-616
其他投资现金流	-92	-1263	-1790	-1957	-2123
<b>筹资活动现金流</b>	-5471	-4560	-9637	-6137	-6530
短期借款	-826	1359	0	0	0
长期借款	4164	-2643	250	-164	-239
普通股增加	118	-2	0	0	0
资本公积增加	2171	1052	0	0	0
其他筹资现金流	-11098	-4327	-9888	-5973	-6291
<b>现金净增加额</b>	485	8509	7745	11856	20350

**利润表 (百万元)**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	57658	63503	81778	98693	119307
营业成本	31140	33958	44323	53294	64187
营业税金及附加	417	416	572	691	835
营业费用	7257	7378	9404	11054	13362
管理费用	1822	1790	2126	2566	3102
研发费用	5484	6379	7932	9573	11573
财务费用	-640	396	-542	-471	-458
资产减值损失	-198	-363	-572	-592	-716
其他收益	1892	2304	2850	3300	4000
公允价值变动收益	15	85	38	46	57
投资净收益	37	169	86	97	118
资产处置收益	6	1	4	3	3
<b>营业利润</b>	13708	15197	20366	24840	30166
营业外收入	65	99	130	160	190
营业外支出	17	23	16	19	19
<b>利润总额</b>	13755	15273	20479	24982	30337
所得税	1290	1595	2138	2608	3168
<b>净利润</b>	12465	13678	18341	22373	27170
少数股东损益	51	293	393	479	582
<b>归属母公司净利润</b>	12415	13386	17948	21894	26588
EBITDA	14106	15426	20302	24691	29753
EPS (元)	1.33	1.43	1.92	2.35	2.85

**主要财务比率**

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.7	10.1	28.8	20.7	20.9
营业利润(%)	11.1	10.9	34.0	22.0	21.4
归属于母公司净利润(%)	9.4	7.8	34.1	22.0	21.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	46.0	46.5	45.8	46.0	46.2
净利率(%)	21.5	21.1	21.9	22.2	22.3
ROE(%)	27.4	25.1	28.1	27.6	26.8
ROIC(%)	22.6	20.4	24.5	24.5	24.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	39.7	38.6	39.1	33.1	33.9
净负债比率(%)	-39.9	-46.3	-54.6	-58.6	-67.1
流动比率	2.7	2.4	2.4	2.8	2.7
速动比率	2.1	1.9	1.8	2.2	2.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.8	2.8	3.4	3.9	4.5
应付账款周转率	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.33	1.43	1.92	2.35	2.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.72	2.16	2.21	3.21
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.76	6.88	8.53	10.64
<b>估值比率</b>					
P/E	41.4	38.4	28.6	23.5	19.3
P/B	11.4	9.5	8.0	6.4	5.2
EV/EBITDA	35.2	31.7	23.6	18.9	15.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 22 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com