

海康威视 (002415)

2022 年半年度报告点评：收入符合预期，盈利端更多关注乌云背后的幸福线

买入（维持）

2022 年 08 月 15 日

证券分析师 张良卫

执业证书：S0600516070001

021-60199793

zhanglw@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证书：S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍嫻颖

执业证书：S0600521080008

baoxy@dwzq.com

证券分析师 王紫敬

执业证书：S0600521080005

021-60199781

wangzj@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书：S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	81,420	94,897	113,617	138,470
同比	28%	17%	20%	22%
归属母公司净利润（百万元）	16,800	19,600	23,694	28,724
同比	26%	17%	21%	21%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.78	2.08	2.51	3.04
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.76	16.08	13.30	10.97

■ **事件：**公司发布 2022 年度半年报，2022 年上半年实现营收 372.58 亿元、同比增长 9.90%；归母净利润 57.59 亿元、同比增长-11.14%；扣非后归母净利润同比增长-9.25%。

■ **收入略超预期，疫情+供应链+人员费用等因素拖累公司盈利能力表现。**根据公司 2022 年半年报，2022 年上半年实现营收 372.58 亿元、同比增长 9.90%，略超市场预期。其中：1）PBG 实现收入 69.75 亿元，同比增长-1.40%；2）EBG 实现收入 68.31 亿元，同比增长 2.58%；3）SMBG 实现收入 62.86 亿元，同比增长 3.97%；4）境外业务实现收入 96.86 亿元，同比增长 18.89%；5）创新业务实现收入 70.08 亿元，同比增长 25.62%。总体来看，SMBG 和境外业务进展超预期，PBG 符合预期，EBG 和创新业务进展不达预期。

盈利能力方面，一方面受 2021 年缺货、涨价等影响毛利率基数偏高的影响，另一方面在疫情冲击和需求较为疲软的环境中，行业内竞争加剧，使得 2022 年上半年毛利率为 43.14%，同比下降 3.16 个百分点。费用方面，人员费用支出+股权激励+创新业务，使得整体费用增长较快。

■ **从中报看到乌云背后的幸福线，SDN 随时间推移概率变小、业绩随宏观企稳重回增长在即。**

1）根据公司公开的交流内容，在过去几个月当中，所有公开和官方渠道获取与 SDN 负面舆论相关的信息和反馈都是正面和积极的，我们相信，随着时间的推移，SDN 名单的概率会愈发变小。

2）上半年，公司研发投入 46.75 亿元，同比增长 20.56%，说明在大环境不利的情况下，虽然对公司短期经营造成了扰动，但是并没有对长期发展造成影响。根据公司公开的交流内容，Q3 以来经济在逐步恢复、经营情况边际变好，下半年随着宏观企稳，业绩重回增长值得期待。

■ **悲观假设下短期对应 3000 亿以上市值，内在和长期价值低估。**

极度悲观假设下，假设 2022 年公司业绩没有任何增长，保守估计给予 20 倍 PE（历史上 ROE 从来没有低于 25%），对应短期底部市值为 3360 亿。长期来看，定制化、碎片化是产业发展的必然方向，稀缺渠道价值显著低估。目前进入碎片化市场的玩家包括安防龙头、科技巨头、AI 算法公司、细分行业龙头，相比其他竞争对手，公司在感知技术、产品硬件、解决方案等方面具有先发优势，但是最重要的差异还是来自于行业理解和场景落地。一方面，销服网络下沉至乡镇，是公司能够深入理解行业、精准把握客户需求痛点的关键；另一方面，产研体系为本，公司将研发和技术支持资源前移，更近距离的接触和服务客户。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持预计公司 22-24 年 EPS 分别为 2.08、2.51、3.04 元，对应 PE 分别为 16、13、11 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**安防行业发展不达预期、疫情冲击中小企业经营风险加大等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.80
一年最低/最高价	30.51/57.15
市净率(倍)	4.84
流通 A 股市值(百万元)	291,786.37
总市值(百万元)	299,976.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.57
资产负债率(% ,LF)	38.61
总股本(百万股)	9,433.21
流通 A 股(百万股)	9,175.67

相关研究

《海康威视：继萤石上市后机器人拟分拆上市，公司内在价值严重低估》
2022-06-13

海康威视三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	86,019	110,673	135,187	167,226	营业总收入	81,420	94,897	113,617	138,470
货币资金及交易性金融资产	34,756	50,372	64,442	82,138	营业成本(含金融类)	45,329	52,649	62,734	76,714
经营性应收款项	29,519	36,997	43,305	49,942	税金及附加	561	654	783	954
存货	17,974	18,958	22,757	30,136	销售费用	8,586	10,008	11,982	14,603
合同资产	1,411	1,645	1,969	2,400	管理费用	2,132	2,485	2,975	3,626
其他流动资产	2,358	2,701	2,714	2,610	研发费用	8,252	9,617	11,515	14,033
非流动资产	17,845	19,645	21,495	23,300	财务费用	-133	-41	-62	-199
长期股权投资	982	982	982	982	加:其他收益	2,629	3,064	3,668	4,470
固定资产及使用权资产	7,262	9,145	11,052	12,952	投资净收益	174	203	243	296
在建工程	2,323	2,377	2,456	2,496	公允价值变动	-38	0	0	0
无形资产	1,304	1,168	1,032	895	减值损失	-1,017	-569	-426	-540
商誉	202	202	202	202	资产处置收益	34	40	48	58
长期待摊费用	158	158	158	158	营业利润	18,474	22,263	27,223	33,023
其他非流动资产	5,613	5,613	5,613	5,613	营业外净收支	-6	24	32	17
资产总计	103,865	130,319	156,683	190,526	利润总额	18,468	22,287	27,255	33,040
流动负债	33,292	39,328	45,930	52,481	减:所得税	957	1,858	2,558	3,101
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,672	4,672	4,672	4,672	净利润	17,511	20,430	24,697	29,939
经营性应付款项	17,230	22,648	25,437	29,159	减:少数股东损益	710	829	1,003	1,216
合同负债	2,581	2,116	3,782	4,368	归属母公司净利润	16,800	19,600	23,694	28,724
其他流动负债	8,809	9,892	12,038	14,283	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.78	2.08	2.51	3.04
非流动负债	5,178	5,178	5,178	5,178	EBIT	18,184	19,484	23,628	28,539
长期借款	3,284	3,284	3,284	3,284	EBITDA	19,274	20,652	24,978	30,071
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.33	44.52	44.78	44.60
租赁负债	318	318	318	318	归母净利率(%)	20.63	20.65	20.85	20.74
其他非流动负债	1,576	1,576	1,576	1,576	收入增长率(%)	28.21	16.55	19.73	21.88
负债合计	38,470	44,506	51,108	57,660	归母净利润增长率(%)	25.51	16.66	20.89	21.23
归属母公司股东权益	63,461	83,895	108,602	138,522					
少数股东权益	1,934	2,763	3,766	4,981					
所有者权益合计	65,395	86,658	112,368	143,504					
负债和股东权益	103,865	130,319	156,683	190,526					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	12,709	17,458	20,817	21,894	每股净资产(元)	6.80	8.99	11.63	14.84
投资活动现金流	-3,156	-1,867	-1,864	-1,769	最新发行在外股份(百万股)	9,433	9,433	9,433	9,433
筹资活动现金流	-9,791	25	-4,883	-2,429	ROIC(%)	25.06	21.19	19.86	18.99
现金净增加额	-421	15,616	14,070	17,696	ROE-摊薄(%)	26.47	23.36	21.82	20.74
折旧和摊销	1,091	1,168	1,350	1,532	资产负债率(%)	37.04	34.15	32.62	30.26
资本开支	-3,034	-2,070	-2,107	-2,065	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.76	16.08	13.30	10.97
营运资本变动	-7,395	-4,310	-6,402	-10,680	P/B(现价)	4.91	3.72	2.87	2.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

