

买入

海康威视 (002415. SZ)

海康机器人拟分拆上市，萤石网络完成科创板注册

◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师:	胡剑	021-60893306	hujian1@guosen. com. cn	执证编码: S0980521080001
证券分析师:	胡慧	021-60871321	huhui2@guosen. com. cn	执证编码: S0980521080002
证券分析师:	周靖翔	021-60375402	zhoujingxiang@guosen. com. cn	执证编码: S0980522100001
证券分析师:	叶子	0755-81982153	yezi3@guosen. com. cn	执证编码: S0980522100003
证券分析师:	李梓澎	0755-81981181	lizipeng@guosen. com. cn	执证编码: S0980522090001
联系人:	詹浏洋	010-88005307	zhanliuyang@guosen. com. cn	

◆ 电子 · 其他电子 II

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

事项:

公司新闻: (1) 12月10日公司发布公告, 拟拆分子公司杭州海康机器人股份有限公司至深交所创业板上市。本次分拆有助于海康机器人实现业务聚焦, 为研发投入提供资金保障, 以提升海康机器人在机器视觉和移动机器人的制造与技术能力。 (2) 子公司萤石网络已完成科创板注册, 并于12月13日进行初步询价。萤石网络主要聚焦智能家居, 是以硬件产品为基础的综合智能家居服务商及物联网云平台提供商。

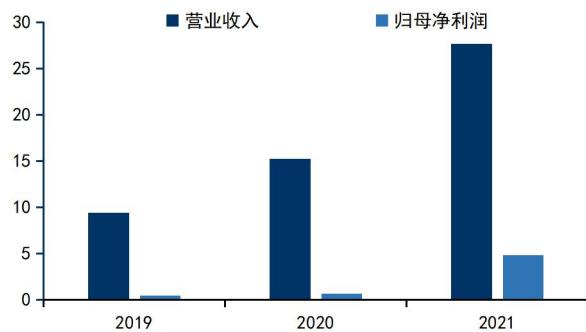
国信电子观点: 海康以感知技术为轴, 通过产品和软件组合为各行业提供定制化解决方案, 是国内的智能物联龙头。在此基础上, 机器人、萤石网络为代表的创新业务逐步发展成独立板块, 为公司成长注入新动力。随着工业自动化带来机器视觉和移动机器人的持续需求, 以物联技术为基础的智能家居加速渗透, 海康机器人与萤石网络有望保持快速增长。我们看好公司软硬结合的智能物联综合方案解决能力以及在此基础上延伸的创新业务成长空间, 预计22-24年营收869/985/1132亿元, 归母净利润142.3/172.2/202.6亿元, 当前股价对应PE分别为23/19/16x, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 拟拆分子公司海康机器人至创业板上市, 有利于海康机器人技术与业务独立发展

海康机器人主营业务为机器视觉和移动机器人的硬件产品和算法软件平台。作为创新业务之一, 海康机器人在机器视觉和移动机器人业务领域深耕智能制造产品与技术, 通过对软硬件产品及平台技术和交付流程不断完善以实现用户提效降本。19-21年海康机器人营业收入复合增速为71.5%, 归母净利润增速为225.6%。

图1: 海康机器人近三年营业收入及归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 全球机器视觉市场规模及增速 (亿元, %)



资料来源: Markets and Markets, GGII、国信证券经济研究所整理

预计全球机器视觉市场规模将从 21 年 804 亿元增至 1200 亿元，全球移动机器人（AGV）市场规模将从 21 年 215.5 亿元增至 25 年 765.5 亿元。随着工业自动化渗透，机器视觉系统可满足对物体检测、增强分析、监控容差和准确的组件测量等要求。在此驱动下，全球机器视觉市场规模将从 21 年 804 亿元增至 1200 亿元，复合增速超 12%。随着企业内部供应链向高效、智能化发展，应用于搬运场景的移动机器人需求增加，预计全球移动机器人（AGV）市场规模将从 21 年 215.5 亿元增至 25 年 765.5 亿元；中国作为主要市场将从 21 年 78.12 亿元增至 268.5 亿元。

图3: 全球 AGV 市场空间以及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、GGII、国信证券经济研究所整理

图4: 中国 AGV 市场空间以及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告、GGII、国信证券经济研究所整理

海康机器人在机器视觉及移动机器人核心领域市场份额居本土企业首位。根据 GGII 数据，海康机器人凭借视觉定位导航、激光 SLAM 定位导航、障碍物感知识别、视觉成像技术、复杂数据处理、算法优化等领域的优势，19-21 年在机器视觉及移动机器人领域均位居国产厂商整体业务规模首位。

◆ 智能家居加速渗透，萤石网络蓄势待发

萤石网络是智能家居服务商及物联网云平台提供商。在海康威视智能物联能力基础上，萤石网络以视觉技术作为核心，打造以视觉交互形式的智能家居产品，依托萤石物联云平台通过增值服务和开放式 AI 算法赋能用户；此外，针对行业客户，萤石网络还可通过开放平台帮助客户推进智能化转型，协助客户开发面向复杂场景的解决方案。

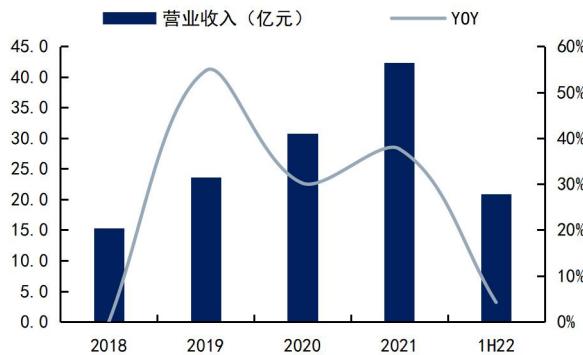
图5: 萤石网络业务布局



资料来源：萤石网络招股说明书, 国信证券经济研究所整理

萤石网络 18-21 年营收复合增速为 40.5%，扣非归母净利润复合增速为 50.5%。18-21 年萤石网络营业收入从 15.3 亿元增至 42.4 亿元，扣非归母净利润从 1.2 亿元增至 4.5 亿元。公司的四大产品体系为智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人，其中智能家居摄像机占比近 70%，高毛利业务云平台服务占比逐年提升，业务结构不断软化。

图6: 萤石网络近 5 年营业收入及增速 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

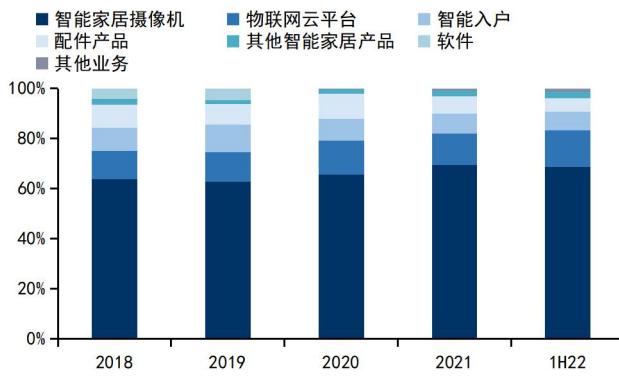
图7: 萤石网络近 5 年归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

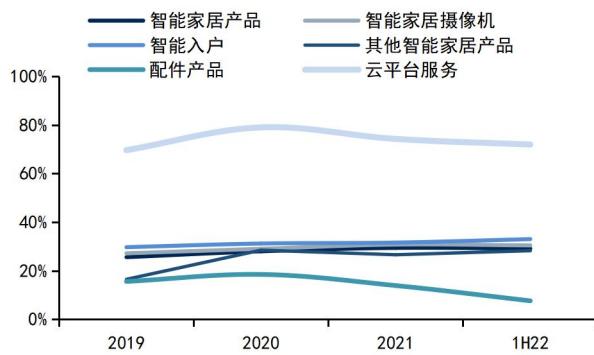
随着智能家居行业从单品智能化到单品互联互通再到系统智能化发展，公司业务价值量有望不断提升。在智能化应用需求驱动下，截至 1H22，萤石物联云平台接入 IoT 设备数已超过 1.82 亿台，萤石物联云平台用户数量突破 1 亿名，月活跃用户近 4000 万名，“萤石云视频”应用中的平均月付费用户数量超过 170 万名，开放平台注册的境内外行业客户近 24 万名。

图8: 萤石网络近 5 年营业结构 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 萤石网络近 5 年产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

随着工业自动化、家居智能化发展，海康机器人与萤石网络为代表的创新业务有望保持高增长，我们看好公司软硬结合的智能物联综合方案解决能力以及在此基础上延伸的创新业务成长空间，预计 22-24 年营收 869/985/1132 亿元，归母净利润 142.3/172.2/202.6 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23/19/16x，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求不及预期；创新业务拓展不及预期；汇率波动风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	35460	34722	42174	48030	55160	营业收入	63503	81420	86903	98527	113221
应收款项	23283	27698	29563	33517	38516	营业成本	33958	45329	51931	57946	66299
存货净额	11478	17974	20449	22743	26010	营业税金及附加	416	561	592	665	772
其他流动资产	3519	4615	4926	5585	6418	销售费用	7378	8586	9651	10724	11945
流动资产合计	74763	86019	98122	110885	127114	管理费用	1790	2132	2539	2590	2861
固定资产	7301	9019	9789	10464	11088	研发费用	6379	8252	8894	10074	11576
无形资产及其他	1251	1304	1252	1200	1148	财务费用	396	(133)	(583)	(743)	(908)
投资性房地产	4522	6540	6540	6540	6540	投资收益	169	174	127	157	153
长期股权投资	864	982	932	932	932	资产减值及公允价值变动	(278)	(486)	(315)	(360)	(324)
资产总计	88702	103865	116636	130021	146822	其他收入	2118	2093	1915	1819	1748
短期借款及交易性金融负债	7507	4672	4968	4968	4870	营业利润	15197	18474	15605	18887	22252
应付款项	14631	17230	19602	21801	24932	营业外净收支	76	(6)	39	37	23
其他流动负债	9087	11390	12980	14387	16369	利润总额	15273	18468	15644	18924	22276
流动负债合计	31225	33292	37550	41156	46171	所得税费用	1595	957	811	981	1155
长期借款及应付债券	1961	3284	3284	3284	3284	少数股东损益	293	710	602	728	857
其他长期负债	1036	1894	2402	2615	3142	归属于母公司净利润	13386	16800	14231	17215	20264
长期负债合计	2997	5178	5686	5900	6426	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	34222	38470	43236	47056	52597	净利润	13678	17511	14833	17943	21121
少数股东权益	685	1934	2255	2643	3099	资产减值准备	165	85	164	35	36
股东权益	53794	63461	71145	80323	91125	折旧摊销	801	826	1146	1464	1709
负债和股东权益总计	88702	103865	116636	130021	146822	公允价值变动损失	278	486	315	360	324
						财务费用	396	(133)	(583)	(743)	(908)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(401)	(8181)	(18)	(3052)	(3422)
每股收益	1.43	1.80	1.51	1.82	2.15	其它	1171	2116	139	368	471
每股红利	0.72	0.84	0.70	0.85	1.00	经营活动现金流	16088	12709	15996	16375	19332
每股净资产	5.76	6.80	7.54	8.51	9.66	资本开支	(2004)	(3098)	(2343)	(2482)	(2641)
ROIC	32%	36%	30%	35%	39%	其它投资现金流	(551)	(58)	50	0	0
ROE	25%	26%	20%	21%	22%	投资活动现金流	(2555)	(3156)	(2293)	(2482)	(2641)
毛利率	47%	44%	40%	41%	41%	权益性融资	(464)	208	97	0	0
EBIT Margin	21%	20%	15%	17%	17%	负债净变化	(2643)	1323	0	0	0
EBITDA Margin	23%	21%	17%	18%	19%	支付股利、利息	(6705)	(7844)	(6645)	(8038)	(9461)
收入增长	10%	28%	7%	13%	15%	其它融资现金流	5252	(3478)	296	0	(99)
净利润增长率	8%	26%	-15%	21%	18%	融资活动现金流	(4560)	(9791)	(6251)	(8038)	(9560)
资产负债率	39%	39%	39%	38%	38%	现金净变动	8509	(421)	7452	5856	7131
息率	2.1%	2.4%	2.1%	2.5%	2.9%	货币资金的期初余额	26516	35025	34604	42056	47912
P/E	24.0	19.1	22.8	18.8	16.0	货币资金的期末余额	35025	34604	42056	47912	55042
P/B	6.0	5.1	4.6	4.0	3.6	企业自由现金流	10561	5247	11391	11602	14389
EV/EBITDA	24.7	20.7	25.5	20.6	17.6	权益自由现金流	13170	3092	12240	12307	15150

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032