

主业疫后复苏逻辑加强，创新业务加快上市步伐

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-12-21

收盘价（元）	33.66
近12个月最高/最低（元）	52.49/28.39
总股本（百万股）	9,431
流通股本（百万股）	9,176
流通股比例（%）	97.29
总市值（亿元）	3174
流通市值（亿元）	3089

分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

分析师：傅欣璐

执业证书号：S0010522100002

邮箱：fuxl@hazq.com

相关报告

海康威视中报点评：业绩短期承压，
海外与创新业务增长迅速

2022-08-12

海康威视21年报点评：业绩表现超
市场预期，引领智能物联新未来

2022-04-15

海康威视深度报告：泛安防篇：AI赋
能主业，EBG铸就第二成长曲线

2022-03-28

主要观点：

● 公司公告

12月10日，公司发布分拆子公司海康机器人至深交所创业板上市的预案修订稿。本次分拆完成后，海康威视股权结构不会发生变化，且仍将维持对海康机器人的控股权。

12月20日，公司子公司萤石网络公布首次IPO并在科创板上市网上中签结果。此前，萤石网络于11月23日IPO上市发行已获证监会注册。

● 点评

展望明年，经济复苏预期强烈，内需有望实现一定程度恢复。“新十条”出台后，各地防疫政策在12月出现动态优化。12月14日，中共中央、国务院印发《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》；15日，国家发改委发布《“十四五”扩大内需战略实施方案》。规划强调强化内需消费、发挥投资作用、提高供给质量等目标，在此目标下，B端与C端消费有望实现一定程度复苏流动；基础设施（交通、能源、水利、物流、生态、民生、信息等）加强建设则有望推动政府端项目恢复；完善技术、数据要素配置加快企业推进数字化改造，数字化解决方案提供商市场机遇提升。

疫后复苏逻辑加强，G端与B端业务恢复可期。前三季度，公司营收与归母净利润分别同比变化+7.36%与-19.38%，利润下滑的原因主要系疫情影响，导致国内部分项目落地延迟与部分行业应用需求收紧。毛利率与净利率分别为42.35%与15.70%，利润率略微下滑的主要由于去年基数较高，以及下游低端产品在今年比例增长等。海康作为头部数字化公司，业务下游布局广泛，主营业务中PBG/EBG/SMBG在业务收入中的占比分别为18.72%/18.33%/16.87%（22年上半年数据）。疫后复苏预期下，公司To G端业务与To B端业务恢复可期：（1）G端业务与政府支出紧密相关，22Q3安防行业景气指数为142，环比Q2上升12pct，同比去年仍下降27pct，展望明年，安防景气有望进一步复苏，政府项目也由单纯公安治理逐渐过渡至视频网联管理。（2）B端项目覆盖能源、地产、金融、教育、工商业等大板块，能源景气背景下，今年能源冶金等板块表现出色，展望明年，工商业、教育等板块有望在政策动态变化后逐步复苏。

公司业绩韧性强劲，数字化领先优势明显，创新业务逐步完成上市。即便在今年国内经济环境充满挑战，海外地缘政治因素不确定的背景下，公司仍然通过调整下游需求订单与上游供应链管理，灵活控制费用支出，实现较为稳定的收入增长，表现出了强有力的业绩韧性。作为头部智能物联网公司，公司积累的感知数据丰富、底层平台基础扎实、可复用组件数量庞大，数字化解决方案领先优势明显。基于此基础下，公司于主业务端扩展海外业务，加快在发展中国家的布局；在新产品端孵化出诸多

创新业务，目前创新子公司萤石网络上市在即，海康机器人也已提交上市预案，计划在明年完成分拆上市进程。

萤石网络看点：智能家居+云平台双业务驱动，一体化 AIoT 能力出色

萤石网络为海康首家独立分拆公司，涵盖“智能家居+云平台服务”双主业，客户包括 C 端（智能家居业务，21 年收入占比 87%）与 B 端（云平台业务，21 年收入占比 13%），业务发展扎实稳健，2018~2021 年收入复合增速高于 40%。(1) 在 C 端业务侧，公司已经搭建完成“萤石”品牌智能家居产品家族，包括智能家居摄像机、智能入户、智能控制、智能服务机器人、宠物看护等产品，截至 21 年，智能家居摄像机市场份额已至 18%，智能门锁等产品销量领先。此外，公司在实现硬件产品的一次性收入后，利用萤石物联网云平台或算法商店，实现可持续的技术增值服务收入，2018~2021 年复合增速高达 48%。(2) 在 B 端业务侧，公司在第三方设备基础上，利用物联云平台能力，提供 PaaS 层的开放平台服务，通过设备接入、运维支撑，及销售 API、SDK、SaaS 组件实现服务收入。2018~2021 年，软件开放平台实现了 97% 的复合增长速度。

此次分拆有助于母公司与子公司更好厘清各自优势，进一步打造“萤石”独立品牌，发挥其硬件端与平台端的特色，利用二级市场提高投融资活跃度。萤石业务最早孵化自海康内部，沿袭了海康极强的硬件产品能力与 AI 平台技术能力，萤石通过自主研发的云平台构建其核心竞争力，成为业内少有的具备一体化服务能力的 AIoT 企业。未来，公司也将进一步强化渠道、品牌、平台能力，发挥视觉与 AI 能力特长。

海康机器人看点：国内领先的机器视觉与移动机器人提供商

海康机器人是国内领先的机器视觉和移动机器人的硬件产品和算法软件平台提供商。与萤石网络股权结构相同，截至上市前，海康机器人由海康威视持有 60% 的股权，员工持股平台阡陌青荷持有 40% 的股权。(1) 机器视觉业务端，技术产品已从 2D 视觉拓展至 3D 视觉，现形成三大产品线——2D 视觉产品线、智能 ID 产品线、3D 视觉产品线，并以 VM 算法软件平台为核心孵化视觉应用生态，面向碎片化工业场景开发应用。(2) 移动机器人业务端，已形成四大类机器人产品线——潜伏、移载、叉式、料箱和两大软件平台——机器人调度系统 RCS、智能仓储系统 iWMS。海康机器人基于母公司的硬件与数据能力，深耕出独具自身特色的算法服务、人机交互、数据融合等领域，实现多行业全场景覆盖。

2019~2021 年，海康机器人净利润分别为 0.45/0.65/4.82 亿元，快速的业绩增长，一方面得益于突出的技术、客户、品牌优势。海康机器人具备视觉定位导航、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、算法优化等领域的技术优势，深耕多年布局 3C 电子、汽车、新能源、半导体等客户的优势，受到了多行业多客户的认可；成为本土领先的机器视觉与 AGV 机器人供应商。

另一方面，机器视觉与 AGV 机器人下游应用领域市场空间广阔。据 M&M 数据预测，至 2025 年全球机器视觉市场规模将超 1200 亿元；据 GGII 预测，至 2025 年我国机器视觉市场规模将达 469 亿元；据 GGII 预测，至 2025 年全球移动机器人市场规模将达 766 亿元，复合增长率近 40%。

本次分拆响应国家资本市场改革政策，海康机器人上市后有望获取二级市场融资，保障机器视觉与移动机器人业务研发投入，提升企业经营与创新能力。

● 投资建议

公司在智能物联领域的定位明确，具备前瞻性的智能感知、AIoT、大数据、云计算等技术积累，在全球化业务危中有机、国内高质量发展大方向确立的背景下，公司未来的市场空间明朗。我们认为 22 年公司业绩仍将呈现一定韧性，23 年业务复苏与创新业务成长可期，长期基本面优势明确。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润为 138.52、186.73、222.20 亿元，对应市盈率为 22.54、16.72、14.05 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

项目落地不及预期，地缘政治产生影响，技术推进不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	81420	90060	101999	117156
收入同比 (%)	28.2%	10.6%	13.3%	14.9%
归属母公司净利润	16800	13852	18673	22220
净利润同比 (%)	25.5%	-17.5%	34.8%	19.0%
毛利率 (%)	44.3%	42.4%	43.3%	43.6%
ROE (%)	26.5%	20.4%	24.2%	24.7%
每股收益 (元)	1.81	1.49	2.01	2.40
P/E	28.91	22.54	16.72	14.05
P/B	7.70	4.59	4.05	3.48
EV/EBITDA	23.97	19.85	14.18	11.59

资料来源: Wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	86019	95749	10967	12858	营业收入	81420	90060	101999	117156
现金	34722	38846	46492	58067	营业成本	45329	51903	57877	66131
应收账款	26175	30936	35090	40364	营业税金及附加	561	630	714	820
其他应收款	360	493	559	642	销售费用	8586	10717	11220	12887
预付账款	506	579	646	738	管理费用	2132	2954	3162	3632
存货	17974	19328	20856	22148	财务费用	-133	-29	-132	-220
其他流动资产	6283	5567	6036	6630	资产减值损失	-448	-580	-550	-500
非流动资产	17845	16888	15884	14856	公允价值变动收益	-38	0	0	0
长期投资	982	982	982	982	投资净收益	174	180	153	176
固定资产	6696	6900	6476	5739	营业利润	18474	15279	20622	24540
无形资产	1304	1304	1304	1304	营业外收入	76	100	100	100
其他非流动资产	8863	7702	7121	6830	营业外支出	82	80	100	100
资产总计	10386	11263	12556	14344	利润总额	18468	15299	20622	24540
流动负债	33292	37447	41100	46239	所得税	957	1377	1856	2209
短期借款	4075	4075	4075	4075	净利润	17511	13922	18766	22332
应付账款	15890	20761	23151	26453	少数股东损益	710	70	94	112
其他流动负债	13327	12611	13874	15712	归属母公司净利润	16800	13852	18673	22220
非流动负债	5178	5178	5178	5178	EBITDA	19274	14186	19321	22646
长期借款	3284	3284	3284	3284	EPS (元)	1.81	1.49	2.01	2.40
其他非流动负债	1894	1894	1894	1894					
负债合计	38470	42625	46278	51418					
少数股东权益	1934	2003	2097	2209					
股本	9336	9431	9431	9431					
资本公积	5404	5464	5464	5464					
留存收益	48721	53113	62292	74923					
归属母公司股东权益	63461	68008	77187	89818					
负债和股东权益	10386	11263	12556	14344					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	12709	13534	17291	21292	成长能力				
净利润	16800	13852	18673	22220	营业收入	28.2%	10.6%	13.3%	14.9%
折旧摊销	1091	957	1004	1028	营业利润	21.6%	-17.3%	35.0%	19.0%
财务费用	302	315	315	315	归属于母公司净利	25.5%	-17.5%	34.8%	19.0%
投资损失	-174	-180	-153	-176	获利能力				
营运资金变动	-6660	-2431	-3581	-3095	毛利率(%)	44.3%	42.4%	43.3%	43.6%
其他经营现金流	24811	17304	23287	26315	净利率(%)	20.6%	15.4%	18.3%	19.0%
投资活动现金流	-3156	209	163	187	ROE(%)	26.5%	20.4%	24.2%	24.7%
资本支出	-3034	29	10	12	ROIC(%)	23.4%	15.4%	19.0%	19.6%
长期投资	-228	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	105	180	153	176	资产负债率(%)	37.0%	37.8%	36.9%	35.8%
筹资活动现金流	-9791	-9619	-9809	-9903	净负债比率(%)	58.8%	60.9%	58.4%	55.9%
短期借款	76	0	0	0	流动比率	2.58	2.56	2.67	2.78
长期借款	1323	0	0	0	速动比率	1.96	1.99	2.11	2.26
普通股增加	-8	95	0	0	营运能力				
资本公积增加	225	60	0	0	总资产周转率	0.78	0.80	0.81	0.82
其他筹资现金流	-11408	-9775	-9809	-9903	应收账款周转率	3.11	2.91	2.91	2.90
现金净增加额	-421	4124	7646	11576	应付账款周转率	2.85	2.50	2.50	2.50

每股指标(元)					估值比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	P/E	22.54	16.72	14.05	
每股收益	1.81	1.49	2.01	2.40	P/B	7.70	4.59	4.05	3.48
每股经营现金流	1.36	1.46	1.86	2.30	EV/EBITDA	23.97	19.85	14.18	11.59
每股净资产	6.80	7.33	8.32	9.68					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。