

海康威视 (002415)

全球安防领军者，开启 AIOT 新纪元

行业：计算机/计算机设备
 投资评级：买入（首次）
 当前价格：35.85 元
 目标价格：43.50 元

投资要点：

► 安防龙头转型智能物联 AIoT，引领行业创新升级

海康威视是全球安防领域的领军企业，深耕视频监控领域，连续多年稳居行业全球第一。据 Omdia 报告，海康威视 2022 年全球视频监控领域市占率达 25.9%，远超排名第 2 的大华股份，连续多年保持行业第一位置。2021 年，公司以安防技术创新为核心，将业务领域重新定位于“智能物联 AIoT”，致力于将物联感知、人工智能、大数据技术服务于各行各业，引领智能物联新未来，打开了长期成长的新空间。

► 智能安防打开成长天花板，AIoT 市场前景广阔

随着 AI 技术的突破和产品功能的持续创新，公司逐步拓展至“泛安防”领域，智能化发展成为行业增长的新引擎。据中商产业研究院预测，2025 年中国智能安防软硬件市场规模有望达到 913 亿元，2023-2025 年 CAGR 达 14.02%。此外，“泛安防”领域具有用户分散、项目单价低、非标准化高的“碎片化”特征，公司凭借多年的视频监控数据积累，有望把握行业发展机遇，进一步加深护城河，充分享受行业发展的红利。据 IDC 预测，2026 年全球物联网（企业级）支出规模有望扩大到 1.1 万亿美元，2022-2026 年复合增长率达 10.7%，前景广阔。

► 内部跟投机制激发创新活力，孵化“核心增长引擎”

2015 年，公司建立了独具特色的内部跟投机制，实施创新业务子公司项目跟投，通过合理的股权分配和决策机制，深度绑定公司平台、核心员工与创新业务三者的利益，持续赋能创新业务发展。截至目前，公司已孵化出 8 大创新业务平台。2016-2022 年，公司创新业务收入从 6.48 亿元增长至 150.70 亿元，CAGR 达 68.95%；收入贡献占比从 2.03% 提升至 18.12%，逐渐成为公司的核心增长引擎。

► 盈利预测、估值与评级

我们预测公司 2023-2025 年营业收入分别为 856.73/953.95/1108.66 亿元，增速分别为 3.01%/11.35%/16.22%，3 年 CAGR 达 10.06%；归母净利润分别为 133.48/162.12/199.23 亿元，同比增速分别为 3.98%/21.46%/22.89%；EPS 分别为 1.43/1.74/2.14 元/股。可比公司 24 年平均 PE 为 19 倍，鉴于公司全球安防领域龙头的市场地位，给予公司 2024 年 25xPE，对应市值 4053 亿元，目标价 43.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业景气度不及预期，全球化进程不及预期，智能安防渗透率不及预期，行业训练模型迭代不及预期，汇率大幅波动的风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	9,330.60/9,108.43
流通 A 股市值(百万元)	326,537.33
每股净资产(元)	7.66
资产负债率(%)	39.75
一年内最高/最低(元)	48.84/29.53

股价相对走势



作者

分析师：姜青山
 执业证书编号：S0590523050001
 邮箱：jiangqs@glsc.com.cn
 分析师：黄楷
 执业证书编号：S0590522090001
 邮箱：huangk@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	81420	83166	85673	95395	110866
增长率(%)	28.21%	2.14%	3.01%	11.35%	16.22%
EBITDA(百万元)	19425	15200	17685	21779	26941
归母净利润(百万元)	16800	12837	13348	16212	19923
增长率(%)	25.51%	-23.59%	3.98%	21.46%	22.89%
EPS(元/股)	1.80	1.38	1.43	1.74	2.14
市盈率(P/E)	19.7	25.8	24.9	20.5	16.6
市净率(P/B)	5.2	4.9	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA	24.2	20.4	17.3	14.0	11.3

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 11 月 23 日收盘价

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

安防行业正处于创新变革的关键时期，视频分析、人像识别、数据分析等技术水平显著提升，安防行业边界逐渐模糊，泛安防时代已经到来。在此背景下，能够满足碎片化场景的智能安防需求，具备强大的数据资源和 AI 训练平台创新能力的公司，其价值日益凸显。海康威视作为全球安防龙头，将业务领域重新定位于“智能物联 AIoT”，完成了组织架构优化，建立了内部创新跟投机制，不断提升竞争力，打开了长期发展的天花板，有望逐步恢复业绩增长、实现较快发展。

不同于市场的观点

(1) 市场普遍担忧安防行业发展进入阶段性瓶颈，行业格局稳定、渗透率进一步提升难度较大，对海康威视的长期营收增长构成挑战。

(2) 我们认为，公司凭借在安防领域的多年积累，转型智能物联 AIoT 领域，充分受益于企业数字化转型发展趋势，打开了成长的天花板，为公司的未来发展提供了有力支撑，公司业绩增长仍有较大潜力。同时，公司积极拓展海外市场，建立 8 大业务创新平台，为公司的业绩增长提供了新的动力来源，有望帮助公司尽快走出景气度谷底，实现业绩的“二次腾飞”。

核心假设

PBG 业务：随着地方政府财政压力的缓解，经济建设动力有望逐渐展现。PBG 业务收入有望从 2022 年的 161.35 亿元增长至 2025 年的 167.15 亿元，3 年 CAGR 约为 1.19%。2023-2025 年毛利率分别为 46.5%、47.5%、48%。

EBG 业务：伴随国内经济复苏，企业数字化转型进程有望逐渐加快。EBG 业务收入有望从 2022 年的 165.05 亿元增长至 2025 年的 215.05 亿元，3 年 CAGR 约为 9.22%，2023-2025 年毛利率分别为 45%、46%、47%。

SMBG 业务：中小企业经营与宏观经济高度相关。随着经济复苏的进程逐渐加快，SMBG 业务收入有望从 2022 年的 124.97 亿元增长至 2025 年的 137.46 亿元，3 年 CAGR 约为 3.23%，2023-2025 年毛利率分别为 43%、44%、45.5%。

境外主业：公司在海外因地制宜，优化市场资源配置，为海外客户提供全链路的本地化支持，完善全球营销网络。境外主业收入有望从 2022 年的 220.32 亿元增长至 2025 年的 313.16 亿元，3 年 CAGR 约为 12.44%，2023-2025 年毛利率分别为 44%、45%、45.5%。

创新业务：伴随公司持续积累技术储备以及业务领域不断拓宽，创新业务收入有望从 2022 年的 150.70 亿元增长至 2025 年的 266.74 亿元，3 年 CAGR 约为 20.96%，2023-2025 年毛利率分别为 42%、42.5%、42%。

盈利预测、估值与评级

我们预测，公司 2023-2025 年营业收入分别为 856.73/953.95/1108.66 亿元，增速分别为 3.01%/11.35%/16.22%，3 年 CAGR 达 10.06%；归母净利润分别为 133.48/162.12/199.23 亿元，同比增速分别为 3.98%/21.46%/22.89%；EPS 分别为 1.43/1.74/2.14 元/股。可比公司 24 年平均 PE 为 19 倍，鉴于公司全球安防领域龙头的市场地位，给予公司 2024 年 25xPE，对应市值 4053 亿元，目标价 43.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

正文目录

1.	全球安防领军者，转型智能物联 AIoT	5
1.1	科技赋能，全球安防龙头向“智能物联 AIoT”转型	5
1.2	实控人为中电科集团，国资背景雄厚	5
1.3	境内业务稳健发展，创新业务平台渐入佳境	6
1.4	开展常态化股权激励，内部创新跟投机制优异	8
2.	智能安防打开成长空间，AIoT 产业前景广阔	9
2.1	泛安防时代，呈现“高度智能化、场景碎片化”特征	9
2.2	视频监控市场寡头垄断，智能安防打开成长天花板	11
2.3	政策持续加码保驾护航，助力企业数字化转型	12
2.4	AIoT 市场空间超十万亿，即将步入高速发展期	14
3.	科技深度赋能，安防龙头向智能物联领军者迈进	17
3.1	组织架构迭代升级，营销&产品矩阵日益丰富	17
3.2	智能物联引领数字化转型，“国际+创新”拓展多元成长空间	19
3.3	行业数据赋能 AI 开放平台，实现碎片化场景规模效应	25
3.4	人员扩张致利润率承压，2023 年有望边际改善	26
4.	盈利预测、估值与投资建议	27
4.1	盈利预测	27
4.2	估值与投资建议	29
5.	风险提示	30

图表目录

图表 1:	海康威视发展历程	5
图表 2:	海康威视股权结构	6
图表 3:	海康威视现任主要高管情况	6
图表 4:	2013-2022 年海康威视营业收入情况	7
图表 5:	2013-2022 年海康威视归母净利润情况	7
图表 6:	2013-2022 年海康威视净资产收益率情况	7
图表 7:	2022 年海康威视营业收入构成情况	8
图表 8:	2020-2022 年海康威视营业收入构成情况汇总	8
图表 9:	海康威视股权激励方案汇总	9
图表 10:	2016-2022 年创新业务发展情况汇总	9
图表 11:	智能安防产业链	10
图表 12:	泛安防行业趋势图	10
图表 13:	安防市场分布图	10
图表 14:	2022-2032 年全球安防市场规模及预测	11
图表 15:	2022 年全球安防市场分布情况	11
图表 16:	2016-2022 年中国安防市场规模	11
图表 17:	2020-2025 年中国智能安防软硬件市场规模	11
图表 18:	2022 全球安防 50 强榜单前十名	12
图表 19:	《物联网新型基础设施建设三年行动计划》要点归纳	13
图表 20:	2016-2022 年 GDP 及数字经济增速情况汇总	14
图表 21:	2017-2022 年产业数字化规模情况汇总	14
图表 22:	云眸打造智慧门店可视化管理方案	15
图表 23:	云眸助力金融网点智慧服务场景	15
图表 24:	2023 年中国 AIoT 产业全景图谱	15
图表 25:	2021-2026 年全球物联网支出规模及预测	16
图表 26:	2018-2022 年中国 AIoT 市场规模及预测	16
图表 27:	中国 AIoT 产业发展阶段	16
图表 28:	海康威视业务构成	17
图表 29:	海康威视布局全球营销网络	17

图表 30:	海康威视产品矩阵.....	18
图表 31:	2019-2022 年公司境内各业务收入情况.....	19
图表 32:	2019-2022 年公司境内外及创新业务收入.....	19
图表 33:	海康威视 PBG 数智基座架构.....	19
图表 34:	2018-2022 年海康威视 PBG 业务收入情况.....	20
图表 35:	夯实智能物联底座,提升价值交付能力.....	20
图表 36:	围绕两大核心业务领域,推动行业转型升级.....	20
图表 37:	2018-2022 年海康威视 EBG 业务收入情况.....	21
图表 38:	2016-2025 年中国数字经济总体规模及预测.....	21
图表 39:	走向“解决方案+服务提供”双循环生态.....	21
图表 40:	2018-2022 年海康威视 SMBG 业务收入情况.....	22
图表 41:	海康威视业务覆盖全球主要国家和地区.....	22
图表 42:	2019-2022 年海康威视境外主业收入情况.....	23
图表 43:	海康机器股权结构(截至 2023 年 6 月 30 日).....	23
图表 44:	海康威视跟投计划权益架构(以海康机器为例).....	24
图表 45:	2016-2022 年海康威视创新业务收入情况.....	24
图表 46:	2016-2022 年海康威视创新业务收入占比.....	24
图表 47:	海康威视 AI 开放平台产品架构.....	25
图表 48:	海康威视 AI 开放平台优势.....	25
图表 49:	2018-2022 年海康威视利润率情况.....	26
图表 50:	2018-2022 年海康威视各项费用率情况.....	26
图表 51:	2016-2022 年海康威视研发投入情况.....	26
图表 52:	2018-2022 年海康威视研发人数情况.....	26
图表 53:	2016-2022 年海康威视资产负债情况.....	27
图表 54:	2018-2022 年海康威视经营活动现金流情况.....	27
图表 55:	海康威视营收测算汇总(亿元).....	28
图表 56:	海康威视费用率预测.....	29
图表 57:	海康威视营收测算汇总(亿元).....	29

1. 全球安防领军者，转型智能物联 AIoT

1.1 科技赋能，全球安防龙头向“智能物联 AIoT”转型

➤ 深耕视频监控领域二十载，转型“智能物联 AIoT”提供商

海康威视成立于 2001 年，持续深耕视频安防视频监控领域，并于 2010 年在深交所挂牌上市。公司秉承“以客户为中心”的理念，不断推进技术创新和产品升级，为全球超过 15 万个客户提供优质的服务。据 Omdia 报告，公司连续多年蝉联视频监控行业全球第一，2022 年全球视频监控市场占有率达 25.9%。2021 年，公司将业务领域重新定位于“智能物联 AIoT”，致力将物联感知、人工智能、大数据技术服务于千行百业，引领智能物联新未来。

➤ 历经数字化、网络和高清化、智能化三大发展阶段

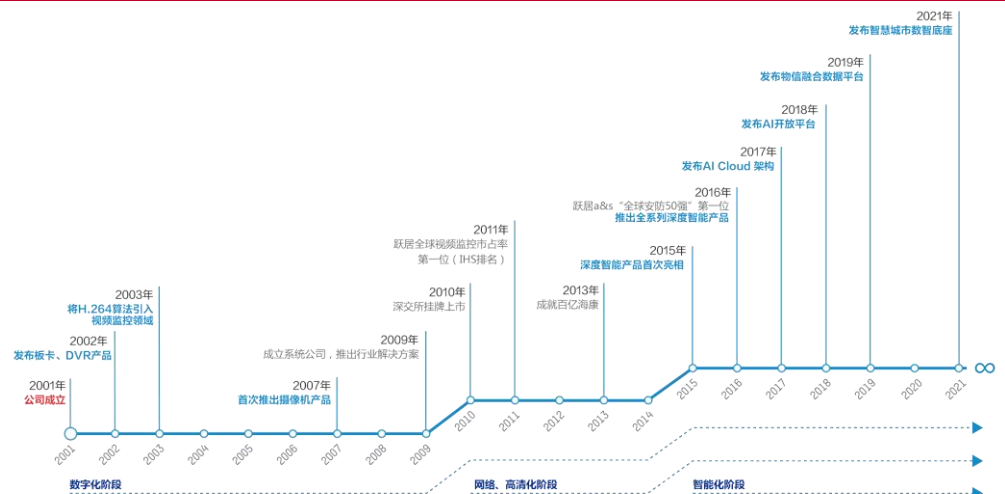
海康威视自成立以来发展历程，大致可以分为三个阶段：

(1) 数字化阶段（2001-2009），起步期：公司凭借自主研发的视频压缩板卡和录像机产品，将 H.264 算法引入视频监控领域，抓住了安防技术和产品升级换代的发展机遇，实现了从模拟视频监控向数字视频监控的转变。

(2) 网络、高清化阶段（2010-2014），快速发展期：公司于 2010 年完成深交所挂牌上市，募投资金用于产能扩张及项目研发，迅速跃居全球视频监控领域市占率第一位，并于 2013 年首次实现营收突破百亿元、成就“百亿海康”。

(3) 智能化阶段（2015-至今），转型升级期：2015 年以来，公司陆续推出全系列深度智能产品，并发布了 AI Cloud 架构、AI 开放平台、物信融和数据平台、智慧城市数智底座等创新技术和产品，实现了从网络高清视频监控向智能物联网解决方案和大数据服务商的转变。

图表1：海康威视发展历程



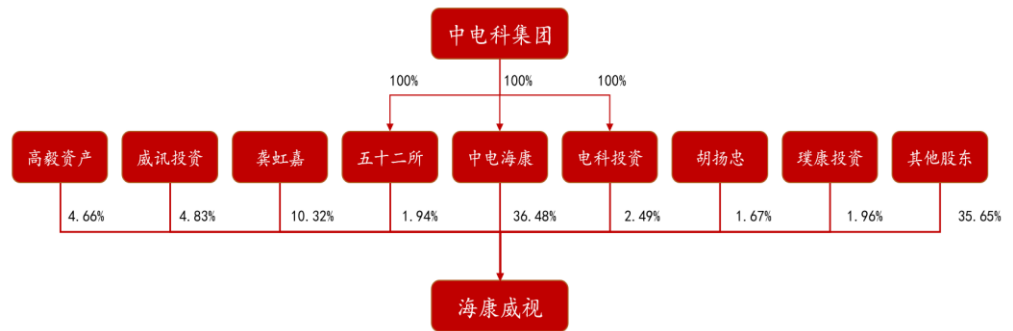
资料来源：公司官网，国联证券研究所

1.2 实控人为中电科集团，国资背景雄厚

截至 2023 年三季报，中电海康是海康威视的第一大股东，持股比例为 36.48%；龚虹嘉是公司的第二大股东，也是最大的个人股东和公司最早的风险投资人，持股比例为 10.32%；第三大股东威讯投资是公司的员工持股平台，持股比例为 4.83%；公司

总经理胡扬忠位列前十大股东，持股比例为 1.67%。中电科集团是国资委直属企业，是国家重要的电子信息技术研究和产业化基地，也是公司的实际控制人，通过中电海康、电科投资和五十二所合计持股 40.91%。海康威视作为中电科集团旗下最大的子公司，背靠国资委，拥有强大的资源禀赋和政策支持力度。同时，公司通过员工持股平台，构建了长效的激励体系，助力创新可持续发展。

图表2：海康威视股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

海康威视董事长陈宗年，管理学博士，历任深圳高科润电子有限公司副总经理、浙江海康信息技术股份有限公司董事兼总经理、浙江海康集团有限公司董事兼总经理、中国电子科技集团公司第五十二研究所所长，现任中国电子科技集团有限公司总经理助理，中电海康集团有限公司董事长，凤凰光学股份有限公司董事长。海康威视总经理胡扬忠，工学硕士，研究员级高级工程师，1989 年 6 月至 2001 年 12 月，任五十二所工程师；2001 年 12 月起，任海康威视有限公司董事、总经理。陈宗年、胡扬忠均为海康威视的创始人，具有深厚的技术基础和丰富的行业经验。他们以共同的愿景和使命为纽带，形成了强大的凝聚力和执行力，为公司的发展奠定了坚实的基础。

图表3：海康威视现任主要高管情况

姓名	职务	任期起始日期	任期终止日期
陈宗年	董事长	2008 年 6 月 19 日	2024 年 3 月 4 日
屈力扬	董事	2018 年 3 月 7 日	2024 年 3 月 4 日
王秋潮	董事	2021 年 3 月 5 日	2024 年 3 月 4 日
胡扬忠	董事、总经理	2001 年 12 月 18 日	2024 年 3 月 4 日
洪天峰	监事会主席	2021 年 3 月 5 日	2024 年 3 月 4 日
金艳	财务负责人、高级副总经理	2015 年 7 月 22 日	2024 年 3 月 11 日
黄方红	董事会秘书、高级副总经理	2016 年 4 月 8 日	2024 年 3 月 11 日

资料来源：公司年报，国联证券研究所

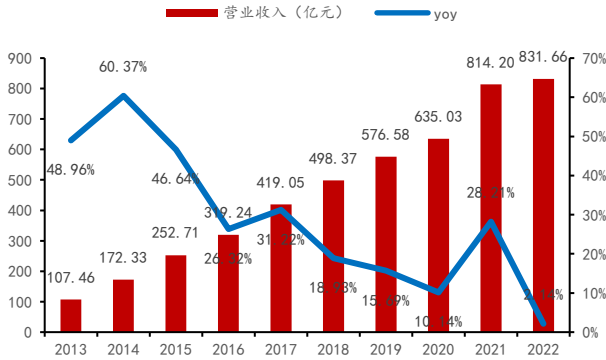
1.3 境内业务稳健发展，创新业务平台渐入佳境

➤ “增收难增利”，2022 年归母净利润首次下滑

2013-2022 年，海康威视营业收入、归母净利润呈上升趋势。其中，营业收入从 2013 年的 107.46 亿元增长至 2022 年的 831.66 亿元，10 年 CAGR 达 22.71%；归母净利润从 2013 年的 30.67 亿元增长至 2022 年的 128.37 亿元，10 年 CAGR 达 15.39%。

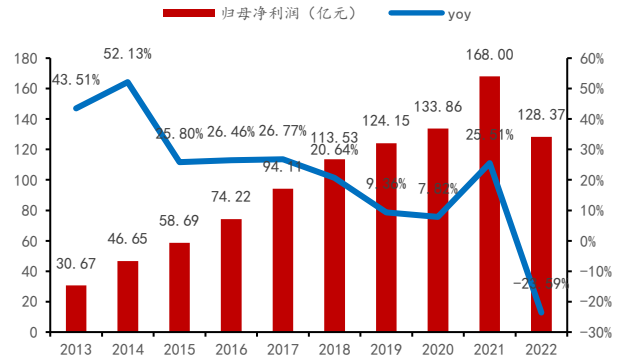
但是,公司整体业绩增速逐渐下滑,且归母净利润增速长期低于营业收入增速,陷“增收难增利”困境。2022年,公司归母净利润为128.37亿元,同比下降23.59%,自上市以来首次出现利润负增长。

图表4: 2013-2022年海康威视营业收入情况



资料来源: 同花顺 iFinD, 国联证券研究所

图表5: 2013-2022年海康威视归母净利润情况

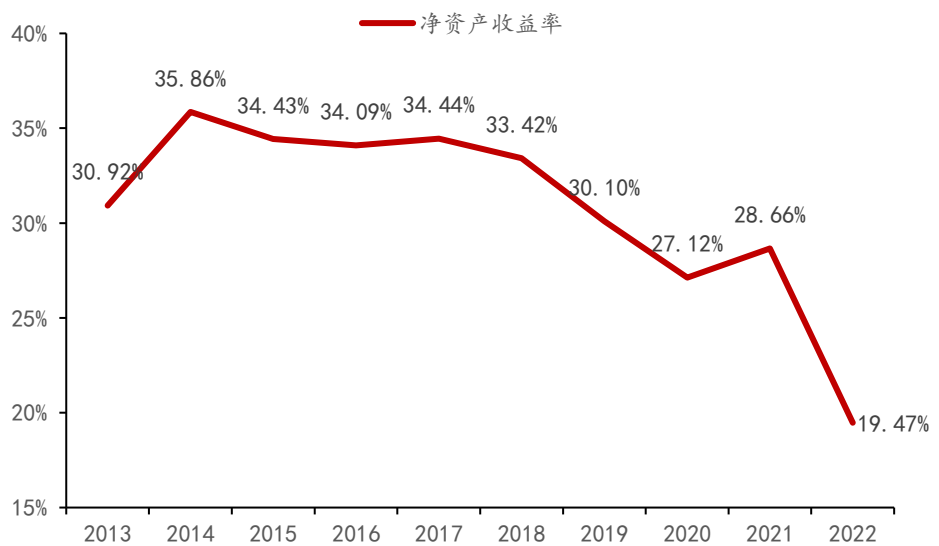


资料来源: 同花顺 iFinD, 国联证券研究所

➤ 全球安防市场领军者, 净资产收益率有望逐步修复

作为全球安防市场的领军者,海康威视长期保持着高水平的盈利能力和股东回报率,2013-2021年ROE始终维持在25%以上。2022年,受国际局势复杂多变、国内市场竞争激烈、新兴业务板块投入加大等因素影响,公司ROE出现了较大幅度下滑,同比下降9.19pct至19.47%。其中,净利润率从2021年的21.51%下滑至2022年的16.30%,是导致ROE明显下滑的直接原因。我们认为,随着国内经济复苏步伐加快、国际业务风险控制能力提升、创新业务板块投资效率优化,公司的盈利能力和ROE水平有望逐步恢复至正常水平。

图表6: 2013-2022年海康威视净资产收益率情况



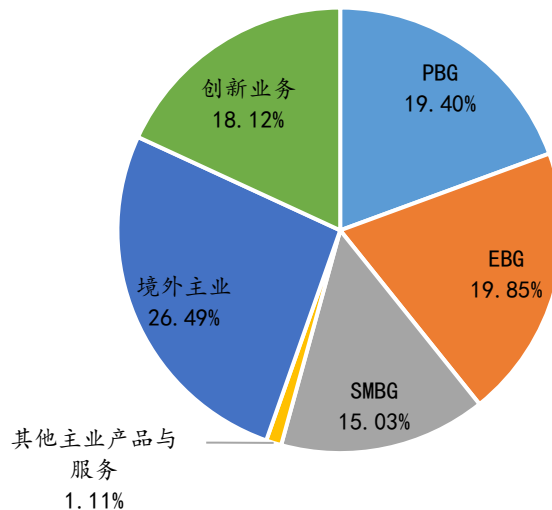
资料来源: 同花顺 iFinD, 国联证券研究所

➤ 2018年完成组织架构调整, 聚焦三大事业群及两大业务板块

2018年,为适应市场变化和客户需求,公司完成了国内业务组织架构的重大调

整，将原有的公安、交通、司法、金融、文教卫、能源和楼宇等七大行业事业部调整为公共服务事业群（PBG）、企事业事业群（EBG）、中小企业事业群（SMBG）三大事业群。此外，公司持续布局国际业务，还构建了萤石网络、海康机器人、海康微影、海康汽车电子、海康存储、海康消防、海康睿影、海康慧影等八大创新业务体系。2022年，海康威视 PBG、EBG、SMBG 业务收入占比分别为 19.40%、19.85%、15.03%，境外业务收入占比为 26.49%，创新业务收入占比为 18.12%。

图表7：2022 年海康威视营业收入构成情况



资料来源：公司年报，国联证券研究所

➤ 境内主业仍是主要收入来源，创新业务贡献重要增长力量

2022 年，公司营业总收入为 831.66 亿元。其中，境内主业收入为 460.64 亿元，占比 55.39%，是公司的主要收入来源。2020-2022 年，公司创新业务收入分别为 61.68 亿元、122.71 亿元、150.70 亿元，CAGR 达 56.31%。创新业务发展平台初见成效，实现了快速增长，是公司营收增长的主要动力。同期，公司的境外主业收入分别为 164.44 亿元、189.26 亿元、220.32 亿元，CAGR 达 15.75%，实现了稳健发展。

图表8：2020-2022 年海康威视营业收入构成情况汇总

		2020 年营业收入 (亿元)	2021 年营业收入 (亿元)	2022 年营业收入 (亿元)
境内主业	PBG	159.87	191.61	161.35
	EBG	147.24	166.29	165.05
	SMBG	92.09	134.9	124.97
	其他主业产品与服务	9.71	9.43	9.27
境外主业	主业产品与服务	164.44	189.26	220.32
创新业务		61.68	122.71	150.7
合计		635.03	814.2	831.66

资料来源：公司年报，国联证券研究所

1.4 开展常态化股权激励，内部创新跟投机制优异

➤ 重视长期人才激励政策，发展常态化股权激励

海康威视自成立以来，始终秉持长期人才激励理念，早在 2007 年就对核心管理

层进行股权激励。自 2010 年上市后，公司每两年推出一轮股权激励方案，至今已累计实施 5 轮股权激励。该激励机制不仅能够有效将新入职员工纳入激励范围，还能够持续激发中高层及核心员工的积极性和创造力，保持人才团队的稳定性和活力，实现了企业与人才团队的共赢。

图表9：海康威视股权激励方案汇总

期数	年份	激励股数 (万股)	占当时总股本比例	转让价格 (元)	有效期 (年)
第一期	2012	9941.72	1.06%	29.71	10
第二期	2014	12651.83	1.37%	16.98	10
第三期	2016	5355.70	0.88%	12.63	10
第四期	2018	5331.51	1.33%	9.25	10
第五期	2020	861.16	0.43%	10.65	10

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

➤ 建立内部创新跟投机制，保障持续创新动力

对于高科技企业，创新是发展的根本动力。随着企业规模的持续增长、市场生态格局日趋稳定、团队创业激情逐渐衰退，如何保障持续的创新动力成为企业发展的关键问题。2015 年，海康威视为促进创新业务孵化，发布了《核心员工跟投创新业务管理办法》，确立了创新业务跟投机制，搭建了创新业务内部孵化平台。截至目前，公司以视频技术为核心，向智能家居、机器人、汽车电子、热成像、存储、消防、安检、医疗等应用领域拓展，打造了萤石网络、海康机器人、海康汽车电子、海康微影、海康智慧存储、海康消防、海康睿影、海康慧影等 8 大创新业务平台。2016-2022 年，公司创新业务同比增速远高于其他业务，收入占比逐年提升。

图表10：2016-2022 年创新业务发展情况汇总

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
其他业务收入 (亿元)	312.76	397.78	471.4	532.21	573.35	691.49	680.96
其他业务同比增速	/	27.18%	18.51%	12.90%	7.73%	20.61%	-1.52%
创新业务收入 (亿元)	6.48	16.55	26.97	44.37	61.68	122.71	150.7
创新业务同比增速	/	155.40%	62.96%	64.52%	39.01%	98.95%	22.81%
创新业务收入占比	2.03%	3.99%	5.41%	7.70%	9.71%	15.07%	18.12%

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

2. 智能安防打开成长空间，AIoT 产业前景广阔

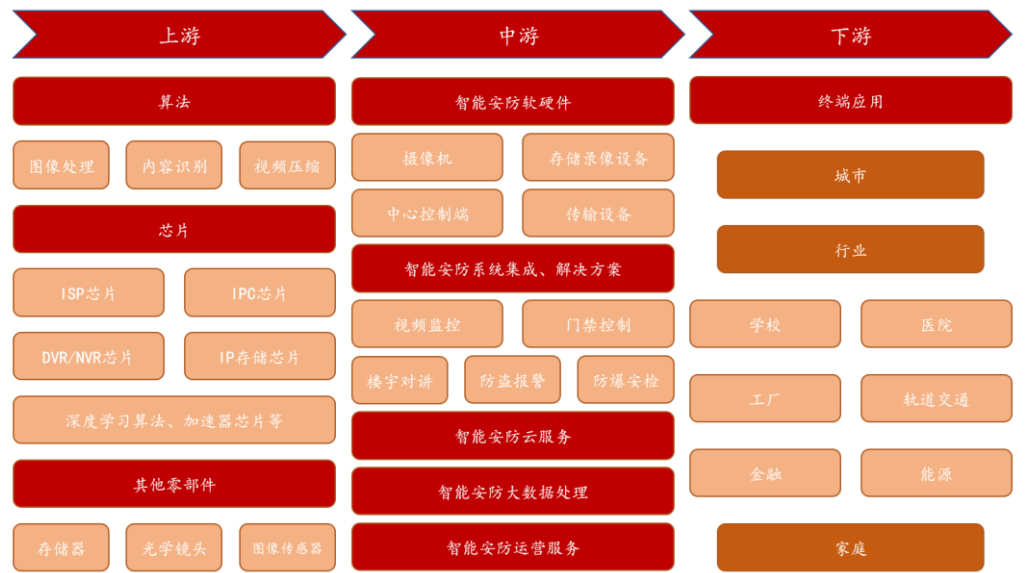
2.1 泛安防时代，呈现“高度智能化、场景碎片化”特征

➤ 智能安防产业链梳理

安防行业是国家安全和社会稳定的重要保障，随着国家推动实体经济数字化转型，安防行业也正在逐步实现向数字化、智能化转型。智能安防产业链涵盖了上游的

算法、芯片、存储器、图像传感器等核心零部件，中游的硬件和系统集成或运营服务，下游的城市、家庭、学校、医院、轨道交通、金融等多个应用领域。智能安防产业链参与者呈现出多样化特征，既包括传统安防龙头海康威视、大华股份，也包括以依图科技、云从科技、商汤科技、旷世科技为代表的算法及解决方案提供商，还包括高新兴、易华录、佳都科技等运营服务商。

图表11：智能安防产业链

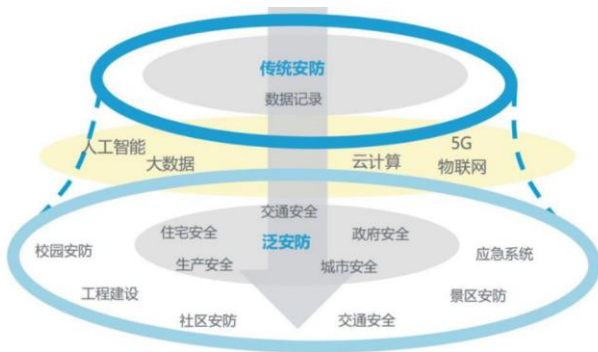


资料来源：前瞻产业研究院，国联证券研究所

泛安防时代，高度智能化、场景碎片化

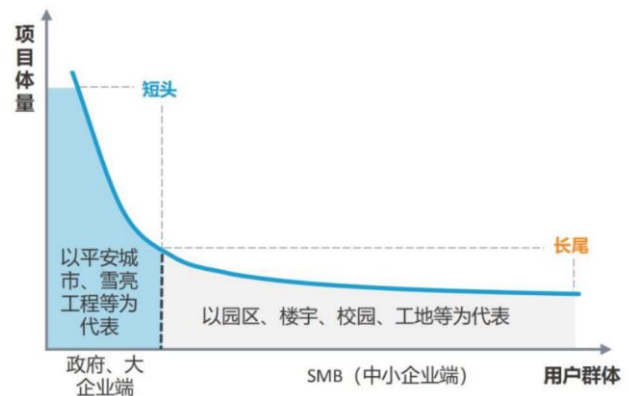
随着安防产品功能不断丰富和创新，视频分析、人像识别、数据分析等技术水平显著提升，安防行业边界逐渐拓展和模糊。安防行业从传统的社会治安、犯罪防范等领域向更广泛的领域渗透，与交通、教育、医疗、金融等多个行业实现了深度融合，形成了泛安防的新格局。在泛安防时代，安防行业的应用场景更加多元化和细分化，安防需求更加个性化和定制化，安防市场呈现出明显的碎片化特征。碎片化市场具有用户分散、项目单价低、非标准化高的特点，这给安防企业带来了更高的服务要求和成本压力，但也蕴藏了较大的发展潜力，有望为泛安防市场创造新的市场机遇。

图表12：泛安防行业趋势图



资料来源：亿欧智库，国联证券研究所

图表13：安防市场分布图



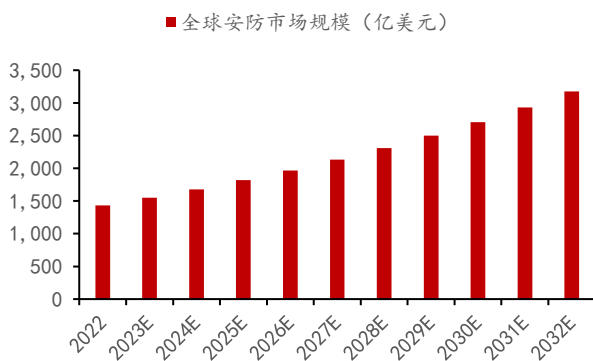
资料来源：亿欧智库，国联证券研究所

2.2 视频监控市场寡头垄断，智能安防打开成长天花板

➤ 安全威胁带动市场需求，智能安防打开成长空间

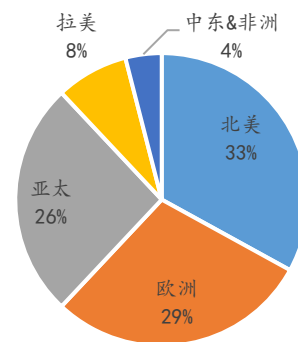
随着全球化进程的放缓，各国面临着日益复杂的安全挑战，尤其是北美和欧洲地区，频繁发生的民族主义冲突、难民安置难题、恐怖袭击事件等，对人民的生命财产安全造成了严重的威胁。在此背景下，安防市场需求有望持续增长。据 Precedence Research 数据及预测，2022 年全球安防市场规模为 1430.7 亿美元，2032 年有望达到 3175.7 亿美元，CAGR 达 8% 以上；地域分布方面，2022 年，北美和欧洲是全球前两大安防市场，市场占比分别为 33% 和 29%。同时，大数据、人工智能、物联网等新兴技术有望推动安防市场智能化发展趋势，也为市场带来了新的发展动力。

图表14：2022-2032 年全球安防市场规模及预测



资料来源：Precedence Research, 国联证券研究所

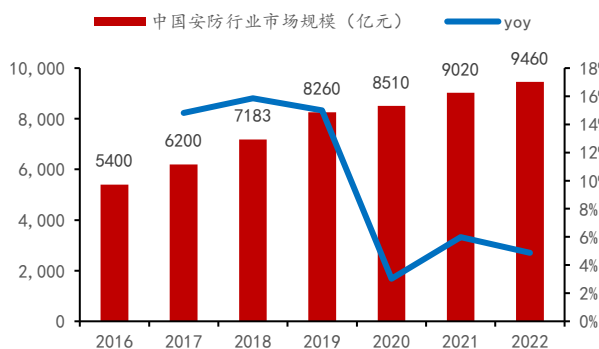
图表15：2022 年全球安防市场分布情况



资料来源：Precedence Research, 国联证券研究所

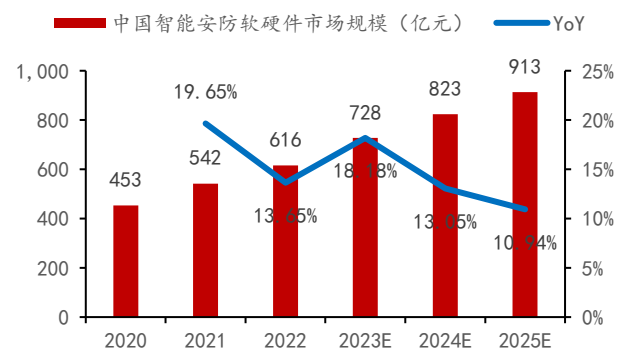
据中商产业研究院，2022 年中国智能安防渗透率仅为 6.51%，低于全球平均水平，反映了中国智能安防市场存在较大的发展潜力。随着人工智能、大数据、云计算等技术的不断创新和应用，以及政府、企业和个人对安防需求的不断提升，中国安防智能化发展有望持续加速。据中商产业研究院预测，2025 年中国智能安防软硬件市场规模有望增长至 913 亿元，2023-2025 年 CAGR 达 14.02%。我们认为，中国安防市场正处于转型升级的关键期，智能安防市场规模的快速增长以及渗透率的逐步提高，有望为中国安防市场带来新的增长动力和竞争优势。

图表16：2016-2022 年中国安防市场规模



资料来源：CPS 中安网, 国联证券研究所

图表17：2020-2025 年中国智能安防软硬件市场规模



资料来源：中商产业研究院, 国联证券研究所

➤ 全球安防市场格局分散，视频监控领域寡头垄断

据 a&s《安全自动化》发布的《2022 年全球安防 50 强榜单》，全球安防市场排名前 10 的企业的营收总和为 230 亿美元，CR10 仅为 7.0%，市场格局较为分散。其中，海康威视以 100.97 亿美元的营业收入位居第一，市占率约为 3.1%。这是海康威视自 2016 年超越霍尼韦尔登顶后，第 6 次蝉联榜首。从地域分布来看，中国是全球安防市场的主要竞争者，数量多达 21 家，占全球安防 50 强的 42%。展望未来，中国安防企业有望通过成本优势和技术优势实现“出海”，开辟新的增长曲线。

图表18：2022 全球安防 50 强榜单前十名

2022 年排名	2021 年排名	公司名称	国家/地区	2021 年销售收入 (百万美元)
1	1	海康威视	中国	10097.0
2	2	大华股份	中国	5089.2
3	3	亚萨合莱	瑞典	3320.4
4	4	安迅士通讯	瑞典	1362.9
5	5	摩托罗拉 Solutions	美国	1226.0
6	6	宇视科技	中国	941.3
7	7	天地伟业	中国	825.1
8	8	安朗杰	美国	602.2
9	10	韩华科技	韩国	593.4
10	11	爱峰	日本	473.4

资料来源：a&s《安全自动化》，国联证券研究所

视频监控作为安防行业的核心领域，能够实现对各种场景的实时监测、分析和处理，提高安防效率和水平。据 Omdia 发布的 2023 年《全球智能视频监控市场报告》，全球视频监控市场呈现出典型的寡头垄断格局，CR10 达 64.8%。其中，海康威视以 25.9% 的市场份额，大幅领先于第二名的大华股份，继续保持在全球视频监控市场的垄断地位。我们认为，随着安防视频监控领域的智能化水平不断提高，头部企业有望发挥技术赋能优势，通过将物联感知、人工智能、大数据技术服务于千行百业，逐步提升泛安防领域市场占有率，实现快速增长。

2.3 政策持续加码保驾护航，助力企业数字化转型

➤ 政策是智能物联网产业发展的重要驱动力

政策对智能物联网产业发展具有重要的引领和保障作用。一方面，中国出台了一系列政策文件，为物联网产业提供了战略指引、法规规范、财税金融等多方面的支持，营造了良好的发展环境和创新机遇。例如，《关于加快推进物联网发展的指导意见》、《关于促进物联网健康发展的若干意见》等。另一方面，中国制定了《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021-2023 年）》明确了物联网发展的总体要求、基本原则、行动目标和重点任务，着力突破关键核心技术，推动技术融合创新，构建协同创新机制，提升物联网产业创新能力。同时，国家将物联网纳入 7 大数字经济重点产业，并对物联网接入能力、重点领域应用等作出部署，推动物联网与社会治理、行业应用、民生消费等领域深度融合，促进经济社会数字化转型和智能升级。综上，我们认为政策是智能物联网产业发展的基础、动力、方向和引领，有利于物联网产业的长期健康发展。

➤ “物联网三年行动计划”为产业健康发展护航

物联网作为新型基础设施的重要组成部分，是经济社会数字化和智能化转型升级的关键驱动力。工信部等 8 部门联合印发《物联网新型基础设施建设三年行动计划（2021—2023 年）》中提出，到 2023 年底，在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施，物联网连接数突破 20 亿，实现物联网终端、边缘计算、连接通道、云平台等多层次的基础设施协同发展，打造一批具有国际竞争力的物联网企业和平台。

图表 19：《物联网新型基础设施建设三年行动计划》要点归纳

要点	主要内容
再次明确了物联网的“新基建”属性	到 2023 年底，在国内主要城市初步建成物联网新型基础设施，社会主义现代化治理、产业数字化转型和民生消费升级的基础更加稳固。突破一批制约物联网发展的关键共性技术，培育一批示范带动作用强的物联网建设主体和运营主体，催生一批可复制、可推广、可持续的运营服务模式，导出一批赋能作用显著、综合效益优良的行业应用，构建一套健全完善的物联网标准和安全保障体系。
指明物联网发展需要在技术和应用两个层面进行深度融合	技术融合：面向 5G、大数据、人工智能、区块链等技术进行融合创新，打好技术“组合拳”的优势，不断推动物联网应用走向深海。 应用融合：物联网融合应用发展被分为社会治理领域、行业应用领域和民生消费领域三大类，共计 12 大重点方向，全面覆盖了从社会公共治理到社会生产、生活的方方面面。其中社会治理领域包含了智慧城市、数字乡村、智能交通、智慧能源、公共卫生等 5 大领域；行业应用领域包括了智慧农业、智能制造、智能建造、智慧环保、智慧文旅等 5 个领域；民生消费领域包括了智慧家居和智慧健康 2 个领域。
再次强调物联网发展全面布局	打造支持固移融合、宽窄结合的物联网接入能力，加速推进全面感知、泛在连接、安全可信的物联网新型基础设施建设。

资料来源：工信部，华物产业研究院，国联证券研究所

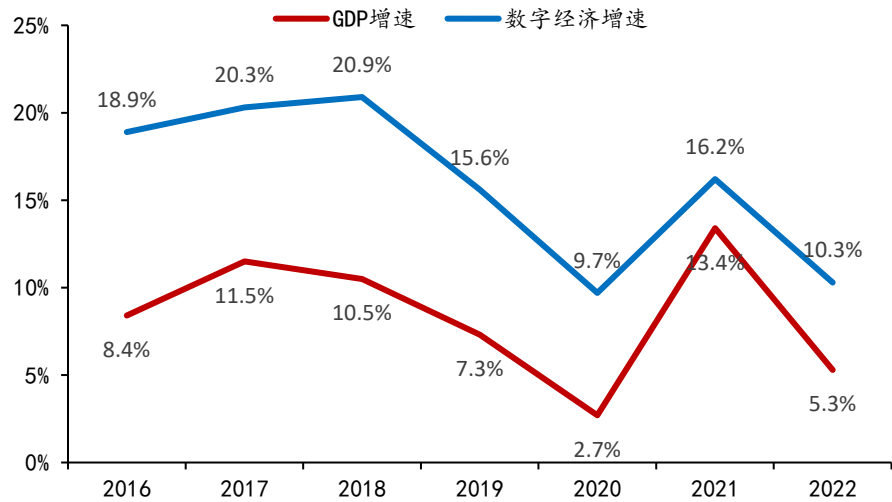
➤ “十四五”规划明确了 AIoT 产业发展路径

《国家“十四五”规划纲要》为信息通信产业发展提供了清晰的指引和目标，物联网作为新型基础设施和数字经济的重要组成部分，将迎来政策、技术、市场等多方面的有力支持。《规划纲要》提出了建设高速泛在、集成互联、智能绿色、安全可靠的新型数字基础设施体系的总体目标，并将物联网纳入 7 大数字经济重点产业，同时还细化了 26 项发展重点和 21 项重点工程，涵盖了物联网在基础设施、数据能力、技术融合、应用场景、市场结构等方面的发展路径。我们认为，该规划将有利于推动物联网产业规模化、标准化、集成化、智能化的发展，加速物联网在各行各业的深度应用。“十四五”期间，物联网应用有望进入高速增长期，智慧健康、智能车联、智能家居、工业互联、智能环保、智慧农业等领域将涌现大量的新产品、新业态、新服务、新模式，深度改变传统产业形态和社会生活方式，引发产业、经济和社会发展的新浪潮，从而迈入万物互联的智能社会。

➤ 数字经济持续高速增长，产业数字化发展进入深水区

2022 年，国内疫情防控取得重大胜利，经济复苏脚步逐渐加快，GDP 名义增长率达 5.3%。在此背景下，国内数字经济实现高速发展，名义增长率达 10.3%，高于 GDP 名义增速 4.98pct。自 2012 年以来，国内数字经济增速已连续 11 年显著高于 GDP 增速，持续发挥着经济“稳定器”、“加速器”的作用。数字经济作为经济转型升级的重要引擎，未来将继续保持较高的增长潜力和发展活力。

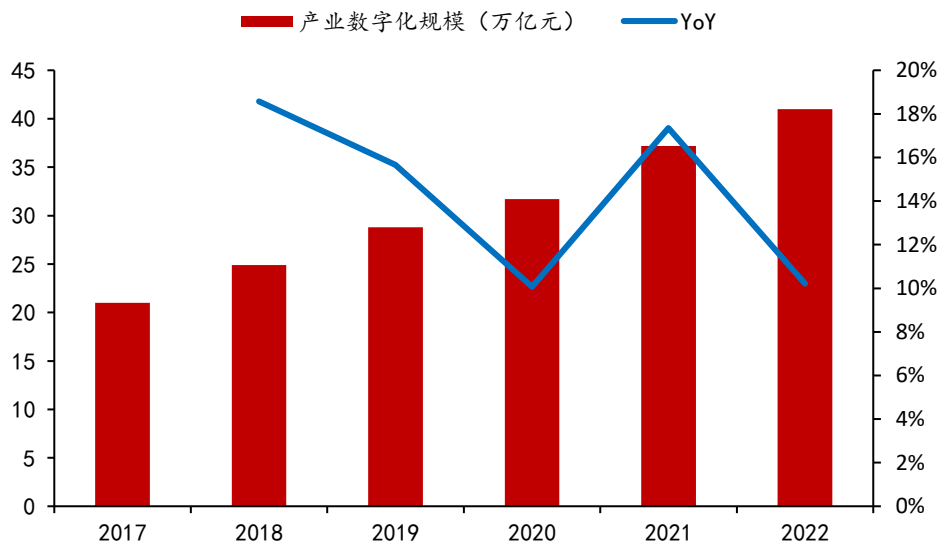
图表20：2016-2022年GDP及数字经济增速情况汇总



资料来源：《中国数字经济发展研究报告（2023年）》，中国信通院，国联证券研究所

随着互联网、大数据、人工智能等数字技术更加深度赋能实体经济，与实体经济融合程度不断提升，产业数字化探索更加丰富多样，产业数字化对数字经济增长的主引擎作用更加凸显。2022年，产业数字化规模为41.0万亿元，同比增长10.3%，占GDP比重达33.9%，占数字经济比重达81.7%。各行各业对数字化转型重要性的认知进一步加深，数字化转型发展逐步迈入深水区。我们认为，产业数字化是数字经济的核心驱动力，未来将继续保持较高的增长速度和发展质量。

图表21：2017-2022年产业数字化规模情况汇总



资料来源：《中国数字经济发展研究报告（2023年）》，中国信通院，国联证券研究所

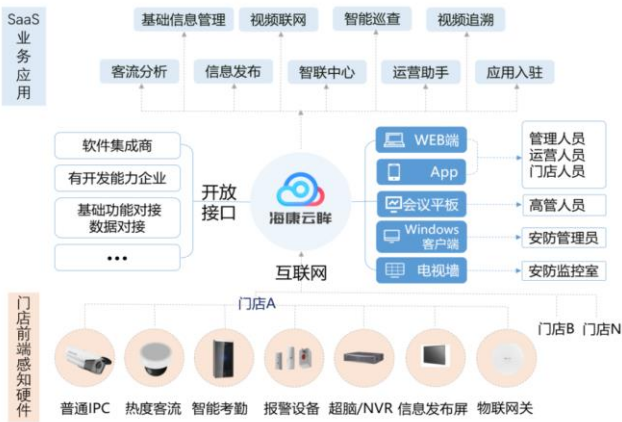
2.4 AIoT 市场空间超十万亿，即将步入高速发展期

➤ 智能物联网助力千行百业创新升级

物联网（IoT）是指通过各种信息传感设备，实现物理世界和数字世界的连接，实现万物互联的网络。随着物联网平台建设逐步完善，人工智能、大数据、云计算等技术日益成熟，物理世界与数字世界的深度融合迎来发展机遇，智能物联网（AIoT）随之应运而生，为传统产业带来了新的创新发展机遇。以海康威视为例，公司通过云

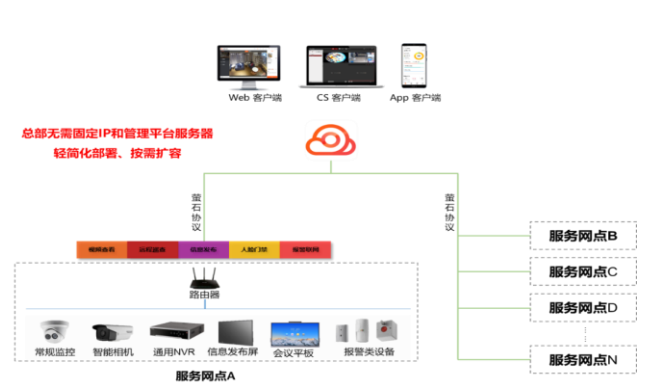
眸企业级 SaaS 平台沉淀标准化行业应用，服务更多行业用户，共同构建了智能物联产品和解决方案体系。

图表22：云眸打造智慧门店可视化管理方案



资料来源：海康云眸发布公众号，国联证券研究所

图表23：云眸助力金融网点智慧服务场景

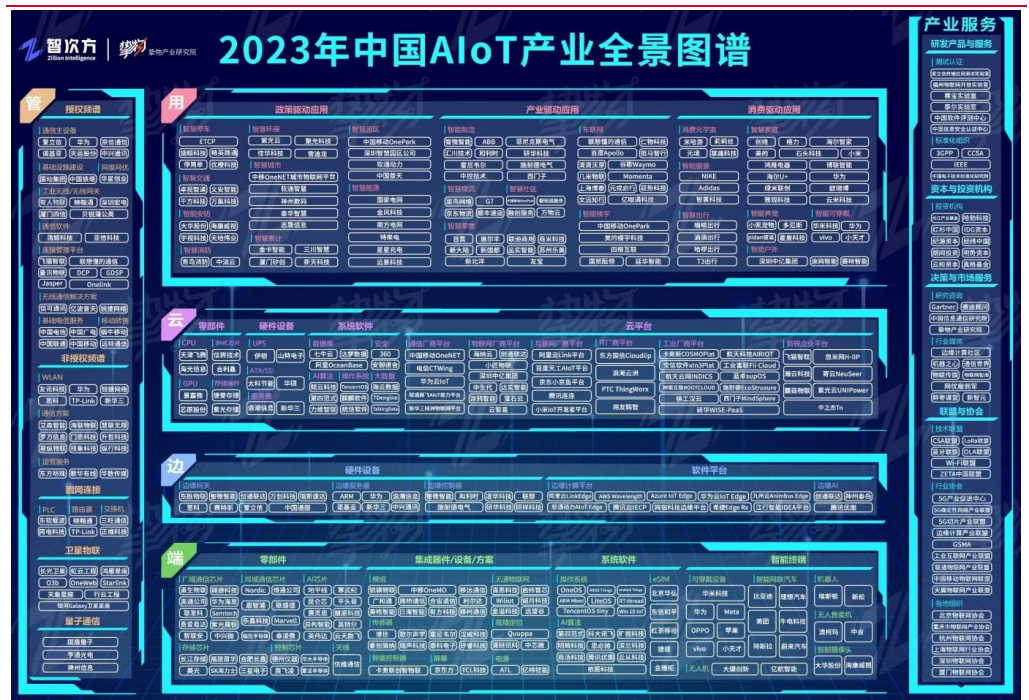


资料来源：海康云眸发布公众号，国联证券研究所

➢ 智能物联网产业包括六大板块

智能物联网是指系统通过各种信息传感器实时采集各类信息（一般在监控、互动、连接情境下），在终端设备、边缘域或云中心通过机器学习对数据进行智能化分析，包括定位、比对、预测、调度等，并赋予其智能化特性。智能物联网产业涵盖了从终端设备到云平台，从连接通道到应用场景，从产业服务到技术创新的全产业链，主要包括“端”、“边”、“管”、“云”、“用”、“产业服务”六大板块，分别负责信息的采集、数据的响应、数据的传输、数据的存储、场景的应用、服务的支持等重要工作。

图表24：2023年中国AIoT产业全景图谱

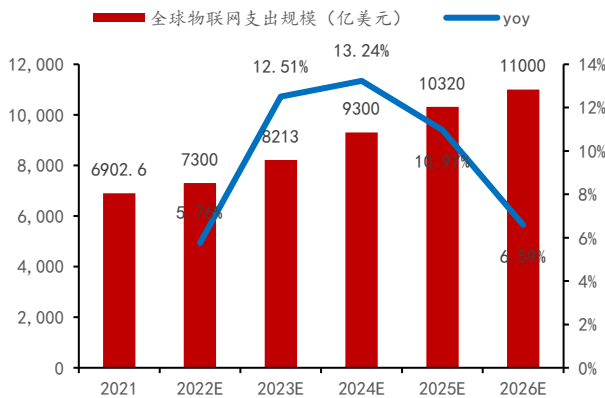


资料来源：擎物产业研究院，国联证券研究所

➤ AIoT 产业规模潜在空间超十万亿元

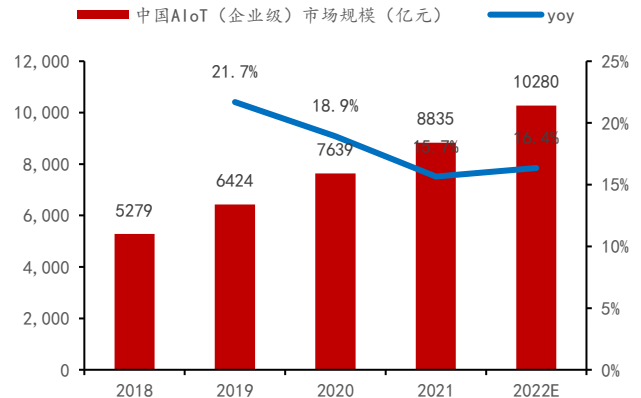
AIoT 产业是物联网技术与人工智能技术的深度融合，为各行业提供智能化的解决方案和服务。据 IDC 数据，2021 年全球物联网（企业级）支出规模达 6902.6 亿美元，有望在 2026 年扩大到 1.1 万亿美元，2022-2026 年 CAGR 达 10.7%，潜在空间超十万亿元。中国作为全球最大的物联网市场，受益于 AIoT 技术的不断创新和应用，其市场规模和占比均呈现快速增长态势。据挚物产业研究院测算，2022 年中国 AIoT（企业级）市场规模将达到 10280 亿元，同比增长 16.4%，占全球市场份额近 20%；预计到 2026 年，这一比例将提升至 26%，进一步巩固全球领先地位。

图表25：2021-2026 年全球物联网支出规模及预测



资料来源：中商产业研究院，国联证券研究所

图表26：2018-2022 年中国 AIoT 市场规模及预测



资料来源：挚物产业研究院，国联证券研究所

➤ 中国 AIoT 产业已步入增长中期，为高速发展积蓄势能

2021 年以来，中国 AIoT 产业步入增长期，多方面的积极变化和趋势为产业发展提供了有力支撑。基础设施、数据能力、技术融合、应用场景、市场结构等方面都迎来了逐步完善、提升、增强、拓展和优化。我们认为，随着整个经济新旧动能转换，各行各业数字化转型步伐逐步加快，生产智能化和生活智慧化趋势有望进一步加速，有望为 AIoT 产业进入下一阶段高速发展期积蓄势能。

图表27：中国 AIoT 产业发展阶段



资料来源：挚物产业研究院，国联证券研究所

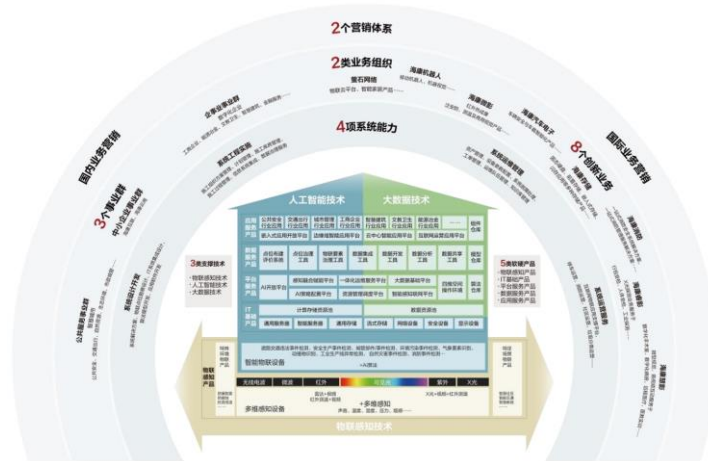
3. 科技深度赋能，安防龙头向智能物联领军者迈进

3.1 组织架构迭代升级，营销&产品矩阵日益丰富

➢ 积极布局智能物联新时代，业务架构重建提升竞争力

2018年，海康威视启动了业务架构重建，将原有的单一业务组织调整为3个事业群和8个创新业务。其中，3个事业群面向不同的客户群体（PBG、EBG和SMBG），提供定制化的解决方案；8个创新业务（智能家居、移动机器人与机器视觉、红外热成像、汽车电子、智慧存储、智慧消防、智慧安检、智慧医疗）则针对不同的行业场景，开发具有前瞻性、创新性的产品和应用。通过业务架构重建，公司以智能物联为核心，打造了多元化的产品服务体系，重塑了市场竞争力。

图表28：海康威视业务构成



资料来源：公司年报，国联证券研究所

➢ 布局全球营销网络，拓展海外市场空间

公司布局2大营销体系，服务全球发展战略，包括国内业务营销体系和国际业务营销体系，努力拓展海外市场空间。截至2022年末，中国大陆设有32家省级业务中心、300多个城市分公司，在港澳台地区及海外国家/地区设立了72家分支机构，为全球150多个国家和地区的客户的产品和服务，在G20杭州峰会、北京奥运会、上海世博会、APEC会议、北京大兴机场、港珠澳大桥等重大项目中发挥了重要作用。

图表29：海康威视布局全球营销网络



资料来源：公司官网，国联证券研究所

➤ 技术创新驱动个性化需求，持续丰富产品矩阵

智能物联的发展，长期受到用户个性化需求的驱动。不同行业、不同用户、不同场景，都有不同的智能物联应用需求。海康威视凭借多维感知、AI、大数据等技术优势，拓展了从探测器到系统解决方案的 30000+种硬件产品，覆盖了 10 大行业、70 多个子行业的 300 多个细分场景。同时，公司以“基线”+“定制”的模式，不断丰富产品矩阵，寻找产品与应用需求之间的平衡，实现技术、产品和需求的相互促进、相互成就，形成了技术创新驱动的核心竞争力。

图表30：海康威视产品矩阵



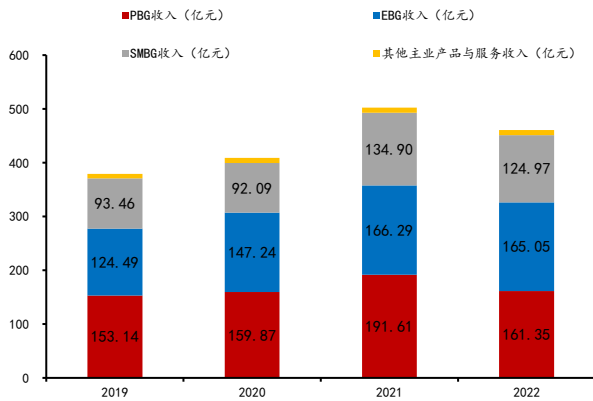
资料来源：公司年报，国联证券研究所

➤ 境内外主业经营稳健，国际和创新业务构建重要增长曲线

公司业务主要分为三大板块，分别是境内主业、境外主业和创新业务。其中，境内主业的收入来源为 PBG、EBG 和 SMBG 三大事业群；境外主业收入来源为遍布海外的渠道和销售；创新业务收入则来源于萤石网络、海康机器人、海康微影、海康汽车电子、海康存储、海康消防、海康睿影、海康慧影等八大创新业务平台的财务并表。

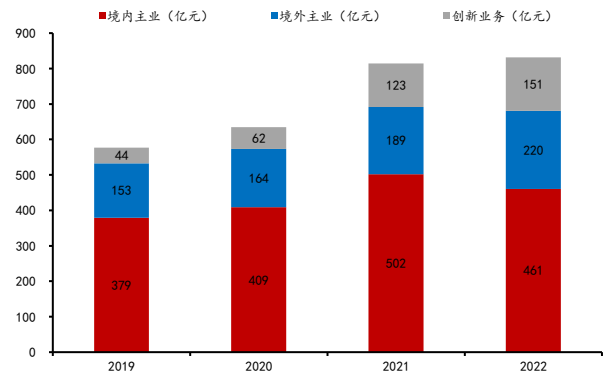
2019-2022 年，境内主业收入分别为 379.35 亿元、408.91 亿元、502.23 亿元和 460.64 亿元，是公司收入的主要来源。其中，2022 年 EBG 业务收入为 165.05 亿元，在三大事业群中收入占比最高。同期，境外主业收入稳健增长，2019-2022 年收入分别为 152.86 亿元、164.44 亿元、189.26 亿元和 220.32 亿元，CAGR 达 12.96%。此外，创新业务维持了较高的增长速度，2019-2022 年收入分别为 44.37 亿元、61.68 亿元、122.71 亿元和 150.70 亿元，CAGR 达 50.32%，已成为了公司最重要的增长动力来源。

图表31：2019-2022 年公司境内各业务收入情况



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表32：2019-2022 年公司境内外及创新业务收入



资料来源：公司年报，国联证券研究所

3.2 智能物联引领数字化转型，“国际+创新”拓展多元成长空间

➤ PBG：助力数智治理创新，安防“十四五”奠定发展基调

随着“十四五”规划的实施，中国数字政府建设步入快速发展阶段，物联感知、人工智能、大数据、云计算等新一代信息技术在数字政府建设中的应用不断深化，数智治理成为提升政府治理能力和水平的重要手段。面对政府数字化转型的迫切需求，海康威视以“智能物联”技术为核心，构建了从感知基座、智能基座、数据基座到融合赋能平台的智能物联基础能力体系，重点聚焦公共安全、交通管理、交通出行、城市治理、生态环保、民生服务等领域，推动政府的流程机制和建设模式优化。截至2022年末，公司已梳理超过2000个细分业务场景，开发超过250个行业解决方案，深化超过500个行业智能化应用，形成了业务闭环。

图表33：海康威视 PBG 数智基座架构

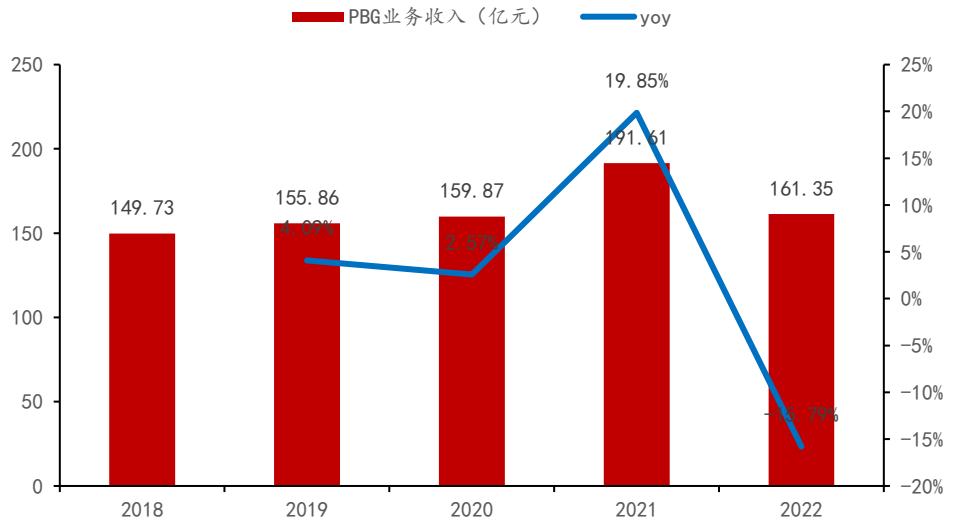


资料来源：公司年报，国联证券研究所

据中国安全防范产品行业协会发布的《中国安防行业“十四五”发展规划（2021-2025年）》，智能物联有望成为安防行业的主要发展方向，预计期间行业年均增长率达到7%左右，2025年全行业市场总额达到1万亿元以上。受地方财政预算紧张影响，2022年海康威视PBG业务收入161.35亿元，同比下降15.79%，短期或将持续承压。

但公司作为全球安防市场领军企业，凭借在公共安全领域深厚的技术积累和渠道优势，有望充分受益于安防行业智能物联发展所带来的长期红利。

图表34：2018-2022年海康威视PBG业务收入情况



资料来源：公司年报，国联证券研究所

➤ **EBG：助力企业数字化转型，有望成为境内业务主要增长动力**

随着数字技术的深入渗透，产业变革进入新阶段，智能物联网成为推动社会经济发展的重要引擎。海康威视作为智能物联网领域的领导者，以智能物联技术体系为核心，深耕各行各业的应用场景，打造智能物联产品和解决方案体系，助力客户实现行业转型升级。同时，公司围绕“拉进管理距离、提升业务效率、规范作业行为、防范安全隐患”四大价值主张，聚焦“守护企业全域安全”和“提升资产运营效率”两大核心业务领域，深入企业园区、产业园区、化工园区、商业园区、校园、医院、场馆等多个场景，探索前沿技术和业务模式，积累了丰富的落地经验，推动企业转型升级。

图表35：夯实智能物联底座，提升价值交付能力



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表36：围绕两大核心业务领域，推动行业转型升级

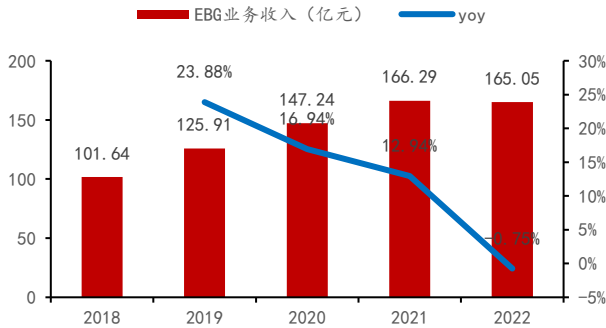


资料来源：公司年报，国联证券研究所

2022年，海康威视EBG业务收入为165.05亿元，同比下降0.75%。据《2023年中国企业数字化转型发展白皮书》，2016-2022年中国数字经济总体规模逐年递增，2022年达50.2万亿元，同比增长10.3%，预计2025年达70.8万亿元。在此过程中，智能物联技术作为物理世界到数字世界的重要桥梁，有望发挥重要作用。海康威视紧密关注各产业发展新动能，以智能物联软硬件体系助力企业夯实数字化转型基础设施

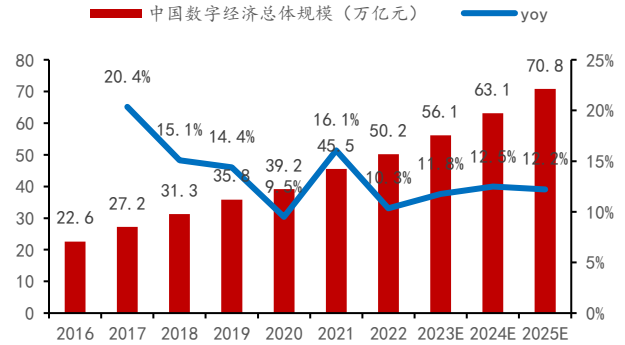
施，以企业安全生产、资产效率提升等解决方案能力体系，助力企业提升经营管理能力，有望帮助 EBG 业务成为境内业务板块的主要增长动力来源。

图表37：2018-2022 年海康威视 EBG 业务收入情况



资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表38：2016-2025 年中国数字经济总体规模及预测



资料来源：中国信通院，艾媒咨询，国联证券研究所

➤ **SMBG：与宏观经济高度相关，渠道优势突出**

海康威视 SMBG 事业群以智能物联网设备为核心，通过设备管理平台、业务应用平台 and 数据分析平台，实现设备、数据和业务的高效整合，降低客户的选择和使用成本，提升客户的运营效率和价值。公司深耕下沉市场，与全国合作伙伴共建“解决方案营销+服务提供”的双循环生态，打造线上线下数字化门店，构建覆盖全国的服务网络，助力中小企业数字化转型。截至 2022 年末，公司在中国大陆拥有 32 家省级业务中心、300 多个城市分公司，渠道网络覆盖国内绝大多数地级以上城市，渠道优势突出。

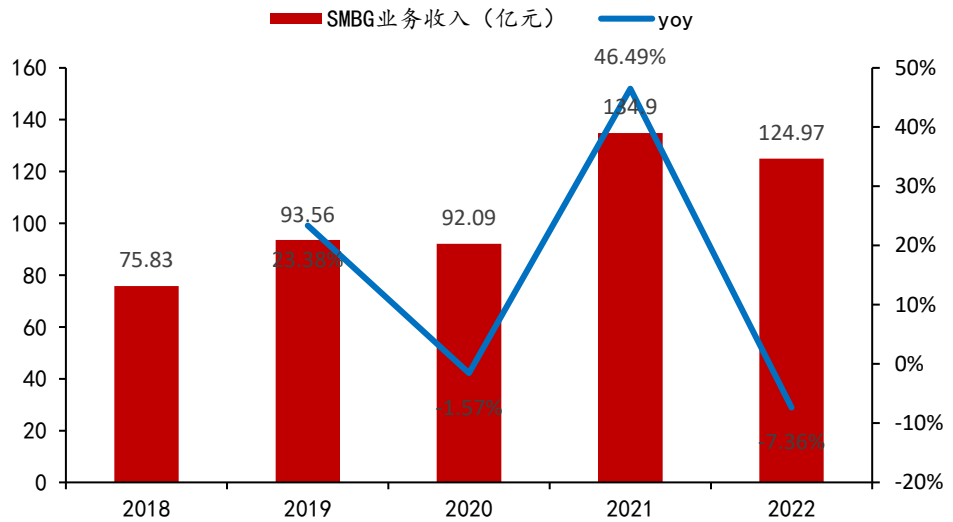
图表39：走向“解决方案+服务提供”双循环生态



资料来源：公司年报，国联证券研究所

受新冠疫情和国际形势的冲击，中小企业遭遇前所未有的困境，行业增速大幅放缓。数字化转型成为中小企业摆脱困境、提升竞争力、实现可持续发展的重要途径。随着疫情防控和经济恢复的稳步推进，中小企业需求有望逐渐回暖，在安防、数字化和智能化等领域的投资力度有望持续提升。据艾瑞咨询预测，2022 年中小企业数字化服务市场规模有望达到 3000 亿元以上，增长空间广阔。受经济波动影响，2022 年公司 SMBG 业务收入为 124.97 亿元，同比减少 7.36%。我们认为，借助强大的销售网络、丰富的服务资源，公司 SMBG 业务收入 2023 年内有望迎来拐点。

图表40：2018-2022年海康威视SMBG业务收入情况



资料来源：公司年报，国联证券研究所

➤ 境外主业：本地化战略助力增长，海外市场空间广阔

海康威视秉持“一国一策”的本地化战略，不断深化境外主业布局，提升全球营销服务能力。2022年，公司拥有72家分子公司及办事处，覆盖全球主要国家和地区；在迪拜新设研发中心，与蒙特利尔、伦敦海外研发中心协同，针对区域市场定制化需求提供专业的研发支持；新建5个海外物流仓，总数达17个，增强本地物流覆盖和配送效率；新增2个海外呼叫中心，总数达13个。通过与渠道伙伴间的紧密合作，公司持续下沉技术服务网络，为客户提供及时优质的售后服务，助力提升市场竞争力。

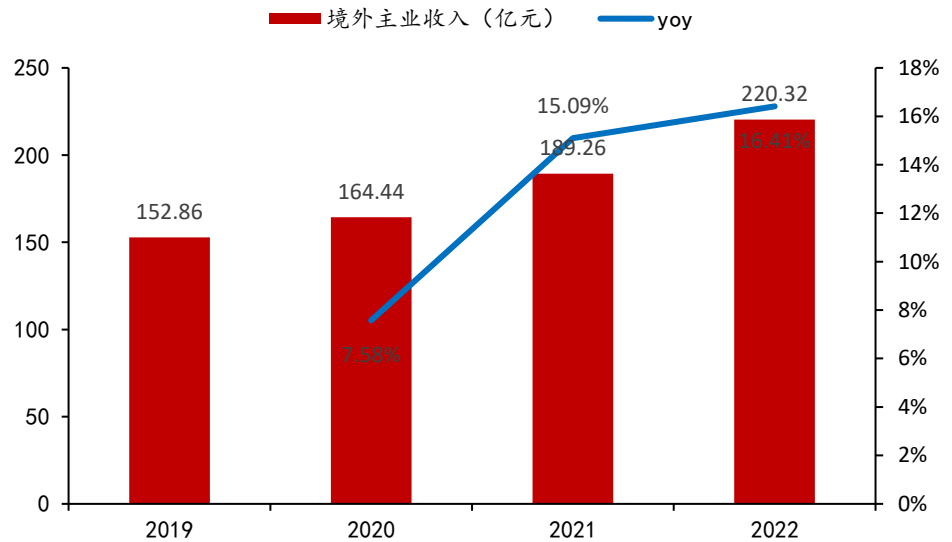
图表41：海康威视业务覆盖全球主要国家和地区



资料来源：公司年报，国联证券研究所

2022年海外市场复苏势头强劲，部分地区经济增长率大幅提升。然而，地缘政治危机、通胀上行、意识形态对抗等不利因素，给境外主业的短期发展带来了持续挑战。面对这些不利因素，公司采取了一系列应对措施，重点开拓和布局发展中国家市场，有效抵御了市场风险，实现了境外主业的稳健增长。2022年，公司境外主业收入为220.32亿元，同比增长16.41%。长期来看，海外市场发展空间广阔、集中度较低，海康威视有望通过高性价比的产品优势以及“一国一策”的本地化战略，推动境外主业快速发展。

图表42：2019-2022年海康威视境外主业收入情况

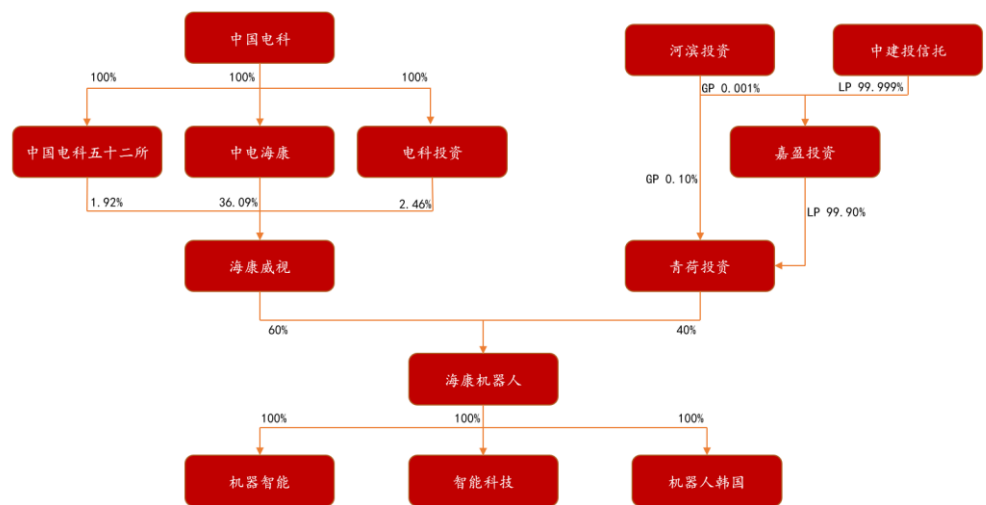


资料来源：公司年报，国联证券研究所

➤ 创新业务：特色内部跟投机制，打造核心增长引擎

海康威视建立内部创新跟投机制，激励核心员工参与创新业务子公司项目，实现职业经理人向创业合伙人的转变，巩固行业龙头地位，拓展市场空间。据跟投机制设计，创新业务子公司由海康威视持股 60%，跟投平台持股 40%；跟投平台由公司设立，对多个创新业务进行统一管理和监督；跟投人员只享有跟投收益权，不享有表决权和退出权，保证了母公司对创新业务的控制力和决策权。同时，跟投人员也能够分享创新业务的成果和收益，实现了利益共享和风险共担。我们认为，海康威视的内部创新跟投机制是一种有效的激励机制，能够调动核心员工的积极性和创造性，培育出更多的创新型企业 and 产品，提升核心竞争力、开拓增长空间、增强抗风险能力。

图表43：海康机器人股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）

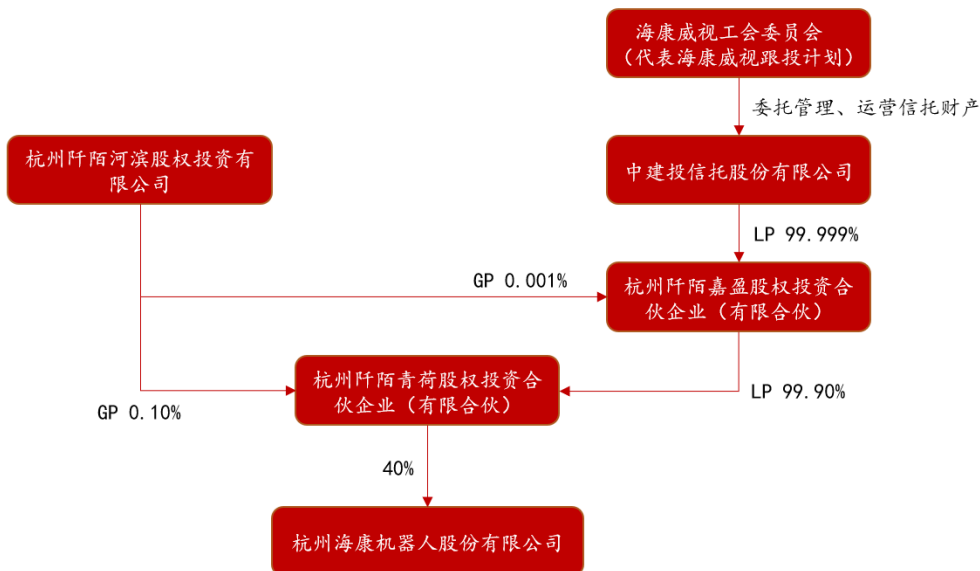


资料来源：海康机器人招股说明书，国联证券研究所

海康威视内部创新跟投机制分为 A 计划和 B 计划，A 计划由公司及各创新业务的中高层管理人员和核心骨干员工构成，占跟投平台 32% 的股权，与公司创新业务紧密结合；B 计划由创新业务核心人员构成，占跟投平台 8% 的股权，针对某一特定业务或项

目进行跟投。公司每年会对跟投平台进行增资和持股比例调整，保证其活力和竞争力。同时，公司也会根据职工在创新业务中的贡献和绩效，授予表现优秀者可以获得更多的股权份额。这样的跟投机制既能够保证母公司对跟投平台的控制力，又能够激励职工积极参与创新业务。

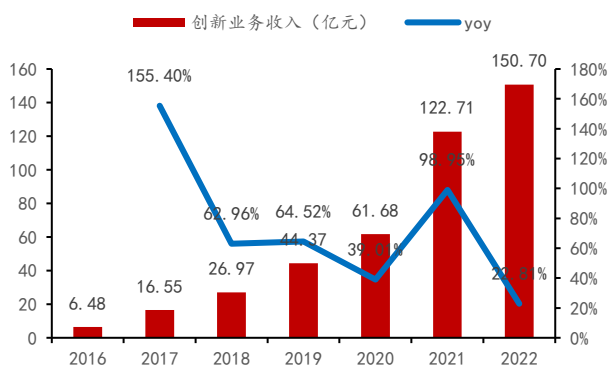
图表44：海康威视跟投计划权益架构（以海康机器为例）



资料来源：海康机器公告，国联证券研究所

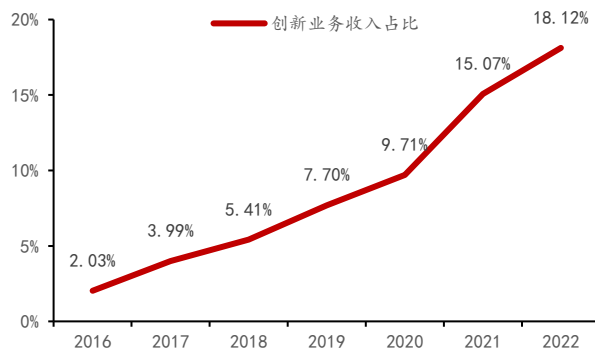
公司以视频技术为核心，向智能家居、机器人、汽车电子、热成像、存储、消防、安检、医疗等应用领域拓展，打造了萤石网络、海康机器人、海康汽车电子、海康微影、海康智慧存储、海康消防、海康睿影、海康慧影等八大创新业务平台。其中，萤石网络已实现A股上市，海康机器人也在注册申报中。2016-2022年，创新业务收入从6.48亿元增长至150.70亿元，CAGR达68.95%，实现了快速增长。同期，公司创新业务收入占比从2016年的2.03%上升至2022年的18.12%，已发展成为公司的核心增长引擎。

图表45：2016-2022年海康威视创新业务收入情况



资料来源：同花顺 iFind，国联证券研究所

图表46：2016-2022年海康威视创新业务收入占比



资料来源：同花顺 iFind，国联证券研究所

3.3 行业数据赋能 AI 开放平台，实现碎片化场景规模效应

随着数字化转型的深入推进，各行业对场景化智能应用的需求日益增长，但传统的 AI 开发模式存在高门槛、低效率、难落地等问题，制约了 AI 的发展。为此，海康威视面向行业用户与生态合作伙伴打造了一站式 AI 开放服务平台，从数据、算法、算力、硬件、系统等多个维度支撑 AI 开发与应用，构建从需求产生到应用落地的全流程服务。海康威视 AI 开放服务平台既可以帮助零基础用户开发自己的智能算法，也为 AI 从业者提供智能硬件产品和解决方案，同时提供了生态市场，连接了 AI 服务商和需求方，助力实现多方共赢，开辟数智新视界。

图表47：海康威视 AI 开放平台产品架构



资料来源：海康威视 AI 开放平台官网，国联证券研究所

海康威视 AI 开放平台自上线以来，吸引了来自教育、医疗、金融、零售、制造、交通等多个行业的用户和合作伙伴，为各行业的智能化升级提供了强有力的支撑。截至 2023 年 6 月 30 日，海康威视 AI 开放平台服务的中小微企业已经超过 2 万家，生成模型超过 8 万个，落地项目超过 1.4 万个，企业成交用户数超过了 1 万家。在此过程中，公司积累了一批行业业务数据模型，可在其他同类应用场景进行复制应用和优化，形成了针对碎片化场景的规模化解决方案，有效降低了碎片化场景的模型开发成本。

图表48：海康威视 AI 开放平台优势

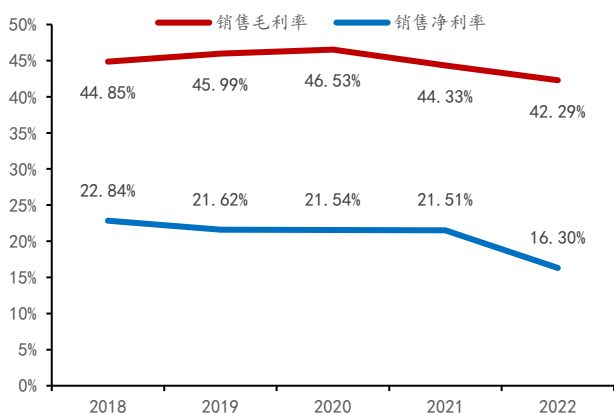


资料来源：公司年报，国联证券研究所

3.4 人员扩张致利润率承压，2023 年有望边际改善

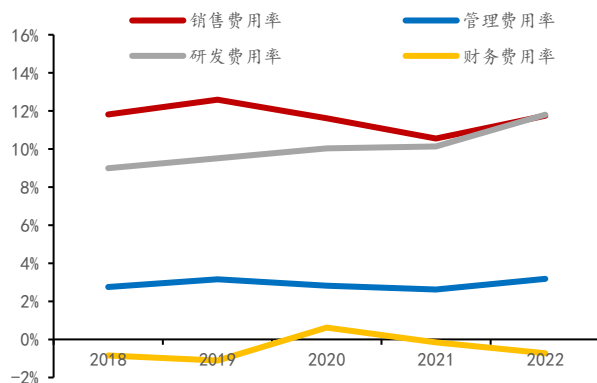
公司 2018-2021 年利润率水平较为稳定，但 2022 年销售净利率同比下滑 5.21pct，降至近 5 年最低值，为 16.30%，主要是多项费用率上升所致。2022 年，公司人员扩张至 5.8 万人，同比增长 10.5%，导致销售、管理和研发费用率分别上升 1.20pct、0.56pct 和 1.67pct。尽管公司汇兑收益增长，财务费用同比减少 8.6 亿元，但仍不足以抵消费用率上升所带来的负面影响。2022 年下半年，公司已开始严格控制人员扩张节奏，预计 2023 年费用率有望实现边际改善，带动净利率逐渐修复。

图表49：2018-2022 年海康威视利润率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

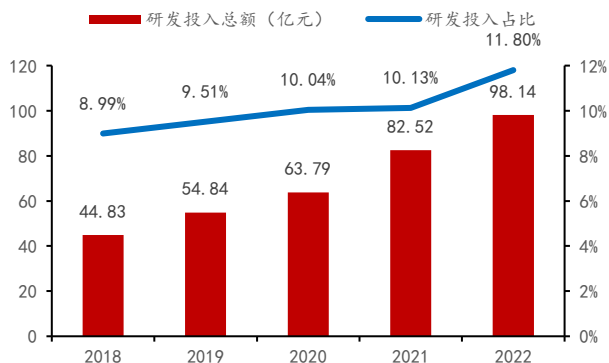
图表50：2018-2022 年海康威视各项费用率情况



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

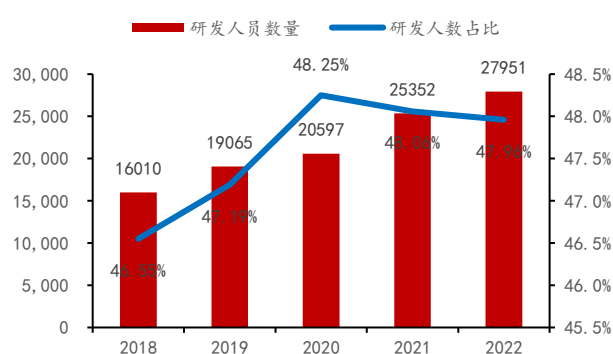
2022 年，公司研发投入为 98.14 亿元，同比增长 18.94%，占销售额比重为 11.80%。研发技术人员数量继续稳步增长，达到将近 2.8 万人，占总员工人数的 55.17%。公司的研发投入主要集中在智能物联技术的基础研究、智能物联设备的开发和智能物联应用的探索三个方面，旨在巩固公司在智能物联领域的核心竞争力，不断丰富智能物联产品线，潜心挖掘智能物联市场需求，夯实智能物联领域的市场地位。我们认为，公司的研发投入是其长期发展的重要保障，有利于提升公司的技术创新能力和产品竞争力，为公司的未来增长创造更多的机会和空间。

图表51：2016-2022 年海康威视研发投入情况



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图表52：2018-2022 年海康威视研发人数情况

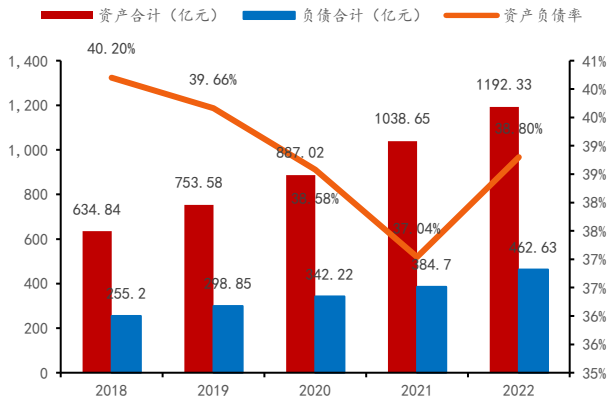


资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

2018-2022 年，海康威视资产负债率较为稳健，其中 2021 年公司资产负债率是近 5 年最低水平，为 37.04%。同期，公司经营活动产生的现金流净额呈现波动上升趋势，其中 2020 年公司经营活动产生的现金流量净额是近 5 年最高值，为 160.88 亿

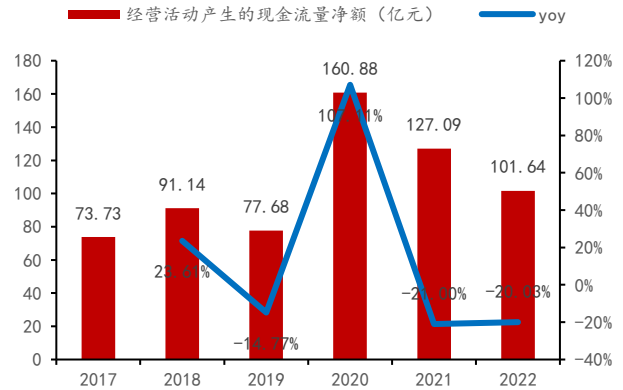
元。公司的经营性现金流变化主要受以下两方面因素影响：一是公司为应对全球供应链的不确定性以及原材料价格上涨带来的风险，提前储备了大量存货，导致了现金流出较多；二是公司为提升市场竞争力，持续扩张人员数量，减少了现金余额。总体上看，公司的现金流状况反映了公司良好的经营效率和稳健的财务状况。

图表53：2016-2022年海康威视资产负债情况



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

图表54：2018-2022年海康威视经营活动现金流情况



资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1 盈利预测

➤ 收入端假设

海康威视的业务可划分为：境内主业、境外主业、创新业务三大板块。其中，境内主业又包括 PBG、EBG 和 SMBG 三大事业群。2023 年前三季度，国内宏观经济逐步走出疫情阴影，需求逐步恢复，但地方财政预算仍略显紧张，导致政府采购项目增速放缓；企业数字化转型趋势步伐逐渐加快，成为行业发展的主要推动力，云计算、大数据、人工智能等领域需求旺盛；海外市场方面，地缘政治冲突不断、危机日益加剧、中美贸易摩擦等因素，给公司的海外业务带来了较大的不确定性。我们认为，随着国内经济复苏进程的加快，公司的营业收入已迎来景气度拐点。同时，随着智能安防渗透率提升，公司毛利率有望逐渐上升。我们预测，公司营收有望从 2022 年的 831.66 亿元，增长至 2025 年的 1108.66 亿元，3 年 CAGR 约为 10.06%；2023-2025 年营收增速分别为 3.01%/11.35%/16.22%，对应毛利率分别为 44.04%/44.87%/45.28%。

PBG 业务收入有望从 2022 年的 161.35 亿元增长至 2025 年的 167.15 亿元，3 年 CAGR 约为 1.19%，2023-2025 年毛利率分别为 46.5%、47.5%、48%。随着地方政府财政压力的缓解，经济建设动力有望逐渐展现。

EBG 业务收入有望从 2022 年的 165.05 亿元增长至 2025 年的 215.05 亿元，3 年 CAGR 约为 9.22%，2023-2025 年毛利率分别为 45%、46%、47%。伴随国内经济的整体复苏，企业数字化转型进程加快，EBG 业务有望实现较快发展。

SMBG 业务收入有望从 2022 年的 124.97 亿元增长至 2025 年的 137.46 亿元，3 年 CAGR 约为 3.23%，2023-2025 年毛利率分别为 43%、44%、45.5%。中小企业经营与宏观经济高度相关，随着经济复苏的进程逐渐加快，中小企业景气水平将迎来回升。

境外主业收入有望从 2022 年的 220.32 亿元增长至 2025 年的 313.16 亿元，3 年 CAGR 约为 12.44%，2023-2025 年毛利率分别为 44%、45%、45.5%。公司在海外因地制宜

策，优化市场资源配置，为海外客户提供全链路的本地化支持，完善全球营销网络。

创新业务收入有望从 2022 年的 150.70 亿元增长至 2025 年的 266.74 亿元，3 年 CAGR 约为 20.96%，2023-2025 年毛利率分别为 42%、42.5%、42%。公司创新业务保持较高增长，伴随公司持续积累技术储备以及业务领域不断拓宽，创新业务有望保持较快发展。

图表55：海康威视营收测算汇总（亿元）

年份	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
PBG						
收入	159.87	191.61	161.35	151.67	156.22	167.15
YOY		19.85%	-15.79%	-6.00%	3.00%	7.00%
营业成本	81.53	102.32	91.00	81.14	82.02	86.92
毛利率	49.00%	46.60%	43.60%	46.50%	47.50%	48.00%
EBG						
收入	147.24	166.29	165.05	170.00	187.00	215.05
YOY		12.94%	-0.75%	3.00%	10.00%	15.00%
营业成本	77.30	91.46	94.08	93.50	100.98	113.98
毛利率	47.50%	45.00%	43.00%	45.00%	46.00%	47.00%
SMBG						
收入	92.09	134.90	124.97	121.22	127.28	137.46
YOY		46.49%	-7.36%	-3.00%	5.00%	8.00%
营业成本	49.73	76.76	73.73	69.10	71.28	74.92
毛利率	46.00%	43.10%	41.00%	43.00%	44.00%	45.50%
其他主业						
收入	9.71	9.43	9.27	9.08	9.08	9.08
YOY		-2.88%	-1.70%	-2.00%	0.00%	0.00%
营业成本	5.83	5.66	5.56	5.45	5.45	5.45
毛利率	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
境外主业						
收入	164.44	189.26	220.32	226.93	260.97	313.16
YOY		15.09%	16.41%	3.00%	15.00%	20.00%
营业成本	89.95	105.89	126.68	127.08	143.53	170.67
毛利率	45.30%	44.05%	42.50%	44.00%	45.00%	45.50%
创新业务						
收入	61.68	122.71	150.70	177.83	213.39	266.74
YOY		98.95%	22.81%	18.00%	20.00%	25.00%
营业成本	35.22	71.17	88.91	103.14	122.70	154.71
毛利率	42.90%	42.00%	41.00%	42.00%	42.50%	42.00%
合计						
营业收入	635.03	814.20	831.66	856.73	953.95	1108.66
YOY		28.21%	2.14%	3.01%	11.35%	16.22%
营业成本	339.56	453.26	479.97	479.41	525.96	606.65
综合毛利率	46.53%	44.33%	42.29%	44.04%	44.87%	45.28%

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所预测

➤ 费用端假设

我们预测公司 2023 年销售费用率、管理费用率、研发费率分别为 11.8%、3.2%、12.6%。在控制人员总规模的前提下，随着公司人效管理持续优化以及营收的逐渐提升，公司有望持续改善各项费用率。

图表56：海康威视费用率预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费用率	11.62%	10.55%	11.75%	11.80%	11.50%	11.10%
管理费用率	2.82%	2.62%	3.18%	3.20%	3.00%	2.80%
研发费用率	10.04%	10.13%	11.80%	12.60%	12.00%	11.50%

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所预测

4.2 估值与投资建议

海康威视作为全球领先的安防视频监控领域龙头，转型智能物联 AIoT 领域，拥有强大的 AI 技术平台创新能力，以及丰厚的垂直行业数据积累。展望未来，我们认为，公司面临多个潜在催化剂，有望改善盈利能力、提升盈利质量，推动公司估值回归合理水平。具体而言，我们看好以下几个方面：

(1) 宏观经济复苏进程加快，安防行业景气度见底回升。2023 年，随着宏观经济逐渐复苏，政府招投标数量和金额持续改善，Q3 单季度公司 SMBG 业务增速同比转正。我们认为，安防行业景气度拐点已现，公司有望持续受益。

(2) 严控人员规模，各项费用率逐季改善。2022 年，公司人员规模扩张速度过快，导致各项费用率承压。公司 2022 年下半年开始严控人效，实行内部资源配置优化。随着公司营收恢复增长，公司各项费用率有望实现逐季改善。

(3) AI 开放平台数据积累丰厚，满足行业智能化、场景碎片化发展趋势。随着产业的数字化升级转型，各行各业产生了大量的场景化智能应用需求，行业智能化、场景碎片化趋势显著。公司针对这一痛点，通过多年的行业数据积累，开发了满足市场需求的行业模型，提供一站式的小样本训练高精度算法解决方案，实现复用和优化，企业用户数量显著增加。这既拓宽了公司在泛安防领域发展的“护城河”，也满足了市场的碎片化需求，提升了公司的竞争优势，打开了智能物联 AIoT 的发展空间。

图表57：海康威视营收测算汇总（亿元）

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002236.SZ	大华股份	20.06	660.87	36.07	44.46	54.02	18.32	14.87	12.23
002373.SZ	千方科技	12.31	194.52	6.56	8.79	11.94	29.65	22.14	16.29
	平均值						23.99	18.51	14.26
002415.SZ	海康威视	35.85	3345.02	133.48	162.12	199.23	25.06	20.63	16.79

资料来源：同花顺 iFinD，国联证券研究所预测注：可比公司估值均来自 Wind 一致预期，股价为 2023 年 11 月 23 日收盘价

参考大华股份、千方科技在二级市场的 PE 估值，海康威视与其同属安防与智能物联行业，业务有相似性。鉴于海康威视全球安防领域龙头地位，以视频监控领域为起点，积累了大量的行业数据，可以提供满足碎片化场景需求的行业模型，长期受益于企业数字化转型发展，以及智能安防渗透率提升趋势，智能物联 AIoT 成长空间广阔，我们给予海康威视 2024 年 25 倍 PE 估值，对应市值 4053 亿元，目标价 43.50 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

➤ 行业景气度不及预期

公司 PBG 和 SMBG 业务与宏观经济关系较为紧密。若国内经济复苏进程放缓，同时企业数字化转型步伐也将受到影响，安防行业可能存在复苏不及预期的风险，从而对公司境内主业收入状况造成影响。

➤ 全球化发展进程不及预期

公司业务与全球供应链体系存在相关性，且境外主业收入占比逐年提高。逆全球化思潮暗流涌动，若中美贸易摩擦持续加剧，则可能对公司的供应链及海外收入带来负面影响。

➤ 智能安防渗透率不及预期

智能安防是安防行业未来的重要发展趋势，有利于打开行业向上发展空间，提升行业的长期毛利率。若智能安防渗透率不及预期，则公司业绩增速存在放缓的风险。

➤ 行业训练模型迭代不及预期

人工智能、大数据、云计算、边缘计算等技术发展迅猛，技术扩散速度加快。若公司无法快速实现业务的创新发展，满足行业“高度智能化、场景碎片化”的发展趋势，则可能存在被竞争对手超越的风险。

➤ 汇率波动幅度较大的风险

公司国际业务收入稳健增长，已成为重要的收入来源。若汇率内出现大幅波动，则可能对公司国际业务收入带来负面影响。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34722	40012	52672	59956	67513	营业收入	81420	83166	85673	95395	110866
应收账款+票据	30425	36029	34505	38421	44652	营业成本	45329	47996	47941	52596	60665
预付账款	506	535	494	550	640	营业税金及附加	561	582	584	650	755
存货	17974	18998	18064	19817	22858	营业费用	8586	9773	10109	10970	12306
其他	2393	2333	2544	2832	3289	管理费用	10384	12457	13536	14309	15854
流动资产合计	86019	97907	108279	121576	138950	财务费用	-133	-990	429	542	682
长期股权投资	982	1252	1628	2103	2679	资产减值损失	-448	-508	-495	-551	-640
固定资产	7262	9114	9481	11202	13119	公允价值变动收益	-38	-156	0	0	0
在建工程	2323	3771	4642	4514	4385	投资净收益	174	218	187	187	187
无形资产	1304	1545	1496	1655	1806	其他	2093	1880	1993	1938	1850
其他非流动资产	5974	5645	6352	6313	6363	营业利润	18474	14783	14759	17902	22001
非流动资产合计	17845	21327	23599	25787	28352	营业外净收益	-6	72	348	448	548
资产总计	103865	119233	131878	147363	167302	利润总额	18468	14855	15107	18349	22548
短期借款	4075	3343	7843	12969	18318	所得税	957	1298	1227	1490	1831
应付账款+票据	17230	17233	18697	20513	23660	净利润	17511	13557	13880	16859	20717
其他	11987	13779	14848	16299	18772	少数股东损益	710	720	532	647	795
流动负债合计	33292	34356	41389	49781	60749	归属于母公司净利润	16800	12837	13348	16212	19923
长期带息负债	3602	7800	6536	5278	3987						
长期应付款	40	9	8	8	8						
其他	996	1567	4100	4100	4100						
非流动负债合计	5178	11907	10644	9386	8094						
负债合计	38470	46263	52033	59167	68844						
少数股东权益	1934	4581	5113	5760	6554	成长能力					
股本	9336	9431	9331	9331	9331	营业收入	28.21%	2.14%	3.01%	11.35%	16.22%
资本公积	5404	10141	10241	10241	10241	EBIT	17.01%	-24.38%	12.05%	21.60%	22.97%
留存收益	48721	48817	55160	62864	72332	EBITDA	17.63%	-21.75%	16.35%	23.15%	23.70%
股东权益合计	65395	72970	79845	88196	98458	归属于母公司净利润	25.51%	-23.59%	3.98%	21.46%	22.89%
负债和股东权益总计	103865	119233	131878	147363	167302	获利能力					
						毛利率	44.33%	42.29%	44.04%	44.87%	45.28%
						净利率	21.51%	16.30%	16.20%	17.67%	18.69%
						ROE	26.47%	18.77%	17.86%	19.67%	21.68%
						ROIC	56.43%	27.71%	26.80%	34.05%	37.43%
						偿债能力					
						资产负债率	37.04%	38.80%	39.46%	40.15%	41.15%
						流动比率	2.6	2.8	2.6	2.4	2.3
						速动比率	2.0	2.2	2.1	2.0	1.9
						营运能力					
						应收账款周转率	2.8	2.5	2.6	2.6	2.6
						存货周转率	2.5	2.5	2.7	2.7	2.7
						总资产周转率	0.8	0.7	0.6	0.6	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	1.8	1.4	1.4	1.7	2.1
						每股经营现金流	1.4	1.1	2.2	1.8	2.2
						每股净资产	6.8	7.3	8.0	8.8	9.8
						估值比率					
						市盈率	19.7	25.8	24.9	20.5	16.6
						市净率	5.2	4.9	4.4	4.0	3.6
						EV/EBITDA	24.2	20.4	17.3	14.0	11.3
						EV/EBIT	25.7	22.4	19.7	16.1	13.1

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2023年11月23日收盘价

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼