

2024年04月22日  
海康威视(002415.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

安防

## 业绩稳健增长，AI 助力智能物联持续发展

### 事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年营收为 893.40 亿元，同比增长 7.42%；归母净利润 141.08 亿元，同比增长 9.89%；扣非归母净利润 136.66 亿元，同比增长 10.83%。2024 年一季度营收 178.17 亿元，同比增长 9.98%；归母净利润 19.16 亿元，同比增长 5.78%；扣非归母净利润 17.60 亿元，同比增长 13.27%。

### 公司收入利润逐季度改善，业绩持续向好：

公司经营稳健，业绩逐季增长。根据年报数据，公司单四季度营收 280.65 亿元，同比增长 19.71%，环比增长 18.40%；单四季度归母净利润 52.56 亿元，同比增长 31.51%，环比增长 49.62%。公司 2023 年 Q1-Q4 收入同比增速分别为-1.94%/3.06%/5.52%/19.71%，归母净利润同比增速分别为-20.69%/1.49%/14%/31.51%，业绩增速逐季度上行。利润端，毛利率持续提升，2023 年毛利率为 44.44%，同比增长 2.15pcts，2024Q1 毛利率为 45.76%，同比提升 0.59pct，环比提升 2.22pcts，持续回暖改善。费用端，持续研发投入力度，研发费用同比增长 16.08%，研发费用率提升 0.95pct 至 12.75%，同时公司研发人员总数稳定，同比+1.89%。我们认为，公司盈利能力持续修复，体现经营韧性，业绩有望随宏观经济回暖持续稳健增长。

### EBG 驱动主业发展，海外及创新业务持续增长：

(1) 主业部分，境内主业 23 年全年收入 468.10 亿元，其中 EBG 收入 178.45 亿元，同比增长 8.12%；PBG 收入 153.54 亿元，同比减少 4.84%；SMBG 收入 126.79 亿元，同比增长 1.46%。EBG 驱动公司境内主业增长，主业收入占比 38.12%。SMBG 自 23Q3 起收入增速转正。我们认为，EBG 受企业数字化转型升级需求拉动，在工商企业、能源冶金、教育及金融服务等细分行业持续增长，业绩有望持续上行；SMBG 业绩企稳，有望随宏观经济回暖逐步向好。境外主业收入 239.77 亿元，同比增长 8.83%。在新兴市场国家加速拓展，增长体现韧性趋势乐观。(2) 创新业务为业绩增长贡献新动力，2023 年总收入 185.53 亿元，占整体收入 20.77%，较 22 年收入占比 18.12% 上升 2.65pcts。其中收入占比前五的机器人、智能家居、热成像、汽车电子及存储业务分别占比 5.53%/5.25%/3.68%/3.03%/2.16%，同比增长 26.16%/14.93%/17.73%/42.06%/19.50%，均有明显增幅。

### 智能物联驱动场景数字化，AI 技术助力长期发展：

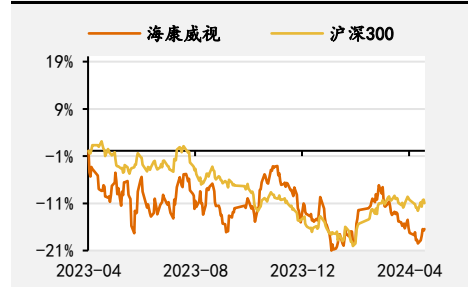
投资评级 **买入-A**  
**维持评级**

6 个月目标价 **44 元**  
股价 (2024-04-19) **32.10 元**

### 交易数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元)  | 299,512.29    |
| 流通市值(百万元) | 292,377.02    |
| 总股本(百万股)  | 9,330.60      |
| 流通股本(百万股) | 9,108.32      |
| 12 个月价格区间 | 30.35/43.16 元 |

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅%  | 1M   | 3M   | 12M   |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | -2.7 | -7.0 | -11.5 |
| 绝对收益 | -3.7 | 1.3  | -25.6 |

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

程宇婷

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030002

chengyt@essence.com.cn

### 相关报告

|                       |            |
|-----------------------|------------|
| 业绩逐季增长，经营稳健有望复苏       | 2024-01-30 |
| 上半年业绩经营显韧性，盈利能力持续修复   | 2023-08-20 |
| 一季度毛利率修复，全年业绩趋势向好     | 2023-04-17 |
| 利润端短期承压，创新业务及海外业务贡献业绩 | 2022-08-15 |

根据公司年报，长期维度看，公司持续发展 AIoT 战略，包括安防业务和场景数字化方向业务，正在成为 OT (Operational Technology) 厂商，为各类企业数字化转型提供众多场景下的数字化产品和解决方案。AI 技术可应用于各种感知产品中，与大数据技术结合、用于系统解决方案中等。公司推出观澜大模型，分为基础大模型、行业大模型和任务模型三级架构。基础大模型参数量大、高可泛化、性能优异，行业大模型可利用行业数据进一步预训练和微调，在针对性行业领域具备专家级别能力，任务模型专注于具体的场景或业务，是实现大模型能力落地的重要方式。我们认为大模型能够满足碎片化、多样化的应用端需求，提升解决方案的行业理解能力，升级软硬件产品并产生协同效应，长期助力公司的物联感知发展需求，进一步夯实智能物联行业领先地位。

### 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 998 亿元、1140.47 亿元、1283.03 亿元，归母净利润分别为 164.02 亿元、186.5 亿元、220.14 亿元，EPS 分别为 1.76 元、2 元和 2.36 元，对应 PE 分别为 18 倍、16 倍和 14 倍。我们认为，受宏观经济等因素影响，行业估值有较大修复空间。公司作为行业龙头，有望率先受益于景气度回升，我们给予 24 年 25 倍 PE，且 EPS 为 1.76 元，则对应 6 个月目标价 44 元，维持“买入-A”投资评级。

风险提示：地缘政治环境风险；需求复苏不及预期；技术研发不达预期。

| (百万元)    | 2022A    | 2023A    | 2024E    | 2025E     | 2026E     |
|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 主营收入     | 83,166.3 | 89,339.9 | 99,800.2 | 114,047.3 | 128,303.2 |
| 净利润      | 12,837.3 | 14,107.6 | 16,401.6 | 18,650.2  | 22,014.1  |
| 每股收益(元)  | 1.38     | 1.51     | 1.76     | 2.00      | 2.36      |
| 每股净资产(元) | 7.33     | 8.18     | 10.23    | 12.23     | 14.59     |

| 盈利和估值  | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 23.3  | 21.2  | 18.3  | 16.1  | 13.6  |
| 市净率(倍) | 4.4   | 3.9   | 3.1   | 2.6   | 2.2   |
| 净利润率   | 15.4% | 15.8% | 16.4% | 16.4% | 17.2% |
| 净资产收益率 | 18.8% | 18.5% | 17.2% | 16.3% | 16.2% |
| 股息收益率  | 2.2%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  |
| ROIC   | 40.2% | 38.2% | 39.1% | 44.6% | 39.9% |

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表               |           |           |           |           |           | 财务指标           |        |        |        |        |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 2022A          | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
| <b>营业收入</b>       | 83,166.3  | 89,339.9  | 99,800.2  | 114,047.3 | 128,303.2 | <b>成长性</b>     |        |        |        |        |
| 减:营业成本            | 47,996.3  | 49,637.1  | 55,758.8  | 64,960.6  | 73,132.8  | 营业收入增长率        | 2.1%   | 7.4%   | 11.7%  | 14.3%  |
| 营业税费              | 581.9     | 704.6     | 748.5     | 855.4     | 962.3     | 营业利润增长率        | -20.0% | 8.5%   | 14.6%  | 14.3%  |
| 销售费用              | 9,773.5   | 10,842.5  | 11,477.0  | 12,773.3  | 13,856.7  | 净利润增长率         | -23.6% | 9.9%   | 16.3%  | 13.7%  |
| 管理费用              | 2,642.1   | 2,769.7   | 2,994.0   | 3,193.3   | 3,335.9   | EBITDA 增长率     | -22.4% | 14.4%  | 16.5%  | 12.4%  |
| 研发费用              | 9,814.4   | 11,392.9  | 12,175.6  | 13,343.5  | 14,754.9  | EBIT 增长率       | -24.6% | 12.5%  | 19.4%  | 13.2%  |
| 财务费用              | -990.4    | -749.8    | -1,028.4  | -1,360.5  | -1,873.5  | NOPLAT 增长率     | -27.6% | 14.4%  | 13.3%  | 13.2%  |
| 资产减值损失            | -508.5    | -463.4    | -453.2    | -455.0    | -437.2    | 投资资本增长率        | 20.5%  | 10.7%  | -0.7%  | 30.6%  |
| 加:公允价值变动收益        | -155.6    | 22.7      | 4.9       | 1.4       | -         | 净资产增长率         | 11.6%  | 12.6%  | 24.4%  | 19.4%  |
| 投资和汇兑收益           | 218.4     | 63.3      | 252.0     | 277.9     | 297.7     |                |        |        |        |        |
| <b>营业利润</b>       | 14,782.7  | 16,039.3  | 18,384.7  | 21,015.9  | 24,869.0  | <b>利润率</b>     |        |        |        |        |
| 加:营业外净收支          | 72.3      | 59.6      | 65.0      | 65.0      | 65.0      | 毛利率            | 42.3%  | 44.4%  | 44.1%  | 43.0%  |
| <b>利润总额</b>       | 14,855.0  | 16,098.9  | 18,449.7  | 21,080.9  | 24,934.0  | 营业利润率          | 17.8%  | 18.0%  | 18.4%  | 18.4%  |
| 减:所得税             | 1,298.0   | 943.2     | 1,107.0   | 1,264.9   | 1,496.0   | 净利润率           | 15.4%  | 15.8%  | 16.4%  | 16.4%  |
| <b>净利润</b>        | 12,837.3  | 14,107.6  | 16,401.6  | 18,650.2  | 22,014.1  | EBITDA/营业收入    | 16.8%  | 17.8%  | 18.6%  | 18.3%  |
|                   |           |           |           |           |           | EBIT/营业收入      | 15.5%  | 16.3%  | 17.4%  | 17.2%  |
|                   |           |           |           |           |           | <b>运营效率</b>    |        |        |        |        |
| <b>资产负债表</b>      |           |           |           |           |           | 固定资产周转天数       | 33     | 40     | 40     | 31     |
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | 流动营业资本周转天数     | 105    | 106    | 95     | 107    |
| 货币资金              | 40,011.9  | 49,629.5  | 68,951.2  | 71,916.9  | 100,378.7 | 流动资产周转天数       | 398    | 425    | 437    | 453    |
| 交易性金融资产           | 12.8      | -         | 24.5      | 24.5      | 24.5      | 应收账款周转天数       | 121    | 132    | 120    | 125    |
| 应收账款              | 29,906.3  | 35,815.2  | 30,764.5  | 48,197.6  | 41,406.2  | 存货周转天数         | 80     | 77     | 73     | 78     |
| 应收票据              | 2,520.0   | 2,606.1   | 2,074.4   | 3,737.6   | 2,901.5   | 总资产周转天数        | 483    | 520    | 527    | 527    |
| 预付账款              | 534.8     | 508.2     | 614.2     | 746.1     | 767.3     | 投资资本周转天数       | 149    | 160    | 150    | 151    |
| 存货                | 18,998.2  | 19,211.4  | 21,489.3  | 27,665.1  | 27,340.6  |                |        |        |        |        |
| 其他流动资产            | 5,922.7   | 5,380.8   | 5,463.0   | 5,588.8   | 5,477.5   | <b>投资回报率</b>   |        |        |        |        |
| 可供出售金融资产          | -         | -         | -         | -         | -         | ROE            | 18.8%  | 18.5%  | 17.2%  | 16.3%  |
| 持有至到期投资           | -         | -         | -         | -         | -         | ROA            | 11.4%  | 10.9%  | 11.3%  | 11.0%  |
| 长期股权投资            | 1,252.0   | 1,151.1   | 1,151.1   | 1,151.1   | 1,151.1   | ROIC           | 40.2%  | 38.2%  | 39.1%  | 44.6%  |
| 投资性房地产            | -         | -         | -         | -         | -         | <b>费用率</b>     |        |        |        |        |
| 固定资产              | 8,539.8   | 11,508.3  | 10,398.3  | 9,288.3   | 8,178.3   | 销售费用率          | 11.8%  | 12.1%  | 11.5%  | 11.2%  |
| 在建工程              | 3,770.8   | 4,307.7   | 4,307.7   | 4,307.7   | 4,307.7   | 管理费用率          | 3.2%   | 3.1%   | 3.0%   | 2.8%   |
| 无形资产              | 1,544.9   | 1,810.5   | 1,703.7   | 1,597.0   | 1,490.2   | 研发费用率          | 11.8%  | 12.8%  | 12.2%  | 11.7%  |
| 其他非流动资产           | 6,219.0   | 6,919.4   | 6,560.1   | 6,454.7   | 6,547.6   | 财务费用率          | -1.2%  | -0.8%  | -1.0%  | -1.2%  |
| <b>资产总额</b>       | 119,233.3 | 138,848.0 | 153,502.0 | 180,675.4 | 199,971.2 | 四费/营业收入        | 25.5%  | 27.1%  | 25.7%  | 24.5%  |
| 短期债务              | 3,343.1   | 2,119.0   | 3,253.0   | 3,310.0   | 3,281.5   | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 应付账款              | 18,928.7  | 22,821.1  | 20,187.2  | 31,150.3  | 27,422.3  | 资产负债率          | 38.8%  | 40.8%  | 33.4%  | 32.5%  |
| 应付票据              | 1,207.8   | 1,163.7   | 1,685.5   | 1,604.9   | 2,040.2   | 负债权益比          | 63.4%  | 69.0%  | 50.2%  | 48.1%  |
| 其他流动负债            | 10,876.2  | 18,308.6  | 13,177.9  | 14,079.2  | 15,169.7  | 流动比率           | 2.85   | 2.55   | 3.38   | 3.15   |
| 长期借款              | 7,522.3   | 8,940.1   | 9,795.0   | 4,875.0   | 3,212.0   | 速动比率           | 2.30   | 2.12   | 2.82   | 2.60   |
| 其他非流动负债           | 4,385.1   | 3,331.9   | 3,203.6   | 3,640.2   | 3,391.9   | 利息保障倍数         | -13.05 | -19.40 | -16.88 | -14.45 |
| <b>负债总额</b>       | 46,263.1  | 56,684.4  | 51,302.3  | 58,659.6  | 54,517.5  | <b>分红指标</b>    |        |        |        |        |
| 少数股东权益            | 4,581.0   | 5,809.3   | 6,750.5   | 7,916.3   | 9,340.2   | DPS(元)         | 0.70   | -      | -      | -      |
| 股本                | 9,430.9   | 9,330.6   | 9,330.6   | 9,330.6   | 9,330.6   | 分红比率           | 51.1%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 留存收益              | 64,316.9  | 69,717.0  | 86,118.6  | 104,768.8 | 126,782.9 | 股息收益率          | 2.2%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| <b>股东权益</b>       | 72,970.2  | 82,163.6  | 102,199.7 | 122,015.8 | 145,453.7 |                |        |        |        |        |
|                   |           |           |           |           |           | <b>业绩和估值指标</b> |        |        |        |        |
| <b>现金流量表</b>      |           |           |           |           |           | EPS(元)         | 1.38   | 1.51   | 1.76   | 2.00   |
| (百万元)             | 2022A     | 2023A     | 2024E     | 2025E     | 2026E     | BVPS(元)        | 7.33   | 8.18   | 10.23  | 12.23  |
| 净利润               | 13,557.0  | 15,155.7  | 16,401.6  | 18,650.2  | 22,014.1  | PE(X)          | 23.3   | 21.2   | 18.3   | 16.1   |
| 加:折旧和摊销           | 1,089.3   | 1,486.0   | 1,216.7   | 1,216.7   | 1,216.7   | PB(X)          | 4.4    | 3.9    | 3.1    | 2.6    |
| 资产减值准备            | 508.5     | 463.4     | -         | -         | -         | P/FCF          | 29.3   | 19.7   | 19.6   | 175.3  |
| 公允价值变动损失          | 155.6     | -22.7     | 4.9       | 1.4       | -         | P/S            | 3.6    | 3.4    | 3.0    | 2.6    |
| 财务费用              | 165.3     | 325.0     | -1,028.4  | -1,360.5  | -1,873.5  | EV/EBITDA      | 21.3   | 18.1   | 13.2   | 11.5   |
| 投资收益              | -218.4    | -63.3     | -252.0    | -277.9    | -297.7    | CAGR(%)        | 13.5%  | 15.6%  | -0.3%  | 13.5%  |
| 少数股东损益            | 719.6     | 1,048.1   | 941.1     | 1,165.9   | 1,423.9   | PEG            | 1.7    | 1.4    | -56.9  | 1.2    |
| 营运资金的变动           | -4,888.0  | -16.4     | -563.5    | -13,788.1 | 4,796.1   | ROIC/WACC      | 4.0    | 3.8    | 3.8    | 4.4    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 10,164.1  | 16,623.3  | 16,720.6  | 5,607.8   | 27,279.6  | REP            | 2.0    | 1.8    | 1.5    | 1.0    |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -3,725.4  | -3,987.3  | 265.3     | 244.0     | 286.2     |                |        |        |        |        |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -1,455.9  | -3,145.4  | 2,335.8   | -2,886.0  | 895.9     |                |        |        |        |        |

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034