

导语：新旧动能交替下，机遇和挑战并存。

标题：大国博弈“主战场”之信息通信：六大细分龙头一键配置

作者：市值风云 AP 白猫

百年未有之大变局下，信息通信产业成为大国博弈的“主战场”之一。

近期，美国新增对华出口限制，将 140 家中国半导体公司列入贸易限制名单，禁止大多数美国供应商向这些公司发货。

对于这种赤裸裸的科技霸凌，包括中国通信业协会在内的四大协会表示坚决反对，并认为美国芯片不再可靠、不再安全，呼吁相关行业谨慎采购美国芯片！

长期以来，我们国家通信产业链里的上游关键元器件依赖进口，“卡脖子”问题依旧存在。目前中下游实力较为领先，比如通信终端设备领域的华为、中兴通讯 (000063.SZ) 等。

未来，在产业统筹 5G、物联网、云计算、AI 等重点领域布局的同时，期待我们国家关键技术的攻坚能力更上一层楼。

通信产业链涉及面极广，在吾股产业链图谱中，第一层包括以通信设备、通信服务为主，网络安全技术服务为辅的三大领域。

再细分发现，十多个细分行业中有不少行业呈现少数几家公司吃下大部分市场的寡头垄断格局。



(来源：市值风云 APP 产业链图谱)

这不就是投资价值出沒之地嗎？

今天咱们就来聊聊，这个产业链里毛利润规模前三的行业，以及这些行业里的“巨象”。

——付费线——

一、成熟的寡头垄断格局

这三个行业，首先是以三大运营商为代表的通信技术服务行业。

通信技术服务III：3032.18 (98.5%)

└—— 中国移动：1684.59 (55.6%)

└—— 中国电信：820.16 (27.0%)

└—— 中国联通：513.36 (16.9%)

└—— 嘉环科技：2.74 (0.1%)

└—— 二六三：1.84 (0.1%)

(制表：市值风云 APP，2024 年上半年毛利<亿元>，及占所在行业比例，下同)

其次是上游通信终端设备行业，中兴通讯在 A 股一家独大。

通信终端设备：339.61 (32.3%)

└—— 中兴通讯：252.89 (74.5%)

└—— 星网锐捷：18.65 (5.5%)

└—— 亿联网络：17.4 (5.1%)

└—— 锐捷网络：14.33 (4.2%)

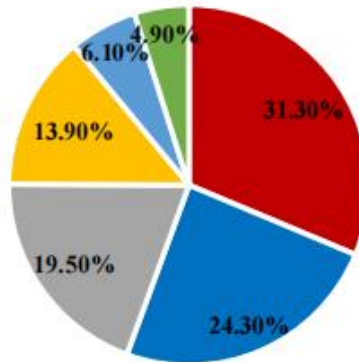
└—— 海能达：12.55 (3.7%)

当然，这个领域中份额最大的华为不可忽视。

经过多年的打打杀杀，通信设备商竞争格局趋于稳定。2023 年，全球通信网络设备商 CR4 已提升至 89%；其中，华为市占率全球第一，为 31.3%，中兴通讯是全球第四、中国第二，全球市占率 13.9%。

图 2：23 年全球通信网络设备商竞争格局

• 华为 • 爱立信 • 诺基亚 • 中兴通讯 • 三星电子 • 其他



资料来源：国际金融报，Omdia，上海证券研究所

最后，是以智能物联龙头海康威视（002415.SZ）为代表的视讯产品制造行业。

视讯产品制造：199.98 (19.0%)

└— 海康威视：185.65 (92.8%)

└— 苏州科达：2.52 (1.3%)

└— 同为股份：2.11 (1.1%)

└— 数码视讯：1.4 (0.7%)

└— 恒为科技：1.22 (0.6%)

竞争对手大华股份（002236.SZ）被分在物联网行业。

物联网：111.73 (10.6%)

└—— 大华股份：61.35 (54.9%)

└—— 千方科技：7.96 (7.1%)

└—— 威胜信息：4.71 (4.2%)

└—— 萤石网络：3.74 (3.3%)

└—— 达实智能：3.59 (3.2%)

无论是并在一起或是分开看，这两家公司吃下了行业大部分市场。其中，海康威视今年上半年整体毛利规模又是大华股份的3倍，规模优势突出。

仅统计A股数据，今年上半年，通信产业链的毛利规模为4200亿，通信技术服务、通信终端设备、视讯产品制造在其中贡献的比重约为72%、8%、5%。

如果把华为的1500亿(保守取2023全年ICT基础设施和终端业务的毛利砍半后)放进这个“房间”里来，那么三者的比重就变成了53%、32%、4%，几乎代表了整个产业链的“江山”。

表 5-7 发行人毛利构成情况

单位：万元

项目	2022年		2023年	
	金额	占比	金额	占比
ICT基础设施业务	19,640,244	67.94%	19,684,536	60.45%
终端业务	6,621,282	22.90%	9,473,087	29.09%
云计算业务	1,628,267	5.63%	1,676,615	5.15%
数字能源业务	1,940,931	6.71%	1,980,975	6.08%
智能汽车解决方案	44,647	0.15%	163,359	0.50%
其他业务	-103,495	-0.36%	763,168	2.34%
抵销	-864,178	-2.99%	-1,180,592	-3.63%
合计	28,907,698	100.00%	32,561,148	100.00%

(华为投资控股有限公司2024年度第四期超短期融资券募集说明书)

看到这里，细心的老铁可以发现，这些行业呈现高度集中的同时，其中公司也并非平飞秋色，均具备“一家独大”的特征，这体现了行业的成熟度。

二、新旧动能交替，运营商资本开支减少

首先细说三大运营商，都是央企，在产业链承担“链长”角色，一头拉动投资，一头激发消费，做的是重资本、重资产的垄断生意。

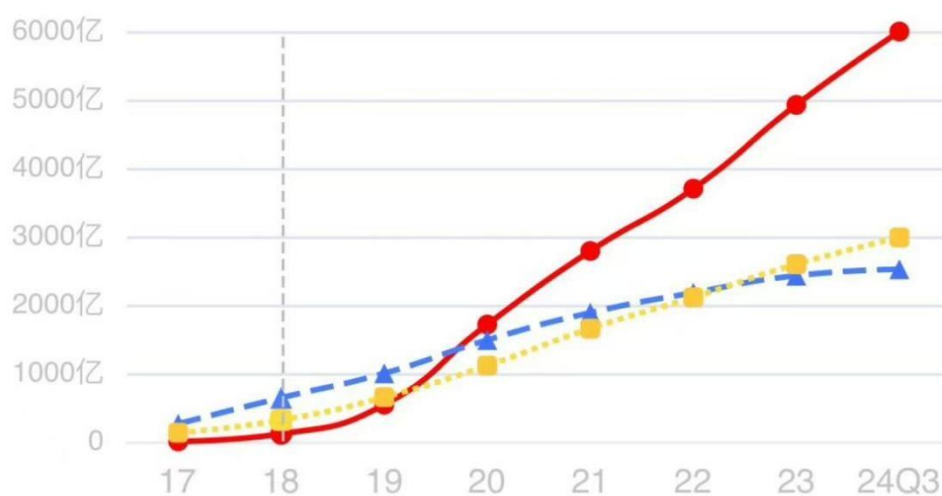
但无一例外，它们已经是现金流健康、充沛并且坚持较高分红的公司，红利属性凸显。

自由现金流

图表数据: 累计流入流出

表格数据: 当期流入流出

● 中国移动(主) ● 中国联通 ● 中国电信



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	-	109.9亿	426.3亿	1173.1亿	1074.5亿	911.6亿	1225.2亿	1072.2亿
●	257.1亿	380.1亿	358.4亿	486.8亿	399.2亿	292.4亿	249.7亿	93.4亿
●	126.9亿	184.8亿	335.0亿	462.1亿	540.2亿	457.1亿	484.5亿	391.2亿



1、资本开支迎来拐点，分红力度逐渐加大

2021-2023年，中国移动（600941.SH）现金分红率从38.6%提高至71.6%，中国电信（601728.SH）从59.9%提高至70.1%，中国联通（600050.SH）从42.5%提高至50.5%。

据年报以及业绩说明会公告，中国移动、中国电信都表示从2024年起，三年内股东回报力度将会加大，**具体为三年内以现金方式分配的利润逐步提升至当年股东应占利润的75%以上。**

根据媒体报道，中国联通在今天的业绩说明会上表示2024年的分红率水平将不低于2023年。

李玉焯指出，2024年，中国联通在为长远稳健增长积蓄动能的基础上，以更大力度回报股东，2024年分红派息比率计划不低于2023年水平，具体利润分配方案将根据2024年盈利情况提交董事会和股东大会审议。 [C114](#)

(来源：C114 通信网)

分红率

● 中国移动(主) ● 中国联通 ● 中国电信



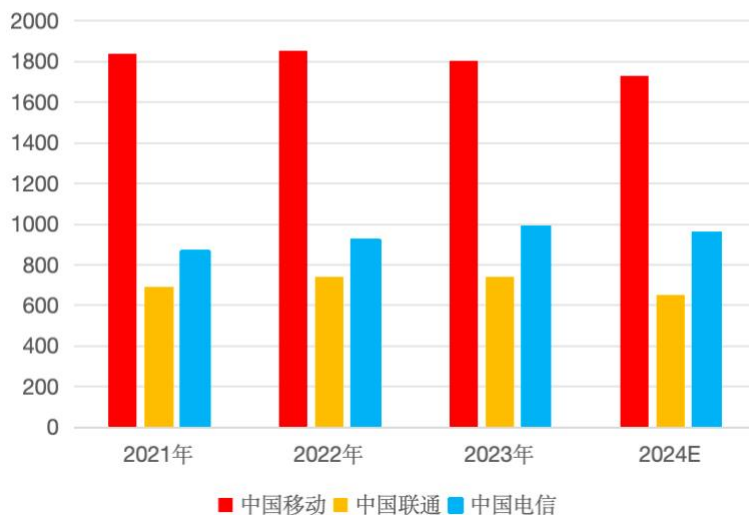
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
●	-	-	-	-	38.6%	66.0%	71.6%
●	144.3%	40.5%	37.6%	37.0%	42.5%	46.0%	50.5%
●	-	-	-	-	59.9%	65.0%	70.1%



股东回报力度加大的底气之一，便是资本开支的减少。

与前三年比较，2024年，三大运营商的资本开支预算均有所减少。

资本开支 (亿元)



(来源：定期报告、业绩说明会)

其中，资本开支最大的中国移动称，如果没有特殊原因，预计未来两年资本开支仍将保持稳中有降。

4. 请问公司未来的资本开支规划是什么？对经营现金流的展望如何？

公司资本开支在 2020 至 2022 年是高峰期，去年公司资本开支已经开始下降，今年将继续下降，全年资本开支控制在年初指引的 1,730 亿元范围内，占收比下降至 20%以内。如果没有特殊原因，预计未来两年总体资本开支将保持稳中有降，资本开支占收比持续下降。

(来源：中国移动中期业绩说明会)

2. 新旧动能交替，资本开支重点向算力倾斜

今年前三季度，中国移动、中国电信、中国联通的营收分别为 7915 亿元、3920 亿、2901 亿。

2018 年以来，三家整体营收均呈正增长。增速上变动趋势基本一致，今年前三季度均出现增速放缓，在 2%-3%之间。

营收增速

● 中国移动(主) ● 中国联通 ● 中国电信



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
●	-	1.2%	3.0%	10.4%	10.5%	7.7%	2.0%
●	5.8%	-0.1%	4.6%	7.9%	8.3%	5.0%	3.0%
●	2.9%	-0.7%	4.8%	11.3%	9.4%	6.9%	2.9%



这三家基本代表了我国电信行业的运行情况。今年上半年，我国电信业务累计完成收入 8941 亿元，收入同比增长 3%。

为何放慢了呢？难道真到天花板了？

看看中国移动怎么说的。目前来说，行业处于新旧动能的转换期，传统通信需求趋于饱和，但数智化时代下新型信息服务的培育还需要时间，同时需求还未被充分激发。

1.公司指引下半年会在上半年的基础上努力实现收入增速稳步提升、利润良好增长。请问管理层下半年会有哪些举措实现以上目标？

上半年营运收入增长 3.0%、净利润增长 5.3%，收入增幅有所放缓，主要是以下原因：一是全球外部环境变化的传导效应，二是目前处于新旧动能的转换期。近年来公司坚持基于规模的价值经营，CHBN 融合发展、全向发力，收入、利润均实现良好增长。

随着大模型为代表的人工智能的快速发展，人类社会进入数智化时代，科技发展到新的阶段，信息服务市场呈现出新的变化。从需求侧来看，传统通信需求趋于饱和，潜在的新型信息服务需求还需进一步挖掘激发；从供给侧来看，传统的增收动能有所减弱，AI 新动能的培育还需时间。面对这样的发展态势，公司需要与时俱进，积极进行转型升级。

(来源：中国移动中期业绩说明会)

新型信息服务又指什么呢？

可以把它理解为建立在 5G、算力网络、能力中台基础设施下的“连接+算力+能力”的新型信息服务体系。

中国移动聚焦做“科技强国、网络强国、数字中国主力军”的目标，锚定“世界一流信息服务科技创新公司”发展定位，持之以恒争创一流经营业绩，拓宽拓广信息服务发展空间，自立自强锻造科技创新引擎，系统打造以 5G、算力网络、能力中台为重点的新型信息基础设施，创新构建“连接+算力+能力”新型信息服务体系，以高质量信息服务供给，满足、引领、创造生产、生活、治理全场景的数智化需求，推动新一代信息技术深度融合经济社会民生，为社会发展和文明进步贡献更大力量。

(来源：中国移动中报)

从投资建设的角度，目前 5G 大规模建设已进入平稳期，中国 5G 用户普及率已超过 60%，可惜现象级的 5G 应用还未出现。换言之，屏幕前的老铁们是否感知到 5G 的明显优势？

近期，12 部委联合印发《5G 规模化应用“扬帆”行动升级方案》，提出到 2027 年底全面实现 5G 规模化应用、5G 个人用户普及率超 85%的目标。

政策加码下，在我国 5G 应用发展的关键窗口期，行业景气度能否迎来边际改善值得期待。

与此同时，随着国内智算中心加速落地，算力产业的高景气成为行业的另一大看点。运营商的资本开支结构也有所调整，呈现向算力领域倾斜的趋势。

中国移动表示，2024 年资本开支主要用于推进连接感知领先、算力发展提速、能力集约增效和基础拓展布局。

2023 年公司各项资本开支合计约人民币 1,803 亿元。2024 年公司预计资本开支合计约为 1,730 亿元，主要用于推进连接感知领先、算力发展提速、能力集约增效和基础拓展布局，以及支撑 CHBN 业务发展等方面，其中 5G 网络资本开支约人民币 690 亿元，所需资金主要来自经营活动现金流。

(来源：中国移动 2023 年报)

中国联通表示，2023 年网络投资显现拐点，投资重点转向高增长的算网数智业务。

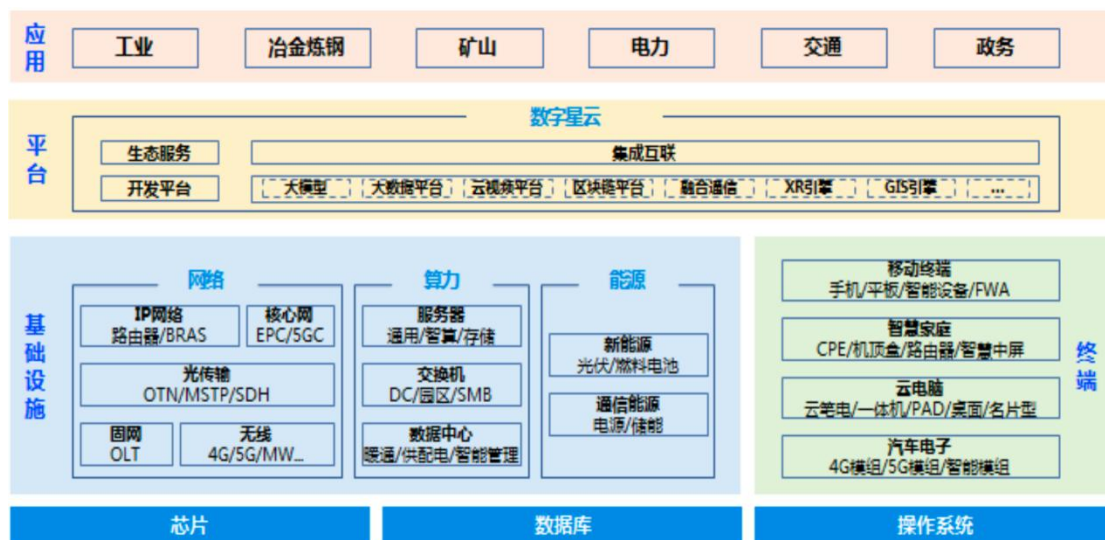
公司坚持网业协同、精准投入，随着 5G 网络覆盖日臻完善，公司投资重点由稳基础的联网通信业务转向高增长的算网数智业务，2023 年资本开支为 739 亿元，网络投资显现拐点。公司全面增强价值创造能力，自由现金流²同比增长 10.8%，达到人民币 304 亿元。资本结构持续优化，带息债务同比下降 18%至人民币 464 亿元，资产负债率 46.0%维持在合理区间。

(来源：中国联通 2023 年报)

三、设备商营收增长承压，强研发

因此，中兴通讯作为运营商的上游，那也必须跟紧了，何况是国内“唯二”的龙头。

中兴通讯以“连接+算力”为主航道，在保持以无线、有线产品为主的第一曲线业务核心竞争力持续提升的同时，加速拓展以算力、手机为代表的第二曲线业务。



(来源：中兴通讯中报)

但整体来看，2023年以来，中兴通讯营收增长放慢，几乎陷入停滞，今年前三季度总营收 900 亿。

这是为何？

中兴通讯 – 营收及增速

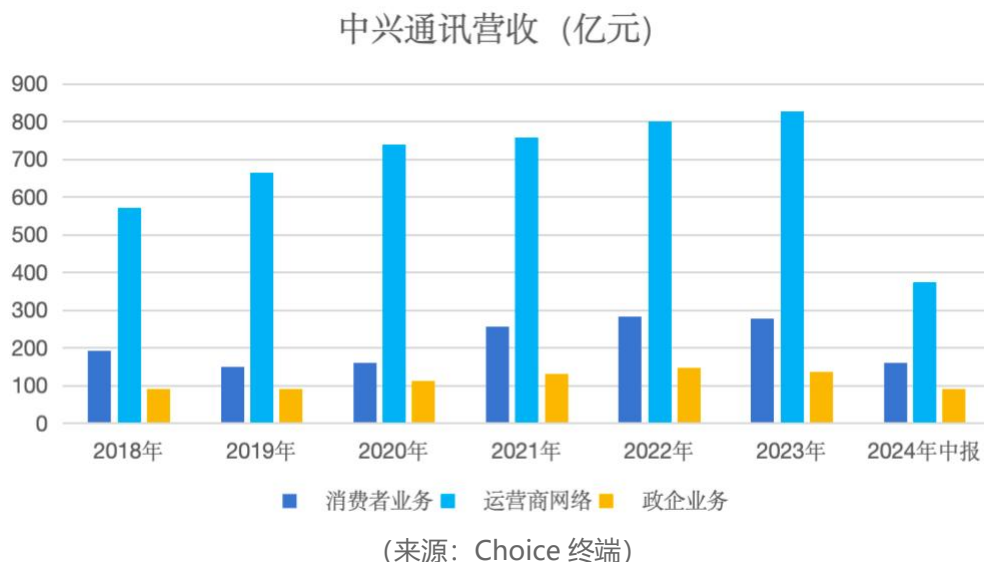
● 营业收入 (元) ● 营收YOY



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入 (元)	855.1亿	907.4亿	1014.5亿	1145.2亿	1229.5亿	1242.5亿	900.4亿
● 营收YOY	-21.4%	6.1%	11.8%	12.9%	7.4%	1.1%	0.7%



分业务模块来看，2023 年，三大业务均没有太大的增长亮点：运营商网络增长 3.4%、政企和消费者业务均有下滑。



从老大哥华为 2023 年 ICT 基础设施业务的增长来看，处境类似，增长 2.5%。

表 5-5 发行人合并营业收入构成情况

单位：万元

项目	2022 年		2023 年	
	金额	占比	金额	占比
ICT 基础设施业务	35,018,065	54.99%	35,878,586	51.44%
终端业务	21,223,780	33.33%	24,821,858	35.58%
云计算业务	4,534,231	7.12%	5,527,562	7.92%
数字能源业务	5,064,077	7.95%	5,184,790	7.43%
智能汽车解决方案	208,070	0.33%	474,349	0.68%
其他业务	464,002	0.73%	925,069	1.33%
抵销	-2,830,658	-4.45%	-3,057,468	-4.38%
合计	63,681,567	100.00%	69,754,745	100.00%

(华为投资控股有限公司 2024 年度第四期超短期融资券募集说明书)

继续熬。

今年上半年，中兴通讯运营商网络营收下滑 8.6%，公司解释主要受到国内整体投资环境影响。

总体上，这大概就是与风云君前面提到的，国内运营商整体资本开支减少有关。2024 年，三大运营商预计的资本开支合计较上一年下滑 5.4%。

此外，“东边不亮西边亮”，今年上半年，中兴通讯政企业务以及消费者业务反弹，分别实现 56%、14% 的双位数增长。其中，政企业务的增长，与国内算力、信创等数字建设机遇带来的服务器及存储业务的快速增长有关。

面向运营商客户，受国内整体投资环境影响，增长承压，公司正加速从全连接转向“连接+算力”，努力拓展市场空间。面向政企客户，公司以自研产品和解决方案，紧跟互联网、金融、电力、交通行业客户需求，实现服务器及存储收入快速增长。面向消费者，一是把握 FTTR 千兆用户规模发展机会，推动家庭终端收入加速增长，二是通过差异创新战略，凭借有竞争力的产品获得细分领域消费者认可，带来手机收入的增长。 **国内市场**

面向运营商客户，公司坚持深耕大国大 T 大网聚焦战略（大 T 指主流电信运营商），把握光纤化加速、4G 改造和 5G 新建等传统业务以及数据中心、人工智能、绿色网络等新业务机会，继续突破大 T 价值区域、提升市场份额，同时在服务器及存储等算力产品实现规模布局，推动收入保持双位数增长。面向政企客户，公司深耕存量经营，收入稳健增长。面向消费者，家庭终端，Wi-Fi 7 路由器规模布局高端市场；手机产品，把握全球特别是拉美和亚洲等新兴市场手机需求复苏机会，推动收入重回增长轨道。 **国际市场**

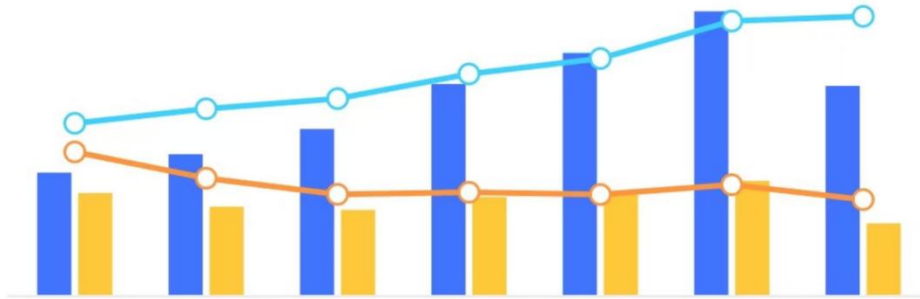
（来源：中报）

总的来说，与三大运营商有所区分，公司所在行业是强研发、高毛利属性。

营收增长承压下，公司仍需在研发上持续加码，2023 年以来中兴通讯的研发费用率保持在 20% 以上。

中兴通讯 – 研发VS销售

● 研发费用 (元) ● 销售费用 (元) ● 研发费用率 ● 销售费用率



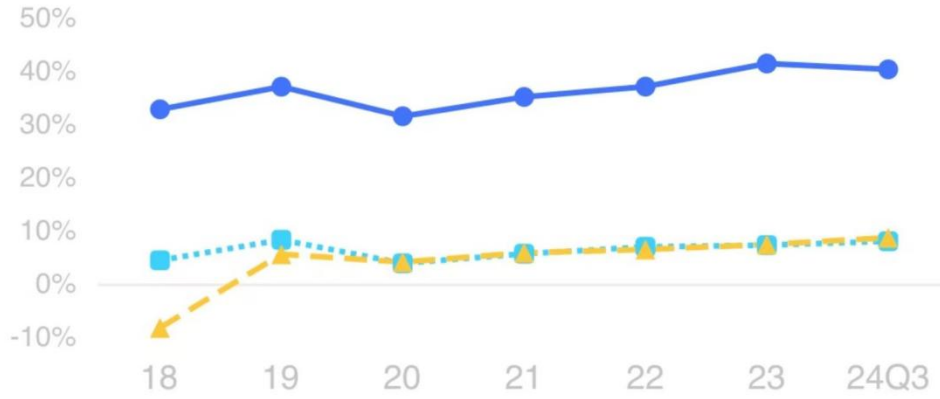
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 研发费用 (元)	109.1亿	125.5亿	148.0亿	188.0亿	216.0亿	252.9亿	186.4亿
● 销售费用 (元)	90.8亿	78.7亿	75.8亿	87.3亿	91.7亿	101.7亿	63.8亿
● 研发费用率	12.8%	13.8%	14.6%	16.4%	17.6%	20.4%	20.7%
● 销售费用率	10.6%	8.7%	7.5%	7.6%	7.5%	8.2%	7.1%



毛利率、净利率稳中有升，今年前三季度分别为 40.4%、8.8%。

中兴通讯 – 利润率

● 毛利率 ● 经调整营业利润率 ● 净利率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 毛利率	32.9%	37.2%	31.6%	35.2%	37.2%	41.5%	40.4%
● 经调整营业利润率	4.5%	8.4%	4.0%	5.8%	7.0%	7.4%	8.1%
● 净利率	-8.2%	5.7%	4.2%	5.9%	6.6%	7.5%	8.8%



总体上，中兴通讯是“稳中求进”。作为一个成熟的“老二”，造血能力无需担忧，2019年以来自由现金流再没飘绿过。

中兴通讯 – 自由现金流

● 自由现金流 (元)



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 自由现金流 (元)	12.4亿	-141.0亿	9.0亿	37.6亿	100.4亿	26.3亿	134.0亿	53.9亿



2023年，一方面是贯彻深交所倡导的“质量回报双提升”行动方案，另一方面是盈利能力的提升为回报股东打下基础，公司将分红率提高至35%，未来还有提升的空间。

中兴通讯 – 现金分红

● 现金分红（元） ● 占自由现金流比重 ● 分红率



 市值风云
专业服务注册制 买股之前搜一搜



四、海康威视，“海战”拉动增长，迎接碎片化市场

海康威视是一家央企。在翻看最新年报之前，风云君的印象还主要停留在“视频监控、全球第一的安防巨头”，如今却有一番“多年未见需刮目相看”的气势。

2021年，公司将其业务定位为智能物联 AIoT，2023年初步完成了智能物联战略的转型。

这一转型的背后，是数字化转型浪潮下的必然要求。翻看“老二”大华股份年报，也已将其业务定位于智慧物联行业。

根据海康威视披露，智能物联是以物联感知为核心，融合 AI、大数据的全方位技术的应用。

过去，公司的产品与服务更多是在安消一体、园区管理等场景。如今，在诸如生产运行、品质检测、设备状态监测、安全生产、环境要素监测等应用场景，公司均已布局。

这背后，公司必然做了很多突破，但仍然挡不住营收增长放缓、利润下滑。

2022年开始，多年的营收双位数增长戛然而止。2022-2023年，营收年复合增长率仅为4.8%，今年前三季度增长6.1%，营收为650亿元。

海康威视 – 营收及增速

● 营业收入（元） ● 营收YOY



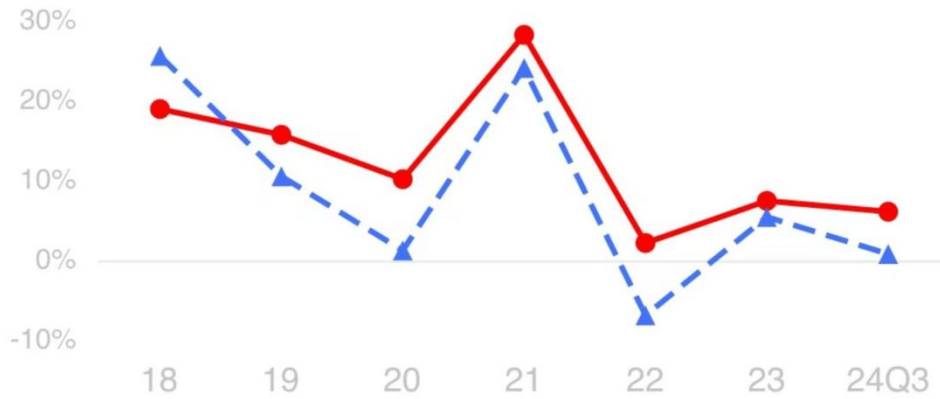
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 营业收入（元）	498.4亿	576.6亿	635.0亿	814.2亿	831.7亿	893.4亿	649.9亿
● 营收YOY	18.9%	15.7%	10.1%	28.2%	2.1%	7.4%	6.1%



大华股份处境更为糟糕。

营收增速

● 海康威视(主) ● 大华股份



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 海康威视(主)	18.9%	15.7%	10.1%	28.2%	2.1%	7.4%	6.1%
● 大华股份	25.6%	10.5%	1.2%	24.1%	-6.9%	5.4%	0.8%



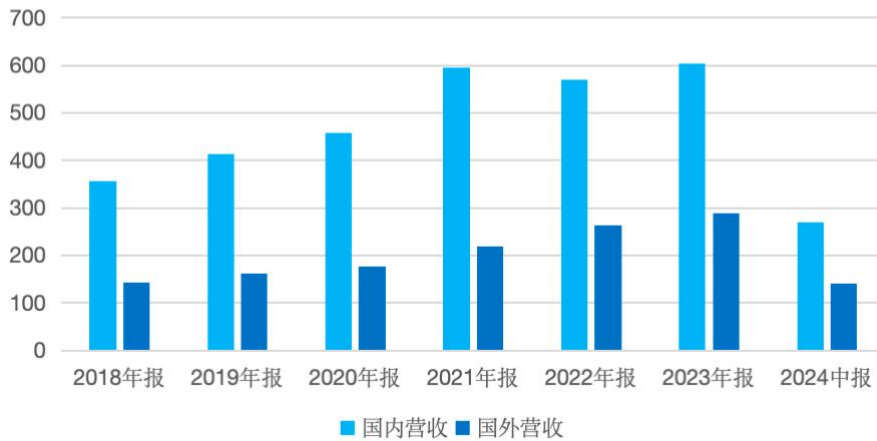
究竟是因为什么？

拆分地区来看，海康威视在国内市场面临增长瓶颈。2021-2023年，公司国内营收 CAGR 为 0.8%，今年上半年也仅增长 6%。

而公司整体还能有一定增长，主要靠国外市场拉动。

2021-2023年，公司国外营收 CAGR 为 14.8%。今年上半年，国外市场继续增长 17.5%，营收占比为 34.4%。

海康威视分地区营收（亿元）



(来源: iFinD,制表, 市值风云 APP)

无论是从短期还是中长期看，海外市场都是公司重要的增长点。

根据机构调研记录，公司安防市场的海外市占率约为 20%，而国内市占率则达到 40%，海外市场还有较大的拓展空间。安防是一个综合性的大市场，公司这里的市占率指的是安防中视频监控市场中的市占率。

从区域分布看，公司海外业务主要分为发展中国家和发达国家，比例是 7：3。

一方面，受益于发展中国家海外基础设施建设和城市管理需求，业务近年来增速较快，未来还会保持更快的增长水平。

另一方面，在逆全球化的动荡下，公司面临来自美国及其带动下的五眼国家的打压，因此必然将更多的资源倾斜到发展中国家市场。

另外从最新公告来看，同行大华股份已经退出了美国市场。

3.问:海康威视如何预期海外业务的发展?

答:无论是从短期还是中长期的视角看，海外市场都是公司重要的增长点。从市场份额看，根据权威机构统计，海康威视在安防市场的海外市占率约为20%，而国内市占率则达到40%。这种差距表明，海外市场仍有很大的拓展空间。从区域分布看，公司海外业务主要分为发展中国家和发达国家，前者占比约70%，后者占比30%，发展中国家近年来增速较快，未来还会保持更快的增长水平。从业务类型看，海外业务分为渠道类和项目类业务，前者占比约70-80%，后者占比约20-30%，伴随发展中国家海外基础设施建设和城市管理需求，项目类业务的销售潜力也在提升。

(机构调研记录，来源: iFinD)

再结合业务板块可以发现，海康威视的现状是国内安防等传统主业营收下滑，而创新业务、境外传统业务增长的都比较不错。

目前来看，后面两大业务想要撼动国内传统市场的地位还是有希望的，今年上半年创新业务、境外传统业务营收合计占总营收比重提高至 53%。

创新业务主要包含机器人业务、智能家居业务、热成像业务、汽车电子业务、存储业务等。

营业收入构成⁴

2023 年报

单位：亿元

		2023 年	2022 年	同比增减	2021 年
境内主业	公共服务事业群（PBG）	153.54	161.35	-4.84%	191.61
	企事业事业群（EBG）	178.45	165.05	8.12%	166.29
	中小企业事业群（SMBG）	126.79	124.97	1.46%	134.90
	其他主业产品与服务	9.32	9.27	0.54%	9.43
境外主业	主业产品与服务	239.77	220.32	8.83%	189.26
	创新业务 ⁵	185.53	150.70	23.11%	122.71
合计		893.40	831.66	7.42%	814.20

注 4：三大事业群、其他主业、境外主业仅统计海康威视主业产品与服务，不包含创新业务产生的营业收入。

注 5：创新业务收入包括境内与境外产生的营业收入。

营业收入构成³

2024 中报

单位：亿元

		本报告期	上年同期	同比增减
境内主业	公共服务事业群（PBG）	56.93	62.73	-9.25%
	企事业事业群（EBG）	74.89	69.96	7.05%
	中小企业事业群（SMBG）	57.89	57.52	0.64%
	其他主业产品与服务	4.69	4.53	3.53%
境外主业	主业产品与服务	114.41	99.09	15.46%
创新业务 ⁴		103.28	81.88	26.13%
合计		412.09	375.71	9.68%

（来源：海康威视定期报告）

回到前面提到的国内安防等传统主业下滑，背后最主要的原因是部分市场需求收缩。

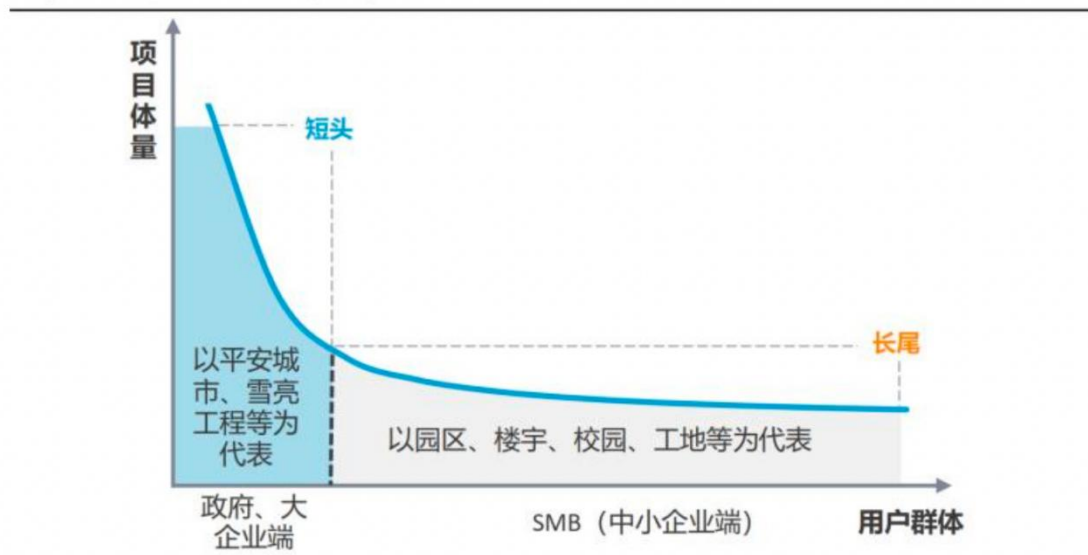
具体来说，2022 年起，主要受政府财政紧张影响较大，主要面向公共服务的 PBG 营收下滑明显。

其次，SMBG 增长几乎停滞。SMBG，以中小型企业市场服务为主，项目基数大，充分体现公司所提到的需求碎片化、场景化特征。用最直白的话，那便是“小利润、大市场”。

智能物联行业的需求始终呈现碎片化、场景化特征，如何在满足个性化需求、形成场景化解决方案的同时，最大程度的获得商业上的规模效应，是对所有行业参与者的挑战。海康威视持续打造适应碎片化需求的
(来源：2023 年报)

但在前些年平安城市、雪亮工程建设时，行业的重心主要在集中型市场，公司吃到了红利，而碎片化市场被忽视，所以目前碎片化市场的开发处于起步状态。

图34 安防行业长尾效应示意图



资料来源：亿欧智库，HTI

(来源：海通国际)

下一阶段，随着泛安防产业的下沉，碎片化市场有望成为新增长动力。

二、持续的组织变革，让组织跟着业务走。营销体系方面，海康威视独特地推进区域下沉的营销策略，国内在各个省建立省级业务中心，在地级市建立分公司；海外推行一国一策，让业务组织长在基层，让营销工作贴近用户，急用户所急、想用户所想。在区域下沉的基础上，海康威视同时推进以垂直行业驱动的组织变革，贴合以总分公司、连锁企业为代表的垂直行业业务需求。营销组织柔性化，跟着业务调整。此外，根据业务的差异化，海康威视为了聚焦重点，对产品线、行业线、创新业务等进行拆分，适度独立经营独立考核，持续做大做强品类、小行业，使组织发展适应业务变化。

(来源：2023 年报)

当然，碎片化市场开拓难度较高、多为非标准化项目，在构建长效竞争力的过程中，公司的毛利率保持稳定，但是研发投入、资本开支也在加大。

研发费用率

● 海康威视(主) ● 大华股份



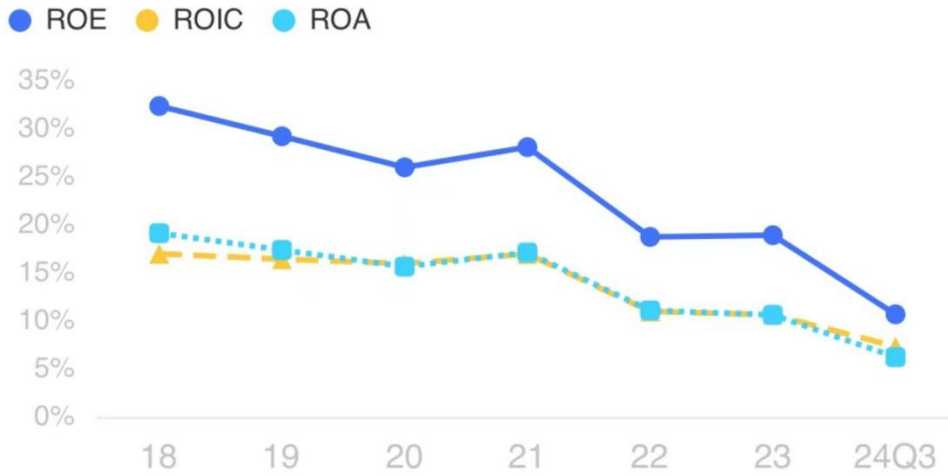
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 海康威视(主)	9.0%	9.5%	10.0%	10.1%	11.8%	12.8%	13.4%
● 大华股份	9.7%	10.7%	11.3%	10.5%	12.7%	12.3%	13.2%



最终，公司净利率、ROE 在 2022 年以来比较明显的下滑，今年前三季度 ROE 为 10.6%。

总的来说，生意越来越难做了。

海康威视 – 收益率



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● ROE	32.3%	29.2%	25.9%	28.0%	18.7%	18.9%	10.6%
▲ ROIC	17.0%	16.4%	15.9%	16.9%	10.9%	10.6%	7.3%
■ ROA	19.1%	17.3%	15.6%	17.1%	11.1%	10.6%	6.2%



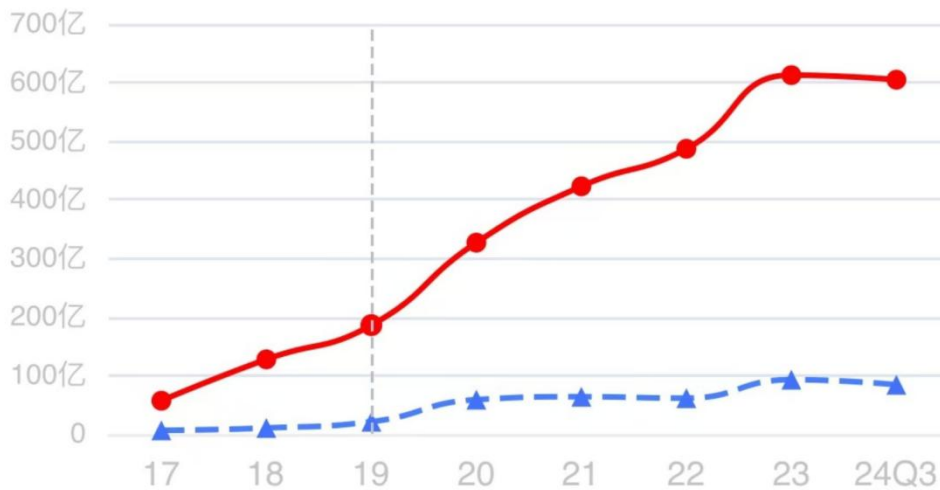
但海康威视的造血能力没得说，秒杀同行。今年前三季度，自由现金流为负主要是公司通常一季度有大笔现金支出，二三季度现金回补，四季度呈现显著增长的上翘形态。

自由现金流

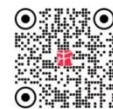
图表数据: 累计流入流出

表格数据: 当期流入流出

● 海康威视(主) ● 大华股份



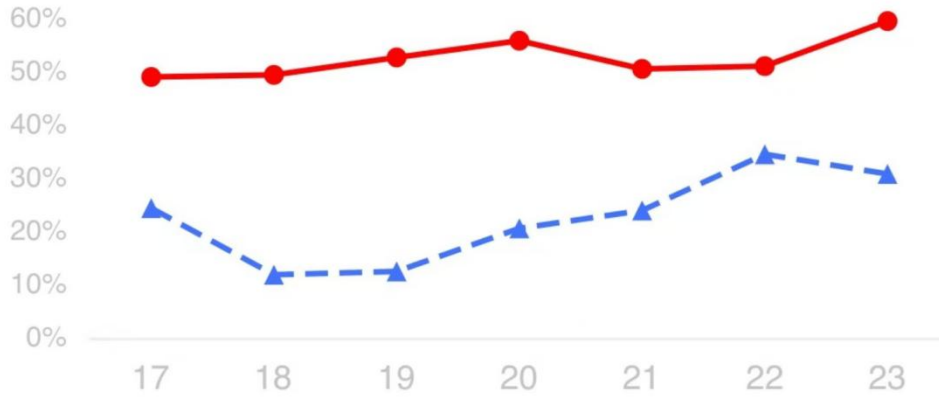
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q3
● 海康威视(主)	56.8亿	70.6亿	58.4亿	140.8亿	96.1亿	64.1亿	125.8亿	-7.8亿
● 大华股份	6.3亿	4.0亿	10.7亿	37.6亿	5.0亿	-2.4亿	31.5亿	-8.7亿



回报股东上也比同行更为慷慨，2023 年将分红率提高到将近 60%。

分红率

● 海康威视(主) ● 大华股份



	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
● 海康威视(主)	49.0%	49.4%	52.7%	55.8%	50.5%	51.1%	59.5%
● 大华股份	24.4%	11.9%	12.5%	20.6%	23.9%	34.5%	30.8%

