

计算机

2025 年 08 月 03 日

海康威视 (002415)

——利润超预期，报表充分体现高质量增长

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025 年 08 月 01 日

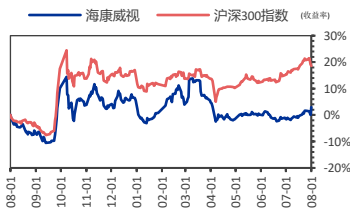
收盘价 (元)	29.11
一年内最高/最低 (元)	35.52/24.71
市净率	3.3
股息率% (分红/股价)	2.40
流通 A 股市值 (百万元)	265,331
上证指数/深证成指	3,559.95/10,991.32

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 06 月 30 日

每股净资产 (元)	8.51
资产负债率%	31.03
总股本/流通 A 股 (百万)	9,233/9,115
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

洪依真 A0230519060003
hongyz@swsresearch.com
刘洋 A0230513050006
liuyang2@swsresearch.com

联系人

洪依真
(8621)23297818x
hongyz@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● 事件：海康威视发布 25H1 半年报，实现营业收入 418.18 亿元，同比增长 1.48%；归母净利润 56.57 亿元，同比增长 11.71%；扣非净利润 54.89 亿元，同比增长 4.69%。

● **利润超预期！来自于更高质量的发展战略。**公司上半年利润同比增长 12%，单 Q2 利润同比增长 15%，此前市场预期单 Q2 利润增速 10%左右，利润超预期。上半年收入增长 1.5%，单 Q2 收入同比-0.45%，此前市场预期单 Q2 收入 0-5%左右，收入基本符合预期。**我们认为利润超预期主要由于：**1) 国内和国际各业务中心均从考核收入转为考核利润，主动减少低毛利业务占比；2) SMBG 业务,从区域为中心改为全国垂直管理，针对渠道销售进行了调整，完成渠道去库存，并提高销售质量；3) 整体看公司上半年毛利率 45.2%，同比提升 0.14pct，其中境内业务毛利率 43.98%，同比提升 0.63pct。

● **中报净现金流为五年来最佳，应收账款和票据大幅下降。**公司上半年实现经营性净现金流入 53.43 亿，为 2020 年疫情以来峰值。同时公司 Q2 季度末应收款项与应收票据总额 372.57 亿元，较去年末下降 33.76 亿。渠道端去库存、项目周转率提升的战略显露成效。

● **各项业务收入拆分：海外好于国内，创新好于传统，EBG 好于 PBG/SMBG 的趋势仍然延续。**1) 25H1 考虑创新业务中海外部分后，公司整体境外收入同比增长 8.78%，达到 154 亿元，占整体收入 37%。境外收入增速继续明显高于国内。2) 国内各项传统业务中，EBG 基本维持稳定，我们预计来自 AI 等非安防类需求在能源、制造等更行业增加。SMBG 下滑 30%，预计来由于公司主动降低渠道库存的战略。3) 创新业务继续保持较高增速，目前占整体收入超过 28%。

● **强化费用管控，薪酬-成本剪刀差有望继续扩大。**公司上半年销售/管理/研发费用率分别为 13.65%/3.31%/13.56%，同比变化 0.15/-0.24/-0.27pct，费用管控情况良好。单 Q2 现金流出口径薪酬支出同比 10.7%，显著低于单季度现金流入增速，“剪刀差”有望继续扩大。

● **考虑到公司在官方公众号中对于下半年的指引：**1) 全年归母净利润 10%以上增长,下半年扣非净利润增速高于上半年，业绩逐季上行；2) 全年的经营费用同比大致持平；3) 继续“以利润为中心”，严控应收款,追求高质量的收入增长，预计 2025 年下半年的收入保持同比正增长。**维持盈利预测**，预计 2025-2027 年公司收入为 979/1079/1202 亿元，预计 2025-2027 年净利润为 136/151/162 亿元。维持买入评级。对应 2025-2027 年 20/18/17 倍 PE。

● **风险提示：**1) 全球经济环境和地缘政治的风险；2) 国内经济结构转型风险等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025H1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	92,496	41,818	97,923	107,949	120,215
同比增长率 (%)	3.5	1.5	5.9	10.2	11.4
归母净利润 (百万元)	11,977	5,657	13,615	15,146	16,192
同比增长率 (%)	-15.1	11.7	13.7	11.2	6.9
每股收益 (元/股)	1.30	0.62	1.47	1.64	1.75
毛利率 (%)	43.8	45.2	43.6	43.8	43.5
ROE (%)	14.8	0.6	15.6	16.1	16.0
市盈率	22		20	18	17

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

事件：海康威视发布 25H1 半年报，上半年公司实现营业收入 418.18 亿元，同比增长 1.48%；归母净利润 56.57 亿元，同比增长 11.71%；扣非净利润 54.89 亿元，同比增长 4.69%。

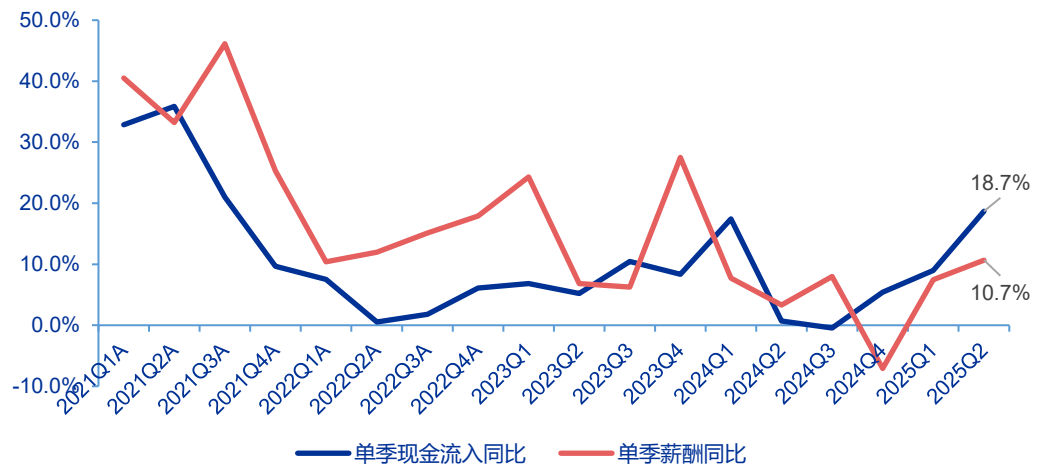
点评

利润超预期！来自于更高质量的发展战略。公司上半年利润同比增长 12%，单 Q2 利润同比增长 15%，此前市场预期单 Q2 利润增速 10%左右，利润超预期。上半年收入增长 1.5%，单 Q2 收入同比-0.45%，此前市场预期单 Q2 收入 0-5%左右，收入基本符合预期。

我们认为利润超预期主要由于：1) 国内和国际各业务中心均从考核收入转为考核利润，主动减少低毛利业务占比；2) SMBG 业务,从区域为中心改为全国垂直管理，针对渠道销售进行了调整，完成渠道去库存，并提高销售质量；3) 整体看公司上半年毛利率 45.2%，同比提升 0.14pct，其中境内业务毛利率 43.98%，同比提升 0.63pct。

中报净现金流为五年来最佳，应收账款和票据大幅下降。公司上半年实现经营性净现金流入 53.43 亿，为 2020 年疫情以来峰值。同时公司 Q2 季度末应收款项与应收票据总额 372.57 亿元，较去年末下降 33.76 亿。渠道端去库存、项目周转率提升的战略显露成效。

图 1：海康威视现金流口径的“收入-成本”错配



资料来源：Wind、申万宏源研究

各项业务收入拆分：海外好于国内，创新好于传统，EBG 好于 PBG/SMBG 的趋势仍然延续。1) 25H1 考虑创新业务中海外部分后，公司整体境外收入同比增长 8.78%，达到 154 亿元，占整体收入 37%。境外收入增速继续明显高于国内。

2) 国内各项传统业务中，EBG 基本维持稳定，我们预计来自 AI 等非安防类需求在能源、制造等更行业增加。PBG 仍略有下滑，预计由于政府预算仍未至拐点。SMBG 下滑 30%，预计来由于公司主动降低渠道库存的战略。

表 1：25H1 各项业务收入拆分

		25H1 收入 (亿元)	同比增减	收入占比
境内主业	公共服务事业群 (PBG)	55.73	-2.11%	13.33%
	企事业事业群 (EBG)	74.62	-0.36%	17.84%
	中小企业事业群 (SMBG)	40.67	-29.75%	9.73%
	其他主业产品与服务	7.19	53.30%	1.72%
境外主业	主业产品与服务	122.31	6.90%	29.25%
	创新业务	117.66	13.92%	28.14%
合计		418.18	1.48%	100.00%

资料来源：Wind、申万宏源研究

3) 创新业务继续保持较高增速，目前占整体收入超过 28%。其中上半年汽车电子业务高增，预计主要来自乘用车摄像头业务等需求增加。机器人业务仍保持约 15% 增长，预计来自机器视觉、巡检机器人、智能物流等产品拉动。

表 2：25H1 创新业务各项收入拆分

	25H1 收入 (亿元)	同比增减	收入占比
机器人业务	31.38	14.36%	7.50%
智能家居业务	27.52	12.40%	6.58%
汽车电子业务	23.52	46.48%	5.63%
热成像业务	20.08	9.73%	4.80%
存储业务	10.33	-21.24%	2.47%
其他创新业务	4.82	24.31%	1.15%
合计	117.66	13.92%	28.13%

资料来源：Wind、申万宏源研究

强化费用管控，薪酬-成本剪刀差有望继续扩大。公司上半年销售/管理/研发费用率分别为 13.65%/3.31%/13.56%，同比变化 0.15/-0.24/-0.27pct，费用管控情况良好。单 Q2 现金流口径薪酬支出同比 10.7%，如上图。显著低于单季度现金流入增速，“剪刀差”有望继续扩大。

AI+千行百业案例逐渐积累，期待 Q3 后商业化继续加速。1) 工业制造领域，大模型产力生产安全、产品质量、运营管理等；2) 电力行业领域，应用瞄准电力巡检、园区安全、发电预测等需求；3) 城市治理领域，应用助力公共安全、应急管理、水利水务等场景工作效率提升；4) 在交通管理领域，推出雷视融合产品并部署时序大模型，实现路口流量预测及信号灯动态调优。

考虑到公司在官方公众号中对于下半年的指引：1) 全年归母净利润 10% 以上增长，下半年扣非净利润增速高于上半年，业绩逐季上行；2) 全年的经营费用同比大致持平；3)

继续“以利润为中心”，严控应收款,追求高质量的收入增长, 预计 2025 年下半年的收入保持同比正增长。

维持盈利预测, 预计 2025-2027 年公司收入为 979/1079/1202 亿元, 预计 2025-2027 年净利润为 136/151/162 亿元。维持买入评级。对应 2025-2027 年 20/18/17 倍 PE。

风险提示: 1) 全球经济环境和地缘政治的风险; 2) 国内经济结构转型风险等。

财务摘要

百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	89,341	92,496	97,923	107,949	120,215
其中: 营业收入	89,341	92,496	97,923	107,949	120,215
减: 营业成本	49,733	51,954	55,275	60,647	67,899
减: 税金及附加	705	692	734	810	902
主营业务利润	38,903	39,850	41,914	46,492	51,414
减: 销售费用	10,747	12,051	13,244	14,614	16,383
减: 管理费用	2,771	3,096	3,402	3,740	4,090
减: 研发费用	11,393	11,864	12,567	13,798	15,601
减: 财务费用	-750	-115	-361	-284	-196
经营性利润	14,742	12,954	13,062	14,624	15,536
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-880	-1,069	-270	-428	-524
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-463	-446	-80	-100	-100
加: 投资收益及其他	2,623	2,841	3,307	3,727	4,147
营业利润	16,040	14,312	16,007	17,813	19,046
加: 营业外净收入	60	31	45	45	45
利润总额	16,099	14,343	16,052	17,858	19,091
减: 所得税	943	1,202	1,188	1,322	1,413
净利润	15,156	13,141	14,863	16,535	17,677
少数股东损益	1,048	1,164	1,249	1,389	1,485
归属于母公司所有者的净利润	14,108	11,977	13,615	15,146	16,192

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。