

超越安防，赋能行业

推荐|维持

报告要点：

● 两大巨头持续领航行业，视频物联迎来第二增长曲线

视频物联行业呈现双寡头的格局，本篇报告主要以海康威视与大华股份的视角，对行业的发展变化进行一定的分析和阐释。两家公司技术领先，护城河深厚，多年来营业收入与归母净利润稳健增长，在外部环境不确定性及疫情冲击下呈现较强的抗风险能力。我们认为，当下的视频物联行业在行业景气度回升、企业智能化业务快速推进以及软件 AI 附加值持续提升等因素的共同促进下，有望迈入新的阶段。

● 驱动因素一：政府支出持续回暖，行业景气度逐步回升

目前，国内疫情已经得到有效控制，经济社会发展各项工作走上正轨，财政收入回归正常，政府支出持续回暖，有望拉动行业景气度持续回升。根据海康威视 2020 年 11 月 6 日的公开调研纪要：“政府端业务整体趋势向好，部分细分领域看到明显复苏迹象，部分细分领域负增长收窄”。我国安防行业规模持续增长，根据中安协数据，2020 年行业总收入预计可达 8000 亿元，年增长率达 10% 以上。

● 驱动因素二：企业智能化蓝海，打开行业天花板

智能化改造业务有望起到引擎作用，带动企业端业务快速增长。随着国内各行业集中度逐步提升，企业管理难度随着规模增长而变大，智能化改造有望为企业带来资源优化和效率提升。以海康威视为例，2019 年，在贸易环境和宏观经济环境的不利影响下，EBG 业务同比增长 23.88%，成为三大 BG 中增速最快的业务；2020 年上半年，在新冠疫情的不利影响下，EBG 业务逆势增长 20.15%。

● 驱动因素三：软件 AI 价值提升，打破市场刻板认知

软件与 AI 在产品与解决方案中占比的不断增大有望打破市场对行业既有的刻板印象。我们认为，海康威视与大华股份以视频能力为核心，嵌入式软件和平台软件能力持续提升，叠加 AI 能力持续赋能，已经逐渐从“安防”这一固有标签中脱离出来，成为提供智能物联网解决方案和大数据服务的供应商，估值水平有望提升。

投资建议

我们认为视频物联行业有望迎来新的发展阶段：1) 行业景气度持续回升；2) 企业智能化业务打开万亿蓝海市场；3) 软件与 AI 附加值持续提升改变市场认知；4) 供应链风险不断减小，海外业务逐步恢复，创新业务高速发展。建议关注：海康威视、大华股份。

风险提示

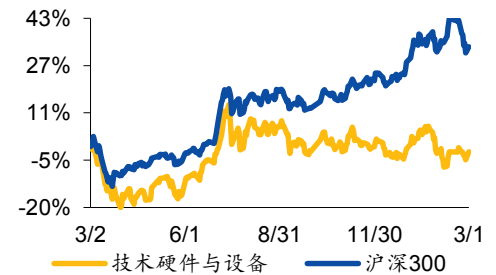
新冠肺炎疫情反复；企业数字化转型的需求不及预期；海外市场拓展不及预期；创新业务发展不及预期；行业竞争加剧等。

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
002415	海康威视	买入	58.23	544067.18	1.33	1.43	1.69	43.82	40.59	34.39
002236	大华股份	买入	22.60	67700.10	1.06	1.34	1.50	21.23	16.92	15.02

资料来源：Wind，国元证券研究所

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-安防行业点评报告：短期影响有限，长期成长无忧》2019.10.11

报告作者

分析师 耿军军
执业证书编号 S0020519070002
电话 021-51097188-1856
邮箱 gengjunjun@gyzq.com.cn

联系人 陈图南
邮箱 chentunan@gyzq.com.cn

目 录

1. 行业护城河深厚，两大巨头持续领航	4
1.1 龙头地位稳固，经营逐季回暖	4
1.2 业务架构变革，发挥协同优势	7
1.3 组件高效研发，智能全面开放	8
2. 挖掘智能化蓝海，打造第二增长曲线	12
2.1 驱动因素一：行业景气度回升，政府支出持续回暖	12
2.2 驱动因素二：企业智能化蓝海，打开行业的天花板	15
2.3 驱动因素三：软件 AI 价值提升，打破市场刻板认知	17
3. 其他重点事项：供应链安全/海外业务/创新业务	20
3.1 供应链安全：积极研发替代方案，备货充足供应稳定	20
3.2 海外业务：疫情影响整体可控，海外业务快速发展	21
3.3 创新业务：高速发展多点开花，部分业务分拆上市	21
4. 核心企业推荐及盈利预测	23
4.1 海康威视：全球龙头，引领行业	23
4.2 大华股份：深耕细作，重塑认知	24
5. 风险提示	25

图表目录

图 1：海康威视和大华股份全球份额持续提升	4
图 2：2019 年全球视频监控市场 CR2 占据半壁江山	4
图 3：2010-2020 年海康威视营收与归母净利润情况	5
图 4：2010-2020 年大华股份营收与归母净利润情况	5
图 5：海康威视季度营收情况	5
图 6：海康威视季度归母净利润情况	5
图 7：大华股份季度营收情况	6
图 8：大华股份季度归母净利润情况	6
图 9：海康威视与大华股份毛利率情况	6
图 10：海康威视归母净利润与经营活动现金净流量情况	7
图 11：大华股份归母净利润与经营活动现金净流量情况	7
图 12：海康威视整体业务架构简单示意图	8
图 13：研发与技术支持能力下沉	8
图 14：大华股份整体业务体系	9
图 15：模块化研发使得针对场景的产品及解决方案落地效率大幅提升	10
图 16：海康威视提出的“数智底座”中 AI 开放平台帮助构建智能感知能力	11
图 17：海康威视与大华股份合计营业收入及归母净利润情况	12
图 18：海康威视与大华股份股价走势分析（单位：元）	13
图 19：新增地方专项债额度与抗疫特别国债额度（单位：亿元）	14
图 20：老旧小区安防设施改造项目现场	14

图 21: 城镇路侧视频监控设施	14
图 22: 安防产品（工程）销售景气指数	15
图 23: 2016-2020 年国内安防市场规模	15
图 24: 传统安防产品在生命周期理论中处于成熟期	16
图 25: 能力升级推动业务边界持续扩展	16
图 26: 2018-2020H1 海康威视三大 BG 营收与增长情况（单位：亿元）	17
图 27: 视频物联行业发展进程	17
图 28: AI 与视频物联的关系	18
图 29: 随着行业技术演进产品价值结构变化	18
图 30: 海康威视与大华股份存货情况（单位：亿元）	20
图 31: 海康威视海外业务收入及占比情况	21
图 32: 大华股份海外业务收入及占比情况	21
图 33: 海康威视与大华股份创新业务产品体系	22
图 34: 海康威视创新业务收入及增速情况	22

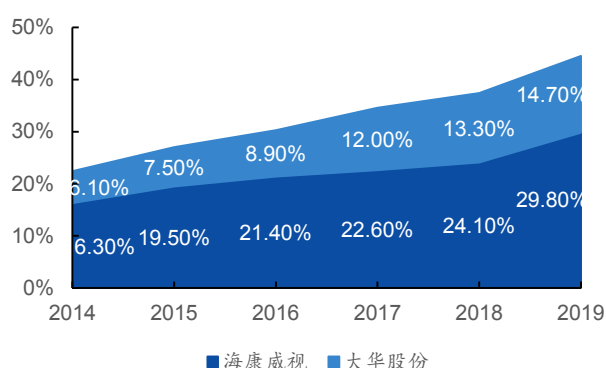
1. 行业护城河深厚，两大巨头持续领航

1.1 龙头地位稳固，经营逐季回暖

行业 CR2 占据全球视频监控半壁江山，市场集中度有望继续提升。根据 A&S 和 IHS 数据，海康威视连续 9 年位列全球视频监控行业市占率第一，龙头地位稳固，大华股份多年来位居第二。根据 A&S 公布的《2020 全球安防 50 强》，按照 2019 年的营业收入排名，海康威视与大华股份份额占比分别为 29.80% 和 14.70%，CR2 达到 44.50%。

据 A&S 统计，全球安防 50 强榜单企业的 2019 年总收入为 258.4 亿美元，比 2018 年增长 9.3%。我们认为，随着传统视频监控行业增速放缓，实力不够的中小企业将被逐步出清，龙头企业的市场份额有望进一步提升。

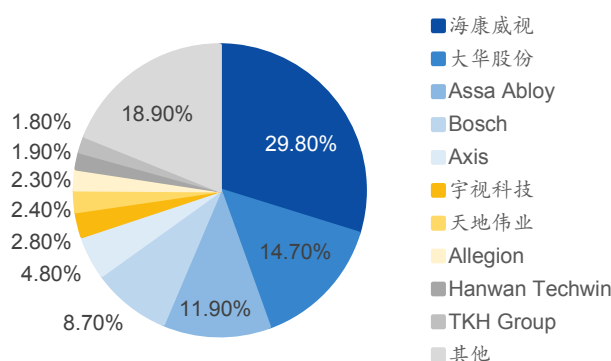
图 1：海康威视和大华股份全球份额持续提升



资料来源：A&S, IHS, 国元证券研究所

注：2018 年以前为 IHS 数据，2019 年为 A&S 数据

图 2：2019 年全球视频监控市场 CR2 占据半壁江山

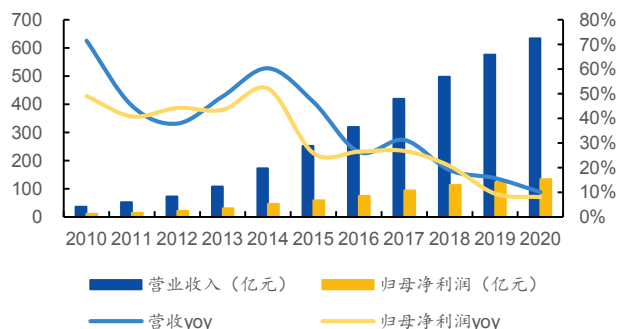


资料来源：A&S, 国元证券研究所

从收入和利润来看，2010 年以来，两家公司营业收入与归母净利润稳健增长。即使 2019 年以来经历了美国商务部实体清单事件以及新冠疫情的影响，两家公司依然经营稳健，表现出较强的抗风险能力。

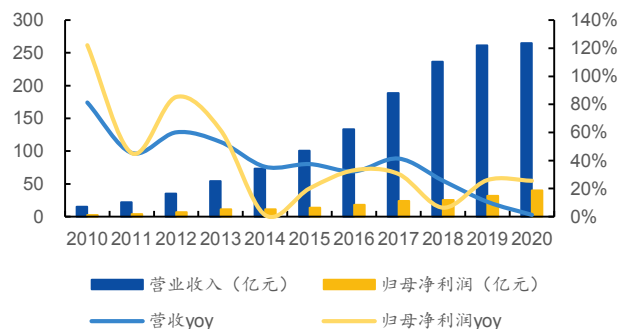
- 海康威视：2010-2020 年，公司营业收入 CAGR 达 33.21%，归母净利润 CAGR 达 28.98%。2020 年，公司实现营业收入 634.27 亿元，同比增长 10.01%；实现归母净利润 134.02 亿元，同比增长 7.96%。
- 大华股份：2010-2020 年，公司营业收入 CAGR 达 33.10%，归母净利润 CAGR 达 31.42%。2020 年，公司实现营业收入 264.67 亿元，同比增长 1.21%；实现归母净利润 40.01 亿元，同比增长 25.51%。

图 3：2010-2020 年海康威视营收与归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：2010-2020 年大华股份营收与归母净利润情况

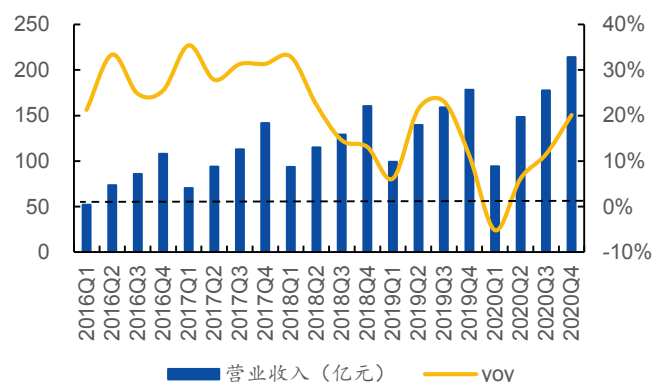


资料来源：Wind，国元证券研究所

分季度来看，2020 年以来，海康威视和大华股份两家公司的营业收入和归母净利润在 2020 年一季度的新冠疫情冲击下经历低谷后，纷纷实现复苏反弹，环比保持增长，同比也持续修复。

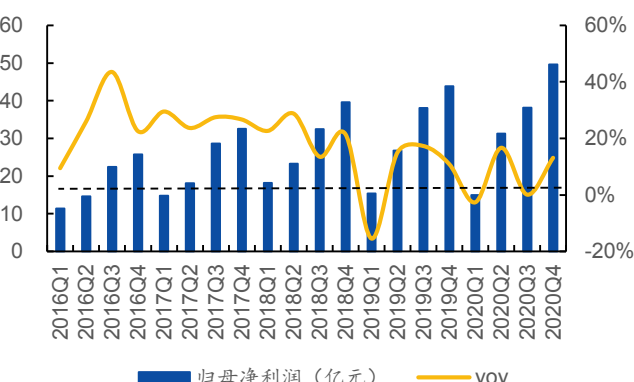
- 海康威视：2020 年第一季度到第四季度，公司分别实现营业收入 94.29、148.42、177.50、214.06 亿元，同比增速分别为-5.17%、6.16%、11.53%、20.13%；分别实现归母净利润 14.96、31.28、38.15、49.63 亿元，同比增速分别为-2.59%、16.68%、0.12%、13.13%。

图 5：海康威视季度营收情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

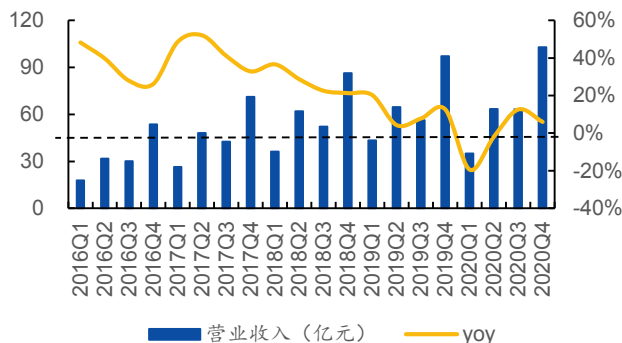
图 6：海康威视季度归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

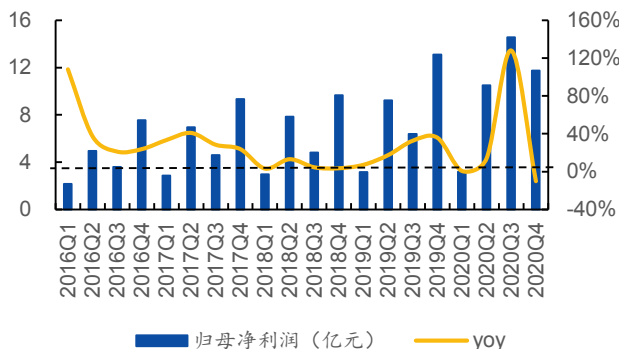
- 大华股份：2020 年第一季度到第四季度，公司分别实现营收 35.02、63.37、63.28、102.97 亿元，同比增速分别为-19.47%、-1.89%、12.56%、5.94%；分别实现归母净利润 3.18、10.51、14.56、11.76 亿元，同比增速分别为 0.50%、13.93%、128.07%、-10.30%。

图 7：大华股份季度营收情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 8：大华股份季度归母净利润情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

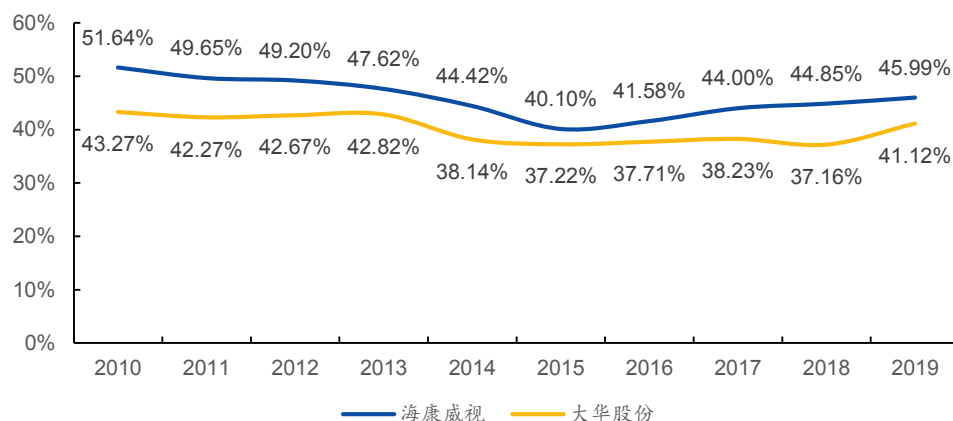
从毛利率来看，近年来，随着产品结构持续优化，两家公司毛利率呈现企稳回升态势。

- 海康威视：2010 年-2015 年，传统安防市场逐渐成熟，渗透率持续提升，伴随着公司产品结构发生变化、市场竞争加剧、低毛利工程收入和其他收入增长较快等原因，公司毛利率呈现下降的趋势。

2016 年以来，AI 技术在安防行业逐步落地，硬件被软件进一步赋能打开能力边界，应用场景得以拓宽，公司产品结构随之持续优化，带动毛利率提升。2019 年，公司毛利率达 45.99%，同比提升 1.14pct，连续 4 年实现增长。

- 大华股份：公司持续优化 IPD 等流程，提升供应链精细化运营能力，推动毛利率水平企稳回升。2019 年，公司毛利率达 41.12%，同比提升 3.96%，毛利率水平有望持续向龙头海康威视靠近。

图 9：海康威视与大华股份毛利率情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

从现金流来看，海康威视的现金流水平较为优异，大华股份通过提升精细化管理水平，有望持续改善回款。

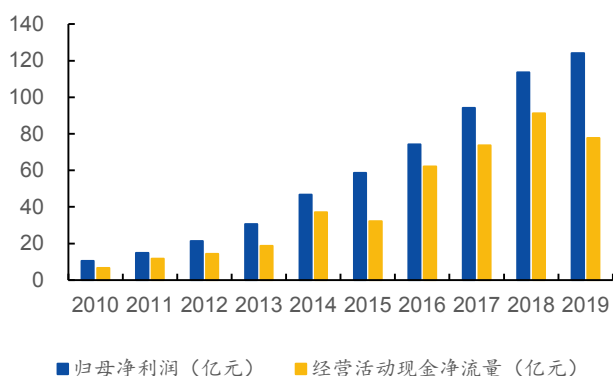
- 海康威视：2016-2018 年，公司净现比（经营性净现金流/归母净利润）分别高

达 83.72%、78.35%和 80.28%，这一比例在 2019 年降至 62.57%，主要原因是受到外部贸易环境影响，公司加强备货，当年存货大幅提升 55.43 亿元。

- 大华股份：公司持续优化 LTC 等流程，加强应收账款的回款力度，具体措施包括：1) 在业务端绩效考核方案中加强回款考核的比重；2) 提高合同质量，主动放弃部分风险较大的项目，市场财经下沉至区域；3) 成立应收款专项工作小组，加强对超期应收款的管理。

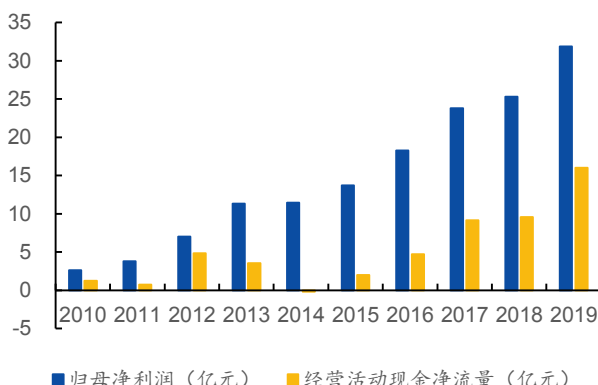
通过对项目质量的管控和历史应收账款的清理，公司整体应收账款结构和质量有望逐步改善，现金流水平有望持续向好。2020 年前三季度，公司经营性净现金流为 12.68 亿元，2014 年以来同期首次实现正值。

图 10：海康威视归母净利润与经营活动现金净流量情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：大华股份归母净利润与经营活动现金净流量情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

1.2 业务架构变革，发挥协同优势

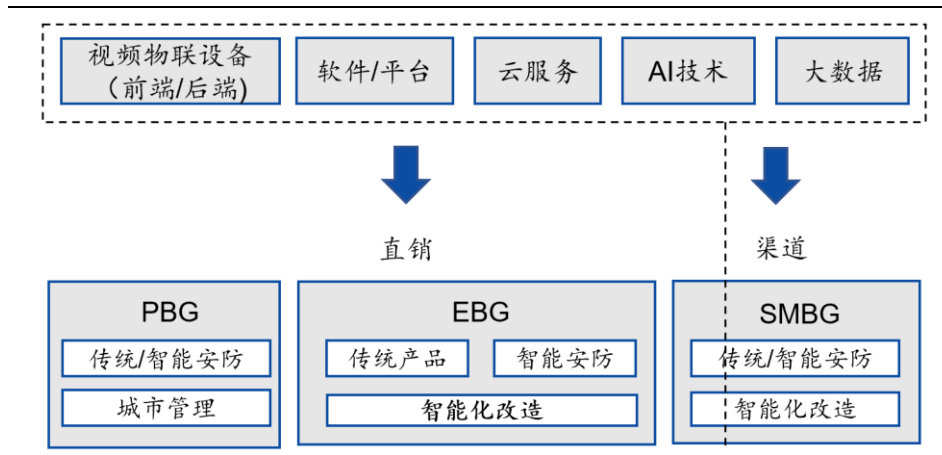
视频物联行业发展迅速，各行业需求不断涌现，对供应商提出了新的要求。以客户需求为导向，海康威视与大华股份分别从两个层面进行了改革：

- 对业务进行重新梳理和划分，针对不同的业务挖掘需求，输出产品及解决方案。
- 权力下放，将原先区域的销售职能扩展到集销售、研发、技术支持等职能为一体的业务中心。

首先，为了更好地适应客户需求，提高内部运营效率，海康威视与大华股份都对公司业务进行了一定的重组划分，针对不同的业务模式深挖市场需求、统筹公司资源、加强能力建设，分别实现赋能公共服务优化、助力企业价值提升、打造产业互联网。

- 海康威视：2018 年，海康威视启动业务架构重组，调整业务资源配置，将国内业务分为公共服务事业群（PBG）、企事业事业群（EBG）、中小企业事业群（SMBG）三个业务群。
- 大华股份：2019 年，大华股份将国内业务划分为三大板块，形成 To G（面向政府）、To B（面向企业）和 To SMB/To C（面向小微企业和消费者市场）三大系列行业软件产品与服务。

图 12：海康威视整体业务架构简单示意图



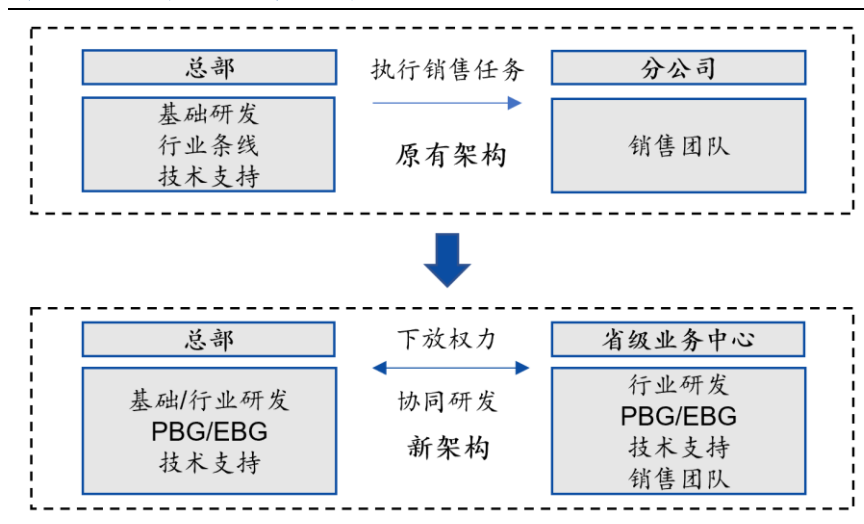
资料来源：海康威视公司公告，国元证券研究所

注：简单示意图未包括部分创新业务及海外业务

同时，为了更快响应客户的定制化需求，为区域细分行业的合作伙伴提供更好的技术支持服务，海康威视与大华股份选择将研发、技术支持能力持续下沉。

- 海康威视：在国内市场，公司推动分公司向省级业务中心转型，将资源配置倾斜在能最快响应客户需求的前线，以省级业务中心作为客户需求响应的前台，更加贴近用户和市场。
- 大华股份：在国内市场，公司持续推进技术营销能力建设，建设省区产品与解决方案能力中心，强化面向客户与业务一线的产品与解决方案上市管理。公司成立多地的省区软件能力中心，覆盖本省及周边省区的软件研发支撑，加强细分行业业务在一线闭环的能力。

图 13：研发与技术支持能力下沉



资料来源：海康威视公司公告，国元证券研究所

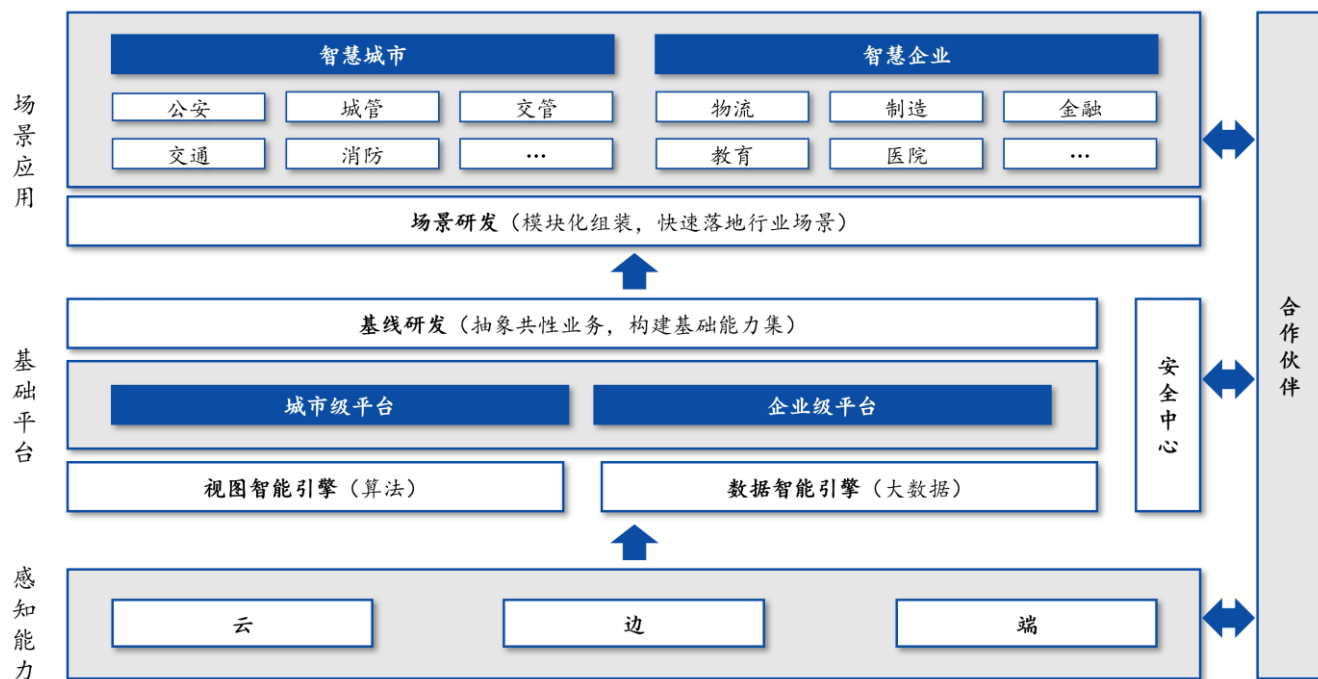
1.3 组件高效研发，智能全面开放

模块化研发有效解决产业智能化进程中应用场景化、碎片化的难题。视频物联为智

慧城市和智慧企业赋能，下游应用场景必然是众多且分散的，为了更好地适配不同硬件和场景，软件往往难以规模化产出。在以往的应用场景中，经常会出现“硬件等软件”或是“软件等硬件”以及重复开发等问题。

针对这种情况，海康威视与大华股份基于自身的软件平台和数据平台能力，都分别重构了原有的软件研发模式，以实现可持续、快速地推出高质量软件产品，适应迅速增长的软件市场需求，为公司战略规划提供支撑。

图 14：大华股份整体业务体系

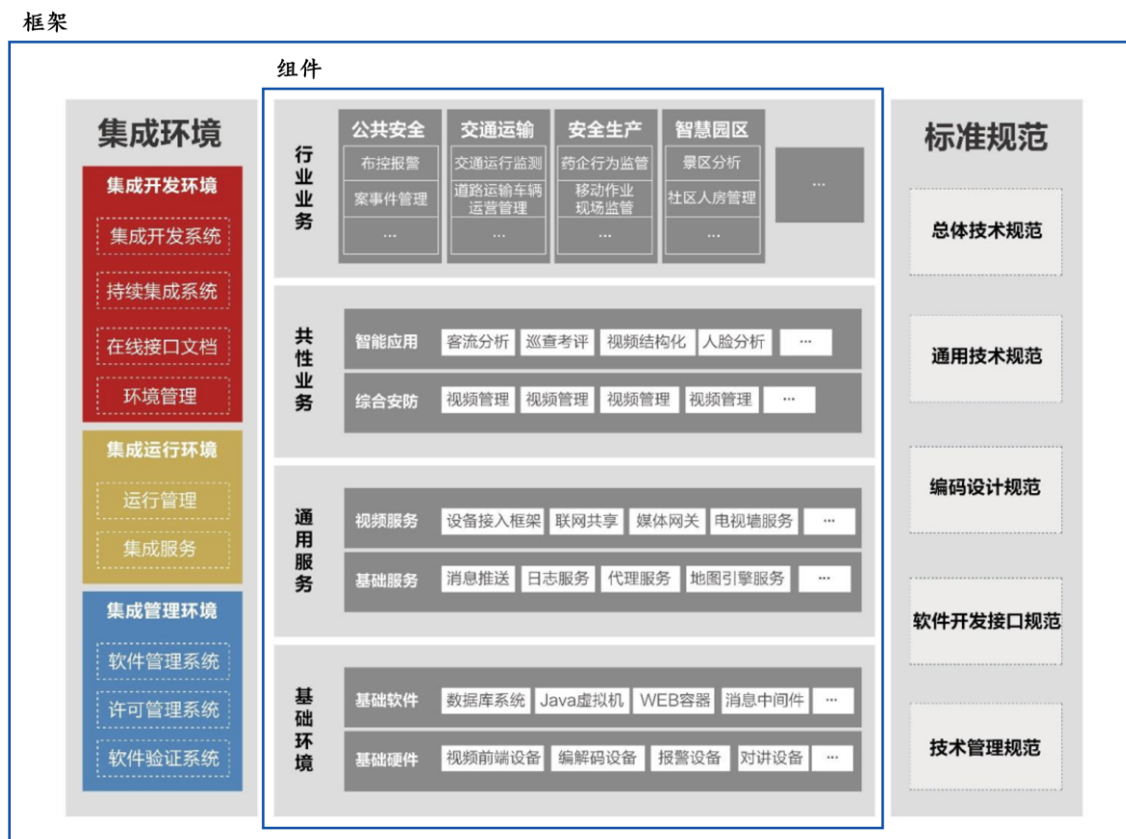


资料来源：大华股份公司公告，国元证券研究所

以海康威视推出的“统一软件技术架构”为例，可以清晰地看出组件化研发对于产品及解决方案落地效率的提升。2016年以来，海康威视建立了以基于组件的开发模式为基础，面向全公司各行业和各研发团队（包括各区域研发团队）的统一软件研发体系，其核心是统一软件技术架构。统一软件技术架构模式可简单理解为“框架+组件=产品”，这种模式充分发挥了软件复用的价值，以支持行业应用的快速开发和迭代。

2019年以来，海康威视的统一软件技术架构的规模效应逐步体现，从一组数据中可以清晰得见：截至2019年底，海康威视统一软件技术架构组件数量达到1644个，软件产品中组件复用率达到93%，平均每个产品新增组件数仅为5个。2019年，海康已形成海康域见和海康云远两大架构，可满足不同业务场景提炼，支持了大量软件产品和定制化应用的开发。

图 15：模块化研发使得针对场景的产品及解决方案落地效率大大提升



资料来源：海康威视公司公告，国元证券研究所

应用场景化、碎片化的难题同样对智能化产品及解决方案的算法使用构成了挑战。对此，海康威视与大华股份开放 AI 能力，大幅降低企业获取和使用 AI 技术的门槛和成本。

以海康威视为例，公司持续迭代 AI 开放平台，帮助用户简单、快速地构建自己的智能算法。根据公司 2019 年年报，AI 开放平台已上线各类通用 AI 功能 40 余项，平台日均调用次数 3500 万次以上；累计训练模型超过 1 万个，其中垂直行业的碎片化场景模型占模型总数 95% 以上。在此基础上，海康威视还通过 AI 开放平台、智能解析平台、算法仓库和算法调度平台构成的感知智能平台，为用户提供了算法训练、存储、解析和调度的全栈能力。

图 16：海康威视提出的“数智底座”中 AI 开放平台帮助构建智能感知能力



资料来源：海康威视公司公告，国元证券研究所



扫码添加客服免费获取完整报告