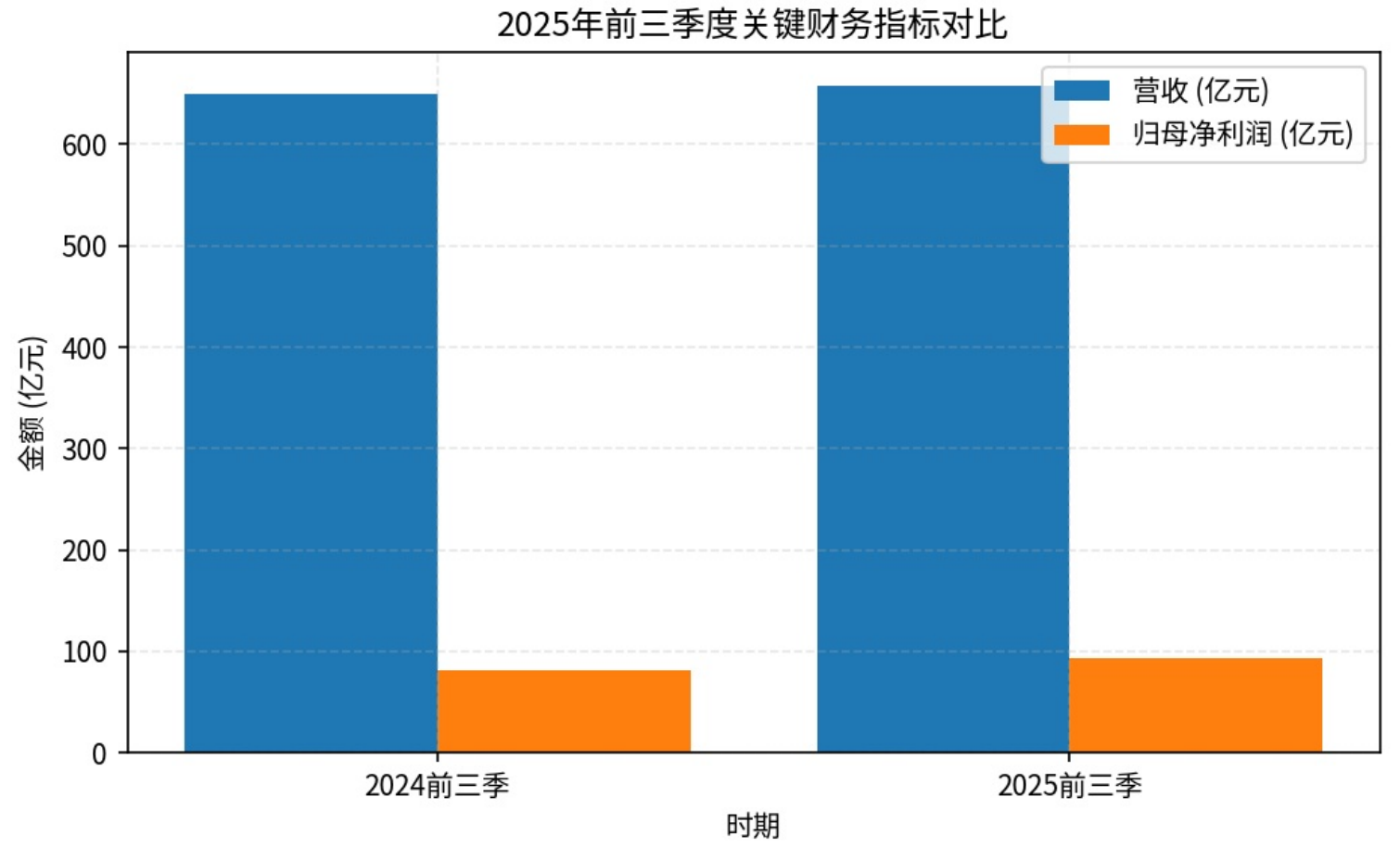


# 研报摘要

海康威视（002415）作为全球领先的安防设备供应商，2025年前三季度实现营收657.58亿元（YoY +1.2%），归母净利润93.19亿元（YoY +14.9%），业绩稳健回暖，主要得益于海外业务高毛利贡献及创新业务占比提升。

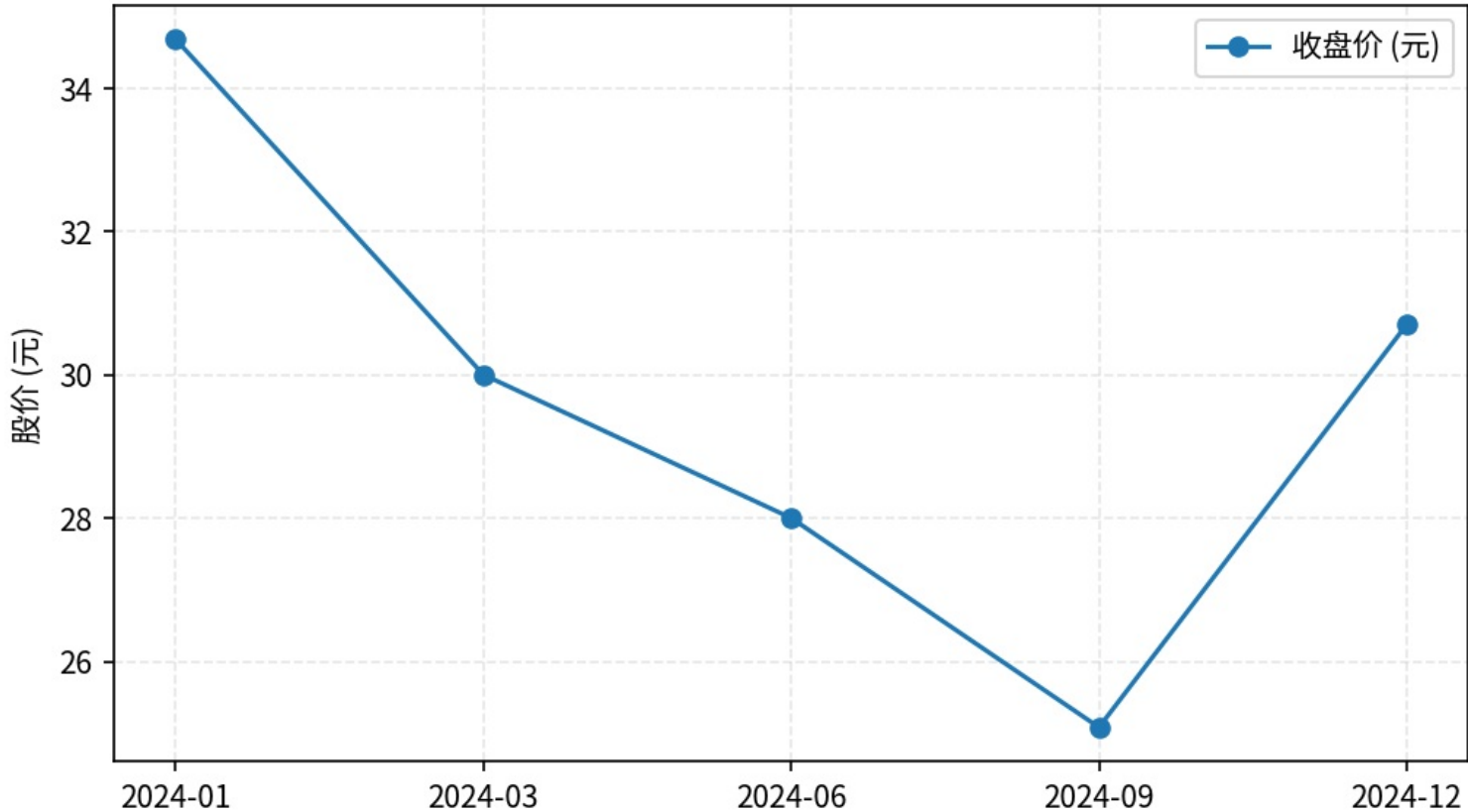
## 关键财务指标对比



**盈利结构概览**（2025H1数据，前三季类似）： - 主业产品&服务：占比~70%，毛利率~48.5% - 创新业务（机器人、智能家居等）：占比~28%，毛利率~38.3% - 海外收入占比：~37%，毛利率47.3%（高于境内43.9%）

## 股价表现（2024全年）

海康威视近一年股价走势 (2024)



当前股价约30.70元，TTM PE ~23.5x，历史中位20-25x。

**盈利预测**（2025全年）：营收950-1000亿元（+3-8%），归母净利润142-148亿元（+17-25%），受益Q4旺季及海外订单反弹。

**估值与投资逻辑**：前瞻PE 15-18x，目标价45-50元（上行空间46-63%）。核心驱动：海外高毛利扩张+创新业务贡献，当前估值低位具修复潜力。

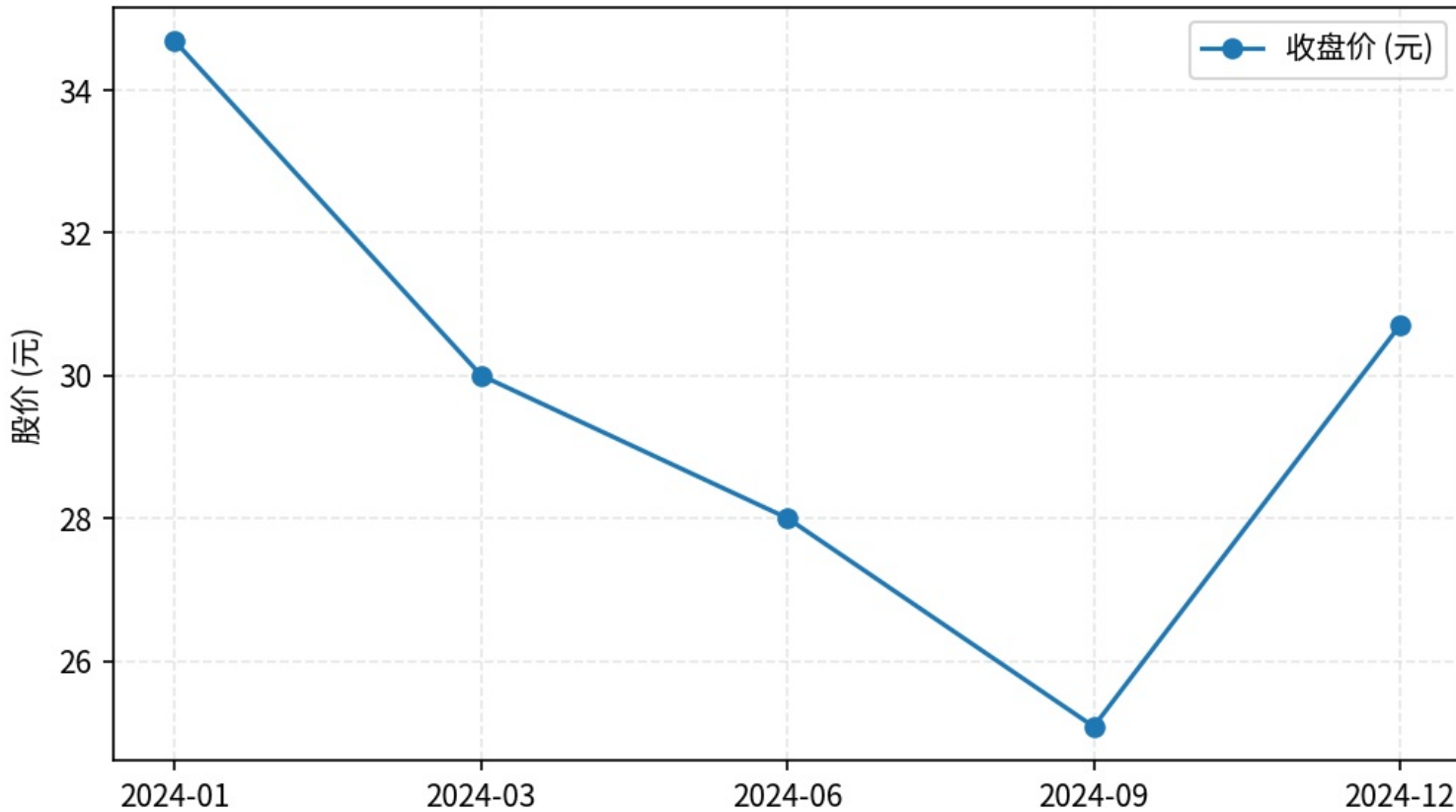
**投资建议**：买入，6个月目标价上涨空间50%。

**主要风险**：海外制裁、地缘政治、汇率波动。

# 一、海康威视公司概况与业务基础

杭州海康威视数字技术股份有限公司（002415.SZ）成立于2001年，由中国电子科技集团公司第五十二研究所投资创立，总部位于杭州。公司以视频为核心的智能物联产品及解决方案提供商，全球安防行业龙头，2024年营收924.96亿元，15年营收持续增长。股权结构稳定，中国电科系（中电海康集团）持股37.28%，实控人龚虹嘉持股10.50%，央企背景提供强支撑。

海康威视近一年股价走势 (2024)



## 1.1 公司发展历程与全产业链布局

发展历程：

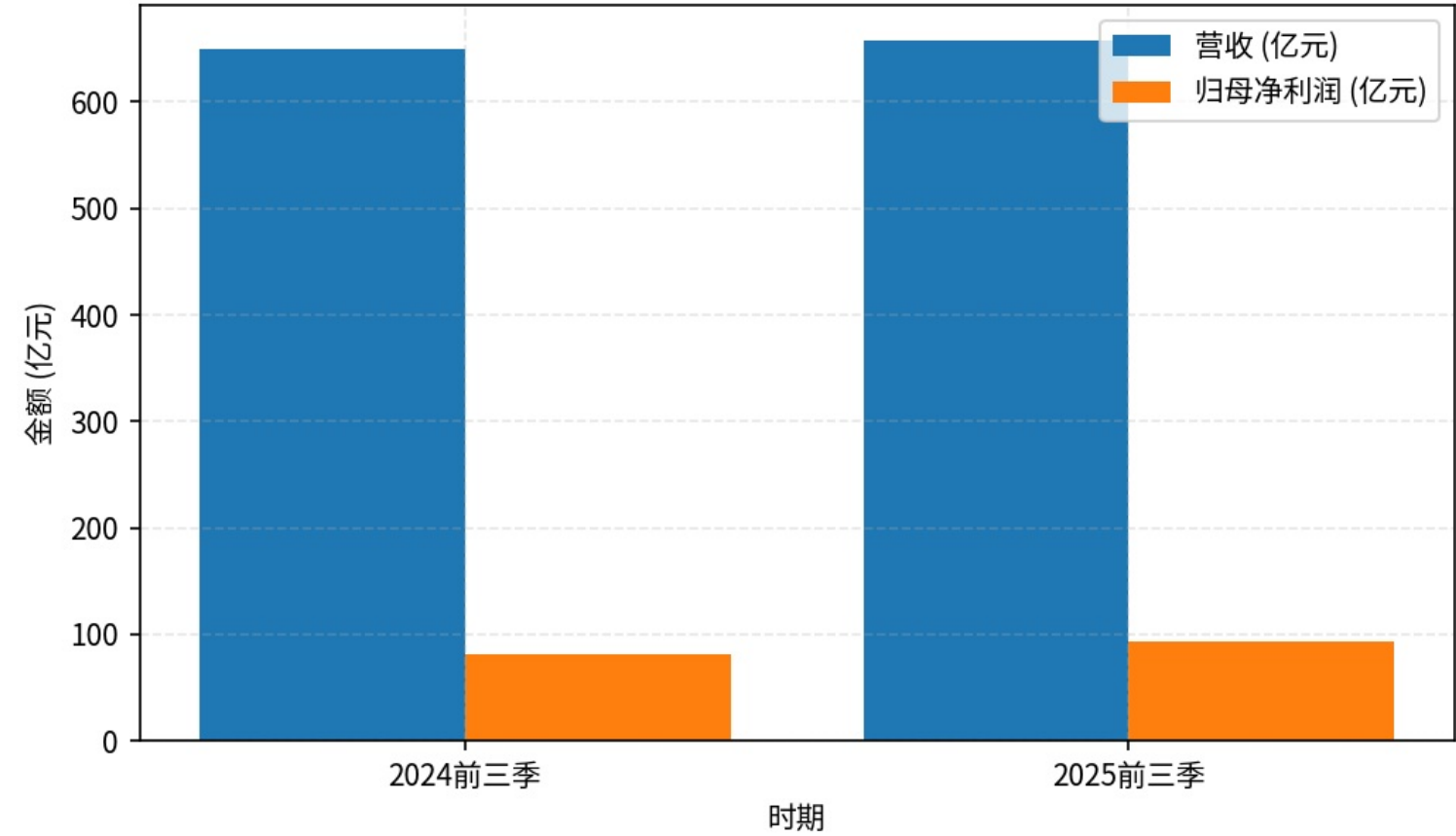
阶段	关键里程碑
2001-2010	安防起步，2010年创业板上市，营收36亿元
2011-2020	全球扩张，安防市占率第一，营收超600亿元
2021至今	创新转型，机器人/智能家居占比升至28%，海外收入占比达37%，获中国质量奖

公司构建全产业链布局：从芯片/传感器自研，到前端设备（摄像头）、中心存储（NVR）、平台软件及系统集成服务。自研比例高，成本控制领先。

## 1.2 产品线与渠道布局

业务构成（2025H1）：

2025年前三季度关键财务指标对比



- **主业产品&服务**（占比70%，毛利率48.5%）：视频监控前端/后端、智能交通、门禁报警。
- **创新业务**（占比28%，毛利率38.3%）：机器人（HIKROBOT，机器视觉/移动机器人）、智能家居、热成像、汽车电子、存储。
- **主业建造工程**（占比2%）：系统集成服务。

**渠道与海外布局：**国内覆盖雪亮工程、政府采购；海外180+国家，3万+合作伙伴，59国400城经销商网络。本地化工厂（欧美/亚非拉），境外毛利率47.3%高于境内。

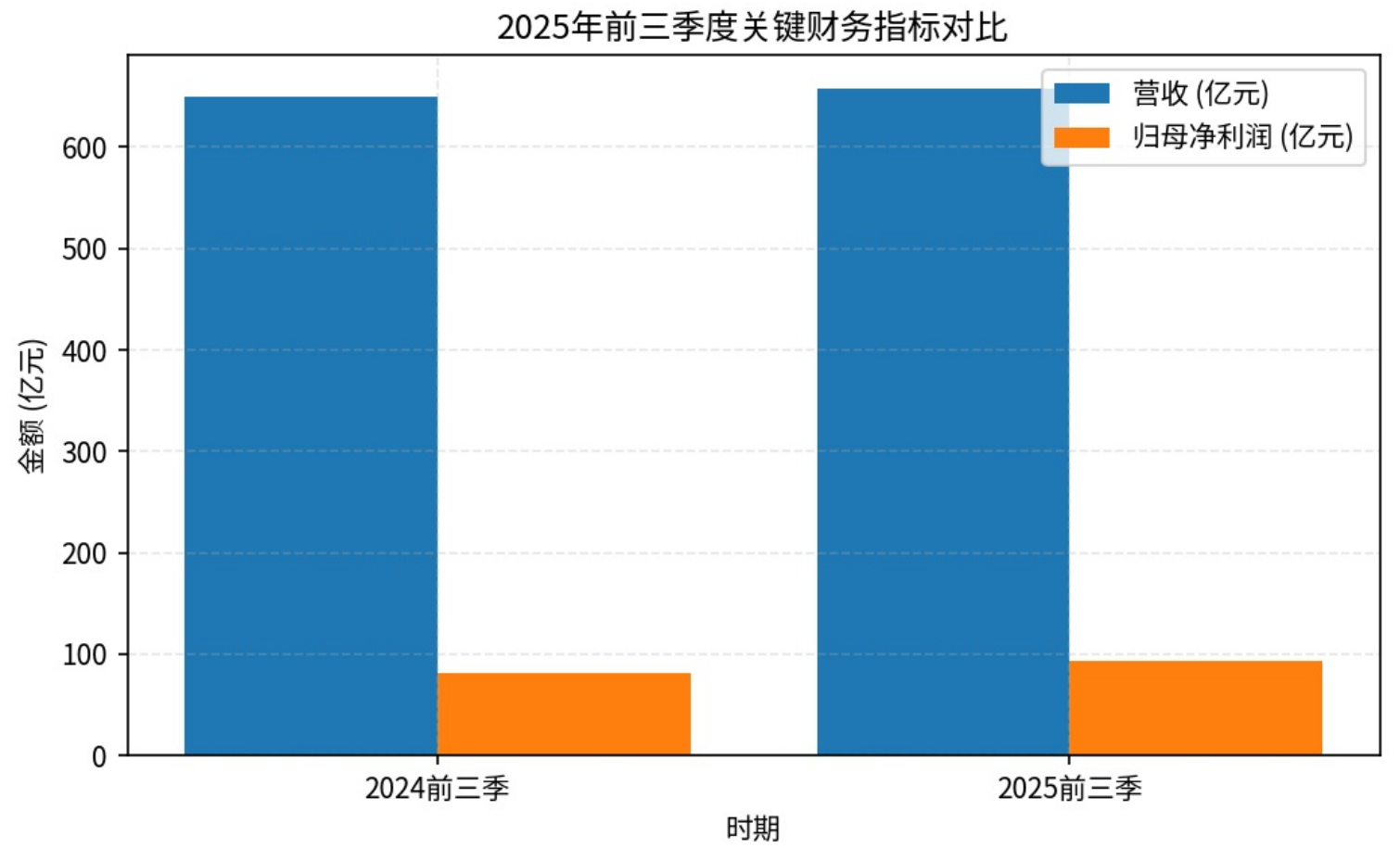
关键子公司：

子公司	业务
海康机器人（HIKROBOT）	工业机器人、机器视觉
海康存储	SSD/服务器存储
海康汽车电子	ADAS/车载安防

产能分布杭州/无锡等多基地，年产摄像头超10亿台。公司研发投入占比13%，全球40+研发中心，奠定技术基础。

## 二、盈利结构深度剖析

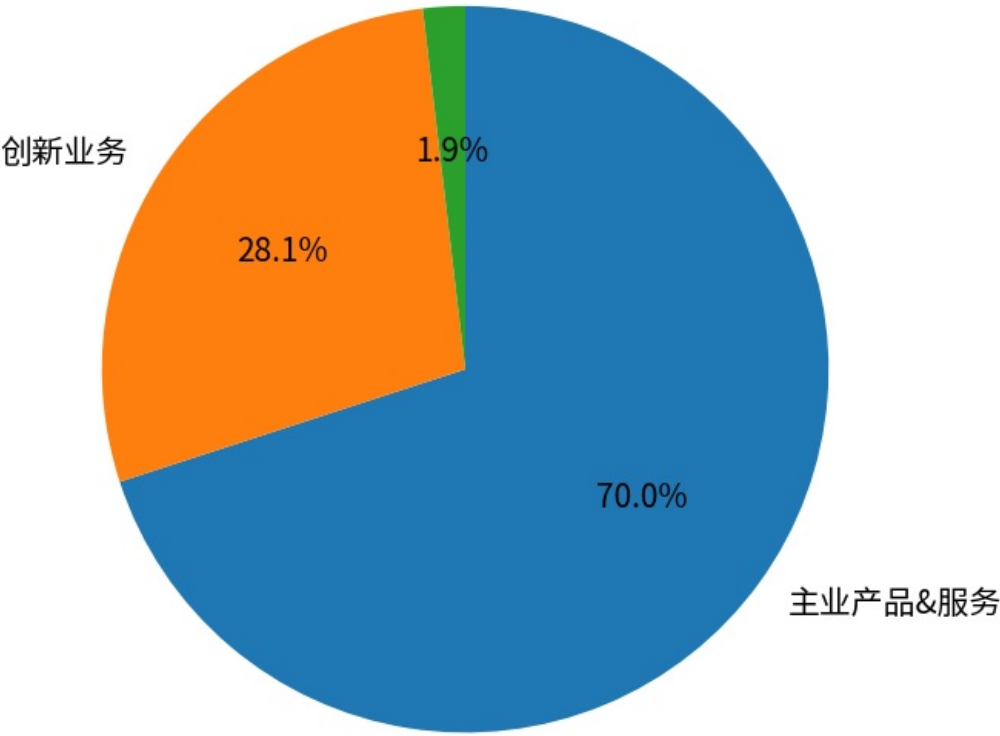
2025年前三季度，海康威视营收657.58亿元（YoY+1.2%），归母净利润93.19亿元（YoY+14.9%），净利润率14.2%。尽管收入增长放缓，主业稳定与海外高毛利贡献（37%收入占比，毛利率47.3%）驱动盈利改善，规模效应下三费率控制在30.1%。



### 2.1 收入与毛利结构演变

整体毛利率约45%（主营业务），总毛利94.06亿元。按产品（2025H1，前三季类似）：

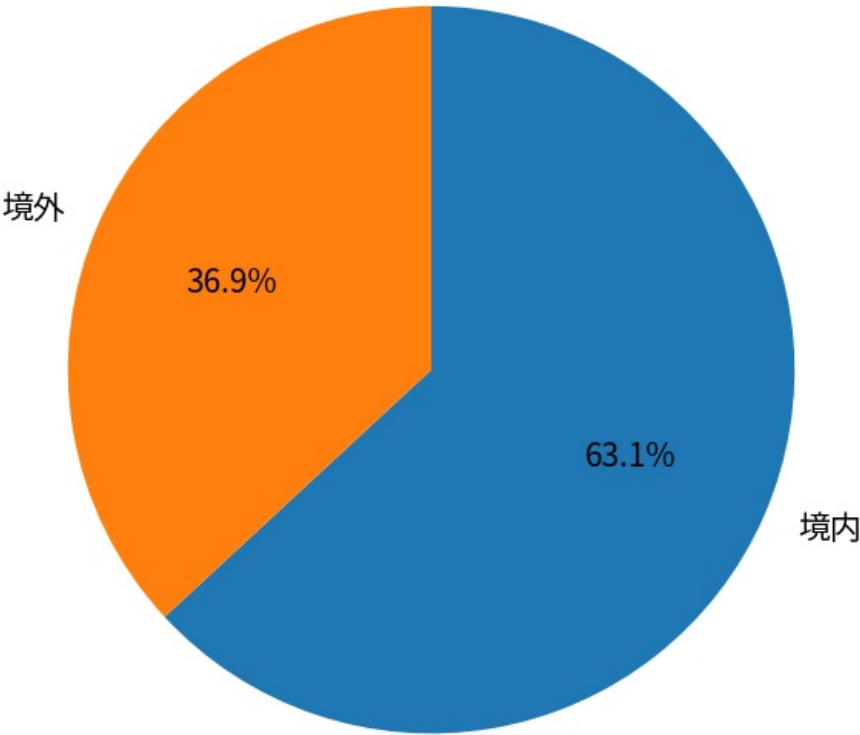
2025H1业务收入构成  
主业建造工程



分类	收入占比	毛利率
主业产品&服务	70%	48.5%
创新业务	28%	38.3%
建造工程	2%	24.7%

按地区：

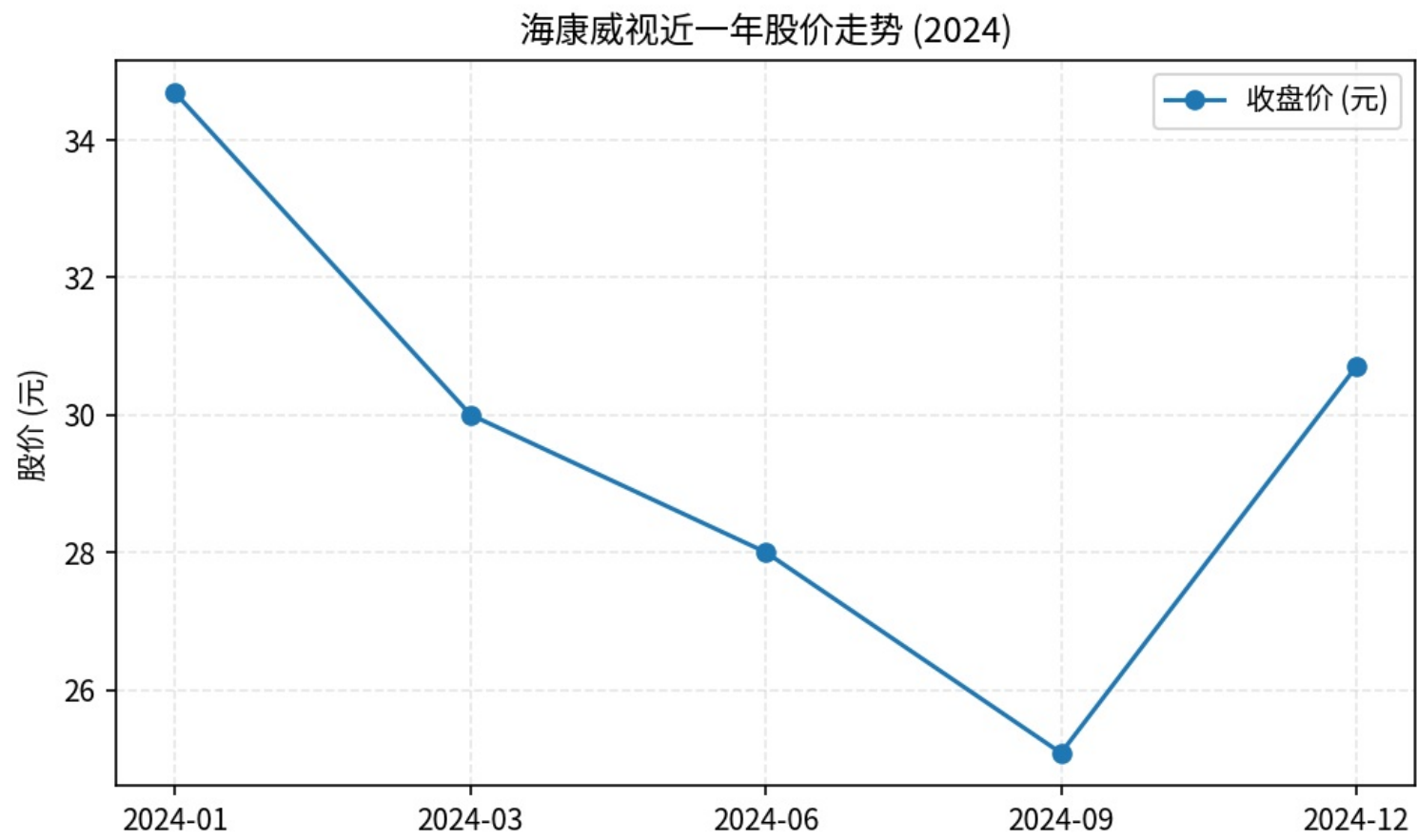
2025H1收入地区分布



境外毛利率高于境内3.3ppt，贡献超40%毛利，盈利弹性显著（海外年均增长25%）。

2.2 费用端优化与规模效应

三费结构（前三季）：



研发费用87.38亿元（占比13.3%），支持AI/机器人转型；销售/管理费用稳定，规模摊薄效应明显（营收规模全球第一，三费率优于行业均值）。

与大华对比（2024数据）：

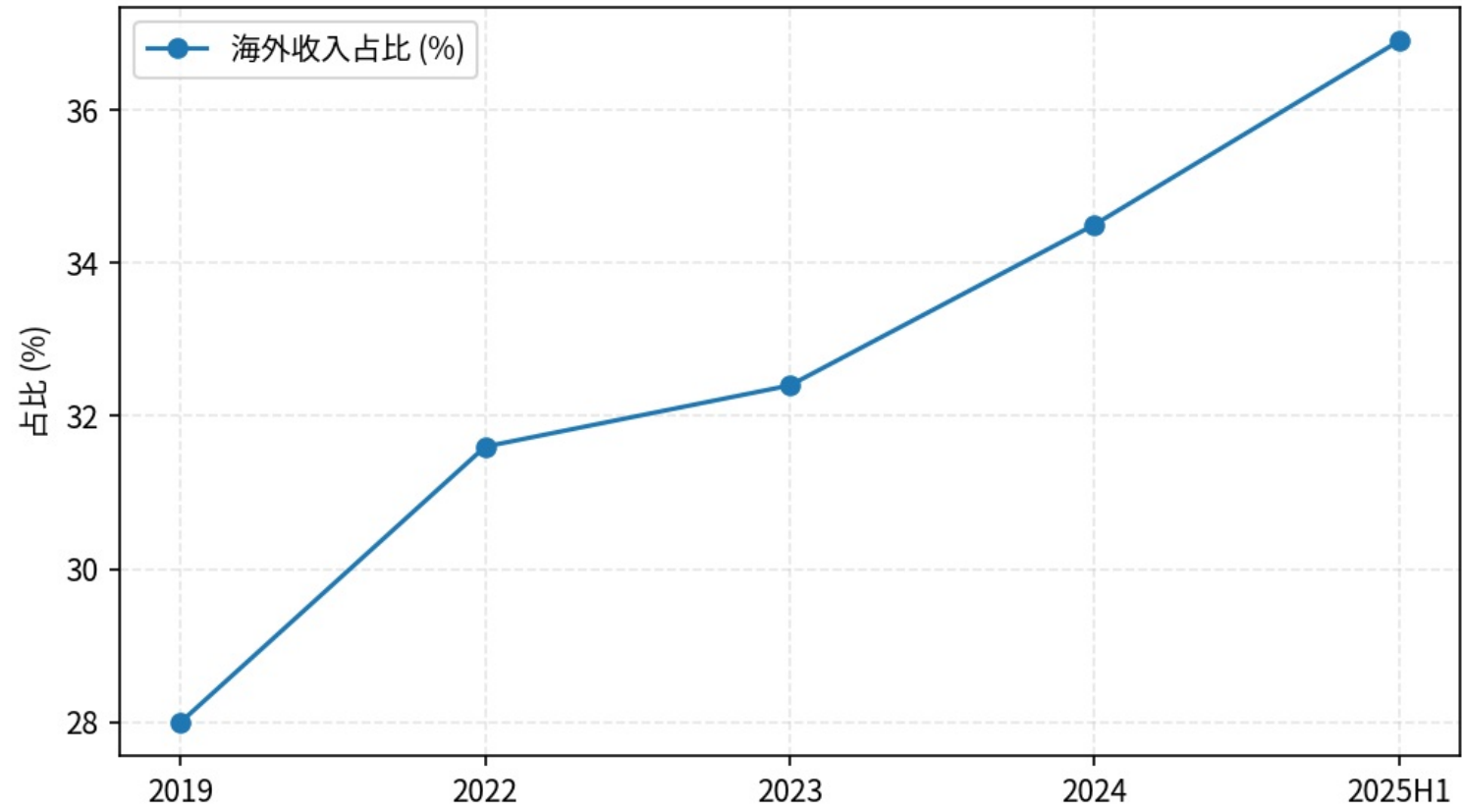
指标	海康	大华
营收规模 (亿)	925	450
三费率	29.2%	32%
海外占比	34-37%	25%

海康单设备成本低5-10%，海外高毛利优势突出，盈利效率领先。

### 三、海外业务扩张与风险评估

2025H1海外收入占比达36.89%（154.25亿元），前三季预计37%，毛利率47.26%（高于境内3.3ppt），贡献约38%利润。尽管收入增长放缓，海外高毛利业务已成为盈利关键驱动，但地缘政治与制裁风险需警惕。

海外收入占比趋势 (2019-2025H1)



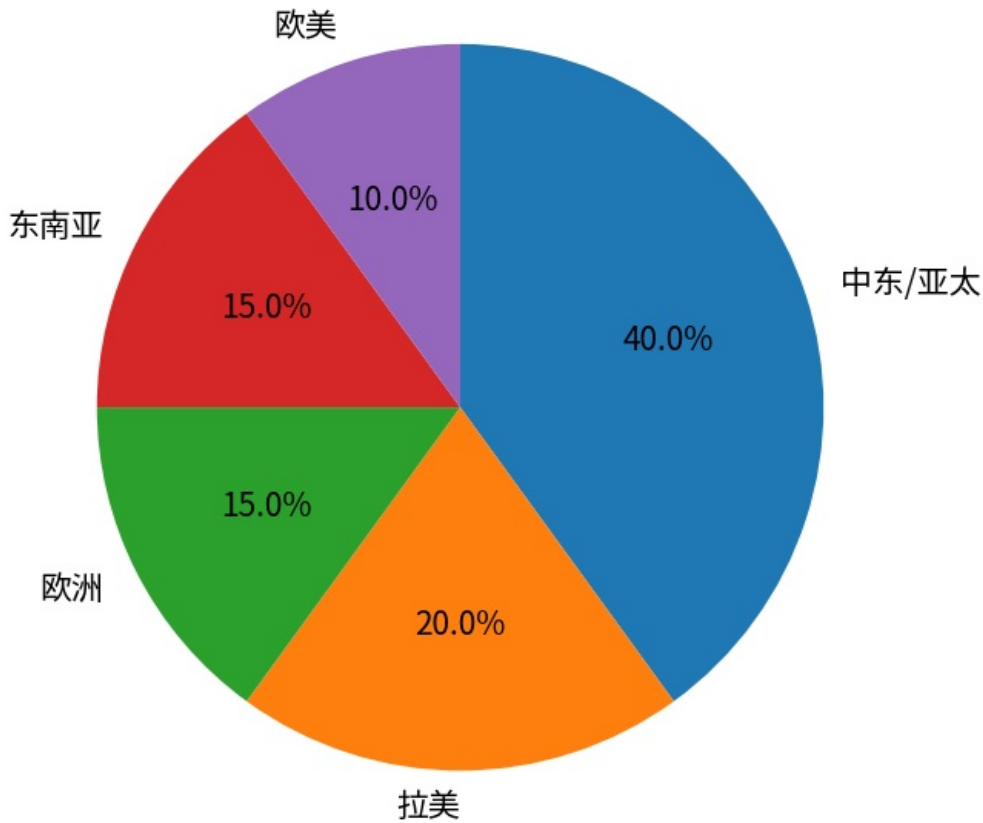
#### 3.1 海外业务增长逻辑

驱动因素： - 新兴市场扩张：中东/亚非拉基建需求强劲，年增长25%+。 - 本地化产能：泰国/巴西/匈牙利工厂投产，避关税/物流风险。 - 合规认证：NSF/UL认证通过，欧美高端订单恢复。

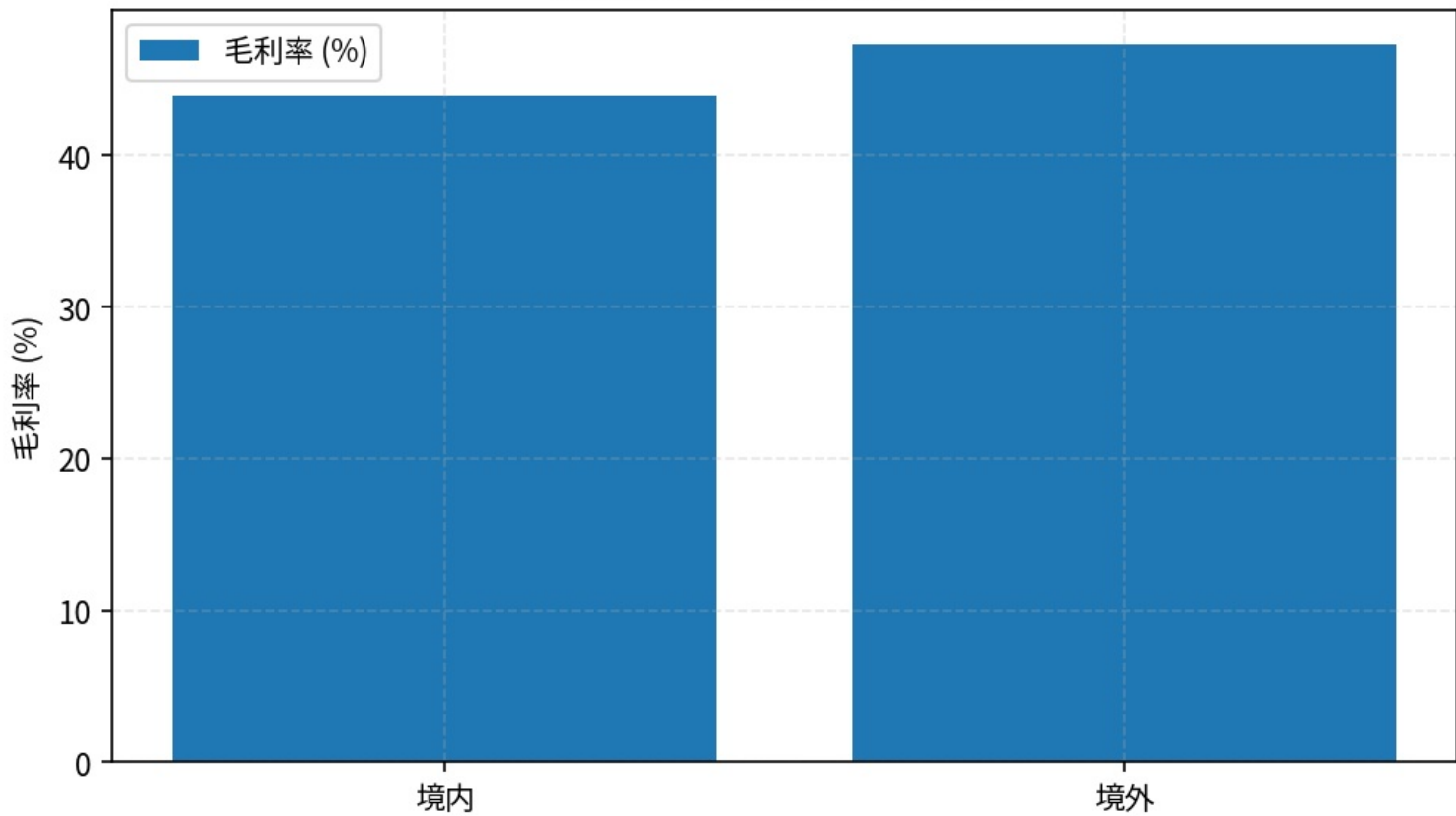
主要市场分布（估算）：



海外主要市场分布 (估算)



2025H1 境内境外毛利率对比



海外毛利优势稳定，支撑整体盈利弹性。

3.2 海外业务主要风险

核心风险：

--	--	--

风险	影响	历史案例
美国实体清单	技术禁售，欧美订单降	2019起，美营收占比<1%
欧盟制裁	公共采购禁，人权争议	2021欧洲订单-15%
关税/地缘	成本升20%，供应链断	2022俄乌冲突

风险情景模拟（前三季归母93亿基数）：

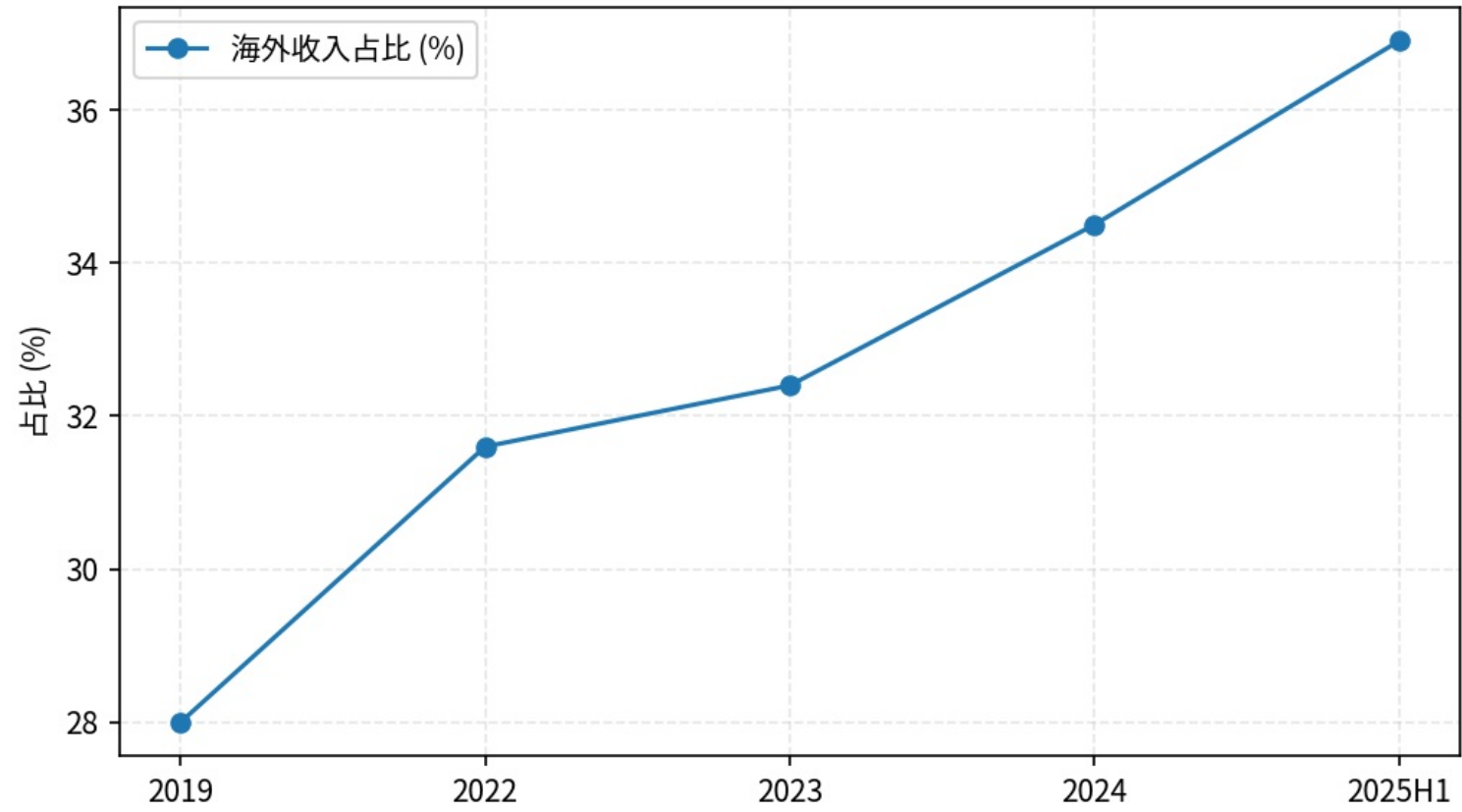
情景	海外收入降幅	净利润影响
中度（欧盟扩大）	-10%	-4~5%
重度（全面制裁）	-20%	-8~10%

多元化新兴市场及本地工厂提供缓冲，短期影响可控，但长期需监测政策动态。

## 四、估值变化分析与投资逻辑

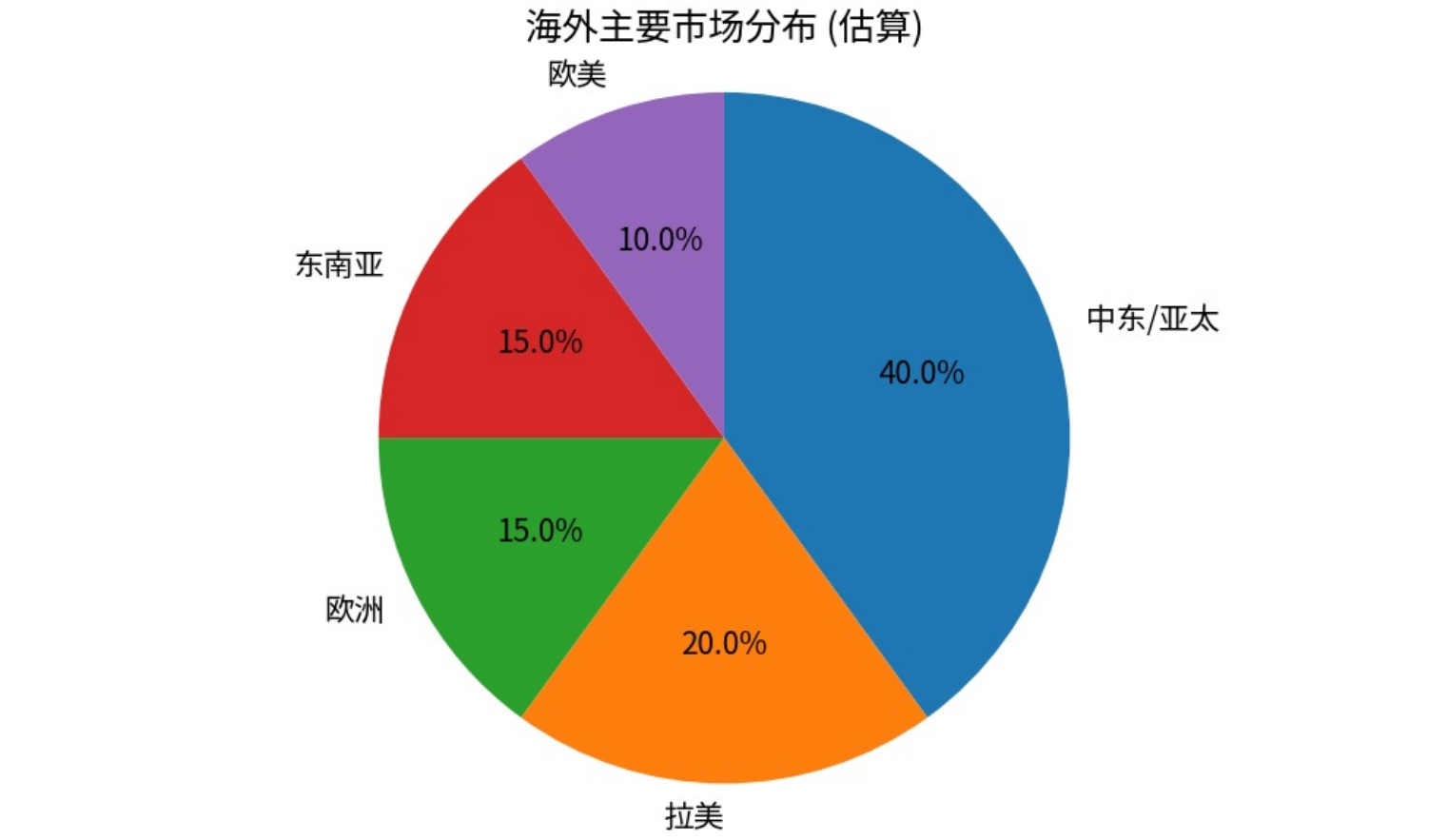
当前股价30.70元，TTM PE 23.6x、PB 3.5x，处于历史低位（5年PE中位25x，当前低20%分位）。前瞻PE（2025）18x，目标价45-50元，上行空间46-63%。海外高毛利恢复及盈利修复提供核心催化。

海外收入占比趋势 (2019-2025H1)



### 估值对比与模型分析

可比公司对比（2024年底）：



海康规模领先、海外占比高，估值较大华/Axis折价10-20%，具修复潜力。

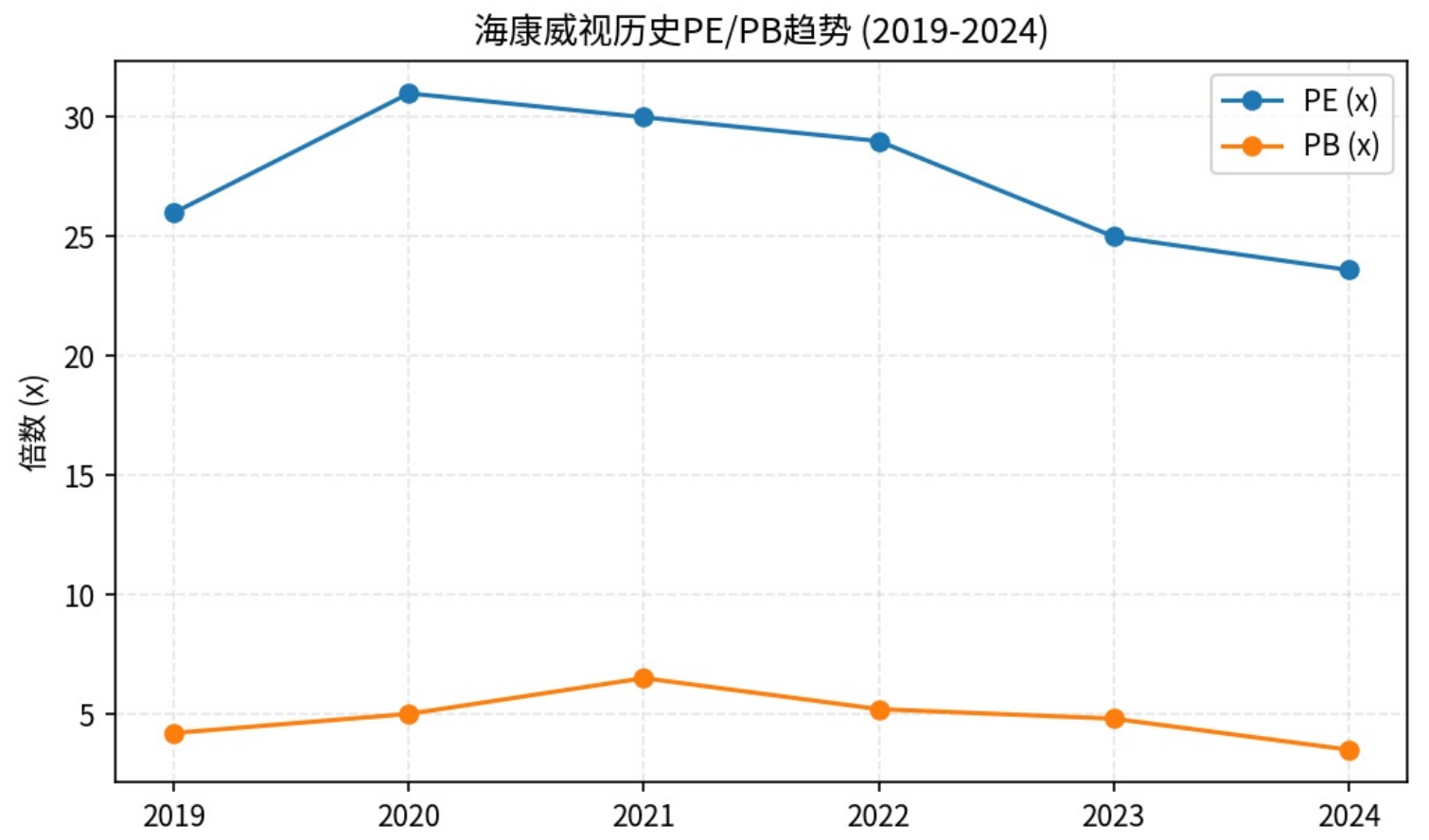
**DCF估值**（WACC 9%，增长8%）：基线目标价48元。

情景	目标价 (元)	上行空间
基线（海外37%）	48	56%
乐观（海外40%）	55	79%
悲观（海外30%）	42	37%

**投资逻辑：** 1. 海外业务占比37%、高毛利47%驱动净利润弹性。 2. 创新业务占比28%、Q4旺季订单催化全年盈利超预期。 3. 低估值+央企背景，全产业链护城河稳固。 **建议：** 买入，6个月目标价50元。

## 五、盈利预测与投资建议

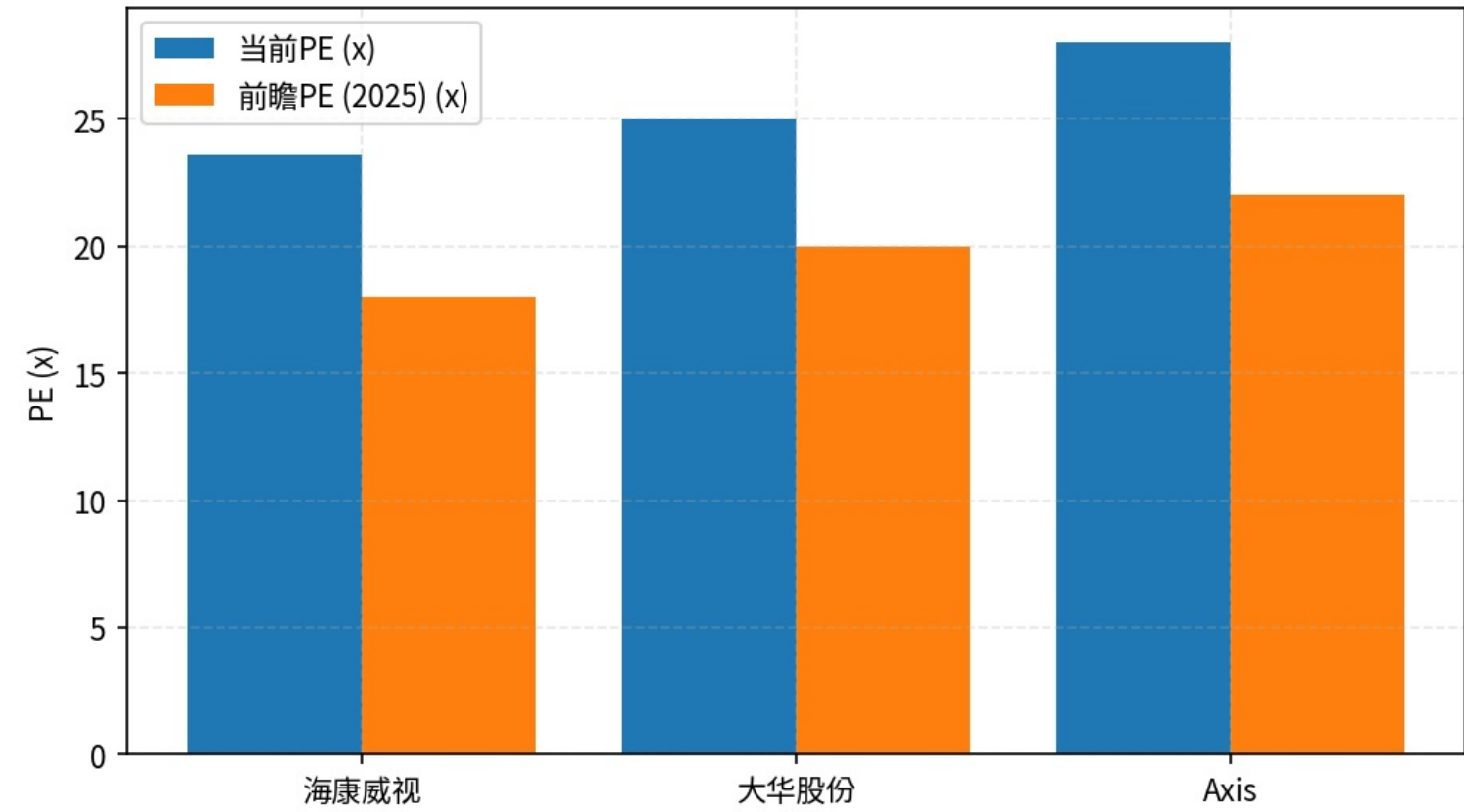
**2025全年预测：** 营收950-1000亿元（YoY +3-8%），归母净利润140-150亿元（YoY +17-25%），Q4旺季贡献显著，海外占比37-38%、创新业务28%驱动。



分业务预测（2025）：

业务	收入占比	收入估算 (亿元)
主业安防	70%	665-700
创新业务	28%	266-280
海外	37.5%	356-375

可比公司估值对比



2026-2027预测：

年份	营收 (亿元)	归母净利润 (亿元)	EPS (元)
2026	1025-1100	155-165	1.68-1.79
2027	1100-1180	170-180	1.84-1.95

**投资建议：买入。**当前低估值（前瞻PE 18x），海外高毛利+创新扩张支撑盈利修复，6个月目标价45-50元（上行空间46-63%）。催化剂：Q4订单、年报超预期。

# 六、风险提示

尽管海康威视盈利修复与估值低位具吸引力，但投资者需关注以下风险：

- **海外业务制裁风险：**美国实体清单及欧盟人权禁令加剧，可能导致欧美订单下降10-20%，净利润影响4-10%（情景模拟见第三章）。新兴市场缓冲有限，若全面升级影响显著。
- **国内需求放缓风险：**雪亮工程/基建饱和，安防主业（70%收入）增速降至5%以下，拖累整体营收增长。
- **竞争加剧风险：**大华股份、Axis等抢占中低端市场，价格战压低毛利率2-3ppt。
- **创新业务执行风险：**机器人/智能家居占比升至30%，但毛利率38%低于主业，若销量不及预期或研发回报滞后，盈利贡献低于预测。
- **宏观与汇率风险：**人民币贬值/关税上调抬升成本1-2ppt，地缘冲突扰动供应链。

公司全产业链与央企背景提供韧性，但短期波动需警惕。以上风险可能导致实际业绩低于预期，本报告非投资建议。