

研报摘要

报告要点：- **全球安防龙头加速AIoT转型**：海康威视作为视频监控领域绝对龙头，主业产品及服务营收占比73.4%、毛利率45.8%，创新业务占比24.3%，整体毛利率稳定在44.6%左右。 - **2024年前三季度业绩稳中承压**：营收649.91亿元（YoY+6.1%），归母净利润81.08亿元（YoY-8.4%），主因费用率上升（销售13.1%、研发13.4%）及存储业务拖累，扣非净利润仅下滑3.7%。 - **估值历史低位修复空间大**：当前TTM PE约18x、前瞻2025E PE 16x，处于历史底部（曾低于15x），机构目标价28-35元（上行潜力12%-40%），现金充裕（货币资金2826亿元）支持25亿元回购计划。 - **海外业务高质量但风险并存**：境外营收占比36.9%、毛利率47.3%（高于境内43.9%），依赖新兴市场，美制裁影响有限（北美<5%），但地缘政治风险需警惕。

盈利预测（亿元）：

年份	营收	归母净利润	EPS	PE (25元股价)
2024E	925	120	1.30	19x
2025E	1050	140	1.52	16x
2026E	1180	165	1.79	14x

投资建议：“买入”，6个月目标价**28-35元**。核心逻辑：AIoT转型潜力释放、盈利弹性修复、估值低位催化；风险：海外制裁加剧、竞争加剧、经济下行。

一、海康威视：全球安防龙头，加速AIoT转型

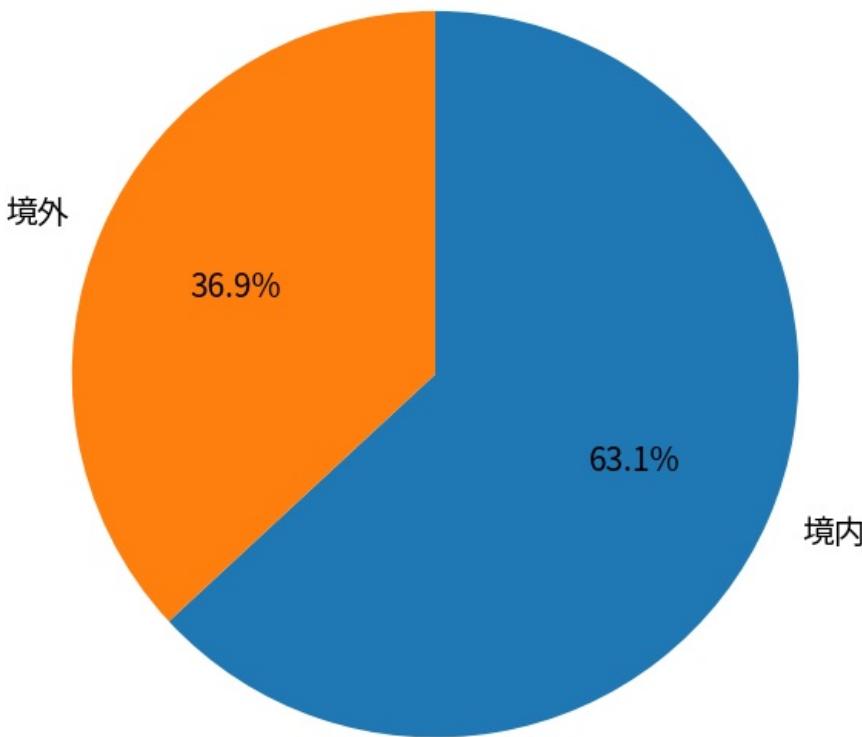
海康威视（002415.SZ）成立于2001年，总部位于杭州，是全球领先的智能物联解决方案提供商，以视频技术为核心，覆盖AIoT、大数据及智慧场景。公司安防视频监控领域市占率超30%，连续15年营收保持增长，累计分红近700亿元，展现出强大的现金牛属性与行业护城河。

1.1 行业地位与全球布局

海康威视在全球安防行业占据龙头地位，视频监控设备市场份额约30%-40%，境内更高达40%以上。公司研发投入持续高位，2024年前三季度研发费用87.36亿元，占营收13.4%，累计专利超5万件，覆盖视觉AI算法、芯片等核心技术。

全球布局覆盖180+国家和地区，海外子公司及工厂超50家（包括欧洲、中东、亚太），本地化生产缓解地缘风险。2024半年报显示，境外营收占比36.9%，毛利率47.3%（高于境内43.9%），主要依赖新兴市场，北美占比不足5%。

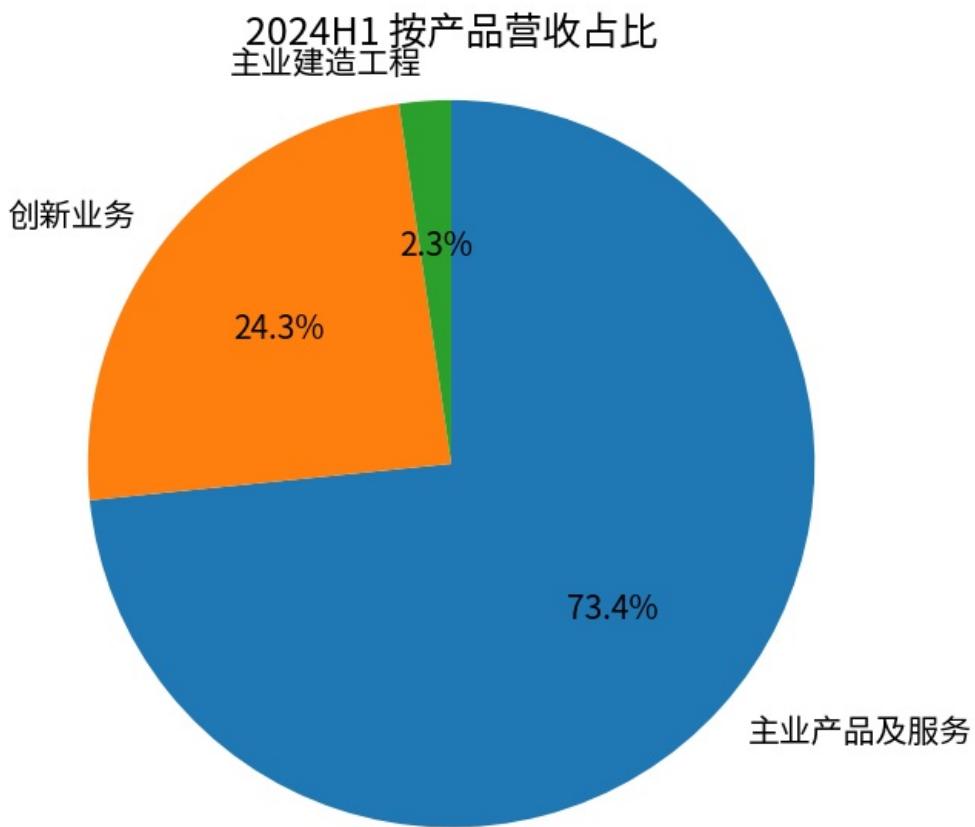
2024H1 按地区营收占比



1.2 业务结构与全产业链布局

公司主营智能物联产品及服务，按产品分类（2024H1）：

板块	营收占比	毛利率
主业产品及服务	73.4%	45.8%
创新业务	24.3%	40.1%
主业建造工程	2.3%	20.7%



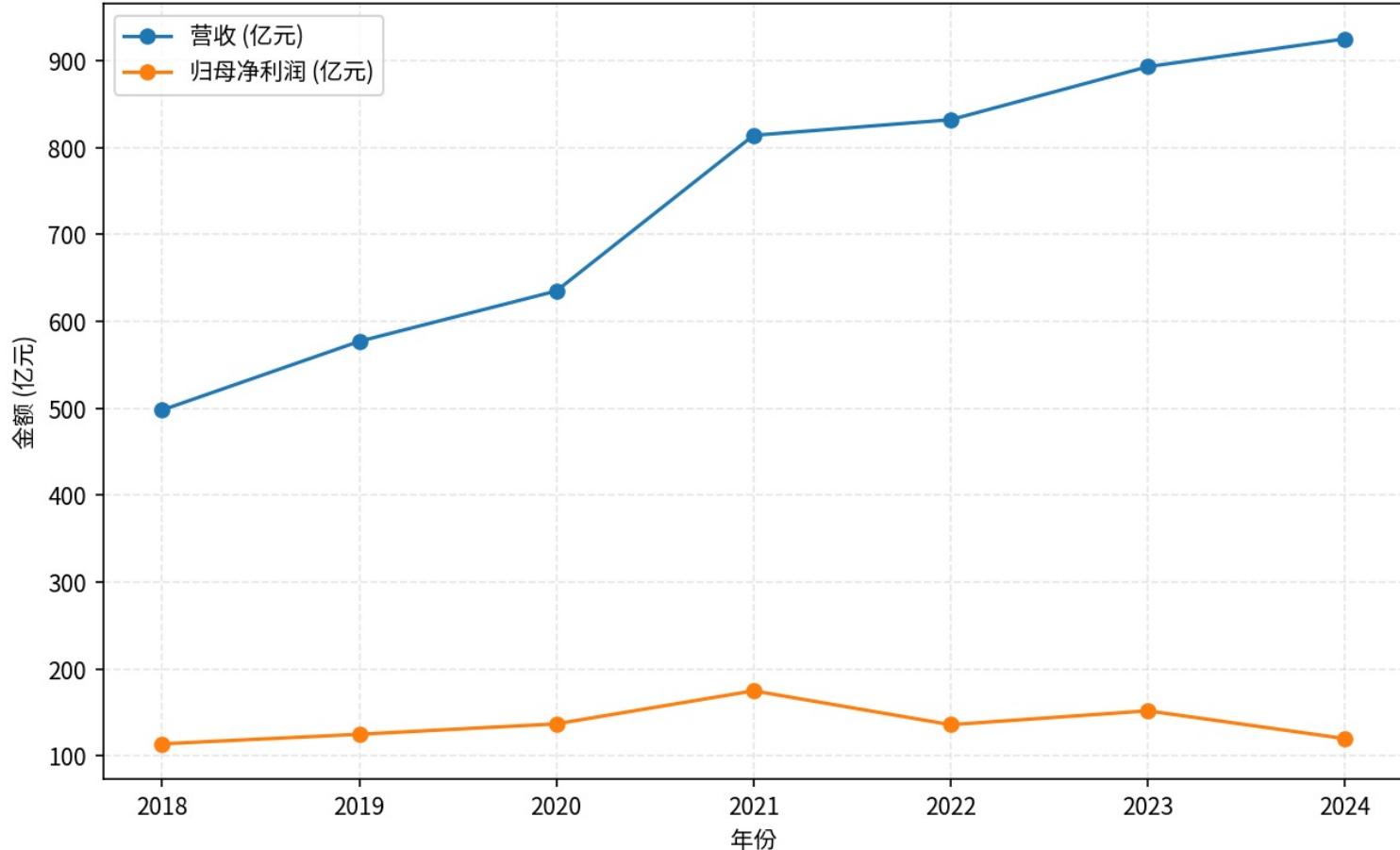
全产业链优势：上游海思芯片国产替代、中游前端/后端硬件、下游云平台及应用服务，形成闭环生态。关键子公司包括海康机器人（机器视觉/工业IoT，营收占比~6%）、海康存储（AI存储解决方案）。

股权结构稳定，中电海康集团持股36.93%，龚虹嘉10.42%，大股东一致行动人控制超50%。

1.3 AIoT转型与规模效应

公司加速从安防向AIoT转型，构建“视觉数据-AI-场景”生态，视觉AI为核心技术鱼池，延伸至机器人、智能家居、汽车电子等。2018-2024业绩走势稳健，营收CAGR超20%，净利润波动主要受制裁及费用影响。

海康威视2018-2024营收与净利润走势



规模效应显著，三费率控制得当（销售13.1%、管理3.5%、研发13.4%），单产品成本优于大华、宇视等竞品，支撑盈利能力。

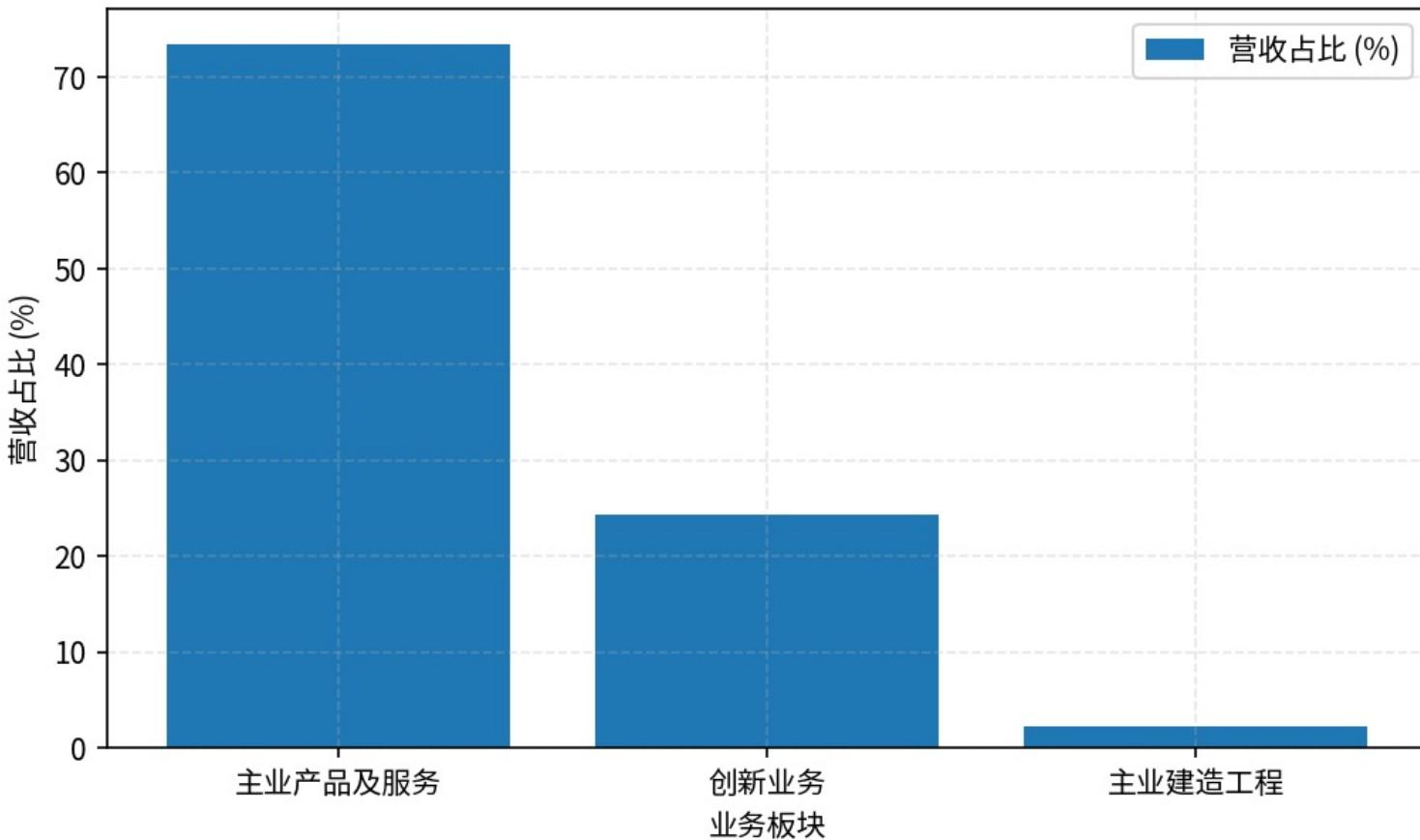
二、盈利结构深度剖析

海康威视盈利结构以主业产品及服务为核心，2024年前三季度营收649.91亿元（YoY+6.1%），归母净利润81.08亿元（YoY-8.4%），整体毛利率稳定在44.6%。尽管净利润承压，主业韧性强，创新业务拖累及费用率上升为主要因素，但现金流健康、ROE10.52%，支撑长期价值。

2.1 主业与创新业务拆解

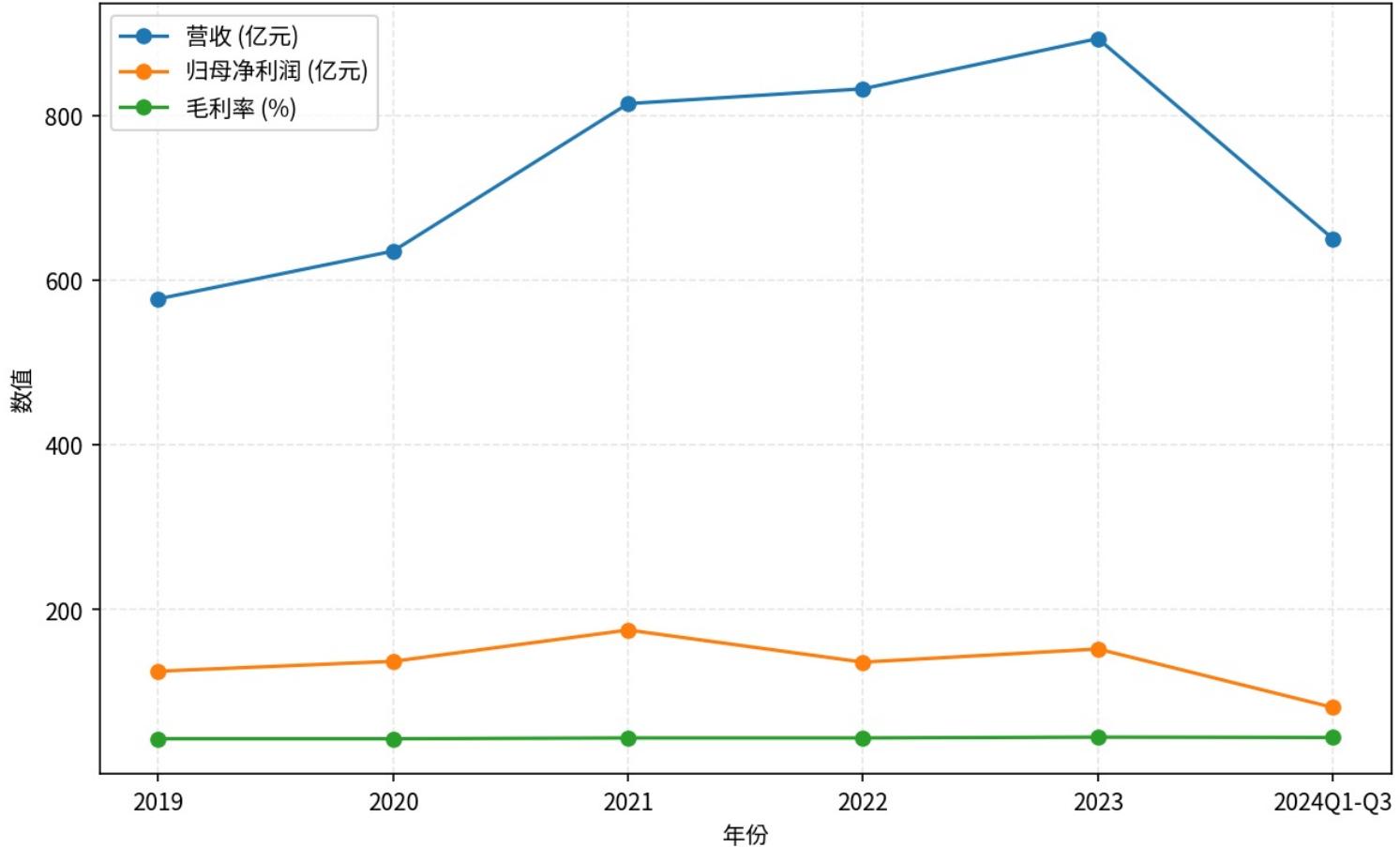
2024半年报分部数据（Q1-Q3结构类似）显示，主业产品及服务营收占比73.4%、毛利率45.8%，贡献绝大部分利润；创新业务占比24.3%、毛利率40.1%，其中存储业务上半年下滑21%（占比约3%），拖累整体表现；建造工程占比2.3%、毛利率20.7%。

2024H1 分业务营收占比



分部	营收占比 (H1)	毛利率 (H1)	特点
主业产品及服务	73.4%	45.8%	核心安防，稳定贡献
创新业务	24.3%	40.1%	机器人/热成像潜力大，存储拖累
主业建造工程	2.3%	20.7%	低毛利辅助

海康威视2019-2024Q3 营收、净利润与毛利率走势

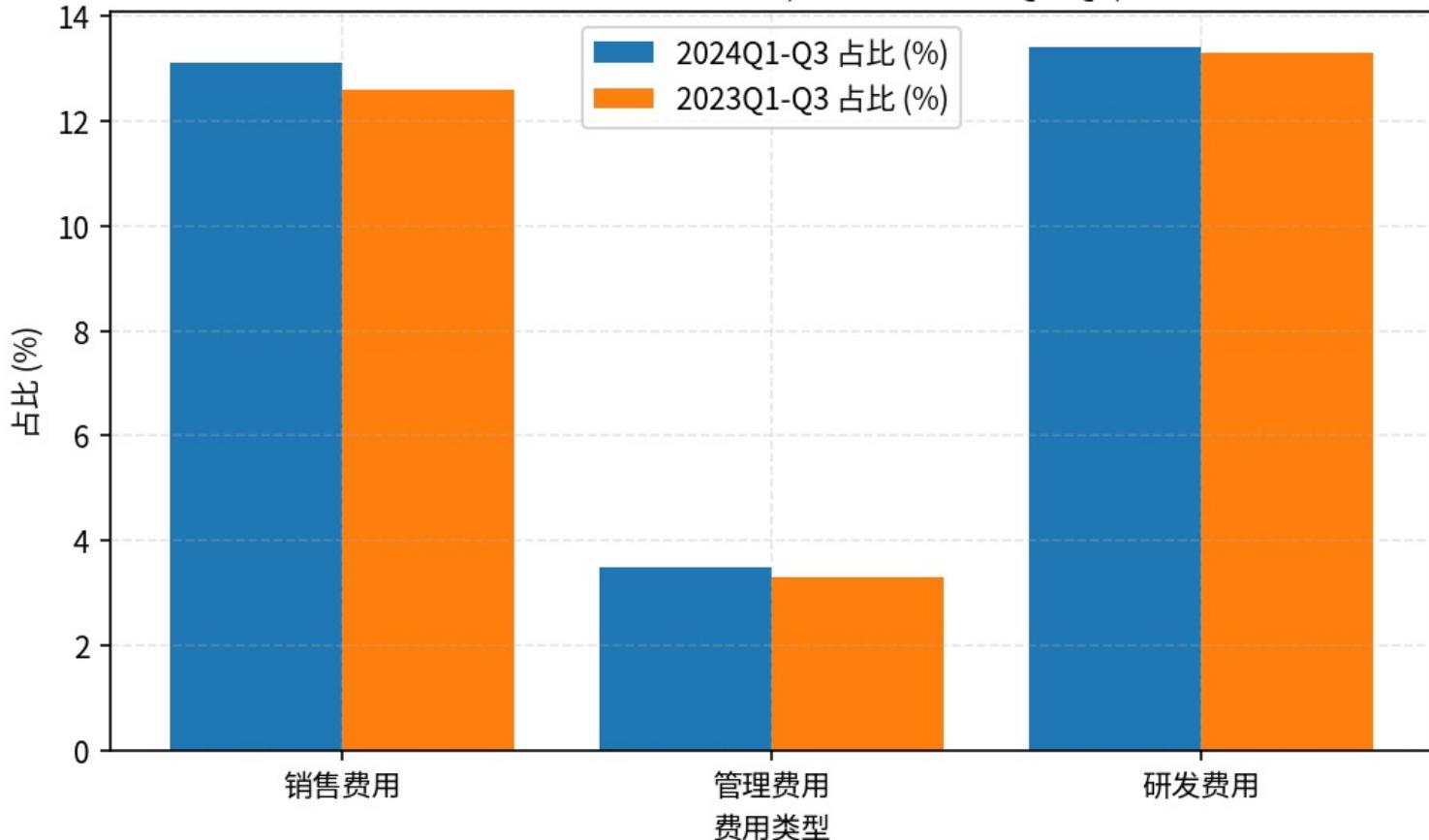


营收15年无减速增长，毛利率维持高位，凸显规模效应。

2.2 费用控制与现金流分析

2024Q1-Q3三费率合计约29.9% (YoY上升1.1ppt) ，销售费用13.1% (+0.5ppt) 、研发13.4% (+0.1ppt) 、管理3.5%，财务费用转正（汇兑损失）。对比历史，三费率逐年微升，但研发高投入支撑AI转型。

三费率占营收比重对比 (2024 vs 2023 Q1-Q3)



费用类型	2024Q1-Q3占比	2023Q1-Q3占比	YoY变化
销售费用	13.1%	12.6%	+0.5ppt
管理费用	3.5%	3.3%	+0.2ppt
研发费用	13.4%	13.3%	+0.1ppt

经营现金净流入26.04亿元 (YoY-56%，采购增加)，货币资金2826亿元，负债率33%，财务稳健。ROE10.52% (YoY-2.07ppt)，修复中。

2.3 竞品对比与展望

对比大华股份 (002236)，海康规模3倍、毛利率44.6% (大华~41.6%)、三费率更优 (29.8% vs 30-32%)，单设备费用估算~250元 (优于大华~300元)。创新业务占比更高，机器人全球Top3，热成像稳定，存储优化后弹性大。

盈利结构韧性强，预计费用控制+创新回暖将驱动利润修复。

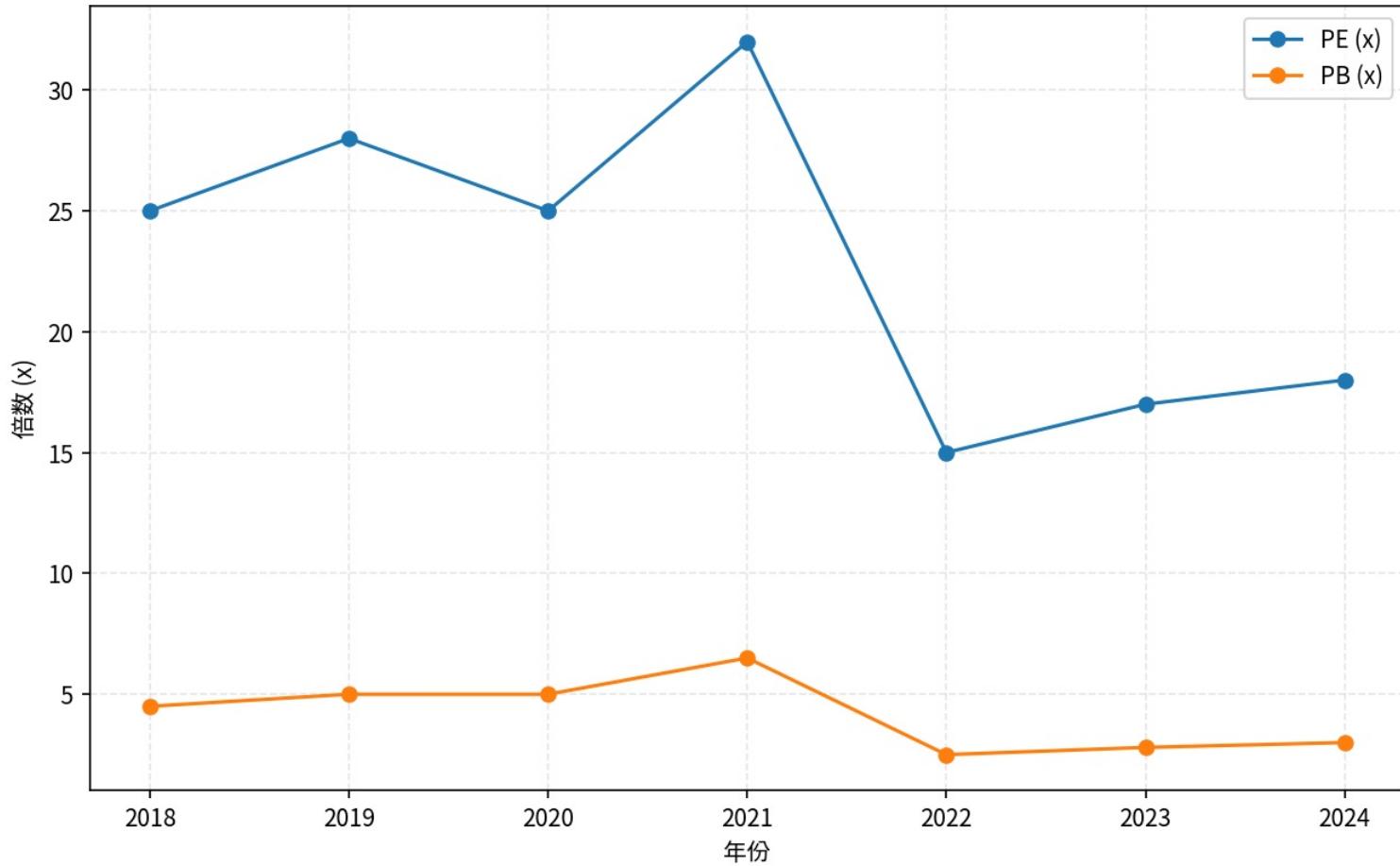
三、估值变化与修复空间

海康威视当前估值处于历史低位，TTM PE约18x（历史分位20%）、PB约3x，远低于历史均值25x/4x。2024年前三季度业绩稳健下，股价YTD上涨20%，但修复空间仍大。结合前瞻EPS增长及现金回购，估值中枢上移可期。

3.1 历史估值走势与分位分析

自2018年以来，PE/PB经历高位回调，现处于低估区间。2022年受制裁影响PE跌至15x低谷，2023-2024修复至18x，PB稳定3x附近。

海康威视2018-2024历史PE/PB走势

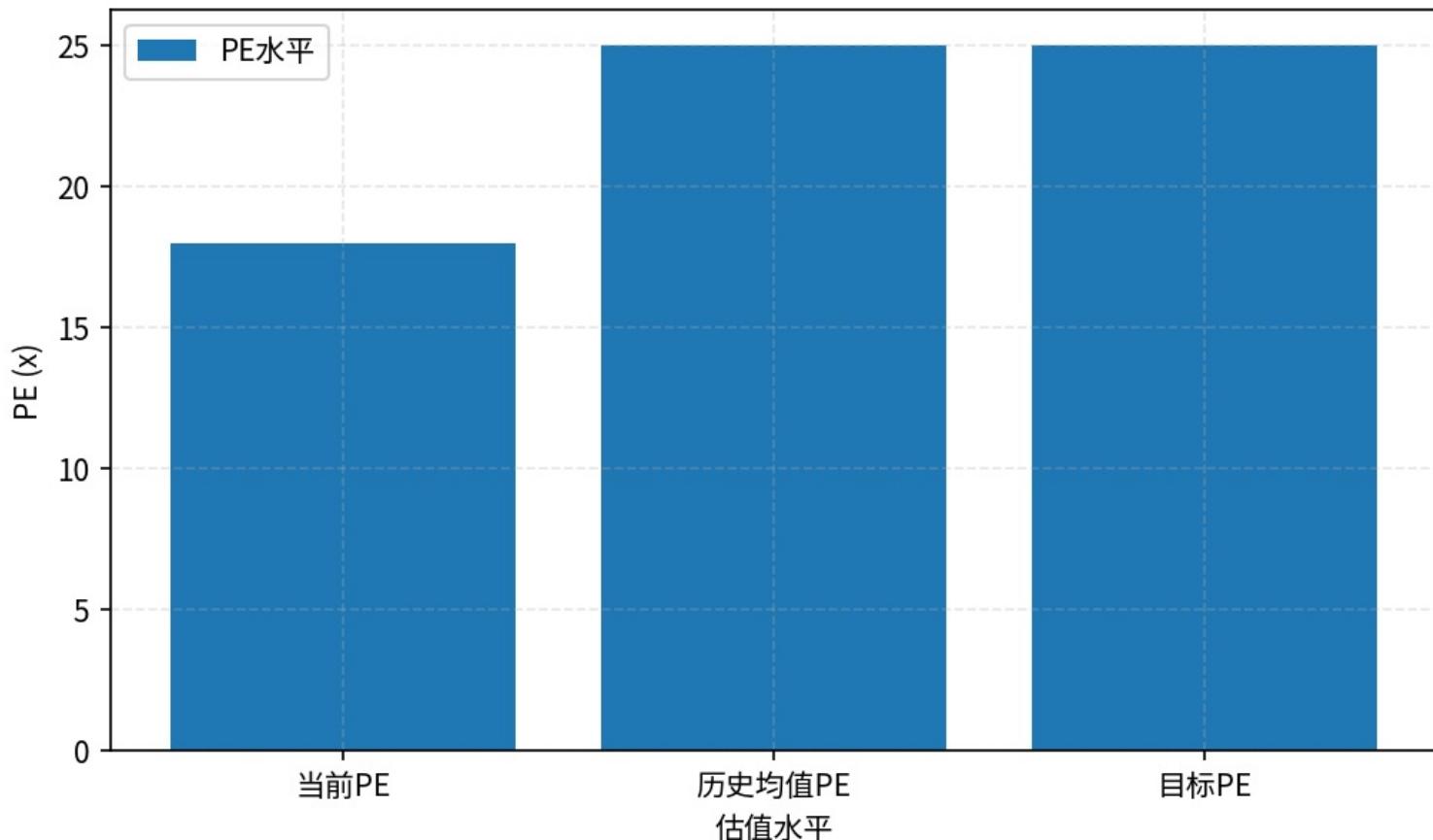


当前前瞻估值：

年份	EPS (元)	PE (25元股价)
2024E	1.30	19x
2025E	1.52	16x
2026E	1.79	14x

PEG约0.8x，处于低估状态。

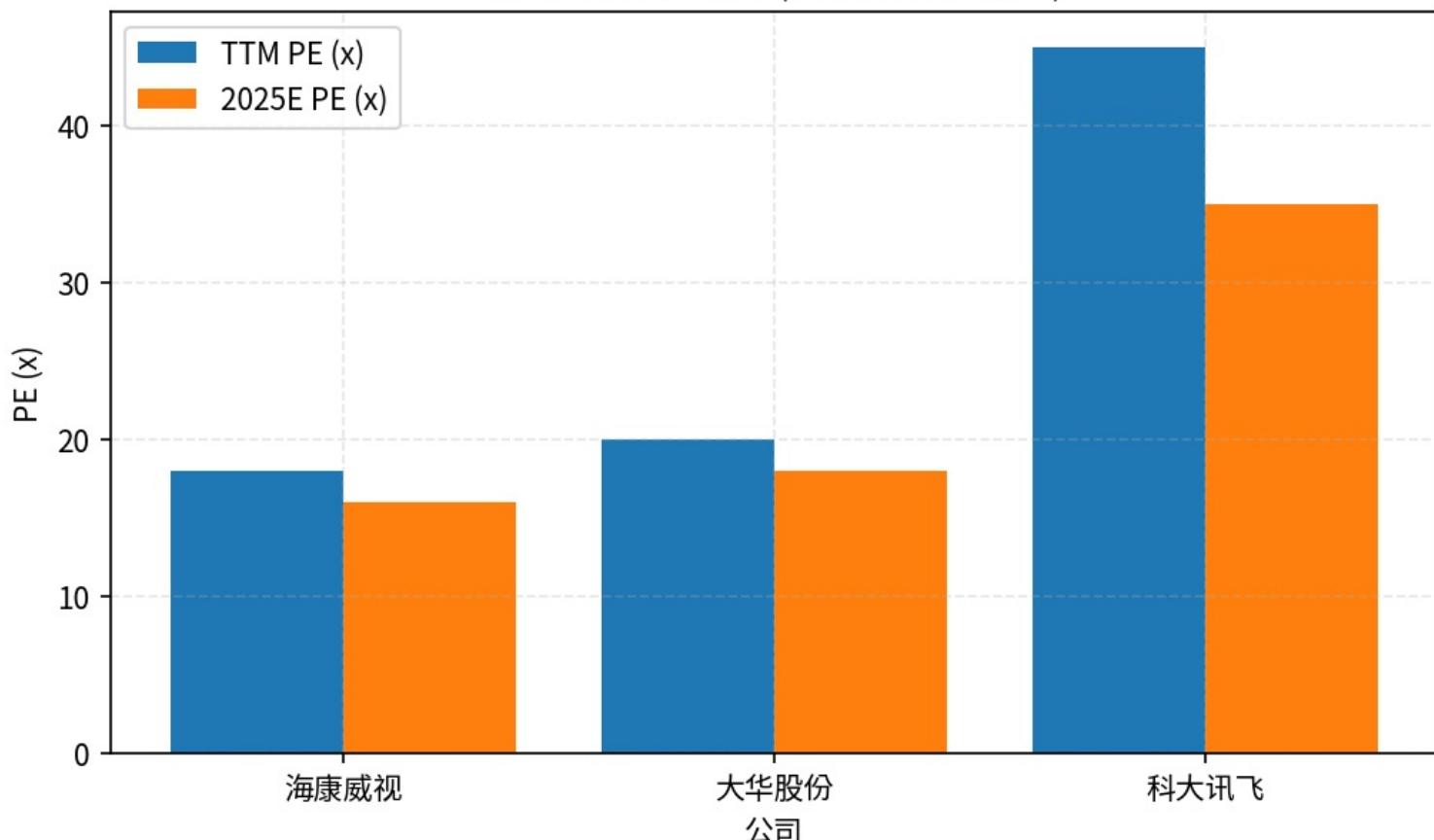
海康威视PE当前 vs 历史均值 & 目标



3.2 可比公司与相对估值

对比安防/AIoT同业，海康威视PE显著偏低，反映市场对制裁风险的过度悲观。

可比公司估值对比 (TTM & 2025E PE)



公司	TTM PE	2025E PE	PB	目标价(元)
海康威视	18x	16x	3x	28-35
大华股份	20x	18x	2.5x	25-30
科大讯飞	45x	35x	8x	50-60

海康规模优势、现金充裕（货币资金2826亿）支撑更高估值中枢。

3.3 修复催化剂与DCF估值

公司启动25亿元回购计划（已执行部分），叠加AIoT转型及费用优化，盈利弹性释放。DCF模型（营收CAGR 8%、净利率13%、折现率8%）隐含价值35元，给予历史均值PE 25x对应股价32元，上行空间28%。

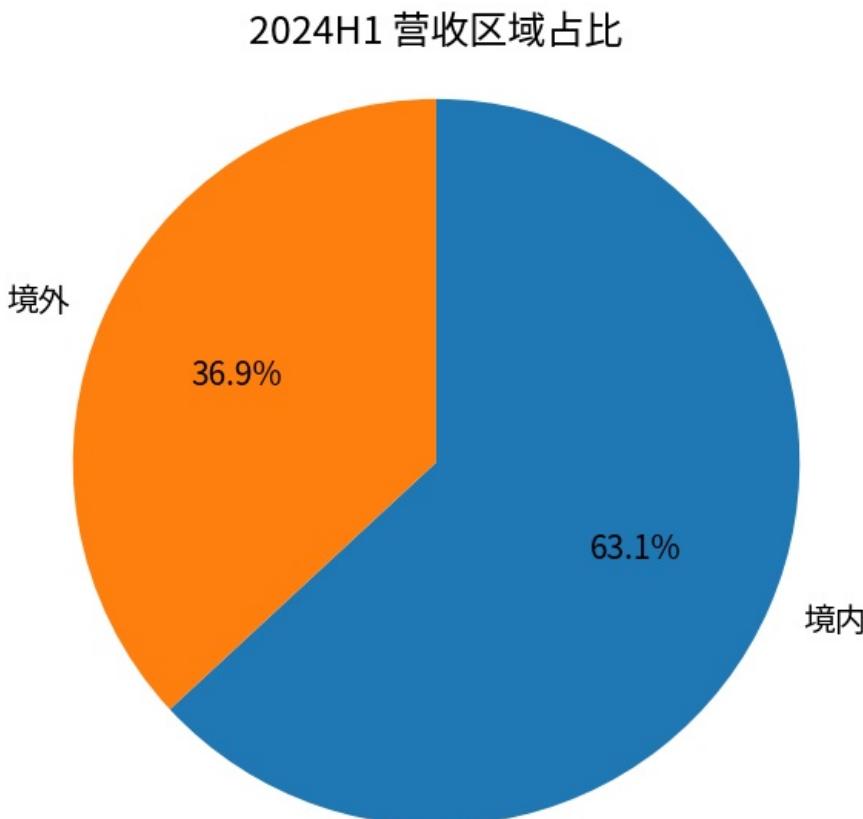
低估值源于短期风险消化，长期成长逻辑未变，修复空间显著。

四、海外业务扩张与风险评估

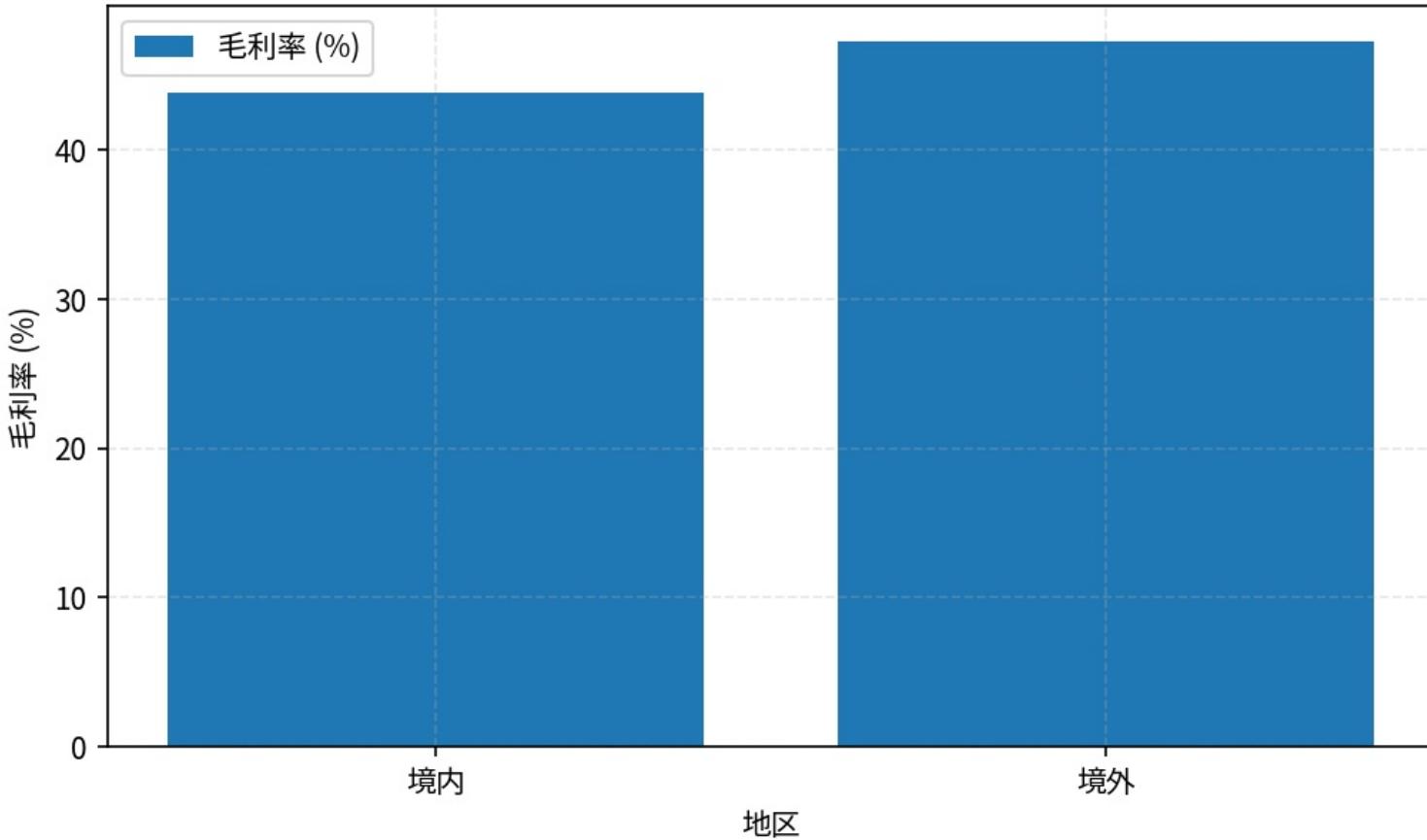
海康威视海外业务营收占比稳定在35%-37%，2024半年报境外占比36.9%、毛利率47.3%（高于境内43.9%），贡献显著利润弹性。公司依赖新兴市场（拉美、中东、亚太、非洲占比海外营收70%-80%），北美占比<5%，制裁风险已高度可控，但地缘政治波动仍需警惕。

4.1 海外业务现状与增长驱动

海外营收高毛利特征明显，属地化布局（越南、印度工厂）支撑渗透新兴市场。

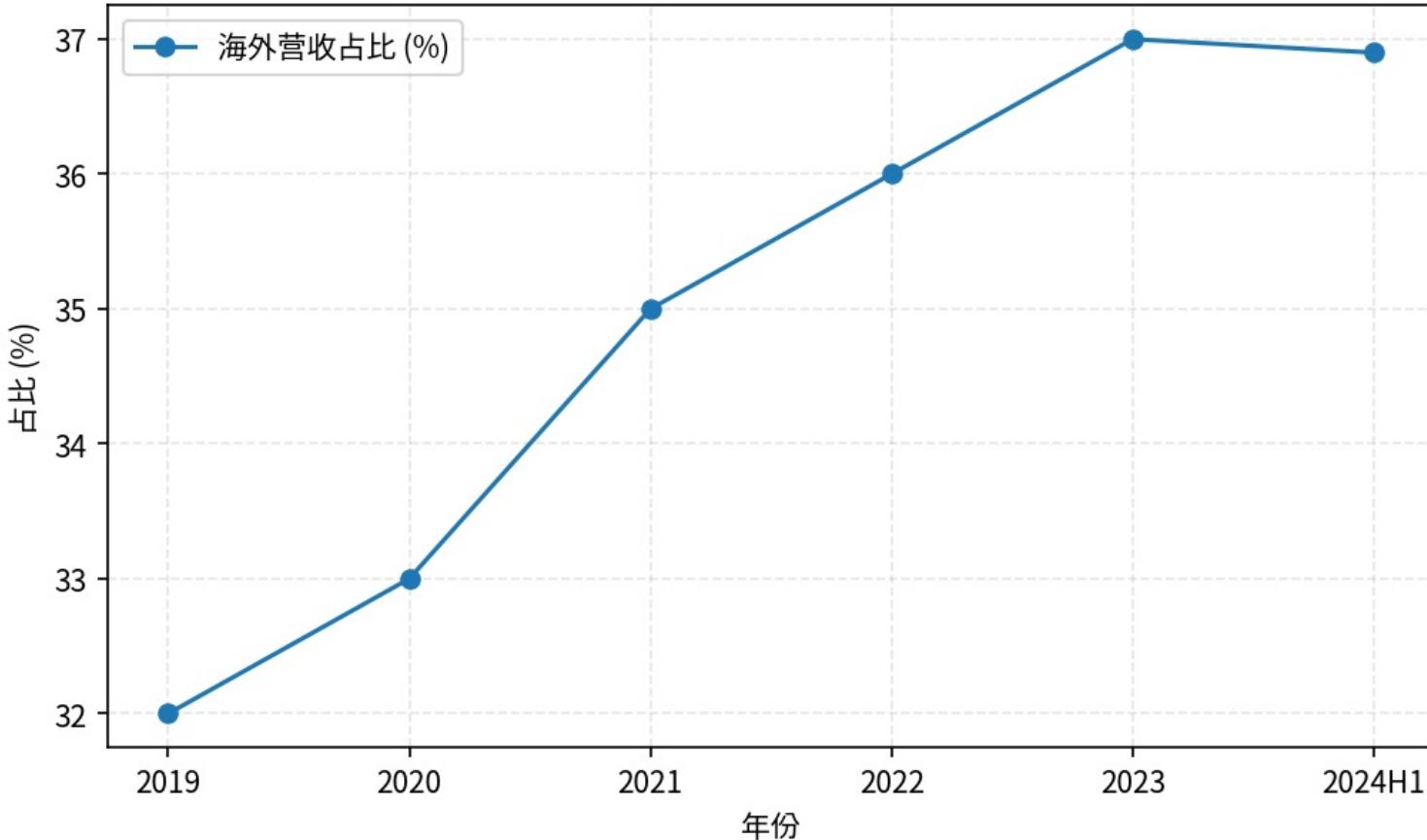


2024H1 境内境外毛利率对比



海外占比呈温和上升趋势，2019年以来稳定增长。

海康威视海外营收占比趋势 (2019-2024H1)



指标	内地	海外
营收占比	63.1%	36.9%

毛利率	43.9%	47.3%
-----	-------	-------

4.2 地缘政治风险与应对

美国制裁：2019实体清单以来多次升级（NDAA禁令），北美营收占比降至<5%，海思芯片国产替代率>90%，2024营收仍+6.1%。

加拿大禁售：2025拟效仿美国，但影响有限（北美总占比低）。

属地化策略：海外子公司50+家，越南/印度工厂覆盖20%产能，避关税/禁售风险。

情景分析（假设当前海外36.9%）：

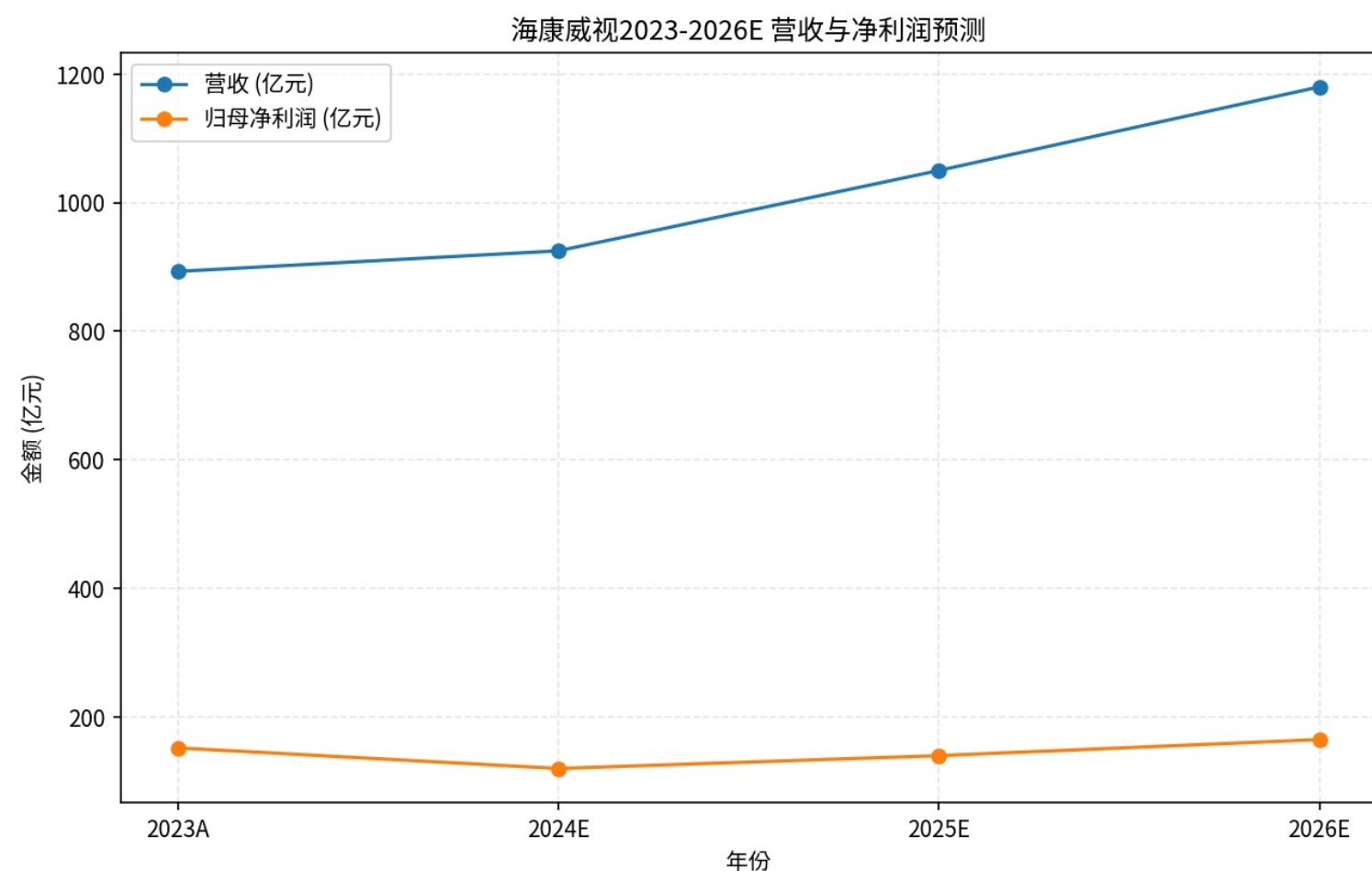
情景	营收冲击	净利润冲击	概率
基准（新兴稳定）	0%	0%	高
美加全禁售	-1%	-2%	中
新兴市场波动	-2%	-3%	低
乐观扩张	+3%	+5%	中

海外高质量增长支撑盈利，但汇率/地缘风险需监控，公司现金充裕（2826亿元）提供缓冲。

五、盈利预测与投资建议

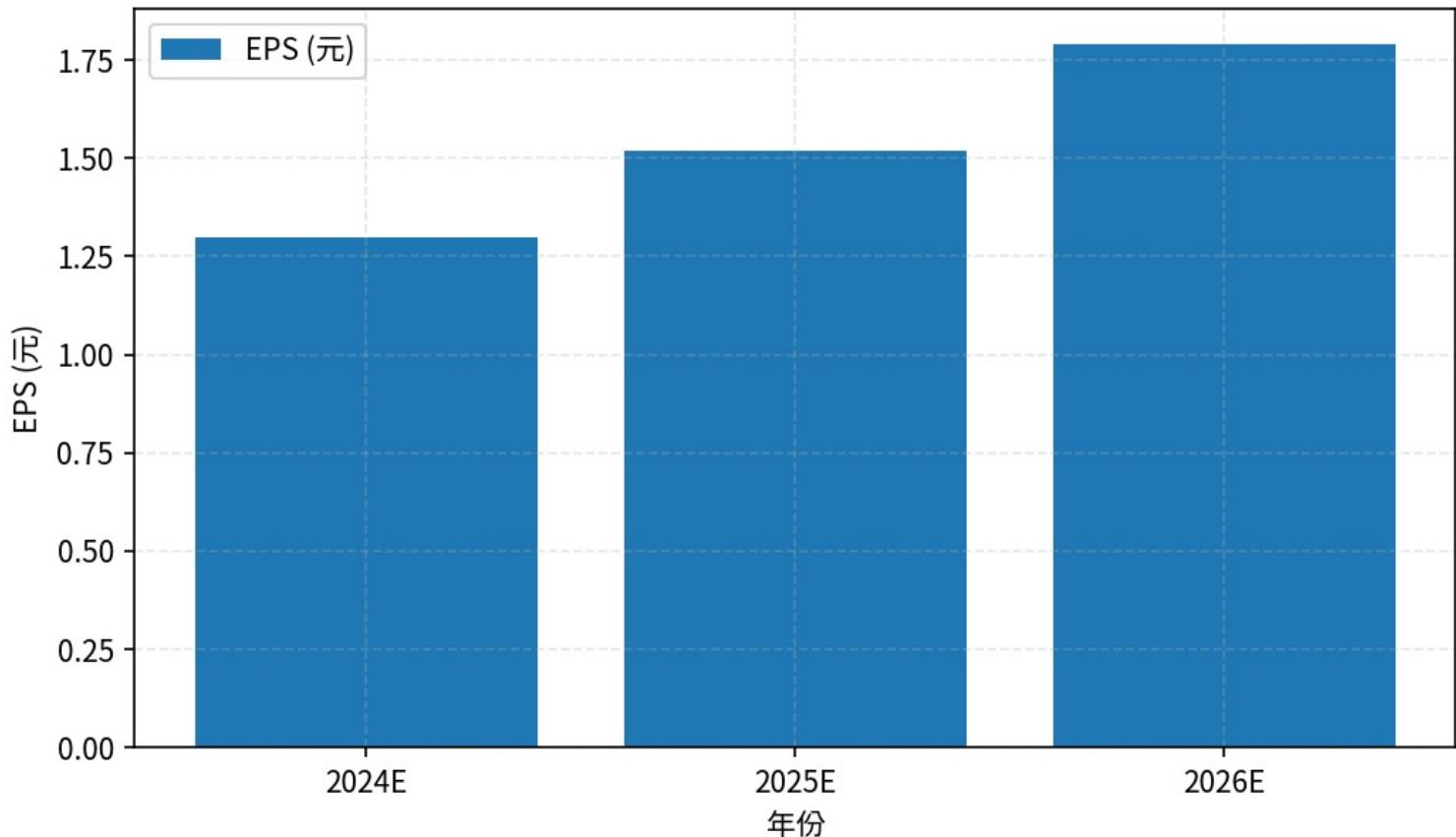
基于2024年前三季度业绩及AIoT转型势头，我们对海康威视盈利进行保守预测：营收CAGR 8%、净利率13%，主业稳定、创新业务回暖（存储优化、机器人加速）。机构共识支撑下，预计2024-2026净利润复合增速17%。

5.1 盈利预测



年份	营收 (亿元)	YoY	归母净利润 (亿元)	YoY	EPS (元)
2023A	893	-	152	-	1.65
2024E	925	+4%	120	-21%	1.30
2025E	1050	+13%	140	+17%	1.52
2026E	1180	+12%	165	+18%	1.79

2024-2026E EPS预测



分业务假设 (2024E) : 主业产品服务70% (营收648亿, 毛利46%)、创新业务27% (250亿, 毛利40%)、工程3%。

5.2 敏感性分析与情景预测

情景	营收CAGR	净利率	2026E EPS	目标价 (22x PE, 元)
悲观	5%	11%	1.50	27
基准	8%	13%	1.79	32
乐观	12%	15%	2.20	38

5.3 投资建议

评级: 买入。6个月目标价32元 (当前25元, 上行28%) , 基于2025E PE 22x (历史中枢修复) +25亿回购催化。核心逻辑: 低估值 (TTM 18x) +AI弹性+现金充裕。优于大华, 建议配置。

风险提示

海康威视基本面稳健，但投资者需关注以下主要风险：

- **海外制裁加剧：**美欧加禁售升级（北美占比<5%），潜在营收冲击-1~-2%、净利润-2~-3%（概率中）。缓解：新兴市场占比70%、海思国产替代>90%、越南/印度属地化工厂。
- **竞争内卷：**安防价格战及AI新贵竞争，毛利率或降1-2ppt，利润影响-5~-8亿元（概率高）。优势：市占30%、全产业链护城河。
- **经济下行：**全球/国内需求疲软，营收-3~-5%、利润-10%（概率高）。缓冲：现金2826亿元、场景多元化（AIoT/机器人）。
- **存储库存压力：**创新业务存储H1下滑21%，总利润影响-1%（概率中）。展望：AI存储升级优化中。
- **汇率波动：**境外37%营收，汇兑损失Q3转正，利润-1~-2%（概率中）。对冲：外汇套保、本地生产。

综合情景：多风险叠加净利或降17%，但概率低、现金缓冲强。建议动态监控四季报及地缘事件。