

海康威视（002415.SZ）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月10日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	TMT	价值	3184 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	30.33	DDM 估值 上行空间	15%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	2779.71 亿	状态	合理估值	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	22.11	价值	3023 亿	护城河	★★★★★
PB-MRQ	3.54	动态估值 上行空间	8.8%		
		状态	合理估值		

核心评级结论

公司是全球视频安防行业的龙头企业，主营业务包括传统安防业务以及技术积累衍生的创新业务，涵盖了智能家居、机器视觉、红外热成像、汽车电子等方面，业务规模稳健增长。

公司未来成长空间有限，系安防整体渗透率较高；盈利趋势和产业格局表现良好，来自于传统业务的行业龙头地位、良好的盈利能力和高进入壁垒；公司在渠道、规模和技术上拥有较强的护城河，同时公司的技术和渠道进一步复制到了创新业务，整体护城河深。

估值方面，公司处于合理区间，AI 技术赋能国内传统安防业务，基本盘保持稳健，海外传统业务和创新业务持续稳健增长，业务规模稳健扩张。

我们区别于市场的观点

市场尚未充分认知AI大模型对公司传统业务的价值提升作用。在相对成熟的赛道中，大模型演进有望带来增量空间。此外公司安防时代积淀的技术、渠道与供应链优势对创新业务的赋能亦被低估。在行业增速保持可观的背景下，创新业务增长动能充沛，且可构筑有效壁垒。

风险提示

需求超预期下滑风险：传统安防 G 端业务与政府支付能力及安防预算直接挂钩，To B 端业务则与企业开支紧密相连，若宏观经济下行，公司基本盘业绩或将受拖累。

创新技术路径更迭，产品落地不及预期的风险：创新业务虽复用既有技术、渠道与供应链，但所涉市场多为新兴领域，技术路线可能生变，叠加自身产品推进不力，业绩存在波动风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发强度	5
3.2 人力资源密集度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	10
6.3 DDM估值	10
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	10
表5：公司整体及分业务DDM估值	10

1. 基本信息

海康威视成立于2001年，目前是中电科旗下的全球安防的龙头企业。二十余年来，海康威视以视频技术为起点，逐步构建和完善以物联感知、人工智能、大数据为核心的智能物联（AIoT）技术体系，提供安防和其他场景数字化产品与服务。

2. 业务介绍

对于海康威视公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

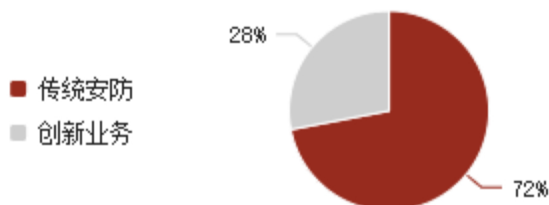
传统安防：

安防行业是构建立体化社会治安防控体系、维护国家安全及社会稳定重要的安全保障性行业。随着技术发展，传统的安防系统正由数字化、网络化，而逐步走向智能化安防。产品构成来讲，视频安防系统的主要结构包括前端摄像头、后端存储回放设备以及相关的网络建设。安防行业整体以硬件+软件的解决方案的形式交付。我们对该业务的竞争市场界定为全球市场。

创新业务：

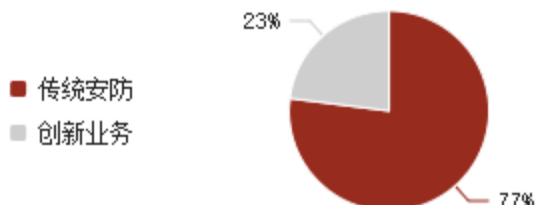
海康创新业务阵营目前包括海康机器人、萤石网络、海康微影、海康汽车电子、海康存储、海康消防、海康睿影与海康慧影，创新业务的良好发展，为公司长期可持续发展不断注入新动力。我们对该业务的竞争市场界定为全球市场（智能家居、机器视觉、红外热成像、汽车电子、存储等）。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

海康威视以“硬件+软件+解决方案”的模式盈利。公司通过安防摄像机、存储、门禁等硬件，提供AI算法、云平台 and “观澜”大模型软件订阅。软硬件的研发强度高。此外公司向政府、企业及小微企业提供定制化行业解决方案，并进行项目集成与运维服务，整体人员的需求大，人力资源密集度较高。

3.1 研发强度

低 较低 中等 较高 高

公司研发投入较高，研发费用主要用于软件、硬件等的研发，以抵御发展过程中行业新进入者的挑战。2020 - 2024 年行业平均每年新增300 多种AI 算法需求，研发从“可选”变“生存”成为安防行业高壁垒的必要投入。海康每年要维护 4 万多个 SKU，每新增一条算法就要重新标数据、调硬件、做认证。研发费用率常年维持在13%-14%的高位，且研发费用费用逐渐上升。近五年由2020 年的64 亿上升到2024 年的119 亿，且研发全额费用化。

3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

公司人力资源密集度较高，薪酬占收入比例达到21%，这是因为公司的商业模式并非单纯的硬件销售，还需要交付、研发等人员的配合，且公司下沉领域较深，项目必须“人盯人”投标、验收、售后。导致销售、实施人员增速约等于项目数增速，人力资源密集度高。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

公司安防产品覆盖PBG（政府）、EBG（大型企事业）、SMBG（小微企业）三大事业群及海外，客户分散，无单一客户依赖，前五大客户占比2.5%左右。

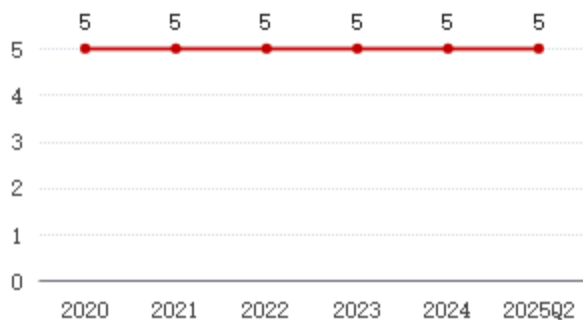
4. 历史经营绩效

公司历史经营绩效表现良好。公司历史盈利能力优秀，整体业绩成长有所下降。公司下游客户话语权较重，应收账款占比高但回款能力良好，因此业务控制力方面表现处中等水平。公司积极回报股东，股东回报表现良好。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司业务并非单一硬件产品，软件和服务的附加价值量也较高。因此，盈利能力强于一般硬件销售类企业。且公司供应链整合能力强，并自研部分上游材料，能有效降低成本。整体毛利率水平较高且较稳定，整体净利率和净资产收益率维持行业高位，盈利能力表现优秀。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力有所下降，主要由于传统安防业务进入成熟期，渗透率已达到高位，提升空间不大，创新业务所处的智能家居、机器视觉、红外热成像、汽车电子等行业虽增速可观，占比不大，但未来有望支撑公司成长能力延续或提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



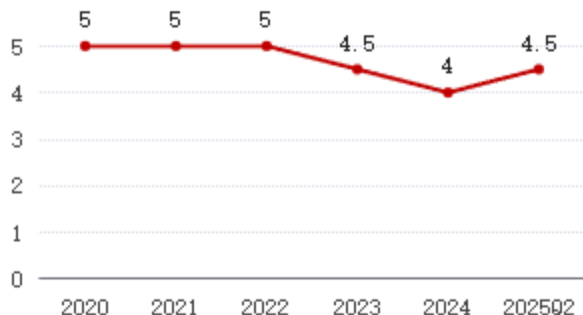
数据来源：公司财报，壹评级

公司下游客户主要为政府客户以及话语权较大的企业客户，因此应收账款的占比较高，但回款效率极强，经营性现金流入高于营收，且坏账情况和比例较低，整体财务健康良好。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司上市14年分红+回购超450亿元，派息率40%，年化股东回报约18%，股东回报表现良好。

5. 四维评级

公司成长空间中等，业绩成长主要由创新业务带动。公司拥有极深的护城河，公司所处行业进入壁垒较高，公司的盈利能力稳健，盈利趋势表现较好。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司传统安防主业贡献大部分业绩，目前已经处于成熟期，主要增量来自于海外新兴市场的需求，整体增速预计维持在5%左右，未来成长的空间较低。公司创新业务处在稳定成长期，成长空间较大，整体增速预计在10%-15%左右。综合来看公司营收规模成长空间中等。

传统安防 (2.5 星)：

公司传统安防业务在国内市场渗透率已较高，增长进入瓶颈期，主要业绩驱动力来自于软件方面价值量提升，以及海外新兴市场的拓展，预计整体公司和行业的增速保持在5%左右。

创新业务 (3.5 星)：

公司的创新业务所处的多数细分行业包括智能家居、移动机器人、红外热成像、汽车电子、存储等。以上行业目前均有可观增长，且在部分市场公司的市占率仍较低，未来仍有成长空间，预计未来维持在10%-15%的增速。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司业务主要采用软硬件外加服务的形式，使得产品价值量较高，竞争格局稳定，供需以及定价能力稳定，公司作为龙头拥有较好的盈利趋势表现。

传统安防 (3.5 星)：

公司安防业务除了标准化的硬件设备业务外，还有高毛利的软件及解决方案业务，产品较为差异化，作为全球龙头，定价能力优于竞争对手，整体盈利能力领先行业。未来在格局稳定的情况下AI方面的升级迭代将维持公司盈利趋势的良好表现。

创新业务 (3.5 星)：

公司创新业务涉及的产品众多，主要也采用硬件+软件+解决方案的模式，产品较为差异化。目前，公司在部分创新业务领域已做到行业龙头，但在部分其他领域仍是新玩家，因此随着公司规模进一步扩张摊薄相关成本，盈利能力仍有向上的动能。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司为安防龙头企业，在传统业务上有极强的供应链把控能力，行业进入壁垒较高。整体产业格局良好。在创新业务上，公司还在发展中整体议价能力表现一般且有一定替代风险。

传统安防 (3.5 星):

公司在传统安防业务上拥有较强的供应链整合和把控能力，且部分零部件实现自研自供，渠道下沉较深，此外公司对下游客户的话语权高，行业壁垒高，整体安防行业的替代风险较低，产业格局表现良好。

创新业务 (3 星):

创新业务整体处于早期阶段，竞争格局尚不稳定，进入壁垒相较于安防行业稍弱。公司在创新业务方面的上下游整合能力也较传统主业稍弱，且存在一定的替代风险，产业格局表现一般。

5.4 护城河

★★★★★

公司护城河极深，尤其在线下渠道布局以及龙头的规模优势方面表现优异，公司产品有较高的替换成本，拉高了公司护城河。

表1: 护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
传统安防	(5星) 公司传统安防业务护城河宽度很宽，公司作为安防行业的全球龙头，全球市占率20%以上，地位稳定，盈利能力不俗，经壹评级调整后的超额ROE和ROIC在20%以上。虽然下游行业存在大部分的泛政府类强话语权客户，但公司回款能力较强，业务控制力表现良好。	(5星) 公司传统安防业务护城河来自于渠道、规模与转换成本。公司线下渠道遥遥领先，下沉市场渗透率高。作为全球第一的安防企业，公司规模效应持续放大，带来更强定价权与成本优势。且公司产品亦形成极高迁移壁垒，转换成本高，护城河持续性强。
创新业务	(3星) 公司创新业务护城河宽度表现良好，创新业务的各细分市场市占率不一，智能家居、机器视觉等行业市占率领先，为全球龙头，其余业务仍有上升的可能。经壹评级调整后的超额ROE和ROIC为5%左右。	(5星) 公司创新业务的护城河来自传统安防积累的渠道和技术，以及深入客户业务场景的能力。伴随创新业务多产线扩张，公司新产品孵化的竞争优势将在延续既有渠道与技术优势的基础上实现进一步放大，预计护城河持续性强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对公司的估值包含以下基本假设：传统业务在国内市场已处高渗透率阶段，后续以存量替换为主；海外新兴市场仍保持增长；创新业务所处细分行业稳健扩张；大模型等AI技术升级有望进一步提升公司产品价值量。综合上述因素测算，公司当前估值水平合理。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：传统安防以及创业业务，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

传统安防方面：

收入假设：

1) 出货量方面：增长来自于中国/全球硬件（存量替换+新增需求）存量的五年替换周期。当前中国/全球的存量预计4亿/10亿台，每年替换需求为0.8亿/2亿台设备，新增需求来自于海外新兴市场的安防需求带来的摄像头-人员密度的提升，预计为每年0.25亿到0.5亿台；

2) 价值量方面：硬件和服务的价值维持稳定（2%左右的复合增长），增量来自于软件算法的价值增长（5%以上的复合增长），呈现量稳价增的整体趋势。

盈利能力假设：

1) 成本方面：公司短期注重内部效率和盈利质量的提升，毛利率短期会有所提升，预计未来小幅下降；

2) 费用方面：研发、销售、交付等成本费用相对刚性，预计费用率保持平稳，整体费用率没有较大波动。

创新业务方面：

收入假设：公司所处的智能家居、机器视觉、移动机器人、红外热成像、汽车电子、存储设备等主要方向未来均有10%-15%左右的增长，在公司渠道、技术等加持下，市占率有提升的趋势，预计增速和行业相当。

盈利能力假设：该业务由于目前处于成长期，在供应链整合以及产品的附加值等方面较传统安防业务仍有差距，整体成本和费用的把控较弱，因此我们假设该业务盈利能力弱于传统业务。

表2：公司整体业绩预测

海康威视	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	831.7	893.4	925.0	944.0	1029.4	1125.2	1229.0	1334.1
归母净利润(亿)	128.4	141.1	119.8	135.2	146.6	154.7	160.6	167.2
归母净利润增速(%)	-23.6	9.9	-15.1	12.8	8.5	5.5	3.8	4.1
经营性净利润(亿)	128.0	143.0	123.0	141.5	155.0	163.9	171.3	179.4
经营性净利润增速(%)	-23.5	11.7	-14.0	15.1	9.5	5.7	4.5	4.7
经营性归母净利润(亿)	121.2	133.1	112.1	128.8	139.7	147.1	153.0	159.6
经营性归母净利润增速(%)	-24.5	9.8	-15.8	14.9	8.4	5.3	4.0	4.3

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

传统安防	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	681.0	707.9	700.1	681.5	718.6	759.5	806.2	850.1
收入增速(%)	-0.2	4.0	-1.1	-2.7	5.4	5.7	6.1	5.4
经营性净利润(亿)	122.6	131.9	110.5	126.5	134.2	140.0	144.3	149.3
经营性净利率(%)	18.0	18.6	15.8	18.6	18.7	18.4	17.9	17.6
经营性净利润增速(%)	-16.1	7.5	-16.2	14.4	6.1	4.3	3.1	3.4
创新业务	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	150.7	185.5	224.8	262.5	310.8	365.7	422.8	484.1
收入增速(%)	14.0	23.1	21.2	16.8	18.4	17.6	15.6	14.5
经营性净利润(亿)	5.3	11.1	12.5	15.1	20.8	23.9	26.9	30.1
经营性净利率(%)	3.5	6.0	5.5	5.7	6.7	6.5	6.4	6.2
经营性净利润增速(%)	-74.7	108.0	12.2	20.7	38.1	14.8	12.9	11.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
传统安防	4.8%	中等-	较好	强	7.5%	18	146.6
创新业务	9.6%	中等	较好	强	8.3%	17.16	29.3
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
传统安防(亿)	597.9	1976.3	2574.2	226.1	130.0	10.0	2680.3
创新业务(亿)	43.4	366.7	410.1	72.6	145.0	5.0	342.7
公司整体测算(亿)	641.3	2343.0	2984.3	298.7	275.0	15.0	3023.1

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
传统安防(亿)	1428.0	1185.8	2613.8	226.1	130.0	10.0	2719.9
创新业务(亿)	222.7	309.2	531.9	72.6	145.0	5.0	464.5
公司整体测算(亿)	1650.7	1494.9	3145.7	298.7	275.0	15.0	3184.4

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

传统主业确定性较强，行业进入成熟期，市场规模和竞争格局较为稳定，未来的收入规模和盈利能力的确定性均较高；创新业务确定性稍弱，一方面来自于市场规模和竞争格局的不稳定，另一方面由于业务处于成长期，未来的收入规模和盈利能力预测的确定性也稍弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM 估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料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。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。