

## 证券研究报告

### 公司研究——季报点评

#### 高德红外 (002414.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.04.17

#### 李勇鹏 行业分析师

执业编号: S1500517110001

联系电话: +86 10 83326846

邮箱: liyongpeng@cindasc.com

#### 相关研究

《高德红外首次覆盖报告: 红外核心技术+民营武器总体稀缺资质, 民营军工集团初具雏形》19.03

《高德红外 2018 年报点评: 收入稳中有升利润大幅增长, 预计 1 季度利润同比增 250.0%~280.0%》19.03

《高德红外合同点评: 新定型军品首批交付, 中标 1.31 亿合同》19.04

《高德红外跟踪报告: 高德红外与睿创微纳在红外成像领域对比》19.04

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编: 100031

## 高德红外 1 季报点评: 新品亮相、军民两开花, 公司业绩拐点来临

2019 年 04 月 23 日

**事件:** 2019 年 4 月 22 日高德红外发布 2019 年 1 季报, 报告期内公司实现营业收入 1.77 亿元, 同比增 19.33%; 实现归属母公司股东净利润 597.10 万元, 同比增长 262.36%; 实现扣非后归母净利润 249.01 万元, 同比扭亏并增长 261.32%; 实现基本每股收益 0.0096 元, 同比增 269.23%。报告期内公司经营活动产生现金流净额 2.12 亿元, 较上年同期转正并增长 327.04%。同时公司发布 2019 年上半年经营业绩预计, 预计 19 年 1-6 月归属上市公司股东净利润区间 1.23 亿元至 1.64 亿元, 同比变动幅度 20%至 50%。

#### 点评:

- **收入同比增 19.33%, 归母净利润规模及增速为近 5 年同期最高, 扣非后归母净利润为近 5 年同期首次转正。**公司 19 年 1 季度实现收入 1.77 亿元, 同比增 19.33%; 归母净利润 597.1 万元, 同比增 262.36%, 规模及增速均为 5 年同期最高; 非经常性损益维持在近年正常水平, 扣非后归母净利润 249.01 万元, 同比增速其 261.32 万元, 公司同期扣非后归母净利润自 15 年来首次扭亏。2019 年 1 季报经营业绩显示公司经营情况持续向好, 同时在手订单金额较大, 自 2018 年 12 月以来仅公司公布订单金额已合计 5.26 亿元, 占 18 年营收比例达 48.52%, 预计公司 19 年经营情况仍将持续向好。
- **毛利率大幅提升或预示公司业绩拐点出现。**营收上升 19.33%同时营业成本下降 11.44%, 带动毛利率大幅提升至 70.78%, 较上年同期提升 10.15pct, 同时也是上市以来同期毛利率最高水平。公司成本构成中占比较高的为芯片及探测器等制造成本, 随着公司前期大力投入的 3 条探测器批产线建设完成、晶圆级封装产线量产, 营业成本占比将持续改善, 本期毛利率大幅改善或预示着公司业绩拐点出现。
- **新品亮相、军民两开花, 销售费用大幅增加或预示公司发力拓展消费级市场。**公司 4 月 13 日公告新定型军品型号获得首批 1.31 亿订单, 在既有型号军品任务基础外开辟了新产品收入来源。4 月 22 日推出 MobiR Air 红外热成像手机配件, 网商平台 1299 元 (优惠期间 999 元) 销售价格, 是目前市场上首款价格在千元以内的一线厂商手机热成像插件, 较竞品 FLIR ONE Pro 系列 2999 元至 3999 元价格大幅降低。该配件基于公司 120 × 90@17 μm 晶圆级封装红外探测器模组, 我们认为该模组直接对标竞争 FLIR 公司的明星机芯产品 Lepton 系列。Lepton 系列机芯大幅降低了热成像仪机芯尺寸、重量、功耗及成本, 是一款为 FLIR 公司带来巨大成功的关键机芯, 推动了 FLIR 公司红外成像在消费级应用市场的扩张。高德红外此次推出的 120 × 90@17 μm 模组, 在性价比上具有明显优势, 或将推动公司为公司为公司在消费级市场扩张铺平道路。公司已在网商平台设立旗舰店, 19 年 1 季度销售费用较同期增长 91%, 为上市以来同期最高值, 或说明在晶圆级封

装探测器量产带来成本降低及产量提升的基础上，公司在销售端开始发力消费级市场。

- **管理费用有所提升，持续保持高研发投入，财务费用降低。**报告期内发生管理费用 3990.5 万元，较上年同期增长 47.71%；发生研发费用 5533.8 万元，较去年同期增长 39.68%；公司报告期内短期负债规模连续第三个季度降低，本期财务费用规模及占比降低，随着公司回款和经营性现金改善，我们认为后续财务费用对公司盈利的影响将持续减小。
- **经营性现金流大幅改善、资产减值损失减少，公司回款情况继续向好，现金流量表及资产负债表进一步改善。**公司 19 年 1 季度销售商品、服务收到现金 5.15 亿，为上市以来同期最高；经营活动现金流净额 2.12 亿，为上市以来同期首次转正，单季度现金流净额规模仅略低于 2018 年 4 季度。本期资产减值损失 315.3 万元，较上期降低 58.92%，说明公司回款情况持续向好，前期影响逐步消除。公司 1 季度末现金流改善，有息负债、应收票据及账款占比降低，同时货币资金+交易性金融资产保持上市来较高规模，显示公司现金流及资产负债表进一步改善。
- **长期看好公司在红外探测领域的核心竞争力，以及作为民营军工企业在总体设计生产领域的发展潜力。**同时具备制冷、非制冷的完整技术体制、领先的研发生产能力、平台化的发展思路，使得高德红外在红外成像领域具备了足够深的技术护城河，随着晶圆级封装探测器量产，封装效率将会大幅提高、器件成本将有效降低，对整个红外产业发展有着推动作用，同时民品市场或将随着成本降低而实现应用场景的大规模拓展。公司作为热红外成像行业领导者，在深耕红外热成像核心业务同时，多年来在产业链上下游持续深入布局，拓展了下游向武器系统总装研制能力，实现了“零件供应——分系统配套——总体设计”产业链升级。公司是首家、也是目前唯一一家取得完整武器系统总体研制资质的民营企业，目前已实现某型武器系统总体批产，且正式中标军方项目，民营武器总体军工集团初见规模，在资质、总体研发设计能力上均具有很大潜力和极强稀缺性。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.35 元、0.45 元、0.52 元。对应动态市盈率（股价 27.19 元）分别为 78.22、60.86 和 52.30 倍。高德红外在红外成像领域产品具有技术领先性，作为民营军工总体企业具有市场地位稀缺性，同时近期公司回款向好，现金流及资产负债情况持续改善，军品新型号订单获取成果显著、民用领域消费类产品应用布局积极，维持“增持”评级。
- **风险因素：**红外成像产品需求不及预期，红外焦平面探测器量产进度及良率不及预期，单兵反坦克导弹订单规模不及预期，红外成像产品在消费领域推进不及预期。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	1,016.46	1,083.63	1,613.18	2,155.60	2,766.12
增长率 YoY %	25.4%	6.6%	48.9%	33.6%	28.3%
归属母公司净利润(百万元)	58.44	132.07	217.00	278.89	324.55

增长率 YoY%	-17.52%	125.98%	64.31%	28.52%	16.37%
毛利率%	49.87%	42.13%	49.32%	50.71%	51.16%
净资产收益率 ROE%	1.8%	4.0%	6.3%	7.5%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.21	0.35	0.45	0.52
市盈率 P/E(倍)	290.42	128.52	78.22	60.86	52.30
市净率 P/B(倍)	5.14	5.04	4.76	4.43	4.11

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 4 月 22 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	2,287.59	2,681.98	3,287.18	3,850.70	4,442.93
货币资金	466.40	894.41	1,184.53	1,214.09	1,101.00
应收票据	121.01	159.29	161.32	215.56	276.61
应收账款	869.15	737.44	967.91	1,185.58	1,521.36
预付账款	44.93	43.87	57.20	74.33	94.51
存货	737.82	748.37	817.62	1,062.53	1,350.85
其他	48.28	98.60	98.60	98.60	98.60
<b>非流动资产</b>	1,838.25	1,721.12	1,555.11	1,635.66	1,732.74
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产(合计)	754.85	708.89	705.70	716.02	715.16
无形资产	317.25	442.42	298.16	378.50	460.77
其他	766.14	569.80	551.25	541.14	556.81
<b>资产总计</b>	4,125.84	4,403.10	4,842.30	5,486.36	6,175.67
<b>流动负债</b>	740.37	959.71	1,200.64	1,584.53	1,968.02
短期借款	360.00	560.00	710.00	910.00	1,160.00
应付票据	24.55	21.33	27.80	36.13	45.94
应付账款	213.75	211.57	245.29	374.32	445.63
其他	142.07	166.82	217.55	264.08	316.45
<b>非流动负债</b>	85.76	73.75	73.75	73.75	73.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	85.76	73.75	73.75	73.75	73.75
<b>负债合计</b>	826.13	1,033.46	1,274.39	1,658.28	2,041.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	3,299.71	3,369.63	3,567.91	3,828.08	4,133.90
<b>负债和股东权益</b>	4,125.84	4,403.10	4,842.30	5,486.36	6,175.67

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1,016.46	1,083.63	1,613.18	2,155.60	2,766.12
同比(%)	25.4%	6.6%	48.9%	33.6%	28.3%
归属母公司净利润	58.44	132.07	217.00	278.89	324.55
同比(%)	-17.52%	125.98%	64.31%	28.52%	16.37%
毛利率(%)	49.87%	42.13%	49.32%	50.71%	51.16%
ROE%	1.8%	4.0%	6.3%	7.5%	8.2%
EPS(摊薄)(元)	0.09	0.21	0.35	0.45	0.52
P/E	290.42	128.52	78.22	60.86	52.30
P/B	5.14	5.04	4.76	4.43	4.11
EV/EBITDA	108.06	66.81	49.27	40.00	35.03

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	1,016.46	1,083.63	1,613.18	2,155.60	2,766.12
营业成本	509.53	627.12	817.62	1,062.53	1,350.85
营业税金及附加	13.35	10.68	15.90	21.25	27.26
销售费用	56.35	74.71	101.63	140.11	179.80
管理费用	330.17	154.52	201.65	269.45	331.93
研发费用	0.00	200.14	290.37	388.01	497.90
财务费用	12.42	18.71	24.40	34.04	43.31
减值损失合计	62.55	-31.53	2.57	39.03	72.66
投资净收益	5.35	8.01	4.53	5.96	6.16
其他	0.72	106.83	51.46	76.74	64.10
<b>营业利润</b>	38.16	144.10	215.03	283.87	332.66
营业外收支	19.28	0.07	22.91	21.93	23.21
<b>利润总额</b>	57.45	144.18	237.94	305.81	355.87
所得税	-1.00	12.10	20.94	26.91	31.32
<b>净利润</b>	58.44	132.07	217.00	278.89	324.55
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>归属母公司净利润</b>	58.44	132.07	217.00	278.89	324.55
EBITDA	160.41	262.61	359.09	447.38	517.99
EPS(当年)(元)	0.09	0.21	0.35	0.45	0.52

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	31.84	290.73	313.26	61.14	-97.53
净利润	58.44	132.07	217.00	278.89	324.55
折旧摊销	86.83	94.68	92.19	102.20	113.37
财务费用	16.13	23.75	28.96	39.38	48.75
投资损失	-5.35	-8.01	-4.53	-5.96	-6.16
营运资金变动	-167.48	84.73	-226.72	-389.10	-644.49
其它	43.26	-36.50	206.35	35.73	66.45
<b>投资活动现金流</b>	-362.22	-26.65	-125.45	-173.48	-198.08
资本支出	-201.59	-95.93	-129.98	-179.44	-204.24
长期投资	600.55	608.01	4.53	5.96	6.16
其他	-761.18	-538.73	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	41.33	164.63	102.32	141.90	182.52
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	27.92	150.00	150.00	200.00	250.00
支付利息或股息	25.44	33.63	47.68	58.10	67.48
<b>现金流净增加额</b>	-288.56	428.73	290.12	29.56	-113.09

## 研究团队简介

**李勇鹏**，军工行业首席分析师。毕业于北京理工大学固体力学系，先后于中航工业沈飞民机、中国运载火箭技术研究院就职近7年，从事民用飞机设计、航天运输系统领域规划、项目预先研究及技术攻关等工作，曾参与 C919、庞巴迪 C 系列等民用客机设计，以及航天领域多项重大工程研究攻关。2015 年 9 月至 2017 年 8 月就职于民生证券，从事机械行业研究。2017 年 9 月加入信达证券从事军工行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。