

证券研究报告

公司研究——中报点评

高德红外 (002414.SZ)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2019.07.31

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

《20190731 高德红外合同点评: 新签两份军品合同共 7767 万元, 去年 12 月至今公布合同总计 6.04 亿》19.07

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

高德红外中报点评: 十年耕耘, 军民品业务迎来收获期

2019 年 08 月 27 日

事件: 2019 年 8 月 27 日高德红外发布 2019 年中报, 报告期内公司实现营业收入 6.66 亿元 (YoY +101.26%); 实现归属净利润 1.49 亿元 (YoY +45.48%); 实现扣非后归母净利润 1.48 亿元 (YoY +55.67%); 实现基本及稀释每股收益 0.1596 元 (YoY +45.49%)。报告期内公司经营活动产生现金流净额 6607.7 万元, 较上年同期转正并增长 218.91%。公司发布 2019 年 1-9 月经营业绩预计情况, 预计 19 年 1-9 月归属上市公司股东净利润区间 1.94 亿元至 2.42 亿元, 同比变动幅度 100.00%至 150.00%。

点评:

➤ **收入同比增 101.26%, 核心业务红外产品军民品齐发力、国内外同增长。**19 年上半年公司收入 6.66 亿 (YoY +101.26%), 核心业务红外产品实现收入 5.58 亿 (YoY +136.61%), 国外业务本期取得上市以来最高收入规模 1.28 亿 (YoY +114.22%), 军民品领域在业务拓展方面表现靓丽:

1) **军品当下有订单、未来有储备, 去年 12 月至今公布订货合同金额合计 6.043 亿。**公司多个前期中标型号产品陆续定型并开始在各军兵种大批量交付, 19 年 7 月、19 年 4 月、18 年 12 月分别公布订单 0.78 亿、1.31 亿、3.95 亿军品合同, 去年 12 月至今合计公告军品合同达 6.04 亿, 占 2018 年营收 55.7%。8 月 22 日公布《某型号产品竞争择优中标的通知》, 由于涉及秘密豁免披露具体信息, 但本次作为该型号产品唯一中标单位, 中标型号填补了国内同类军品型号空白, 在某装备大批量配装, 展现出公司在军品红外领域的显著竞争优势。此外, 报告期内公司立足于近年来自主研发完成的军工装备类产品的研制定型、批产工作经验, 持续投入研发多个高科技完整武器系统, 并将逐步进入实物竞标阶段。公司未来产品储备充分。

2) **非制冷晶圆级封装产线实施为民用创造低成本条件, “芯”平台发展丰富应用场景, 民用领域应用不断深入。**公司的国内第一条非制冷晶圆级封装产线已于报告期内实现部分产品批量生产供货, 并已于国际领先红外热像仪厂商达成合作并持续交付; 小像元非制冷红外探测器实现小批量生产。晶圆级封装产线投产可进一步降低生产成本, 并在小型化、低功耗、高集成度方面提供更多可能性。

➤ **军民品技术及产品稳步推进, 核心器件与应用场景双突破。**军品方面, 1280×1024@12 μm 大面阵制冷红外探测器项目目前已进行小批量生产, 并完成客户订单交付; 公司的 II 类超晶格长波探测器已经随国内某型号产品的定型进度实现了批量交付, 并在国外展会上获得了大量订单意向; 公司研制的节流制冷红外探测器芯片, 体积小, 重量轻, 降温速度快,

成本低，可实现 5s 启动成像，能满足更多客户的需求，现已完全定型并实现了订单交付；公司推出的 $1280 \times 1024@12 \mu m$ 大面阵非制冷红外探测器已于报告期内完成了定型工作，即将进入小批量生产阶段，将会是未来高端军用、高端民用等特殊应用的主力军。民用领域，报告期内公司在民用无人机领域、特殊用途视频监控、新能源汽车夜视、消费电子、个人视觉、智能家居、工业测温、检验检疫等方面取得了进展。负责推动红外热成像技术在民用领域应用的子公司高德智感科技上半年实现收入 1.17 亿，已超 2018 年全年收入 1.12 亿。公司在红外热成像技术的消费领域和工业领域的应用布局前瞻，成果显著，通过为用户提供探测器开发、机芯平台及软件算法解决方案，构建了覆盖整个产品生态的服务模式，上半年与国内领先的安防监控及无人机企业实现战略合作，正式发售了消费级手机配件 Moblrair、与美的集团合作的探测器模组产品将随新型号空调一起推出市场，抢占了智能家电市场制高点。

- **净利润 1.49 亿为上市以来各报告期最高规模，净利润来源更扎实，非经常性损益为近 5 年同期最低。**公司 19 年上半年实现净利润 1.49 亿（YoY ++45.48%），政府补助等非经常性损益占营业利润比例仅 0.43%，自去年以来已经稳步下降，从之前的超 40%下降到了不到 1%，公司利润来源更扎实，持续盈利能力进一步夯实。
- **净利率达 22.43%，维持回升趋势。**公司本期净利率达 22.43%，净利率较上年同期 31.02%下降，主要原因为 18 年同期公司享受国家有关税收优惠政策，约有 5844.3 万元计入其他收益。扣除其他收益影响后，本期净利率较上年同期约提升 9pct，净利率继续改善并维持较高水平。
- **三费及研发费用占比因收入规模扩大而降低，研发费用维持较高水平。**公司本期三费及研发费用合计占收入比 32.78%，较上年同期下降 18.87pct，主要原因为收入规模扩大引起费用占比降低。从费用开支绝对规模看基本维持先期开支水平，费用支出稳定。本期研发费用 1.23 亿，仍然维持较高研发开支。公司报告期内短期负债规模连续第四个季度降低，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 年上半年销售商品、服务收到现金 5.73 亿，为上市以来同期最高；经营活动现金流净额 6608 万元，延续 1 季度转正趋势。本期资产减值损失冲回 381.7 万元，未新增减值计提，公司回款情况持续向好，前期影响逐步消除。公司现金流改善，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 年实现收入 17.48 亿、22.17 亿、27.70 亿，分别实现归母净利润 3.11 亿、3.996 亿、4.49 亿，摊薄每股收益分别为 0.33 元、0.43 元、0.48 元。对应动态市盈率（股价 18.57 元）分别为 55.92、43.52 和 38.70 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	1,747.83	2,216.56	2,770.81
增长率 YoY %	25.4%	6.6%	61.3%	26.8%	25.0%
归属母公司净利润(百万元)	58.44	132.07	310.93	399.60	449.38
增长率 YoY%	-17.52%	125.98%	135.43%	28.52%	12.46%
毛利率%	49.87%	42.13%	51.77%	53.04%	53.25%
净资产收益率 ROE%	1.8%	4.0%	8.8%	10.4%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.14	0.33	0.43	0.48
市盈率 P/E(倍)	297.52	131.66	55.92	43.52	38.70
市净率 P/B(倍)	5.27	5.16	4.75	4.31	3.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 8 月 26 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,287.59	2,681.98	2,841.17	3,292.84	3,833.99
货币资金	466.40	894.41	617.13	639.84	548.38
应收票据	121.01	159.29	174.78	221.66	277.08
应收账款	869.15	737.44	1,048.70	1,219.11	1,523.94
预付账款	44.93	43.87	58.98	72.82	90.62
存货	737.82	748.37	842.99	1,040.83	1,295.37
其他	48.28	98.60	98.60	98.60	98.60
非流动资产	1,838.25	1,721.12	1,555.08	1,635.63	1,732.61
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	551.21	541.11	556.69
资产总计	4,125.84	4,403.10	4,396.25	4,928.46	5,566.61
流动负债	740.37	959.71	660.66	821.37	1,038.23
短期借款	360.00	560.00	150.00	150.00	250.00
应付票据	24.55	21.33	28.67	35.40	44.05
应付账款	213.75	211.57	252.90	366.67	427.32
其他	142.07	166.82	229.10	269.31	316.86
非流动负债	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
负债合计	826.13	1,033.46	734.41	895.12	1,111.98
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	3,661.84	4,033.34	4,454.63
负债和股东权益	4,125.84	4,403.10	4,396.25	4,928.46	5,566.61

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	1,747.83	2,216.56	2,770.81
同比(%)	25.4%	6.6%	61.3%	26.8%	25.0%
归属母公司净利润	58.44	132.07	310.93	399.60	449.38
同比(%)	-17.52%	125.98%	135.43%	28.52%	12.46%
毛利率(%)	49.87%	42.13%	51.77%	53.04%	53.25%
ROE%	1.8%	4.0%	8.8%	10.4%	10.6%
EPS(摊薄)(元)	0.06	0.14	0.33	0.43	0.48
P/E	297.52	131.66	55.92	43.52	38.70
P/B	5.27	5.16	4.75	4.31	3.90
EV/EBITDA	74.51	46.31	39.06	32.04	28.67

利润表

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	1,747.83	2,216.56	2,770.81
营业成本	509.53	627.12	842.99	1,040.83	1,295.37
营业税金及附加	13.35	10.68	17.23	21.85	27.31
销售费用	56.35	74.71	96.13	121.91	152.39
管理费用	330.17	154.52	192.26	243.82	304.79
研发费用	0.00	200.14	323.35	410.06	512.60
财务费用	12.42	18.71	11.70	5.46	7.45
减值损失合计	62.55	-31.53	2.14	39.10	71.63
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
营业利润	38.16	144.10	318.02	416.22	469.53
营业外收支	19.28	0.07	22.91	21.93	23.21
利润总额	57.45	144.18	340.93	438.15	492.74
所得税	-1.00	12.10	30.00	38.56	43.36
净利润	58.44	132.07	310.93	399.60	449.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	58.44	132.07	310.93	399.60	449.38
EBITDA	160.41	262.61	449.32	547.65	615.53
EPS(当年)(元)	0.09	0.21	0.33	0.43	0.48

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	31.84	290.73	293.09	231.57	44.13
净利润	58.44	132.07	310.93	399.60	449.38
折旧摊销	86.83	94.68	92.19	102.20	113.37
财务费用	16.13	23.75	16.19	7.29	9.42
投资损失	-5.35	-8.01	-4.53	-5.96	-6.16
营运资金变动	-167.48	84.73	-327.66	-307.35	-587.38
其它	43.26	-36.50	205.96	35.79	65.51
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	41.33	164.63	-444.92	-35.38	62.49
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	27.92	150.00	-410.00	0.00	100.00
支付利息或股息	25.44	33.63	34.92	35.38	37.51
现金流净增加额	-288.56	428.73	-277.28	22.71	-91.46

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。