

高德红外 (002414) 2019 年三季度报点评: 军民市场双拓展, 营收净利润均实现翻倍

行业分类: 军工

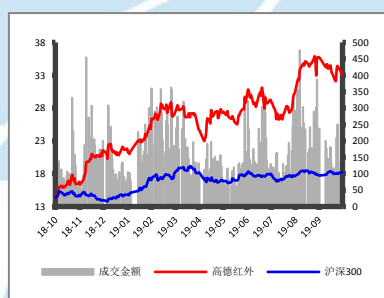
2019 年 10 月 29 日

公司投资评级	持有
当前股价 (19.10.29)	22.00 元

基础数据 (2019.10.29)

沪深 300	3910.23
总股本 (亿)	9.36
流通 A 股 (亿)	7.34
流通 A 股市值 (亿)	161
每股净资产 (元)	3.78
PE	116.3
PB	5.87

近一年公司与沪深 300 走势对比图



数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

事件: 10 月 29 日, 公司公布 2019 年三季度报, 2019 年前三季度营收 10.58 亿元 (+107.76%), 归母净利润 2.35 亿元 (+142.29%), 毛利率 54.25% (-1.18pcts), 净利率 22.18% (+3.16pcts)。同时公司披露对 2019 年归母净利润的预计为 1.98 亿元至 2.64 亿元, 较 2018 年同期增长 50%至 100%。

投资要点

● 公司军品收入持续复苏, 前三季度营收净利润均实现翻倍

2019 年前三季度, 受益于公司军品订单持续恢复以及相关型号实现批量交付, 同时探测器、机芯以及民品销售规模增长, 公司实现营业收入 10.58 亿元 (+107.76%), 归母净利润 2.35 亿元 (+142.29%)。公司虽然毛利率有所下滑, 但净利率增长至 22.18% (+3.16pcts), 净资产收益率达到 6.54% (+3.68pcts), 均创公司上市以来历史新高, 我们认为主要原因是公司加强了各项费用管控, 销售费用率 (4.82%, -3.58pcts) 和管理费用率 (8.79%, -9.09pcts) 在公司业绩翻倍背景下均实现了大幅下降, 但伴随公司子公司汉丹机电业绩承诺期到期涉及超额奖励金额的计提, 我们预计 2019 年末公司管理费用将有较大幅度的增长, 造成公司的归母净利润增速放缓。

从单季度来看, 2019Q3, 公司营收及归母净利润均保持了高速增长, 营业收入 3.91 亿元 (+119.87%), 归母净利润 0.85 亿元 (+1536.78%), 我们认为其主要原因是公司军品收入持续恢复以及民品市场拓展较快所致。同时, 公司应收账款达到 9.17 亿元 (+19.40%), 我们预计伴随公司四季度公司军品收入的集中确认, 应收账款将有所下降。

● 公司立足红外热像技术, 军民市场双拓展

公司是规模化从事红外核心器件、红外热像仪、大型光电系统研发、生产、销售的高新技术上市公司。业务涵盖红外焦平面探测器芯片、红外热像整机及以红外热成像为核心的综合光电系统、新型武器系统和传统非致命性弹药及信息化弹药四大业务板块。

公司在红外探测器芯片领域深耕多年, 已经建立了三条核心器件批产线: 一条 8 英寸 0.25um 非制冷、两条 8 英寸制冷及二类超晶格批量生产线。目前公司已同时拥有百万像素级制冷及非制冷两种类型红外焦平面探测器芯片研发、生产能力, 我们认为这是公司各项主营业务收入保持快速增长的基础。

军品方面, 公司凭借多年来在红外行业的技术领先和创新优势, 积极参与各军兵种多类型型号产品竞标项目。报告期内, 公司与客户新签订两份红外热像仪和综合光电系统类军品订货合同, 金额达到 0.78 亿元人民币, 同时公司还收到军方发送的某型号产品竞争择优中标的通知, 均体现了公司在军品竞

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59562524
 传真: 010-59562637

标项目上已经具有较强的竞争实力。公司从事军品业务的子公司汉丹机电也超额完成了业绩承诺（2015-2019 年实现累计扣非归母净利润 2.16 亿元）。伴随当前军改影响逐渐消退，以及公司业务处于军工电子、信息化等自主可控的重点领域，我们预计公司的军品收入在长期上具有保障性。

民品方面，随着公司晶圆级封装探测器的大批量生产，封装效率将会大幅提高、器件成本将有效降低，利于公司在民品市场上各应用场景的拓展。目前，公司从事民品及 ODM 业务的全资子公司智感科技在 2019H1 已经实现盈利，应用领域包含了消费电子、个人视觉、测温类、检验检疫以及智慧家居等领域。我们预计民品领域将是公司未来主要的业绩增长点。

● 投资建设武汉研发基地及产业园，打造微机电系统产业集群

公司将以自有资金及自筹资金，投资 12.2 亿元建设武汉高德微机电与传感工业技术研究院研发基地及产业园，依托武汉东湖新技术开发区在集成电路与微机电系统领域的产业优势和人才优势，同时发挥公司在科研成果转化、大规模制造、专业管理与市场渠道等优势，共同搭建行业先进技术研发、技术产品化和企业孵化平台，快速形成微机电系统产业集群。有望为公司的快速发展创造新的效益增长点，增强公司的核心竞争力。

投资建议

我们认为，公司深耕红外领域十余年，业务已覆盖红外探测器全产业链。考虑到公司在各军兵种多类型型号产品竞标项目上多次取得优异成绩，军改影响逐渐消退以及公司产品处于军工电子、信息化等自主可控的重点领域，公司未来在军品业务上的收入将有所保障；伴随公司晶圆级封装探测器的大批量生产，成本有望进一步下降，有助于公司产品在民用市场各应用场景的进一步拓展；公司对销售费用及管理费用的管控能力较强，有助于促进公司未来盈利能力的进一步提升；投资建设武汉研发基地及产业园有利于公司拓展新的业绩增长点，增强核心竞争力。

基于以上观点，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入分别为 20.79 亿元、28.02 亿元和 33.25 亿元，归母净利润分别为 2.48 亿元、3.78 亿元和 4.48 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.40 元和 0.48 元，当前股价分别对应 87 倍、55 倍及 46 倍 PE。

● 风险提示：军品订单存在一定波动性；红外民品市场开拓不及预期。

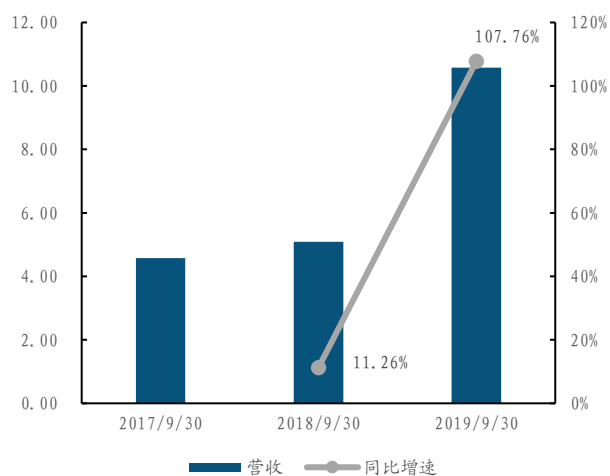
● 盈利预测

单位: 百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1016.46	1083.63	2079.20	2802.42	3324.99
增长率 (%)	25.44	6.61	91.87	34.78	18.65
归属母公司股东净利润	58.44	132.07	247.91	377.62	448.01
增长率 (%)	-17.52	125.98	87.71	52.32	18.64
每股收益 (EPS)	0.09	0.21	0.26	0.40	0.48

数据来源：WIND，中航证券金融研究所

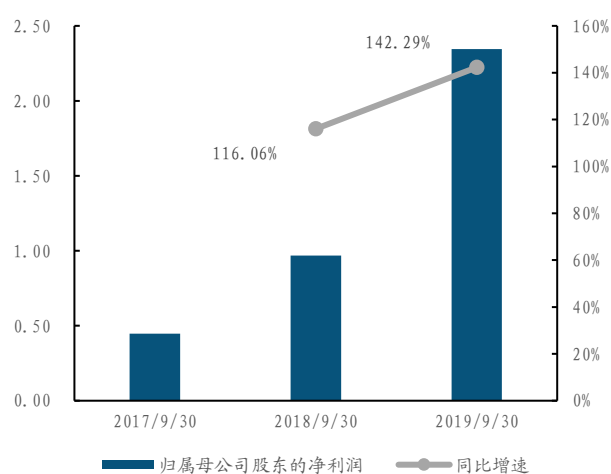
◆ 2017-2019 年公司前三季度主要财务数据

图 1: 公司前三季度营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



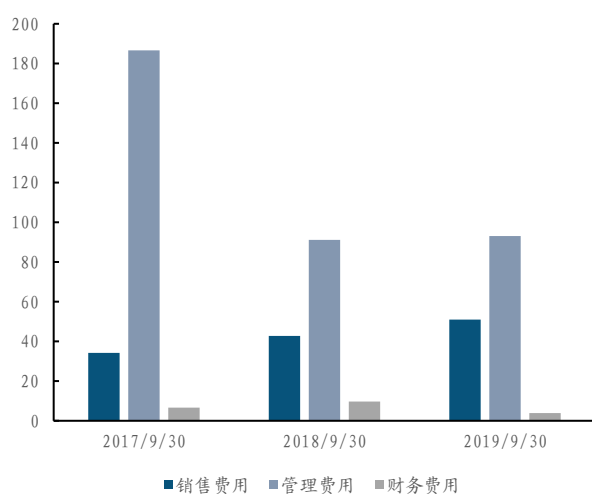
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 2: 公司前三季度归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



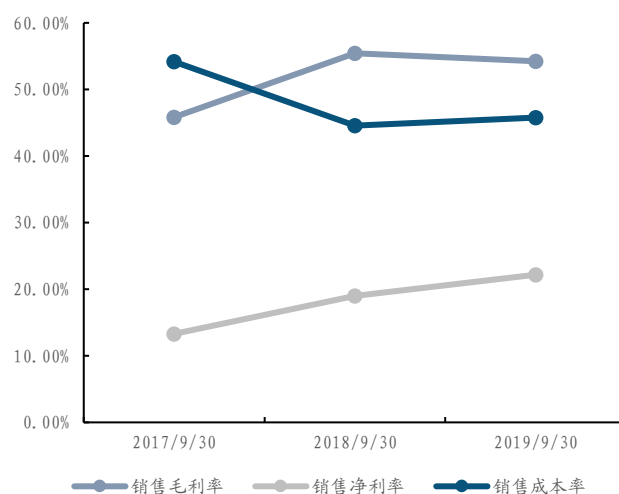
资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司前三季度三费情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 4: 公司前三季度毛利率情况及增速 (单位: %; %)



资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1083.63	2079.20	2802.42	3324.99
减: 营业成本	627.12	1163.40	1573.70	1870.91
营业税金及附加	10.68	21.83	28.30	32.92
销售费用	74.71	96.06	133.68	160.26
管理费用	154.52	502.96	640.07	753.11
财务费用	18.71	2.38	9.45	23.88
资产减值损失	-31.53	30.00	20.00	10.00
加: 投资收益	8.01	3.21	4.21	5.12
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	144.10	265.78	401.44	479.03
加: 其他非经营损益	0.07	-3.43	-2.84	-3.10
利润总额	144.18	262.35	398.60	475.92
减: 所得税	12.10	14.44	20.98	27.92
净利润	132.07	247.91	377.62	448.01
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	132.07	247.91	377.62	448.01
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	894.41	519.80	700.61	831.25
应收和预付款项	955.30	1609.34	2122.88	2487.81
存货	748.37	1003.96	1328.41	1556.65
其他流动资产	83.90	133.03	191.86	222.67
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	23.99	24.75	24.56	24.53
固定资产和在建工程	763.06	682.12	597.65	512.03
无形资产和开发支出	816.45	805.16	793.87	782.58
其他非流动资产	117.61	117.75	117.35	115.69
资产总计	4403.10	4895.92	5877.19	6533.20
短期借款	560.00	93.31	541.04	686.91
应付和预收款项	383.73	697.35	921.00	1059.62
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	89.74	44.45	21.18	12.41
负债合计	1033.46	835.12	1483.22	1758.94
股本	624.26	936.38	936.38	936.38
资本公积	2067.11	2067.11	2067.11	2067.11
留存收益	630.09	854.32	1187.48	1567.77
归属母公司股东权益	3369.63	3857.80	4190.97	4571.26
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	3369.63	3857.80	4190.97	4571.26
负债和股东权益合计	4403.10	4692.92	5674.19	6330.20
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流净额	290.73	-286.33	-174.65	97.62
投资活动现金流净额	-26.65	-12.92	-11.14	-9.84
筹资活动现金流净额	164.63	-278.36	366.59	42.86
现金流量净额	428.73	-577.61	180.81	130.64

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。