

审慎增持 (维持)

高德红外

002414

毛利率提升费率下降，营收净利润大幅增长

2020年08月27日

市场数据

市场数据日期	2020-08-26
收盘价(元)	36.99
总股本(百万股)	1,591.85
流通股本(百万股)	1,247.58
总市值(百万元)	58,882.64
流通市值(百万元)	46,148.11
净资产(百万元)	3,868.82
总资产(百万元)	5,536.36
每股净资产	2.43

相关报告

《高德红外业绩预告点评:军民业务齐头并进,中报业绩超预期增长》2020-07-15

《高德红外新签合同点评:新老型号持续订货,军民共振高速增长》2020-06-23

《高德红外2019年年报及2020一季报点评:军品列装注入长期活力,民品扩容推动显著增长》2020-04-28

分析师:

石康

shikang@xyzq.com.cn

S1220517040001

黄艳

huangyanyjs@xyzq.com.cn

S0190517080007

李博彦

liboyan@xyzq.com.cn

S0190519080005

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1638	3600	4353	5269
同比增长(%)	51.1%	119.8%	20.9%	21.0%
净利润(百万元)	221	909	1094	1332
同比增长(%)	67.3%	312.0%	20.4%	21.7%
毛利率(%)	48.6%	64.5%	55.0%	54.0%
净利润率(%)	13.5%	25.2%	25.1%	25.3%
净资产收益率(%)	6.24%	21.36%	22.84%	24.82%
每股收益(元)	0.14	0.57	0.69	0.84
每股经营现金流(元)	0.21	0.60	0.48	0.52

投资要点

- 公司发布2020年半年度报:实现营业收入11.76亿元,同比增长76.50%;实现归母净利润5.18亿元,同比增长246.70%;扣非后归母净利润5.15亿元,同比增长249.01%。分季度看,2020Q1公司实现营业收入4.51亿元,同比增长154.79%,实现归母净利润1.59亿元,同比增长2561.06%;2020Q2公司实现营业收入7.25亿元,同比增长48.18%,环比增长60.79%;实现归母净利润3.59亿元,同比增长150.40%,环比增长126.12%。
- 分产品看,报告期内,公司红外成像仪营收11.35亿元,同比增长103.41%;传统弹药及信息化弹药营收0.37亿元,同比下降61.86%;其他业务实现收入0.05亿元,同比下降54.55%。
- 2020H1,公司整体毛利率为73.85%,同比增加19.40pct,主要系:1)公司产品结构不同;2)产品规模效益带来制造成本的下降所致;2020Q2毛利率为69.75%,同比增加21.32pct;2020H1净利率为44.05%,同比增加21.63pct;2020Q2净利率为49.54%,同比减少20.22pct。
- 2020H1,子公司高芯科技实现营业收入3.64亿元,同比增长94.61%,实现净利润2.07亿元,同比增长194.00%;子公司智感科技实现营业收入5.33亿元,同比增长354.63%,实现净利润2.80亿元,同比增长1090.78%;子公司汉丹机电实现营业收入0.38亿元,同比减少63.37%,实现净利润-0.29亿元,去年同期净利润0.07亿元。
- 我们调整盈利预测,预计公司2020-2022年归母净利润9.09/10.94/13.32亿元,对应8月26日收盘价PE为65/54/44倍,维持“审慎增持”评级。

风险提示: 新品研发进度不及预期,军品需求落地及业绩释放低于预期。

事件

- 公司发布 2020 年半年度报：实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 76.50%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 246.70%；扣非后归母净利润 5.15 亿元，同比增长 249.01%；基本每股收益 0.33 元/股，同比增长 246.65%；加权平均净资产收益率 13.76%，同比增加 9.41 个百分点。

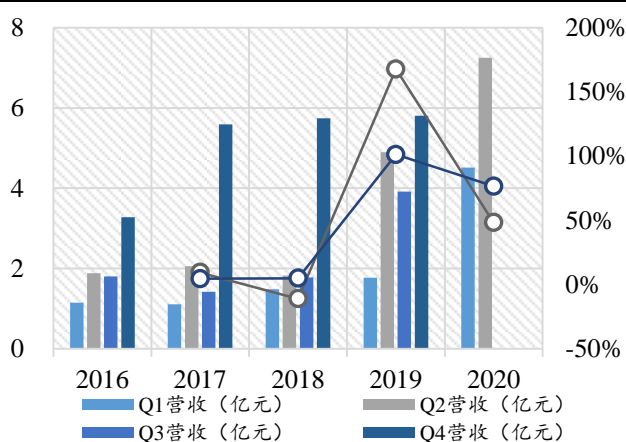
点评

● 受防疫测温需求增长，公司营收、利润大增

报告期内，公司积极参与政府装备类产品各类型型号项目竞标，在保障既有型号任务高质量交付的基础上加快了多个前期中标产品陆续定型、批量交付的进度；以晶圆级封装芯片大批量生产为契机，全力布局红外热成像技术在诸多新兴民用领域的应用部署；疫情防控产品需求增加，公司生产的红外测温产品广泛应用于国内各地机场、火车站、医院、地铁站、学校等人流密集的公共场所以及海外市场；随着政府装备类及民用产品市场对国产化红外芯片需求的增大，公司芯片除了自用之外，外销比重处于快速增加阶段。2020H1，公司实现营业收入 11.76 亿元，同比增长 76.50%，主要系公司红外测温产品需求上升以及政府装备类产品增长所致；实现归母净利润 5.18 亿元，同比增长 246.70%；扣非后归母净利润 5.15 亿元，同比增长 249.01%

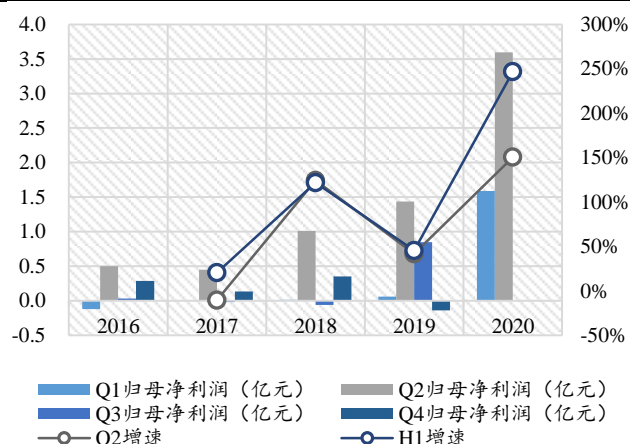
分季度看，2020Q1 公司实现营业收入 4.51 亿元，同比增长 154.79%，实现归母净利润 1.59 亿元，同比增长 2561.06%；2020Q2 公司实现营业收入 7.25 亿元，同比增长 48.18%，环比增长 60.79%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比增长 150.40%，环比增长 126.12%。

图1、2016-2020H1 公司营收及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、2016-2020H1 公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

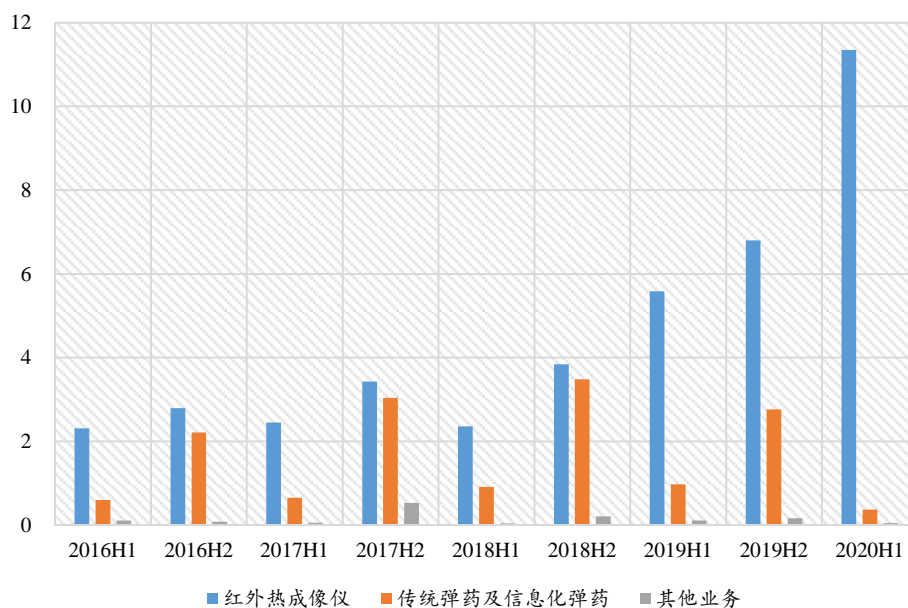
表1、 近年分季度营收和净利润情况

年份	报告类型	毛利率 (%)	营收 (亿元)	单季度营收占比 (%)	归母净利润 (亿元)	单季度归母净利润占比 (%)
2018	Q1	60.63	1.48	13.69	0.02	1.25
	Q2	53.29	1.83	16.87	1.01	76.54
	Q3	53.30	1.78	16.42	-0.06	-4.49
	Q4	30.34	5.75	53.02	0.35	26.70
2019	Q1	70.78	1.77	10.81	0.06	2.71
	Q2	48.43	4.89	29.88	1.43	65.03
	Q3	54.04	3.91	23.89	0.85	38.57
	Q4	38.41	5.80	35.43	-0.14	-6.31
2020	Q1	77.32	4.51	-	1.59	-
	Q2	69.75	7.25	-	3.59	-

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

分产品看，报告期内，公司红外成像仪营收 11.35 亿元，同比增长 103.41%；传统弹药及信息化弹药营收 0.37 亿元，同比下降 61.86%；其他业务实现收入 0.05 亿元，同比下降 54.55%。

图3、2016-2020H1 公司分产品半年度营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 毛利率大增，期间费率下降

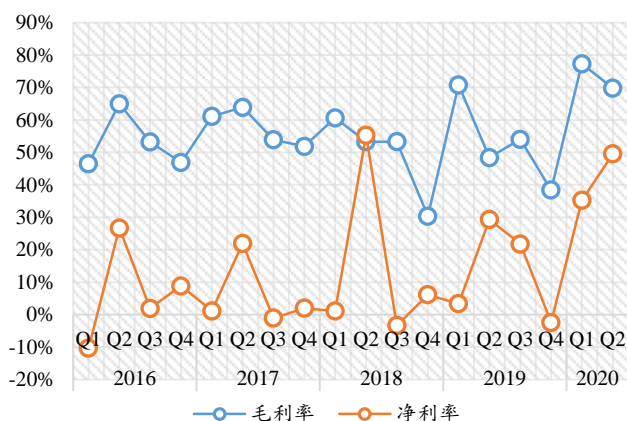
2020H1，公司整体毛利率为 73.85%，同比增加 19.40pct，主要系：1) 公司产品结构不同；2) 产品规模效益带来制造成本的下降所致；2020Q2 毛利率为 69.75%，同比增加 21.32pct；2020H1 净利率为 44.05%，同比增加 21.63pct；2020Q2 净利率为 49.54%，同比减少 20.22pct。

2020H1，公司期间费用 2.05 亿元，同比减少 6.15%，期间费用占营收比重 17.43%，同比减少 15.35pct；其中，销售费用 3154 万元，同比增加 5.32%；管理费用 6437

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

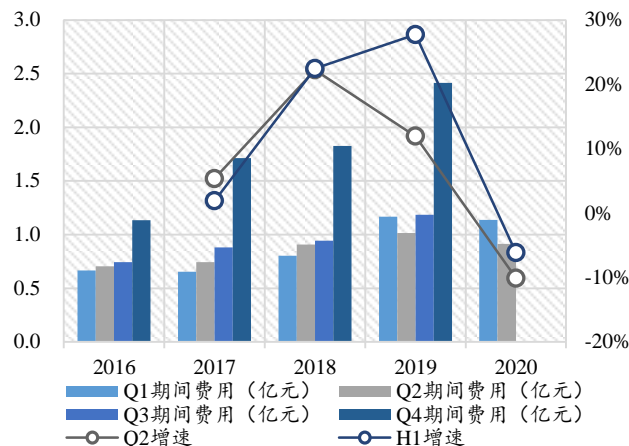
万元，同比增长 8.63%；财务费用-708 万元，去年同期为 657 万元，主要系公司资金较为充裕，专项贷款利率较低，利息收入增长所致；研发投入 1.16 亿元，同比减少 5.29%。

图4、2016-2020H1 分季度毛利率及净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、2016-2020H1 期间费用及占营收比重

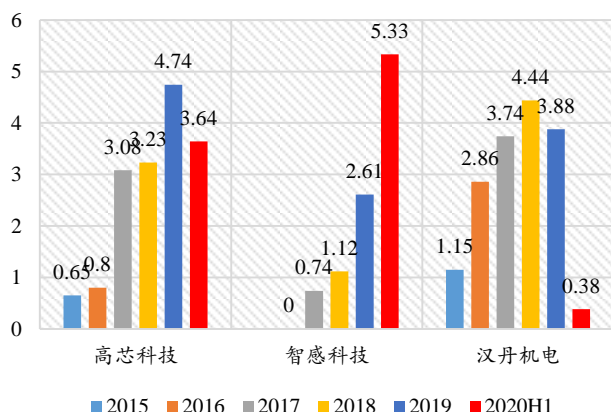


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 子公司智感科技业绩大增，汉丹机电出现亏损

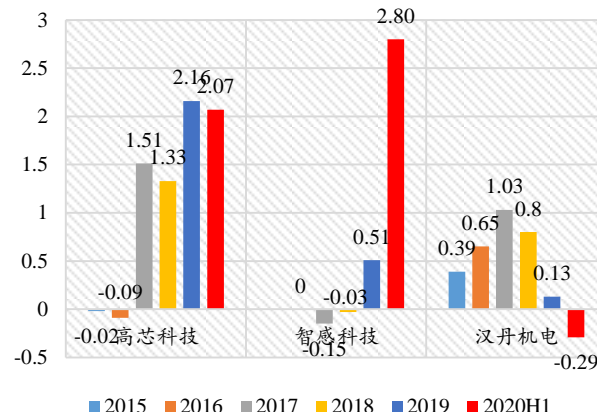
2020H1，子公司高芯科技实现营业收入 3.64 亿元，同比增长 94.61%，实现净利润 2.07 亿元，同比增长 194.00%；子公司智感科技实现营业收入 5.33 亿元，同比增长 354.63%，实现净利润 2.80 亿元，同比增长 1090.78%；子公司汉丹机电实现营业收入 0.38 亿元，同比减少 63.37%，实现净利润-0.29 亿元，去年同期净利润 0.07 亿元。

图6、2015-2020H1 主要子公司营业收入 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、2015-2020H1 主要子公司利润 (亿元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司经营活动、筹资活动现金流大增

2020H1，公司经营活动产生的现金流净额 1.27 亿元，同比增长 93.68%，主要系销售回款增加所致；投资活动现金流量净额-165 万元，去年同期为-127 万元；筹资活动现金流量净额 3.11 亿元，去年同期为-4.39 亿元，主要系新增疫情专项贷款

所致。

- **应收账款、应付账款、存货均增加**

2020H1，公司应收票据及应收账款 11.88 亿元，较年初增长 28.07%。其中，应收票据 1.19 亿元，较年初减少 26.17%；应收账款 10.70 亿元，较年初同比增长 39.45%，主要系销售规模增长所致，应收账款周转率 1.28，去年同期为 0.87。

2020H1，公司应付账款及应付票据 5.42 亿元，较年初增长 64.05%，其中，应付票据 3342 万元，较年初减少 25.30%；应付账款 5.09 亿元，较年初增长 78.03%。

报告期内，公司存货 11.39 亿元，同比增长 32.53%，主要系销售规模增长备货所致，存货周转率为 0.34，去年同期为 0.38。

- **盈利预测与投资建议**

我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润 9.09/10.94/13.32 亿元，对应 8 月 26 日收盘价 PE 为 65/54/44 倍，维持“审慎增持”评级。

- **风险提示**

新品研发进度不及预期，军品需求落地及业绩释放低于预期。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2533	3598	4502	5373
货币资金	598	1517	1655	1734
交易性金融资产	90	60	70	67
应收账款	767	904	1277	1766
其他应收款	25	54	66	79
存货	731	452	689	854
非流动资产	1799	1698	1631	1555
可供出售金融资产	0	7	4	5
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产	721	706	665	611
在建工程	93	47	23	12
油气资产	0	0	0	0
无形资产	368	369	363	356
资产总计	4332	5296	6133	6928
流动负债	636	1012	1248	1474
短期借款	150	287	241	256
应付票据	45	60	96	117
应付账款	286	434	665	823
其他	155	232	246	278
非流动负债	163	29	93	87
长期借款	0	0	0	0
其他	163	29	93	87
负债合计	799	1041	1341	1561
股本	936	1592	1592	1592
资本公积	1755	1100	1100	1100
未分配利润	762	1483	2003	2558
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	3533	4255	4792	5367
负债及权益合计	4332	5296	6133	6928

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	221	909	1094	1332
折旧和摊销	106	92	97	98
资产减值准备	42	-18	106	117
无形资产摊销	35	31	32	32
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-5	-12	-15
投资损失	-4	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-16	86	-576	-697
经营活动产生现金流量	330	954	769	826
投资活动产生现金流量	-189	10	-40	-21
融资活动产生现金流量	-439	-46	-591	-727
现金净变动	-296	918	138	79
现金的期初余额	892	598	1517	1655
现金的期末余额	597	1517	1655	1734

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1638	3600	4353	5269
营业成本	841	1278	1959	2424
营业税金及附加	13	12	12	12
销售费用	85	210	239	308
管理费用	223	540	609	738
财务费用	13	-5	-12	-15
资产减值损失	-42	120	30	30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	4	0	0	0
营业利润	210	1015	1195	1453
营业外收入	1	2	0	1
营业外支出	3	7	6	6
利润总额	207	1010	1190	1448
所得税	-13	101	95	116
净利润	221	909	1094	1332
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	221	909	1094	1332
EPS(元)	0.14	0.57	0.69	0.84

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	51.1%	119.8%	20.9%	21.0%
营业利润增长率	45.9%	383.9%	17.8%	21.6%
净利润增长率	67.3%	312.0%	20.4%	21.7%
盈利能力(%)				
毛利率	48.6%	64.5%	55.0%	54.0%
净利率	13.5%	25.2%	25.1%	25.3%
ROE	6.2%	21.4%	22.8%	24.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	18.4%	19.7%	21.9%	22.5%
流动比率	3.98	3.56	3.61	3.65
速动比率	2.66	3.05	2.98	2.99
营运能力(次)				
资产周转率	37.5%	74.8%	76.2%	80.7%
应收帐款周转率	182.0%	361.2%	334.4%	290.2%
每股资料(元)				
每股收益	0.14	0.57	0.69	0.84
每股经营现金	0.21	0.60	0.48	0.52
每股净资产	2.22	2.67	3.01	3.37
估值比率(倍)				
PE	266.9	64.8	53.8	44.2
PB	16.7	13.8	12.3	11.0

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn