

大立科技（002214）2019 年报点评： 军品订单批量交付，归母净利润实现翻番

行业分类：国防军工

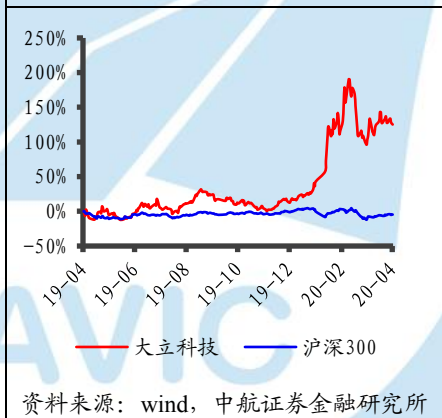
2020 年 4 月 24 日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.4.23)	20.53
目标价格	23.60

基础数据 (2020.4.23)

上证指数	2838.50
总股本(亿股)	4.59
流通 A 股(亿股)	3.57
资产负债率	26.47%
ROE	11.81%
PE (TTM)	69.35
PB (LF)	8.19

近一年公司与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司 4 月 23 日公告，2019 年营收 5.30 亿元（+25.25%），归母净利润 1.36 亿元（+147.41%），毛利率 62.13%（+11.95pcts），净利率 25.74%（+12.59pcts）。

➤ **投资要点：**

● **受益于军品订单批量交付，公司归母净利润实现翻番**

报告期内，受到公司军品订单持续恢复，公司新完成科研定型的相关军品型号实现批量交付，以及公司前期已定型相关军品型号批产任务恢复，实现批量交付的双重影响，公司营业收入（5.30 亿元，+25.25%）实现快速增长，归母净利润（1.36 亿元，+147.41%）同比增速创公司上市以来新高。

公司主要产品分为红外热成像产品和巡检机器人。其中，公司红外热成像仪产品收入（4.88 亿元，+23.89%）占超过营业收入的 90%以上，是公司收入的主要来源。2019 年，公司红外热成像仪销量（16671 台，-1.29%）出现下滑，但毛利率（61.61%，+12.82pcts）出现较大幅度增长，我们认为主要原因是由于公司进入批产阶段、毛利率较高的军用红外热成像仪收入占比提高所致。公司主要应用于电力行业的巡检机器人产品收入（0.29 亿元，+28.10%）、销量（100 台，+66.67%）及毛利率（73.91%，+6.72pcts）均出现快速增长，表明公司巡检机器人在电力行业的市场拓展取得了成效，同时报告期内公司继续成功新中标电网机器人招标采购，我们预计该产品收入将保持稳定增长。

费用方面，公司在营业收入快速增长背景下，管理费用率（26.65%，-0.24pcts）、销售费用率（9.11%，-0.88pcts）均实现稳中有降，表明公司盈利能力得到进一步加强，同时公司进一步加大研发投入，研发费用占营收比例（16.62%，+1.76pcts）有所上升。现金流方面，公司经营活动产生的现金流量净额（0.97 亿元，+63.35%）大幅上升，主要系本报告期公司销售商品收回的现金较上年同期增加所致。其它财务数据方面，报告期内公司应收账款同比增长 13.22%，低于营收增速，表明公司回款情况有所好转。而受到销售收入增长，存货周转加快影响，公司存货报告期末为 3.90 亿元，较去年减少 0.11 亿元。

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

● **公司核高基重大专项项目进入定型阶段，募投项目相关厂房即将完成建设并逐步投产**

公司作为国内少数拥有完全自主知识产权，能够独立研发、生产热成像技术相关核心器件、机芯组件到整机系统全产业链的高新技术企业，主要业务涵盖非制冷红外焦平面探测器、红外热像仪及其他光电系统和巡检机器人等三个领域。

非制冷红外焦平面探测器及红外热像仪业务方面，报告期内，公司“十三五”“核高基”（军口）重大专项项目进展顺利，已进入定型阶段；公司于2019年8月发布了业内首款 $12\mu\text{m}$ 像元、 3072×2048 规格600万像素非制冷红外焦平面探测器（非晶硅技术路线），是目前国内最大面阵的非制冷红外焦平面探测器，可应用于航空航天、空间遥感、态势感知等高端应用场景；另外，公司前期已获批承担的某两型装备换装自产红外探测器任务，在2019年已开始陆续交付，同时公司披露2019年7月，公司独家中标中国航天科工集团某院某厂某型红外夜瞄项目，该项目目前进展顺利，已进入正样研制阶段。而公司的晶圆级封装探测器研发取得重要进展，现正向产业化方向继续努力，不断提高产品合格率，降低实际使用成本，为热像仪进入消费级应用提供可能。

巡检机器人等红外技术新应用领域方面，公司在国家推进“新基建”建设背景下，已开发了多款针对不同应用场景的机器人产品，并于2019年继续成功新中标电网机器人招标采购，同时，公司积极利用在电力行业积累的相关经验，成功开拓了轨道交通等新兴市场。另外，公司也在积极推广消费电子及自动驾驶等红外技术新应用领域。

此外，公司披露公司募集资金投建的非制冷红外焦平面阵列探测器建设项目以及红外热像仪建设项目相关厂房建设进展顺利，预计将于2020年陆续投入使用，部分重点产品生产车间提前投入使用，以保证为订单交付提供更好的硬件基础。

综上，我们认为，伴随十三五收官之年，公司军品订单有望集中落地，特别是进入定型阶段的军品项目，一旦完成定型进入批产阶段后，将促使公司毛利率较高的军品收入提升，从而进一步加强公司未来整体的盈利能力，而公司红外热像仪产品厂房建设的完成，也可保障公司消化订单的能力，为公司未来收入的持续增长奠定重要基础。

● **新冠肺炎疫情导致全球民用红外成像仪市场需求激增，公司2020全年净利润有望延续显著增长**

2020年，新型冠状病毒疫情导致了全球红外测温计等红外设备市场需求的增长，而公司在2020年一季度业绩预告中披露，在本次疫情期间，公司作为工信部疫情防控重点物资生产企业，自1月20日以来持续满负荷生产，总计已有超万台套红外热像体温仪部署到全国31个省市自治区和港澳台地区。2月中旬以来，防疫类产品海外订单也持续快速增长，产品现已出口到亚洲、欧洲、非洲、美洲和大洋洲等国家和地区。公司现正开足产能，在优先保障国内防疫需求的同时积极支持各国抗疫，公司预计2020Q1可实现归母净利润1.00-1.35亿元，较去年同期增长753.38%-1052.06%。

我们认为，在当前全球疫情情况并未出现显著拐点背景下，全球对红外测温计等红外设备市场需求仍将处于高位，本次新冠肺炎疫情也将导致公司上半年，乃至全年的红外热像仪产品中民用红外热像仪的收入占比出现显著提升，进而促使公司2020年收入及净利润出现显著增长。同时，公司民品业务收入占比的增长也将促使公司整体毛利率出现一定下降。

► **投资建议**

我们认为，受到军改影响逐渐消退及公司部分产品进入批产阶段影响，公司2019年军品订单大幅增加，净利润出现显著增长，而在十三五收官之际，公司核高基重大专项进入定型阶段，公司未来更多的军品订单也有望实现集中落地，进而促使军品收入进一步增长；全球新冠肺炎疫情对公司民用红外测温设备产生了较大影响，公司今年红外成像仪产品收入或将出现显著增长；公司实施红外探测器及红外热像仪建设项目厂房的建设，将有助于公司提高产能及消化订单的能力，并可通过规模效应进一步降低公司红外成像仪相关产品的成本，建议重点关注相关进展；公司拓展红外技术新应用领域有望创造出更多新的收入增长点；公司2019年底公司披露拟通过回购部分股份用于对核心骨干员工实施股权激励，有助于激发公司创新活力，提高公司的技术竞争力。

基于以上观点，我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 13.13 亿元、9.40 亿元和 11.74 亿元，归母净利润分别为 2.70 亿元、2.09 亿元和 2.74 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.46 元、0.60 元，当前股价分别对应 35 倍、45 倍及 34 倍 PE。参考同行业上市公司，给予 2020 年公司 40 倍 PE 估值，对应目标价格 23.60 元。

➤ 风险提示：军品采购存在周期性波动风险；红外成像市场竞争加剧；全球疫情发展具有不确定性；红外成像新应用市场开拓不及预期。

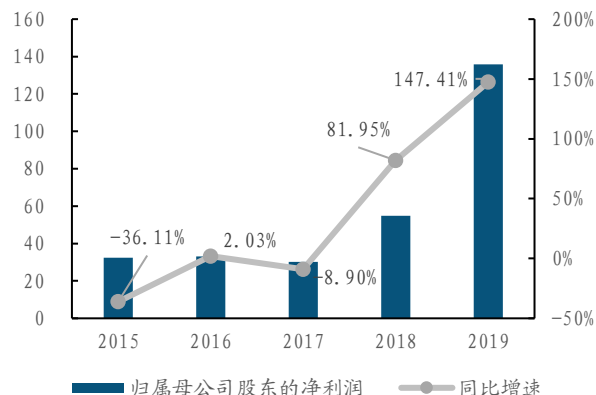
➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	423.52	530.45	1313.44	939.71	1174.23
增长率 (%)	40.46	25.25	147.61	-28.45	24.96
归属母公司股东净利润	54.88	135.77	269.71	209.02	274.23
增长率 (%)	81.95	147.41	98.65	-22.50	31.20
每股收益 (EPS)	0.12	0.30	0.59	0.46	0.60

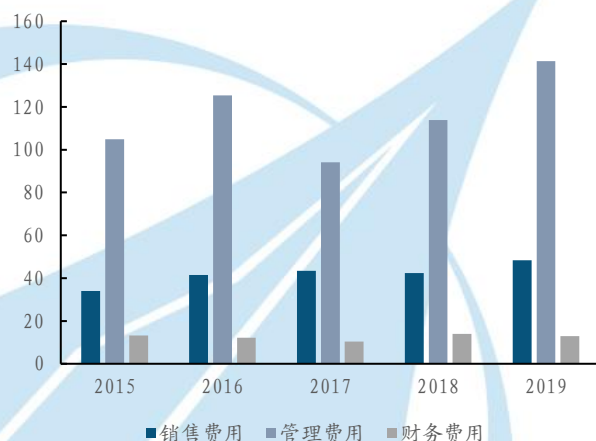
数据来源：WIND，中航证券金融研究所

◆ 2015-2019 年公司年报主要财务数据
图 1: 公司年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

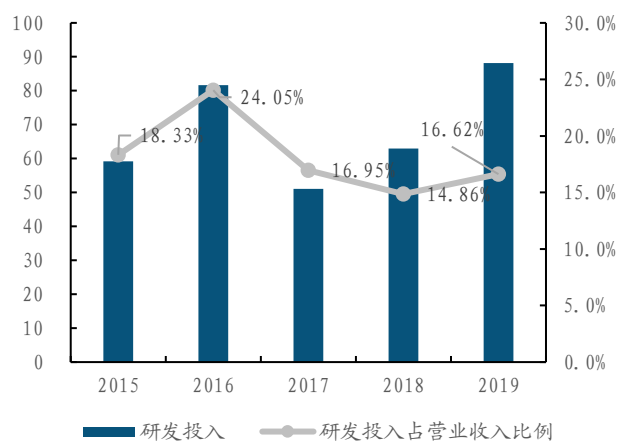
图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 3: 公司年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

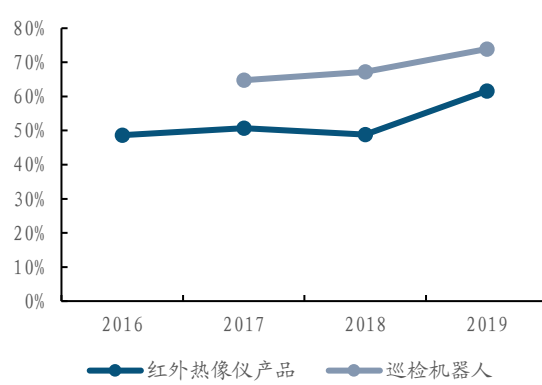
注: 表中管理费用中包含研发费用

图 4: 公司年报研发投入及其占营收比例情况 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 5: 公司近年各主营业务收入情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券金融研究所

图 6: 公司近年主要业务毛利率情况 (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)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	530.45	1313.44	939.71	1174.23
减: 营业成本	200.86	596.99	397.44	485.84
营业税金及附加	3.69	12.35	6.39	10.80
销售费用	48.34	119.39	82.04	99.34
管理费用	141.34	257.43	191.80	251.40
财务费用	12.94	19.06	11.35	4.80
资产减值损失	-8.72	10.00	20.00	20.00
加: 投资收益	0.41	0.81	1.21	2.14
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	150.79	299.03	231.92	304.19
加: 其他非经营损益	-0.15	0.15	0.05	0.09
利润总额	150.64	299.19	231.97	304.27
减: 所得税	14.13	27.67	21.37	28.15
净利润	136.51	271.52	210.60	276.13
减: 少数股东损益	0.74	1.81	1.58	1.90
归属母公司股东净利润	135.77	269.71	209.02	274.23
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	130.73	328.36	254.42	293.56
应收和预付款项	665.70	1162.20	930.14	1303.58
存货	390.44	497.38	372.55	442.68
其他流动资产	1.88	31.44	15.00	21.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	3.65	3.71	3.71	3.70
固定资产和在建工程	340.12	333.29	314.34	294.25
无形资产和开发支出	16.66	16.30	15.94	15.58
其他非流动资产	18.53	23.02	26.97	29.66
资产总计	1567.71	2395.71	1933.07	2404.87
短期借款	243.90	541.93	0.00	132.94
应付和预收款项	130.35	373.55	253.07	308.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	40.69	55.94	45.11	52.57
负债合计	414.94	971.41	298.18	493.85
股本	458.67	458.67	458.67	458.67
资本公积	198.25	198.25	198.25	198.25
留存收益	493.12	762.84	971.86	1246.08
归属母公司股东权益	1150.04	1419.76	1628.77	1903.00
少数股东权益	2.73	4.54	6.12	8.02
股东权益合计	1152.77	1424.29	1634.89	1911.02
负债和股东权益合计	1567.71	2395.71	1933.07	2404.87
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流净额	96.59	-66.25	494.90	-75.76
投资活动现金流净额	-43.38	-14.63	-14.32	-12.84
筹资活动现金流净额	-39.44	278.52	-554.52	127.73
现金流量净额	13.91	197.63	-73.94	39.13

数据来源: WIND, 中航证券金融研究所

注: 表中管理费用中均包含研发费用

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

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。

王菁菁, SAC 执业证书号: S0640518090001, 英国萨里大学理学硕士, 从事机械军工行业研究。

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、未来也将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。