

大立科技（002214）2021 年中报点评： 非防疫类产品收入大幅提升，全年业绩有望实现 正增长

行业分类：国防军工

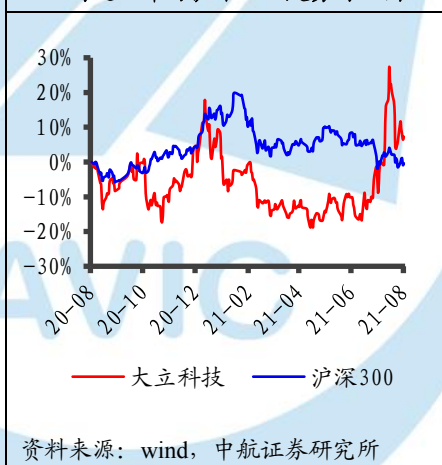
2021 年 8 月 30 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.8.28)	23.65
目标价格	32.96

基础数据（2021.8.28）

上证指数	3522.16
总股本（亿股）	5.99
流通 A 股（亿股）	4.28
资产负债率（2021H1）	12.50%
ROE（2021H1 摊薄）	9.96%
PE（TTM）	37.6
PB（LF）	5.77

公司近一年与沪深 300 走势对比图



➤ **事件：**公司 8 月 28 日公告，2021 年 H1 营收 6.40 亿元（-3.88%），归母净利润 2.60 亿元（-11.00%），扣非归母净利润 2.08 亿元（-27.14%），毛利率 57.21%（-3.15pcts），净利率 39.98%（-3.78pcts）。

投资要点：

● 非防疫类产品收入大幅增长，全年业绩有望实现正增长

报告期内，公司营业收入（6.40 亿元，-3.88%）略有下降，主要系由于疫情缓解，公司防疫类产品收入较上年同期大幅减少，但非防疫类产品业务收入实现大幅增长，使公司主营业务收入较上年同期保持基本稳定，特别是型号装备产品实现快速放量增长。公司毛利率（57.21%，-3.15pcts）有所下降，但仍维持在较高水平。归母净利润（2.60 亿元，-11.00%）与扣非归母净利润（2.08 亿元，-27.14%）均出现一定下降，我们认为主要原因包括公司收入与毛利率均出现下降，同时公司三费费率（11.21%，+1.89pcts）有所增长，公司计入当期损益的政府补助（0.57 亿元，+553.18%）显著增长等因素。

目前，公司的主要业务涵盖红外及光电类产品和巡检机器人类产品两大领域。而按照用途也可分为防疫类产品与非防疫类产品。

① 防疫类产品方面，报告期内，公司防疫类产品业务收入较 2020H1 大幅减少，这一点从公司境外收入（0.35 亿元，-86.92%）及毛利率（38.15%，-15.31pcts）大幅减少也能得到侧面验证。

② 非防疫类产品方面，公司收入（6.31 亿元，+300.49%）实现大幅增长，占公司总收入比例高达 98.49%（+74.86pcts），其中型号装备产品实现快速放量增长。

根据公司预计，公司全年业务结构将较 2020 年发生显著变化，非防疫类产品业务收入占比将显著提升，其中型号装备产品预计持续保持快速放量增长；由于疫情缓解，民品电力、个人消费等行业有望快速恢复增长，特别是在“新基建”领域，对红外测温及巡检机器人需求预计明显放量。

整体来看，我们认为，参考疫情前 2019 年公司各季度业绩分布，公司 2021H2 业绩整体有望较 2021H1 出现环比增长，毛利率有望出现提升，因此，短期来看，公司下半年业绩有望实现环比快速增长，2021 年全年业绩有望实现正增长，毛利率也有望得到一定恢复。

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号楼中航产融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

● 公司研发投入加大，通过募投项目推进积极扩产

费用方面，报告期内，在公司收入略有下降背景下，公司三费费率有所提升（11.21%，+1.89pts）。其中，销售费用率（5.56%，+1.71pts）提升明显，主要系随着市场拓展而销售费用相应增长；财务费用率（-0.51%，-0.86pts）下降明显，主要系报告期内公司银行借款大幅减少所致。另外，公司研发投入（0.73 亿元，+23.63%）快速增长，占营收比例（11.39%，+2.53pts）提升明显，我们认为主要原因包括公司拓展了包括光电吊舱、氧化钒技术路线非制冷红外探测器等领域，技术研发及新品开发项目有所增加，同时公司为适应非防疫类产品业务的扩张趋势，加大了研发投入等等。

现金流方面，报告期内，公司现金及现金等价物净增加额（3.05 亿元，+403.33%）大幅提升。其中，经营活动产生的现金流量净额（-0.38 亿元，-110.75%），主要系公司销售商品收回的现金较上年同期减少所致；投资活动产生的现金流量净额（-4.40 亿元，较上年同期减少 3.86 亿元）大幅减少，主要系本期对暂时闲置的募集资金进行现管理所致；筹资活动产生的现金流量净额（7.83 亿元，较上年同期增加 10.21 亿元），主要系公司非公开发行股票收到募集资金。

其他财务数据方面，报告期末，公司应收账款达 10.02 亿元（+95.72%），主要与公司所处行业特点及红外热像仪产品业务规模扩大相关，因公司主要客户均为电力公司、军工科研院所等央企单位，我们认为公司应收账款形成坏账的可能性较小；公司存货（4.03 亿元，+5.92%）保持在较高水平，应付账款（2.27 亿元，+87.85%）大幅增长，其中货款（2.22 亿元，+91.65%）占比及增幅最大，我们认为这表明公司在手订单充足，正在积极采购，备货扩产，未来有望兑现至公司业绩。

另外，公司已经完成了新一轮的非公开发行股票募资（每股发行价格 23.51 元），募集到资金净额 9.59 亿元，按照预案中的计划，公司拟将 0.94 亿元用于全自动红外测温仪扩产项目（两年内完成安装并投产）、2.27 亿元用于红外温度成像传感器产业化建设项目（建设期三年）、2.58 亿元用于光电吊舱开发及产业化项目（两年内实现投产）等。根据公司测算，全自动红外测温仪扩产项目、红外温度成像传感器产业化建设项目以及光电吊舱开发及产业化项目在达产后合计可为公司带来 12.47 亿元新增收入，是公司 2020 年收入的 114.42%。我们判断，以上项目的实施将有效使公司突破产能瓶颈，规模效应也有望促使公司的盈利能力得到提升，建议重点关注公司未来在红外产品市场的拓展情况以及募投项目的实施进展。

● 光电吊舱有望成为公司未来红外产品收入的重要增长点，技改项目推进有望进一步提升公司盈利能力

公司在 2020 年收购了航宇智通 51% 的股权，航宇智通是一家主要从事红外热像仪为主的光电探测与制导设备、以光学图像处理为核心的板卡/模块系列、低成本一体化嵌入式计算机系列和任务系列和任务规划系统系列等产品研发、生产与销售的企业，拥有完整军工业务资质。目前航宇智通仍以研发业务为主，配有小批量订单的生产和销售（2019 年收入 792.63 万元，净利润 -0.11 亿元），根据公司中报披露，目前公司机载光电吊舱项目进展顺利，如期开展相关研制，通过定增项目中的“光电吊舱开发及产业化项目”能够为光电吊舱项目的实施提供产业化支持。

根据公司在非公开发行 A 股预案中披露，公司在 2020 年募集资金的 9.70 亿元中，将有 1.45 亿元以及 2.58 亿元分别用于研发及实验中心建设项目、光电吊舱开发及产业化项目。其中，由公司与航宇智通同时负责实施的研发及实验中心建设项目（报告期内已启动）将主要用于加快对新一代机载光电吊舱系列化产品技术升级的效率，可以使公司在机载装备领域由目前的核心部件供应商升级为分系统供应商；光电吊舱开发及产业化项目则计划 2 年内实现投产，达产后可为公司新增销售收入 5.00 亿元。

综合以上信息，我们判断，公司计划在红外军品产业链（特别是机载光电吊舱产业中），由传统的上游核心元器件领域向中游的分系统领域进一步拓展，中长期看，将有望为公司在“十四五”中期的红外及光电产品的业务收入实现高速增长奠定坚实的基础，而军品收入比例的增长，也有望使公司该业务的盈利规模也得到进一步提升。

另外，2021 年 6 月，公司承担的某电子信息产业技术改造类项目获得政府补助资金 0.50 亿元。该项

目技术来源于公司前期承担的国家重大专项科研成果，通过新增半导体工艺类设备和测试封装类设备进行工艺升级和产能提升，计划提升公司非制冷红外探测器芯片工艺水平和产能规模。该项目也标志着国家行业主管部门对公司非制冷红外探测器芯片技术先进性和现有产业化基础的认可。项目现正按计划开展工作。

我们认为，技改项目的实施将有助于公司提升红外探测器的产品质量与工艺水平，规模效应和质量提升有望使公司红外产品业务的盈利空间得到进一步提升。

● 公司在非晶硅路线的非制冷红外探测器技术积淀深厚，“十四五”红外产品业绩有望快速增长

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，主要业务涵盖红外及光电类产品（红外热成像芯片、红外热像仪及光电系统产品）和巡检机器人两大领域。

① 红外及光电类产品领域

公司红外及光电类产品领域可以细分为红外热成像芯片，红外热像仪及光电系统产品两大类。

红外热成像芯片方面，公司具有非制冷红外焦平面探测器自主研发及产业化的能力，拥有国内唯一的非制冷红外焦平面探测器（非晶硅）产业化基地。目前主要量产像元间距 25um/17um/15um/12um 等型谱系列产品，封装类别涵盖金属封装、陶瓷封装和晶圆封装。在“十二五”、“十三五”两期核高基专项的支持下，研发和产业化能力大幅提升，前期发布的业内首款 3072×2048 分辨率 600 万像素级红外探测器，巩固了国内非制冷红外焦平面探测器领域领导者的地位。2020 年 12 月，公司中标电子元器件领域工程研制项目，为非制冷红外科研领域高分辨率技术方向，该专项接续了“核高基”专项非制冷红外科研领域的技术方向。

同时，截至报告期末，公司“十三五”核高基重大专项已完成验收；报告期内，公司晶圆级封装探测器研发取得重要进展，产品合格率持续提升，封装成本不断降低。公司持续推进晶圆级封装产品产业化，推出了千元级红外热像解决方案，实现市场拓展，努力推进红外产品进入家庭应用。

红外热像仪及光电系统产品方面，公司是红外热成像领域具有国际竞争力的本土企业之一，产品广泛应用于防疫、国防、电力、石化、安防、个人消费等行业。

在民品领域，公司利用在红外测温领域的技术优势，不断巩固电力、石化等行业的优势，还积极开拓在健康养老、个人消费、自动驾驶、环境监测等领域的应用，努力实现低成本应用；在装备领域，公司不断拓展应用场景，紧贴用户需求，不断优化产品结构，实现在精确制导、火控瞄准、夜视侦察和光电对抗等多领域提供产品，近年还成功拓展了光电惯导领域。通过对北京航宇智通技术有限公司的并购，公司进入航空光电系统产品领域。

值得注意的是，公司装备类产品结构已实现多元化，在前期单一销售机芯组件的基础上，已实现以精确制导、火控瞄准等高附加值产品销售为主，根据客户需求定制化开发，业务稳定性较常规通用装备大幅提升。公司还已成功推进对原定型装备的核心器件国产化替代相关任务。

因此，我们认为，民品方面，在后疫情时代，我国未来对红外测温设备的需求虽然短时间会较 2020 年有所下降，但在新冠疫情防控常态化背景下，国内市场对红外测温设备的需求仍有望维持在一定水平。而目前伴随红外探测器晶圆级封装技术的应用，红外成像的成本有望持续下降，未来公司的红外产品在工业和电力监测以外的民用领域（健康、消费及自动驾驶等）或拓展迅速；军品方面，在“十四五”期间，伴随我国军工信息化的逐步推进，各类信息化装备需求有望持续增长，红外成像设备作为大多数陆装、航空、航天等防务装备中，技术附加值较高的制导探测分系统的核心器件，在“十四五”期间的需求有望得到持续释放，而原定型装备的核心器件国产化替代推进也将为公司所处领域提供额外需求增速。

同时，我们判断，公司依托在非晶硅技术路线的非制冷红外探测器领域具有的深厚技术积淀，红外及

光电类产品的收入有望在“十四五”期间整体维持快速增长，特别是伴随公司技改项目、全自动红外测温仪扩建项目、年产 30 万只红外温度成像传感器产业化建设项目以及光电吊舱开发及产业化项目的实施，公司有望在“十四五”中期突破产能瓶颈，规模效应将继续提升公司红外及光电类产品的盈利空间，使公司红外及光电类产品利润增长进入快车道。

② 巡检机器人产品

巡检机器人产品方面，公司整合在红外测温、光电惯导、图像识别及人工智能等领域的技术储备和研发投入，成功研发多型巡检机器人，前期已多次中标国家电网机器人招标采购。公司还围绕“新基建”需求，深挖巡检机器人在特高压、轨道交通和大数据中心等新兴建设领域的市场潜力，在电力行业的基础上，现已成功开拓巡检机器人在轨道交通和 IDC 数据机房等领域的应用，拓宽产品赛道。

我们认为，在巡检机器人领域，公司布局较早，目前已具有市场先发优势，在我国新基建战略的不断推进以及电力行业持续朝向智能化及免维护化方向的发展背景下，市场对公司巡检机器人产品的需求有望快速增长，同时，由于巡检机器人中的技术多为公司在红外、光电惯导等领域技术储备的整合，未来公司该业务的毛利率也有望继续维持在较高水平。

● 公司积极布局氧化钒技术路线非制冷红外探测器，拓展更多红外产品应用领域

公司在发布中报的同时公告，公司近日成功批产氧化钒技术路线 17 μ m 像元/12 μ m 像元型谱平台非制冷红外焦平面探测器（企业自检结果）。公司披露，公司在多年研制非晶硅技术路线非制冷红外探测器技术的基础上，自主研制成功多款氧化钒技术路线非制冷红外焦平面探测器（企业自检结果），并行发展非晶硅和氧化钒技术路线巩固了公司在非制冷红外探测器领域的领先地位，双技术路线优势互补将更好服务于红外整机及光电系统业务发展，有利于增强公司核心竞争力，将对公司的长期发展战略产生一定影响。

我们认为，尽管公司氧化钒技术路线产品相关验证和装机试用皆在公司内部进行，属于企业自检结果，尚未聘请第三方鉴定机构鉴定或公证，且尚未实现大批量对外销售。但目前可以看出，公司正在积极向氧化钒技术路线的非制冷红外探测器拓展，未来有望实现非晶硅和氧化钒双技术路线，有助于未来公司红外产品应用领域的拓展。

➤ 投资建议

我们认为，公司是国内少数拥有完全自主知识产权，能够独立研发、生产红外热成像相关核心芯片、机芯组件到整机系统全产业链完整的高新技术企业。具体特点如下：

① 2021H1，公司非防疫类产品业务收入占比显著提升，参考疫情前 2019 年公司各季度业绩分布，公司 2021H2 业绩整体有望较 2021H1 出现环比增长，毛利率有望出现提升，公司 2021 年全年业绩有望实现正增长，毛利率也有望得到一定恢复。

② 公司在承担国家核高基项目下，在非晶硅技术路线的非制冷红外探测器领域具有深厚的技术积淀，为公司红外及光电类产品、巡检机器人产品两大业务领域奠定了较强的技术竞争力；

③ “十四五”期间，公司红外及光电产品，无论在军品及民品领域的需求均有望维持快速成长，公司该业务的收入也有望在“十四五”期间整体维持快速增长，特别是在“十四五”中期，公司通过募投项目及技改项目的实施，突破产能瓶颈后，规模效应有望带来边际成本的改善，公司红外及光电类产品的盈利空间有望维持在高位，使公司红外及光电类产品利润增长进入快车道；

④ 公司收购航宇智通，在机载光电设备领域的收入有望在“十四五”期间迎来快速增长，同时公司军品有望向产业链中游的分系统领域拓展，有助于公司军品收入的进一步增长，提升红外及光电产品业务整体的盈利规模；

⑤ 公司正在积极向氧化钒技术路线的非制冷红外探测器拓展，未来有望实现非晶硅和氧化钒双技术路线，有助于未来公司红外产品应用领域的拓展。

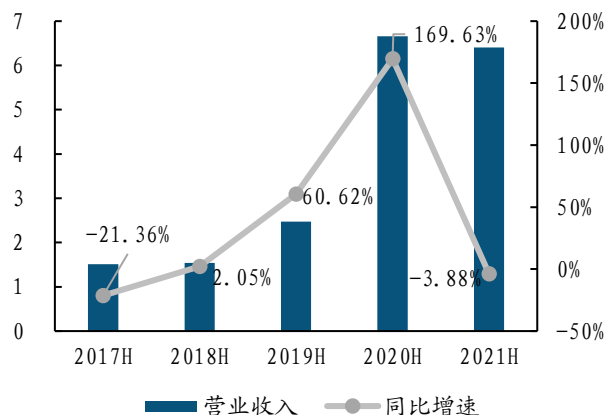
基于以上观点，我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 11.37 亿元、13.44 亿元和 16.32 亿元，归母净利润分别为 4.59 亿元、5.19 亿元及 6.13 亿元，EPS 分别为 0.83 元、0.87 元、1.02 元，我们给予“买入”评级，目标价格 32.96 元，分别对应 40 倍、38 倍及 32 倍 PE。

➤ 风险提示：公司传统红外成像市场竞争加剧、公司红外成像新应用市场开拓不及预期、公司技改项目及募投项目进展不及预期、应收账款回收不及预期。

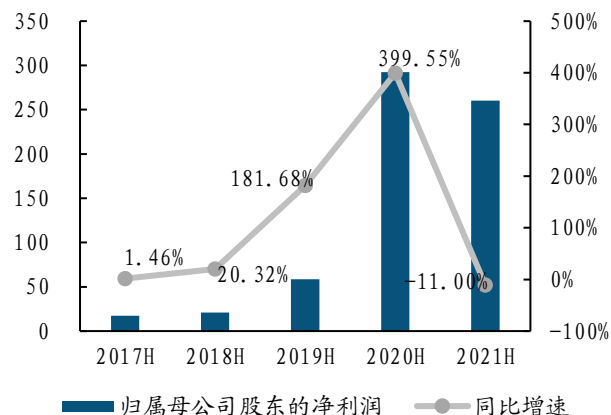
➤ 盈利预测：

单位: 百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	530.45	1090.19	1136.50	1344.40	1632.48
增长率 (%)	25.25	105.52	4.25	18.29	21.43
归属母公司股东净利润	135.77	390.44	458.91	519.14	613.25
增长率 (%)	147.41	187.56	17.54	13.13	18.13
每股收益 (EPS) (元)	0.30	0.86	0.83	0.87	1.02

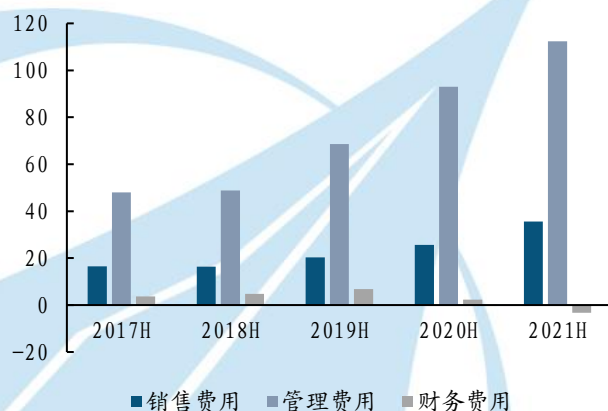
数据来源：WIND，中航证券研究所

◆ 2017-2021 年公司半年报主要财务数据
图 1: 公司半年报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

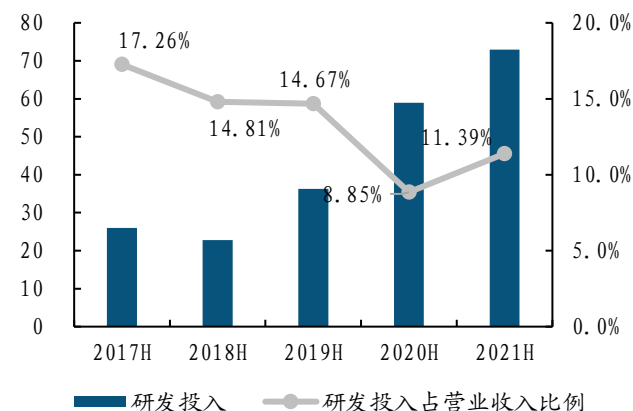
图 2: 公司半年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司半年报三费情况 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

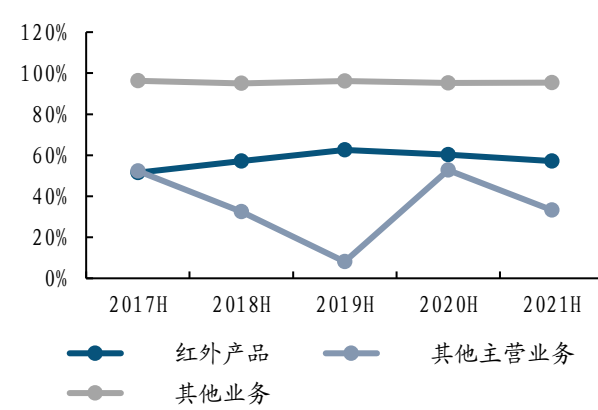
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司半年报研发投入及其占营收比例 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 5: 公司半年报主要业务收入构成 (单位: 百万元)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司半年报主要业务毛利率情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测				
利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1090.19	1136.50	1344.40	1632.48
减: 营业成本	414.35	421.41	499.04	603.87
营业税金及附加	6.97	11.37	11.83	12.24
销售费用	64.30	73.30	80.93	98.11
管理费用	193.85	213.44	230.97	282.26
财务费用	5.06	-1.74	-11.65	-11.01
资产减值损失	3.22	5.00	5.00	4.00
加: 投资收益	0.00	5.00	3.00	4.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	100.00	60.00	50.00
营业利润	453.18	518.73	591.27	697.01
加: 其他非经营损益	-0.41	-0.32	-0.35	-0.34
利润总额	452.77	518.40	590.92	696.66
减: 所得税	56.30	54.02	65.54	75.71
净利润	396.47	464.39	525.38	620.95
减: 少数股东损益	6.04	5.48	6.24	7.71
归属母公司股东净利润	390.44	458.91	519.14	613.25
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	140.70	1236.11	1173.60	1222.67
应收和预付款项	790.70	1045.62	1273.21	1511.66
存货	441.37	307.36	371.20	454.49
其他流动资产	7.69	1.92	2.61	3.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	3.48	3.59	3.57	3.56
固定资产和在建工程	376.87	416.12	620.04	771.53
无形资产和开发支出	75.10	73.88	72.65	71.43
其他非流动资产	17.60	19.58	20.85	21.41
资产总计	1853.51	3104.18	3537.73	4059.74
短期借款	172.68	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	147.65	175.82	206.73	248.35
长期借款	29.03	29.03	29.03	29.03
其他负债	54.47	32.18	33.45	33.19
负债合计	403.83	237.02	269.21	310.57
股本	458.67	599.24	599.24	599.24
资本公积	198.38	1116.41	1116.41	1116.41
留存收益	846.87	1200.26	1595.37	2068.32
归属母公司股东权益	1433.81	2845.80	3240.92	3713.87
少数股东权益	15.87	21.35	27.59	35.30
股东权益合计	1449.68	2867.16	3268.52	3749.17
负债和股东权益合计	1853.51	3104.18	3537.73	4059.74
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	277.31	404.38	321.84	419.35
投资活动现金流净额	-108.11	-85.11	-266.97	-236.00
筹资活动现金流净额	-158.17	776.14	-117.38	-134.29
现金流量净额	11.66	1095.42	-62.51	49.06

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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，中航证券研究所首席分析师。

王宏涛，SAC 执业证书号：S0640520110001，航天二院博士，中航证券研究所军工行业分析师。

王菁菁，SAC 执业证书号：S0640518090001，英国萨里大学理学硕士，中航证券研究所军工行业分析师。

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。