

多点开花扩展增量市场，产能提升助推业绩高增

——天奥电子（002935.SZ）一季度点评

事件：2023年4月27日，公司发布2022年年报和2023年一季报，2022年公司实现营业收入12.1亿，同比增长16.10%；实现归母净利润1.1亿，同比下降4.98%；实现扣非归母净利润1.08亿，同比下降2.74%。2023Q1实现营业收入1.25亿，同比增长77.15%；实现归母净利润-0.11亿，同比增长10.37%；实现扣非归母净利润-0.11亿，同比增长18.81%。

● 各项业务保持稳步增长，下游需求持续旺盛

2022年公司克服多项不利因素影响，业绩保持稳步增长，营业收入实现12.1亿，同比增长16.10%；实现归母净利润1.1亿，同比下降4.98%，主要系2022年股权激励摊销费用727万元及增值税税收政策调整税金大幅增加所致，扣除股权激励摊销费用影响后，实现归母净利润1.2亿，同比增长1.12%；。各系列产品的营收均实现增长，其中：时间同步系列产品实现营业收入5.48亿元，同比增长34.82%，毛利率减小5.97%至30.57%；频率系列产品实现营业收入6.28亿元，同比增长2.40%，毛利率提高8.27%至26.44%；北斗卫星应用产品实现营业收入0.35亿元，同比增长49.65%。

表 1：股权激励摊销费用情况

	2022	2023	2024	2025	2026
首次股份授予费用年度摊销 (万元)	712.61	1445.02	1110.83	551.12	166.69
预留股份授予费用年度摊销 (万元)	14.64	117.15	110.29	57.77	23.33
共计摊销费用	727.25	1562.17	1221.12	608.89	190.02

备注：以上测算结果是根据公司目前信息并假设当期计划授予的限制性股票均可解除限售的条件下得出，具体金额将以实际授予日计算的限制性股票公允价值予以测算

资料来源：2021年A股限制性股票激励计划限制性/预留限制性股票授予完成的公告，国元证券研究所

● 存货增长预示下游需求，资金充足保障持续发展

公司存货5.8亿元，同比增长18.34%，军工行业具有“以销代产”的特性，充分证明下游需求持续旺盛；经营活动净现金流2.2亿元，同比增长102.19%；货币资金余额7.9亿元，同比增加91.46%，为公司可持续高质量发展提供有力保障。

● Q1业绩持续增长，产能提升助推业绩兑现

收入端，2023Q1实现营业收入1.25亿，同比增长77.15%；主要系产能提升，产品交付增加所致；归母净利润实现-0.11亿，同比提高18.81%；费用端，2023Q1管理费用0.25亿，同比增长39.02%，主要系股权激励成本摊销所致；财务费用降低32.75%，主要系利息收入减少所致。资产端，2023Q1公司预付款项3245万元，同比提高211.20%；合同负债6649万元，同比增长39.70%，充分说明公司在手订单充足，下游需求持续高景气。

● 强化研发提升市场开拓能力，多点开花扩展增量市场

2022年研发投入9095万元，同比增长6.80%；截止2022年底，共获得专利123项，其中发明专利69项。报告期内新签订单延续增长态势，在时频

增持|下调

当前价： 25.07元

基本数据

52周最高/最低价(元): 30.32 / 20.16

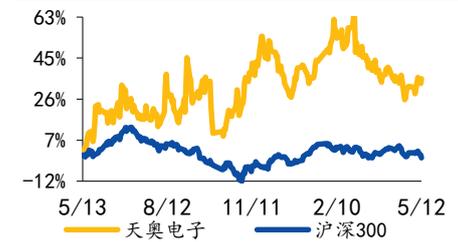
A股流通股(百万股): 259.59

A股总股本(百万股): 274.96

流通市值(百万元): 6507.90

总市值(百万元): 6893.22

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-天奥电子(002935)事件点评:超高精度铯原子钟亮相航展,时频产品未来需求广阔》
2022.11.29

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 010-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

领域，中标时频设备中标中国科学院国家授时中心高精度地基授时系统增强型罗兰授时差分系统研制项目、北京航空航天大学电子信息工程学院实验室环境建设系列项目；**微型时频模块实物比测获得第一名，使公司实现弹载领域的新拓展，目前已获得配套任务和相应订单**；SMD 晶振全年订单首次实现亿元突破；时频产品成功进入低轨卫星领域；首次实现与运营商中国联通合作同步网项目；**新签订单同比增长超 50%**。北斗卫星应用领域，消费市场低迷的情况下销售收入同比增长近 50%。并陆续推出多款新型系列北斗手表，广受消费者好评。

● **募投项目增强公司能力，股权激励激发公司活力**

2022 年，公司顺利完成办公场所的整体搬迁，并已将在建工程转为固定资产，公司生产、研发、办公条件得到了较好的完善和提升。公司募投项目结项，进一步提高了时间频率产品的产业化能力。2022 年先后两次完成 2021 年首次和预留的授予登记并上市，股权激励计划的实施，充分调动员工积极性，激活员工创造力，促进公司持续稳定发展。

● **投资建议及盈利预测**

公司现已成为国内综合实力强、产品种类齐全、技术水平领先的军用时间频率产品研发生产的主要企业之一，未来有望持续受益弹载星载产品，下游需求持续扩张的同时，募投项目落地助力产能提升，公司业绩有望达到新高度。预计 2023-2025 年，公司归母净利润为 1.56 亿元、2.11 亿元、2.73 亿元，EPS 分别为 0.44 元、0.59 元、0.77 元，对应 PE 为 56 倍、42 倍、32 倍，给予“增持”评级。

● **风险提示**

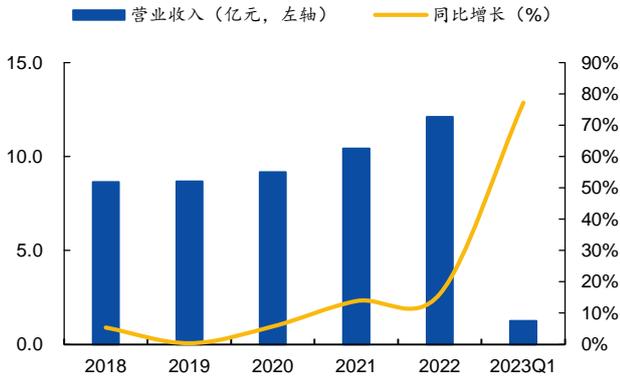
军品需求不及预期，研发支出不及预期。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1042.94	1210.90	1533.03	1893.04	2303.75
收入同比(%)	13.81	16.10	26.60	23.48	21.70
归母净利润(百万元)	118.40	112.50	156.44	211.18	273.68
归母净利润同比(%)	16.71	-4.98	39.05	35.00	29.59
ROE(%)	8.38	7.49	9.50	11.76	13.76
每股收益(元)	0.33	0.31	0.44	0.59	0.77
市盈率(P/E)	74.33	78.23	56.26	41.67	32.16

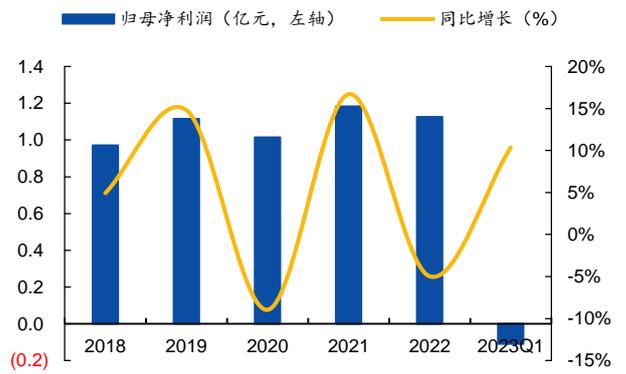
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：营业收入保持稳定增长



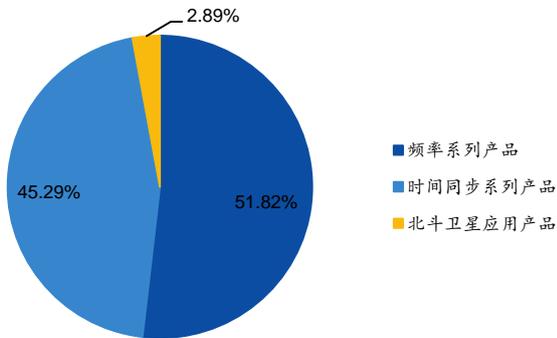
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：归母净利润小幅下降



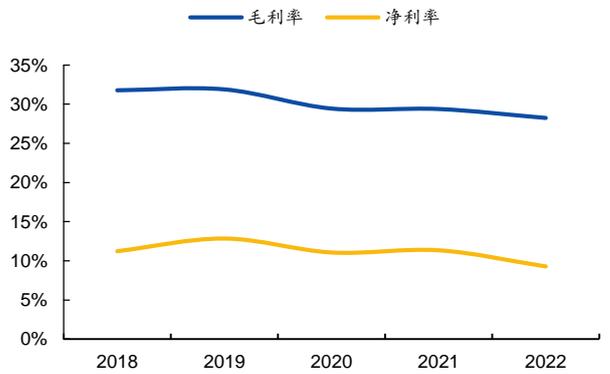
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：收入结构情况



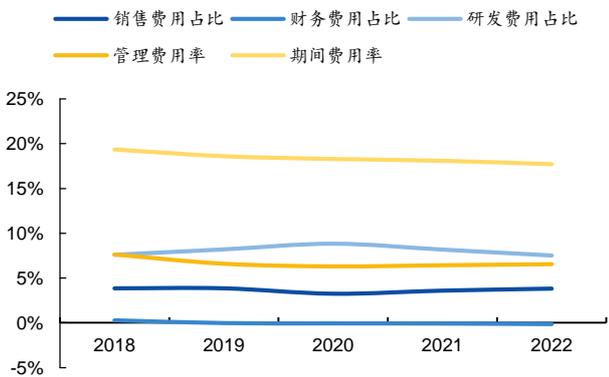
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：毛利率和净利率情况



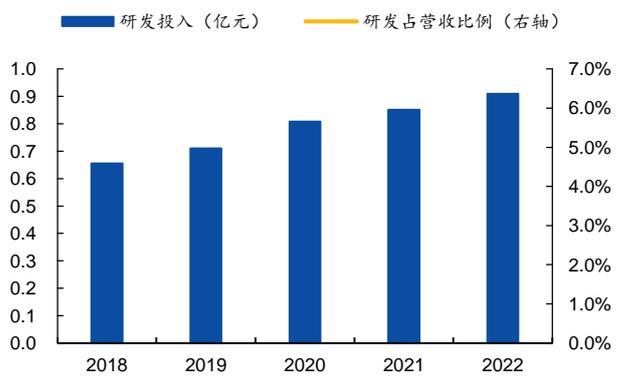
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：期间费用情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：研发费用稳步增加



资料来源：Wind, 国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1709.28	2259.63	2498.99	2938.63	3433.09
现金	411.33	787.53	594.86	628.49	643.79
应收账款	434.91	562.76	680.37	844.78	1033.23
其他应收款	2.06	8.72	8.06	10.70	13.65
预付账款	5.90	25.12	21.53	28.01	35.43
存货	492.91	583.28	742.69	907.93	1098.42
其他流动资产	362.17	292.22	451.49	518.73	608.57
非流动资产	293.59	314.51	258.26	200.74	142.66
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	35.54	275.72	227.08	173.69	117.91
无形资产	8.50	9.08	8.54	8.08	7.66
其他非流动资产	249.54	29.71	22.64	18.97	17.09
资产总计	2002.86	2574.14	2757.25	3139.36	3575.75
流动负债	543.13	1022.92	1063.61	1295.88	1538.55
短期借款	0.00	0.00	76.59	64.68	56.74
应付账款	176.82	451.43	422.97	547.07	680.84
其他流动负债	366.31	571.49	564.05	684.12	800.97
非流动负债	46.85	49.76	46.64	47.72	47.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	46.85	49.76	46.64	47.72	47.70
负债合计	589.98	1072.68	1110.25	1343.59	1586.25
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	208.01	274.96	357.45	357.45	357.45
资本公积	443.15	444.17	361.68	361.68	361.68
留存收益	761.73	843.03	958.22	1112.05	1308.31
归属母公司股东权益	1412.88	1501.45	1647.00	1795.77	1989.50
负债和股东权益	2002.86	2574.14	2757.25	3139.36	3575.75

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	109.48	221.36	-286.75	83.62	77.29
净利润	118.40	112.50	156.44	211.18	273.68
折旧摊销	9.83	16.29	56.58	57.69	58.24
财务费用	-0.99	-1.96	-25.64	-19.93	-21.68
投资损失	-6.02	-2.38	-4.75	-4.17	-4.07
营运资金变动	-15.12	78.02	-478.91	-180.19	-248.64
其他经营现金流	3.38	18.89	9.54	19.04	19.76
投资活动现金流	-30.02	125.43	4.98	4.01	4.04
资本支出	86.04	26.96	0.00	0.00	0.00
长期投资	-50.00	-150.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	6.02	2.39	4.98	4.01	4.04
筹资活动现金流	-51.25	29.41	89.10	-54.00	-66.03
短期借款	0.00	0.00	76.59	-11.91	-7.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	66.95	82.49	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	1.02	-82.49	0.00	0.00
其他筹资现金流	-51.25	-38.57	12.51	-42.09	-58.10
现金净增加额	28.21	376.20	-192.67	33.64	15.29

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1042.94	1210.90	1533.03	1893.04	2303.75
营业成本	736.44	868.87	1094.09	1345.81	1626.07
营业税金及附加	1.78	7.51	6.11	8.23	10.45
营业费用	37.34	46.05	55.72	69.70	84.93
管理费用	67.10	79.30	121.20	131.43	160.25
研发费用	85.17	90.95	119.87	138.20	158.20
财务费用	-0.99	-1.96	-25.64	-19.93	-21.68
资产减值损失	-4.57	-2.11	-2.92	-2.93	-2.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	6.02	2.38	4.75	4.17	4.07
营业利润	125.30	116.82	164.46	221.41	286.82
营业外收入	0.07	0.09	0.18	0.13	0.14
营业外支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	125.38	116.91	164.64	221.55	286.96
所得税	6.98	4.41	8.21	10.36	13.28
净利润	118.40	112.50	156.44	211.18	273.68
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	118.40	112.50	156.44	211.18	273.68
EBITDA	134.14	131.15	195.41	259.17	323.38
EPS (元)	0.57	0.41	0.44	0.59	0.77

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	13.81	16.10	26.60	23.48	21.70
营业利润(%)	14.99	-6.77	40.79	34.63	29.54
归属母公司净利润(%)	16.71	-4.98	39.05	35.00	29.59
获利能力					
毛利率(%)	29.39	28.25	28.63	28.91	29.42
净利率(%)	11.35	9.29	10.20	11.16	11.88
ROE(%)	8.38	7.49	9.50	11.76	13.76
ROIC(%)	11.00	13.97	11.04	14.75	17.17
偿债能力					
资产负债率(%)	29.46	41.67	40.27	42.80	44.36
净负债比率(%)	0.32	0.14	7.02	4.93	3.67
流动比率	3.15	2.21	2.35	2.27	2.23
速动比率	2.23	1.63	1.64	1.56	1.51
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.58	0.64	0.69
应收账款周转率	2.25	2.22	2.26	2.27	2.24
应付账款周转率	4.11	2.77	2.50	2.77	2.65
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.31	0.44	0.59	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.62	-0.80	0.23	0.22
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.20	4.61	5.02	5.57
估值比率					
P/E	74.33	78.23	56.26	41.67	32.16
P/B	6.23	5.86	5.34	4.90	4.42
EV/EBITDA	44.60	45.62	30.62	23.09	18.50

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188