

中航证券研究所
 分析师: 张超
 证券执业证书号: S0640519070001
 分析师: 王宏涛
 证券执业证书号: S0640520110001
 电话: 010-59562525
 邮箱: wanght@avicsec.com

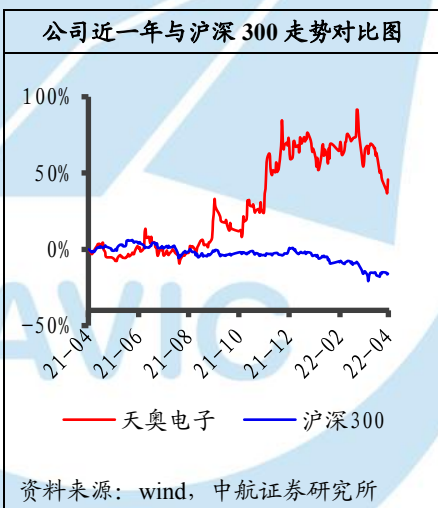
天奥电子 (002935) 2021 年年报点评: 营收与归母净利润增速均创上市以来新高, 且 弹性有望持续提升

行业分类: 国防军工

2022 年 4 月 10 日

公司投资评级	买入
当前股价(2022.4.8)	30.39
目标价格	41.60

基础数据 (2022.4.8)	
上证指数	3,236.70
总股本 (亿股)	2.08
流通 A 股 (亿股)	2.00
资产负债率 (2021 年末)	29.46%
ROE (2021 年摊薄)	8.38%
PE (TTM)	51.40
PB (LF)	4.43



➤ **事件:** 4 月 8 日, 公司披露 2021 年年报, 2021 年公司营收 10.43 亿元 (+13.81%), 归母净利润 1.18 亿元 (+16.71%), 扣非归母净利润 1.11 亿元 (+29.39%), 毛利率 29.39% (-0.06pcts), 净利率 11.35% (+0.28pcts)。

➤ **投资要点:**

● **营收与归母净利润增速均创上市以来新高, 且弹性有望持续提升**

2021 年, 公司持续加强市场牵引力, 不断提升科研生产效率, 市场规模稳步攀升, 全面完成年度目标, 营业收入 (10.43 亿元, +13.81%) 与归母净利润 (1.18 亿元, +16.71%) 均实现了稳定增长, 二者增速也均创下上市以来新高。同时, 公司毛利率 (29.39%, -0.06pcts) 与净利率 (11.35%, +0.28pcts) 基本较去年持平。

公司产品可分为**频率系列产品**、**时间同步系列产品**以及**北斗卫星应用产品**三方面, 报告期内, 各产品具体情况如下:

① 频率系列产品收入 (6.13 亿元, +22.93%) 快速增长, 增速创下近五年新高, 首次突破 20% 以上, 毛利率 (32.51%, -1.37pcts) 略有下滑;

② 时间同步系列产品收入 (4.07 亿元, +0.23%) 与去年基本持平, 主要系受到疫情反复影响, 部分时间同步系列产品联调联试、交付验收等工作延迟所致, 毛利率 (24.42%, -4.24pcts) 有所下降, 我们认为可能也与公司该业务的产品结构比例变化有关;

③ 北斗卫星应用产品收入 (0.23 亿元, +93.90%) 大幅增长, 我们认为与公司第三代北斗卫星手表成功面市, 线上经营情况有所恢复有关, 而公司该业务毛利率 (33.95%, +17.17pcts) 实现了恢复性增长, 但较 2019 年的毛利率 (42.53%) 仍存在差距。

综上所述, 频率系列产品及时间同步系列产品是公司收入及利润的主要构成。其中, 频率产品作为公司最大的收入来源, 其收入的快速增长也是公司 2021 年整体收入稳定增长的主要驱动力, 而受到疫情影响的时间同步系列产品, 我们认为部分反映在了公司存货中的库存商品账面价值 (2.17 亿元, +44.07%) 中, 有望跨周期兑现至公司 2022 年的利润表中。

另外, 公司 2018 年 IPO 募集资金所投的项目中, 1.30 亿元投向原子钟产业化建设项目、1.73 亿元投向时间同步产品产业化项目、1.54 亿元投向北斗卫星应用产业化项目、0.66 亿元投向技术研发中心项目。项目建设周期均为 1 年半, 但受到基建建安工程的复杂性、

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

新冠疫情以及新环保政策要求等因素影响，公司募投项目各项目完成时间已延期至 2022 年 6 月 30 日，公司披露 2022 年募投项目将建设完成，计划于上半年择机搬迁入驻，预计下半年新生产线将正式投入生产，从而有效解决公司产能紧张的现状。根据公司招股书披露，公司曾预计原子钟产业化建设项目达产收入 3.10 亿元，净利润 0.50 亿元，时间同步产品产业化建设项目达产后收入 7.00 亿元，净利润 0.66 亿元；北斗卫星应用产业化建设项目达产后收入 4.84 亿元，净利润 0.61 亿元，以上项目合计达产后可为公司新增收入 14.94 亿元，净利润 1.77 亿元，分别占公司 2021 年收入和净利润的 143.25%与 149.82%。同时，各募投项目达产时对应的毛利率（分别为 40.13%、30.18%以及 36.23%）均高于 2021 年公司三大业务毛利率（32.51%、24.42%以及 33.95%）。我们认为，伴随公司募投项目的逐步推进，将有望持续为公司未来带来业绩弹性的增长以及盈利能力的改善。

● 多个财务数据体现公司在手订单充足，未来大概率将兑现至业绩

费用方面，2021 年，在公司收入稳定增长背景下，公司三费费用率（9.92%，+0.45pcts）有所增长。其中，值得注意的是，受运输费、广告费、业务宣传费等投入大幅增长，公司销售费用率（3.58%，+0.34pcts）增长明显，我们认为，这代表公司加大了产品的销售推广力度，将有利于公司未来的销售收入增长。

现金流方面，公司经营活动现金流净额（1.09 亿元，+619.77%）显著增长，创下公司上市以来新高，主要系公司本期销售收款较上年同期增加所致，投资活动产生的现金流量净额（-0.30 亿元，较 2019 年下降 1.15 亿元）大幅下降，主要系理财产品到期赎回金额减少所致；筹资活动产生的现金流量净额（-0.51 亿元，较 2019 年增长 0.29 亿元）有所增长，主要系归还银行短期借款所致。

其他财务数据方面，2021 年末，公司应收账款及应收票据规模（6.33 亿元，较期初增长 14.66%）创下上市以来历史新高，但公司信用减值损失（463.08 万元）较 2020 年同期减少 0.12 亿元，结合公司应收账款中，军方客户、军工央企及下属单位、政府及企事业单位相关应收账款合计占比超过 90%，我们预计该类应收账款形成坏账的可能性较低。另外，公司合同负债（0.42 亿元，+101.43%）增长明显，同时，在公司基于合同签订金额或预计金额测算的 2022 年预计关联交易中，预计关联销售收入（5.50 亿元）较 2021 年的实际关联销售收入出现 15.99%的增幅，我们认为，这些都是公司在手订单较为充足的有力旁证，未来大概率将兑现至利润表。

● 公司专注于军民时间频率领域，军品市场拓展取得突破

公司主要从事时间频率（分为频率系列和时间同步系列两类）、北斗卫星应用产品的研发、设计、生产和销售，拥有多项专利和核心技术，致力于成为世界一流的时间频率创新型企业。

① 时间频率产品

公司产品分为频率系列和时间同步系列两类。

频率系列产品通过产生和处理频率源信号，生成电子设备和系统所需的各种频率源信号，主要产品包括原子钟、晶体器件、频率组件及设备。公司拥有从“器件-部件-设备”完整的频率系列产品，长期积累了铷原子钟、高稳晶振等核心频率源研制生产的优势，产品技术性能国内领先。

时间同步系列产品通过接收、产生、保持和传递标准时间频率源信号，为各应用系统提供统一的时间和频率源信号，公司是军用时间同步产品的主要供应商，主要产品包括时频板卡及模块、时间同步设备及系统，形成了从“板卡-模块-设备-系统”完整的产品线。

报告期内，公司深挖行业需求，持续为国家时频体系建设及国防工程提供大量的时频终端和设备，其中：激光抽运小型铯原子钟受邀参加国家“十三五”科技创新成就展，获得电信设备进网许可证并进入中国电信同步网市场；晶体器件国产化替代工作持续推进，国产化替代的 SMD 晶振、晶体滤波器的产能产量大幅攀升；宇航级表贴晶振系列产品的研制、试验、验证等工作顺利开展，已在部分型号空间站设备上配套应用，产品性能表现良好；公司参与神州十二号、十三号载人飞船、天和核心仓等重大航天任务的保驾

护航。同时，公司“星载高精度铷原子钟低噪声高稳定设计与工程实现技术小型光抽运铷束原子频率标准”项目获得陕西省科技进步二等奖；“低加速度敏感度抗振晶体振荡器”项目通过国防科技成果鉴定，达到国际先进水平；芯片光钟完成了关键技术验证，在该领域处于国内先进水平；参与编制的 GB/T 39724-2020《铷原子钟技术要求及测试方法》通过国家标准并发布；主持编制的《芯片原子钟通用规范》通过国家军用标准立项。

② 北斗卫星应用产品

公司北斗卫星应用产品基于北斗卫星导航系统，融合通信、互联网等技术，用于满足客户在授时、定位和应急预警通信方面的需求，目前的主要产品是北斗卫星手表。

报告期内，公司第三代北斗卫星手表成功面市，孵化出“万片”量级数显智能卫星手表，在 2021 年“双十一”购物节中，公司北斗卫星手表名列全球钟表品牌前 40 名，国产钟表品牌第 6 名。

● 拟开展股权激励，公司发展质量及盈利能力有望进一步提升

公司于 2021 年 12 月 20 日公告，拟开展股权激励，向 88 名激励对象（约占 2020 年底公司总人数的 14.92%）授予 500 万股股票，约占公司总股本的 2.40%。其中，首次授予 460 万股，占公司总股本的 2.21%；预留 40 万股，占公司总股本的 0.19%。按照公司披露的限制性股票解锁限售时公司的业绩条件来看，首次授予的条件为：在解除限售期的三个会计年度中，公司净资产收益率分别不得低于 7.50%、8.00% 及 8.50%，扣非归母净利润较 2020 年的复合增长率不低于 15%。参考公司 2021 年净资产收益率（扣非/加权）为 8.02%，我们判断，公司未来盈利能力还有进一步提升的空间。

另外，公司是中国电科集团所属上市公司，而 2021 年，中国电科集团展现出了积极的资本运作姿态，如：中瓷电子 IPO、国博电子拟 IPO、电科数字拟资产注入、凤凰光学拟资产注入、声光电科资产注入等，同时，2021 年下半年，公司与电科数字、四创电子也相继推出股权激励计划。结合近日中国电科集团印发《中国电子科技集团有限公司关于推动上市公司高质量发展的实施意见》，突出集团控股上市公司“产业发展主阵地、资产保值增值主力军、对外融资主渠道、体制机制创新主平台”的发展定位，我们认为，2022 年将是国企改革三年行动方案的最后一年，各军工央企相继提出要加快推进实施三年行动改革任务，公司也有望在中国电科集团大力推动改革背景下，开展更多的改革举措，进一步促使公司发展质量得到提高，盈利能力得到改善。

● 需求侧“装备需求提升”与“国产替代”双逻辑驱动，关注公司募投项目带来的产能提升

整体来看，我们认为，短期内时间频率产品（频率系列和时间同步系列两类）业务仍将是公司主要的收入构成，需求侧与供给侧观点如下：

需求侧方面：

① 以原子钟为代表的高精密时频产品作为军民用电信息系统的核心器件之一，在航空航天、精确打击、协同作战等军用领域、以及通信、电力、交通、金融等民用领域应用广泛；

② 军用领域方面，在现代战争中，各兵种，各武器装备之间的协同作战的重要性愈加凸显，而伴随当前军队加大实战化演习力度，实战化训练导致耗损增加、备战需求带来武器装备快速提质补量的双重牵引下，航空航天等信息化武器装备的需求也将快速增长；

③ 民用领域方面，5G/物联网等新基建的推进也有望形成时频器件下游的新市场；

④ 由于我国时频产业发展较晚，基础相对薄弱，部分高端产品仍依赖进口，这类高端时频器件的国产替代也将为公司产品带来额外的市场空间增量。

综上，我们认为，信息化武器装备整体需求空间的提升与国产替代形成的额外增量市场空间将是“十四五”期间公司时频器件产品需求增长的核心因素，也将是公司业绩保持快速增长的核心逻辑。

供给侧方面，公司作为国内少数几家原子钟研制生产企业之一，“十四五”期间，在下游需求有望保

持快速增长背景下，伴随公司募投项目的逐步落地，CPT 原子钟，激光抽运小型铯原子钟、时频板卡及模块、时间同步设备等时频领域产品 产能的提升，将有望逐步为公司未来带来业绩弹性的增长，规模效应也有望为公司当前主要业务带来盈利能力的改善。

➤ 投资建议

公司是中国电科集团第十研究所上市公司平台，电科十所是新中国成立后建立的第一个综合性电子技术研究所，属国家一类科研单位，主要从事航空电子、航天电子、通信、侦察对抗、识别、雷达等领域电子系统工程及设备的研制和生产，各专业领域在国内同行业中处于领先和主导地位，2019 年净利润为 7.62 亿元（是公司 2019 年归母净利润的 6.84 倍）。

公司主要从事时间频率产品、北斗卫星应用产品的研发、设计、生产和销售，拥有国家企业技术中心，是拥有多项专利和核心技术的高新技术企业，我们的具体观点如下：

1. 2021 年，公司收入整体稳定增长，而部分存在交付验收延迟的时间同步系列产品收入也有望兑现至 2022 年的利润表中。中长期看，信息化武器装备整体需求空间的提升与国产替代形成的额外增量市场空间将是“十四五”期间公司时频器件产品需求增长的核心因素，也将是公司未来业绩继续保持快速增长的核心逻辑；

2. 公司募投项目有望在 2022 年建设完成，在下游需求有望保持快速增长背景下，伴随公司募投项目的逐步落地，CPT 原子钟，激光抽运小型铯原子钟、时频板卡及模块、时间同步设备等时频领域产品产能的提升，将逐步为公司未来带来业绩弹性的增长，规模效应也将为公司主要业务带来盈利能力的改善；

3、公司多个财务数据体现出当前在手订单充足，未来大概率将兑现至业绩；

4. 公司拟开展股权激励，有助于激发公司创新活力，盈利能力有望进一步提升，而 2022 年是国企改革三年行动方案最后一年，公司也有望在中国电科集团大力推动改革背景下，开展更多的改革举措，进一步促使公司发展质量得到提高，盈利能力得到进一步改善。

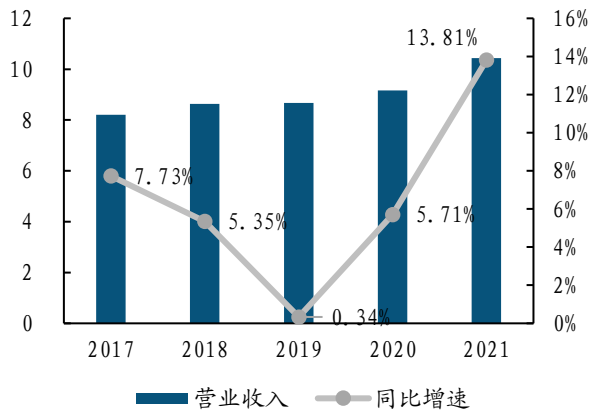
基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 12.28 亿元、14.69 亿元和 18.06 亿元，归母净利润分别为 1.42 亿元、1.72 亿元及 2.10 亿元，EPS 分别为 0.68 元、0.83 元、1.01 元，我们给予买入评级，目标价为 41.60 元，分别对应 2022-2024 年的 PE 为 61 倍、50 倍和 41 倍。

➤ 风险提示：疫情产生的影响存在不确定性、时频器件市场竞争加剧、产能提升进度不及预期。

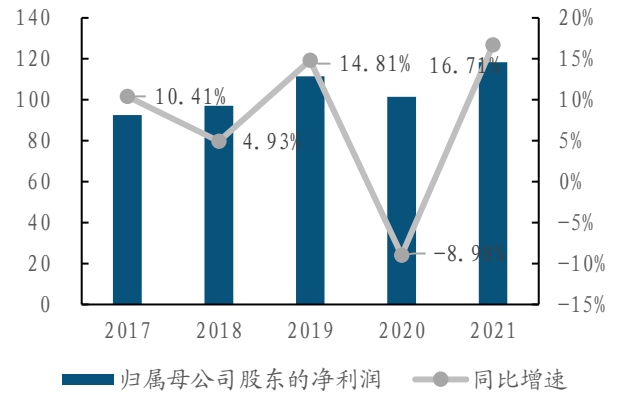
➤ 盈利预测：

单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	916.39	1042.94	1227.67	1469.25	1806.36
增长率 (%)	5.71	13.81	17.71	19.68	22.94
归属母公司股东净利润	101.45	118.40	141.63	171.65	209.91
增长率 (%)	-8.98	16.71	19.62	21.20	22.29
每股收益 (EPS) (元)	0.49	0.57	0.68	0.83	1.01

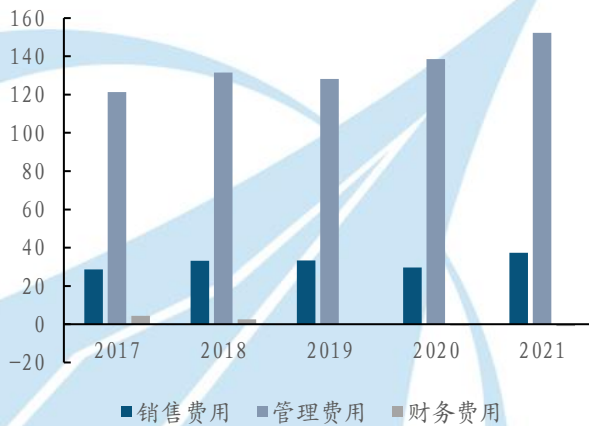
数据来源：WIND，中航证券研究所

● 2017-2021 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

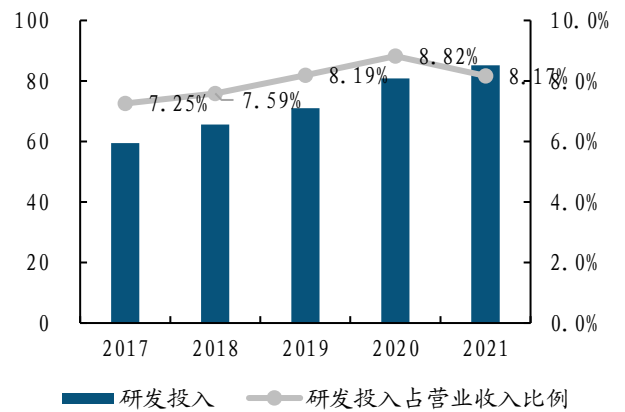
图 2: 公司年报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)


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, 中航证券研究所

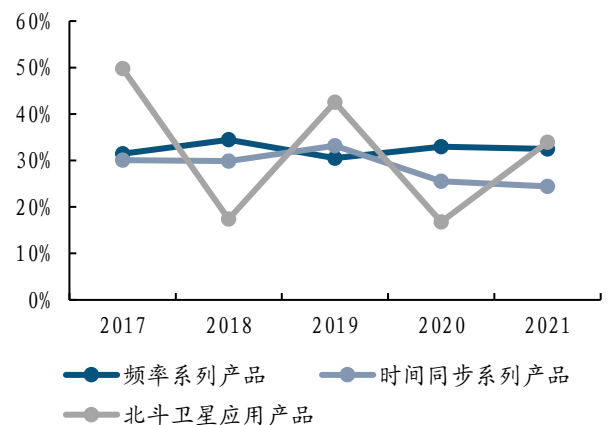
注: 表中管理费用包含研发费用

图 4: 公司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: 公司年报收入结构 (单位: 百万元; %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 6: 公司年报毛利率变化情况 (单位: %)


资料来源: WIND, 中航证券研究所

报表预测

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1042.94	1227.67	1469.25	1806.36
减: 营业成本	736.44	866.87	1036.09	1270.20
营业税金及附加	1.78	2.46	3.09	4.34
销售费用	37.34	44.69	50.25	60.51
管理费用	152.27	179.98	210.84	254.52
财务费用	-0.99	-3.59	-0.77	3.14
资产减值损失	-4.57	-5.00	-5.00	-5.00
加: 投资收益	6.02	8.45	7.56	4.55
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	125.30	150.73	182.32	223.21
加: 其他非经营损益	0.07	0.27	0.27	0.23
利润总额	125.38	150.99	182.59	223.44
减: 所得税	6.98	9.36	10.93	13.54
净利润	118.40	141.63	171.65	209.91
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	118.40	141.63	171.65	209.91
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	411.33	246.21	264.46	325.14
应收和预付款项	641.28	747.40	902.06	1105.06
存货	492.91	602.27	719.52	886.81
其他流动资产	163.76	210.97	240.85	300.88
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	269.28	353.22	398.91	377.14
无形资产和开发支出	8.50	8.32	8.13	7.95
其他非流动资产	15.80	17.78	19.05	19.61
资产总计	2002.86	2186.16	2552.98	3022.59
短期借款	0.00	0.00	79.50	181.76
应付和预收款项	449.65	536.69	637.18	783.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	140.33	94.96	110.13	120.89
负债合计	589.98	631.65	826.81	1086.51
股本	208.01	208.01	208.01	208.01
资本公积	443.15	443.15	443.15	443.15
留存收益	761.73	903.36	1075.01	1284.92
归属母公司股东权益	1412.88	1554.52	1726.17	1936.08
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1412.88	1554.52	1726.17	1936.08
负债和股东权益合计	2002.86	2186.16	2552.98	3022.59
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	109.48	-75.26	10.42	-22.99
投资活动现金流净额	-30.02	-91.55	-72.44	-15.45
筹资活动现金流净额	-51.25	1.69	80.27	99.12
现金流量净额	28.21	-165.12	18.26	60.68

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。

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。