

# 天奥电子（002935）

## 2023 年中报点评：经营性现金流首次转正，航天领域业务拓展取得新进展

### 报告摘要

◆ 事件：公司 8 月 26 日公告，2023 年上半年实现营收（4.17 亿元，+6.82%），归母净利润（0.18 亿元，-48.68%），毛利率（27.48%，-1.59pcts），净利率（4.29%，-4.64pcts）；2023Q2 实现营收（2.92 亿元，同比-8.74%），归母净利润（0.29 亿元，同比-38.81%），毛利率（28.10%，同比-0.95pcts），净利率（9.86%，同比-4.84pcts）。

- 收入稳定增长，净利率短期承压，下半年有望逐步修复。报告期内，公司收入稳定增长，毛利率略有下降，但归母净利润及净利率均出现明显下降，主要系受税收政策调整影响，公司税金及附加（395.35 万元，+306.15%）大幅增加，同时受到公司加大市场拓展力度、股权激励费用摊销以及人工成本增加等因素影响，公司三费费用率（16.44%，+3.29pcts）有所增长所致。我们认为，尽管受到税收政策调整、产品收入结构变化以及股权激励摊销费用等因素影响，公司毛利率与净利率短期承压，但我们认为，公司存货中的部分库存商品以及在手订单有望在 2023 年内兑现至利润表内，且下半年收入业绩增速有望进一步环比提升，全年整体收入与净利润仍将保持稳定增长趋势。（具体公司中报财务数据分析详见正文第一章）
- 经营性净现金流首次转正。报告期内，由于销售商品收到的现金增加及购买商品支付现金减少，公司经营性净现金流（2126.42 万元，较 2022H1 增长 5103.89 万元）由负转正，这也是公司 2019 年以来中报的经营性净现金流首次转正，也反映出公司资金周转状态得到进一步改善。
- IPO 募投项目接近落地，股权激励完成授予，公司业绩弹性和盈利能力有望得到改善。公司中报显示，原子钟产业化项目、时间同步产品产业化项目建设正在进行收尾工作，产线处于调试和小批量试生产阶

投资评级

买入

维持评级

2023 年 09 月 08 日

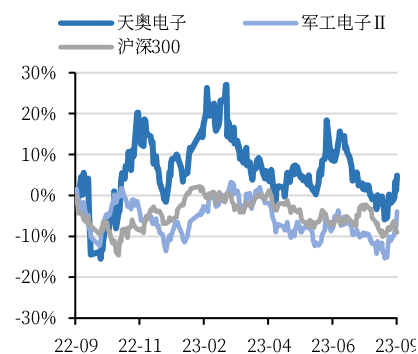
收盘价(元): 19.12

目标价(元): 23.00

### 公司基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 总股本(百万股)      | 357.45      |
| 总市值(百万)       | 6,834.38    |
| 流通股本(百万股)     | 343.42      |
| 流通市值(百万)      | 6,566.13    |
| 12 月最高/最低价(元) | 31.84/17.07 |
| 资产负债率(%)      | 43.69       |
| 每股净资产(元)      | 4.16        |
| 市盈率(TTM)      | 71.55       |
| 市净率(PB)       | 4.60        |
| 净资产收益率(%)     | 1.20        |

### 股价走势图



### 作者

王宏涛 分析师  
SAC 执业证书: S0640520110001  
联系电话: 010-59562525  
邮箱: wanght@avicsec.com

张超 分析师  
SAC 执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

### 相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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: 010-59219558 传真: 010-59562637

段，参考公司招股说明书中主要业务相关募投项目达产时对应的毛利率（分别为 40.13%与 30.18%）均高于 2022 年公司对应业务毛利率（33.16%与 19.49%）。我们认为，伴随公司募投项目产能的逐步释放，将有望为公司带来业绩弹性的提升。另外，公司于 2022 年完成了股权激励的授予，未来盈利能力也还将有进一步提升的空间。（具体公司治理情况变化分析详见正文第二章）

- **公司专注于军民时间频率领域，航天领域业务拓展取得新进展。**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。报告期内，公司小型化星载铷原子钟中标“星网”项目，为批量配套低轨互联网卫星打下良好基础，同时公司在航天领域积极拓展重要客户，微型时频模块产品也已获得小批量试生产订单。
- **公司背靠中国电科十所。**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。
- **时间频率产品仍将是公司收入增长的主驱动力。**从公司 IPO 募投项目的调整来看，我们判断，中短期内，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，对相关需求侧与供给侧的观点如下：
  - ① **需求侧方面**，信息化，体系化作战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；
  - ② **供给侧方面**，公司是国内少数几家原子钟研制生产企业之一，尽管公司当前受到包括税收政策调整、产品收入结构变化以及股权激励摊销费用等因素影响带来的盈利能力“承压”，但伴随公司募投项目进入收尾阶段，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，规模效应也有望降低公司边际成本，加速公司盈利能力的改善。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 14.04 亿元、16.39 亿元和 19.30 亿元，归母净利润分别为 1.32 亿

元、1.58 亿元及 1.93 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.44 元、0.54 元，我们维持“买入”评级，目标价格 23.00 元，分别对应 2023-2025 年的 PE 为 55 倍、52 倍和 43 倍。

#### ◆ 风险提示

时频器件市场竞争加剧；税收政策，下游客户“以量换价”等因素继续挤压公司盈利空间；公司产能提升进度不及预期。

| 财务数据与估值       | 2021A   | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）     | 1042.94 | 1210.90 | 1403.77 | 1638.67 | 1929.94 |
| 增长率（%）        | 13.81   | 16.10   | 15.93   | 16.73   | 17.77   |
| 归母净利润（百万元）    | 118.40  | 112.50  | 131.91  | 157.77  | 192.92  |
| 增长率（%）        | 16.71   | -4.98   | 17.25   | 19.60   | 22.29   |
| 毛利率（%）        | 29.39   | 28.25   | 26.84   | 27.29   | 27.67   |
| 每股收益（元）       | 0.44    | 0.42    | 0.42    | 0.44    | 0.54    |
| 市盈率 PE        | 43.66   | 45.96   | 45.83   | 43.32   | 35.43   |
| 市净率 PB        | 2.81    | 3.50    | 3.98    | 3.65    | 3.31    |
| 净资产收益率 ROE（%） | 8.38    | 7.49    | 7.69    | 8.42    | 9.34    |

资料来源：Wind，中航证券研究所

## 正文目录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 一、 定期报告财务分析 .....                    | 5  |
| (一) 收入稳定增长, 净利率短期承压 .....            | 5  |
| (二) 股权激励摊销促使公司管理费用率有所提升 .....        | 6  |
| (三) 库存商品快速增长, 经营性现金流首次转正 .....       | 6  |
| 二、 IPO 募投项目接近落地, 股权激励完成授予 .....      | 7  |
| (一) IPO 募投项目接近落地, 公司业绩弹性有望持续提升 ..... | 7  |
| (二) 股权激励完成授予, 盈利能力有望持续改善 .....       | 7  |
| 三、 专注于军民时间频率领域, 航天领域业务拓展取得新进展 .....  | 8  |
| (一) 主要业务一: 时间频率产品 .....              | 8  |
| (二) 主要业务二: 北斗卫星应用产品 .....            | 8  |
| 四、 投资建议 .....                        | 9  |
| 五、 风险提示 .....                        | 10 |

## 图表目录

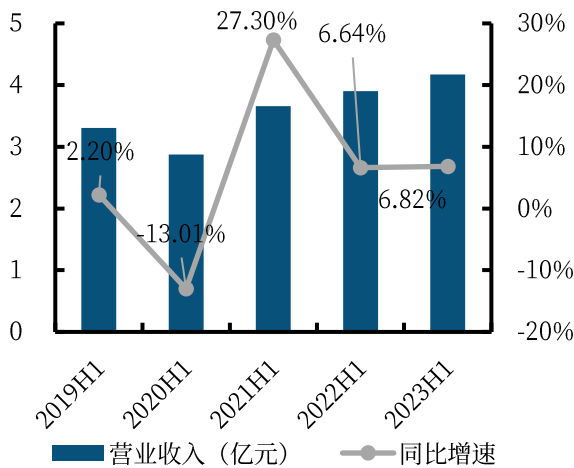
|                                 |   |
|---------------------------------|---|
| 图 1 公司中报营业收入及增速 (单位: 亿元; %)     | 5 |
| 图 2 公司中报归母净利润及增速 (单位: 百万元; %)   | 5 |
| 图 3 公司中报各业务收入情况 (单位: 百万元)       | 6 |
| 图 4 公司中报毛利率及净利率情况 (单位: %)       | 6 |
| 图 5 公司中报三费情况 (单位: 百万元)          | 6 |
| 图 6 公司中报研发投入和占营收比例 (单位: 百万元; %) | 6 |

## 一、定期报告财务分析

### (一) 收入稳定增长，净利率短期承压

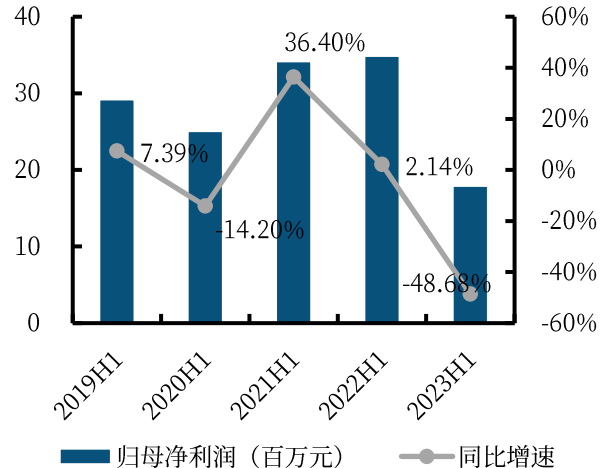
报告期内，公司收入（4.17 亿元，+6.82%）稳定增长，毛利率（27.48%，-1.59pcts）略有下降，但归母净利润（0.18 亿元，-48.68%）及净利率（4.29%，-4.64pcts）均出现明显下降，主要系受税收政策调整影响，公司税金及附加（395.35 万元，+306.15%）大幅增加，同时受到公司加大市场拓展力度、股权激励费用摊销以及人工成本增加等因素影响，公司三费费用率（16.44%，+3.29pcts）有所增长所致。

图1 公司中报营业收入及增速（单位：亿元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图2 公司中报归母净利润及增速（单位：百万元；%）



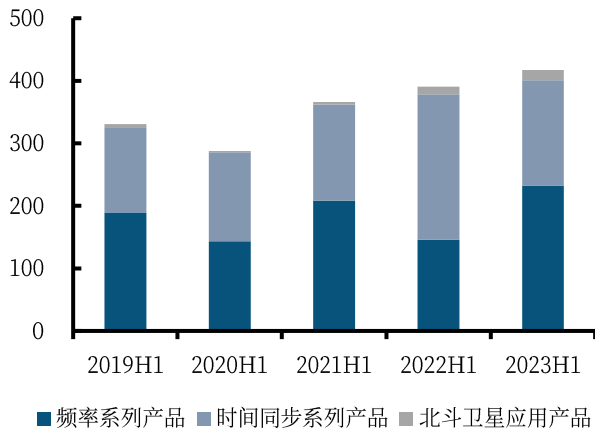
资料来源：iFind，中航证券研究所

从 2023Q2 单季度来看，公司营收（2.92 亿元，同比-8.74%）、毛利率（28.10%，同比-0.95pcts）以及归母净利润（0.29 亿元，同比-38.81%）同比均有所下降，而净利率（9.86%，同比-4.84pcts）同比下降相对更为明显，我们认为与公司股权激励费用摊销是重要原因之一。

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：

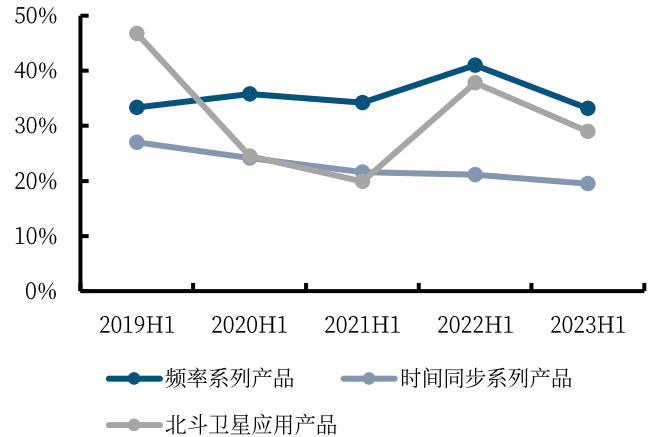
- ① 频率系列产品收入（2.32 亿元，+59.31%）高速增长，规模恢复到 2021 年同期水平，但毛利率（33.16%，-7.85pcts）有所下滑，可能与公司该业务产品结构发生变化有关；
- ② 时间同步系列产品收入（1.69 亿元，-27.48%）有所下降，主要系机载配套电源组件产品线降幅较大所致，毛利率（19.49%，-1.63pcts）略有降低；
- ③ 北斗卫星应用产品收入（0.16 亿元，+32.73%）快速增长，但毛利率（28.98%，-8.81pcts）有所下降，我们认为可能与公司产品下游应用领域结构发生变化有关。

图3 公司中报各业务收入情况（单位：百万元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图4 公司中报毛利率及净利率情况（单位：%）

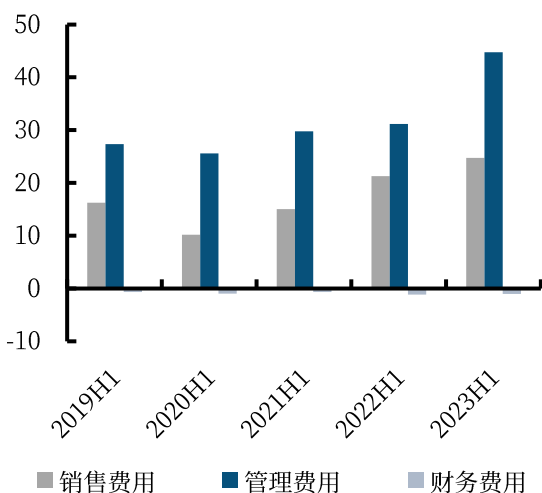


资料来源：iFind，中航证券研究所

## （二）股权激励摊销促使公司管理费用率有所提升

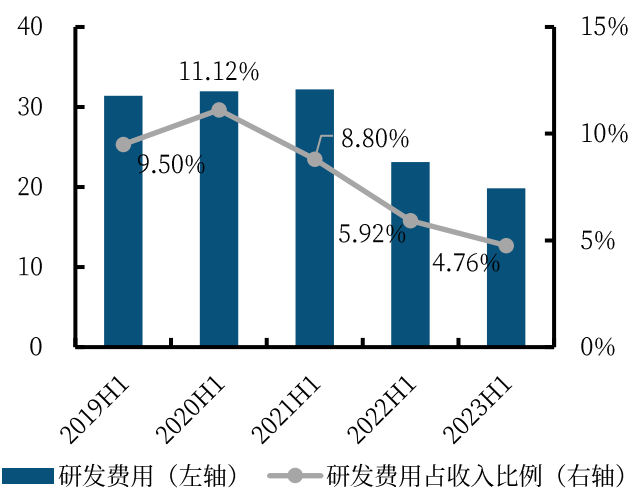
费用方面，报告期内，公司三费费率（16.44%，+3.29pcts）有所上升，特别是管理费用率（10.74%，+2.75pcts），主要系公司股权激励摊销（较去年新增 781.09 万元）所致。公司研发费用（0.20 亿元，-14.17%）略有下降，主要系材料费（464.57 万元，-42.20%）下降明显所致。同时，公司科技创新项目立项 25 项，同时与电子科技大学联合开展“高精度时频同步组网关键技术及应用”合作。

图5 公司中报三费情况（单位：百万元）



资料来源：iFind，中航证券研究所

图6 公司中报研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）



资料来源：iFind，中航证券研究所

## （三）库存商品快速增长，经营性现金流首次转正

其他财务数据方面，2023H1 末，公司存货（6.89 亿元，-13.55%）略有下降，但公司库存商品（3.11 亿元，+25.67%）快速增长，结合公司主要客户为军工集团和科

研院所，库存商品的提升可能与产品交付周期存在波动性有关。同时，公司披露了弹载铷钟模块、时统设备、晶体器件、星载铷钟、CPT 原子钟等核心产品完成重要项目合同签订，在手订单较同期实现增长，且公司在航天领域的微型时频模块产品已获得小批量试生产订单，小型化星载铷原子钟物理系统持续供应星网，原子钟整机通过比选取得新订单，我们认为以上表明公司在手订单充足，特别是在航天领域业务拓展取得新进展，未来将持续兑现进利润表。

另外，值得注意的，报告期内，由于销售商品收到的现金增加及购买商品支付现金减少，公司经营性净现金流（2126.42 万元，较 2022H1 增长 5103.89 万元）由负转正，这也是公司 2019 年以来中报的经营性净现金流首次转正，也反映出公司资金周转状态得到进一步改善。

整体来看，报告期内，公司主要收入来源，时间同步系列产品以及频率系列产品整体收入保持了稳定增长。尽管受到税收政策调整、产品收入结构变化以及股权激励摊销费用等因素影响，公司毛利率与净利率短期承压，但我们认为公司存货中的部分库存商品以及在手订单有望在 2023 年内兑现至利润表内，公司下半年收入业绩增速有望进一步环比提升，全年整体收入与净利润仍将保持稳定增长趋势。

## 二、IPO 募投项目接近落地，股权激励完成授予

### （一）IPO 募投项目接近落地，公司业绩弹性有望持续提升

公司 2018 年募投项目已基本建设完成，技术研发中心已建设完毕并投入使用；北斗卫星手表项目已结项，剩余资金用于永久补充流动资金；原子钟产业化项目、时间同步产品产业化项目建设正在进行收尾工作，产线处于调试和小批量试生产阶段。

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。以上项目合计达产后可为公司新增收入 10.10 亿元，净利润 1.16 亿元，分别占公司 2022 年收入和净利润的 83.40%与 103.57%。同时，各募投项目达产时对应的毛利率（分别为 40.13%与 30.18%）均高于 2022 年公司对应业务毛利率（33.16%与 19.49%）。我们认为，伴随公司募投项目产能的逐步释放，将有望为公司带来业绩弹性的提升。

### （二）股权激励完成授予，盈利能力有望持续改善

2022 年，公司完成了 2021 年 A 股限制性股票激励计划中限制性股票的授予，其中，首次授予向 86 名激励对象授予限制性股票 430.48 万股，授予价格为每股 13.34 元。预留部分向 5 名激励对象授予预留限制性股票 24.58 万股，授予价格为每股 13.32

元。2023 年-2026 年摊销费用分别为 1952.64 万元、1494.78 万元、740.66 万元以及 222.20 万元。

股权激励禁售期为授予之日起两年，禁售期满次日起的 3 年为限制性股票的解除限售期，解除限售条件为：在解除限售期的三个会计年度中，公司可解除限售日前一年度净资产收益率分别不得低于 8.0%、8.3%及 8.6%（且不低于对标企业 75 分位值水平）；扣非归母净利润较 2020 年的复合增长率不低于 15%（且不低于对标企业 75 分位值水平）；可解除限售日前一年度经济增加值改善值( $\Delta EVA$ ) $>0$ 。参考公司 2022 年净资产收益率（扣非/加权）为 7.28%，我们判断，公司未来盈利能力还将有进一步提升的空间。

### 三、专注于军民时间频率领域，航天领域业务拓展取得新进展

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，拥有国家企业技术中心，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。

#### （一）主要业务一：时间频率产品

公司时间频率产品包括频率系列产品和时间同步系列产品两类，主要应用于航空航天、卫星导航、军民用通信及国防装备等领域，参加了载人航天、探月工程、北斗卫星导航系统等国家重大工程。

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信号。公司频率系列产品包括原子钟、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。

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信号。公司时间同步系列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”全系列产品，可为各类时频应用提供全面的产品和服务。

报告期内，公司时间频率产品中，弹载铷钟模块、时统设备、晶体器件、星载铷钟、CPT 原子钟等核心产品完成重要项目合同签订，在手订单较同期实现增长。在航天领域积极拓展重要客户，公司微型时频模块产品已获得小批量试生产订单；小型化星载铷原子钟物理系统持续供应星网，原子钟整机通过比选取得新订单。

#### （二）主要业务二：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，主要应用于商务、休闲、时尚、户外、运动等大众消费领域，以及指挥协同、时间统一等国防军事领域。

从公司 IPO 募投项目的调整来看，我们判断，中短期内，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子信息系统的核心器件之一，在航空航天、精确打击、协同作战等特种领域，以及通信、电力、交通、金融等民用领域应用广泛；

② 特种领域方面，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，同时，伴随当前军队加大实战化演习力度，实战化训练导致损耗增加、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，另外，星网空间基础设施建设也将持续拉动星载铷钟需求，抬升公司原子钟市场天花板；

③ 民用领域方面，5G/物联网等新基建的推进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，体系化作战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，公司是国内少数几家原子钟研制生产企业之一，尽管公司当前受到包括税收政策调整、产品收入结构变化以及股权激励摊销费用等因素影响带来的盈利能力“承压”，但在“十四五”后半场公司相关业务领域在下游需求有望保持快速增长背景下，伴随公司募投项目进入收尾阶段，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，规模效应也有望降低公司边际成本，加速公司盈利能力的改善。

## 四、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。

在投资建议上，我们有如下观点与判断：

1. 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. 2023 年上半年，公司收入整体稳定增长，尽管盈利能力短期承压，但我们判断公司下半年收入业绩增速有望进一步环比提升，全年整体收入与净利润仍将保持稳定增长趋势；

3. 公司募投项目经过调整，已经进入收尾阶段，公司各时频领域产品的产能有望持续提升，将有望逐步为公司未来带来业绩弹性的增长，规模效应也有望进一步加速公司盈利能力的改善；

4. 公司已完成股权激励计划相关授予工作，将有助于激发公司创新活力，盈利能力有望进一步改善。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 14.04 亿元、16.39 亿元和 19.30 亿元，归母净利润分别为 1.32 亿元、1.58 亿元及 1.93 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.44 元、0.54 元，我们维持“买入”评级，目标价格 23.00 元，分别对应 2023-2025 年的 PE 为 55 倍、52 倍和 43 倍。

## 五、风险提示

1. 时频器件市场竞争加剧；
2. 税收政策，下游客户“以量换价”等因素继续挤压公司盈利空间；
3. 公司产能提升进度不及预期。

**财务报表与财务指标**

单击此处输入文字。

**报表预测**

| 利润表（百万元）          | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入              | 1210.90 | 1403.77 | 1638.67 | 1929.94 |
| 减：营业成本            | 868.87  | 1027.03 | 1191.54 | 1395.90 |
| 营业税金及附加           | 7.51    | 12.63   | 16.88   | 19.11   |
| 销售费用              | 46.05   | 53.34   | 63.91   | 75.65   |
| 管理费用              | 169.25  | 186.70  | 216.30  | 253.79  |
| 财务费用              | -1.96   | -9.69   | -10.46  | -11.82  |
| 资产减值损失            | -2.11   | -1.00   | -1.00   | -1.00   |
| 加：投资收益            | 2.38    | 3.00    | 3.00    | 3.00    |
| 公允价值变动损益          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他经营损益            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>营业利润</b>       | 116.82  | 137.75  | 164.50  | 201.32  |
| 加：其他非经营损益         | 0.09    | 0.18    | 0.13    | 0.14    |
| <b>利润总额</b>       | 116.91  | 137.93  | 164.63  | 201.46  |
| 减：所得税             | 4.41    | 6.03    | 6.86    | 8.53    |
| <b>净利润</b>        | 112.50  | 131.91  | 157.77  | 192.92  |
| 减：少数股东损益          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 112.50  | 131.91  | 157.77  | 192.92  |
| 资产负债表（百万元）        | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 货币资金              | 787.53  | 865.51  | 946.93  | 1069.68 |
| 应收和预付款项           | 878.49  | 926.69  | 1123.94 | 1274.34 |
| 存货                | 583.28  | 580.87  | 741.41  | 859.32  |
| 其他流动资产            | 10.33   | 72.51   | 58.30   | 79.00   |
| 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         | 290.38  | 281.77  | 241.12  | 200.07  |
| 无形资产和开发支出         | 9.08    | 8.81    | 8.55    | 8.28    |
| 其他非流动资产           | 15.05   | 17.02   | 18.29   | 18.85   |
| <b>资产总计</b>       | 2574.14 | 2753.20 | 3138.54 | 3509.54 |
| 短期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 应付和预收款项           | 861.44  | 886.95  | 1079.74 | 1245.53 |
| 长期借款              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他负债              | 211.24  | 150.40  | 185.18  | 197.47  |
| <b>负债合计</b>       | 1072.68 | 1037.35 | 1264.93 | 1443.00 |
| 股本                | 274.96  | 357.45  | 357.45  | 357.45  |
| 资本公积              | 444.17  | 444.17  | 444.17  | 444.17  |
| 留存收益              | 843.03  | 974.93  | 1132.70 | 1325.62 |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 1501.45 | 1715.85 | 1873.61 | 2066.54 |
| 少数股东权益            | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>股东权益合计</b>     | 1501.45 | 1715.85 | 1873.61 | 2066.54 |
| 负债和股东权益合计         | 2574.14 | 2753.20 | 3138.54 | 3509.54 |
| 现金流量表（百万元）        | 2022A   | 2023E   | 2024E   | 2025E   |
| 经营活动现金流净额         | 221.36  | 14.34   | 67.95   | 107.93  |
| 投资活动现金流净额         | 125.43  | -27.00  | 3.00    | 3.00    |
| 筹资活动现金流净额         | 29.41   | 90.65   | 10.46   | 11.82   |
| <b>现金流量净额</b>     | 376.20  | 77.99   | 81.42   | 122.75  |

数据来源：Wind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

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。

### 行业的投资评级如下:

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。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 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, 再次申明, 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:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

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。

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: 010-59219558

传 真: 010-59562637