

空天时频领域竞逐者，再获重要订单彰显实力

——天奥电子（002935.SZ）事件点评

事件：2023年11月27日，公司发布关于签订重大合同的公告，与特定机构客户签订一批总金额10047万元的生产合同，该合同已经双方签字盖章生效。本次签订合同的合同金额占公司2022年度经审计的主营业务收入的8.30%。

● 获得原子钟大额订单，收入利润有望放量

2023年11月27日，公司发布公告，与特定机构客户签订标的为XX铷钟模块的生产合同，合同金额10047万元，在2024年-2026年内履行，本次签订合同的合同金额占公司2022年度经审计的主营业务收入的8.30%。其对未来市场的主要影响为：（1）合同履行将对公司2024年度至2026年度主营业务收入产生一定积极影响；（2）提高公司在时间频率产品领域的市场竞争力；（3）大订单有望带动收入利润放量，有利于公司业务拓展。

● 航天领域下游需求放量，未来业绩增长可期

未来随着低轨卫星、弹载的需求放量，对铷钟的需求将大幅增加，公司积极拓展产能，目前公司的铷钟及其模块的产能能力可以满足总体等相关单位的需求；今年公司小型化星载铷原子钟中标“星网”项目且持续供应星网，有效拓展公司低轨卫星互联网领域市场；弹载铷钟模块进展顺利，已完成重要项目合同签订，为业绩可持续增长奠定良好基础。

● 第三季度营收增速亮眼，多因素影响利润短期承压

公司第三季度产品交付显著增加，实现营业收入6.42亿元，较去年同期增长15.52%；公司实现归母净利润2344.99万元，较去年同期下降47.02%，其主要原因为：（1）受到税收政策的持续影响；（2）销售回款率降低，应收账款增加，信用减值损失金额较去年同期提升明显；（3）限制性股票激励费用及人工成本增加，公司管理费用同比增幅超30%。毛利率为26.60%，较去年同期下降2.51个百分点；净利率为3.65%，较去年同期下降4.31个百分点。受到所处行业税收政策影响，在毛利率下降、信用减值损失和管理费用提高的共同作用下，公司第三季度利润端承担一定压力。

● 覆盖时频全系列产品，领跑国内时频行业

公司主营业务为频率系列产品、时间同步系列产品和北斗卫星应用产品。频率系列产品和时间同步系列产品是公司主要收入来源。公司拥有完整的“器件-部件-设备”频率系列产品和“板卡-模块-设备-系统”时间同步系列产品，主要包括原子钟、晶体器件、频率组件及设备，时间同步设备级系统。公司产品主要应用于国防装备、航空航天、卫星导航及通信等领域，主要客户来自各部委、军工集团、大型企业（集团）等，积累了深厚的客户资源。

● 产业布局广泛，弹载星载配套产品应用领域不断拓展

公司重视时间频率产业发展，拓展在深水海洋领域业务，并有相应的技术储备，部分产品给相关单位配套；公司弹载铷钟模块产品应用于弹载系统，弹载铷钟模块、时统设备、晶体器件、CPT原子钟等核心产品完成重要项目合同签订；公司星载原子钟等产品配套应用于空间领域，成为国内星载原子钟等产品的主要供应商，竞争力较强；星载铷原子钟物理系统及整钟、时间双向比对设备等产品已为星网配套，并按照客户要求要求进行生产、交付，各项工作进展顺利。

增持|维持

当前价：19.54元

基本数据

52周最高/最低价（元）：30.32 / 16.77

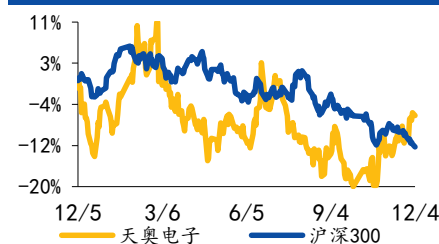
A股流通股（百万股）：343.42

A股总股本（百万股）：357.45

流通市值（百万元）：6710.37

总市值（百万元）：6984.51

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）2023半年报点评：多因素影响利润短期承压，时频领域未来可期》
2023.09.04

《国元证券公司研究-天奥电子（002935）一季度点评：多点开花扩展增量市场，产能提升助推业绩高增》
2023.05.14

报告作者

分析师 马捷

执业证书编号 S0020522080002

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

联系人 王鹏

电话 021-51097188

邮箱 majie@gyzq.com.cn

● **销售回款率降低影响公司净利润，股权激励摊销提升期间费用成本**

公司前三季度应收账款 8.38 亿元，较去年同期增加 95.63%，信用减值损失-1354.41 万元，主要系销售回款率降低，影响公司净利润，随着公司进入第四季度订单集中回款期，应收账款数额将逐渐减少。2023 年前三季度公司管理费用 6257.77 万元，较去年同期增加 30.09%，主要系股权激励成本摊销所致；财务费用-456.82 万元，同比降低 142.79%，主要系投资活动获得额外收益，利息收入增加所致；研发费用 3507.18 万元，同比减少 12.40%。受所处行业多种因素影响，公司降费成果尚不明显，但多项费用仍处可控范围。

● **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 1.17 亿元、1.49 亿元、2.11 亿元，EPS 分别为 0.33 元、0.42 元、0.59 元，对应 PE 为 55.70 倍、43.76 倍、30.99 倍，给予“增持”评级。

● **风险提示**

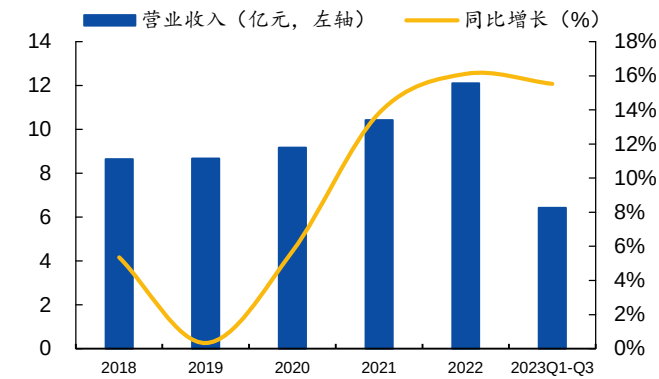
军品需求不及预期风险，研发进度不及预期风险。

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	1466.68	1876.69	2425.55
收入同比(%)	13.81	16.10	21.12	27.95	29.25
归母净利润(百万元)	118.40	112.50	117.32	149.31	210.86
归母净利润同比(%)	16.71	-4.98	4.28	27.27	41.22
ROE(%)	8.38	7.49	7.30	8.74	11.32
每股收益(元)	0.33	0.31	0.33	0.42	0.59
市盈率(P/E)	55.19	58.08	55.70	43.76	30.99

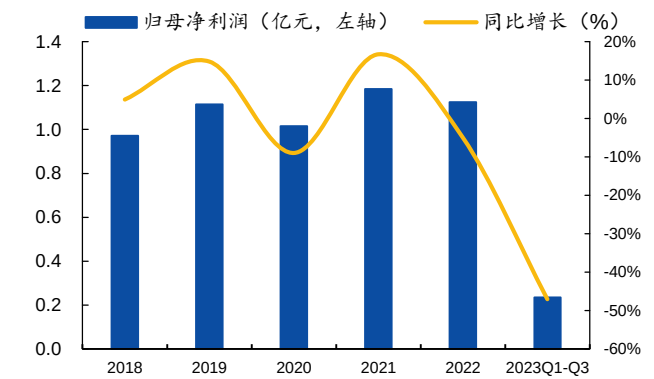
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 1：营业收入保持稳定增长



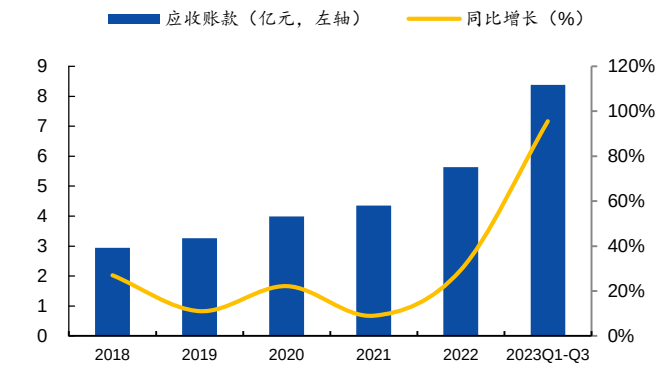
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 2：前三季度归母净利润短期承压



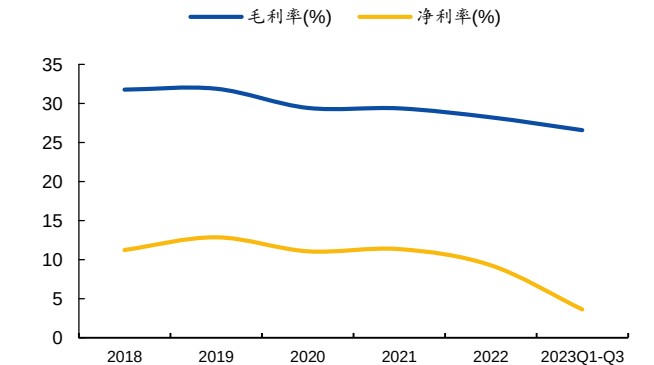
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 3：2023Q1-Q3 应收账款增长明显



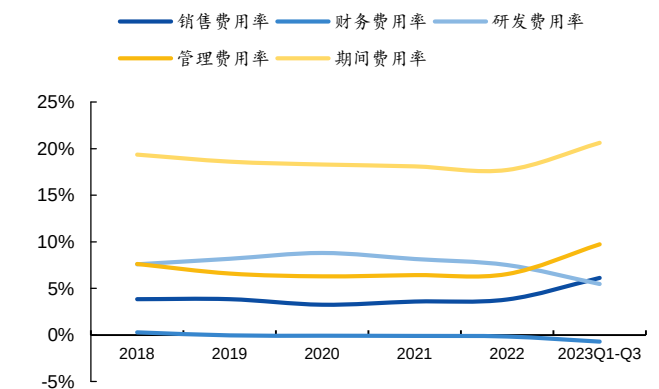
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 4：近 5 年毛利率和净利率情况



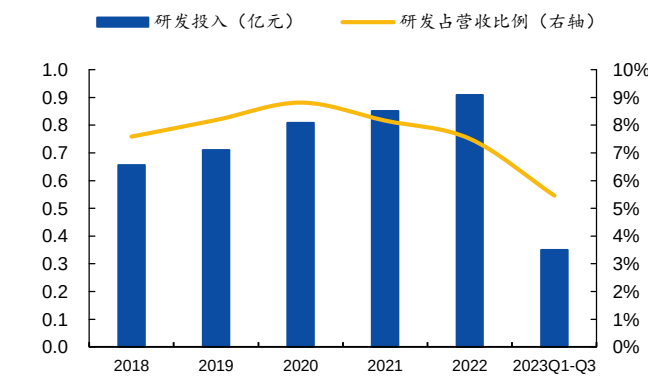
资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 5：近 5 年期间费用情况



资料来源：Wind, 国元证券研究所

图 6：近 5 年研发费用情况



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	2451.48	2954.21	3617.00
现金	411.33	787.53	594.86	628.49	643.79
应收账款	434.91	562.76	650.92	837.48	1087.86
其他应收款	2.06	8.72	7.71	10.60	14.37
预付账款	5.90	25.12	21.47	28.81	38.56
存货	492.91	583.28	740.48	933.90	1195.50
其他流动资产	362.17	292.22	436.04	514.92	636.93
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	2709.74	3154.94	3759.66
流动负债	543.13	1022.92	1055.21	1398.11	1849.25
短期借款	0.00	0.00	70.69	136.28	250.91
应付账款	176.82	451.43	421.71	562.72	741.02
其他流动负债	366.31	571.49	562.82	699.11	857.33
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	1101.86	1445.82	1896.95
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	919.10	1025.40	1181.52
归属母公司股东权益	1412.88	1501.45	1607.88	1709.12	1862.71
负债和股东权益	2002.86	2574.14	2709.74	3154.94	3759.66

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	-269.15	2.52	-52.10
净利润	118.40	112.50	117.32	149.31	210.86
折旧摊销	9.83	16.29	56.58	57.69	58.24
财务费用	-0.99	-1.96	-13.94	-9.19	-5.82
投资损失	-6.02	-2.38	-4.75	-4.17	-4.07
营运资金变动	-15.12	78.02	-431.00	-212.73	-337.89
其他经营现金流	3.38	18.89	6.65	21.62	26.58
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	71.50	27.10	63.35
短期借款	0.00	0.00	70.69	65.59	114.63
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	0.81	-38.49	-51.28
现金净增加额	28.21	376.20	-192.67	33.64	15.29

资料来源: Wind, 国元证券研究所

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	1466.68	1876.69	2425.55
营业成本	736.44	868.87	1090.84	1384.31	1769.78
营业税金及附加	1.78	7.51	5.84	8.15	11.00
营业费用	37.34	46.05	53.31	69.10	89.42
管理费用	67.10	79.30	118.00	133.43	162.00
研发费用	85.17	90.95	92.12	136.20	179.50
财务费用	-0.99	-1.96	-13.94	-9.19	-5.82
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	123.29	156.50	220.95
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	123.47	156.63	221.09
所得税	6.98	4.41	6.15	7.33	10.23
净利润	118.40	112.50	117.32	149.31	210.86
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	117.32	149.31	210.86
EBITDA	134.14	131.15	165.93	205.00	273.37
EPS (元)	0.57	0.41	0.33	0.42	0.59

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	21.12	27.95	29.25
营业利润(%)	14.99	-6.77	5.54	26.93	41.18
归属母公司净利润(%)	16.71	-4.98	4.28	27.27	41.22
获利能力					
毛利率(%)	29.39	28.25	25.63	26.24	27.04
净利率(%)	11.35	9.29	8.00	7.96	8.69
ROE(%)	8.38	7.49	7.30	8.74	11.32
ROIC(%)	11.00	13.97	9.04	10.91	13.33
偿债能力					
资产负债率(%)	29.46	41.67	40.66	45.83	50.46
净负债比率(%)	0.32	0.14	6.54	9.53	13.30
流动比率	3.15	2.21	2.32	2.11	1.96
速动比率	2.23	1.63	1.61	1.44	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.54	0.53	0.56	0.64	0.70
应收账款周转率	2.25	2.22	2.21	2.30	2.30
应付账款周转率	4.11	2.77	2.50	2.81	2.71
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.31	0.33	0.42	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	0.62	-0.75	0.01	-0.15
每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.20	4.50	4.78	5.21
估值比率					
P/E	55.19	58.08	55.70	43.76	30.99
P/B	4.62	4.35	4.06	3.82	3.51
EV/EBITDA	42.85	43.83	34.64	28.04	21.03

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