

## 国博电子 (688375)

### 2024年三季度报点评：T/R 组件领先企业，单季度毛利率创下历史新高

#### 报告摘要

◆ 公司10月30日公告，2024Q1-Q3实现营收（18.14亿元，-35.83%），归母净利润（3.06亿元，-31.93%），毛利率（36.39%，+4.14pcts），净利率（16.90%，+0.97pcts）。24Q3实现营收（5.11亿元，同比-43.51%，环比-16.15%），归母净利润（0.62亿元，同比-56.28%，环比-50.03%），毛利率（39.58%，同比+5.88pcts，环比+5.01pcts），净利率（12.10%，同比-3.54pcts，环比-8.21pcts）。

◆ 背靠中国电科55所，T/R组件批量提供的领先企业。公司背靠电科55所及国基南方子集团，是旗下唯一上市平台。主要从事有源相控阵T/R组件和射频集成电路相关产品，其中T/R组件主要用于精确制导、雷达探测领域，公司产品涉及弹载、机载等领域，长期为陆、海、空、天等各型装备配套大量关键产品，是国内面向各军工集团销量最大的有源相控阵T/R组件研发生产平台。

◆ 需求波动或伴随产品结构优化，单季度毛利率创下历史新高。公司2024Q1-Q3营收（18.14亿元，-35.83%）及归母净利润（3.06亿元，-31.93%）同比明显下降，主要系T/R组件和射频模块业务收入减少所致，毛利率（36.39%，+4.14pcts）及净利率（16.90%，+0.97pcts）实现小幅增加。24Q3实现营收（5.11亿元，同比-43.51%，环比-16.15%），归母净利润（0.62亿元，同比-56.28%，环比-50.03%），毛利率（39.58%，同比+5.88pcts，环比+5.01pcts）创下历史新高，我们认为是交付产品结构变化所致，净利率（12.10%，同比-3.54pcts，环比-8.21pcts），总体来看24Q3单季度受下游需求波动影响较大，但产品结构或出现优化，我们认为随着行业基本面逐步触底，景气恢复下公司主业将迎来量价齐升。

◆ 三费率小幅增长，回款增加改善经营现金流。2024Q1-Q3公司销售费用（0.07亿元，-1.30%）略有下降，管理费用（0.97亿元，+4.27%）同

投资评级

买入

维持评级

2024年11月15日

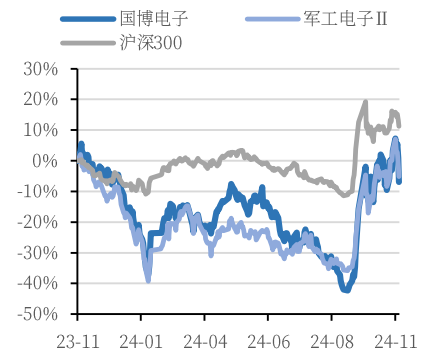
收盘价(元): 52.99

目标价(元): 70.00

#### 公司基本数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(百万股)     | 596.01      |
| 总市值(百万)      | 31,582.83   |
| 流通股本(百万股)    | 265.47      |
| 流通市值(百万)     | 14,067.38   |
| 12月最高/最低价(元) | 90.09/32.13 |
| 资产负债率(%)     | 25.29       |
| 每股净资产(元)     | 10.08       |
| 市盈率(TTM)     | 68.29       |
| 市净率(PB)      | 5.26        |
| 净资产收益率(%)    | 1.03        |

#### 股价走势图



#### 作者

梁晨 分析师

SAC执业证书: S0640519080001

联系电话: 010-59562536

邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师

SAC执业证书: S0640519070001

联系电话: 010-59219568

邮箱: zhangchao@avicsec.com

闫政圆 研究助理

SAC执业证书: S0640123070039

联系电话:

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

比有所增加，财务费用（-0.19 亿元， -11.85%）小幅下降，研发费用（2.57 亿元， -2.34%）略有下降。综合来看公司三费率（4.68%， +1.74pcts）同比小幅提升。2024Q1-Q3 公司经营现金流净额（1.47 亿元）由负转正，主要系前三季度应收票据到期收到现金增加所致，投资现金流净额（0.20 亿元， -86.73%）大幅下降，筹资现金流净额（-0.23 亿元）小幅增加。

邮箱：

#### 相关研究报告

2023 年中报点评：T/R 组件业务持续发力，  
Q2 营收业绩创下新高 —2023-09-14

◆ **低空感知及端侧产品实现出货，推进卫通配套及 T/R 组件数字化转型。**在低空领域，公司多款射频集成电路已应用于 5.5G 通感一体基站中，新一代智能天线高线性控制器件及应用于无人机的射频前端模组批量出货；在 T/R 组件应用领域，公司在低轨卫星和商业航天领域均开展了技术研发和产品开发工作，多款产品已开始交付客户；公司积极推进射频组件设计数字化转型，重点围绕 W 波段有源相控微系统、毫米波数字阵列及异构集成产品领域开展技术攻关。

◆ **股东增持助力公司长期发展。**10 月 18 日公司公告，国基南方及中电科投资拟 12 个月内增持公司股份 4-7 亿元人民币，其中国基南方增持金额在 2-3 亿元人民币之间，中电科投资增持金额在 2-4 亿元人民币之间。本次增持基于对公司未来发展前景的坚定信心及中长期投资价值的认可，促进公司持续稳定健康发展。

◆ **投资建议：**公司是目前国内能够批量提供有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路产品的领先企业，核心技术达到国内领先、国际先进水平。具体投资建议如下：

- 1、公司面向低空领域射频模块及芯片等产品已实现批量供货，有望成为公司新的重要增长极；
- 2、低轨卫星及商业航天产品实现交付，随着星座铺设加速将进一步明确上量节奏；
- 3、公司背靠 55 所及国基南方子集团，作为唯一的上市平台，有望充分享受股东技术及产业实力带来的利益；

我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 28.27 亿、33.16 亿元和 39.58 亿元，归母净利润分别为 4.98 亿元、6.55 亿元和 8.57 亿元，EPS 分别为 0.84 元、1.10 元和 1.44 元，我们维持“买入”评级，目标价为 70.00 元，对应 PE 分别为 84 倍、64 倍和 49 倍。

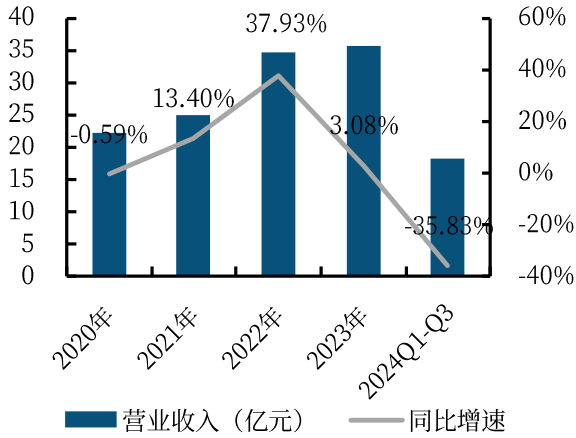
◆ **风险提示：**产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

| 财务数据与估值        | 2022A   | 2023A   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 3460.51 | 3566.96 | 2827.37 | 3316.03 | 3958.15 |
| 增长率 (%)        | 37.93   | 3.08    | -20.73  | 17.28   | 19.36   |
| 归母净利润 (百万元)    | 520.59  | 606.23  | 497.94  | 655.24  | 856.76  |
| 增长率 (%)        | 41.40   | 16.45   | -17.86  | 31.59   | 30.76   |
| 毛利率 (%)        | 30.67   | 32.28   | 34.12   | 34.58   | 35.65   |
| 每股收益 (元)       | 0.87    | 1.02    | 0.84    | 1.10    | 1.44    |
| 市盈率 PE         | 59.99   | 51.52   | 62.72   | 47.66   | 36.45   |
| 市净率 PB         | 5.54    | 5.21    | 4.95    | 4.65    | 4.31    |
| 净资产收益率 ROE (%) | 9.24    | 10.11   | 7.89    | 9.76    | 11.82   |

资料来源：iFind，中航证券研究所

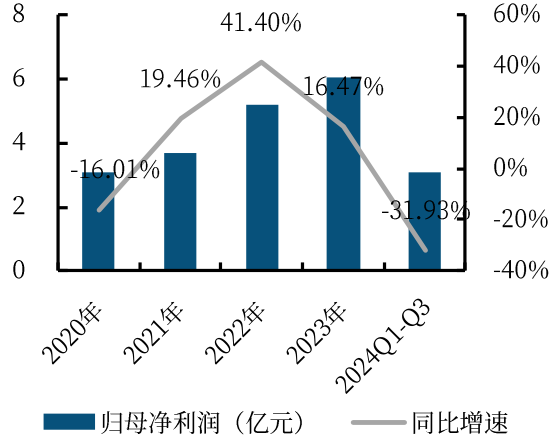
● 2020-2024Q3 年公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



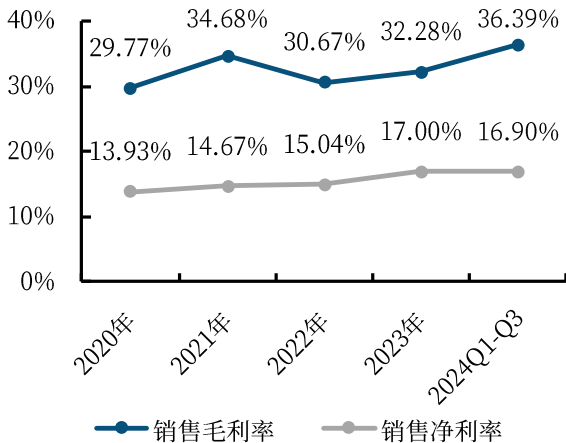
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



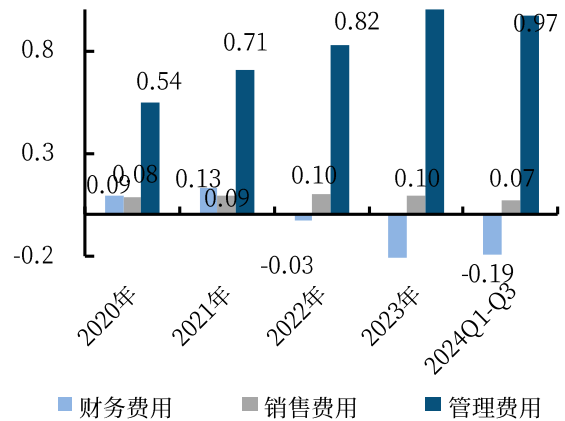
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



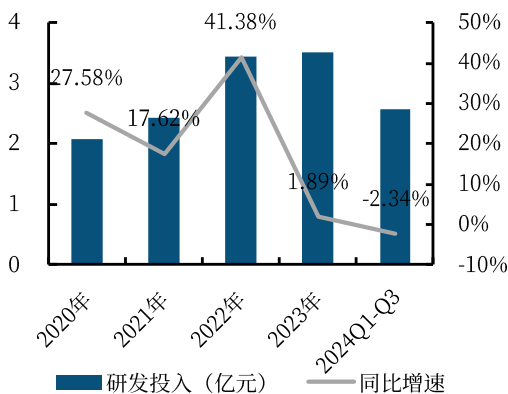
资料来源: Wind, 中航证券研究所

图4 公司三费情况



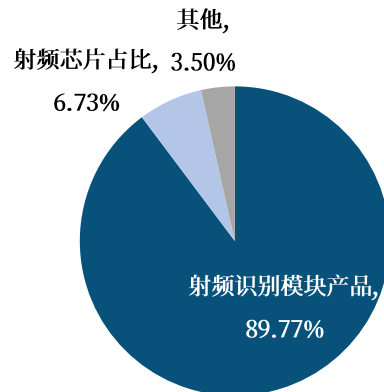
资料来源: Wind, 中航证券研究所, 单位: 亿元

图5: 公司研发支出情况



资料来源: Wind, 中航证券研究所

图6: 公司 2024H1 分业务营收占比



资料来源: Wind, 中航证券研究所

## 财务报表与财务指标

| 报表预测              | 单位:百万元   |           |          |          |          |          |
|-------------------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度              | 2021     | 2022      | 2023     | 2024E    | 2025E    | 2026E    |
| <b>利润表</b>        |          |           |          |          |          |          |
| 营业收入              | 2,508.81 | 3,460.51  | 3,566.96 | 2,827.37 | 3,316.03 | 3,958.15 |
| 减: 营业成本           | 1,638.64 | 2,399.24  | 2,415.40 | 1,862.65 | 2,169.21 | 2,546.90 |
| 税金及附加             | 10.17    | 19.42     | 22.39    | 17.75    | 20.82    | 24.85    |
| <b>主营业务利润</b>     | 860.01   | 1,041.85  | 1,129.17 | 946.97   | 1,126.00 | 1,386.39 |
| 减: 销售费用           | 9.22     | 10.10     | 9.72     | 9.90     | 9.95     | 13.85    |
| 管理费用              | 70.92    | 82.45     | 128.36   | 127.23   | 149.22   | 138.54   |
| 研发费用              | 244.08   | 345.07    | 351.58   | 311.01   | 331.60   | 395.81   |
| 财务费用              | 13.09    | -2.98     | -21.97   | -26.37   | -30.25   | -34.68   |
| <b>经营性利润</b>      | 522.70   | 607.21    | 661.48   | 525.21   | 665.48   | 872.87   |
| 加: 资产减值损失         | -115.93  | -12.16    | -44.97   | -56.55   | -24.87   | -19.79   |
| 信用减值损失            | -36.57   | -70.81    | -26.60   | 8.48     | 1.66     | 1.58     |
| 其他经营损益            | -0.00    | -0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资收益              | 0.00     | 0.51      | 6.31     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 公允价值变动损益          | 0.00     | 2.84      | 2.82     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资产处置收益            | 0.02     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他收益              | 20.30    | 30.33     | 55.27    | 60.31    | 65.26    | 69.88    |
| <b>营业利润</b>       | 390.50   | 557.92    | 654.32   | 537.45   | 707.53   | 924.55   |
| 加: 其他非经营损益        | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营业外收入             | 0.01     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 减: 营业外支出          | 0.07     | 2.90      | 0.60     | 0.50     | 0.96     | 0.66     |
| <b>利润总额</b>       | 390.44   | 555.02    | 653.73   | 536.95   | 706.58   | 923.89   |
| 减: 所得税            | 22.27    | 34.43     | 47.50    | 39.01    | 51.34    | 67.13    |
| <b>净利润</b>        | 368.16   | 520.59    | 606.23   | 497.94   | 655.24   | 856.76   |
| 减: 少数股东损益         | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 368.16   | 520.59    | 606.23   | 497.94   | 655.24   | 856.76   |
| <b>资产负债表</b>      |          |           |          |          |          |          |
| 货币资金              | 1,025.70 | 2,337.66  | 2,330.67 | 2,584.03 | 2,824.46 | 3,168.51 |
| 交易性金融资产           | 0.00     | 502.84    | 400.58   | 400.58   | 400.58   | 400.58   |
| 应收票据              | 525.51   | 1,364.08  | 1,333.23 | 774.62   | 908.50   | 1,084.42 |
| 应收账款              | 1,288.46 | 1,415.98  | 1,747.02 | 1,936.56 | 2,089.55 | 2,277.29 |
| 预付账款              | 10.01    | 11.27     | 5.52     | 4.37     | 5.13     | 6.12     |
| 其他应收款             | 0.14     | 0.04      | 0.68     | 0.54     | 0.63     | 0.75     |
| 存货                | 858.40   | 955.06    | 616.71   | 475.58   | 553.85   | 650.29   |
| 其他流动资产            | 28.70    | 55.22     | 66.79    | 52.94    | 62.09    | 74.12    |
| 长期股权投资            | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 金融资产投资            | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资性房地产            | 0.00     | 0.00      | 111.34   | 111.34   | 111.34   | 111.34   |
| 固定资产和在建工程         | 1,146.62 | 1,537.98  | 1,666.50 | 1,654.19 | 1,732.38 | 1,801.06 |
| 无形资产和开发支出         | 46.91    | 58.03     | 103.85   | 146.22   | 143.60   | 140.97   |
| 其他非流动资产           | 120.18   | 86.99     | 88.19    | 87.58    | 86.98    | 86.98    |
| <b>资产总计</b>       | 5,050.62 | 8,325.15  | 8,471.07 | 8,228.55 | 8,919.09 | 9,802.43 |
| 短期借款              | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 交易性金融负债           | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 应付票据              | 296.11   | 869.83    | 1,009.04 | 778.13   | 906.20   | 1,063.98 |
| 应付账款              | 1,185.68 | 1,490.43  | 1,131.32 | 872.42   | 1,016.01 | 1,192.91 |
| 预收账款              | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 合同负债              | 583.64   | 8.06      | 5.66     | 4.49     | 5.27     | 6.29     |
| 其他应付款             | 106.99   | 115.87    | 161.36   | 124.43   | 144.91   | 170.14   |
| 长期借款              | 162.35   | 132.44    | 98.38    | 80.71    | 65.63    | 48.68    |
| 其他负债              | 164.89   | 72.97     | 67.24    | 59.94    | 64.23    | 69.58    |
| <b>负债合计</b>       | 2,499.66 | 2,689.60  | 2,473.00 | 1,920.12 | 2,202.24 | 2,551.57 |
| 股本                | 360.00   | 400.01    | 400.01   | 596.01   | 596.01   | 596.01   |
| 资本公积              | 1,608.30 | 4,325.97  | 4,328.10 | 4,132.09 | 4,132.09 | 4,132.09 |
| 留存收益              | 582.66   | 909.56    | 1,269.96 | 1,580.32 | 1,988.73 | 2,522.75 |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | 2,550.96 | 5,635.54  | 5,998.07 | 6,308.43 | 6,716.84 | 7,250.86 |
| 少数股东权益            | 0.00     | 0.00      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>股东权益合计</b>     | 2,550.96 | 5,635.54  | 5,998.07 | 6,308.43 | 6,716.84 | 7,250.86 |
| 负债和股东权益合计         | 5,050.62 | 8,325.15  | 8,471.07 | 8,228.55 | 8,919.09 | 9,802.43 |
| <b>投入资本(IC)</b>   | 1,938.49 | 3,273.53  | 3,721.89 | 3,687.27 | 3,889.04 | 4,126.26 |
| <b>现金流量表</b>      |          |           |          |          |          |          |
| 经营性现金净流量          | 1,142.73 | -183.99   | 838.93   | 581.57   | 676.75   | 854.09   |
| 投资性现金净流量          | -451.59  | -1,005.28 | -547.54  | -149.35  | -204.67  | -205.03  |
| 筹资性现金净流量          | -247.73  | 2,501.68  | -298.38  | -178.87  | -231.65  | -305.01  |
| <b>现金流量净额</b>     | 443.41   | 1,312.40  | -6.98    | 253.36   | 240.43   | 344.05   |

数据来源: iFind, 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。  
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。  
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%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: 资本市场大型军工行业研究团队, 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, liyuq@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。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起。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