

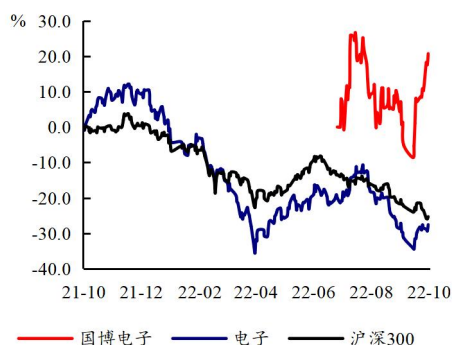


评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名 彭琦
资格证书 S1710522060001
电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	400.01
流通A股/B股(百万股)	400.01/0.00
资产负债率(%)	37.91
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	121.60/87.72

相关研究

《【电子】国博电子（688375.SH）：本土军用有源相控阵T/R组件龙头，5G民用发展可期_20220713》2022.07.13

国博电子（688375.SH）：“军用+民用”双轨并行，展望全年业绩成长超40%

——三季度业绩点评

事件点评

公司Q3实现营业收入9.25亿元，同比增长73.29%，前三季度共实现营业收入26.61亿元，较上年同期增长59.71%。Q3及前三季度分别实现归母净利润1.40亿元、4.02亿元，同比增长分别为40.60%、37.63%，业绩符合预期。公司业绩实现高增长，主要系（1）市场需求拉动增长，公司有源相控阵T/R组件和射频模块产品销售收入持续增加；（2）公司为保持技术创新优势、推动GaN射频芯片/模块在关键军用元器件及通讯基站中的运用。2022年前三季度研发费用同比增长52.07%，使得公司技术实力不断提升，市场份额持续扩大。

T/R组件：国际局势日趋紧张，“十四五”军费支出提升，军用需求拉动收入增长。今年以来国际局势等紧张因素拉动军工装备需求，“十四五”期间新装备需求加速放量，拉动T/R组件市场空间大幅提升，考虑军工行业季节性特点今年Q4将会确认较高收入，展望2022年及后续数年内军用领域有望保持高增速。

射频产品：通信基站领域市占率稳健提升，并逐步向其他民用领域延伸。公司射频芯片技术水平国内领先、国际先进，研发了新一代5G基站智能天线，保持了射频芯片业务稳定增长。同时公司还积极拓展新客户和新业务领域，加大通信终端、车载射频产品的研发投入和产品推广，未来有望受益于多元化的射频产品收入来源。

第三代化合物半导体领域：公司积极布局基于GaN新产品，产业化建设有序推进。公司承担的科研项目开发了基站应用的GaN芯片及模块设计、自动封测批产等核心技术，为公司在5G领域奠定了坚实的发展基础。产业化建设方面，公司将形成年产2000万只GaN芯片和模块生产线，解决国内移动通信关键芯片急需，未来发展大有可为。

投资建议

公司为国内军用有源相控阵T/R组件及系列化射频集成电路领先企业，产品覆盖军用及民用领域，核心技术达国际先进水平，未来有望受益于军品需求日益增加和下游5G通信领域高景气。考虑以上原因，我们一定程度上调原有盈利预测，预计公司2022-2024年营业收入为35.23、46.59、61.31亿元，净利润分别为5.33、7.34、10.00亿元，对应2022年10月26日收盘价115.89元，2022-2024年PE为86.92x/63.14x/46.37x，维持“推荐”评级。

风险提示

T/R组件研发更新进度不及预期；下游应用发展不及预期；产能释放不及预期。

盈利预测

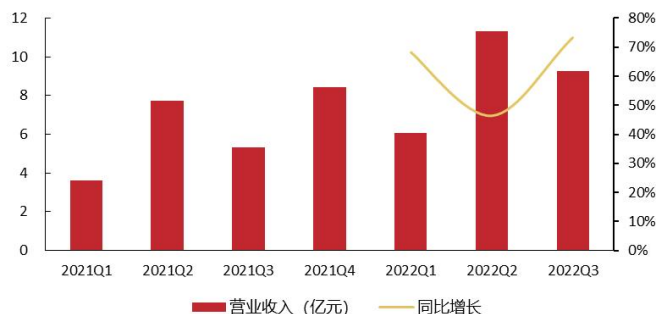
项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2508.81	3522.51	4658.87	6130.90
增长率 (%)	13.40	40.41	32.26	31.60
归母净利润	368.16	533.33	734.22	999.71
增长率 (%)	19.46	44.86	37.67	36.16
EPS (元/股)	1.02	1.33	1.84	2.50
市盈率 (P/E)	0.00	86.92	63.14	46.37
市净率 (P/B)	0.00	8.24	7.29	6.30

资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所预测，股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价 115.89 元

1. 经营分析

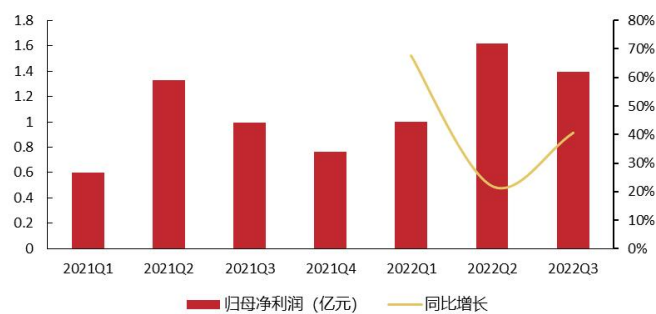
公司 Q3 实现营业收入 9.25 亿元，同比增长 73.29%，前三季度共实现营业收入 26.61 亿元，较上年同期增长 59.71%。

图表 1. 2021Q1-2022Q3 季度营业收入及同比



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

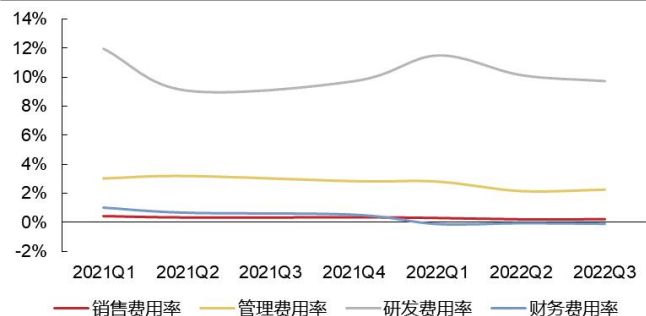
图表 2. 2021Q1-2022Q3 季度归母净利润及同比



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

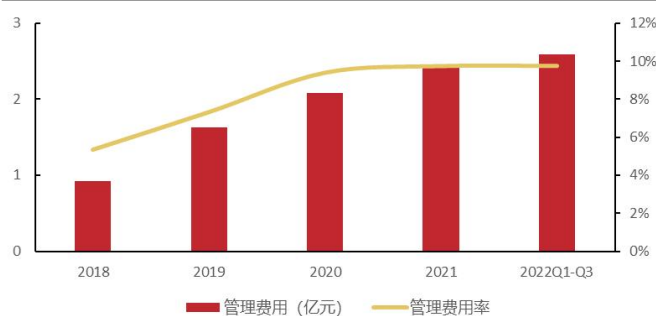
Q3 及前三季度分别实现归母净利润 1.40 亿元、4.02 亿元，同比增长分别为 40.60%、37.63%。

图表 3. 2021Q1-2022Q3 期间费用率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

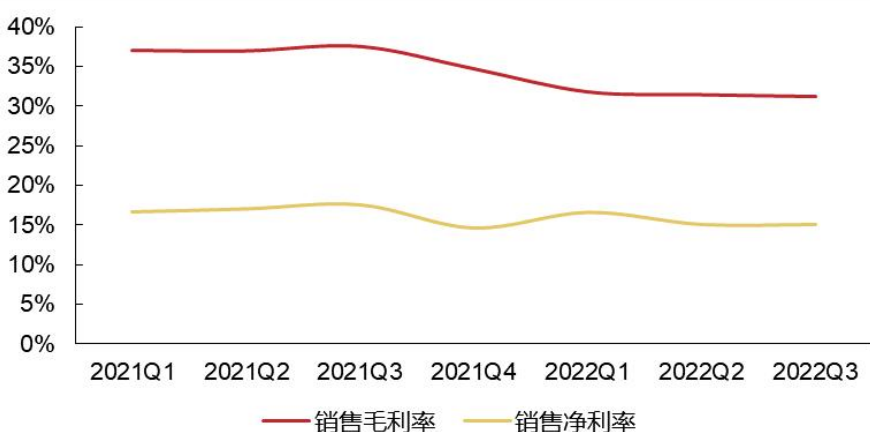
图表 4. 2018-2022Q1-Q3 管理费用及费用率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

期间费用率从 2021Q1 的 16.44% 降至 2022Q3 的 12.11%，其中研发费用规模稳健增长。

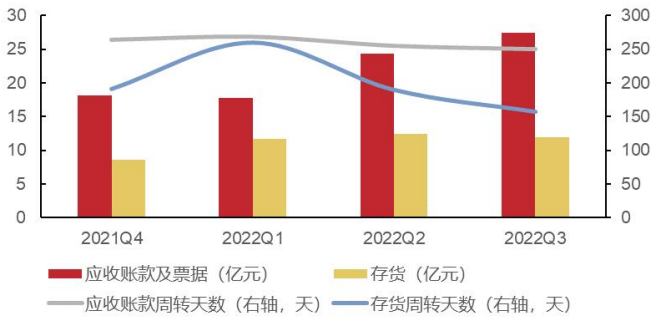
图表 5. 2021Q1-2022Q3 季度毛利率与净利率



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

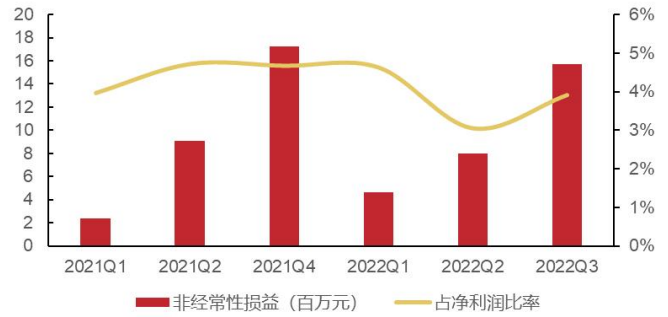
公司毛利率水平稍有降低，净利率水平基本维持稳定，推测为公司产品（如射频芯片业务）结构调整的结果。

图表 6. 2021Q4-2022Q3 应收账款与存货情况



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所

图表 7. 2021Q1-2022Q3 非经常性损益及占比



资料来源：同花顺 iFinD，东亚前海证券研究所（2021Q3 数据未披露）

公司应收账款水平持续上升，其规模主要是跟随营收而提升，应收账款周转天数有所改善；存货水平从 2021Q4-2022Q3 有明显提升，主要是营收及订单增长后带来的原材、在产品及尚未交货的成品增多，但同时存货周转天数也有明显降低，系公司营收规模扩张加强了其在产业链上的话语权。

非经常性损益中包括计入当期损益的政府补贴、所得税影响额等，此部分收入通常产生于承接国家科研项目、享受地方政府税收优惠。公司虽然长期承接国家科研项目，但非经常性损益占比长期保持在 3-4%，说明公司在剔除补助外，真实盈利能力优秀。

T/R 组件：国际局势日趋紧张，“十四五”军费支出提升，军用需求拉动收入增长。公司整合中国电科十五所微系统事业部有源相控阵 T/R 组件业务，构建了覆盖 X 波段、Ku 波段、Ka 波段的设计平台、微波高密度互连工艺平台以及全自动通用测试平台，具备 100GHz 及以下频段有源相控阵 T/R 组件研制批产能力，产品广泛应用于弹载、机载、星载等领域。今年以来国际局势紧张拉动军工装备需求，“十四五”期间新装备需求加速放量，拉动 T/R 组件市场空间大幅提升，考虑军工行业季节性特点今年 Q4 将会确认较高收入，展望 2022 年及后续数年内军用领域有望保持高增速。

射频产品：通信基站领域市占率稳健提升，并逐步向其他民用领域延伸。公司射频芯片技术水平国内领先、国际先进，研发了新一代 5G 基站智能天线，保持了射频芯片业务稳定增长。目前公司已经是 5G 基站建设的核心供应商，市占率稳步提升。同时公司还积极拓展新客户和新业务领域，加大通信终端、车载射频产品的研发投入和产品推广，部分产品已经通过客户认证并取得批量订单。未来有望受益于多元化的射频产品收入来源。

第三代化合物半导体领域：公司积极布局基于 GaN 新产品，产业化建设有序推进。公司的 GaN 射频芯片主要用于各类有源相控阵 T/R 组件，GaN 射频模块主要应用于 4G、5G 移动通信基站中。2022 年 8 月，公司承担的“面向 5G 应用的 GaN 芯片及模块研发及产业化项目”顺利通过验收，该项目开发了基站应用的 GaN 芯片及模块设计、自动封测批产等核心技术，为公司在 5G 领域奠定了坚实的发展基础。产业化建设方面，公司配置了多台套 GaN 芯片及模块射频/DC 测试系统、可靠性试验设备和自动封装设备，形成年产 2000 万只 GaN 芯片和模块生产线，解决国内移动通信关键芯片急需，未来发展大有可为。

2. 盈利预测

公司为国内军用有源相控阵 T/R 组件及系列化射频集成电路领先企业，产品覆盖军用及民用领域，核心技术达国际先进水平，未来有望受益于军品需求日益增加和下游 5G 通信领域高景气。考虑以上原因，我们一定程度上调原有盈利预测，预计公司 2022-2024 年营业收入为 35.23、46.59、61.31 亿元，净利润分别为 5.33、7.34、10.00

亿元，对应 2022 年 10 月 26 日收盘价 115.89 元，2022-2024 年 PE 为 86.92x/63.14x/46.37x，维持“推荐”评级。

3. 风险提示

T/R 组件研发更新进度不及预期；下游应用发展不及预期；产能释放不及预期。

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2508.81	3522.51	4658.87	6130.90
%同比增速	13.40%	40.41%	32.26%	31.60%
营业成本	1638.64	2427.51	3213.35	4224.42
毛利	870.18	1095.00	1445.52	1906.48
%营业收入	34.68%	31.09%	31.03%	31.10%
税金及附加	10.17	7.69	12.60	18.27
%营业收入	0.41%	0.22%	0.27%	0.30%
销售费用	9.22	11.57	14.45	17.98
%营业收入	0.37%	0.33%	0.31%	0.29%
管理费用	70.92	89.25	113.44	146.21
%营业收入	2.83%	2.53%	2.43%	2.38%
研发费用	244.08	336.74	448.31	579.62
%营业收入	9.73%	9.56%	9.62%	9.45%
财务费用	13.09	14.86	13.74	16.85
%营业收入	0.52%	0.42%	0.29%	0.27%
资产减值损失	-115.93	-63.61	-71.95	-83.83
信用减值损失	-36.57	-34.11	-34.83	-35.17
其他收益	20.30	28.41	42.40	51.61
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.02	0.02	0.02	0.03
营业利润	390.50	565.60	778.64	1060.19
%营业收入	15.57%	16.06%	16.71%	17.29%
营业外收支	-0.07	0.00	0.00	0.00
利润总额	390.44	565.60	778.64	1060.19
%营业收入	15.56%	16.06%	16.71%	17.29%
所得税费用	22.27	32.27	44.42	60.48
净利润	368.16	533.33	734.22	999.71
%营业收入	14.67%	15.14%	15.76%	16.31%
归属于母公司净利润	368.16	533.33	734.22	999.71
%同比增速	19.46%	44.86%	37.67%	36.16%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	1.02	1.33	1.84	2.50

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	1.02	1.33	1.84	2.50
BVPS	7.09	14.06	15.89	18.39
PE	0.00	86.92	63.14	46.37
PEG	0.00	1.94	1.68	1.28
PB	0.00	8.24	7.29	6.30
EV/EBITDA	-1.62	56.55	41.31	32.41
ROE	14%	9%	12%	14%
ROIC	14%	12%	14%	16%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1026	621	2089	899
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	1814	3687	3471	5660
存货	858	2037	1644	3077
预付账款	10	11	17	22
其他流动资产	29	10	9	10
流动资产合计	3737	6365	7231	9668
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	268	462	709	852
无形资产	47	63	83	111
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	49	49	49	49
其他非流动资产	951	1404	1767	1467
资产总计	5051	8342	9839	12146
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1482	1995	2607	3443
预收账款	0	3	1	2
应付职工薪酬	78	106	143	192
应交税费	28	150	123	164
其他流动负债	695	329	552	934
流动负债合计	2283	2583	3427	4735
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	217	135	54	54
负债合计	2500	2718	3481	4789
归母所有者权益	2551	5624	6358	7357
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	2551	5624	6358	7357
负债及股东权益	5051	8342	9839	12146

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1143	-2092	2323	-1148
投资	0	0	0	0
资本性支出	-452	-761	-770	-43
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-452	-761	-770	-43
债权融资	-370	-81	-81	0
股权融资	0	2739	0	0
银行贷款增加(减少)	170	0	0	0
筹资成本	-7	-210	-3	0
其他	-41	0	0	0
筹资活动现金流净额	-248	2448	-84	0
现金净流量	443	-405	1469	-1191

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>