

国博电子（688375.SH）

成本费用管控良好，射频集成电路产业化项目逐步落地

增持

核心观点

公司2023年上半年收入利润双位数增长。公司2023年上半年主营收入19.21亿元，同比上升10.67%；归母净利润3.09亿元，同比上升17.75%；扣非净利润2.82亿元，同比上升10.79%；其中二季度主营收入12.24亿元，同比上升8.17%；单季度归母净利润1.93亿元，同比上升19.12%。

公司经营稳健，成本费用管控良好。报告期内公司毛利率31.56%，同比基本持平。销售费用率同比持平，管理费用率同比提升0.73pct，研发费用率同比减少0.83pct，三项费用率总体基本持平。公司经营性活动现金流净额同比增加4.3亿元，公司积极落实销售回款。公司新建射频集成电路产业化项目逐步落地，在建工程较去年期末减少5.1亿元，公司已搬入新基地办公，新基地具备多条智能化产线，产能及生产效率将大幅改善。

持续深耕T/R组件新技术创新，民品应用不断拓展。公司具备W波段及以下频段的T/R组件研制能力，是国内面向军工集团销量最大的有源相控阵T/R组件平台；持续推进T/R组件设计数字化转型，在W波段有源相控微系统、低剖面宽带毫米波数字阵列不断突破关键技术。民品侧，公司是5G基站头部企业射频模块及芯片核心供应商，产品与海外厂商同平台竞争处于国际先进水平，所积累射频技术在终端侧不断扩展，控制类多个射频开关及DiFEM相关芯片亦开始量产交付；并开发完成WiFi、手机PA等产品。

国防军工投入稳健增长，通信卫星首星成功发射。根据2023年度政府预算报告，2023年度我国安排国防预算支出1.58万亿元，比上年执行数增长7.2%（增幅比2022年上调0.1pct）。根据智研咨询预测，2025年我国军用雷达市场规模有望超570亿元，2015-2025年10年复合增长率高达11.5%。通信卫星方面，今年7月9日，我国成功发射首颗卫星互联网技术试验卫星，为卫星互联网技术进入商用试运行奠定重要基础。我国卫星互联网已规划12992颗通信卫星，发展空间广阔。公司作为雷达射频芯片厂商有望受益。

风险提示：新技术发展不及预期；市场竞争恶化；军方项目回款慢影响业绩。

投资建议：近半年军品及民品投资承压，公司在今年4月底股东大会上对营收预算进行调整，预计今年营收同比增长15%以上，根据行业变化我们下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为6.6/8.6/11.2亿元（前期盈利预测分别为7.3/9.9/13.2亿元），当前股价对应PE分别为58/45/34X，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,509	3,461	4,037	5,102	6,526
(+/-%)	13.4%	37.9%	16.7%	26.4%	27.9%
净利润(百万元)	368	521	662	861	1119
(+/-%)	19.5%	41.4%	27.1%	30.2%	29.9%
每股收益(元)	1.02	1.30	1.50	1.96	2.54
EBIT Margin	21.4%	17.5%	17.5%	18.1%	18.7%
净资产收益率(ROE)	14.4%	9.2%	11.0%	13.0%	14.9%
市盈率(PE)	85.1	66.9	57.9	44.5	34.2
EV/EBITDA	55.4	53.9	51.2	38.5	29.7
市净率(PB)	12.28	6.18	6.35	5.77	5.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

通信·通信设备

证券分析师：马成龙 联系人：袁文冲
021-60933150 021-60375411
machenglong@guosen.com.cn yuanwenchong@guosen.com.cn
S0980518100002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	87.02元
总市值/流通市值	34809/14637百万元
52周最高价/最低价	118.64/71.28元
近3个月日均成交额	49.89百万元

市场走势



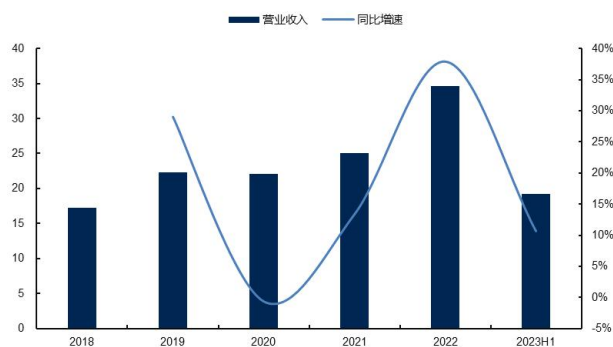
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《国博电子（688375.SH）-2022年净利润同比增长41%，射频芯片业务加大布局》——2023-04-13
《国博电子（688375.SH）-下游需求旺盛，2022年净利润同比增长41%》——2023-02-28
《国博电子（688375.SH）-下游需求旺盛，三季度净利润同比增长41%》——2022-10-26
《国博电子（688375.SH）-稀缺相控阵收发组件供应商，迎民品军品需求共振》——2022-10-11

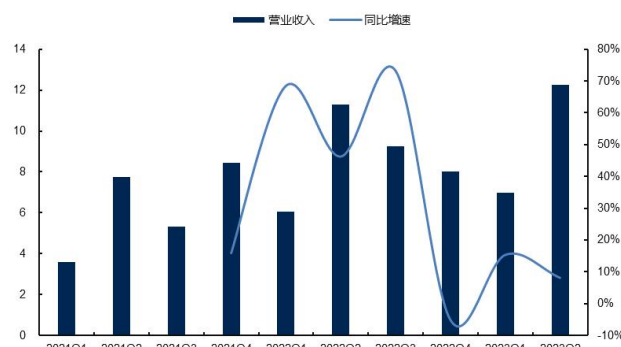
公司 2023 年上半年收入利润双位数增长。公司 2023 年上半年主营收入 19.21 亿元，同比上升 10.67%；归母净利润 3.09 亿元，同比上升 17.75%；扣非净利润 2.82 亿元，同比上升 10.79%；其中二季度主营收入 12.24 亿元，同比上升 8.17%；单季度归母净利润 1.93 亿元，同比上升 19.12%。

图1：国博电子营收及增速（单位：亿元、%）



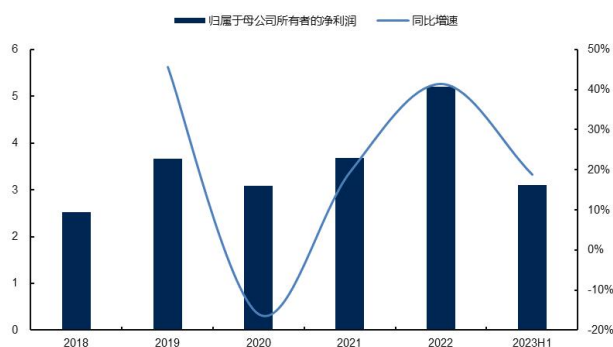
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：国博电子单季营收及增速（单位：亿元、%）



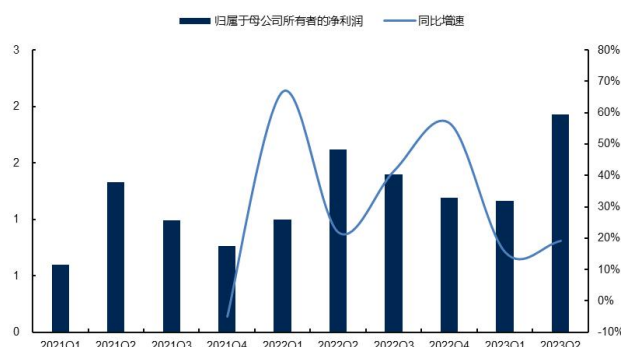
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：国博电子归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：国博电子单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

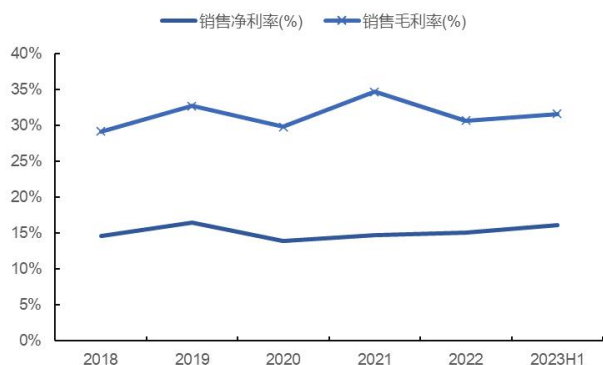


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

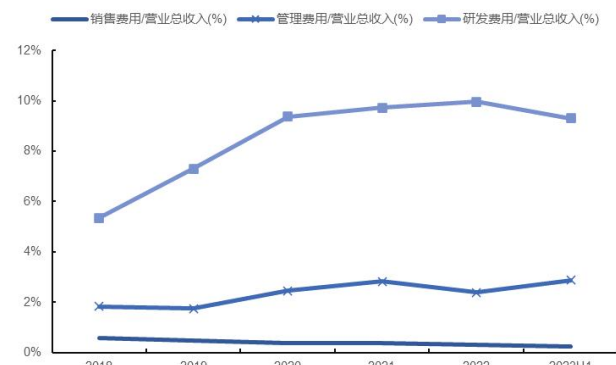
公司经营稳健，成本费用管控良好。报告期内公司毛利率 31.56%，同比基本持平。销售费用率同比持平，管理费用率同比提升 0.73pct，研发费用率同比减少 0.83pct，三项费用率总体基本持平。公司经营性活动现金流金额同比增加 4.3 亿元，公司积极落实销售回款。公司新建射频集成电路产业化项目逐步落地，在建工程较上年期末减少 5.1 亿元，公司已搬入新基地办公，新基地具备多条智能化产线，公司产能及生产效率将大幅改善。

图5：国博电子综合毛利率和净利率（单位：%）

图6：国博电子研发、管理、销售费用率（单位：%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

持续深耕 T/R 组件新技术创新, 民品应用不断拓展。公司具备 W 波段及以下频段的 T/R 组件研制能力, 是国内面向军工集团销量最大的有源相控阵 T/R 组件平台。公司持续推进 T/R 组件设计数字化转型, 在 W 波段有源相控微系统、低剖面宽带毫米波数字阵列不断突破关键技术。民品侧, 公司是 5G 基站头部企业射频模块及芯片核心供应商, 产品与海外厂商同平台竞争处于国际先进水平, 所积累射频技术在终端侧不断扩展, 控制类多个射频开关及 DiFEM 相关芯片亦开始量产交付; 并开发完成 WiFi、手机 PA 等产品。

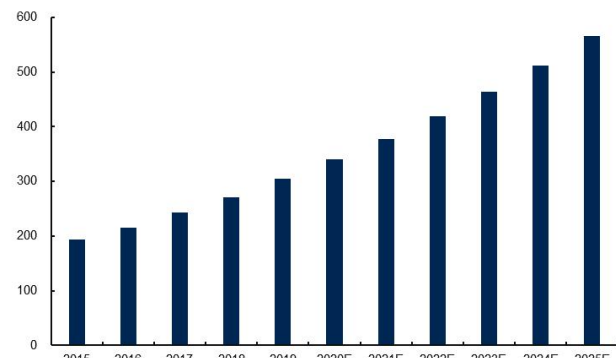
国防军工投入稳健增长, 通信卫星首星成功发射。根据 2023 年度政府预算报告, 2023 年度我国安排国防预算支出 1.58 万亿元, 比上年执行数增长 7.2% (增幅比 2022 年上调 0.1pct)。根据智研咨询预测, 2025 年我国军用雷达市场规模有望超 570 亿元, 2015-2025 年 10 年复合增长率高达 11.5%。通信卫星方面, 今年 7 月 9 日, 我国成功发射首颗卫星互联网技术试验卫星, 为卫星互联网技术进入商用试运行奠定重要基础。我国卫星互联网已规划 12992 颗通信卫星, 未来发展空间广阔。

图7: 我国国防预算 (单位: 亿元、%)



资料来源: 新华社报、国信证券经济研究所整理

图8: 我国军用雷达市场规模预测 (单位: 亿元)



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

图9: 我国成功发射卫星互联网技术试验卫星

图10: 国博电子新搬入基地



资料来源：新华社报、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

盈利预测：

公司雷达芯片营收快速增长，营收结构变动，收入方面：

- **T/R 组件：**公司 T/R 组件主要应用于精准制导、机载/舰载雷达探测、卫星通信等领域。2023 年国防预算投入稳健增长，公司今年中基本完成新基地搬迁，预计明年开始产值将有提升，公司针对行业变化已对营收预算进行调整，预计公司主营 T/R 组件业务 2023-2025 年同比分别增长 20%/30%/30%，公司经营稳健，对应毛利率分别为 34%/35%/35%。
- **射频模块及射频芯片：**公司该业务产品主要应用在民用 5G 基站，近些年民用 5G 基站建设增长趋缓，预计公司基站内射频模块及芯片业务 2023-2025 年同比分别增长 5%/5%/5%，毛利率基本维持稳定。
- **终端侧芯片：**公司积极拓展射频芯片在终端侧应用，控制类开关芯片、DiFEM 相关芯片已经规模量产，并已完成 WiFi、手机 PA 等芯片产品研制，有望成为公司业务新增长点。预计该业务 2023-2025 年同比分别实现 2400/9600/24000 万元营收，毛利率维持稳定。

表1: 国博电子未来三年业绩拆分

收入分类预测 (万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
T/R 组加及射频模块					
收入	313849	369028	466451	592437	313849
占收比	90.71%	91.44%	91.45%	90.80%	90.71%
T/R 组件					
收入	169123	263240	315888	410654	533850
增长率	18.92%	55.65%	20.00%	30.00%	30.00%
毛利率	36.15%	35.00%	34.00%	34.50%	35.00%
射频模块					
收入	44008	50609	53140	55797	58587
增长率	401.45%	15.00%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	22.49%	20.00%	20.00%	20.20%	20.40%
射频芯片					
收入	34205	27135	29317	37863	53676
占收比	13.63%	7.84%	7.26%	7.42%	8.23%
基站射频芯片					
收入	32205	25635	26917	28263	29676
增长率	-52.67%	-20.40%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	41.14%	30.00%	29.00%	28.50%	28.00%
终端射频芯片					
收入	-	1500	2400	9600	24000
增长率	-	-	60.00%	300.00%	150.00%
毛利率	-	-	25.00%	25.00%	25.00%
收入合计	250881	345984	403595	510089	652465
增长率	13.63%	37.91%	16.65%	26.39%	27.91%
毛利率	34.71%	32.34%	31.65%	32.32%	32.91%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

公司稳健经营, 虽然投入加大, 但研发费用率、管理费用率、销售费用率基本保持平稳。

按上述假设条件, 我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 40/51/65 亿元, 归母净利润分别为 6.6/8.6/11.2 亿元, 每股收益分别为 1.5/2.0/2.5 元。

表2: 国博电子未来三年盈利预测表

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2509	3461	4037	5102	6526
营业成本	1639	2399	2759	3453	4379
营业税金及附加	10	19	26	31	39
销售费用	9	10	15	18	24
管理费用	71	82	107	135	172
研发费用	244	345	423	539	693
财务费用	13	(3)	(56)	(66)	(69)
营业利润	391	558	763	992	1288
归属于母公司净利润	368	521	662	861	1119

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 6.6/8.6/11.2 亿元 (前期盈利预测分别为 7.3/9.9/13.2 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 58/45/34X, 维持“增持”评级。

表3: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 8 月 30 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2023E
688375. SH	国博电子	增持	87.0	348.1	1.3	1.5	2.0	66.9	57.9	44.5	1.7
688270. SH	臻镭科技	-	51.1	78.1	1.0	1.0	1.3	72.5	52.9	37.9	1.4
001270. SZ	铖昌科技	-	85.8	134.3	1.1	1.2	1.7	101.2	70.5	51.9	1.8
平均									61.7	44.9	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 铖昌科技、臻镭科技估值取自 Wind 一致预期

风险提示: 新技术发展不及预期; 市场竞争恶化; 军方项目回款慢影响业绩。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1026	2338	3801	3492	3822	营业收入	2509	3461	4037	5102	6526
应收款项	1814	2779	2322	2935	3755	营业成本	1639	2399	2759	3453	4379
存货净额	858	955	1244	1538	1942	营业税金及附加	10	19	26	31	39
其他流动资产	39	68	71	90	119	销售费用	9	10	15	18	24
流动资产合计	3737	6642	7940	8558	10140	管理费用	71	82	107	135	172
固定资产	951	1370	1697	2118	2524	研发费用	244	345	423	539	693
无形资产及其他	47	58	57	55	54	财务费用	13	(3)	(56)	(66)	(69)
投资性房地产	316	254	254	254	254	投资收益	0	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	116	15	0	0	0
资产总计	5051	8325	9949	10986	12973	其他收入	(492)	(410)	(423)	(539)	(693)
短期借款及交易性金融负债	34	35	200	90	108	营业利润	391	558	763	992	1288
应付款项	1482	2360	2487	2986	3769	营业外净收支	(0)	(3)	(2)	(2)	(2)
其他流动负债	767	125	1060	1105	1396	利润总额	390	555	761	990	1286
流动负债合计	2283	2520	3747	4181	5273	所得税费用	22	34	99	129	167
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	217	169	169	169	169	归属于母公司净利润	368	521	662	861	1119
长期负债合计	217	169	169	169	169	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2500	2690	3916	4350	5442	净利润	368	521	662	861	1119
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	82	(140)	108	48	45
股东权益	2551	5636	6033	6636	7531	折旧摊销	75	91	118	183	251
负债和股东权益总计	5051	8325	9949	10986	12973	公允价值变动损失	(116)	(15)	0	0	0
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	13	(3)	(56)	(66)	(69)
每股收益	1.02	1.30	1.50	1.96	2.54	营运资本变动	529	(980)	1334	(334)	(134)
每股红利	0.02	0.50	0.60	0.59	0.51	其它	(82)	140	(108)	(48)	(45)
每股净资产	7.09	14.09	13.71	15.08	17.11	经营活动现金流	856	(383)	2114	711	1236
ROIC	30%	23%	25%	41%	41%	资本开支	0	(382)	(551)	(651)	(701)
ROE	14%	9%	11%	13%	15%	其它投资现金流	0	(503)	0	0	0
毛利率	35%	31%	32%	32%	33%	投资活动现金流	0	(885)	(551)	(651)	(701)
EBIT Margin	21%	17%	18%	18%	19%	权益性融资	0	2762	0	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	20%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	13%	38%	17%	26%	28%	支付股利、利息	(7)	(200)	(265)	(258)	(224)
净利润增长率	19%	41%	27%	30%	30%	其它融资现金流	(399)	218	165	(110)	19
资产负债率	49%	32%	39%	40%	42%	融资活动现金流	(412)	2580	(100)	(369)	(205)
息率	0.0%	0.6%	0.8%	0.7%	0.6%	现金净变动	444	1312	1463	(309)	330
P/E	85.1	66.9	57.9	44.5	34.2	货币资金的期初余额	582	1026	2338	3801	3492
P/B	12.3	6.2	6.3	5.8	5.1	货币资金的期末余额	1026	2338	3801	3492	3822
EV/EBITDA	55.4	53.9	51.2	38.5	29.7	企业自由现金流	0	(704)	1516	4	477
						权益自由现金流	0	(486)	1730	(49)	556

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032