

产品结构优化，新兴赛道持续突破

—— 国博电子公司点评

2026年04月13日

核心观点

- **事件:**公司发布年报, 2025 年实现营业收入 23.86 亿元, 同比下降 7.92%; 归属于上市公司股东的净利润为 5.08 亿元, 同比增长 4.72%。
- **Q4 业绩强劲反弹, 全年利润逆势增长:** 2025 年营收 23.86 亿, YoY-7.92%; 归母净利润为 5.08 亿元, YoY+4.72%, 在收入承压背景下实现利润增长, 或因产品结构优化带来的毛利率显著提升。25Q4 营收 8.17 亿, YoY+5.14%, QoQ+64.15%; 归母净利润 2.60 亿元, YoY+46.10%, QoQ+469.21%。Q4 收入与利润同比环比均大幅增长, 盈利能力修复态势强劲。
 - **分业务看, T/R 组件和射频模块业务**营收 21.08 亿元 (YoY-9.58%), 毛利率 42.66% (YoY+3.56pct), 或因产品结构变化所致。低轨卫星和商业航天等应用领域收入来源占比提升, T/R 组件实现批量交付。射频芯片业务营收 1.87 亿元 (YoY+9.84%), 毛利率 30.16% (YoY+4.69pct)。
 - **毛利率大幅提升, 期间费用率控制良好:** 公司 2025 年毛利率为 42.09%, 同比大幅提升 3.50pct。期间费用率 18.73%, YoY+1.63pct, 主因销售费用率 (0.61%, YoY+0.24pct) 和管理费用率 (6.05%, YoY+1.06pct) 上升。研发费用率同比上升 0.07pct 至 12.69%, 维持稳定。
 - **存货大幅增长, 经营现金流持续向好:** 应收票据及账款 33.08 亿元, 较期初下降 1.23%, 基本维持稳定。同期存货 4.13 亿, 较期初增长 61.06%, 其中原材料大幅增长 42.41%, 或因订单充足, 备产备货所致。现金流方面, 公司经营现金流净额为 8.89 亿元, 同比大幅增长 226.99%。
- **特种核心优势地位稳固, 市占率保持领先。**在特种领域, 公司凭借技术优势和制造工艺的长期积累, 已研制数百款有源相控阵 T/R 组件。公司市场占有率稳居国内前列, 是除整机厂内部配套外, 国内面向各整机单位销量规模最大的有源相控阵 T/R 组件平台。背靠公司股东, 公司在特种领域的核心优势有望持续, 且目前主流产品价格均处于较为稳定的状态, 具备一定业绩安全垫。
- **快速切入卫星领域, 多款产品批量交付。**针对通信、遥感、导航等不同类型的**卫星载荷**, 公司定制化研发相应产品, 多款 T/R 组件产品已形成批量供货。在**终端直连卫星**实现高速高通量网络服务领域, 公司开发的产品处于行业最前沿, 是目前终端直连卫星互联网的先进方案之一。**其他方面**, 公司围绕星用、地面站和终端, 开展射频芯片、模组和收发阵列等系列产品的开发。公司已成为国内卫星载荷 T/R 组件和射频集成电路产品的主要供应商之一, 商业航天已成为重要收入支柱, 后续将显著受益于行业高景气发展。
- **消费电子等新兴赛道持续突破:** 公司应用在手机终端的射频控制类芯片产品处于量产阶段, 此外公司与头部终端厂商共同研发的硅基氮化镓功率放大器芯片已在手机中成功量产应用。该芯片针对手机等终端应用进行设计优化, 填补了业内硅基氮化镓功放终端射频应用的空白, 目前已累计交付超 100 万只。预计公司新产品将持续对现有砷化镓终端功放产品形成替代, 并有望在终端射频功放领域全频段、全场景推广应用, 为公司营收提供第二增长曲线。
- **投资建议:** 公司作为军工射频 T/R 组件龙头, 军品刚需+卫星放量+GaN 芯片突破共振增长。预计公司 26-28 年归母净利润分别为 6.32/8.37/10.47 亿, EPS 1.06/1.40/1.76 元, 对应 PE 103/78/62 倍, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 下游需求波动的风险; 客户延迟验收的风险; 毛利率下降的风险。

国博电子 (股票代码: 688375)

推荐 首次评级

分析师

李良

☎: 010-80927657

✉: liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515090001

胡浩森

☎: 010-80927657

✉: huhuomiao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130521100001

市场数据

2026年04月10日

股票代码	688375
A 股收盘价(元)	109.57
上证指数	3,986.22
总股本(万股)	59,601
实际流通 A 股(万股)	59,601
流通 A 股市值(亿元)	653

相对沪深 300 表现图

2026年04月10日



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,386	2,875	3,694	4,605
收入增长率%	-7.92	20.49	28.49	24.66
归母净利润(百万元)	508	632	837	1,047
利润增长率%	4.72	24.62	32.31	25.09
分红率%	50.03	67.73	76.55	64.77
毛利率%	42.09	42.20	42.20	42.20
摊薄 EPS(元)	0.85	1.06	1.40	1.76
PE	128.67	103.25	78.04	62.39
PB	10.10	9.67	9.19	8.58
PS	27.37	22.71	17.68	14.18

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

一、公司情况

公司主要从事有源相控阵 T/R 组件和射频集成电路相关产品的研发、生产和销售，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，公司主要客户为各科研院所和整机单位、移动通信设备制造商等。公司建立了以化合物半导体为核心的技术体系和系列化产品布局，产品覆盖射频芯片、模块、组件。公司主要产品包括有源相控阵 T/R 组件、射频模块、射频放大类芯片、射频控制类芯片等，均属于模拟集成电路。

1. T/R 组件和射频模块

表1: T/R 组件和射频模块

产品类别	主要产品	用途或功能
T/R 组件和射频模块	有源相控阵 T/R 组件	信号收发放大、移相衰减或混频处理功能
	射频模块	信号的功率放大及控制
射频芯片	射频放大类芯片	实现信号功率放大或增益放大等功能
	射频控制类芯片	实现射频通路或信道切换、信号步进衰减等功能

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

有源相控阵 T/R 组件。 T/R 组件是指在雷达或通信系统中用于接收、发射一定频率的电磁波信号，并在工作带宽内进行幅度相位控制的功能模块，是有源相控阵雷达实现波束电控扫描、信号收发放大的核心组件。整个雷达系统由成百上千个辐射器按照一定的排布构成，每个辐射器后端均连接一个单独有源相控阵 T/R 组件，在波束形成器的控制下，对信号幅度和相位进行加权控制，最终实现波束在空间的扫描。因此，有源相控阵 T/R 组件的性能参数直接决定相控阵雷达系统的作用距离、空间分辨率、接收灵敏度等关键参数。此外，有源相控阵雷达需要数量众多的 T/R 组件共同构成有源相控阵阵面，有源相控阵 T/R 组件的性能也进一步决定了有源相控阵雷达系统的体积、重量、成本和功耗。

根据雷达的不同工作环境和不同的性能要求，有源相控阵 T/R 组件的构成形式不尽相同，但其基本结构一致，主要由数控移相器、数控衰减器、功率放大器、低噪声放大器、限幅器、环形器以及相应的控制电路、电源调制电路组成。

射频模块。在射频模块领域，公司产品主要包括大功率控制模块和大功率放大模块，产品覆盖多个频段，主要应用于移动通信基站、卫星通信、无人机通信、干扰机等领域。

- GaN 射频放大器是射频发射链路的末级功率放大单元，核心作用是将基站基带/中频处理后的微弱射频信号高效放大到符合覆盖要求的射频功率，射频功率放大器模块的高效率、高线性、小型化直接决定基站信号的覆盖能力、通信质量、能效水平和部署形态，是射频前端的核心。
- GaN 射频模块产品功率覆盖 5W-700W，金属陶瓷封装、塑封、OMP 等封装形式实现应用场景全覆盖，多款产品应用于 4G、5G、U6G 移动通信基站；在 NTN 领域，推出多款功率放大器产品，用于补充地面覆盖、实现全球无死角连接，支撑 6G“空地海”一体化架构；在低空经济领域，功率放大器同样扮演着重要角色，多款产品开发布局参与低空经济建设。

2. 射频芯片

公司射频芯片主要包括射频放大类芯片、射频控制类芯片，广泛应用于移动通信、通信感知、卫星通信等系统设备和手机、无人机、物联网等终端产品。公司基站类射频芯片产品主要用于通信系统设备发射和接收时的信号控制、切换、放大等功能，产品包含低噪声放大器、功率放大器及射频大功率开关等，是国内基站射频器件的核心供应商。公司终端类射频芯片产品包含射频开关、天

线调谐器、WIFI 模组、终端模组等，供应链韧性及质量控制能力得到客户认可，已经开始向多家业内知名终端厂商批量供货；同时基于新型半导体工艺开发完成手机 PA 等新产品，逐步开始向客户供货。

- **射频放大类芯片。**公司射频放大类芯片产品主要包括低噪声放大器(Low-Noise Amplifier, 简称 LNA) 和功率放大器 (Power Amplifier, 简称 PA)。低噪声放大器一般用于实现接收通道的射频信号放大, 处于接收链路的前端, 低噪声放大器的性能对整个通信设备的信噪比等指标至关重要。功率放大器的作用是对发射通道的射频信号进行放大, 是无线通信设备射频的核心组成部分, 影响整个无线通信设备发射性能、系统功耗等重要指标。
- **射频控制类芯片。**公司射频控制类芯片产品主要包括射频开关和数控衰减器。射频开关是指可对射频信号通路进行导通和截止的射频控制元件, 用于信号切换到不同的信号通路中去。数控衰减器主要用来控制微波信号幅度, 实现对信号的定量衰减, 通过数控衰减器调整射频链路的信号幅值, 能够保证信号处在合适的电平上, 从而防止发生过载、增益压缩和失真。

(一) 核心竞争力

1. 技术创新优势

公司在有源相控阵 T/R 组件和射频集成电路领域拥有深厚的技术积累, 建立了以化合物半导体为核心的技术体系, 核心技术达到国内领先、国际先进水平, 产品覆盖芯片、模块、组件, 广泛应用于移动通信基站和终端、卫星领域、雷达探测等领域。

公司结合技术发展趋势和市场需求痛点, 进一步推进新材料、新器件的开发应用, 进一步完善和拓展产品种类及谱系, 积极推进建立集成开发设计研发体系, 推进先进封装技术产品化应用, 合理布局一代 (Si)、二代 (GaAs)、三代 (GaN) 半导体射频 IC 和模块的技术研究和产品开发, 强化客制化产品定向设计开发优势, 聚焦重点应用有计划地开展技术研究和产品开发, 持续拓展系统级应用市场。

在 T/R 组件领域, 公司建立了设计平台、微波高密度互连工艺平台、全自动通用测试平台, 在高频低损耗传输互连设计、三维立体叠层组件设计等技术领域积累了关键核心技术。在射频集成电路领域, 公司以化合物半导体为基础, 掌握了非线性仿真设计、模拟电路设计与仿真、芯片可靠性分析与测试等核心技术, 形成了射频芯片和模块、微波毫米波芯片等产品。

2. 产品优势

公司基于化合物半导体核心技术, 形成了系列化的产品结构和产业化的生产能力, 产品覆盖芯片、模块和组件, 具备为有源相控阵雷达、移动通信基站和终端以及其他相关垂直应用提供成套解决方案的能力。

在有源相控阵 T/R 组件领域, 公司持续专注高频高密度领域业务, 产品主要集中于多通道、高频、高集成方向。公司现已研制了数百款有源相控阵 T/R 组件, 具有体积小、重量轻、集成度高、性能优异等特点, 多个有源相控阵 T/R 组件定型批产, 工程化应用于各个领域。除有源相控阵雷达外, 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 T/R 组件产品已大批量交付客户。

在射频集成电路领域, 公司产品覆盖多个频段, 主要应用于移动通信基站和终端等领域。公司射频集成电路及模块产品已经在国内 4G、5G 移动通信领域实现大批量供货, 在 5G-A 移动通信崭露头角。针对终端应用的射频开关、天线调谐器产品, 逐渐形成完备产品谱系, 实现大批量出货。针对卫星通信、下一代移动通信 (6G/U6G) 通感一体等领域需求, 开展多款射频芯片产品的开发, 部分产品已完成交付。尤其是为适应未来卫星互联网终端对于高功率、大带宽等应用场景的要求, 解决此领域传统 GaAs 功率放大器在高频下功率密度接近极限的困境, 公司基于新一代半导体低压硅基氮化镓工艺开发了多款高功率、高带宽、高效率的功率放大器, 填补了行业空白, 实现了行业内首次大批量出货。

（二）核心技术与研发进展

1. T/R 组件领域

公司具备 T/R 组件产品设计平台、高密度高精度三维集成工艺平台以及全自动通用测试平台，积累了关键核心技术，研制了数百款有源相控阵 T/R 组件，其中定型或技术水平达到固定状态产品数十项。公司自主研制的 GaN 射频芯片已在 T/R 组件中得到广泛的工程应用。

公司积极推进射频组件设计数字化转型，开展设计平台数智化建设，通过自动化软件开发与实战化应用，实现 T/R 组件设计关键环节效率的大幅提升。重点围绕 W 波段有源相控微系统，开创性建立 W 波段产品谱系，通过自主创新的异构集成技术开发和无源传输技术攻关，实现产品异步开发，建立 W 波段管芯模型设计相应的多通道多功能芯片，填补公司在该领域多功能芯片空白；低剖面宽带毫米波数字阵列，突破了高密度集成封装、毫米波高效率大功率等关键技术新领域，持续开展相关关键技术攻关，拓宽超宽带 T/R 组件产品谱系、形成超宽带被动接收机谱系，打造高集成度功分网络产品，为新一代产品开拓打下基础。公司积极开展 T/R 组件应用领域拓展，在低轨卫星、商业航天、通信等多个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。

2. 射频模块领域

公司的 GaN 射频模块主要应用于 4G、5G 基站设备中，并积极布局 6G 移动通信应用，是全球范围内具备 GaN 射频模块批量供货能力的极少数企业之一。

公司推出的新一代金属陶瓷封装 GaN 射频模块及塑封 PAM 等产品在线性度、效率、可靠性等主要产品性能与国际主流产品水平相当，产品覆盖面、种类、技术达到国际先进厂商水平。

公司在先进封装领域不断优化工艺技术，新型高导热材料封装技术、低成本塑封空腔封装技术等陆续应用，持续提升成品率、降低生产成本，保证产品的竞争力。加快封装基板研究、无源传输设计、三维堆叠和工艺植球技术攻关，构建微波、数字异构集成产品谱系。

3. 射频芯片领域

公司聚焦 5G、5G-A、U6G 基站和终端应用，针对宽带高线性功率放大器、宽带高线性低噪声放大器等进行产品开发，性能达到国内先进水平。

公司应用于移动通信终端的射频开关、天线调谐器产品持续规模出货，多款新开发射频开关批量供货，产品性能达到国内先进水平。根据终端市场需求，基于国产化工艺，开关类产品以 SPDT/SP4T/SP8T 开关为基础，逐步扩展到大功率、卫星通信应用及国产化天线调谐器产品开发，通过产品性能优化和成本优化，满足更广泛的客户需求。

公司与国内头部终端厂商共同研发的硅基氮化镓功放芯片，针对手机等终端应用进行设计优化，填补了业内硅基氮化镓功放终端射频应用的空白。新产品攻克了硅基氮化镓外延的晶格缺陷比例高的材料难题，充分发挥了新型三代半导体材料的技术优势，在兼顾功率、效率、带宽等指标的前提下，实现了对传统砷化镓功放的性能提升，并突破了硅基氮化镓功放芯片的量产技术，在业内首次实现了硅基氮化镓功放芯片在终端射频领域的量产交付。

在卫星通信和感知方面，公司逐步开展毫米波产品开发，拓展产品系列，已形成批量供货。公司将持续加大研发投入，不断提升产品的性能和质量以满足市场需求。此外，公司还针对卫星互联网各类终端开展了产品开发，尤其在终端直连卫星实现高速高通量网络服务领域，公司开发的产品处于行业最前沿，是目前终端直连卫星互联网的先进方案之一。

二、公司业绩

Q4 业绩强劲反弹，全年利润逆势增长：2025 年营收 23.86 亿，YoY-7.92%；归母净利润为 5.08 亿元，YoY+4.72%，在收入承压背景下实现利润增长，或因产品结构优化带来的毛利率显著提升。25Q4 营收 8.17 亿，YoY+5.14%，QoQ+64.15%；归母净利润 2.60 亿元，YoY+46.10%，QoQ+469.21%。Q4 收入与利润同比环比均大幅增长，盈利能力修复态势强劲。

图1：2018-2025 公司营收（亿元）

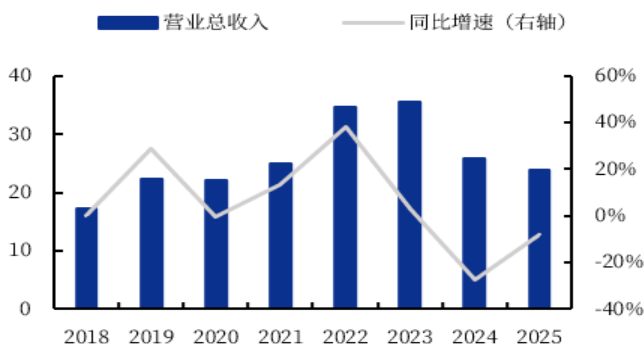
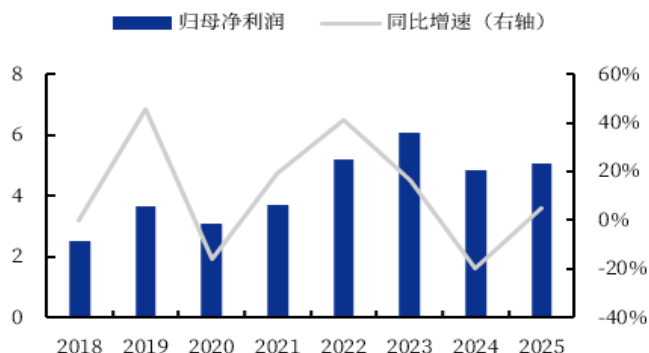


图2：2018-2025 公司归母净利润（亿元）



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

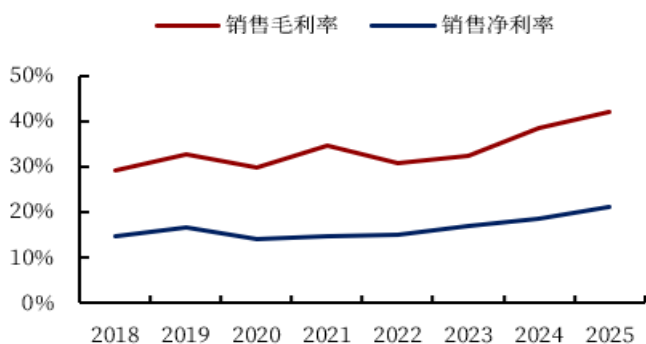
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

分业务看，T/R 组件和射频模块业务营收 21.08 亿元 (YoY-9.58%)，毛利率 42.66% (YoY+3.56pct)，或因产品结构变化所致。低轨卫星和商业航天等应用领域收入来源占比提升，T/R 组件实现批量交付。射频芯片业务营收 1.87 亿元 (YoY+9.84%)，毛利率 30.16% (YoY+4.69pct)。

毛利率大幅提升，期间费用率控制良好：公司 2025 年毛利率为 42.09%，同比大幅提升 3.50pct。期间费用率 18.73%，YoY+1.63pct，主因销售费用率 (0.61%，YoY+0.24pct) 和管理费用率 (6.05%，YoY+1.06pct) 上升。研发费用率同比上升 0.07pct 至 12.69%，维持稳定。

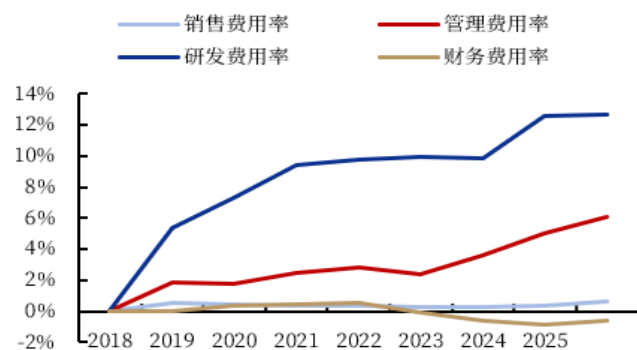
存货或因备货大幅增长，经营现金流持续向好：应收票据及账款 33.08 亿元，较期初下降 1.23%，基本维持稳定。同期存货 4.13 亿，较期初增长 61.06%，其中原材料大幅增长 42.41%，或因订单充足，备产备货所致。现金流方面，公司经营现金流净额为 8.89 亿元，同比大幅增长 226.99%。

图3：2018-2025 公司毛利率和净利率



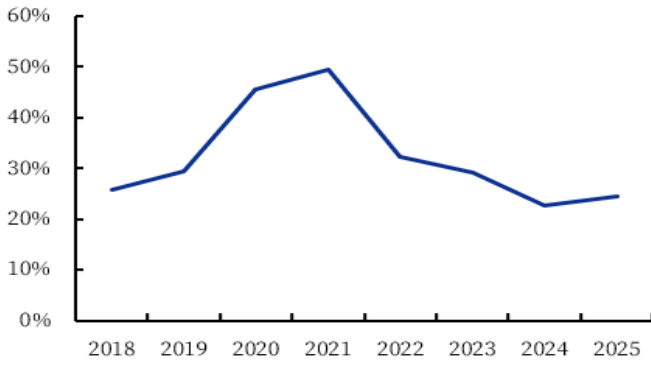
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图4：2018-2025 公司费用率水平



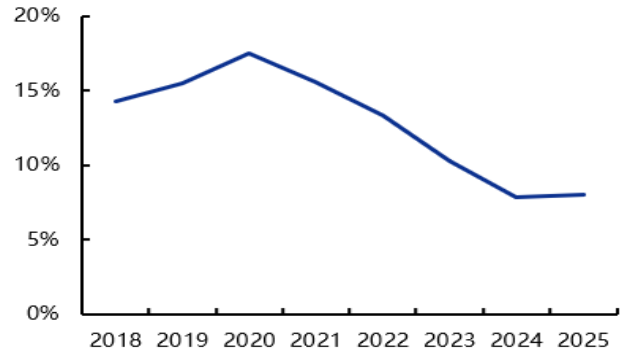
资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图5: 2018-2025 公司资产负债率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

图6: 2018-2025 公司净资产收益率



资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

三、公司行业地位

（一）新产业：卫星通信、低空经济等新场景迅速发展

随着科技的不断进步，现代通信技术正经历一场重大变革。高效率、智能化和多样化已成为通信技术发展的核心驱动力之一，射频电子产业正从单一通信功能向“通信-感知-计算”融合方向升级。

近年来，我国卫星通信市场进入规模化部署阶段。在国家政策的推动和商业资本持续加持下，我国已形成自主可控的卫星产业链，多个低轨星座计划进入密集发射期，卫星通信行业迈入高速增长通道。卫星网络与地面基站网络的融合发展趋势越来越清晰，正从目前独立组网向深度联网、协同服务的方向发展。这种融合发展的趋势不仅能够提高通信网络的覆盖范围和服务质量，还能催生和提升更多新兴产业和新业态的落地。

2025年相关政策持续深化落地，低空经济已进入爆发式增长阶段，其发展将驱动能源航空动力技术、无人驾驶技术和新一代信息技术的持续发展和创新。在新一代信息技术产业的支撑下，卫星网络与地面基站网络形成互补，共同构建起一个立体的通信网络，保障低空领域作业更安全高效，高性能射频集成电路的作用不容忽视。

（二）新业态：新一代移动通信技术发展

当前国家经济政策对5G/6G、卫星互联网、低空经济等新型基础设施的描述，核心是将其定位驱动未来经济增长的关键新型基础设施，国家政策层面强调协同演进，当前阶段注重5G-A与6G协同发展，在释放5G潜力的同时为6G发展奠定基础。

目前5G-A已在全面布网，6G已完成第一阶段的技术验证，宏站/小站/皮站全面氮化镓化，MassiveMIMO通道数进一步增加，单站射频集成电路的用量激增；同时低轨星座与手机直连卫星，带动星载大功率集成电路、终端小型化集成电路、地面关口站集成电路三重需求。未来的6G将实现空地海一体化，实现万物互联场景，对上游芯片、器件的需求旺盛，预计形成新的增长点。

（三）技术变革

1. 有源相控阵 T/R 组件领域

在有源相控阵 T/R 组件领域，信息化迭代与数字化升级正驱动行业模式深刻变革。随着我国信息化建设战略地位显著提升，人工智能、无人集群作战、智能感知等新兴领域新质力量加速发展，有源相控阵 T/R 组件作为雷达系统的“核心神经元”，是信息化技术的核心和关键要素，必然将迎来新一轮快速增长。

第三代半导体材料（GaN）的大规模应用显著提升 T/R 组件的功率密度与工作频段，支撑相控阵雷达向高频段升级，同时模块化设计（如瓦片式架构）将进一步降低体积与成本，推动单装 T/R 组件数量跃升。同时，相控阵技术逐步在汽车雷达、气象雷达、低空监测、智慧交通、卫星互联网等领域的应用规模日趋增大，将成为 T/R 组件领域的另一重要增长点。

2. 射频模块

我国5G网络建设深度覆盖，根据国家工业和信息化部《2025年通信业统计公报》，截至2025年底，全国移动电话基站总数达1287万个，比上年末净增22.7万个。其中，4G基站为719.2万个，比上年末净增8万个；5G基站为483.8万个，比上年末净增58.8万个。5G基站占移动电话基站总数达37.6%，占比较上年末提升4个百分点。在经历2020-2022年的5G投资高峰后，基站设备制造商固定资产投资增速显著放缓。受此影响，射频集成电路及氮化镓（GaN）射频模块需求出现结构性回调。

5G、未来6G技术以及衍生的低空需求带来了更宽、更高频率范围的需求，射频前端芯片需要

支持这些广泛的频段，以满足多样化的通信需求，支持超宽带频谱和灵活的频率调谐将变得越来越重要。5G-A 作为 5G 向 6G 演进的过渡技术，通过 AI 深度融合、通感一体等创新，实现网络速率提升 10 倍、时延降低至毫秒级，支撑低空飞行器管控、车联网、工业互联网等高价值场景。目前，5G-A 技术加速落地，如上海市通信管理局发布《上海信息通信业聚焦提升企业感受持续打造国际一流通信服务能级和营商环境行动方案》，提出 2025 年新增部署 5G-A 基站 1 万个。5G-A 需支持 Sub-6GHz 与毫米波（24.25-52.6GHz）双频段协同，对高频段、高功率射频器件的需求持续释放，要求射频器件向高集成度模组化方向升级，带动 GaN 等第三代半导体工艺和先进工艺发展。

3. 射频集成电路

射频集成电路市场由国际巨头主导，但国内厂商在国产替代政策与技术突破下快速崛起，已在部分细分市场占据重要地位。技术向高集成化、模组化、新材料、先进封装演进；市场向汽车、卫星、物联网、6G 等新场景拓展。随着 5G-A/6G、卫星互联网等新需求爆发，射频集成电路行业将继续保持高增长，国内企业在全产业链中的地位有望进一步提升。

（四）公司地位

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，产品均属于模拟集成电路，核心技术达到国内领先、国际先进水平。公司紧密结合国家战略新兴产业政策导向和市场需求，坚持创新驱动、产融结合发展道路，建立了以化合物半导体为核心的技术体系，形成了覆盖芯片、模块、组件的系列化产品布局。

- 组件领域，公司已成功研制了数百款有源相控阵 T/R 组件，多个有源相控阵 T/R 组件定型批产，工程化应用于各个领域，产品市场占有率保持国内领先地位。除整机用户内部配套外，是国内面向各整机单位销量最大的有源相控阵 T/R 组件平台。公司积极开拓低轨卫星和商业航天等应用领域，多款 T/R 组件产品已批量交付客户，成为公司 2025 年度的主要收入来源之一。
- 芯片和模块领域，公司立足国内移动通信市场，依托自身的研发实力和丰富的射频集成电路产品经验，形成了系列化的射频集成电路产品，广泛应用在移动通信、通信感知、卫星系统等系统设备，以及手机、无人机、物联网等终端产品，是国内移动通信基站射频器件的核心供应商。公司积极开拓终端领域，终端用射频芯片产品已经开始向多家业内知名终端厂商批量供货，硅基氮化镓功放芯片在业内首次实现了在终端射频领域的量产交付。公司积极开拓新的市场需求，积极开拓低空经济、卫星互联网等应用领域，与下游行业龙头企业紧密合作，聚焦国家经济战略，跟进重大项目工程，部分产品已经完成开发或进入送样阶段。

四、投资建议

特种核心优势地位稳固，市占率保持领先。在特种领域，公司凭借技术优势和制造工艺的长期积累，已研制数百款有源相控阵 T/R 组件。公司市场占有率稳居国内前列，是除整机厂内部配套外，国内面向各整机单位销量规模最大的有源相控阵 T/R 组件平台。背靠公司股东，公司在特种领域的核心优势有望持续，且目前主流产品价格均处于较为稳定的状态，具备一定业绩安全垫。

快速切入卫星领域，多款产品批量交付。针对通信、遥感、导航等不同类型的卫星载荷，公司定制化研发相应产品，多款 T/R 组件产品已形成批量供货。在终端直连卫星实现高速高通量网络服务领域，公司开发的产品处于行业最前沿，是目前终端直连卫星互联网的先进方案之一。其他方面，公司围绕星用、地面站和终端，开展射频芯片、模组和收发阵列等系列产品的开发。公司已成为国内卫星载荷 T/R 组件和射频集成电路产品的主要供应商之一，商业航天已成为重要收入支柱，后续将显著受益于行业高景气发展。

消费电子等新兴赛道持续突破：公司应用在手机终端的射频控制类芯片产品处于量产阶段，此外公司与头部终端厂商共同研发的硅基氮化镓功率放大器芯片已在手机中成功量产应用。该芯片针对手机等终端应用进行设计优化，填补了业内硅基氮化镓功放终端射频应用的空白，目前已累计交付超 100 万只。预计公司新产品将持续对现有砷化镓终端功放产品形成替代，并有望在终端射频功放领域全频段、全场景推广应用，为公司营收提供第二增长曲线。

表2：公司业绩分拆（亿元）

	2023/12/31	2024/12/31	2025/12/31	2026E	2027E	2028E
T/R 组件和射频模块						
收入	33.79	23.32	21.08	25.30	32.38	40.47
YOY		-31.0%	-9.6%	20.0%	28.0%	25.0%
毛利率	31.9%	39.1%	42.7%	43.0%	43.0%	43.0%
收入占比	94.7%	90.0%	88.4%	88.0%	87.6%	87.9%
射频芯片						
收入	1.28	1.70	1.87	2.43	3.40	4.25
YOY		32.8%	10.0%	30.0%	40.0%	25.0%
毛利率	33.5%	25.5%	30.2%	30.0%	30.0%	30.0%
收入占比	3.6%	6.6%	7.8%	8.5%	9.2%	9.2%
其他芯片						
收入	0.46	0.56	0.63	0.72	0.83	0.96
YOY		21.7%	12.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	57.1%	71.2%	67.2%	65.0%	65.0%	65.0%
收入占比	1.3%	2.2%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%
其他业务						
收入	0.14	0.33	0.27	0.30	0.33	0.36
YOY		135.7%	-18.2%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	33.2%	15.6%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
收入占比	0.4%	1.3%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
合计	35.67	25.91	23.86	28.75	36.94	46.05
YOY	3.08%	-27.36%	-7.92%	20.54%	28.50%	24.64%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

投资建议：公司作为军工射频 T/R 组件龙头，军品刚需+卫星放量+GaN 芯片突破共振增长。预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 6.32/8.37/10.47 亿元，EPS 分别为 1.06/1.40/1.76 元，对应 PE 分别为 103/78/62 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

我们选取特种模拟芯片代表公司*st 铖昌和臻镭科技，以及数字芯片代表公司紫光国微作为可比公司，2026、2027年平均PE为120倍和90倍，公司估值有一定优势，我们认为公司具备长期投资价值，特此发布覆盖报告。

表3: 可比公司估值

代码	简称	股价	EPS (元)			PE		
			2025A/E	2026E	2027E	2025A/E	2026E	2027E
001270.SZ	*st 铖昌	141.04	0.58	0.808	1.033	245.07	174.49	136.47
688270.SH	臻镭科技	176.10	0.65	1.13	1.60	270.92	155.90	110.39
002049.SZ	紫光国微	70.99	1.99	2.48	3.23	35.69	28.63	22.00
平均值(剔除公司)						183.90	119.67	89.62

资料来源: 公司公告, iFind 一致预期, 中国银河证券研究院

风险提示: 下游需求波动的风险; 客户延迟验收的风险; 毛利率下降的风险。

表4: 主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	2,386	2,875	3,694	4,605
收入增长率%	-7.92	20.49	28.49	24.66
归母净利润(百万元)	508	632	837	1,047
利润增长率%	4.72	24.62	32.31	25.09
分红率%	50.03	67.73	76.55	64.77
毛利率%	42.09	42.20	42.20	42.20
摊薄 EPS(元)	0.85	1.06	1.40	1.76
PE	128.67	103.25	78.04	62.39
PB	10.10	9.67	9.19	8.58
PS	27.37	22.71	17.68	14.18

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	6,414	6,630	7,689	9,026
现金	2,501	2,707	2,297	2,278
应收账款	2,690	2,484	3,680	4,584
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	12	7	10	16
存货	413	376	477	663
其他	799	1,055	1,223	1,484
非流动资产	2,144	2,149	2,121	2,064
长期投资	0	0	0	0
固定资产	1,284	1,414	1,451	1,428
无形资产	100	103	105	107
其他	760	632	565	528
资产总计	8,558	8,779	9,810	11,090
流动负债	2,021	1,953	2,632	3,407
短期借款	0	0	0	0
应付账款	1,267	1,036	1,441	1,965
其他	754	918	1,191	1,442
非流动负债	72	72	72	72
长期借款	0	0	0	0
其他	72	72	72	72
负债总计	2,093	2,025	2,703	3,478
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6,466	6,754	7,107	7,612
负债和股东权益	8,558	8,779	9,810	11,090

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	889	835	360	808
净利润	508	632	837	1,047
折旧摊销	289	282	315	344
财务费用	4	0	0	0
投资损失	1	-2	-2	-2
营运资金变动	38	-132	-845	-637
其他	51	55	55	56
投资活动现金流	-492	-285	-285	-286
资本支出	-374	-287	-287	-287
长期投资	-120	0	0	0
其他	2	2	2	2
筹资活动现金流	-279	-344	-484	-542
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-279	-344	-484	-542
现金净增加额	117	206	-409	-19

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	2,386	2,875	3,694	4,605
营业成本	1,382	1,662	2,135	2,662
税金及附加	21	26	33	41
销售费用	15	17	22	28
管理费用	144	173	214	267
研发费用	303	362	454	553
财务费用	-15	-50	-54	-46
资产减值损失	-17	-20	-20	-20
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益及其他	21	10	22	36
营业利润	541	676	891	1,116
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	541	676	891	1,116
所得税	33	43	54	69
净利润	508	632	837	1,047
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	508	632	837	1,047
EBITDA	814	908	1,152	1,414
EPS (元)	0.85	1.06	1.40	1.76

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-7.9%	20.5%	28.5%	24.7%
营业利润增长率	5.2%	24.9%	31.9%	25.2%
归母净利润增长率	4.7%	24.6%	32.3%	25.1%
毛利率	42.1%	42.2%	42.2%	42.2%
净利率	21.3%	22.0%	22.7%	22.7%
ROE	7.8%	9.4%	11.8%	13.8%
ROIC	7.6%	8.6%	11.0%	13.1%
资产负债率	24.5%	23.1%	27.6%	31.4%
净资产负债率	32.4%	30.0%	38.0%	45.7%
流动比率	3.17	3.39	2.92	2.65
速动比率	2.94	3.17	2.72	2.44
总资产周转率	0.29	0.33	0.40	0.44
应收账款周转率	0.90	1.11	1.20	1.11
应付账款周转率	1.36	1.44	1.72	1.56
每股收益(元)	0.85	1.06	1.40	1.76
每股经营现金流(元)	1.49	1.40	0.60	1.36
每股净资产(元)	10.85	11.33	11.92	12.77
P/E	128.67	103.25	78.04	62.39
P/B	10.10	9.67	9.19	8.58
EV/EBITDA	77.19	69.05	54.77	44.60
PS	27.37	22.71	17.68	14.18

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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。银河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，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅 5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

上海地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn