

铖昌科技 (001270)

2022 年年报点评：盈利能力短期受挫，积极备货应

对下游需求快速增长

报告摘要

◆ **事件：**公司 3 月 29 日公告，2022 年公司营收 (2.78 亿元, +31.69%)，归母净利润 (1.33 亿元, -17.02%)，扣非归母净利润 (1.12 亿元, +6.34%)，毛利率 (71.25%，-5.74pcts)，净利率 (47.79%，-28.05pcts)。

◆ **收入保持快速增长，产品结构及税收变化促使公司盈利能力下降**

2022 年，公司营业收入 (2.78 亿元, +31.69%)，归母净利润 (1.33 亿元, -17.02%)，扣非归母净利润 (1.12 亿元, +6.34%)，毛利率 (71.25%，-5.74pcts)，净利率 (47.79%，-28.05pcts)。公司营收创下历史新高，主要系持续拓展业务布局，推进各项经营管理工作，整体经营业绩保持较好的增长趋势。但值得注意的是，由于公司相控阵 T/R 芯片业务中，毛利率相对略低（材料占成本比重较高）的地面领域相控阵 T/R 芯片收入占比提升，公司整体毛利率有所下滑。同时，公司归母净利润与净利率均出现一定下滑，我们认为主要原因除了毛利率下降外，还包括公司研发费用率 (15.58%，+1.46pcts) 有所提升，增值税退税减少导致的非经常性损益 (2061.18 万元, -62.20%) 明显下降，以及所得税费用 (947.26 万元, 较 2021 年增加 1486.17 万元) 因集成电路企业税收由免税恢复至 10% 而明显提升等原因所致。其中，如果剔除所得税费用变化影响，**公司扣非归母净利润同比增速为 20.02%**。

从 2022Q4 单季度来看，公司营业收入 (1.52 亿元, +18.19%)，归母净利润 (0.72 亿元, -38.07%)，毛利率 (74.46%，-3.96pcts)，净利率 (47.81%，-43.44pcts)。2022Q4 公司盈利能力出现明显波动，我们认为主要是由于 Q4 是公司收入集中交付的时点，特别是相对较低毛利率的地面领域相控阵 T/R 芯片，同时增值税退税（体现在 2022Q4 单季度公司其他收益 157.91 万元，较 2021Q4 减少 96.13%）等因素所导致。

投资评级

买入

首次评级

2023 年 03 月 30 日

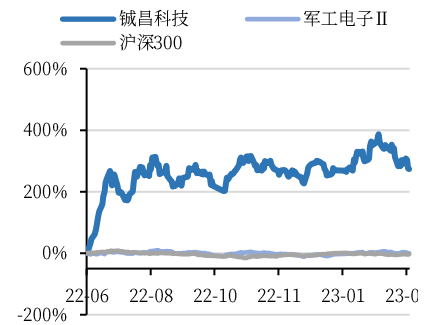
收盘价(元):

116.65

公司基本数据

总股本(百万股)	111.81
总市值(百万)	13,042.98
流通股本(百万股)	27.95
流通市值(百万)	3,260.78
12 月最高/最低价(元)	162.66/26.02
资产负债率(%)	3.77
每股净资产(元)	12.20
市盈率(TTM)	98.25
市净率(PB)	9.56
净资产收益率(%)	9.73

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王宏涛 分析师
SAC 执业证书: S0640520110001
联系电话: 010-59562525
邮箱: wanght@avicsec.com

相关研究报告

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

具体来看，2022 年，公司相控阵 T/R 芯片以及研制技术服务两大业务：

① **相控阵 T/R 芯片**：收入（2.61 亿元，+35.03%），毛利率（73.63%，-5.44pcts），该业务收入维持快速增长态势，依旧是公司收入的主要来源（占公司收入比例 93.82%），其中，毛利率相对略低的地面领域相控阵 T/R 芯片产品收入占比提高，是公司整体业务毛利率有所下降的主要原因；

② **研制技术服务**：收入（1717.43 万元，-4.19%），毛利率（35.19%，-19.45pcts）。从公司该业务历史收入与毛利率变化来看，我们认为，公司该业务收入与毛利率均易受研制合同交付的验收时点以及项目种类差异变化等因素影响，进而产生波动，但由于该业务在公司收入中占比相对较小，对公司未来整体收入业绩增长趋势影响有限。

◆ IPO 募投项目聚焦研发与扩产能，净利率下滑风险或逐步出清

根据公司 IPO 募集资金情况看，募集资金净额达 5.09 亿元，其中，4.00 亿元投向新一代相控阵 T/R 芯片研发产业化项目（建设期 3 年）、1.09 亿元投向卫星互联网相控阵 T/R 芯片研发及产业化项目（建设期 3 年）。根据公司招股书披露，以上项目建成后预计三年新增净利润分别为 1094.45 万元、4798.80 万元以及 9084.98 万元，分别占公司 2022 年归母净利润的 8.24%、36.15%以及 68.44%，最终两个项目达产后有望贡献年收入合计 3.84 亿元，净利润 1.19 亿元，分别是 2022 年公司收入与归母净利润的 138.23%与 89.42%，同时也能看出，以上两个项目的达产毛利率与净利率均低于 2022 年公司盈利能力。

我们认为，受益于“十四五”卫星制造产业有望逐渐摆脱传统项目制，并逐步进入批量生产阶段，同时伴随各类其他航空、航天、航海武器装备“质”与“量”的提升，公司各领域相控阵 T/R 芯片产品的应用率与需求量均有望迎来快速增长，这将构成公司“十四五”未来几年收入增长的持续驱动力。

同时，我们判断，税收变化对公司的影响已经体现在 2022 年的报表中，未来对公司净利率的影响已经有限。尽管公司产品结构变化与下游客户“以量换价”可能仍会对公司中短期毛利率持续产生影响，但产能提升带来的规模效应将促使公司毛利率维持在较高水平。

◆ 研发投入力度创历史新高，加速备货应对下游需求

费用方面，2022 年，公司三费率（9.44%，-1.29pcts）有所下降，特别是管理费用率（6.38%，-0.54pcts）有所下降，我们认为反映出公司业

务拓展下，经营效率有所提升。而公司研发费用率（15.58%，+1.46pcts）进一步提升，创下近五年来新高，研发人员数量（75人，+20.97%）也同时快速增长，从公司研发项目来看，集中在各类星载（及卫星互联网）、地面、车载、机载、舰载等领域的相控阵 T/R 芯片以及 5G 毫米波应用芯片等等，与公司 IPO 募投项目相关业务高度契合，预计也将成为公司收入拓展，业绩持续快速增长的核心驱动力。

现金流方面，2022 年，公司现金及现金等价物净增加额（4.32 亿元，较 2021 年增长 6.20 亿元）大幅增长，主要系公司 IPO 发行新股，募集资金到位，同时购买的理财产品到期收回所致。

其他财务数据方面，2022 年底，公司存货（1.26 亿元，+58.16%）与预付款项（2049.96 万元，+61.97%）均出现明显增长，特别是原材料（0.83 亿元，+125.02%）出现翻倍，同时公司集成电路产品库存量（7.95 万颗，+47.20%）出现快速增长，结合公司多数产品实行“以任务定产”模式，我们判断，以上资产负债表数据变化反映出了公司当前在手订单充足，正在积极备货预备生产。

◆ “星”“地” T/R 芯片需求有望齐放量

公司主营业务为微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片的研发、生产、销售和技术服务，主要向市场提供基于 GaN、GaAs 和硅基工艺的系列化产品以及相关的技术解决方案。公司产品的工艺制程属于成熟制程范围，目前已批量应用于星载、地面、机载、车载相控阵雷达及卫星互联网等领域，并逐步拓展至 5G 毫米波通信等领域。

① 星载领域

公司早期致力于星载相控阵领域的技术研发和市场开拓，星载雷达主要用于地面成像、高程测量、洋流观测及对运动目标的实时监测等，对相控阵 T/R 芯片的性能、稳定性、可靠性要求极高。公司推出的星载相控阵 T/R 芯片系列产品在多系列卫星中实现了大规模应用，公司芯片的应用提升了卫星雷达系统的整体性能，得到了客户的高度认可。同时，公司提前布局低轨卫星领域，推出星载和地面用卫星互联网相控阵 T/R 芯片全套解决方案。

报告期内，公司参与的多个研制项目陆续进入量产阶段，拓展了在星载领域产品应用的卫星型号数量。同时，公司已与科研院所及优势企业开展合作，卫星互联网用 T/R 芯片进入量产阶段并持续交付中。

我们认为，基于公司披露，公司星载领域相控阵产品配套多数集中于遥感卫星与低轨星载（及地面用）卫星互联网领域，根据我们在 2022 年军工

策略报告中的测算，2021-2022 年我国技术验证卫星发射数量不断创下历史新高，预示 2023 年之后遥感卫星以及通信卫星星座组网将持续保持密集部署节奏，同时地面通信终端需求也有望逐步释放，在此之下，公司星载领域产品需求将维持快速增长。

② 地面及其他领域

近年来，地面相控阵 T/R 芯片已成为公司的重要收入来源之一，为营收提供了有力的支撑，同时机载、舰载等应用领域的产品数量亦有所增长，产品结构逐渐丰富。报告期内，公司的地面产品主要以各类型地面雷达为主，具有相控阵阵面大、T/R 通道数量多、探测距离远的特点，其中公司新产品 GaN 功率放大器芯片已实现规模应用，GaN 功率放大器芯片具有体积小、宽禁带、耐高压、耐高温、高功率密度等多方面优势，可满足高功率相控阵雷达的应用场景。

另外，在 5G 毫米波通信方面，毫米波频段基站具有体积小，布设简单，可以深度覆盖困难区域和人口热点区域等特点，能有效解决信号盲点。公司已经和主流通信设备生产商建立了良好的合作关系，完成芯片多轮迭代开发，持续促进产业链延伸，支撑 5G 毫米波相控阵 T/R 芯片国产化。

我们认为，近年来公司地面相控阵 T/R 芯片业务增长迅速，已经成为公司相控阵 T/R 芯片业务收入增长的重要驱动力之一，从需求侧上看，毫米波相控阵雷达当前在各类航空、航天、航海等领域的各类武器装备中得到了广泛应用，从“三航”装备下游需求处于高景气周期来看，我们判断公司地面相控阵 T/R 芯片业务需求仍将维持高速增长，占公司整体相控阵 T/R 芯片收入比例或将进一步提高，而未来在民用 5G 毫米波相控阵国产替代趋势下，也有望给公司带来中长期收入增长的第二曲线。

◆ 投资建议

公司是一家以微波毫米波模拟相控阵 T/R 芯片研发、生产、销售和技术服务为主营业务的公司，是国内少数能够提供相控阵 T/R 芯片完整解决方案的企业之一，具体投资建议如下：

1. 无论是星载领域还是地面领域，公司相控阵 T/R 芯片产品的应用率与需求量均有望保持快速增长，将构成公司“十四五”未来几年收入增长的持续驱动力；
2. 税收变化对公司的影响已经体现在 2022 年的报表中，未来对公司净利率的影响已经有限；

3. 公司产品结构变化与下游客户“以量换价”可能仍会对公司中短期毛利率持续产生影响，但产能提升带来的规模效应将促使公司毛利率维持在较高水平。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 3.71 亿元、5.04 亿元和 6.60 亿元，归母净利润分别为 1.67 亿元、2.15 亿元及 2.72 亿元，EPS 分别为 1.49 元、1.92 元、2.43 元，我们维持“买入”评级，当前股价分别对应 77 倍、60 倍及 47 倍 PE。

◆ 风险提示

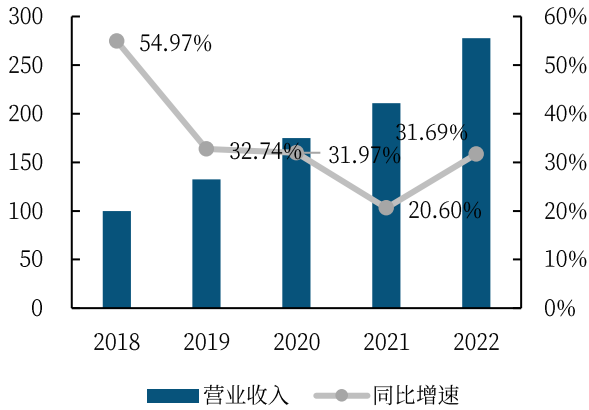
公司 IPO 募投扩产项目推进或不及预期；我国卫星互联网及遥感卫星星座建设节奏可能存在波动；公司产品所处市场竞争激烈，盈利能力或出现进一步下滑。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	210.93	277.79	371.44	504.43	659.74
增长率 (%)	20.60	31.69	33.71	35.80	30.79
归母净利润 (百万元)	159.98	132.75	166.71	214.89	271.86
增长率 (%)	251.71	(17.02)	25.58	28.90	26.51
毛利率 (%)	77.00	71.25	68.08	64.94	60.83
每股收益 (元)	1.91	1.33	1.49	1.92	2.43
市盈率 PE	60.36	86.88	77.22	59.91	47.36
市净率 PB	13.84	9.44	8.55	7.48	6.46
净资产收益率 ROE (%)	22.94	9.73	11.07	12.49	13.64

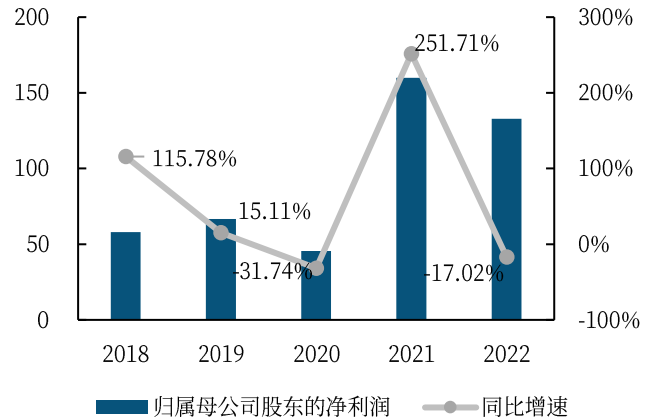
资料来源：Wind，中航证券研究所

公司各业务预测表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
相控阵 T/R 芯片	营收	260.62	354.27	487.26	642.57
	成本	68.73	109.97	168.29	249.81
	毛利	191.89	244.30	318.97	392.76
	毛利率	73.63%	68.96%	65.46%	61.12%
技术服务	营收	17.17	17.17	17.17	17.17
	成本	11.13	8.59	8.59	8.59
	毛利	6.04	8.59	8.59	8.59
	毛利率	35.19%	50.00%	50.00%	50.00%
合计	营收	277.79	371.44	504.43	659.74
	成本	79.86	118.56	176.88	258.40
	毛利	197.93	252.88	327.55	401.34
	毛利率	71.25%	68.08%	64.94%	60.83%

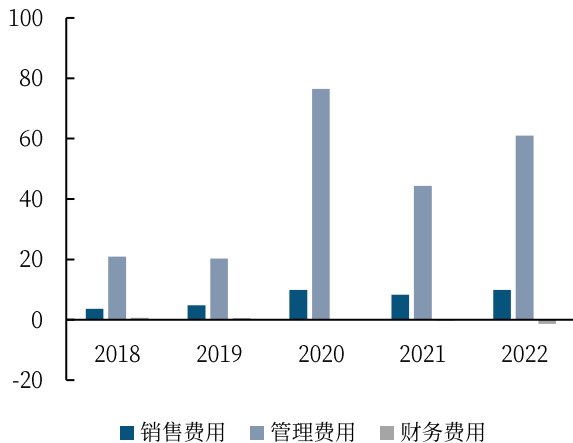
资料来源：Wind，中航证券研究所

● 2018-2022 年公司年报主要财务数据
图1 公司年报营业收入及增速（单位：百万元；%）


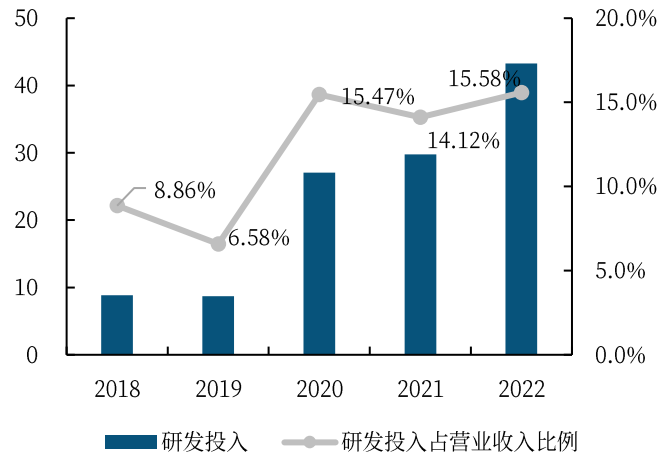
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司年报归母净利润及增速（单位：百万元；%）


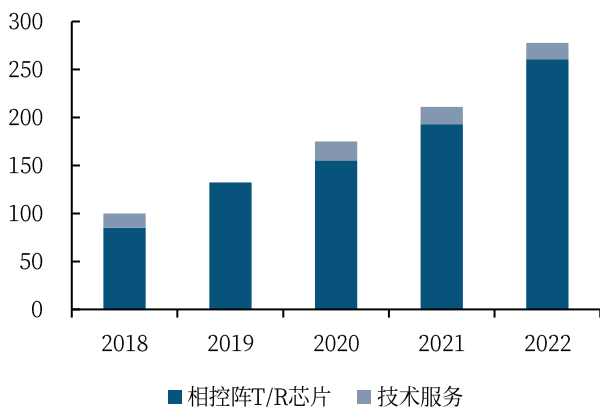
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司年报三费情况（单位：百万元）


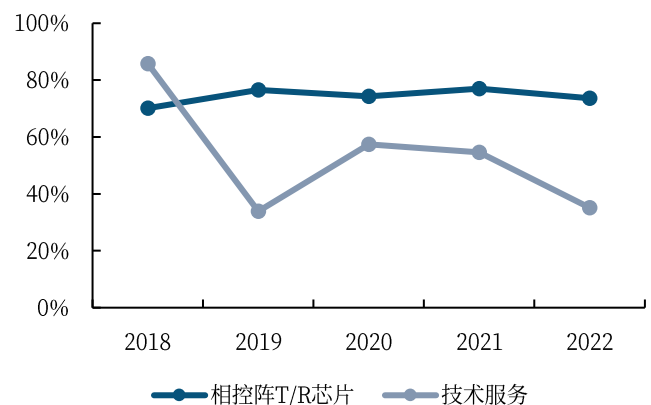
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司年报研发投入和占营收比例（单位：百万元；%）


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 公司年报各业务收入情况（单位：百万元）


资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 公司年报各业务毛利率情况（单位：%）


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

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	277.79	371.44	504.43	659.74
减：营业成本	79.86	118.56	176.88	258.40
营业税金及附加	2.00	4.64	5.55	6.60
销售费用	9.91	12.70	15.18	17.02
管理费用	61.00	70.76	88.68	99.03
财务费用	-1.39	-4.30	-2.30	-2.65
资产减值损失	-1.04	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	3.92	5.00	5.00	5.00
公允价值变动损益	0.96	0.96	0.96	0.96
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	140.23	175.04	226.40	287.31
加：其他非经营损益	2.00	2.31	2.20	2.24
利润总额	142.22	177.35	228.61	289.55
减：所得税	9.47	10.64	13.72	17.69
净利润	132.75	166.71	214.89	271.86
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	132.75	166.71	214.89	271.86
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	498.28	220.80	165.31	279.66
应收和预付款项	392.00	510.93	687.61	893.71
存货	125.72	193.45	303.24	449.88
其他流动资产	190.31	190.31	190.31	190.31
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	63.61	296.23	296.05	291.02
无形资产和开发支出	9.05	8.53	8.01	7.49
其他非流动资产	138.83	143.31	147.26	149.95
资产总计	1417.79	1563.56	1797.79	2262.03
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	30.78	41.03	60.65	262.69
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	22.68	16.78	16.50	6.84
负债合计	53.46	57.81	77.15	269.53
股本	111.81	174.24	111.81	111.81
资本公积	885.36	885.36	885.36	885.36
留存收益	341.86	508.57	723.46	995.32
归属母公司股东权益	1364.33	1505.75	1720.64	1992.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1364.33	1505.75	1720.64	1992.50
负债和股东权益合计	1417.79	1563.56	1797.79	2262.03
现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	-5.06	-9.46	-29.86	149.28
投资活动现金流净额	-70.37	-246.55	-26.72	-26.17
筹资活动现金流净额	507.07	-21.48	1.09	-8.76
现金流量净额	431.64	-277.48	-55.48	114.35

数据来源：Wind，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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 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, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoulin@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjih@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。

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致。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