

铖昌科技(001270)

报告日期: 2022年08月25日

中国星链+军工业务双轮驱动，公司成长空间巨大

——铖昌科技点评

投资要点

- 公司半年报整体符合预期，未来业绩值得期待**
 公司上半年实现营业收入 11,442.86 万元，较上年同期增长 42.65%；实现归属于上市公司股东净利润 5,561.49 万元，较上年同期增长 20.51%。整体业绩增速符合预期，亮点在于地面业务增长大超预期（已超过 2021 年该业务全年收入），随着公司主要在研项目顺利交付，我们持续看好公司未来业绩增长。
- 军工行业维持高景气度，公司地面业务超预期增长**
 公司军工领域产品矩阵逐渐丰富，地面（舰载、弹载等）产品加速放量，报告期内公司地面业务收入为 5,690.14 万元，同比增长 65.89%，已经超过该业务去年全年营收。随着公司前期布局的多个地面领域项目逐步量产，地面相控阵 T/R 芯片已成为公司的重要收入来源，未来市场前景广阔。
- 卫星互联网领域进展迅速，产品已经进入量产阶段**
 在卫星互联网领域，公司的 T/R 芯片产品已进入下游客户主要供应商名录并进入量产阶段。随着中国星链进入快速发展阶段，作为产业链主要受益标的，铖昌科技未来增长可期。
- 实现多项关键技术突破，提升公司产品竞争力**
 中报披露，公司 GaN 功率放大器芯片在报告期内首次实现规模应用，列装于大型地面相控阵雷达装备。同时，公司还新研了多倍频 CMOS 多通道波束赋形芯片和 GaN 功率放大器芯片为代表的超宽带相控阵套片产品，可应用于通信、探测、电子干扰等多场景，进一步拓展公司产品类型，提升公司产品竞争力。
- 投资建议**
 我们预计 2022-2024 年营收分别为 3.13/4.40/6.23 亿元，同比增长 48.37%/40.72%/41.45%；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 1.80/2.35/3.26 亿元，同比增速分别为 12.50%/30.56%/38.72%。预计 2022-2024 年公司 PE 分别为 62.08/47.55/34.28 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示**
 订单不连续导致公司业绩波动的风险；客户和供应商集中度较高的风险；技术迭代不及预期及技术人员流失的风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	211	313	440	623
(+/-) (%)	20.60%	48.37%	40.72%	41.45%
归母净利润	160	180	235	326
(+/-) (%)	251.71%	12.50%	30.56%	38.72%
每股收益(元)	1.43	1.61	2.10	2.92
P/E	69.84	62.08	47.55	34.28

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：程兵
执业证书号：S1230522020002
chengbing01@stocke.com.cn

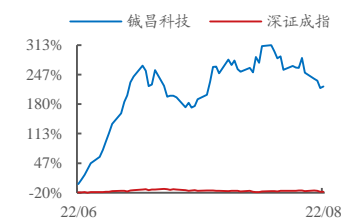
分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：张建民
执业证书号：S1230518060001
zhangjianmin1@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 99.92
总市值(百万元)	11,172.35
总股本(百万股)	111.81

股票走势图



相关报告

- 《半年报符合预期，中国星链爆发前期，持续看好公司发展——铖昌科技点评报告》 2022.08.18
- 《相控阵 T/R 芯片稀缺标的，业绩腾飞指日可待》 2022.07.03

附录一：中国星链处在爆发前期，公司卫星芯片技术领先，相关产品已经进入量产阶段，未来增长可期

➢ SpaceX再发射53颗星链卫星，目前已发射3108颗，发展中国星链必要且紧急

SpaceX再发射53颗星链卫星。2022年8月20日北京时间凌晨3时21分（美国东部时间8月19日15时21分），SpaceX公司从佛罗里达州的卡纳维拉尔角空军基地发射一枚载有新一批53颗“星链”（Starlink）卫星的猎鹰9号火箭。这是此款可重复使用的猎鹰9号第一级助推器的第9次飞行。迄今，SpaceX已经发射了3108颗星链卫星，其中约2845颗仍在绕地球轨道运行。

Starlink是全球最领先的互联网星座计划。Starlink是由SpaceX提出低轨卫星互联网星座，计划向距离地表300-600km的区域内发射11926颗卫星向全球提供互联网接入服务。目前，Starlink系统建设方案分为两个阶段：第一阶段位于550km的4408颗卫星计划在2024年3月建设整个系统的50%，2027年3月全部建设完成；第二阶段位于340km的7718颗卫星计划在2024年11月建设完成50%，2027年11月全部建设完成。

图1：猎鹰9号火箭发射53颗星链卫星



资料来源：SpaceX官网，浙商证券研究所

发展中国“星链”必要且紧急。低轨卫星系统是最有前途的卫星通信系统。近地轨道可容纳约6万颗卫星，根据ITU规定，卫星频率及轨道使用权采用“先登先占”规则。SpaceX的Starlink（星链计划）目标在2027年发射约1.2万颗卫星组网，其他美国公司如亚马逊等也有数千颗卫星发射计划，若目前已获批准的通信星座全数建设完毕，地球低轨的有效资源将所剩无几。在处于发展初期的当下阶段，加快“抢占”太空资源，构建中国“星链”是十分必要且紧急的事情。

➢ 1.3万颗卫星计划出炉，星网集团动作频繁，中国“星链”处在爆发

“GW”计划预计发射1.3万颗卫星。2020年9月，一家代号为“GW”的中国公司，向国际电信联盟（ITU）递交了频谱分配档案。档案中包括两个名为GW-A59和GW-2的宽带星座计划，其计划发射的卫星总数量达到12992颗。

图2: 中国提交的 GW-A59 宽带星座计划

e-Submission of Satellite Network Filings		
Home	As-Received	Help
Published	Comments	
CHN2020-33636		Details Frequencies
Notice ID	Administration / Network Org.	Satellite Name
120520170	CHN	GW-A59
Submission Reference Number	Act. Code	Type of Submission
CHN2020-33636	A	Coordination Request
Provision	Orbital Position	IFIC No.
9.6	NGSO	2941
IFIC Date	Reference Body	Number of Planes
09.03.2021	T	116
BR registry date	Date of Receipt	Number of satellites
11.09.2020	11.09.2020	6080

资料来源: ITU, 浙商证券研究所

星网集团将有力地推动中国卫星互联网全面快速发展。2021年4月,中国卫星网络集团有限公司挂牌成立,注册资本100亿元,由国务院国资委100%控股。2021年12月,星网集团拟投资15.8亿元于雄安新区兴建总部大楼。2022年5月,星网集团拟投资10亿元用于地面站建设,包括天线场、运行控制中心、应用数据中心等。星网集团近期投资动作频繁,计划加速落地,将有力推动中国卫星互联网全面快速发展。

图3: 星网集团雄安新区总部大楼招标公告

全国公共资源交易平台(雄安新区) 雄安新区公共资源交易服务平台

中国卫星网络集团有限公司雄安新区总部大楼建设项目勘察、设计招标公告

招标公告 更正公告 开标记录 开标结果 专家抽取 中标候选人公示 中标公示 合同备案 其他公示

1. 招标条件
2. 项目概况与招标范围
3. 投标人资格要求
4. 招标文件的获取
5. 投标文件的递交
6. 开标时间和地点
7. 评标办法
8. 其他公告

资料来源: 全国公共资源交易平台, 浙商证券研究所

图4: 雄安地面站建设招标公告

全国公共资源交易平台(雄安新区) 雄安新区公共资源交易服务平台

雄安地面站建设项目勘察、设计招标公告

招标公告 更正公告 开标记录 开标结果 专家抽取 中标候选人公示 中标公示 合同备案 其他公示

1. 招标条件
2. 项目概况与招标范围
3. 投标人资格要求
4. 招标文件的获取
5. 投标文件的递交
6. 开标时间和地点
7. 评标办法
8. 其他公告

资料来源: 全国公共资源交易平台, 浙商证券研究所

我国首个商业航天发射场开建。2022年6月,海南国际商业航天发射有限公司由海南省和中国航天科技集团、中国航天科工集团、中国卫星网络集团共同出资成立。7月6日,海南商业航天发射场在海南文昌开工建设,成为我国第一个商业航天发射场,其致力于打造国际一流、市场化运营的航天发射场系统。预计该发射场建成投产后,将具备密集发射能力,进一步提升我国民商运载火箭发射能力,成为航天强国建设的新力量。

图5: 我国首个商业航天发射场开建



资料来源: 国家航天局, 浙商证券研究所

➤ 长八遥二“一箭22星”再破记录, 中国卫星发射能力不断提升, 万颗星链组网可期

我国“一箭多星”发射记录被再次打破。2022年2月27日11时06分, 长征八号遥二运载火箭发射成功, 共计完成12次分离动作, 将22颗卫星分别顺利送入预定轨道, 创造了中国航天的新纪录。此次发射的22颗卫星主要为光学遥感卫星, 分别来自国内7家商业航天企业, 发射费用亦由7家企业分摊。

中低轨运力最强商业火箭, 商业化定制瞄准发射需求。长八火箭是我国新一代主力中型运载火箭, 也是目前我国中低轨运力最强的商业火箭, 填补了我国太阳同步轨道运载能力3吨至4.5吨的能力空白, 可以承担我国80%以上的中低轨发射任务。此外, 长八是瞄准未来发射市场需求而专门打造的一型火箭, 作为定位于商业应用的火箭, 成本就成了必须考虑的因素。此次发射的长八遥二火箭采用取消两个助推器的两级串联新构型, 还采用“模块化”、“组合化”的设计思路, 有效缓解生产、总装和测试压力并降低发射成本。

满足市场快速发射需求, 万颗星链组网可期。目前, 长八火箭总装最快是28天。若在发射场旁就近建设总装测试厂房, 能够将发射场测试和出厂测试合二为一, 节省一系列测试、检查、转运的步骤, 压缩火箭在发射场的周期, 适应未来市场对长八火箭快速发射的需求。目前, 海南总装测试厂房已开始施工建设, 发射工位也正在论证过程中。一旦完成, 一周就能实现一次长八火箭发射, 一年预计可发射50次。未来随着发射运载能力的进一步提升, 万颗星链组网可期。

图6: 长征八号遥二运载火箭发射成功



资料来源: 中国日报, 浙商证券研究所

图7: 长八遥二火箭取消了两个助推器



资料来源: 中国日报, 浙商证券研究所

公司卫星芯片技术领先, 星链产品已经进入量产阶段, 未来增长可期。在星载领域, 相控阵 T/R 芯片由于其需要在宇宙极端环境中使用, 对其可靠性与性能要求较高, 产品附加值较高。公司一直深耕卫星领域技术, 经过多年技术与行业积累, 在芯片系统集成度方面领先市场。公司研制的多通道多波束幅相多功能芯片为代表的 T/R 芯片, 集成度、功耗、噪声系数等关键性能具备领先优势, 已进入下游客户主要供应商名录并进入量产阶段。目前中国星链处在爆发前期, 未来随着卫星互联网快速起量, 公司有望充分受益, 产品销售迎来新的增长空间。

附录 2: 实战化训练提升军工领域景气度, 公司军用地面业务收入超预期, 未来营收增长空间巨大

台海局势凸显强大国防重要性, 实战化训练提升弹载、舰载等领域景气度。8 月份东部战区于台岛周边 6 个海空区域展开军事演训行动, 组织大规模实弹演习。期间, 陆军部队在台湾海峡实施了远程火力实弹射击训练; 海军多艘舰艇实战化演训, 10 余艘驱护舰艇持续对海上重要目标实施火力追瞄并展开模拟突击。拥有强大的军事国防才能保卫领土完整, 台海局势再次凸显强大国防的重要性。随着边防压力加大, 实战化演习节奏加快, 地面雷达、导弹等领域可能是十四五期间需求增长最快的细分市场, 雷达相控阵产业链将大大受益。

图8: 海军实战化演习



资料来源: 百度百家号, 人民海军微信公号, 浙商证券研究所

图9: 导弹实发演习

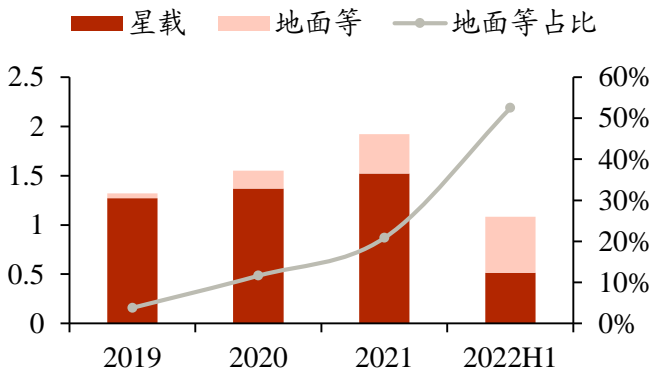


资料来源: 百度百家号, 玉渊潭天, 浙商证券研究所

国防预算有望延续高增长。国际局势变动将促使我国加强国防军事建设，据政府预算草案报告，2022年我国军费预算1.45万亿元，同比增长7.1%，较2021年上升0.3pct。公司招股书显示，商务部投资促进事务局报告预计2025年国防信息化开支可能达2513亿元，占国防装备支出40%，核心领域有望保持超20%复合增长。

前期在研项目逐步量产，公司地面业务超预期，未来营收增长空间巨大。公司过去以星载产品为主，2020年之前星载业务占比超过95%。近年来公司紧抓军工领域高增长机会，积极布局地面（地面雷达、弹载等）技术，军工领域产品矩阵逐渐丰富。2022年上半年，公司地面业务收入为5690.14万元，同比增长65.89%，已经超过该业务去年全年营收，**地面业务占比也从不足5%，提升到50%以上。**经过持续研发设计迭代，公司GaN功率放大器芯片首次实现规模应用，列装于大型地面相控阵雷达装备。地面相控阵T/R芯片已成为公司的重要收入来源，随着下游弹载等领域需求持续提升、公司前期在研的18个地面领域子项目逐步量产，未来公司营收增长空间巨大。

图10：公司星载、地面等收入及占比（亿元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图11：公司主要在研项目

项目类别	项目内容、拟达到的目标	子项目名称	进展情况
D751	传统分立式套片解决方案芯片种类繁多，导致雷达装配复杂，体积较大，且价格昂贵。本项目针对地面应用领域大型陆基/车载雷达应用需求，开展高集成度多功能芯片、收发多功能芯片、功放芯片、限幅低噪放芯片等相控阵T/R芯片研制，降低组件尺寸及装配复杂度，实现具有低成本、高集成度的地面/车载相控阵T/R芯片解决方案，完成地面应用领域产品的技术储备和专用开发。	01-1905	正样阶段
		01-2013	初样阶段
		01-2101	初样阶段
		01-2004	初样阶段
		01-2115	研发阶段
		01-2107	研发阶段
		01-2109	研发阶段
		01-2114	初样阶段
		01-1704	研发阶段
		01-2201	研发阶段
D761	本项目针对舰载/机载领域需求，研究典型相控阵T/R芯片架构，开展高集成度多功能芯片、收发多功能芯片、功放芯片、限幅低噪放芯片等相控阵T/R芯片研制，实现具有小型化、高性能、低成本、高兼容性的舰载/机载相控阵T/R芯片解决方案，完成舰载/机载应用领域产品的技术储备和专用开发。	01-2113	研发阶段
		01-1904	正样阶段
		01-2010	正样阶段
		01-2104	研发阶段
		01-2106	初样阶段
		01-2110	研发阶段
		01-2111	研发阶段
		01-2112	研发阶段

资料来源：公司招股说明书，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	633	675	894	1240
现金	67	146	146	110
交易性金融资产	191	74	88	117
应收账款	284	341	479	707
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	13	11	19	35
存货	79	104	162	270
其他	0	0	0	0
非流动资产	117	298	406	495
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	32	75	126	184
无形资产	11	12	9	6
在建工程	13	170	216	253
其他	62	42	55	52
资产总计	751	973	1300	1735
流动负债	36	54	144	252
短期借款	0	3	89	177
应付款项	2	5	6	10
预收账款	0	15	7	13
其他	33	30	43	52
非流动负债	17	14	16	16
长期借款	0	0	0	0
其他	17	14	16	16
负债合计	53	68	160	268
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	698	905	1140	1466
负债和股东权益	751	973	1300	1735

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22	137	33	14
净利润	160	180	235	326
折旧摊销	8	6	9	13
财务费用	(0)	(2)	0	5
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	(115)	(43)	(139)	(223)
其它	(27)	(5)	(72)	(107)
投资活动现金流	(209)	(90)	(119)	(134)
资本支出	(18)	(204)	(104)	(105)
长期投资	0	0	0	0
其他	(191)	113	(14)	(30)
筹资活动现金流	(1)	33	85	83
短期借款	0	3	85	88
长期借款	0	0	0	0
其他	(1)	29	(0)	(5)
现金净增加额	(188)	80	(0)	(36)

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	211	313	440	623
营业成本	49	76	117	185
营业税金及附加	2	3	4	6
营业费用	8	11	15	22
管理费用	15	20	26	34
研发费用	30	35	49	64
财务费用	(0)	(2)	0	5
资产减值损失	8	0	0	0
公允价值变动损益	1	1	1	1
投资净收益	4	0	0	0
其他经营收益	47	25	26	45
营业利润	152	195	254	353
营业外收支	3	1	1	1
利润总额	155	196	255	354
所得税	(5)	16	20	28
净利润	160	180	235	326
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	160	180	235	326
EBITDA	161	201	265	372
EPS (最新摊薄)	1.43	1.61	2.10	2.92

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	20.60%	48.37%	40.72%	41.45%
营业利润	206.78%	28.33%	30.71%	38.87%
归属母公司净利润	251.71%	12.50%	30.56%	38.72%
获利能力				
毛利率	77.00%	75.67%	73.40%	70.29%
净利率	75.84%	57.50%	53.35%	52.32%
ROE	25.91%	22.45%	22.97%	25.01%
ROIC	22.79%	19.65%	19.12%	20.10%
偿债能力				
资产负债率	7.07%	6.99%	12.27%	15.46%
净负债比率	0.03%	4.91%	55.62%	65.96%
流动比率	17.65	12.59	6.22	4.91
速动比率	15.43	10.66	5.09	3.84
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.36	0.39	0.41
应收账款周转率	1.40	1.75	2.05	1.84
应付账款周转率	28.89	19.60	21.54	23.39
每股指标(元)				
每股收益	1.43	1.61	2.10	2.92
每股经营现金	0.20	1.23	0.30	0.13
每股净资产	8.32	8.10	10.20	13.11
估值比率				
P/E	69.84	62.08	47.55	34.28
P/B	12.01	12.34	9.80	7.62
EV/EBITDA	-1.59	54.62	41.65	29.90

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>