

# 铖昌科技 (001270. SZ)

## 研发投入加大，地面雷达芯片放量销售

无评级

### 核心观点

**公司2023年上半年收入快速增长。**公司2023年上半年营收1.65亿元，同比增长44.4%；归母净利润6462万元，同比增长16.2%；扣非净利润为5610.9万元，同比增长24.7%。其中Q2营收1.25亿元，同比增长32.9%，归母净利润5241万元，同比增长16.4%。

**营收结构变化，毛利率有所波动。**报告期内地面雷达芯片收入快速增长，占比快速提升，同时突破了机载领域应用。前期公司研制相控阵T/R芯片主要应用在卫星通信，产品需要通过严格质量认证，属宇航级产品，毛利率较高，同时具备技转地面能力。地面雷达芯片规模销售后，公司营收结构变化，至毛利率有所调整，上半年公司毛利率为60.1%，同比下降约6.1pct。

**研发投入加大，拓展下游多个领域。**公司持续加大研发投入，报告期内研发投入为2253万元，较同期增长114%，研发费用率同比提升4.2pct至13.6%。公司通过持续加大研发投入，在保持星载领域技术领先优势的同时，也在不断推出新产品、新型号拓展新应用场景。在地面雷达领域，公司研制的超高集成度T/R芯片作为关键国产元器件应用于多个重要型号项目；在卫星通信领域，公司研制的多通道多波束模拟波束赋形芯片持续保持行业领先；在机载领域，公司研制的多通道波束赋形芯片和收发前端芯片具有小型化、低成本和高可靠等特点，已开始批量供货。管理及销售费用管控良好，管理费用率为6.6%，同比下降0.16pct，销售费用率为2.6%，同比下降0.6pct。

**低轨宽带通信卫星项目前景广阔，军用相控阵雷达需求旺盛。**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。此外，军用雷达陆海空天战场实现远程打击、精确打击的必要手段。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%。公司主营T/R芯片是相控阵雷达核心芯片，有望持续受益行业发展。

**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：**公司雷达芯片营收快速增长，营收结构变动致毛利率变化，我们下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.9/2.6/3.5亿元（前期盈利预测分别为2.1/2.9/3.9亿元），当前股价对应PE分别为61/45/33X，推荐关注。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	211	278	442	637	919
(+/-%)	20.6%	31.7%	59.3%	44.0%	44.2%
净利润(百万元)	160	133	186	255	345
(+/-%)	251.7%	-17.0%	40.3%	36.6%	35.6%
每股收益(元)	1.91	1.19	1.19	1.63	2.21
EBIT Margin	51.0%	45.0%	40.7%	39.4%	38.2%
净资产收益率(ROE)	22.9%	9.7%	12.0%	14.1%	16.0%
市盈率(PE)	38.2	61.3	60.9	44.6	32.9
EV/EBITDA	53.4	61.3	60.0	43.0	31.1
市净率(PB)	8.75	5.96	7.32	6.29	5.28

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：袁文翀  
021-60933150 021-60375411  
machenglong@guosen. com. cn yuanwenchong@guosen. com. cn  
S0980518100002

#### 基础数据

投资评级	无评级
合理估值	
收盘价	72.78元
总市值/流通市值	11393/5186百万元
52周最高价/最低价	162.66/71.00元
近3个月日均成交额	182.13百万元

#### 市场走势



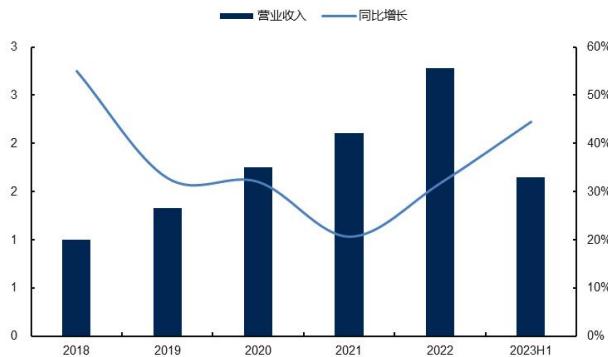
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《铖昌科技(001270.SZ) - 星载相控阵芯片核心供应商，受益卫星互联网快速发展》 —— 2023-04-25

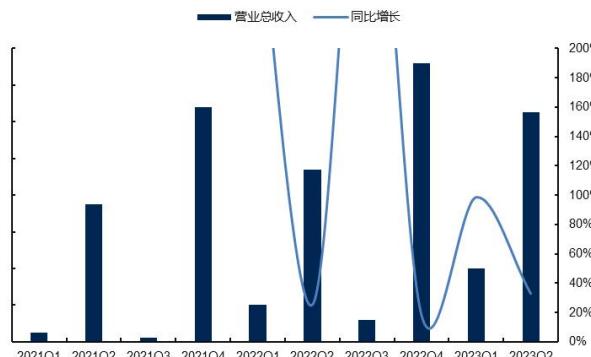
**公司 2023 年上半年收入快速增长。**公司 2023 年上半年营收 1.65 亿元，同比增长 44.4%；归母净利润 6462 万元，同比增长 16.2%；扣非净利润为 5610.9 万元，同比增长 24.7%。其中 Q2 营收 1.25 亿元，同比增长 32.9%，归母净利润 5241 万元，同比增长 16.4%。

图1: 铊昌科技营收及增速 (单位: 亿元、%)



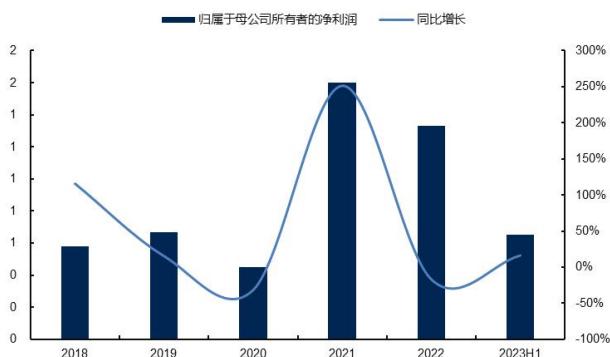
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 铊昌科技单季营收及增速 (单位: 亿元、%)



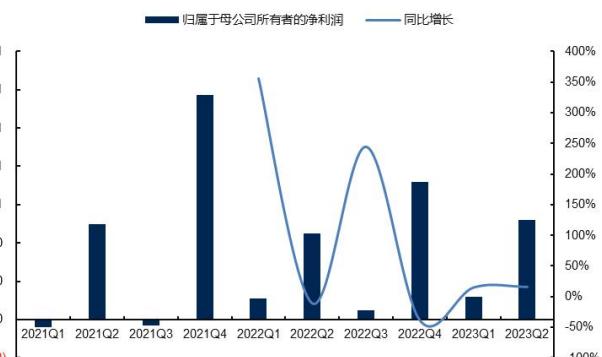
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 铊昌科技归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

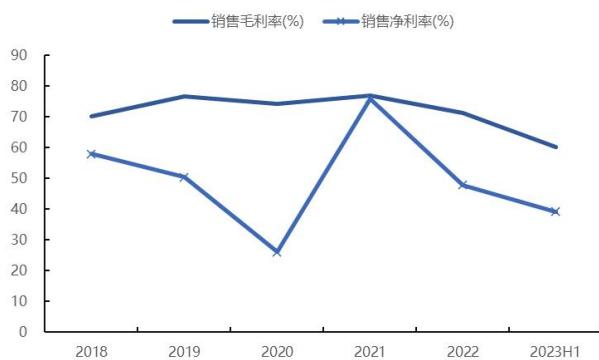
图4: 铊昌科技单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



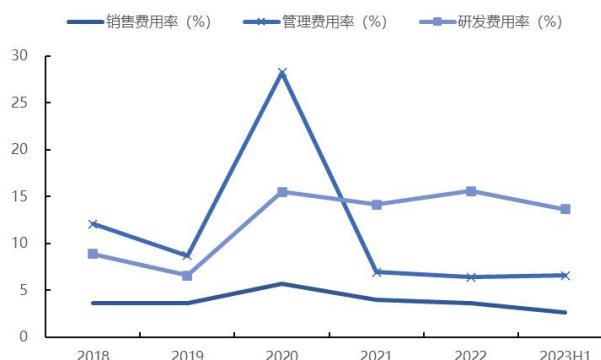
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**营收结构变化，毛利率有所波动。**报告期内地面雷达芯片收入快速增长，占收比快速提升，同时突破了机载领域应用。前期公司研制相控阵 T/R 芯片主要应用在卫星通信，产品需要通过严格质量认证，属宇航级产品，毛利率较高，同时具备技转地面能力。地面雷达芯片规模销售后，公司营收结构变化，至毛利率有所调整，上半年公司毛利率为 60.1%，同比下降约 6.1pct。

**研发投入加大，拓展下游多个领域。**公司持续加大研发投入，报告期内研发投入为 2253 万元，较同期增长 114%，研发费用率同比提升 4.2pct 至 13.6%。公司通过持续加大研发投入，在保持星载领域技术领先优势的同时，也在不断推出新产品、新型号拓展新应用场景。在地面雷达领域，公司研制的超高集成度 T/R 芯片作为关键国产元器件应用于个重要型号项目；在卫星通信领域，公司研制的以多通道多波束模拟波束赋形芯片持续保持行业领先；在机载领域，公司研制的多通道波束赋形芯片和收发前端芯片具有小型化、低成本和高可靠等特点，已开始批量供货。管理及销售费用管控良好，管理费用率为 6.6%，同比下降 0.16pct，销售费用率为 2.6%，同比下降 0.6pct。

**图5: 铊昌科技综合毛利率和净利率 (单位: %)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

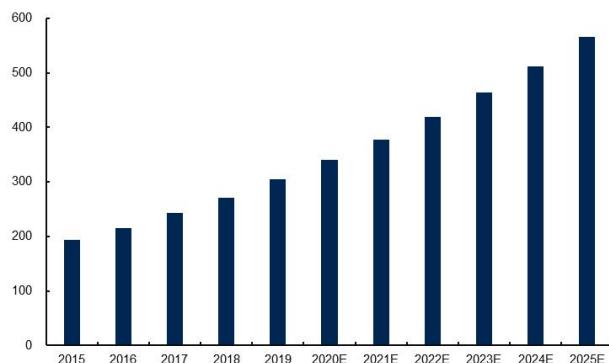
**图6: 铊昌科技研发、管理、销售费用率 (单位: %)**


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**低轨宽带通信卫星项目前景广阔，军用相控阵雷达需求旺盛。**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颗卫星，未来发展空间广阔。此外，军用雷达是获取陆海空天战场全天候、全范围战术情报最主要的手段，是实现远程打击、精确打击的必要手段。根据智研咨询预测，2025年我国军用雷达市场规模有望达到573亿元，10年复合增长率高达11.5%。公司主营T/R芯片是相控阵雷达核心芯片，有望持续受益行业发展。

**图7: 我国成功发射卫星互联网技术试验卫星**


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

### 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 芯片应用在遥感 SAR 卫星：**遥感 SAR 卫星定制化程度高、单星 T/R 芯片需求量大、随着公司承接遥感 SAR 卫星项目逐步增加，并有望在 2024 年开始对新型号产品批量出货，预计 23-25 年 T/R 芯片用于遥感 SAR 营收分别增长 8%/15%/15%，定制级宇航产品毛利率较高，维持在 77%/76%/75%。
- **T/R 芯片应用在低轨宽带卫星：**公司 T/R 芯片预计在 2023 年开始逐步交付，成为公司营收新的增长点，根据上文分析，低轨宽带卫星行业在“十四五”

期间呈现快速发展，自 2022 年起星网公司招标，规划至 2025 年卫星数量超过百颗。预计公司 23-25 年 T/R 芯片营收分别为 9000/16200/25920 万元，该产品用于民用低轨宽带卫星，规模较大，对应 2023-2025 年毛利率分别为 66%/66%/65%。

➤ **T/R 芯片用在地面雷达：**军用雷达近些年在预警雷达、导弹、机载等方面需求旺盛，公司近些年在该领域有所突破逐步放量，预计公司该领域 2023-2025 年营收分别为 16000/25600/40960 万元，近些年军品定价有所波动，预计毛利率有一定调整，对应 2023-2025 年毛利率保持在 57%/57%/57%。

表1：铖昌科技未来三年业绩拆分

收入分类预测（万）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>相控阵 T/R 芯片-卫星</b>					
YOY	10.48%	14.07%	47.54%	37.92%	35.71%
占比	71.90%	66.66%	58.62%	55.98%	52.56%
<b>遥感高分</b>					
收入	14165	15298	16522	19001	21851
增长率	3.19%	8.00%	8.00%	15.00%	15.00%
毛利率	79.73%	79.00%	77.00%	76.00%	75.00%
<b>通信卫星</b>					
收入	1000.0	2000	9000	16200	25920
增长率	-	100.00%	150.00%	80.00%	60.00%
毛利率	-	77.00%	66.00%	65.50%	65.00%
<b>相控阵 T/R 芯片-军用</b>					
YOY	-	67.71%	135.01%	59.26%	59.45%
占比	19.61%	24.82%	37.44%	41.29%	45.55%
<b>地面</b>					
收入	3,946.15	6708	16000	25600	40960
增长率	505.65%	70.00%	138.50%	60.00%	60.00%
毛利率	76.54%	76.50%	57.00%	57.00%	57.00%
<b>车载/舰载/机载</b>					
收入	189.5	227	1000	1200	1440
增长率	-83.62%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	70.00%	70.00%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>技术服务</b>					
收入	1792.5	1717	1717	1717	1717
增长率	-8.30%	-4.19%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	54.64%	55.0%	55.0%	55.0%	55.0%
收入合计	21093.36	27778.84	44,239.7	63,718.0	91,888.1
增长率	20.60%	23.03%	59.26%	44.03%	44.21%
毛利率	77.0%	76.53%	66.29%	64.83%	63.55%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

三项费用假设如下：

- **研发费用：**公司重视研发投入，预计公司会加大各领域芯片研发投入，22 年研发费用率提升至 15%左右（22 研发费用率为 15.6%），研发费用稳步增长。
- **管理费用：**随着公司经营规模逐步变大，管理费用稳步提升，整体管理费用率控制良好。
- **销售费用：**公司上市后不断开拓芯片应用市场，销售费用小幅提升。

按上述假设条件，我们得到公司 2023-2025 年收入分别为 4.4/6.4/9.2 亿元，增

速分别为 59.3%/44.0%/44.2%；归母净利润分别为 1.9/2.6/3.5 亿元，增速分别为 40.3%/36.6%/35.6%；每股收益分别为 1.2/1.6/2.2 元。

表2: 铊昌科技未来三年盈利预测表

利润表 (百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	211	278	442	637	919
<b>营业成本</b>	49	80	149	224	335
<b>营业税金及附加</b>	2	2	4	6	9
<b>销售费用</b>	8	10	13	19	28
<b>管理费用</b>	15	18	25	34	49
<b>研发费用</b>	30	43	71	102	147
<b>财务费用</b>	(0)	(1)	(12)	(11)	(7)
<b>营业利润</b>	152	140	198	271	367
<b>归属于母公司净利润</b>	160	133	186	255	345

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 1.9/2.6/3.5 亿元，当前股价对应 PE 分别为 61/45/33X，推荐关注。

表3: 可比公司盈利预测估值比较 (更新至 2023 年 8 月 28 日)

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS 2022A	EPS 2023E	EPS 2024E	EPS 2022A	PE 2023E	PE 2024E	PEG 2023E
001270.SZ	銊昌科技	-	72.8	113.9	1.1	1.2	2.6	61.3	61.3	44.5	1.5
688270.SH	臻镭科技	-	44.7	68.3	1.0	1.0	1.4	63.4	46.0	32.8	1.2
688375.SH	国博电子	增持	80.0	320.1	1.3	1.7	2.2	61.5	48.0	36.3	1.6
平均								47.0	47.0	34.5	

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测；国博电子、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	67	498	471	378	300	<b>营业收入</b>	<b>211</b>	<b>278</b>	<b>442</b>	<b>637</b>	<b>919</b>
应收款项	284	372	485	698	1007	营业成本	49	80	149	224	335
存货净额	79	126	196	295	442	营业税金及附加	2	2	4	6	9
其他流动资产	13	20	23	39	57	销售费用	8	10	13	19	28
<b>流动资产合计</b>	<b>633</b>	<b>1206</b>	<b>1365</b>	<b>1601</b>	<b>1996</b>	管理费用	15	18	25	34	49
固定资产	44	64	128	185	236	研发费用	30	43	71	102	147
无形资产及其他	11	9	10	10	11	财务费用	(0)	(1)	(12)	(11)	(7)
投资性房地产	62	139	139	139	139	投资收益	4	4	4	4	4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	2	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>751</b>	<b>1418</b>	<b>1642</b>	<b>1935</b>	<b>2382</b>	其他收入	9	(35)	(71)	(102)	(147)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	63	营业利润	152	140	198	268	364
应付款项	2	13	10	15	22	营业外净收支	3	2	0	3	3
其他流动负债	33	26	67	101	133	<b>利润总额</b>	<b>155</b>	<b>142</b>	<b>198</b>	<b>271</b>	<b>367</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>36</b>	<b>39</b>	<b>77</b>	<b>116</b>	<b>218</b>	所得税费用	(5)	9	12	16	22
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	17	14	14	14	14	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>160</b>	<b>133</b>	<b>186</b>	<b>255</b>	<b>345</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>17</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>14</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>53</b>	<b>53</b>	<b>91</b>	<b>130</b>	<b>232</b>	<b>净利润</b>	<b>160</b>	<b>133</b>	<b>186</b>	<b>255</b>	<b>345</b>
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(1)	6	4	5	5
股东权益	698	1364	1551	1805	2150	折旧摊销	8	9	10	16	22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>751</b>	<b>1418</b>	<b>1642</b>	<b>1935</b>	<b>2382</b>	公允价值变动损失	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
						财务费用	(0)	(1)	(12)	(11)	(7)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	(143)	(212)	(145)	(285)	(430)
每股收益	1.91	1.19	1.19	1.63	2.21	其它	1	(6)	(4)	(5)	(5)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流</b>	<b>24</b>	<b>(73)</b>	<b>50</b>	<b>(16)</b>	<b>(65)</b>
每股净资产	8.32	12.20	9.94	11.57	13.78	资本开支	0	(34)	(77)	(77)	(77)
ROIC	28%	19%	20%	24%	26%	其它投资现金流	(191)	0	0	0	0
ROE	23%	10%	12%	14%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(191)</b>	<b>(33)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>	<b>(77)</b>
毛利率	77%	71%	66%	65%	64%	权益性融资	0	536	0	0	0
EBIT Margin	51%	45%	41%	39%	38%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	55%	48%	43%	42%	41%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
收入增长	21%	32%	59%	44%	44%	其它融资现金流	(21)	3	(0)	0	63
净利润增长率	252%	-17%	40%	37%	36%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(21)</b>	<b>538</b>	<b>(0)</b>	<b>0</b>	<b>63</b>
资产负债率	7%	4%	6%	7%	10%	<b>现金净变动</b>	<b>(188)</b>	<b>432</b>	<b>(27)</b>	<b>(93)</b>	<b>(78)</b>
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	255	67	498	471	378
P/E	38.2	61.3	60.9	44.6	32.9	货币资金的期末余额	67	498	471	378	300
P/B	8.8	6.0	7.3	6.3	5.3	企业自由现金流	0	(121)	(42)	(109)	(154)
EV/EBITDA	53.4	61.3	60.0	43.0	31.1	权益自由现金流	0	(118)	(31)	(99)	(85)

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提供。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