

其他军工 III

铖昌科技 (001270.SZ)

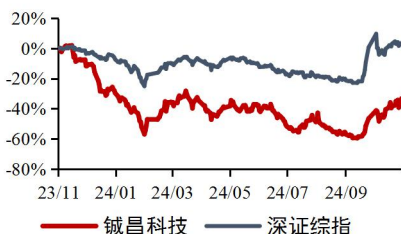
买入-B(维持)

三季度初现拐点，期待 2025 星载放量、机载上量

2024 年 11 月 4 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



事件描述:

公司发布 2024 年三季度报告。2024Q1-Q3，公司实现营收 1.00 亿元，同比-41.22%；实现归母净利润-0.32 亿元，同比-160.19%；扣非后归母净利润-0.42 亿元，同比-191.29%。单季度来看，公司 2024Q3 实现营收 0.29 亿元，同比+413.08%，环比-45.02%；实现归母净利润-0.07 亿元，同比+40.72%，环比+22.71%；扣非后归母净利润-0.08 亿元，同比+19.52%，环比+52.43%。

市场数据：2024 年 11 月 4 日

收盘价 (元):	44.46
总股本 (亿股):	2.07
流通股本 (亿股):	1.01
流通市值 (亿元):	45.08

基础数据：2024 年 9 月 30 日

每股净资产 (元):	6.57
每股资本公积 (元):	4.25
每股未分配利润 (元):	1.33

资料来源：最闻

分析师:

高宇洋

执业登记编码: S0760523050002

邮箱: gaoyuyang@sxzq.com

张天

执业登记编码: S0760523120001

邮箱: zhangtian@sxzq.com

赵天宇

执业登记编码: S0760524060001

邮箱: zhaotianyu@sxzq.com

事件点评:

- 1) Q3 同比收入大幅增加，同时公司积极投入研发导致利润继续承压。Q3 通常为公司确收淡季，单 Q3 来看今年已达历史最高收入，预示行业需求和下单已出现拐点。从存货来看，Q3 继续增加，主要为原材料备料以及客户尚未提货的在产品增加等，未来有望转化为收入。费用方面，公司持续投入研发，研发费用 Q3 同比翻倍以上增长；由于股权激励股份支付费用的计提管理、销售费用同比均有增长；由于存货和应收账款的增加资产减值计提也较去年增加但回款风险相对可控。此外，我们看到公司 Q3 固定资产为 2.7 亿元，主要由于公司产能继续扩大以及新增办公实验场地等投入使用。
- 2) 星载 2025 年展望乐观。我们认为随着国内遥感、低轨等多星座同步发展，2025-2026 年国内卫星产业将迎来爆发式增长。千帆星座今年已完成 2 次组网星发射，星网完成多次高轨星发射，并有望在年内启动低轨组网星发射。GW 星网星座战略定位高，性能器件验收标准高，当前正处于研发定型到组网批产间的空档期，随着火箭运载、卫星总成、星上载荷产业链整合跑通行业将迎来快速发展。短期来看，星网后续星座增补、特种遥感通信卫星等有望带来批量订货。公司前期拓展的卫星型号数量拓展，多个研制项目陆续量产。
- 3) 机载拓展顺利，地面或逐步恢复。机载 TR 芯片公司与客户形成深度合作配套，主要用于机载相控阵天线支撑系统感知体系，多个型号装备进入量产，未来将继续成为公司主要营收贡献。地面领域，公司的小型化相控阵 TR 芯片具备良好的目标检测、抗干扰和实时处理性能优势，各类型雷达 TR 今年受到下游客户需求影响，交付确认规模下降，随着客户需求恢复，项目逐步增加批产。



➤ 4) 长期看,我们认为公司基本面支撑性较强, Q4 有望出现经营拐点。
①下游需求方面,军品、卫星行业基本面不断出现边际改善,下游产业化进程加速,行业规模有望迎来快速增长,公司客户需求已处于恢复状态,根据公司生产计划,下半年有望迎来集中交付。公司半年报存货科目显示原材料、在产品分别较年初增长 26%、41%,反映下游实际需求较为积极,但因部分因素交付确收节奏受到影响。②格局方面,国内从事 T/R 芯片研发和量产的单位主要是科研院所,公司作为少数能够提供完整、先进 T/R 芯片解决方案及宇航级芯片研发、测试及生产的民营企业,市场地位稳固。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议:** 整体来看,随着星载需求迎来拐点,公司业绩有望恢复快速增长,我们预计公司 2024-2026 年归母净利润 0.34/0.94/1.50 亿元,同比增长-57.0%/173.9%/59.8%;对应 EPS 为 0.17/0.45/0.72 元,2024 年 11 月 04 日收盘价对应 PE 分别为 268.8/98.1/61.4 倍,维持“买入-B”评级。

风险提示: 下游价格体系变化导致毛利率波动风险;低轨卫星发射不及预期导致星载 TR 需求减少风险;核心技术人员和管理人员流失风险;下游卫星天线和装备技术迭代公司未能持续跟进风险。

财务数据与估值:

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	278	287	274	436	609
YoY(%)	31.7	3.4	-4.6	59.0	39.8
净利润(百万元)	133	80	34	94	150
YoY(%)	-17.0	-40.0	-57.0	173.9	59.8
毛利率(%)	71.3	62.3	56.2	55.3	53.2
EPS(摊薄/元)	0.64	0.38	0.17	0.45	0.72
ROE(%)	9.7	5.7	2.5	6.5	9.5
P/E(倍)	69.4	115.6	268.8	98.1	61.4
P/B(倍)	6.8	6.5	6.8	6.3	5.8
净利率(%)	47.8	27.7	12.5	21.5	24.6

资料来源:最闻,山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1206	1167	972	1097	1180
现金	498	507	274	305	305
应收票据及应收账款	371	453	461	508	600
预付账款	20	14	19	33	40
存货	126	187	213	245	230
其他流动资产	190	6	4	7	5
非流动资产	212	314	483	531	551
长期投资	0	0	1	1	2
固定资产	58	123	298	336	350
无形资产	9	8	6	5	5
其他非流动资产	145	183	178	189	195
资产总计	1418	1481	1454	1628	1731
流动负债	39	50	68	152	132
短期借款	0	0	6	67	34
应付票据及应付账款	13	37	43	68	75
其他流动负债	26	14	18	16	24
非流动负债	14	22	22	22	22
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	22	22	22	22
负债合计	54	72	90	174	154
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	112	157	207	207	207
资本公积	885	841	794	794	794
留存收益	342	381	412	478	583
归属母公司股东权益	1364	1408	1364	1455	1577
负债和股东权益	1418	1481	1454	1628	1731

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-5	-14	19	43	104
净利润	133	80	34	94	150
折旧摊销	9	16	17	25	29
财务费用	-1	-7	-5	-2	-1
投资损失	-4	-2	-1	-3	-5
营运资金变动	-150	-123	-26	-72	-69
其他经营现金流	9	23	0	0	0
投资活动现金流	-70	78	-185	-71	-45
筹资活动现金流	507	-54	-73	-2	-27
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.38	0.17	0.45	0.72
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	-0.07	0.09	0.21	0.50
每股净资产(最新摊薄)	6.58	6.79	6.58	7.02	7.61

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	278	287	274	436	609
营业成本	80	108	120	195	285
营业税金及附加	2	0	0	1	1
营业费用	10	10	12	15	18
管理费用	18	25	33	44	49
研发费用	43	68	82	100	122
财务费用	-1	-7	-5	-2	-1
资产减值损失	-6	-13	-14	-10	-13
公允价值变动收益	1	2	0	0	0
投资净收益	4	2	1	3	5
营业利润	140	83	35	96	152
营业外收入	2	0	1	1	1
营业外支出	0	3	2	3	2
利润总额	142	80	34	94	150
所得税	9	0	0	0	0
税后利润	133	80	34	94	150
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	133	80	34	94	150
EBITDA	143	88	45	117	177

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	31.7	3.4	-4.6	59.0	39.8
营业利润(%)	-7.5	-40.6	-57.9	174.2	57.8
归属于母公司净利润(%)	-17.0	-40.0	-57.0	173.9	59.8
获利能力					
毛利率(%)	71.3	62.3	56.2	55.3	53.2
净利率(%)	47.8	27.7	12.5	21.5	24.6
ROE(%)	9.7	5.7	2.5	6.5	9.5
ROIC(%)	9.1	5.1	2.1	5.9	9.1
偿债能力					
资产负债率(%)	3.8	4.9	6.2	10.7	8.9
流动比率	30.8	23.2	14.3	7.2	8.9
速动比率	27.1	19.1	10.8	5.4	6.8
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
应收账款周转率	0.8	0.7	0.6	0.9	1.1
应付账款周转率	10.2	4.3	3.0	3.5	4.0
估值比率					
P/E	69.4	115.6	268.8	98.1	61.4
P/B	6.8	6.5	6.8	6.3	5.8
EV/EBITDA	59.6	99.4	198.6	77.1	50.5

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务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。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

