

ST 铖昌 (001270.SZ)*下游市场需求向好，业绩持续增长**

事件：公司 10 月 22 日晚公布《2025 年第三季度报告》，2025 年前三季度实现营业收入 3.06 亿元，同比+204.78%，归母净利润 9035.86 万元，同比扭亏（上年同期为-3153.23 万元），扣非归母净利润 8803.40 万元，同比扭亏（上年同期为-4190.83 万元）；第三季度单季营业收入 1.05 亿元，同比+266.57%，归母净利润 3372.53 万元，同比扭亏（上年同期为-724.96 万元），扣非归母净利润 3324.66 万元，同比扭亏（上年同期为-821.06 万元）。

□ 遥感卫星多项目实现常态化批量交付，低轨卫星组网进程加快形成新增长极。

公司星载业务持续深化布局，作为公司的优势领域，公司星载产品覆盖的卫星型号范围进一步扩大。2025 年部分规模量级遥感项目已经陆续进入常态化批量交付阶段，项目的需求周期较长，多系列遥感卫星项目实现常态化批量交付并形成规模效应，业务增速保持可观；低轨卫星领域依托组网进程提速，与主力客户维持深度协同，备货及交付节奏精准匹配市场需求，为业务增长提供确定性支撑。10 月 16 日 GW 卫星星座成功发射低轨 12 组卫星，10 月 17 日千帆星座成功发射第六批组网卫星，随着低轨卫星组网进程不断加快，公司在低轨卫星应用领域的业务规划与落地将获得更强支撑。

□ 机载批量供货带动增长，地面项目回暖释放产能。

机载业务通过前期中标项目进入批量供货阶段，带动营收规模快速扩容，叠加新增订单持续落地，形成可持续增长动能；公司在机载项目批量供应上的成熟布局，已成为后续新项目订单的有效支撑。地面领域受益于客户需求回暖以及公司近年来持续积累项目资源，储备项目逐步启动并进入批产阶段，产能释放效率显著提升。

□ 通过精细化管理和规模效应实现成本结构优化。

公司通过进一步提高研发效率，降低研发成本进行降本增效；在生产端，公司持续优化工艺流程，自动化测试能力的提高以及规模效应带来的成本优化同时带动了毛利率的提升；另一方面，随着需求计划的快速恢复，产品价格体系保持平稳。2025 年前三季度，公司销售毛利率达 69.72%，同比提升 17.68 个百分点，销售净利率为 29.52%，较去年同期亏损大幅改善。

□ 风险提示：被实施退市风险警示的风险、原材料价格上涨的风险、订单不及预期的风险、市场竞争加剧的风险、应收账款及应收票据增加的风险。**财务数据与估值**

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	287	212	413	569	700
同比增长	3%	-26%	95%	38%	23%
营业利润(百万元)	83	(38)	145	187	224
同比增长	-41%	-145%	-485%	29%	20%
归母净利润(百万元)	80	(31)	120	166	204
同比增长	-40%	-139%	-485%	39%	22%
每股收益(元)	0.39	-0.15	0.58	0.81	0.99
PE	119.3	-305.6	79.3	57.2	46.7
PB	6.8	7.0	6.4	5.9	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

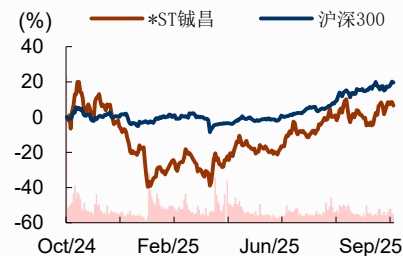
中游制造/军工
目标估值：NA
当前股价：46.14 元

基础数据

总股本（百万股）	206
已上市流通股（百万股）	203
总市值（十亿元）	9.5
流通市值（十亿元）	9.4
每股净资产（MRQ）	7.1
ROE（TTM）	6.2
资产负债率	7.2%
主要股东 深圳和而泰智能控制股份有	
主要股东持股比例	46.63%

股价表现

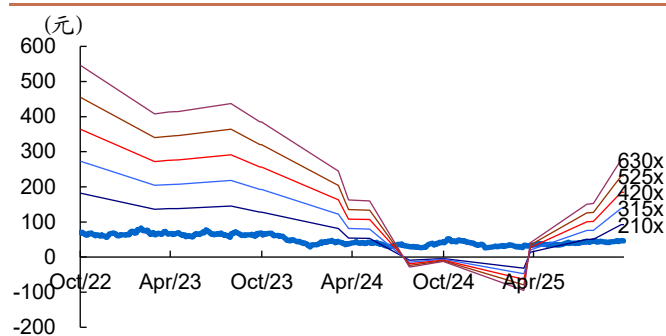
%	1m	6m	12m
绝对表现	12	40	17
相对表现	8	15	-2

**相关报告**

- 1、《铖昌科技 (001270) —2023 年度业绩承压，产品结构持续优化》2024-04-01
- 2、《铖昌科技 (001270)：全面的 TR 芯片解决方案供应商，未来增长预期良好》2023-10-28

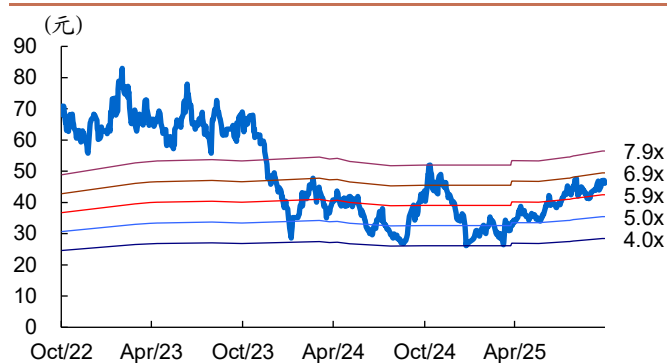
王超 S1090514080007
wangchao18@cmschina.com.cn
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
李哲瀚 S1090522020002
lizhehan@cmschina.com.cn

图 1: *ST 钺昌历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: *ST 钺昌历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

关于“被实施退市风险警示的风险”的说明：

- 公司最近一个会计年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为负值，且扣除后的营业收入低于 3 亿元，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第 9.3.1 条的规定，公司在 2024 年年度报告披露后已被实施退市风险警示。
- 根据《深圳证券交易所股票上市规则》相关规定，若公司 2025 年年度经审计的利润总额、净利润、扣除非经常性损益后的净利润三者孰低为正值，或者扣除后的营业收入高于 3 亿元，公司可以向深圳证券交易所申请对股票交易撤销退市风险警示。
- 公司 2025 年前三季度实现了营业收入高增长及净利润扭亏为盈。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1167	1080	1247	1610	1825
现金	507	368	65	81	84
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	42	64	83	114	140
应收款项	411	427	660	797	840
其它应收款	2	0	0	0	0
存货	187	202	402	566	697
其他	18	19	37	52	64
非流动资产	314	424	544	642	724
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	123	283	407	509	593
无形资产商誉	8	5	5	4	4
其他	183	136	132	129	127
资产总计	1481	1504	1791	2252	2549
流动负债	50	107	274	605	747
短期借款	0	0	147	462	591
应付账款	37	20	40	56	69
预收账款	0	0	1	1	1
其他	14	86	86	86	86
长期负债	22	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他	22	31	31	31	31
负债合计	72	137	304	636	778
股本	157	207	207	207	207
资本公积金	841	801	801	801	801
留存收益	411	358	478	609	762
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1408	1367	1487	1617	1771
负债及权益合计	1481	1504	1791	2252	2549

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	(14)	(48)	(281)	(80)	120
净利润	80	(31)	120	166	204
折旧摊销	16	29	57	79	98
财务费用	0	0	3	18	31
投资收益	(2)	(1)	(18)	(18)	(18)
营运资金变动	(106)	(39)	(468)	(344)	(206)
其它	(2)	(6)	26	19	12
投资活动现金流	78	(145)	(166)	(166)	(166)
资本支出	(117)	(146)	(184)	(184)	(184)
其他投资	194	1	18	18	18
筹资活动现金流	(54)	53	144	261	48
借款变动	(69)	48	147	315	129
普通股增加	45	51	0	0	0
资本公积增加	(45)	(40)	0	0	0
股利分配	0	(18)	0	(36)	(50)
其他	15	12	(3)	(18)	(31)
现金净增加额	9	(140)	(303)	16	3

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	287	212	413	569	700
营业成本	108	76	152	214	263
营业税金及附加	0	0	1	1	1
营业费用	10	11	25	33	40
管理费用	25	29	29	34	41
研发费用	68	88	66	91	108
财务费用	(7)	(5)	3	18	31
资产减值损失	(13)	(68)	(11)	(11)	(11)
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
其他收益	10	18	18	18	18
投资收益	2	1	1	1	1
营业利润	83	(38)	145	187	224
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0	0
利润总额	80	(38)	145	187	224
所得税	0	(7)	25	20	20
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	80	(31)	120	166	204

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	3%	-26%	95%	38%	23%
营业利润	-41%	-145%	-485%	29%	20%
归母净利润	-40%	-139%	-485%	39%	22%
获利能力					
毛利率	62.3%	63.9%	63.2%	62.5%	62.5%
净利率	27.7%	-14.7%	29.1%	29.2%	29.1%
ROE	5.7%	-2.2%	8.4%	10.7%	12.0%
ROIC	5.5%	-2.5%	8.1%	9.8%	10.4%
偿债能力					
资产负债率	4.9%	9.1%	17.0%	28.2%	30.5%
净负债比率	0.0%	0.0%	8.2%	20.5%	23.2%
流动比率	23.2	10.1	4.6	2.7	2.4
速动比率	19.5	8.2	3.1	1.7	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.7	0.4	0.5	0.4	0.4
应收账款周转率	0.7	0.4	0.7	0.7	0.7
应付账款周转率	4.3	2.7	5.1	4.4	4.2
每股资料(元)					
EPS	0.39	-0.15	0.58	0.81	0.99
每股经营净现金	-0.07	-0.23	-1.36	-0.39	0.58
每股净资产	6.83	6.63	7.21	7.84	8.59
每股股利	0.09	0.00	0.17	0.24	0.30
估值比率					
PE	119.3	-305.6	79.3	57.2	46.7
PB	6.8	7.0	6.4	5.9	5.4
EV/EBITDA	106.7	-543.7	46.4	33.5	27.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。