

评级： 增持

核心观点

曲小溪

首席分析师

SAC 执证编号：S0110521080001

quxiaoxi@sczq.com.cn

电话：010-8115 2676

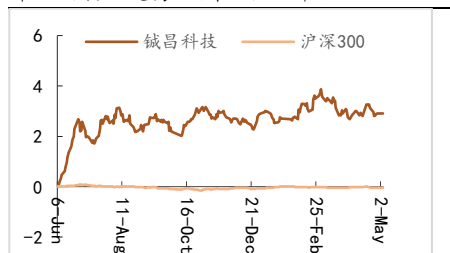
郭祥祥

研究助理

guoxiangxiang1@sczq.com.cn

电话：010-8115 2675

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价（元）	122.15
一年内最高/最低价（元）	146.80/26.02
市盈率（当前）	101.64
市净率（当前）	9.92
总股本（亿股）	1.12
总市值（亿元）	136.58

资料来源：聚源数据

相关研究

- 星载和地面产品双轮驱动，营收高速增长

- **事件：**公司发布 2022 年年度报告和 2023 年一季报。2022 年公司实现营业收入 2.78 亿元，同比+31.69%，实现归母净利润 1.33 亿元，同比-17.02%。2023 年一季度，公司实现营业收入 0.40 亿元，同比+98.39%，实现归母净利润 0.12 亿元，同比+15.36%。
- **税收政策及毛利率下滑等因素影响致 2022 归母净利润同比下降，2023Q1 研发费用大幅增长导致当季归母净利润增速放缓。**2022 年，公司营收同比+31.69%，归母净利润同比-17.02%。公司 2021 年当期收到增值税退税 3318.54 万元，非经常性损益金额达到 5452.35 万元，受增值税退税政策影响，2022 年非经常性损益同比-3391.17 万元。公司所得税费用较去年同期增加 1486.17 万元，主要系根据国家集成电路产业的税收优惠政策，2021 年公司享受免税优惠，而 2022 年所得税税率为 10%。公司毛利率 71.25%，同比-5.74pct，公司地面相控阵雷达领域 T/R 芯片销售额增加，相比 2021 年占营业收入比例提升，导致毛利率存在一定波动。受税收政策变化及毛利率下降等因素影响，公司归母净利润同比下降。2023Q1，公司研发费用高达 1088.58 万元，较 2022Q1 增长 154.98%。公司研发费用大幅增长，一定程度上拖累公司一季度归母净利润增速。
- **研发费用增速较快，期间费用率同比有所提升。**2022 年，公司期间费用率为 25.02%，同比+0.17pct。其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.39pct/-0.54pct/+1.46pct/-0.36pct。2022 年公司研发费用 4328.26 万元，同比+45.29%。公司深耕相控阵 T/R 芯片多年，掌握了实现低功耗、高效率、低成本、高集成度的相控阵 T/R 芯片的核心技术。针对超宽带相控阵应用场景，公司研制了多倍频 CMOS 多通道波束赋形芯片和 GaN 功率放大器芯片，可用于探测、电子干扰等多场景。为应对低轨卫星互联网通信相控阵天线高性能、低成本、小型化的需求，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，在集成度、功耗、噪声系数等关键性能上具备一定的领先优势。2022 年公司净利率 47.79%，同比-28.05pct。2023Q1 公司净利率 30.42%，同比-21.89pct。
- **存货明显提升，或预示下游需求旺盛。**公司 2022 年末存货 1.26 亿元，同比+58.16%，2023Q1 公司存货 1.47 亿元，较年初+16.72%。或预示下游需求旺盛，公司积极备货备产。公司拟于 2023 年起向稼谷科技租赁房屋建筑面积共计 6,751.75 平方米，以提升公司产能及生产效率。2022 年公司采购设备金额为 0.72 亿元，为后续产能扩充提供研发测试储备。2022 年公司研发人员数量 75 人，同比增长 20.97%。公司扩充经营场所面积、增加设备并提升研发人员数量，或预示公司需求景气，未来产能爬坡，业绩有望保持快速增长态势。
- **投资建议：**公司是国内从事相控阵 T/R 芯片研制的主要企业，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。随着卫星互

联网的建设推进，公司星载相控阵 T/R 芯片有望持续快速增长。公司的 T/R 芯片还是相控阵雷达的核心元器件之一，相控阵雷达正逐步对传统机械扫描雷达进行替代，市场空间不断增大，公司雷达用相控阵 T/R 芯片有着较大的增长空间。我们预测公司 2023 年-2025 年净利润分别 1.74 亿元、2.31 亿元、2.92 亿元，对应 PE 分别为 78.4、59.2、46.7。维持“增持”评级。

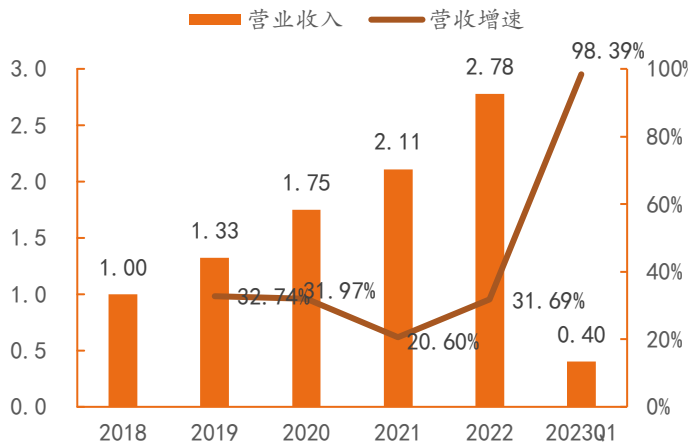
- **风险提示：**军品交付节奏放缓，卫星互联网建设不及预期。

#### 盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收（亿元）	2.78	3.88	5.30	7.14
营收增速（%）	31.7%	39.7%	36.5%	34.9%
净利润（亿元）	1.33	1.74	2.31	2.92
净利润增速（%）	-17.0%	31.2%	32.5%	26.7%
EPS(元/股)	1.19	1.56	2.06	2.61
PE	102.9	78.4	59.2	46.7

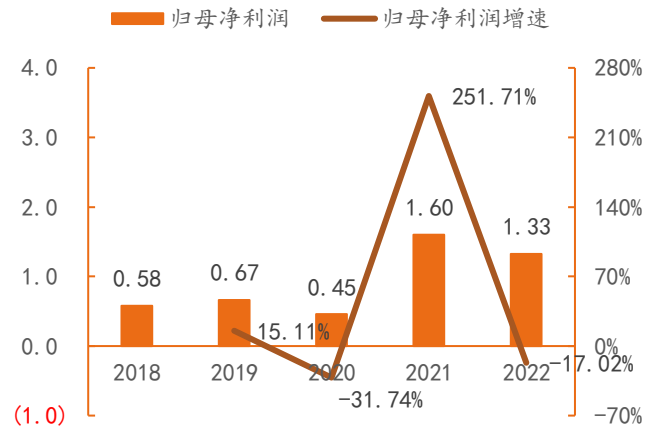
资料来源：Wind，首创证券

图 1：铖昌科技 2018-2023Q1 营收（亿元）及增速



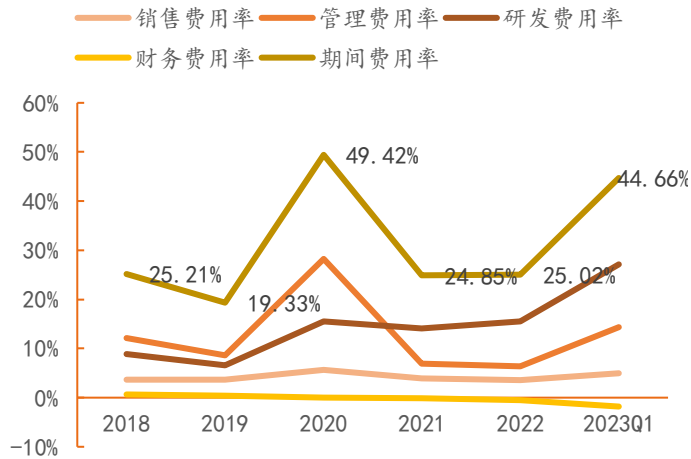
资料来源：Wind，首创证券

图 2：铖昌科技 2018-2023Q1 归母净利润（亿元）及增速



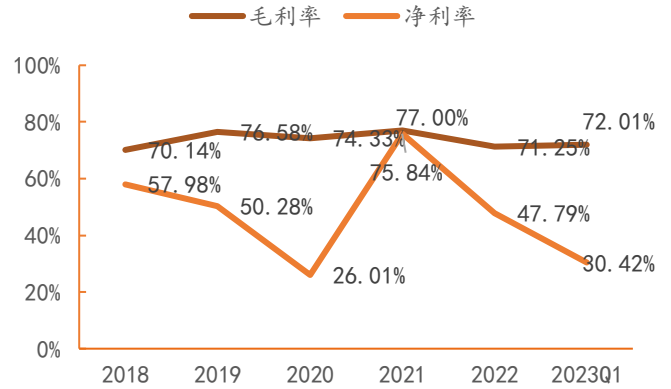
资料来源：Wind，首创证券

图 3：铖昌科技 2018-2023Q1 期间费用率



资料来源：Wind，首创证券

图 4：铖昌科技 2018-2023Q1 整体毛利率、净利率



资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,206	1,866	2,094	2,397	经营活动现金流	-5	-26	-43	-48
现金	498	964	935	903	净利润	133	174	231	292
应收账款	260	358	484	646	折旧摊销	10	11	11	12
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	0	-9	-17	-17
预付账款	20	28	40	57	投资损失	-4	-21	-22	-23
存货	126	170	238	329	营运资金变动	-151	-174	-249	-312
其他	302	345	397	462	其它	8	-8	3	0
非流动资产	211	224	235	245	投资活动现金流	-70	-1	-2	-1
长期投资	83	87	92	96	资本支出	-76	-14	-15	-15
固定资产	58	64	65	65	长期投资	-28	-4	-4	-5
无形资产	10	9	9	9	其他	33	17	18	19
其他	60	63	69	75	筹资活动现金流	507	493	16	18
资产总计	1,418	2,090	2,329	2,643	短期借款	-1	-	-	-
流动负债	39	57	65	86	长期借款	0	-0	0	-0
短期借款	-	-	-	-	其他	508	494	16	18
应付账款	13	18	26	35	现金净增加额	432	466	-30	-31
其他	26	39	39	51					
非流动负债	14	14	14	14	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	-	-	-	-	成长能力				
其他	14	14	14	14	营业收入	31.7%	39.7%	36.5%	34.9%
负债合计	53	71	79	100	营业利润	-7.5%	41.8%	33.5%	27.2%
少数股东权益	-	-	-	-	归属母公司净利润	-17.0%	31.2%	32.5%	26.7%
归属母公司股东权益	1,364	2,020	2,250	2,542	获利能力				
负债和股东权益	1,418	2,090	2,329	2,643	毛利率	71.3%	70.9%	69.1%	67.3%
					净利率	47.8%	44.9%	43.6%	40.9%
					ROE	9.7%	8.6%	10.3%	11.5%
					ROIC	8.5%	7.4%	8.8%	10.2%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	偿债能力				
营业收入	278	388	530	714	资产负债率	3.8%	3.4%	3.4%	3.8%
营业成本	80	113	164	234	净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税金及附加	2	3	4	5	流动比率	30.79	32.72	32.17	27.76
营业费用	10	13	17	21	速动比率	27.58	29.73	28.51	23.95
研发费用	43	61	83	112	营运能力				
管理费用	18	23	30	38	总资产周转率	0.20	0.19	0.23	0.27
财务费用	-1	-9	-17	-17	应收账款周转率	0.85	0.88	0.88	0.89
资产减值损失	-6	-6	-6	-7	应付账款周转率	10.16	7.16	7.45	7.65
公允价值变动收益	1	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	19	20	21	22	每股收益	1.19	1.56	2.06	2.61
营业利润	140	199	265	337	每股经营现金	-0.05	-0.23	-0.39	-0.43
营业外收入	2	3	2	2	每股净资产	12.20	18.06	20.13	22.74
营业外支出	0	0	0	0	估值比率				
利润总额	142	201	268	340	P/E	99.4	75.8	57.2	45.2
所得税	9	27	37	48	P/B	9.67	6.53	5.86	5.19
净利润	133	174	231	292					
少数股东损益	-	-	-	-					
归属母公司净利润	133	174	231	292					
EBITDA	135	187	243	315					
EPS (元)	1.19	1.56	2.06	2.61					

## 分析師簡介

曲小溪，首創證券研究發展部機械及軍工行業首席分析師，曾先後進入華創證券、方正證券、長城證券研究部從事機械及高端裝備行業的研究相關工作，曾獲得第九屆新財富最佳分析師電力設備新能源行業第二名；第九、第十、第十一屆水晶球最佳分析師機械行業分別獲得第四、第三、第四名。

郭祥祥，研究助理，北京航空航天大學工學碩士，曾在中國電科下屬研究所任設計師，2022年3月加入首創證券。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	股票投資評級	買入 相對沪深300指數漲幅15%以上
以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深300指數的漲跌幅為基準	增持	相對沪深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對沪深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對沪深300指數跌幅5%以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	行業投資評級	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的沪深300指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現