

思科瑞 (688053)

多因素限制全年基本面兑现,二筛龙头有望重回高速成长阶段

事件: 2022年公司实现营收2.43亿元,同比增长9.35%;归母净利润0.97亿元,同比增长0.38%。

● 营收稳定增长,持续布局高端检测能力

2022年公司实现营收2.43亿元,同比增长9.35%;归母净利润0.97亿元,同比增长0.38%,受到宏观经济环境、成都限电等影响,基本面增长未达到预期。分业务看,可靠性检测筛选业务2.23亿元,同比增长24.58%;毛利率68.51%,同比下降4.56pct,仍然维持了稳定增长趋势。公司期间费用率为24.85%,同比增长0.46pct,其中研发费用为0.21亿元,同比增长30.38%,持续布局如FPGA、MCU、DDR3等高精端测试技术。利润率方面,毛利率为68.16%,同比下降6.48pct;净利率为40.12%,同比下降3.59pct,同比虽有小幅下降但仍然保持较高的盈利水平。

● 深耕军用电子元器件可靠性检测,区域辐射快速响应能力强

公司主营军用电子元器件可靠性检测服务,包括测试与可靠性筛选试验、破坏性物理分析(DPA)、失效分析与可靠性管理技术支持。截至2022年底,公司已拥有超过500家客户,经CNAS和DILAC认证的检测项目或检测参数共计565项,拥有2.8万多套测试程序和1.8万多套适配器,另外22年内新增各类检测设备200余台。由于客户对检测周期要求一般为1-2周,我们认为公司成都、西安、无锡基地可快速响应西南、西北、华东地区客户需求,公司市场布局区域优势明显。

● 军用检测市场空间广阔,一筛+二筛共同发展

作为我国军用电子元器件可靠性检测行业内的领先企业之一,公司主要承接二筛业务,也有少部分的一筛业务。军用电子元器件检测试验业务包括元器件制造产业的质量一致性检查(“一筛”)、元器件的第二次检测筛选(“二筛”)等。目前各个专业检测机构主要承接二筛业务,大部分一筛业务主要由生产厂家自主完成,部分生产厂商根据自身经营需要也会将部分内部测试业务对外委托检测。军用电子元器件的二次筛选是保证军工武器装备质量和可靠性的重要手段,通常情况下,对军工产品的电子元器件要求全部进行二次筛选。我们判断增量市场或主要依靠民营检测机构填补,并且元器件生产厂商备产压力大,厂内一筛任务或存在外溢需求,头部民营检测机构有望持续受益。

● 首次股权激励授予完成,长期高速增长可期

拟向50位核心骨干授予97万股限制性股票,约占公告时公司股本总额10000万股的0.97%,授予价格为35元/股,首次授予已于3月10日完成。解锁条件为以22年为基数,23-25年业绩增速分别为40%/80%/135%,以22年为基准到25年复合增速为33%。我们认为激励落地后,核心骨干与公司利益深度捆绑,或将开启高速增长阶段。

盈利预测与评级: 综上所述我们认为,公司作为我国军用电子元器件可靠性检测行业内的领先企业之一,军用检测市场空间广阔,首次股权激励授予完成,我们看好公司未来长期发展。出于审慎原则及考虑股权激励费用影响,我们预计2023-24年营业收入由4.32/6.12亿元下调至4.17/6.11亿元,25年为8.50亿元;23-24年归母净利润由1.97/2.8亿元下调至1.72/2.60亿元,25年为3.63亿元;对应PE为33.97/22.46/16.12x,维持“买入”评级。

风险提示: 军用产品降价的风险;代理业务下游市场需求变动的风险;微波业务发展不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	222.06	242.82	416.72	610.68	849.82
增长率(%)	34.12	9.35	71.61	46.55	39.16
EBITDA(百万元)	143.81	150.42	196.31	292.23	409.27
净利润(百万元)	97.06	97.43	172.03	260.25	362.56
增长率(%)	28.57	0.38	76.58	51.28	39.31
EPS(元/股)	0.97	0.97	1.72	2.60	3.63
市盈率(P/E)	60.21	59.98	33.97	22.46	16.12
市净率(P/B)	18.39	3.50	3.18	2.78	2.37
市销率(P/S)	26.32	24.07	14.02	9.57	6.88
EV/EBITDA	0.00	39.42	25.14	17.22	12.62

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	国防军工/军工电子 II
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	58.44元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	100.00
流通A股股本(百万股)	22.89
A股总市值(百万元)	5,844.00
流通A股市值(百万元)	1,337.79
每股净资产(元)	16.68
资产负债率(%)	3.75
一年内最高/最低(元)	84.38/48.70

作者

李鲁靖 分析师
SAC执业证书编号: S1110519050003
lilujing@tfzq.com

潘暕 分析师
SAC执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

刘明洋 分析师
SAC执业证书编号: S1110521080001
liumingyang@tfzq.com

股价走势



资料来源:聚源数据

相关报告

1 《思科瑞-首次覆盖报告:军用电子元器件二筛龙头,深度受益于军工信息化快速发展》 2023-02-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	48.90	167.52	881.23	780.73	638.96
应收票据及应收账款	195.78	274.88	395.39	587.58	874.74
预付账款	1.19	3.48	0.99	6.58	5.11
存货	5.85	4.28	24.73	10.99	46.24
其他	4.36	1,020.73	344.05	456.97	609.98
流动资产合计	256.08	1,470.90	1,646.39	1,842.85	2,175.03
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	120.84	177.87	198.94	238.15	275.22
在建工程	1.21	11.36	42.82	73.69	74.21
无形资产	6.56	5.88	4.83	3.77	2.71
其他	24.17	66.72	32.71	38.06	44.55
非流动资产合计	152.78	261.83	279.30	353.66	396.70
资产总计	408.87	1,732.73	1,925.69	2,196.51	2,571.73
短期借款	27.49	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	16.36	18.60	42.96	47.21	60.71
其他	39.55	33.27	35.32	39.81	38.35
流动负债合计	83.40	51.87	78.28	87.02	99.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.65	13.12	7.63	9.46	10.07
非流动负债合计	7.65	13.12	7.63	9.46	10.07
负债合计	91.05	64.98	85.90	96.48	109.13
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	75.00	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	38.84	1,266.35	1,266.35	1,266.35	1,266.35
留存收益	242.82	1,567.75	1,739.78	2,000.03	2,362.60
其他	(38.84)	(1,266.35)	(1,266.35)	(1,266.35)	(1,266.35)
股东权益合计	317.82	1,667.75	1,839.78	2,100.03	2,462.60
负债和股东权益总计	408.87	1,732.73	1,925.69	2,196.51	2,571.73

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	222.06	242.82	416.72	610.68	849.82
营业成本	56.31	77.30	125.19	183.40	255.17
营业税金及附加	0.61	0.72	1.26	1.78	2.53
销售费用	14.65	14.72	27.09	37.86	50.99
管理费用	21.15	24.28	41.67	58.01	79.03
研发费用	16.36	21.33	35.42	50.08	67.99
财务费用	2.01	0.02	(8.17)	(12.95)	(11.06)
资产/信用减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	5.08	1.69	1.69	1.69
其他	(0.33)	(7.03)	(3.39)	(3.39)	(3.39)
营业利润	111.30	106.40	195.95	294.19	406.87
营业外收入	2.00	0.50	0.83	1.11	0.81
营业外支出	0.19	0.10	0.13	0.14	0.12
利润总额	113.11	106.80	196.65	295.16	407.56
所得税	16.05	9.37	24.62	34.91	45.00
净利润	97.06	97.43	172.03	260.25	362.56
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	97.06	97.43	172.03	260.25	362.56
每股收益(元)	0.97	0.97	1.72	2.60	3.63

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	34.12%	9.35%	71.61%	46.55%	39.16%
营业利润	25.35%	-4.41%	84.17%	50.13%	38.30%
归属于母公司净利润	28.57%	0.38%	76.58%	51.28%	39.31%
获利能力					
毛利率	74.64%	68.16%	69.96%	69.97%	69.97%
净利率	43.71%	40.12%	41.28%	42.62%	42.66%
ROE	30.54%	5.84%	9.35%	12.39%	14.72%
ROIC	50.47%	34.88%	11.40%	26.63%	27.35%
偿债能力					
资产负债率	22.27%	3.75%	4.46%	4.39%	4.24%
净负债率	-5.61%	-9.76%	-47.74%	-37.00%	-25.79%
流动比率	3.07	28.36	21.03	21.18	21.96
速动比率	3.00	28.28	20.72	21.05	21.49
营运能力					
应收账款周转率	1.31	1.03	1.24	1.24	1.16
存货周转率	35.59	47.95	28.73	34.19	29.70
总资产周转率	0.63	0.23	0.23	0.30	0.36
每股指标(元)					
每股收益	0.97	0.97	1.72	2.60	3.63
每股经营现金流	0.58	0.29	7.66	-0.36	-1.05
每股净资产	3.18	16.68	18.40	21.00	24.63
估值比率					
市盈率	60.21	59.98	33.97	22.46	16.12
市净率	18.39	3.50	3.18	2.78	2.37
EV/EBITDA	0.00	39.42	25.14	17.22	12.62
EV/EBIT	0.00	45.30	26.28	17.89	13.05

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com