


2023年04月07日
思林杰(688115.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 II

需求波动致业绩承压，不改模块化仪器 国产替代长期趋势

事件概述：

近日，思林杰发布 2022 年年报。全年来看，公司实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 9.01%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 18.18%，实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比下降 30.73%。

短期消费电子景气度下滑，静待需求转暖

收入端，公司全年实现营业收入 2.42 亿元，同比增长 9.01%，Q4 单季度实现营收 0.37 亿元，同比下降 45.59%。我们认为，公司收入端增速较上一年有所放缓，是受制于消费电子下游景气度较低，一方面客户对于生产测试的仪器需求下降，另一方面客户采用模块化仪器进行产线改造的推进变缓，使得公司在其他领域的拓展较慢。

成本端，2022 年公司毛利率为 67.23%，较 2021 年减少 5.89pcts，主要系 1) 上游电子材料仍存在缺货和涨价现象，成本压力传导至公司，导致毛利率下滑；2) 公司新产品锂电池保护板测试仪毛利率相对较低，随着其收入的快速提升，对公司整体毛利率水平有一定影响。

费用端，2022 年公司研发费用率 25.43%，同比增加 3.93pcts，研发费用同比增长 28.98%；销售费用率为 6.56%，同比增加 2.82pcts，销售费用同比增长 91.01%。考虑到公司目前仍处于战略投入期，我们预计各项费用的投入强度仍将延续。

利润端，公司实现归母净利润 0.54 亿元，同比下降 18.18%，实现扣非归母净利润 0.44 亿元，同比下降 30.73%。

新环节、新客户、新产品仍是公司未来发展的三重动力

在苹果产业链内，公司目前主要参与的是 PCBA 的功能测试环节，而苹果产业链测试环节众多，例如整机功能测试和模组测试都是公司正在拓展的方向。2022 年，公司新产品锂电池保护板测试仪收入快速增长，我们预计一旦公司在某个测试环节中实现零的突破，将会带来较大的业绩弹性。在苹果产业链外，一方面公司可以针对 3C 客户复刻在苹果产业链内的优势，2019-2021H1 在 VIVO 取得的销售收入呈高速增长态势；同时，公司也实现了对亚马逊、Meta、东京电子、所乐等国外知名客户的直接销售。远期来看，我们观察到公司开始复刻 NI 的发展路径，一方面丰富硬件产品族群，同时推进软件研发。根据 2022 年年报，公司已推出 Archon

投资评级

买入-A**维持评级**

6 个月目标价

48.8 元

股价 (2023-04-06)

39.90 元

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 2,660.13 |
| 流通市值(百万元) | 1,168.95 |
| 总股本(百万股) | 66.67 |
| 流通股本(百万股) | 29.30 |
| 12 个月价格区间 | 32.78/67.15 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|------|------|
| 相对收益 | -2.8 | -5.9 | -0.3 |
| 绝对收益 | -3.1 | -3.0 | -4.2 |

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

马良

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

袁子翔

联系人

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

新产品、新环节、新客户： 2022-11-08
国产虚拟仪器加速崛起

和 NYSA TOOLKIT 两款软件，其中 Archon 是一款具备图形化低代码能力的测试系统管理软件，可应用在消费电子、军工和芯片测试领域。我们认为，软硬件族群是解决方案的基座，随着丰富程度的提升，公司也有望推出面向各行各业的解决方案，实现持续增长。

目 模块化仪器坡长雪厚，加速下游拓展，迎接新成长

得益于半导体技术的发展、总线传输效率的提升和“软件定义仪器”概念的完善，测量仪器从上世纪 90 年代开始以模块化的形态出现，逐步成为继台式仪表之后的另一种新形态，并广泛用于半导体制造测试、军事、航空、汽车、工业等多领域测试，根据 Frost & Sullivan 的统计，2020 年 PXI 年收入达到 17.5 亿美元，2013-2020 年复合增长率达到 17.2%。身处于广阔的市场空间，公司选择将车电子、半导体、5G 通信等行业作为除 3C 以外的长期发展方向，我们认为，公司新布局的三个下游与行业龙头美国国家仪器 (NI) 不谋而合，并都具备产业本土化的特征，对于国产厂商蕴含着更大机遇。

目 投资建议：

公司基于“虚拟仪器”理念，作为国内模块化测量仪器解决方案龙头，下游客户优质，技术路径和产品形态独特，具有产业链稀缺性。公司兼具短中长期逻辑，短期拥有电池模组测试带来的确定性业绩增量，中期具备新环节、新客户、新产品带来的三重发展驱动力，长期身处于超百亿的模块化仪器市场，下游应用领域广泛，测试需求不断涌现，对标美国国家仪器，空间广阔。我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 3.10/4.39/5.81 亿元，归母净利润分别为 0.81/1.03/1.37 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 48.8 元，相当于 2023 年 40 倍的动态市盈率。

目 风险提示：1) 单一下游占比过大的风险；2) 消费电子景气度下降的风险；3) 新产品研发进展不及预期的风险；4) 市场竞争加剧的风险。

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营收入 | 222.2 | 242.3 | 310.2 | 439.4 | 581.2 |
| 净利润 | 66.0 | 54.0 | 81.1 | 102.8 | 136.7 |
| 每股收益(元) | 1.32 | 0.81 | 1.22 | 1.54 | 2.05 |
| 每股净资产(元) | 6.57 | 19.99 | 21.21 | 22.75 | 24.80 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 0.00 | 47.81 | 32.79 | 25.87 | 19.46 |
| 市净率(倍) | 0.00 | 1.94 | 1.88 | 1.75 | 1.61 |
| 净利润率 | 29.7% | 22.3% | 26.1% | 23.4% | 23.5% |
| 净资产收益率 | 25.4% | 6.5% | 5.9% | 7.0% | 8.6% |
| 股息收益率 | 0.0% | 1.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| ROIC | 27.1% | 5.2% | 6.7% | 14.7% | 18.6% |

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|--------------|-------|--------|---------|--------|--------|
| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 222.2 | 242.3 | 310.2 | 439.4 | 581.2 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 59.7 | 79.4 | 95.0 | 134.8 | 176.2 | 营业收入增长率 | 17.8% | 9.0% | 28.1% | 41.6% | 32.3% |
| 营业税费 | 1.9 | 1.7 | 2.2 | 3.2 | 4.2 | 营业利润增长率 | 3.0% | -22.4% | 49.6% | 26.8% | 32.9% |
| 销售费用 | 8.3 | 15.9 | 20.4 | 25.3 | 31.7 | 净利润增长率 | 5.1% | -18.2% | 50.1% | 26.8% | 32.9% |
| 管理费用 | 81.8 | 107.9 | 138.2 | 189.2 | 247.3 | EBITDA增长率 | 4.1% | -38.4% | 70.5% | 43.9% | 41.7% |
| 财务费用 | -0.2 | -16.3 | -28.0 | -20.0 | -18.0 | EBIT增长率 | 3.1% | -41.3% | 52.9% | 39.2% | 42.8% |
| 资产减值损失 | -3.7 | 9.7 | 2.0 | 4.5 | 3.8 | NOPLAT增长率 | 6.3% | -34.5% | 44.7% | 39.2% | 42.8% |
| 加: 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 78.0% | 335.3% | -62.8% | 34.5% | -4.0% |
| 投资和汇兑收益 | 1.5 | 0.1 | 0.8 | 0.8 | 0.6 | 净资产增长率 | 71.0% | 306.1% | 6.1% | 7.3% | 9.0% |
| 营业利润 | 73.5 | 57.1 | 85.4 | 108.3 | 143.9 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -0.2 | -0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 毛利率 | 73.1% | 67.2% | 69.4% | 69.3% | 69.7% |
| 利润总额 | 73.3 | 56.9 | 85.4 | 108.3 | 143.9 | 营业利润率 | 33.1% | 23.6% | 27.5% | 24.6% | 24.8% |
| 减: 所得税 | 7.3 | 2.9 | 4.3 | 5.4 | 7.2 | 净利润率 | 29.7% | 22.3% | 26.1% | 23.4% | 23.5% |
| 净利润 | 66.0 | 54.0 | 81.1 | 102.8 | 136.7 | EBITDA/营业收入 | 34.6% | 19.5% | 26.0% | 26.4% | 28.3% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 32.8% | 17.6% | 21.1% | 20.7% | 22.3% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 固定资产周转天数 | 8 | 11 | 20 | 24 | 22 |
| 货币资金 | 83.2 | 1,014.9 | 1,080.1 | 1,079.7 | 1,320.0 | 流动营业资本周转天数 | 359 | 454 | 247 | 481 | 308 |
| 交易性金融资产 | 20.6 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产周转天数 | 529 | 1983 | 1518 | 1378 | 1137 |
| 应收账款 | 177.1 | 245.2 | 161.0 | 476.9 | 395.7 | 应收账款周转天数 | 238 | 318 | 239 | 265 | 274 |
| 应收票据 | 0.0 | 3.0 | 3.8 | 4.5 | 5.3 | 存货周转天数 | 171 | 189 | 169 | 176 | 178 |
| 预付账款 | 0.8 | 3.6 | 4.7 | 5.5 | 6.5 | 总资产周转天数 | 559 | 1330 | 1693 | 1284 | 1060 |
| 存货 | 33.6 | 48.6 | 39.3 | 90.8 | 81.2 | 投资资本周转天数 | 509 | 2033 | 591 | 561 | 407 |
| 其他流动资产 | 6.8 | 0.9 | 1.2 | 1.4 | 1.7 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROE | 25.4% | 6.5% | 5.9% | 7.0% | 8.6% |
| 持有至到期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROA | 17.8% | 3.9% | 5.5% | 6.4% | 7.7% |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROIC | 27.1% | 5.2% | 6.7% | 14.7% | 18.6% |
| 投资性房地产 | | | | | | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 5.6 | 9.3 | 24.1 | 33.7 | 37.7 | 销售费用率 | 3.7% | 6.6% | 6.6% | 5.8% | 5.5% |
| 在建工程 | 0.0 | 6.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 管理费用率 | 36.8% | 44.5% | 44.5% | 43.0% | 42.5% |
| 无形资产 | 1.0 | 32.2 | 50.1 | 65.7 | 72.2 | 财务费用率 | -0.1% | -6.7% | -9.0% | -4.6% | -3.1% |
| 其他非流动资产 | 42.6 | 30.8 | 119.8 | -151.2 | -151.2 | 三费/营业收入 | 40.5% | 44.4% | 42.1% | 44.3% | 44.9% |
| 资产总额 | 371.3 | 1,394.4 | 1,484.1 | 1,607.0 | 1,768.9 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 2.3 | 16.1 | 12.8 | 18.1 | 24.0 | 资产负债率 | 11.6% | 4.4% | 4.7% | 5.6% | 6.5% |
| 应付账款 | 10.8 | 12.6 | 20.3 | 24.4 | 32.7 | 负债权益比 | 13.1% | 4.6% | 4.9% | 5.9% | 7.0% |
| 应付票据 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动比率 | 9.09 | 26.32 | 22.04 | 21.09 | 17.43 |
| 其他流动负债 | 22.4 | 21.3 | 25.4 | 36.1 | 47.2 | 速动比率 | 8.14 | 25.35 | 21.37 | 19.94 | 16.64 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 利息保障倍数 | - | 93.49 | -900.41 | 135.12 | 141.71 |
| 其他非流动负债 | 7.7 | 11.4 | 11.4 | 11.4 | 11.4 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 43.1 | 61.4 | 70.0 | 90.1 | 115.3 | DPS(元) | 0.00 | 0.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 分红比率 | 0.0% | 45.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股本 | 50.0 | 66.7 | 66.7 | 66.7 | 66.7 | 股息收益率 | 0.0% | 1.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 留存收益 | 278.3 | 1,266.3 | 1,347.4 | 1,450.3 | 1,587.0 | | | | | | |
| 股东权益 | 328.3 | 1,333.0 | 1,414.1 | 1,516.9 | 1,653.6 | | | | | | |

现金流量表

| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 66.0 | 54.0 | 81.1 | 102.8 | 136.7 |
| 加: 折旧和摊销 | 2.3 | 3.2 | 15.3 | 25.2 | 34.7 |
| 资产减值准备 | -3.7 | 9.7 | 2.0 | 4.5 | 3.8 |
| 公允价值变动损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 财务费用 | -0.2 | -16.3 | -28.0 | -20.0 | -18.0 |
| 投资损失 | -1.5 | -0.1 | -0.8 | -0.8 | -0.6 |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运资金的变动 | -108.9 | -74.8 | 12.2 | -87.9 | 104.5 |
| 经营活动产生现金流量 | -46.1 | -24.3 | 81.8 | 23.8 | 261.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -17.8 | -4.4 | -41.3 | -49.5 | -44.7 |
| 融资活动产生现金流量 | 17.1 | 954.1 | 24.7 | 25.3 | 23.9 |

业绩和估值指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|--------|--------|
| EPS(元) | 1.32 | 0.81 | 1.22 | 1.54 | 2.05 |
| BVPS(元) | 6.57 | 19.99 | 21.21 | 22.75 | 24.80 |
| PE(X) | 0.00 | 47.81 | 32.79 | 25.87 | 19.46 |
| PB(X) | 0.00 | 1.94 | 1.88 | 1.75 | 1.61 |
| P/FCF | -20.73 | -51.67 | 17.25 | -9.80 | 11.07 |
| P/S | 0.00 | 10.66 | 8.57 | 6.05 | 4.58 |
| EV/EBITDA | 0.03 | 54.96 | 21.67 | 15.66 | 10.06 |
| CAGR(%) | - | -22.2% | -8.9% | -15.9% | -36.3% |
| PEG | 0.00 | -2.63 | 0.65 | 0.97 | 0.59 |
| ROIC/WACC | 4.06 | 0.78 | 1.01 | 2.20 | 2.80 |
| REP | 0.00 | 2.48 | 3.46 | 1.22 | 0.91 |

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034