

## 思科瑞 (688053)

### 2022 年年报点评：业务领域纵横双向延伸，产能扩

### 张保障未来业绩增长

#### 报告摘要

##### ◆ 事件

公司4月9日公告，2022年实现营业收入（2.43亿元，+9.35%），归母净利润（0.97亿元，+0.38%），毛利率（68.16%，-6.48pcts），净利率（40.12%，-3.59pcts）。

##### ◆ 专注军用电子元器件可靠性检测，保障武器装备安全

公司以军用电子元器件可靠性检测为主营业务，检测范围包括集成电路、分立器件以及电阻、电容、电感元件等主要应用于机载、车载、舰载、箭载、弹载等军用电子系统的各类电子元器件，客户涵盖了军工集团下属企业以及为军工企业配套的电子厂商。公司在成都、无锡、西安三地均设立了可靠性检测服务基地，围绕我国军工装备研制生产重地西南、华东、西北地区形成了快速响应客户需求、及时开展业务的市场布局。

##### ◆ 产能扩充导致成本大幅增加，Q4 拖累业绩增速放缓

公司2022年营业收入（2.43亿元，+9.35%）和归母净利润（0.97亿元，+0.38%）均小幅提升，但增速明显放缓。营收增加主要系市场开拓带动业务量的增加；归母净利润增速远低于营收增速，主要系为提高产能，公司2022年新增检测设备200余台，同时增加检测、研发等员工数量，对应折旧、房租、人工成本增加，进而导致成本（0.77亿元，+37.28%）大幅增加，叠加宏观环境、下游客户项目开发进度延后致使收入增长不及预期的情况，导致毛利率（68.16%，-6.48pcts）大幅降低。

从公司2022 Q1至Q3业绩均保持增长的情况来看，2022年业绩的放缓主要系2022 Q4影响所致，22Q4实现营业收入（0.42亿元，同比-31.86%，环比-41.21%）、归母净利润（0.15亿元，同比-39.86%，环比-43.52%）、毛利率（52.34%，同比-20.25pcts，环比-17.44pcts），净利率（35.31%，同比-4.70pcts，环比-1.44pcts），均出现下降。

投资评级

买入  
维持评级

2023年04月11日

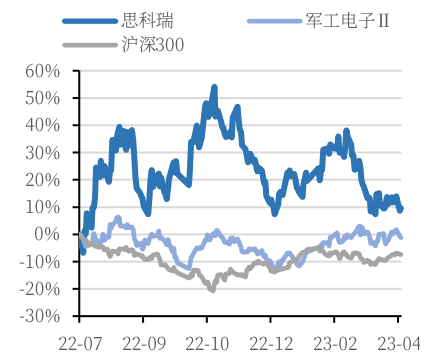
收盘价(元): 58.97

目标价(元): 70.00

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	100.00
总市值(百万)	5,897.00
流通股本(百万股)	22.89
流通市值(百万)	1,349.92
12月最高/最低价(元)	84.38/48.70
资产负债率(%)	3.75
每股净资产(元)	16.68
市盈率(TTM)	60.50
市净率(PB)	3.54
净资产收益率(%)	5.84

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师  
SAC执业证书: S0640519080001  
联系电话: 010-59562536  
邮箱: liangc@avicsec.com

王绮文 研究助理  
SAC执业证书: S0640121120018  
邮箱: wangqw@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

分业务来看：

1、 **可靠性检测筛选**：2022 年收入（2.23 亿元，+24.35%）快速增长，收入占比（91.80%，+11.08pcts）进一步提升，我们认为主要系公司集成电路、分立器件以及元件可靠性检测技术的提高，例如增加检测参数种类、扩大检测范围等能力的扩充带动业务增量。毛利率（68.51%，-4.56pcts）有所降低；

2、 **DPA**：2022 年实现收入（0.04 亿元，+1.07%），小幅上涨，我们认为主要系元器件检测种类的增加带动了 DPA 试验分析能力的提高；收入占比（1.52%，-0.12pcts）整体保持稳定，毛利率（75.99%，-4.85pcts）有所下降；

3、 **技术开发及其他服务**：2022 年收入（0.14 亿元，-63.23%）及收入占比（5.78%，-11.41pcts）均大幅下降，主要受行业内应用验证业务总量减少影响；毛利率（65.13%，-16.89pcts）也大幅下降。

子公司方面，西安环宇芯（3750.60 万元，-0.36%）和江苏七维（1.10 亿元，+0.76%）2022 年收入均基本持平，净利润方面，环宇芯（1276.72 万元，-8.03%）与江苏七维（4163.73 万元，-19.85%）则有所下降，主要还是成本增加导致。

尽管报告期内公司业绩增速有所下降，但公司通过募投资金采购检测设备、扩充员工队伍，积极投入研发，以提高检测技术能力，增强环境试验、电磁兼容等领域的检测技术储备，向提供“一站式”检测服务发展。因此我们认为，公司以持续增强的检测能力为核心竞争力的基础上，拓展业务覆盖范围，未来业绩将稳定且持续增长。

#### ◆ 三费管控效果较好，公司持续加大研发投入

公司三费费用（0.39 亿元，+3.20%）和三费率（16.07%，-0.96pcts）均较为稳定，在业务规模扩大的前提下，表明了公司费用管控效果较好。其中管理费用（0.24 亿元，+14.84%）稳定增长、销售费用（0.15 亿元，+0.47%）基本持平、财务费用（1.71 万元，-99.15%）大幅下降，主要是公司结余募集资金所产生的利息收入增加所致。

研发方面，公司持续加大投入力度，能够根据不同元器件以及不同测试需求自主研发技术复杂程度较高的测试程序和检测适配器，增加检测品类，提高核心竞争力。截至 2022 年 12 月末，公司已拥有 2.8 万多套测试程序软件和 1.8 万多套检测适配器，是公司检测技术水平的重要体现。

为提升元器件检测试验技术，2022 年公司研发项目、研发设备以及研发人员（76 人，+8.57%）投入均有所增长，分别新增测试程序和检测适配

#### 相关研究报告

思科瑞（688053）2022 年中报点评：持续加强研发投入，看好募投项目落地对业绩的提振 —2022-08-30

思科瑞（688053.SH）：军用电子元器件可靠性检测领域新星 —2022-07-04

器 5 千多套，带动了研发费用率（8.78%，+1.42pcts）的提高。具体体现在：

- 1、研发人员：公司以现有检测技术为基础，根据不同领域的技术开发需求，引进相应研发人员，丰富研发团队，为业务领域拓展进行技术储备；
- 2、研发能力：公司加大前沿、高端试验领域的研发投入，升级检测技术，同时拓展其他领域检测能力的建设，全面提升检测技术水平。

#### ◆ 现金流量大幅增加，部分应收账款有望于 2023 年收回

现金流方面，2022 年公司经营活动现金流量净额（0.29 亿元，-50.94%）降幅较大，主要系业务规模增长产生较大支出，以及回款不及预期所致，较多未收回款项也导致公司应收账款（2.04 亿元，+70.02%）增加较大，但部分款项有望在 2023 年收回；投资活动现金流量净额（-11.21 亿元）为负主要系公司购买 10 亿元大额存单；筹资活动现金流量净额（12.14 亿元，+38180.99%）大幅提高主要系公司科创板成功上市募集资金。

#### ◆ 募投项目落地，助力公司扩充产能

公司 IPO 项目募集资金将用于成都检测试验基地建设项目、无锡检测试验基地建设项目和环境试验中心建设项目的扩充产能、提高检测能力等方面，同时环境试验中心建设项目落地后可将检测范围拓展至整机检测领域，为公司业绩提供新的增长点。其中，成都和无锡检测基地建设项目已完成部分检测设备的采购、安装和使用。另外，研发中心建设项目通过对课题深入研究，保持公司技术的先进性和前瞻性，同时也为未来业绩持续增长打下坚实基础。

#### ◆ 实施股权激励计划，考核指标具有可实现性

公司于 2023 年 2 月公布股权激励计划，以 2023 年 3 月 10 日为首次授予日，向中高层管理人员、核心骨干共计 50 名员工授予 78 万股限制性股票，授予价格为 35 元/股。股票解锁的业绩考核，折算到 2023-2025 每年的增长率分别为 40%、29%以及 31%，为未来业绩形成一定程度上的指引。

#### ◆ 投资建议

1. 在我国检测业务逐渐向第三方检测机构倾斜的趋势之下，公司作为规模较大的元器件可靠性检测第三方机构将受益于行业红利；
2. 公司所专注的元器件二筛业务是军用电子元器件生产过程中的必要环节，将随军工电子市场的发展而壮大；

3. 公司在巩固二筛业务的同时纵向拓展，向环试服务、电磁兼容检测业务拓展，打造“一站式”服务平台，将增加公司综合竞争能力；同时横向延伸，向一筛业务领域以及民用晶圆检测领域的布局，均将为业绩贡献新的增长点；
4. IPO 募投项目的落地将扩大公司产能、提高检测能力；
5. 股权激励计划的推出，将为公司未来业绩增长提供一定程度上的指引。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 3.74 亿元、4.69 亿元、5.81 亿元，归母净利润分别为 1.68 亿元、2.07 亿元、2.47 亿元，EPS 分别为 1.68 元、2.07 元、2.47 元。维持“买入”评级，目标价 70.00 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 41.67 倍、33.82 倍、28.34 倍。

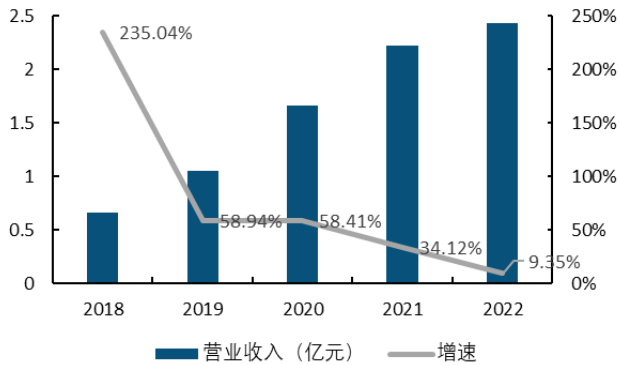
#### ◆ 风险提示

下游军工领域市场需求发生不利变化、行业竞争情况加剧、募投项目不及预期风险。

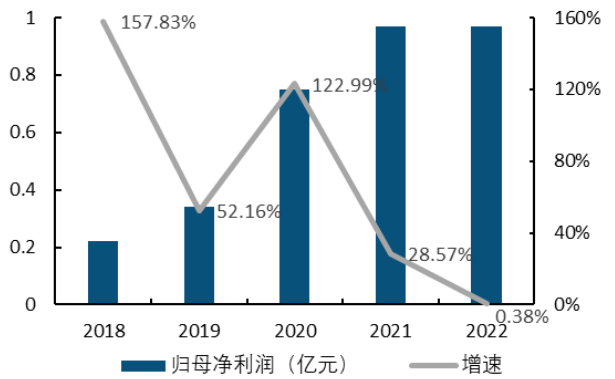
#### ◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	242.82	374.09	469.00	581.04
增长率	9.35%	54.06%	25.37%	23.89%
归属母公司股东净利润	97.43	168.38	206.69	247.09
增长率	0.38%	72.83%	22.75%	19.55%
每股收益(EPS) (元)	0.97	1.68	2.07	2.47

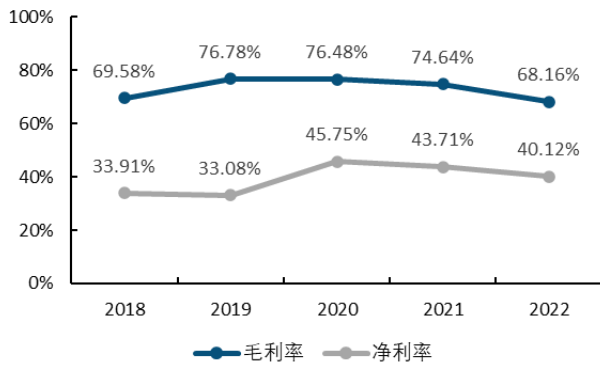
资料来源：iFind，中航证券研究所

**◆ 公司年报主要财务数据**
**图 1 营业收入及增速（单位：亿元；%）**


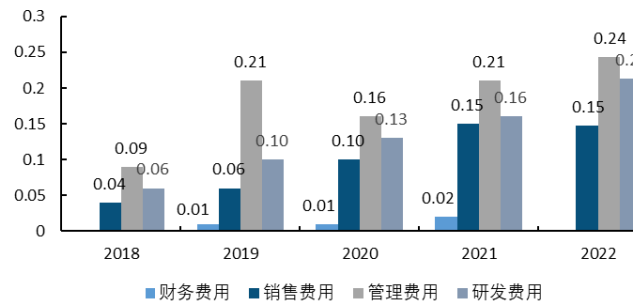
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


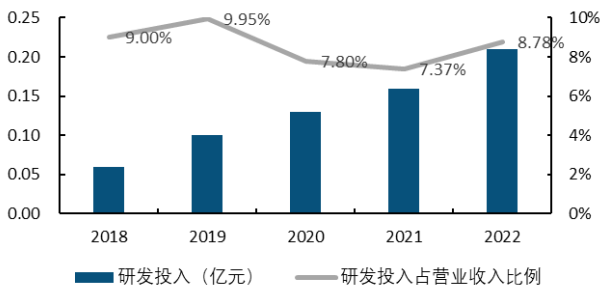
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 3 毛利率及净利率（%）**


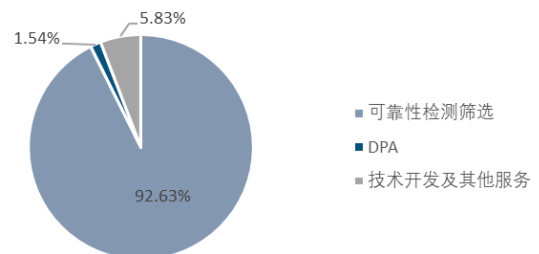
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 4 期间费用情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 5 研发占营收占比（单位：亿元；%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 6 公司 2022 年产品结构（%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**财务报表与财务指标（数据单位：百万元）**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	242.82	374.09	469.00	581.04	货币资金	167.52	814.58	902.73	1206.53
营业成本	77.30	95.80	123.21	159.84	应收票据及账款	274.88	416.24	505.97	607.72
税金及附加	0.72	1.12	1.41	1.75	预付账款	3.48	5.20	6.51	8.07
销售费用	14.72	22.07	27.11	32.71	其他应收款	1.02	1.36	1.71	2.12
管理费用	24.28	37.41	46.90	58.10	存货	4.28	5.09	6.37	7.87
研发费用	21.33	33.41	42.30	53.22	其他流动资产	1019.71	6.02	7.55	9.35
财务费用	0.02	-1.72	-3.01	-3.69	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	188.12	374.98	693.43	553.27
信用减值损失	-8.87	-7.48	-10.46	-14.93	在建工程	11.36	264.09	7.57	5.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	5.88	4.90	3.92	2.94
投资收益	5.08	0.00	0.00	1.69	长期待摊费用	2.91	1.46	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	53.56	27.52	10.38	10.38
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1732.73	1921.43	2146.15	2413.93
其他收益	5.74	5.89	5.93	6.05	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.40	184.41	226.55	271.91	应付票据及账款	18.60	23.70	31.36	41.40
营业外收入	0.50	0.50	0.50	0.50	其他流动负债	33.27	43.51	56.24	72.64
营业外支出	0.10	0.10	0.10	0.10	流动负债合计	51.87	67.20	87.60	114.05
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	6.04	11.21	9.06	3.32
利润总额	106.80	184.81	226.95	272.31	其他非流动负债	7.08	6.89	6.67	6.38
所得税	9.37	16.43	20.27	24.94	非流动负债合计	13.12	18.10	15.73	9.70
净利润	97.43	168.38	206.69	247.36	负债合计	64.98	85.30	103.33	123.75
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.27	股本	100.00	100.00	100.00	100.00
归属母公司股东净利润	97.43	168.38	206.69	247.09	资本公积	1266.35	1266.35	1266.35	1266.35
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	301.40	469.78	676.46	923.55
经营性现金净流量	25.23	1124.12	274.63	305.19	归属母公司权益	1667.75	1836.13	2042.81	2289.90
投资性现金净流量	-1120.98	-483.95	-187.34	0.66	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.27
筹资性现金净流量	1213.60	6.89	0.86	-2.05	股东权益合计	1667.75	1836.13	2042.81	2290.18
现金流量净额	117.85	647.06	88.15	303.80	负债和股东权益合计	1732.73	1921.43	2146.15	2413.93

数据来源：iFind，中航证券研究所



### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637