

外部冲击消除，开启快速增长模式

核心观点：

- **事件：**公司发布年报，22年营收2.43亿，同比增长9.35%，归母净利0.97亿，同比增长0.38%，EPS为1.14元。
- **外部环境冲击，22年经营表现偏弱。**22年公司生产经营受外部环境影响较大，高温限电、疫情防控等特殊时期的生产仅维持基本水平，市场开拓无法展开，年末客户回款也受到较大影响。公司22年实现营收2.43亿元，同比增长9.35%，归母净利0.97亿元，同比0.38%。
 - 分业务看，受益于产能扩张，公司可靠性检测筛选收入2.23亿，同比增长24.35%，DPA收入0.037亿，同比增长1.07%，技术开发及其他服务收入0.14亿，同比减少63.23%。
 - 单季度看，公司22Q4营收0.42亿，同比下滑31.8%，归母净利0.15亿，同比下滑39.9%，外部环境冲击影响明显。随着复工复产的推进，公司23Q1经营将迅速恢复，收入端有望增长25%以上。
- **毛利率下滑主因在成本端，规模效应将逐步显现。**公司22年毛利率68.16%，同比下滑6.48pct。究其原因，随着产能扩充和募投项目推进，检测试验设备和检测人员大幅增加，导致公司营业成本端上行，具体表现为人工费用增长39.51%，制造费用增长42.9%，但受诸多不利外部因素影响，收入增长不及预期，导致公司毛利率呈现下行趋势。我们认为公司毛利率下滑是暂时的，后期随着收入的快速增长，规模效应将逐步显现，盈利能力有望稳步提升。
- **股权激励落地，公司发展如虎添翼。**公司3月10日以35元/股的价格向50名核心骨干授予78万股限制性股票，总股本占比0.78%。2023-2026年需分别摊销费用1159.61、725.94、291.01和43.47万元，2023年股份支付费用占2022年归母净利润的11.96%，影响较为有限。本激励计划对公司发展的积极效应明显，计划考核指标为：以2022年业绩为基数，剔除股份支付影响，2023-2025年归母净利润分别增长40%、80%、135%，即1.36/1.75/2.28亿元，考虑股权激励费用影响后，归母净利为1.24/1.68/2.39亿，三年复合增速35.1%。未来两年，随着复工复产叠加供给侧产能释放，公司有望迎来高速增长。
- **构筑技术壁垒，保持市场竞争优势。**截至2022年末，公司拥有测试程序2.8万多套，检测适配器1.8万多套，行业内名列前茅。公司经CNAS认可的检测项目共计565项，具有较强的可靠性检测服务能力。我们认为公司正努力构筑技术壁垒，提升核心竞争力，保持市场优势地位。此外，公司通过募投项目延伸布局环境和电磁兼容检测，预计2024年投产并贡献收入。产品矩阵扩张助力公司快速可持续发展。
- **投资建议：**凭借良好的资源禀赋和上市融资的先发优势，公司产能快速扩张已在路上，未来2-3年将极大受益于行业发展红利。预计公司2023年至2025年归母净利分别为1.60/2.61/3.66亿元，三年复合增速55.7%，成长性优异，EPS为1.60/2.61/3.66元，当前股价对应PE为37X/23X/16X。2023年末，我们给予公司40x估值，目标市值100亿，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**公司产能扩张不及预期的风险；下游需求不及预期的风险。

思科瑞（688053）

推荐 维持评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515090001

胡浩淼

☎：010-80927657

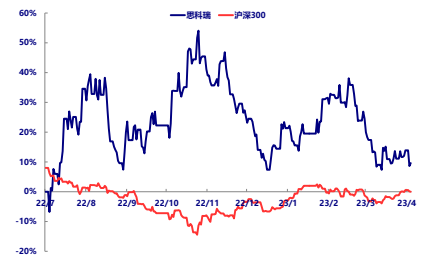
✉：huhaomiao_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130521100001

市场数据

2023/4/11

A股收盘价(元)	58.97
A股一年内最高价(元)	84.38
A股一年内最低价(元)	48.70
上证指数	3313.57
市盈率(2023)	36.79
总股本(万股)	10000.00
实际流通A股(万股)	2289.16
限售的流通A股(万股)	7710.84
流通A股市值(亿元)	13.50

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

表 1 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(单位:百万元)	242.73	363.69	563.33	762.44
同比	9.35%	49.83%	54.89%	35.35%
净利润(单位:百万元)	97.65	160.29	260.96	365.55
同比	0.38%	64.15%	62.80%	40.08%
EPS(单位:元)	0.98	1.60	2.61	3.66
P/E	60.4	36.8	22.6	16.1

资料来源:公司公告、中国银河证券研究院

表 2 可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E
002967.SZ	广电计量	21.14	0.33	0.32	0.56	0.79	64.06	66.06	37.44	26.63
300416.SZ	苏试试验	27.61	0.72	0.68	0.94	1.25	38.35	40.45	29.33	22.12
301306.SZ	西测测试	41.50	1.06	1.03	1.36	1.74	39.15	40.26	30.46	23.83
688053.SH	思科瑞	58.97	1.29	0.98	1.60	2.61	45.71	60.39	36.79	22.60
平均值(剔除公司)							47.19	48.92	32.41	24.20

资料来源: Wind、中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良 制造组组长&军工行业首席分析师

证券从业 9 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森 军工行业分析师 证券从业 4 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn