

思科瑞 (688053.SH)

军用电子元器件可靠性检测领先企业，有望受益行业高景气

买入

核心观点

22H1 实现归母净利润 0.57 亿元，同比+9.47%。公司 22H1 实现营业收入 1.30 亿元，同比增长 18.15%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 9.47%。单季度看，22Q1/Q2 实现营收 0.51/0.79 亿元，同比增长 22.06%/15.77%；归母净利润 0.19/0.38 亿元，同比增长 4.27%/12.28%。上半年子公司西安环宇芯和江苏七维受疫情影响较大，相关影响消除后公司经营有望加速修复。

深耕军用电子元器件可靠性检测服务，近 3 年营收 CAGR 达 50%。公司成立于 2014 年，主要业务为军用电子元器件的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，获得了涵盖航空工业、中国航天、中国电科等军工集团在内的 400 多家客户认可。公司通过不到 8 年时间快速成长为行业领先企业，营收/归母净利润从 2018 年的 0.66/0.22 亿元增至 2021 年的 2.22/0.97 亿元，CAGR 达 50%/63%；公司 2021 年毛利率/净利率达 74.64%/43.71%，盈利能力极强。具体业务看，公司电子元器件可靠性测试与筛选是核心业务，2021 年收入 1.79 亿元，占总收入的 80%以上。

电子元器件检测行业需求旺盛，第三方检测大势所趋，公司有望加速成长。随着我国经济建设和技术的飞速发展，电子行业也有快速发展。电子元器件在其中发挥重要作用，而电子元器件检测是产品质量可靠性的有效保证。公司的检测业务下游为军工领域，主要为电子元器件的二次检测筛选，通常情况下是全筛，业务类型为电子电器类检测。**行业情况看**，根据财政部数据，中国国防预算支出从 2016 年的 9543 亿元增至 2021 年的 13553 亿元，CAGR 达 7.27%；根据认监委数据，2021 年我国电子电器类检验检测机构营收 222.96 亿元，同比+29.49%，近 5 年 CAGR 达 19.24%，均反映了下游较好的景气度，特别是在国防信息化不断发展、军品装备比测有序推进、第三方检测水平不断提高的共同作用下，我国第三方军用电子元器件检测市场空间不断扩大，公司作为第三方检测公司会进一步受益。**竞争格局看**，市场参与者主要有两类，一类是我国军工集团下属企业（或科研院所）的检测部门或检测机构，另一类是国内独立第三方的民营检测机构。由于军工检测行业资质和技术壁垒较高，规模较大的独立第三方民营检测机构主要有京瀚禹、西安西谷和公司三家，公司在成都、西安、无锡设立检测基地，在及时响应及服务西南、华东、西北区域客户方面具有差异化的区域优势。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；业务增速不及预期。

投资建议：公司是国内领先军用电子元器件可靠性检测企业，所处细分行业需求旺盛且仍处快速发展阶段。我们预计公司 22-24 年归母净利润为 1.28/1.75/2.35 亿元，对应 PE 49/36/27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	166	222	298	404	551
(+/-%)	58.4%	34.1%	34.2%	35.5%	36.4%
净利润(百万元)	75	97	128	175	235
(+/-%)	123.0%	28.6%	31.5%	36.8%	34.6%
每股收益(元)	1.01	1.29	1.28	1.75	2.35
EBIT Margin	52.1%	50.9%	49.5%	50.2%	49.5%
净资产收益率(ROE)	34.1%	30.5%	29.0%	28.8%	28.2%
市盈率(PE)	62.5	48.6	49.3	36.0	26.8
EV/EBITDA	49.5	37.7	39.2	28.3	21.1
市净率(PB)	21.32	14.84	14.30	10.38	7.56

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：李雨轩

0755-81981140

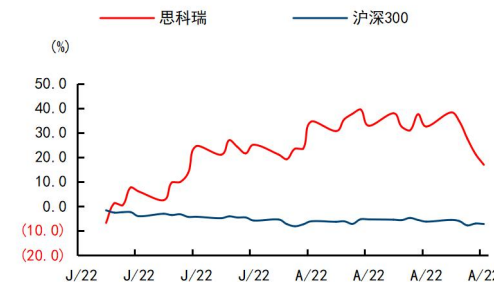
liyuxuan@guosen.com.cn

S0980521100001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	62.90 元
总市值/流通市值	6290/1384 百万元
52 周最高价/最低价	76.88/48.70 元
近 3 个月日均成交额	147.48 百万元

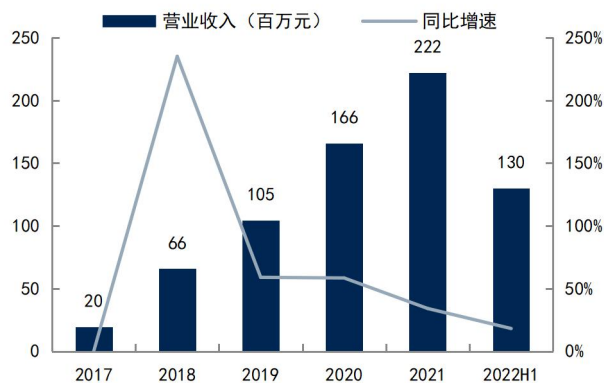
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

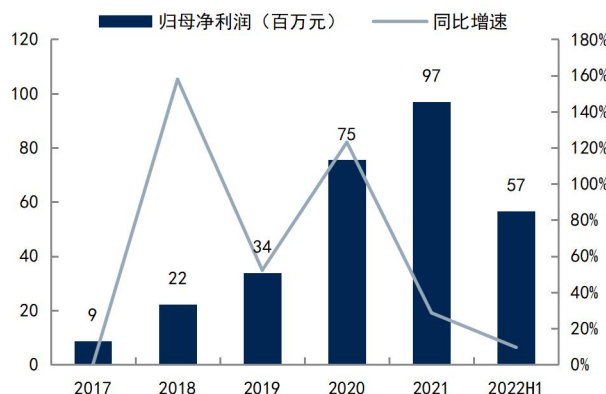
相关研究报告

图1：思科瑞 2022H1 营业收入同比+18.15%



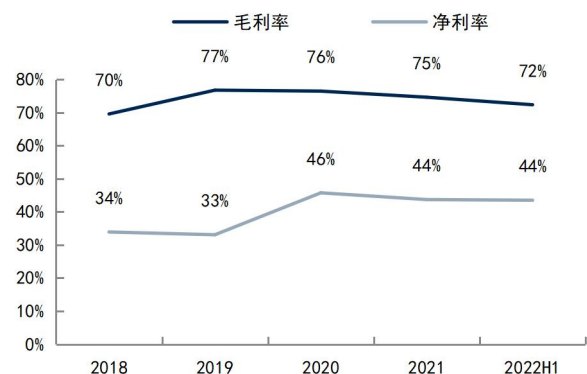
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：思科瑞 2022H1 归母净利润同比+9.47%



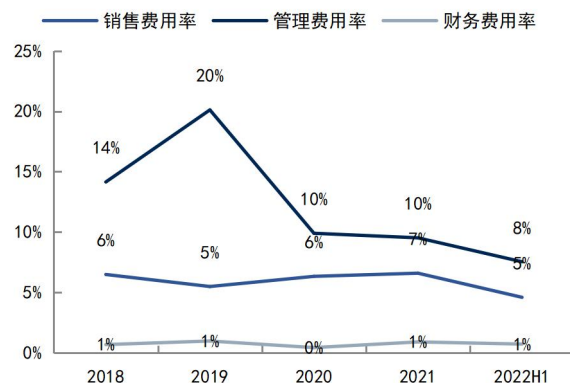
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：思科瑞盈利水平维持高位



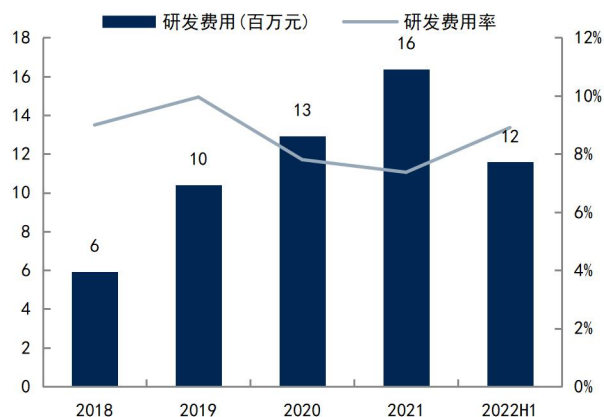
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图4：思科瑞期间费用率稳中有降



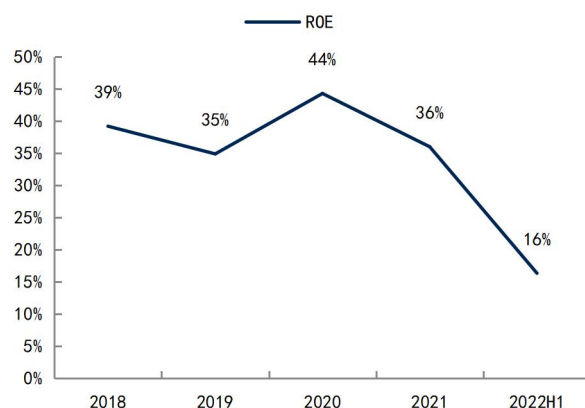
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图5：思科瑞研发投入持续增长



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图6：思科瑞 ROE 水平较高



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

快速成长的军用电子元器件可靠性检测领先企业

公司成立于 2014 年，业务涵盖军用电子元器件可靠性检测服务、破坏性物理分析（DPA）、失效分析与可靠性管理技术支持三大板块，在市场区域、客户规模以及可靠性检测技术能力方面，已形成了较强的综合市场竞争力，获得了涵盖中国航天、航空工业、航天科工、中船重工、中国电科等军工集团在内的 400 多家客户认可。受益于军工电子信息化快速发展带来军用电子元器件可靠性检测需求提升，以及第三方检测机构占比逐步提高，公司长期成长潜力巨大。

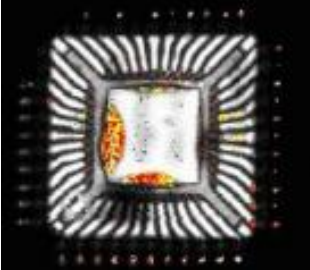
主业电子元器件测试与可靠性筛选试验稳健增长，积极拓展破坏性物理分析（DPA）、技术开发与支持业务打开成长空间。公司涵盖三大业务板块：

1) 电子元器件测试与可靠性筛选试验：电子元器件测试是指通过开发特定程序采集电子元器件的相关参数，从而判断电子元器件的质量是否合格的系列试验；可靠性筛选试验是指利用专业设备模拟不同环境，通过外加应力剔除潜在早期失效产品，以分选出高可靠性产品的系列试验。公司主要提供军用电子元器件可靠性检测，服务对象以航空、航天、兵器、电子、船舶等各大军工集团所属军工厂所及地方涉军企业为主。随着行业需求持续增长，公司主业电子元器件测试与可靠性筛选试验有望保持较快增长。

2) 破坏性物理分析（DPA）：破坏性物理分析是为验证电子元器件是否满足预定用途或规范要求，对元器件样品进行解剖及一系列试验和分析的全过程，对技术专家、专用设备要求较高。DPA 可应用于研发阶段和生产阶段，既可以帮助生产厂早期发现制造工艺异常情况、改进生产工艺，也可帮助使用单位发现、剔除批次质量异常产品，以较小的成本避免巨大经济损失和时间损失。在芯片实现自主可控国产化替代趋势下，DPA 业务需求有望加速增长。

3) 技术开发与支持：技术开发与支持主要包括失效分析和可靠性管理技术支持等业务。失效分析是指为确定和分析失效器件的失效模式、失效机理、失效原因和失效性质而对失效样品所做的分析与检查；可靠性管理技术支持即公司通过失效分析，为元器件的生产厂商在生产工艺、设计、材料、试验、使用等方面提供相应对策，防止类似失效再次发生的服务。公司拥有多名航空、航天等军用电子元器件质量可靠性专家组成的专业团队，可以为客户提供可靠性控制的系统解决方案以及质量可靠性管理技术支持，技术处在民营企业中的领先地位。

表1：思科瑞破坏性物理分析（DPA）可检测的项目及主要失效模式情况

检测项目	主要检测内容	主要失效模式	检测展示
外部目检	用体视显微镜在 1.5-10 倍放大、倍数下检查标识、外来物、结构、镀层、外引线的锈蚀、污染、缺陷封装壳体、引线、玻璃密封等。损；玻璃密封表面裂纹等缺陷。	标识不清楚、存在外来物；封装、外引线的锈蚀、污染、缺陷；玻璃密封表面裂纹等缺陷。	
声学扫描显微镜检查 (SAM)	用优于 25.4 μm 分辨率的超声扫描显微镜检查塑封封装内的空洞、裂纹以及与芯片、基板、引脚等之间的分层。	芯片和基板粘接分层、可测量的芯片分层、键合丝区域引脚分层、跨越键合丝的空洞等。	
制样镜检	通过冷热镶嵌方法对元器件进行固定制样，然后进行剖磨以便检查内部结构。	检查内部结构有无裂纹、孔洞、结瘤等缺陷。	
粒子碰撞噪声检测 (PIND)	用灵敏度优于 20mV 噪声电压的传感器并带冲击和振动的 PIND 设备，检测封壳内的可动颗粒。	可动颗粒引起的随机短路、开路等。	
剪切强度	用具有可以施加 0-100N 的设备检测芯片的剪切强度。	芯片粘接强度小于规定要求。	

资料来源：思科瑞招股说明书，国信证券经济研究所整理

主业元器件筛选收入占比 80%以上，新开拓高附加值业务盈利能力优异。公司以电子元器件测试与可靠性筛选试验业务起家，自 2018 年起收入占比始终超过 80%。经过长期积累，公司形成了一批在航空、航天、电子等领域对电子元器件质量一致性、高可靠性具有丰富管理经验与实践经验的专家团队，可以为客户提供更为复杂的失效分析流程等技术咨询、可靠性控制的系统解决方案以及质量可靠性管理技术支持服务，由于附加值更高，新开拓 DPA、技术开发与支持业务 2021 年的毛利率分别为 80.84%/82.02%，盈利能力优异。

表2：思科瑞主营业务占比及盈利能力情况

业务板块	业务描述	2021 年收入 (亿元) / 占比	2021 年毛利率
电子元器件测试与可靠性筛选试验	电子元器件测试指开发特定程序采集电子元器件相关参数，判断电子元器件的质量是否符合；可靠性筛选试验指利用专业设备模拟不同环境，以剔除早期失效产品、分选出具高可靠性产品的系列试验。	1.79/81.08%	73.07%
破坏性物理分析（DPA）	为验证电子元器件是否满足预定用途或规范要求，对元器件样品进行解剖、试验及分析。	0.04/1.65%	80.84%
技术开发与支持业务	技术开发与支持指为确定和分析失效器件的失效机理、失效原因等对失效样品所做的分析与检查，以识别元器件失效模式、确定失效机理和失效原因，并相应提供相应对策，防止类似失效再次发生的服务。	0.38/17.26%	82.02%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

军用电子元器件需在出厂前和使用前进行两轮检测筛选。军用电子元器件的可靠性质量要求极高，通常产品在制造完成后需经独立第三方可靠性检测认定合格后方可应用。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（第一次筛选，简称“一筛”）、元器件的第二次检测筛选（第二次筛选，简称“二筛”）等。目前大部分一筛业务主要由生产厂家自主完成，各专业检测机构主要承接二筛业务。军用电子元器件二筛是保证军工武器装备质量和可靠性的重要手段，通常军工产品的电子元器件要求全部进行二筛。

图7：军用电子元器件产业链



资料来源：思科瑞招股说明书，国信证券经济研究所整理

军工检测行业进入壁垒高，规模较大的民企检测机构数量较少。在军用电子元器件可靠性检测行业，市场参与者主要有两类，一类是我国军工集团下属企业（或科研院所）的检测部门或检测机构，另一类是国内独立第三方的民营检测机构。由于军工检测行业有较高的资质壁垒和技术壁垒，进入该行业领域的独立第三方民营检测机构较少，目前规模较大的主要是西安西谷、京瀚禹和公司。近年来，在技术进步及国家政策等因素驱动下，我国军工行业快速发展促进了军用电子元器件可靠性检测行业的发展，军工集团下属检测机构和民营检测机构为我国军用电子元器件提供了重要的可靠性保障。

表3：我国军用电子元器件主要民营企业基本情况

名称	股票代码	成立时间	收入规模	公司简介	市场布局情况
京瀚禹	母公司北摩高科(002985.SZ)	2008年7月	2021年5.56亿元	总部位于北京市昌平区沙河工业园，在西安（含实验室）、上海、南京、成都、深圳、无锡设有分公司，是一家面向社会、特别是军工科研生产单位提供元器件可靠性检测筛选服务的专业试验中心，可提供集成电路、分立器件、阻容元件、继电器、晶体元件等器件的筛选、破坏性物理分析（DPA）、鉴定检测、失效分析（FA）等可靠性检测试验，以及元器件封装测试，测试程序开发等服务。2020年9月，北摩高科（002985.SZ）收购京瀚禹51%股权。	总部在北京，并在西安设立有实验室的分公司，在华北地区市场占有率有优势。
西安西谷	母公司旋极信息(300324.SZ)	2000年12月	2019年3.64亿元	总部位于西安市高新技术产业开发区，是国内第一家独立第三方电子元器件检验检测机构，主要从事电子元器件测试、筛选、破坏性物理分析、失效分析及相关技术服务。2015年11月，旋极信息（300324.SZ）收购西安西谷100%股权。2021年3月，西安西谷增资扩股后，旋极信息持有西安西谷75%股权。	总部在西安，在西北地区市场占有率有优势。
思科瑞	688053.SH	2014年12月	2021年电子元器件检测筛选业务收入为1.79亿元	总部位于成都市，主要从事电子元器件的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。	总部在成都，在无锡、西安设有全资子公司（均含实验室），业务辐射西南、华东及西北市场，在该等区域市场占有率有优势。
西测测试	301306.SZ	2010年	2020年电子元器件检测筛选业务收入为5333万元	总部位于西安市，主要从事军用装备和民用飞机的环境与可靠性试验、电磁兼容性测试、元器件检测筛选等的检验检测技术服务和咨询服务。	总部在西安，以环境与可靠性试验为主。
西安君信电子科技有限责任公司	——	2017年2月	——	总部位于西安市，主营产品射频芯片、晶圆芯片测试、新型射频前端、模块封装继承、SIP、微波电路、集成电路、半导体器件的鉴定、测试、老练、破坏性物理分析、结构分析、可靠性研究分析等工作。	总部在西安。
广东科鉴检测工程技术有限公司	——	2015年6月	——	总部位于广州开发区科学城玉树工业园，拥有安全测试、环境试验、可靠性试验、软件测评、元器件老化筛选实验室。成立了子公司。	总部在广州，在北京、深圳。
陕西海测电子技术服务有限公司	——	2010年11月	——	总部位于西安市高新区，可进行气候环境试验：高低温、湿热、温度循环、温度冲击、高温寿命、霉菌、盐雾、带风源淋雨、振动、冲击试验等；元器件检测：接触电阻、绝缘电阻、介电耐压、品质因素、电容量、损耗角正切、电感量、阻抗、漏电流等试验。	总部在西安。
成都中航华测科技有限公司	——	2013年4月	——	总部位于成都市双流区，专业从事电子元器件、数字板卡、射频微波组件、电源模块等产品的环境试验技术咨询服务和第三方试验检测工作。	总部在成都。

资料来源：思科瑞招股说明书，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

盈利预测假设基础及结果

按假设前提,我们预计公司 22-24 年归母净利润为 1.28/1.75/2.35 亿元,对应 PE 49/36/27 倍,增速分别为 32%/37%/35%。

我们对盈利预测模型做出如下假设:

电子元器件测试与可靠性筛选试验:在国防信息化不断发展、军品装备比测有序推进、第三方检测水平不断提高的共同作用下,我国第三方军用电子元器件检测市场空间有望持续扩大。预计公司 2022-2024 年营业收入增速分别为 30%/30%/30%,毛利率由于一筛业务增加以每年 1-2 个 pct 的速度缓慢降低。

破坏性物理分析 (DPA):近年来美国针对我国芯片产业进行了一系列制裁打压,我国芯片产业早日实现自主可控诉求强烈。由于 DPA 可有效避免电子元器件“伪国产”问题,随着国产化进程推进,产品用户对 DPA 检测报告需求有望提升,假设 2022-2024 年营业收入增速分别为前序三年的复合增速,分别为:80.73%/104.80%/94.89%,毛利率水平保持稳健。

技术开发及其他服务:电子元器件技术快速发展对可靠性检测技术的精细化提出更高要求,检测机构进行失效分析、为元器件的生产厂商提供相应对策,提供可靠性控制的系统解决方案以及质量可靠性管理技术支持的需求有望提升。公司这一业务体量较小,预计 2022-2024 年营业收入增速分别为 50%/50%/50%,毛利率水平受益于高附加值维持较高水平。

表4: 思科瑞业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
元器件筛选试验					
收入 (百万元)	161.85	179.26	233.04	302.95	393.83
增速	76.46%	10.76%	30.00%	30.00%	30.00%
成本 (百万元)	37.95	48.27	67.42	86.13	117.87
毛利 (百万元)	123.90	130.98	165.62	216.82	275.96
毛利率	76.55%	73.07%	71.07%	71.57%	70.07%
破坏性物理分析 (DPA)					
收入 (百万元)	1.83	3.66	6.61	13.55	26.40
增速	137.66%	100.00%	80.73%	104.80%	94.89%
成本 (百万元)	0.37	0.70	1.32	2.71	5.28
毛利 (百万元)	1.46	2.96	5.29	10.84	21.12
毛利率	79.66%	80.84%	80.00%	80.00%	80.00%
技术开发及其他服务					
收入 (百万元)	1.06	38.16	57.24	85.86	128.79
增速	-90.95%	3500.00%	50.00%	50.00%	50.00%
成本 (百万元)	0.28	6.86	11.45	17.17	25.76
毛利 (百万元)	0.78	31.30	45.79	68.69	103.03
毛利率	73.70%	82.02%	80.00%	80.00%	80.00%
其他业务					
收入 (百万元)	0.83	0.98	1.18	1.41	1.69
增速	167.74%	18.07%	20.00%	20.00%	20.00%
成本 (百万元)	0.33	0.47	0.58	0.69	0.83
毛利 (百万元)	0.49	0.50	0.60	0.72	0.86
毛利率	59.74%	51.59%	51.00%	51.00%	51.00%
合计					
总营收 (百万元)	165.57	222.06	298.07	403.77	550.72
增速	58.43%	34.12%	34.23%	35.46%	36.40%
营业成本 (百万元)	38.93	56.30	80.77	106.70	149.74
毛利率 (百万元)	76.49%	74.65%	72.90%	73.57%	72.81%
毛利 (百万元)	126.64	165.76	217.30	297.07	400.98
增速	57.83%	30.89%	31.10%	36.71%	34.98%

资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

根据上述假设，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 2.98/4.04/5.51 亿元，同比增长 34.23%/35.46%/36.40%，毛利率分别为 72.90%/73.57%/72.81%，毛利 2.17/2.97/4.01 亿元，同比增长 31.10%/36.71%/34.98%。

未来 3 年业绩预测

表5：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	222	298	404	551
营业成本	56	81	107	150
销售费用	15	20	26	36
管理费用	21	27	37	50
研发费用	16	22	30	41
财务费用	2	0	0	0
营业利润	111	148	203	273
利润总额	113	148	204	274
归属于母公司净利润	97	128	175	235

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营收 2.98/4.04/5.51 亿元，同比增长 34.23%/35.46%/36.40%，归母净利润分别为 1.28/1.75/2.35 亿元，同比增长 31.55%/36.77%/34.65%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 1.47/2.05/2.84 亿元，同比增长 50.9%/40.1%/38.6%；2）中性假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 1.28/1.75/2.35 亿元，同比增长 31.5%/36.8%/34.6%；3）悲观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别 1.10/1.47/1.92 亿元，同比增长 13.4%/33.5%/30.7%。

表6：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测				
营业收入(百万元)	222	306	425	595
(+/-%)	34.1%	37.7%	39.0%	40.0%
净利润(百万元)	97	147	205	284
(+/-%)	28.6%	50.9%	40.1%	38.6%
中性预测				
营业收入(百万元)	222	298	404	551
(+/-%)	34.1%	34.2%	35.5%	36.4%
净利润(百万元)	97	128	175	235
(+/-%)	28.6%	31.5%	36.8%	34.6%
悲观预测				
营业收入(百万元)	222	290	383	509
(+/-%)	34.1%	30.8%	31.9%	32.8%
净利润(百万元)	97	110	147	192
(+/-%)	28.6%	13.4%	33.5%	30.7%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

绝对估值法

公司股票合理估值区间在 70.99-84.83 元, 给予买入评级。

我国电子元器件检测行业已经形成相对成熟全面的工作体系, 为我国高端科技领域提供有效的技术支持。根据认监委数据, 2021 年电子电器类检验检测机构营收 222.96 亿元, 同比增长 29.49%, 远高于传统行业增速。作为新兴领域, 随着电子产品生命周期的缩短, 检测频率、产品种类的双重提高, 该领域市场规模有望持续保持较高增长速度。基于这样的判断, 我们假设:

- 1、公司的营业收入将随着行业的发展将保持 30%以上成长;
- 2、随着营业收入规模的扩大和规模效应提升, 三费有望持续降低;
- 3、公司作为高科技企业, 可享受 15%的企业所得税税率;
- 4、无风险利率选取当前的 10 年期国债收益率来评估;
- 5、风险溢价选取道琼斯指数过去 20 年的复合增长率 4.77%, 考虑新兴市场溢价 2%, 加总为 6.77%;
- 6、Kd 值为税前债务成本, 一般采用债券的到期收益率来反映, 此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考;

按此假设条件, 测算 WACC 值为 8.96%, 采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值, 得出公司合理估值区间为 70.99-84.83 元/股。

表7: 绝对估值法假设条件

指标	合理值	指标	合理值
无杠杆 Beta	0.92	Kd	4.70%
无风险利率	2.72%	T	13.98%
股票风险溢价	6.77%	Ka	8.95%
公司股价	62.90	有杠杆 Beta	0.94
发行在外股数	100	Ke	9.06%
股票市值(E)	6290	E/(D+E)	98.00%
债务总额(D)	128	D/(D+E)	2.00%
WACC	8.96%		

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表8: FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	147.6	202.8	272.7	364.6	470.5	606.9	752.4	932.8	1,110.0	1,320.7	
所得税税率(%)	13.98%	14.26%	14.14%	14.13%	14.17%	14.15%	14.15%	14.16%	14.15%	14.15%	
EBIT*(1-所得税率)	126.9	173.9	234.1	313.1	403.8	521.1	646.0	800.7	952.9	1,133.8	
折旧与摊销	19.2	31.9	42.3	51.5	60.1	66.8	72.4	78.0	84.2	90.9	
营运资金净变动	(15.7)	(89.2)	(92.0)	(101.8)	(139.2)	(162.7)	(169.6)	(220.3)	(212.5)	(253.7)	
资本性投资	(237.4)	(213.1)	(117.3)	(139.3)	(106.6)	(71.1)	(81.1)	(91.1)	(101.1)	(111.1)	
FCFF	(107.0)	(96.6)	67.1	123.5	218.1	354.1	467.7	567.3	723.5	860.0	14,868.6
PV(FCFF)	(98.2)	(81.4)	51.9	87.6	142.0	211.7	256.6	285.6	334.3	364.7	6,305.2
核心企业价值	7,860.0										
减: 净债务	126.4										
股票价值	7,733.6										
每股价值	77.34										

资料来源: 国信证券经济研究所预测

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.8%	8.9%	8.96%	9.1%	9.2%
永续 增长 率变 化	3.3%	84.83	82.82	80.87	79.00	77.19
	3.2%	83.50	81.54	79.65	77.83	76.07
	3.1%	82.22	80.31	78.47	76.70	74.99
	3.0%	80.98	79.12	77.34	75.61	73.94
	2.9%	79.78	77.98	76.23	74.55	72.93
	2.8%	78.62	76.87	75.17	73.53	71.95
	2.7%	77.50	75.79	74.14	72.54	70.99

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值法

现有上市公司中，苏试试验、广电计量的业务已部分涉及军工领域的可靠性环境试验等服务，信测标准的业务涉及汽车、电子电气等民品的可靠性检测服务，西测测试的业务涉及电子元器件检测筛选，因此选取苏试试验、广电计量、信测标准作为可比公司。可比公司 2022 年 PE 均值为 39.50 倍，综合考虑，由于公司所在细分赛道业存在较高资质、技术以及军工客户壁垒、我们认为可以适当享受估值溢价，给予 2023 年 40-45 倍，对应一年期目标市值为 70.00-78.75 亿元，对应目标价为每股 70.00-78.75 元。

表10：可比公司估值表

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20220826	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
苏试试验	买入	103.00	27.84	0.51	0.73	1.01	1.42	54.21	38.29	27.69	19.58
广电计量	买入	126.95	22.07	0.32	0.48	0.68	0.92	69.75	45.83	32.64	23.86
信测标准	未评级	38.50	33.93	0.71	0.99	1.42	1.95	48.09	34.38	23.91	17.42
							平均值	57.35	39.50	28.08	20.29
思科瑞	买入	62.90	62.90	0.97	1.27	1.75	2.36	64.81	49.53	35.94	26.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是国内领先军用电子元器件可靠性检测企业，所处细分行业需求旺盛且仍处快速发展阶段。我们预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.28/1.75/2.35 亿元，对应 PE 49/36/27 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的一年期合理估值在 45 -50 倍之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期营业收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.72%、风险溢价 6.77%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的广电计量、苏试试验、西测测试等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2022 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，最终给予公司 23 年 40-45 倍 PE 估值，可能存在可比公司可参考性不足、未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年营业收入增长 34.23%/35.46%/36.40%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分增速别为 31.10%/36.71%/34.98%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

公司公信力、品牌和声誉受不利事件影响的风险：作为第三方检测机构，公信力和品牌是检测认证机构持续发展的原动力，也是生存的根本。公司所提供可靠性检测服务质量与军用电子元器件可靠性密切相关，若公司一旦发生重大的可靠性检测质量事故，导致电子元器件在使用中出现质量问题而导致军用武器或设施出现可靠性问题，公司的公信力、品牌将受影响，进而可能影响公司的持续经营。

核心技术人员及骨干员工流失的风险：军用电子元器件可靠性检测行业属于知识密集型的专业技术服务行业，需要大量的专业技术人员。我国军用电子元器件检验筛选服务业发展速度较快，行业内对人才争夺较为激烈，公司存在难以持续吸纳优秀人才，或流失核心技术人员及骨干员工的风险。

行业竞争加剧的风险：虽然电子元器件检测行业，尤其是军用第三方电子元器件可靠性检测对资质条件、技术积累、品牌公信力等要求较高，具有较高的行业壁垒，但第三方军用电子元器件可靠性检测机构可能会不断增加，现有可靠性检测机构也会不断扩大业务规模。面对激烈市场竞争格局，公司可能存在较难开拓新市场或既有市场份额被竞争对手挤占的风险。

政策风险

检测行业是政策导向较强的行业，政府对检测行业的发展政策影响着检测行业的发展速度。军用电子元器件可靠性检测行业受我国国防政策影响较大。近年来，国家对军用电子元器件可靠性要求的提高，带来了军用电子元器件可靠性检测行业的迅速发展。虽然国防政策支持军用电子元器件可靠性检测服务业的市场化发展，但未来可能存在现有国防政策、产业政策出现局部不利变化的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	36	49	32	39	40	营业收入	166	222	298	404	551
应收款项	145	197	252	351	477	营业成本	39	56	81	107	150
存货净额	7	6	16	15	21	营业税金及附加	1	1	1	1	2
其他流动资产	2	5	5	7	10	销售费用	10	15	20	26	36
流动资产合计	189	256	307	414	551	管理费用	16	21	27	37	50
固定资产	84	122	340	520	595	研发费用	13	16	22	30	41
无形资产及其他	2	7	7	8	9	财务费用	1	2	0	0	0
投资性房地产	17	24	24	24	24	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
资产总计	293	409	678	966	1178	其他收入	(10)	(16)	(22)	(30)	(41)
短期借款及交易性金融负债	22	31	128	239	181	营业利润	89	111	148	203	273
应付款项	14	16	53	43	65	营业外净收支	(0)	2	1	1	1
其他流动负债	34	36	49	70	92	利润总额	89	113	148	204	274
流动负债合计	69	83	230	352	338	所得税费用	13	16	21	29	39
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	8	8	8	8	归属于母公司净利润	75	97	128	175	235
长期负债合计	2	8	8	8	8	现金流量表（百万元）					
负债合计	71	91	238	360	345	净利润	75	97	128	175	235
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	221	318	440	606	833	折旧摊销	10	14	19	32	42
负债和股东权益总计	293	409	678	966	1178	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	1	2	0	0	0
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(65)	(50)	(16)	(89)	(92)
每股收益	1.01	1.29	1.28	1.75	2.35	其它	0	0	0	0	0
每股红利	0.09	0.02	0.06	0.09	0.08	经营活动现金流	22	61	131	117	185
每股净资产	2.95	4.24	4.40	6.06	8.33	资本开支	0	(51)	(237)	(213)	(117)
ROIC	44%	38%	32%	28%	29%	其它投资现金流	0	0	(2)	0	0
ROE	34%	31%	29%	29%	28%	投资活动现金流	0	(51)	(239)	(213)	(117)
毛利率	76%	75%	73%	74%	73%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	52%	51%	50%	50%	50%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	58%	57%	56%	58%	57%	支付股利、利息	(7)	(1)	(6)	(9)	(8)
收入增长	58%	34%	34%	35%	36%	其它融资现金流	15	6	97	111	(59)
净利润增长率	123%	29%	32%	37%	35%	融资活动现金流	1	3	91	102	(67)
资产负债率	24%	22%	35%	37%	29%	现金净变动	23	13	(16)	7	1
息率	0.1%	0.0%	0.1%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	13	36	49	32	39
P/E	62.5	48.6	49.3	36.0	26.8	货币资金的期末余额	36	49	32	39	40
P/B	21.3	14.8	14.3	10.4	7.6	企业自由现金流	0	10	(107)	(97)	67
EV/EBITDA	49.5	37.7	39.2	28.3	21.1	权益自由现金流	0	16	(10)	15	9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032