

业绩环比大幅增长，扩产放量在即

2022 年 08 月 29 日

➤ **思科瑞 1H22 业绩符合我们预期。**2022 年 8 月 25 日，思科瑞发布 2022 年半年度报告：公司 1H22 实现收入 1.3 亿元，同比增长 18.2%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 9.5%，扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 10.1%。单季度看，2Q22 公司实现收入 0.79 亿元，同比增长 15.8%，环比增长 56.5%；归母净利润 0.38 亿元，同比增长 12.3%，环比增长 99.7%。

➤ **毛利率环比提升，扩产规模化效应逐渐彰显。**1H22 公司综合毛利率 72.4%，同比下降 5.9pct，其中主营业务成本同比增加 50.4%，主要由于公司产能不断提升，新增较多检测设备和员工，加大固定成本折旧摊销和人工成本。单季度看，2Q22 公司综合毛利率 73.7%，环比提升 3.4pct。我们认为随着公司产能利用率提升，生产逐渐呈规模化，毛利率水平有望企稳回升。

➤ **逐渐平台化，检测产品可用于多条核心赛道。**公司不仅可对芯片图形、内部结构、粘接、键合、内部气氛、外观等进行系统的检验，更具备了静态存储芯片 SRAM 的测试筛选技术，筛选的典型存储器主要应用于 机载、车载的雷达、通信 等系统。此外，公司研发了基于芯片模组模组检测预配置库、高故障覆盖率被测模型、内部资源并行遍历及自动化辅助软件工具等技术，提高了电路故障测试覆盖率和测试效率。我们认为，公司正逐步从传统检测服务向自动化检测平台演进，通过自研辅助软件工具，结合检验数据增强不同应用场景内芯片检测泛化能力。

➤ **FPGA 检测能力持续增长，看好下一成长曲线。**公司作为国内为数不多的可以对复杂的高速 FPGA 电路实现高故障测试覆盖率的公司之一。军用 FPGA 主要用于雷达，通信设备和电子战设备，如相控阵雷达的时空二维滤波，合成孔径雷达成像，巡航导弹的地形匹配和末端图像匹配，红外导弹的目标识别等。相控阵雷达由许多个 T/R 器件组成，单个 T/R 通常由 3 个 MMIC 和 1 个 VLSI 组成。VLSI 负责大量数据的处理和信号控制，需要 FPGA 协同实现。根据 Grandview Research 统计，2020 年全球雷达市场规模达到 314 亿美元，其中军用雷达市场达到 192 亿美元，占比约 61%。根据 Forecast International 统计，2010 年-2019 年，全球相控阵雷达总生产台数占雷达生产总数的比例为 14.16%，市场空间广阔。我们认为军用相控阵检测要求较高，公司有望结合自身技术把握相控阵内 FPGA 检测。

➤ **投资建议：**随着国防军工信息化发展，我们认为军用半导体元器件及核心部件需求将进一步扩大，检验检测市场景气度上行。维持盈利预测不变，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.5/2.3/3.4 亿元，当前股价对应 2022-2024 年 P/E 分别为 41/28/19x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**发生质量事故风险，国防政策和国家军用标准变动风险，应收账款规模较大风险，市场竞争加剧风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	222	343	523	799
增长率 (%)	34.1	54.3	52.8	52.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	97	153	229	340
增长率 (%)	28.6	57.9	49.1	48.6
每股收益 (元)	0.97	1.53	2.29	3.40
PE	65	41	28	19
PB	19.8	3.6	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

62.90 元


分析师 马天谔

执业证书：S0100521100003

电话：021-80508466

邮箱：matianyi@mszq.com


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

研究助理 谢致远

执业证书：S0100122060027

邮箱：xiezhiyuan@mszq.com

相关研究

1. 通信行业深度报告：检验检测行业具备哪些成长空间？-2022/08/10

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	222	343	523	799
营业成本	56	89	141	225
营业税金及附加	1	1	1	2
销售费用	15	23	36	55
管理费用	21	33	50	76
研发费用	16	25	39	61
EBIT	113	179	267	396
财务费用	2	2	2	2
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	111	177	265	394
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	113	179	266	396
所得税	16	25	38	56
净利润	97	153	229	340
归属于母公司净利润	97	153	229	340
EBITDA	133	215	333	458

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	49	1,083	979	1,036
应收账款及票据	196	329	473	751
预付款项	1	1	2	3
存货	6	19	21	43
其他流动资产	4	6	6	8
流动资产合计	256	1,439	1,481	1,841
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	121	267	597	644
无形资产	7	8	9	11
非流动资产合计	153	407	632	681
资产合计	409	1,846	2,113	2,523
短期借款	27	27	27	27
应付账款及票据	16	31	44	75
其他流动负债	40	57	81	120
流动负债合计	83	115	153	223
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	91	122	161	231
股本	75	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	318	1,724	1,952	2,292
负债和股东权益合计	409	1,846	2,113	2,523

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.12	54.26	52.79	52.62
EBIT 增长率	26.59	58.17	48.97	48.45
净利润增长率	28.57	57.90	49.14	48.57
盈利能力 (%)				
毛利率	74.64	74.16	73.08	71.81
净利率	43.71	44.74	43.67	42.51
总资产收益率 ROA	23.74	8.30	10.82	13.46
净资产收益率 ROE	30.54	8.89	11.71	14.82
偿债能力				
流动比率	3.07	12.54	9.68	8.25
速动比率	2.94	12.33	9.51	8.02
现金比率	0.59	9.44	6.40	4.64
资产负债率 (%)	22.27	6.63	7.60	9.15
经营效率				
应收账款周转天数	174.76	174.76	174.76	174.76
存货周转天数	39.89	50.76	50.76	50.76
总资产周转率	0.63	0.30	0.26	0.34
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	1.53	2.29	3.40
每股净资产	3.18	17.24	19.52	22.92
每股经营现金流	0.58	0.73	1.87	1.68
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	51	43	29	19
PB	20.5	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	48.97	25.46	16.76	12.06
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	97	153	229	340
折旧和摊销	20	36	66	61
营运资金变动	-64	-117	-108	-234
经营活动现金流	58	73	187	168
资本开支	-50	-288	-288	-109
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-50	-288	-288	-109
股权募资	0	1,253	0	0
债务募资	12	0	0	0
筹资活动现金流	3	1,250	-2	-2
现金净流量	11	1,034	-104	56

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026