

2023 年 10 月 25 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

思科瑞（688053）

新设子公司覆盖卫星检测领域，国产替代贡献加速度

◆ 事件

9 月 28 日，公司公告以自有资金 6000 万元在海南文昌航天城投资设立全资子公司海南国星飞测科技有限公司，现已取得《营业执照》，并完成了工商注册登记手续。

◆ 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。

◆ 新设全资子公司覆盖卫星检测领域，加速推进卫星事业

公司近期在海南文昌航天城投资设立全资子公司海南国星飞测科技有限公司，以加强公司在卫星相关产业的检测能力，完善卫星互联互通产业布局，紧跟卫星互联网快速发展浪潮。

海南飞测所在地海南文昌航天城依托中国文昌航天发射场而成立，实施构建新型航天领域发展平台，将重点发展卫星研制、火箭研发、卫星应用等产业。

在航天强国主旨下，卫星发射数据、卫星互联网技术试验星发射、上海松江区将打造实施的“G60 星链”等多个标志性事件极大的带动了卫星制造、卫星互联网领域景气度的提升。尤其是在 8 月华为具有直连卫星功能的 Mate 60 Pro 手机上市后，进一步强化了卫星互联网的影响，行业基本面向好。根据我们测算，2025 年卫星通信产业潜在市场空间有望达到每年 250 亿元，整体市场增速有望迎来历史提速拐点，提升至 15% 以上，“沉寂已久”的卫星通信板块将蕴含着众多价值投资机会（具体逻辑详见策略报告《战地黄花分外香》）。

投资评级

买入

维持评级

2023 年 10 月 24 日

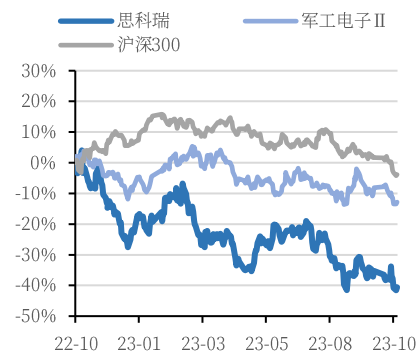
收盘价(元): 47.31

目标价(元): 60.00

公司基本数据

总股本(百万股)	100.00
总市值(百万)	4,731.00
流通股本(百万股)	42.27
流通市值(百万)	1,999.97
12 月最高/最低价(元)	84.38/46.03
资产负债率(%)	5.29
每股净资产(元)	17.07
市盈率(TTM)	59.30
市净率(PB)	2.77
净资产收益率(%)	2.28

股价走势图



作者

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

邹润芳 分析师
SAC 执业证书: S0640521040001
邮箱: zourf@avicsec.com

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

在行业“如火如荼”发展的趋势下，叠加海南飞测所处航天产业集群的地域优势，我们认为海南飞测将享受行业红利，或有望加速拓展航天领域客户、丰富配套类别并提高配套量级。

◆ 增资陕西海测，拓展环试服务业务

公司于 5 月 24 日公告，使用自有资金 4960 万元增资陕西海测电子技术有限公司，增资后公司将持有陕西海测 51.67% 的股权，有利于公司将业务领域延伸至环境可靠性试验的同时，加强公司电磁兼容业务实力。此次增资，有助于公司快速承接环试服务业务，并且实现业务及客户的双协同，同时，能够强化公司在西安地区的布局，增强地域竞争力。

◆ 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发，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。

◆ 为武器装备可靠性提供有效保障，国产替代贡献加速度

电子元器件作为电子产品中重要的零部件，其稳定性与质量的可靠性是保障电子产品能够保持稳定且正常工作的关键因素，尤其是在军用领域中，武器装备失效代价较高，因此武器装备装机前的元器件可靠性检测环节至关重要，通过检测能够有效剔除失效产品，提高整机系统可靠性。

在提供检验检测业务企业中，第三方检测机构凭借客观公允、专业技术突出、服务质量较好以及响应速度较快等优势“脱颖而出”，成为我国检测市场中重要一部分。特别是 10 月 17 日，美国再次升级了对我国芯片制裁，将壁仞科技、摩尔线程等 13 家我国 GPU 企业列入实体名单，同时限制英伟达等企业向我国销售人工智能（AI）芯片的情况下，军品自主可控、国产替代的诉求将愈加强烈，在助推国产芯片企业质升量也升的同时，相关检测企业也将享受这一加速度。

◆ 实施股权激励计划，今年指标达成具有压力

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。以 2022 年归母净利润为基础，归母净利润增

王绮文

研究助理

SAC 执业证书：S0640121120018

邮箱：wangqw@avicsec.com

相关研究报告

思科瑞（688053）2022 年年报点评：业务领域横纵双向延伸，产能扩张保障未来业绩增长 —2023-04-15

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

速为考核指标，2023-2025 每年的增长率分别为 40%、29%以及 31%，经测算 2023 年公司层面的业绩指标归母净利润需达到 1.36 亿元，方可按照相应比例解锁归属于激励对象的股票。

结合 2023H1 归母净利润 0.39 亿元推算，2023 年下半年归母净利润需达到 0.97 亿元，占 2023 年度解锁条件的比例为 71.45%。从公司 2022 年和 2021 年下半年归母净利润分别占全年盈利能力比例的 41.92%和 46.75%来看，下半年业绩指标的达成具有一定压力，但随着行业调整的逐步明朗，加上公司在环试和电磁兼容业务方向的拓展，以及公司在航天高景气赛道的布局，有望加速业务增长。

◆ 投资建议

我们认为：

- 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，同时愈加迫切的军品自主可控需求，也将为行业提供加速度；
- 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) 公司今年通过增资、新设子公司等举措积极布局业务新方向，紧抓航天高景气赛道的同时，加强业务与客户双协同，提高竞争力；
- 5) IPO 募投项目的落地将扩大公司产能、提高检测能力；
- 6) 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。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 2.48 亿元、4.38 亿元、5.72 亿元，归母净利润分别为 0.81 亿元、1.75 亿元、2.29 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.75 元、2.29 元。维持“买入”评级，目标价 60 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 74.07 倍、34.29 倍、26.20 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、市场开拓不及预期风险。

◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	242.82	248.25	438.42	572.38
增长率	9.35%	2.23%	76.60%	30.56%
归属母公司股东净利润	97.43	81.12	175.37	228.95
增长率	0.38%	-16.73%	116.18%	30.55%
每股收益(EPS) (元)	0.97	0.81	1.75	2.29

资料来源: iFind, 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	248.25	438.42	572.38	货币资金	167.52	357.28	472.72	659.50
营业成本	77.30	87.04	140.23	181.71	应收票据及账款	274.88	326.64	414.95	481.91
税金及附加	0.72	1.04	1.84	2.40	预付账款	3.48	6.13	11.35	15.31
销售费用	14.72	24.28	33.54	43.73	其他应收款	1.02	2.90	5.48	7.51
管理费用	24.28	34.06	44.50	58.04	存货	4.28	8.55	13.58	17.41
研发费用	21.33	25.79	41.52	54.26	其他流动资产	1019.71	725.50	603.25	504.16
财务费用	0.02	-1.94	-3.04	-5.82	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	230.99	314.15	380.67
信用减值损失	-8.87	-2.93	-5.13	-6.64	在建工程	11.36	61.97	52.57	45.68
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	5.88	13.23	25.59	31.61
投资收益	5.08	8.44	8.50	8.50	长期待摊费用	2.91	1.94	0.97	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	130.93	131.87	131.98
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1732.73	1866.07	2046.46	2275.73
其他收益	5.74	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	106.40	83.48	183.20	239.91	应付票据及账款	18.60	20.89	33.69	43.62
营业外收入	0.50	2.53	2.55	2.55	其他流动负债	33.27	23.27	30.67	36.35
营业外支出	0.10	0.13	0.14	0.14	流动负债合计	51.87	44.15	64.37	79.97
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	6.04	61.54	46.16	30.77
利润总额	106.80	85.88	185.61	242.32	其他非流动负债	7.08	11.50	11.70	11.80
所得税	9.37	4.76	10.25	13.38	非流动负债合计	13.12	73.04	57.86	42.57
净利润	97.43	81.12	175.37	228.95	负债合计	64.98	117.20	122.23	122.54
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	100.00	100.00	100.00	100.00
归属母公司股东净利润	97.43	81.12	175.37	228.95	资本公积	1266.35	1266.35	1266.35	1266.35
现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	留存收益	301.40	382.52	557.89	786.83
经营性现金净流量	25.23	312.42	228.63	282.46	归属母公司权益	1667.75	1748.87	1924.24	2153.18
投资性现金净流量	-1120.98	-180.10	-100.84	-86.11	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	1213.60	57.44	-12.34	-9.57	股东权益合计	1667.75	1748.87	1924.24	2153.18
现金流量净额	117.85	189.76	115.44	186.78	负债和股东权益合计	1732.73	1866.07	2046.46	2275.73

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, liyuqi@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