

## 5GHz 示波器快速放量，盈利水平有望持续提升

——2022 年年报与 2023 年一季报点评

### 核心观点

2022 年公司高端数字示波器（最高带宽≥2GHz）销售金额同比增长 98.14%。其中 5GHz 带宽旗舰级数字示波器 DS70000 系列同比增长 521.84%，呈快速放量趋势。费用端，随着股份支付费用的逐渐减少，公司期间费用率连续 3 年下降；预计 2023-2024 年将继续下降，有望使得 2023 年净利率水平再上新台阶。公司持续打造自研核心技术平台，数字示波器代表国内领先水平。发展战略上，公司一手研发、一手市场，大力拓展通信、新能源、半导体等领域，实现“技术+市场”双轮驱动。

#### 事件：

公司发布 2022 年年报，营收同比增长 30.30%至 6.31 亿元，归母净利润同比增长 2472.87%至 9248.84 万元，扣非归母净利润同比增长 313.69%至 4698.08 万元，在连续 2 年亏损后实现扭亏为盈。

公司发布 2023 年一季报，营收同比增长 34.17%至 1.57 亿元，归母净利润同比增长 440.92%至 2314.67 万元，扣非归母净利润同比增长 1929.97%至 1302.69 万元。

#### 点评：

##### 1、营收拆分：高端产品持续发力，5GHz 数字示波器大幅放量

分业务来看，2022 年公司电子测量仪器（数字示波器、射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载、万用表及数据采集器）收入同比增长 30.08%至 5.62 亿元，占主营业务收入比例 90.65%；其他主营业务收入同比增长 35.51%至 0.58 亿元。

细分产品中，2022 年公司高端数字示波器（最高带宽≥2GHz）销售金额同比增长 98.14%。其中 5GHz 带宽旗舰级数字示波器 DS70000 系列同比增长 521.84%，呈快速放量趋势；2GHz 带宽数字示波器 MSO8000/R 系列同比增长 50.21%，自发布以来连续三年均保持高速增长。公司高端产品持续发力，2022 年国内、海外高端产品销售金额分别增长 80.15%、157.07%。

分区域来看，2022 年公司境内市场收入同比增长 45.86%至 3.52 亿元，占比提升 5.96pct 至 56.81%，主要受益于国内积极的国产替代政策和公司成熟的直销战略布局。同期公司境外市场收入同比增长 14.74%至 2.68 亿元，境内增速连续 4 年高于境外。

分渠道来看，2022 年经销、直销、ODM 收入分别占比 70.93%、28.54%、0.53%。公司直销模式主要包括终端销售、大客户销售和电商销售，2022 年公司大客户及终端销售模式销售金额同比增长

## 普源精电 (688337)

首次评级

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号：s1440519080001

SFC 编号：BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期：2023 年 05 月 05 日

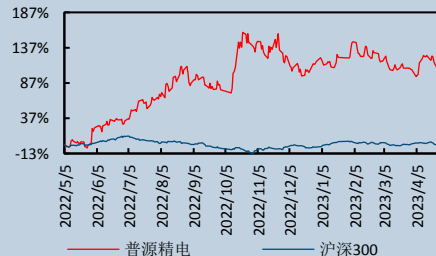
当前股价：90.99 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-1.57/-1.03	-16.85/-13.21	103.33/103.01
12 月最高/最低价 (元)			120.88/42.38
总股本 (万股)			12,130.96
流通 A 股 (万股)			2,934.18
总市值 (亿元)			110.38
流通市值 (亿元)			26.7
近 3 月日均成交量 (万股)			73.57
主要股东			
苏州普源精电投资有限公司			35.61%

#### 股价表现



#### 相关研究报告

73.34%。公司在全球范围内建立直销团队，以满足客户复杂且多样的测试测量挑战需求，过去 5 年直销占比累计提升 23.06pct，未来直销占比将进一步提升。ODM 业务由于部分原材料紧缺导致材料成本上升，毛利率下降较快（2022 年同比下降 12.85pct 至 20.50%），公司将战略性逐步停止 ODM 业务。

2023Q1，公司营收同比增长 34.17% 至 1.57 亿元，增速环比 2022 全年进一步提升。主要受益于：1）自研核心技术平台红利持续释放，高端（带宽 $\geq$ 2GHz）和高分辨率（垂直分辨率 $\geq$ 12bit）数字示波器占整体数字示波器销售金额比例已经达到 41.94%，同比增长 14.76pct；2）全球范围内下游客户需求持续增长，2023Q1 内销售收入同比增长 53.32%，外销收入增速提升 15.88pct。

## 2、盈利分析：毛利率稳步提升，股份支付费用快速下降

2022 年公司整体毛利率同比提升 1.81pct 至 52.39%，主要受益于高带宽和高分辨率数字示波器新品占比持续上升（2022 年占整体数字示波器销售金额的 41.65%）。2022Q1-Q4 数字示波器毛利率依次为 49.90%、52.96%、56.15%、58.35%，呈逐季提升趋势。

2022 年公司期间费用率显著下降 10.61pct 至 44.81%，主要系股份支付费用同比下降 36.21% 至 5281.99 万元、占营收比例下降 8.73pct 至 8.38% 所致。其中销售/管理/研发/财务费用率分别下降 3.09pct、2.07pct、1.40pct、4.05pct 至 16.64%、10.24%、19.92%、-1.99%。随着股份支付费用的逐渐减少，公司期间费用率连续 3 年下降。据公司招股说明书中预计，2023、2024 年股份支付费用分别为 1268.09、182.99 万元；因此即便不考虑规模效应，未来 2 年期间费用率有望继续下降。2022 年公司净利率同比大幅提升 15.47pct 至 14.67%，股份支付费用的减少使得公司迅速实现扭亏为盈。

2023Q1，公司毛利率同比提升 0.36pct 至 54.23%，环比 2022 全年进一步提升 1.84pct，其中数字示波器毛利率同比提升 6.92pct 至 56.73%。公司期间费用率同比下降 8.11pct 至 45.22%，净利率同比提升 11.12pct 至 14.79%，延续了 2022 年较好的盈利水平。

## 3、打造自研核心技术平台，数字示波器代表国内领先水平

公司在 2017 年成功研发出凤凰座芯片组，2019 年以来基于“凤凰座”自研核心技术平台先后推出首款 2GHz 数字示波器、首款 5GHz 带宽数字示波器、首款 5GHz 任意波形发生器，完成了高端产品的全面突破。2022 年 7 月公司推出“半人马座”自研核心技术平台，首次正式公开发布 DHO4000、DHO1000 系列高分辨率数字示波器，首次实现公司示波器产品硬件垂直分辨率指标达到 12bit，具备国内行业技术领先优势。战略定位上，公司一方面突破核心技术，另一方面大力开拓通信、新能源、半导体等科技前沿赛道，为客户提供芯片级、模块级和系统级多层次综合解决方案，实现“技术+市场”双轮驱动。

在国产替代政策背景下，我们预计 2023 年公司境内收入增速仍将领先于境外市场；随着高端产品占比持续提升、股份支付费用如期下降，2023 年净利润率水平有望再上新台阶。依据公司当前的发展趋势推测，远期毛利率、净利率水平有望朝着 60%、20% 的方向逐步努力。

## 4、盈利预测与投资建议

**主营业务基本假设：**1) **电子测量仪器：**①随着高端产品占比提升，公司 2023-2025 年电子测量仪器产品均价逐年提升 15%；②国产替代趋势下，公司产品下游需求旺盛，预计 2023-2025 年电子测量仪器销量分别实现 14、16、19 万台；③产品高端化预计使得产品毛利率进一步提升至 55%，并在未来 3 年基本维持。2) **其他主营业务：**2023-2025 年其他主营业务维持在 2022 年的增速水平（35%），毛利率至少维持 60%。

**图表1：普源精电主营业务拆分与预测**

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>1.电子测量仪器</b>	90.99%	90.65%			
收入	431.69	561.54	775.33	1019.01	1391.58
同比增长	35.49%	30.08%	38.07%	31.43%	36.56%
成本	217.86	272.29	348.90	458.55	626.21
毛利	213.83	289.24	426.43	560.45	765.37
毛利率(%)	49.53%	51.51%	55.00%	55.00%	55.00%
产量(台)	110359	119916			
销量(台)	111509	116605	140000	160000	190000
均价(元/台)	3871	4816	5538	6369	7324
YoY	10.61%	24.39%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>2.其他主营业务</b>	9.01%	9.35%			
收入	42.75	57.94	78.21	105.59	142.54
同比增长	75.11%	35.51%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	16.62	20.87	31.29	42.24	57.02
毛利	26.13	37.06	46.93	63.35	85.53
毛利率(%)	61.13%	63.97%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，中信建投；注：蓝色数字为预测值

**投资建议：**预计公司 2023-2025 年营收分别为 8.70、11.48、15.68 亿元，归母净利润 1.56、2.20、3.01 亿元，分别+68.6%、+40.9%、+36.9%。对应 2023-2025 年动态 PE 分别为 70.8、50.2、36.7 倍。公司 PE 估值水平仍处在较高位置，体现出市场对于公司业务前景的乐观预期。高端数字示波器的迭代速度快，市场需求旺盛，未来 3 年公司收入端仍有望维持 30%以上的增速中枢，而股份支付费用的减少、规模效应的逐步显现，使得公司利润端有望较收入端实现更快增长，从而估值有望快速消化。综合考虑公司高成长性与潜在的估值消化，首次覆盖给予“买入”评级。

### 重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	484	631	870	1,148	1,568
增长率(%)	36.6	30.3	37.9	32.0	36.6
净利润(百万元)	-4	92	156	220	301
增长率(%)	85.7	2472.9	68.6	40.9	36.9
ROE(%)	-0.5	3.6	5.9	8.1	10.4
EPS(元/股，摊薄)	-0.04	0.76	0.87	1.22	1.68
P/E(倍)	-2123.9	119.3	70.8	50.2	36.7
P/B(倍)	11.0	4.3	4.2	4.0	3.8

资料来源：Wind，中信建投

## 风险分析

### 1) 产品高端化进展不及预期

由于国内企业在通用电子测试测量领域起步较晚，技术积累时间较短，在产品布局及技术积累上与国外优势企业仍存在较大差距，产品结构主要集中于中低端。若公司无法按预期推出高端产品或已推出的高端产品销售不及预期，将会影响公司核心竞争力，进而对公司的盈利能力造成不利影响。

### 2) 电子元器件进口依赖风险

电子元器件的设计及加工水平直接影响公司产品的性能，公司原材料中的部分高端电子元器件，如 IC 芯片、精密电阻等需要使用进口产品，国产可替代的同等性能产品较少。若国际贸易环境发生重大不利变化，或外资厂商生产能力受限，公司将面临原材料供应紧缺或者采购价格波动的风险

### 3) 盈利预测假设不成立风险

盈利预测假设条件中对公司产品的量价、以及公司成本费用等做了假设，倘若销量与价格超预期下滑，将使得公司整体营收和利润低于预期。**电子测量仪器**营收占比较高，且历年销量增长节奏略有差异。在均价与成本以及费用率假设不变时，倘若极端情形下，未来年度电子测量仪器销量相较于基础情形下滑 5%、7%、10%，以 2023 年为例，预计会使公司收入较当前预测情形下滑 4.46%、6.24%、8.92%，归母净利润较当前下滑 2.76%、3.90%、5.63%。

**图表2： 电子测量仪器销量相较于基础情形不同程度下滑时，公司营收与归母净利润变动敏感性分析**

	2022E	2023E	2024E
<b>当前假设情景</b>			
电子测量仪器销量（台）	140000	160000	190000
当前测算营收（百万元）	869.64	1147.93	1567.96
当前测算归母净利润（百万元）	155.95	219.66	300.75
<b>销量低于预期 5%</b>			
电子测量仪器销量（台）	133000	152000	180500
测算营收（百万元）	830.87	1096.98	1498.38
	<i>较当前变动</i>	<i>-4.46%</i>	<i>-4.44%</i>
测算归母净利润（百万元）	151.65	213.14	290.50
	<i>较当前变动</i>	<i>-2.76%</i>	<i>-2.97%</i>
<b>销量低于预期 7%</b>			
电子测量仪器销量（台）	130200	148800	176700
测算营收（百万元）	815.36	1076.60	1470.55
	<i>较当前变动</i>	<i>-6.24%</i>	<i>-6.21%</i>
测算归母净利润（百万元）	149.86	210.47	286.40
	<i>较当前变动</i>	<i>-3.90%</i>	<i>-4.19%</i>
<b>销量低于预期 10%</b>			
电子测量仪器销量（台）	126000	144000	171000
测算营收（百万元）	792.10	1046.03	1428.80
	<i>较当前变动</i>	<i>-8.92%</i>	<i>-8.88%</i>
测算归母净利润（百万元）	147.17	206.43	280.25
	<i>较当前变动</i>	<i>-5.63%</i>	<i>-6.02%</i>

资料来源: Wind, 中信建投

## 分析师介绍

**吕娟：**董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

## 研究助理

**李长鸿** 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk