

2023年06月08日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

海内外市场空间广阔，自研发高端产品推动盈利能力提升—普源精电（688337.SH）公司动态研究报告

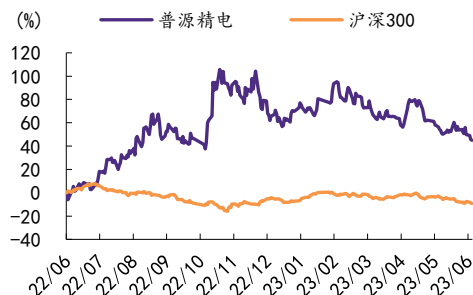
买入(维持) 投资要点

分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据 2023-06-07

当前股价(元)	55.34
总市值(亿元)	99
总股本(百万股)	180
流通股本(百万股)	43
52周价格范围(元)	53.1-116.23
日均成交额(百万元)	82.45

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《普源精电-U(688337)：2022年扭亏为盈，高端占比+直销占比+国内占比均提升》2023-01-30
- 2、《普源精电-U(688337)：剔除股份支付影响表现优异，自研芯片产品占比持续提升》2022-12-26
- 3、《华鑫证券*公司报告*普源精电-U(688337)：营收稳步上升，自研芯片加持长期成长可期*20220522*毛正，赵心怡》2022-05-22

业绩符合预期，高端产品持续发力

公司2022年实现营收6.31亿元，同比增长30.30%；归母净利润0.92亿元，同比增长2472.87%；毛利率为52.39%，同比+1.81pct。高端产品持续发力，公司高端产品销售在全球范围内均实现快速增长，其中国内高端产品销售金额同比增长80.15%，海外高端产品销售金额同比增长157.07%。2023年一季度实现营收1.57亿元，同比增长34.17%；归母净利润0.23亿元，同比增长440.92%；毛利率54.23%，同比+0.36pct，毛利率水平持续改善。业务端来看，2022年，公司5GHz带宽旗舰级数字示波器DS70000系列同比增长521.84%，呈现快速增长趋势，公司2GHz带宽数字示波器MS08000/R系列同比增长50.21%；2023Q1公司高端（带宽≥2GHz）和高分辨率（垂直分辨率≥12bit）数字示波器占整体示波器销售额已达41.94%，同比提升14.76pcts，示波器毛利率为56.73%，较上年同期增长6.92个百分点。费用端来看，2022年公司，销售费用率/管理费用率/研发费用率，分别为17%/10%/20%，同比分别下降3.09%/2.07%/1.40%。

优化产能布局，海内外市场空间广阔

受益于国产替代加速趋势政策的大力支持和下游新产业的快速发展，中国的电子测量仪器市场在近几年高速增长，占全球市场的比重约三分之一。根据Frost&Sullivan《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，中国电子测量仪器的市场规模自2015年至2019年间以15.09%的年均复合增长率从171.54亿元增长至300.93亿元，预计中国电子测量仪器的市场规模将在2025年达到422.88亿元。22Q1公司海外市场受俄乌战争、汇率波动影响较大，23Q1公司海外收入增长率同比提升15.88个pct。同时公司依托国产领先的品牌、技术和营销优势，通过高端产品突破和自研技术转化提升市场份额，本土化优势得到进一步展现，23Q1国内市场销售收入同比提升53.32%。公司于2023年5月31日公告增发预案，拟以简易程序定增发行不超过1000万股，募资不超过2.9亿元，用于马来西亚生产基地和西安研发中心建设。马来西亚项目主要用于中低端产品扩产，达产后年产能为8万台各类电子测量仪表，定位销往北美、欧洲等海外地区。依托马来西亚具有的区位优势、资源优势和贸易政策优势，降低供应链风险，解放国内生产基地产能，缩短产品交货周期，提高全球供应体系下的配套能力，持续强化与境外客户

的战略合作关系；另一方面也有助于公司开发拓展海外客户，积极寻求新的战略合作机会。西安研发中心建设项目规划建设期为3年，总投资1.4亿元，拟充分利用西安地区高端科研人才集聚优势，突破高频段、超宽带微波射频类仪器部件工艺设计及无线通信协议分析相关的关键技术。

■ 自研芯片优势凸显，盈利能力提升显著

公司产品以“高端+精品”为发展战略，坚持自主研发和原始创新，公司已经形成了以数字示波器为公司第一大产品线

（营业收入占比为53.63%），覆盖微波射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载、万用表及数据采集器等在内多元化产品矩阵。公司是目前国内唯一搭载自主研发数字示波器核心芯片组并成功实现产品产业化的企业，基于自研“凤凰座”示波器的专用芯片组，使示波器带宽达到5GHz，技术指标国内领先。2022年，公司高端（带宽 $\geq 2\text{GHz}$ ）和高分辨率（垂直分辨率 $\geq 12\text{bit}$ ）数字示波器占整体数字示波器销售金额比例已经达到41.65%。上述产品结构的显著优化，进一步提升公司数字示波器产品线毛利率，主机单价同比提升44.97%，毛利率同比提升6.12个百分点。特别是2022年9月公司全新DHO系列高分辨率数字示波器全球发货以来，公司数字示波器产品线毛利率进一步显著优化。2023Q1数字示波器毛利率为56.73%，同比提升6.92pcts。我们分析认为2022年后，公司示波器产品新增的DHO系列，数字示波器的“凤凰座”技术平台、“半人马座”技术平台以及将于2023年推出基于“仙女座”芯片组的13GHz带宽示波器在模拟带宽、实时采样率、垂直分辨率、波形捕获率、存储深度等示波器核心技术指标都实现了显著的国内领先优势，并达到国际同类产品先进水平，为公司产品带来性能与成本优势。

■ 盈利预测

公司深耕行业二十五年，经过多年技术积累和研发投入，凭借自研芯片带来的技术壁垒与成本优势，产品档次覆盖全面，全球渠道布局成熟，盈利能力稳健攀升，我们看好公司在行业国产替代加速趋势推动下，实现业绩长期稳定的增长与市场占有率的提升。在增发没有最终完成前不考虑其影响的情况下，预测公司2023-2025年收入分别为8.75、11.96、15.98亿元，EPS分别为0.97、1.42、2.02元，当前股价对应PE分别为57、39、27倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

汇率波动风险，原材料价格波动风险，增发进展不及预期风险，自研发及产业化进展不及预期风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	631	875	1,196	1,598
增长率（%）	30.3%	38.8%	36.7%	33.6%
归母净利润（百万元）	92	176	256	364
增长率（%）	-2472.9%	89.8%	45.6%	42.3%
摊薄每股收益（元）	0.76	0.97	1.42	2.02
ROE（%）	3.6%	6.6%	9.0%	11.8%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	302	240	86	-44
应收款	98	120	148	197
存货	169	194	215	239
其他流动资产	1,614	1,675	1,794	1,920
流动资产合计	2,183	2,228	2,243	2,312
非流动资产:				
金融类资产	1,590	1,640	1,740	1,845
固定资产	415	493	685	860
在建工程	4	9	6	11
无形资产	26	30	35	48
长期股权投资	10	7	3	1
其他非流动资产	150	150	150	150
非流动资产合计	606	690	880	1,070
资产总计	2,789	2,918	3,123	3,382
流动负债:				
短期借款	1	1	1	1
应付账款、票据	78	86	108	116
其他流动负债	93	93	93	93
流动负债合计	202	217	251	276
非流动负债:				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	23	23
非流动负债合计	23	23	23	23
负债合计	225	240	275	299
所有者权益				
股本	121	180	180	180
股东权益	2,564	2,678	2,848	3,083
负债和所有者权益	2,789	2,918	3,123	3,382

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	92	176	256	364
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	24	33	39	47
公允价值变动	11	5	5	5
营运资金变动	-24	-42	-33	-70
经营活动现金净流量	104	172	267	346
投资活动现金净流量	-1601	-130	-285	-282
筹资活动现金净流量	1435	-61	-86	-129
现金流量净额	-62	-19	-104	-65

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	631	875	1,196	1,598
营业成本	300	388	484	593
营业税金及附加	5	5	7	10
销售费用	105	138	179	224
管理费用	65	70	108	144
财务费用	-13	-1	0	0
研发费用	126	158	227	320
费用合计	283	365	514	687
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动	11	5	5	5
投资收益	29	40	54	54
营业利润	94	177	262	377
加:营业外收入	7	10	10	10
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	99	186	271	386
所得税费用	7	11	15	22
净利润	92	176	256	364
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	92	176	256	364

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	30.3%	38.8%	36.7%	33.6%
归母净利润增长率	-2472.9%	89.8%	45.6%	42.3%
盈利能力				
毛利率	52.4%	55.7%	59.5%	62.9%
四项费用/营收	44.8%	41.7%	43.0%	43.0%
净利率	14.7%	20.1%	21.4%	22.7%
ROE	3.6%	6.6%	9.0%	11.8%
偿债能力				
资产负债率	8.1%	8.2%	8.8%	8.8%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.3	0.4	0.5
应收账款周转率	6.4	7.3	8.1	8.1
存货周转率	1.8	2.0	2.3	2.5
每股数据(元/股)				
EPS	0.76	0.97	1.42	2.02
P/E	72.6	56.8	39.1	27.4
P/S	10.6	11.4	8.3	6.2
P/B	2.6	3.7	3.5	3.2

■ 电子组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。