


2023 年 04 月 26 日
普源精电 (688337. SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 III

业绩加速，国产替代和高端化持续兑现

目 事件概述：

4 月 25 日，普源精电发布 2023 年一季度报告。公司 2023Q1 实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 34.17%；实现归母净利润 2314.67 万元，较去年同期增加 1886.76 万元，剔除股份支付后，归母净利润为 2912.60 万元，同比增长 69.11%。

目 国产替代加速和高端化持续兑现，业绩加速释放

公司 2023Q1 单季度收入增长 34.2%，增速高于预告中值水平，较去年同期营收增速提升 7.89pcts，延续了年报中体现出的国产替代加速（公司 Q1 国内销售收入实现 53.32% 的增长，同比提升 15.88pcts）与公司自身产品高端化（公司 Q1 高端和高分辨率示波器占整体数字示波器比例达 41.94%，同比增长 14.76pcts）带来的供需共振。此外，公司净利润增长较大，除了股权支付大幅下降带来的费用率显著改善外，产品结构高端化带来的利润水平提升也是公司盈利能力优化的重要原因，公司 2023Q1 毛利率为 54.23%，同比提升 0.36pct，环比提升 1.17pct，同期数字示波器毛利率为 56.73%，同比提升 6.92pcts。展望全年，我们预计国产替代加速和高端化仍将是公司的核心驱动力，有望保障公司在未来较长的一段时间内维持中高速发展。

目 股权激励草案发布，彰显长期发展信心

2023 年 2 月，公司发布《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向核心技术人员、核心业务人员及董事会认为需要激励的其他人员授予限制性股票 65 万股，约占总股本的 0.54%。从激励对象来看，本次股权激励涵盖了公司核心技术人员、核心业务人员等合计 35 名对象，占公司总人数的 8.75%，对稳定核心员工有积极作用，有利于公司长期发展。从解除限售条件来看，本次股权激励将于 2023/2024/2025 年分三个阶段解除限售，参考目标值，解除限售条件为收入分别不低于 8.32/10.82/14.06 亿元，按公司 2022 年 6.31 亿收入计算，则公司 2023-2025 年收入复合增速目标超过 30%。本次股权激励是公司上市后首份股权激励计划，我们认为其在保障公司核心人才团队稳定的同时，也彰显出公司对于未来三年保持高速发展的信心。

目 13G 示波器发布在即，高端化进程再加速

根据公司此前在投资者互动平台上的信息，2023 年，公司还将发布“仙女座”芯片组，其将实现高带宽、高采样率 and 高分辨率的综合提升，从而支撑 13G 示波器在 2023 年推出。根据公司公告，13GHz 示

投资评级

买入-A

维持评级

12 个月目标价

139.33 元

股价 (2023-04-25)

91.39 元

交易数据

总市值(百万元)	11,086.48
流通市值(百万元)	2,681.55
总股本(百万股)	121.31
流通股本(百万股)	29.34
12 个月价格区间	39.5/116.23 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.5	-3.6	127.5
绝对收益	-2.1	-8.8	131.4

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

袁子翔

联系人

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

Q1 延续高增势头，国产替代加速和高端化逻辑持续兑现	2023-04-16
高端化趋势明显，盈利能力显著增强	2023-03-30
股权激励草案发布，彰显长期发展信心	2023-02-25
2022 年业绩符合预期，高端化带来盈利能力显著增强	2023-01-30
Q3 业绩符合预期，高端产品持续发力	2022-10-24

波器可以广泛应用于高速接口测试,如 USB、PCIExpress、HDMI、MIPI、Ethernet、DisplayPort、Thunderbolt 等一致性分析,也会包含 DDR、SATA、SFP+等物理层测试。得益于应用领域全面扩展,13GHz 示波器全市场约 30 亿元,国内市场约 10 亿元,体量可观。我们认为,国内电子测量仪器公司的业绩增长很大程度上取决于新产品,尤其是高端新品的推出节奏,若 13GHz 示波器如期发布,有望为公司后续增长注入新动能;另一方面,测量仪器技术和产品壁垒高,公司高端示波器新品的发布进一步夯实公司在该领域的优势,有望继续提升公司品牌影响力,从而促进公司其他产品的销售,产生品牌溢价并带来利润水平的增长。

投资建议:

公司是国内电子测量龙头,历经 20 余年发展,已在品牌、渠道、技术等方面形成领先优势。作为“卡脖子”技术之一,电子测量仪器具备可观的国产替代空间,且近年来出现政策加速、供给能力提升、资本市场赋能三大边际变化。我们看好公司在行业红利加速释放的背景下,凭借丰富的在研产品管线,在未来较长的一段时间内保持中高速发展。我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 8.45/11.35/14.83 亿元,考虑到公司 2023 年股权激励计划带来的新增费用,我们预计归母净利润分别为 1.85/2.55/3.55 亿元,维持买入-A 的投资评级,12 个月目标价为 139.33 元,相当于 2023 年 20 倍的动态市销率。

风险提示: 1) 新产品研发进展不及预期的风险; 2) 上游原材料供应受限的风险; 3) 市场、渠道开拓不及预期的风险; 4) 下游市场需求不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	483.9	630.6	845.1	1,134.9	1,483.4
净利润	-3.9	92.5	184.9	255.1	354.8
每股收益(元)	-0.04	0.76	1.52	2.10	2.92
每股净资产(元)	8.28	21.13	22.66	24.76	27.69

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	128.13	59.96	43.45	31.25
市净率(倍)	0.00	4.62	4.03	3.69	3.30
净利润率	-0.8%	14.7%	21.9%	22.5%	23.9%
净资产收益率	-0.5%	5.6%	7.0%	8.9%	11.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-1.8%	10.9%	16.0%	20.8%	27.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	483.9	630.6	845.1	1,134.9	1,483.4	成长性					
减:营业成本	239.1	300.2	375.3	487.9	619.9	营业收入增长率	36.6%	30.3%	34.0%	34.3%	30.7%
营业税费	5.7	4.9	6.6	8.8	11.5	营业利润增长率	-76.7%	-1833.6%	105.2%	44.0%	39.1%
销售费用	95.5	104.9	126.9	158.3	196.5	净利润增长率	85.7%	2472.9%	99.9%	38.0%	39.1%
管理费用	162.8	190.2	208.3	252.2	309.5	EBITDA增长率	242.7%	702.6%	81.2%	33.6%	36.9%
财务费用	10.0	-12.6	-10.0	-10.0	-10.0	EBIT增长率	68.4%	1405.1%	83.3%	39.3%	42.0%
资产减值损失	-2.4	4.5	2.6	3.4	3.7	NOPLAT增长率	63.6%	908.0%	101.2%	33.4%	42.0%
加:公允价值变动收益	0.9	11.1	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-8.4%	76.8%	15.6%	-8.5%	21.0%
投资和汇兑收益	8.5	29.2	45.0	30.0	20.0	净资产增长率	11.8%	240.1%	7.2%	9.3%	11.8%
营业利润	-5.4	93.8	192.6	277.3	385.7	利润率					
加:营业外净收支	-1.0	5.2	0.0	0.0	0.0	毛利率	50.6%	52.4%	55.6%	57.0%	58.2%
利润总额	-6.4	99.0	192.6	277.3	385.7	营业利润率	-1.1%	14.9%	22.8%	24.4%	26.0%
减:所得税	-2.5	6.5	7.7	22.2	30.9	净利率	-0.8%	14.7%	21.9%	22.5%	23.9%
净利润	-3.9	92.5	184.9	255.1	354.8	EBITDA/营业收入	3.1%	18.9%	25.6%	25.5%	26.7%
						EBIT/营业收入	-1.5%	15.2%	20.7%	21.5%	23.4%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	182	192	185	146	118
货币资金	137.7	301.6	2,014.4	2,437.8	2,801.5	流动营业资本周转天数	163	169	130	152	127
交易性金融资产	221.7	1,589.7	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	434	1264	1000	936	817
应收账款	62.3	95.6	115.1	163.8	204.8	应收账款周转天数	43	46	46	45	45
应收票据	2.5	2.5	3.3	3.9	4.7	存货周转天数	151	176	155	155	155
预付账款	7.1	8.7	11.7	13.9	16.7	总资产周转天数	652	1073	1253	1024	877
存货	119.3	169.5	149.2	265.1	261.2	投资资本周转天数	416	565	487	332	307
其他流动资产	25.0	15.9	21.3	25.3	30.4	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	-0.5%	5.6%	7.0%	8.9%	11.2%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-0.4%	3.3%	6.1%	7.6%	9.4%
投资性房地产						ROIC	-1.8%	10.9%	16.0%	20.8%	27.9%
固定资产	248.4	415.2	442.0	466.8	494.1	费用率					
在建工程	7.1	4.5	0.0	0.0	0.0	销售费用率	19.7%	16.6%	15.0%	13.9%	13.2%
无形资产	22.5	25.8	20.4	14.4	7.9	管理费用率	33.6%	30.2%	24.7%	22.2%	20.9%
其他非流动资产	63.2	150.0	235.4	-38.7	-41.7	财务费用率	2.1%	-2.0%	-1.2%	-0.9%	-0.7%
资产总额	916.8	2,789.0	3,012.7	3,352.3	3,779.6	三费/营业收入	55.4%	44.8%	38.5%	35.3%	33.4%
短期债务	19.3	2.2	1.3	1.8	2.4	偿债能力					
应付账款	73.6	107.3	123.8	173.1	204.4	资产负债率	17.8%	8.1%	8.8%	10.4%	11.1%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	负债权益比	21.6%	8.8%	9.6%	11.6%	12.5%
其他流动负债	45.5	92.3	115.5	150.2	190.8	流动比率	4.16	10.82	9.62	8.95	8.35
长期借款	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	速动比率	3.30	9.98	9.00	8.14	7.69
其他非流动负债	23.9	23.5	23.5	23.5	23.5	利息保障倍数	-	167.03	-9604.19	3572.73	3836.34
负债总额	163.1	225.3	264.1	348.6	421.1	分红指标					
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	91.0	121.3	121.3	121.3	121.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	662.7	2,442.4	2,627.3	2,882.4	3,237.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	753.7	2,563.7	2,748.6	3,003.7	3,358.5						
						现金流量表					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	业绩和估值指标					
净利润	-3.9	92.5	184.9	255.1	354.8	EPS(元)	-0.04	0.76	1.52	2.10	2.92
加:折旧和摊销	21.0	23.4	41.1	45.0	49.2	BVPS(元)	8.28	21.13	22.66	24.76	27.69
资产减值准备	-2.4	4.5	2.6	3.4	3.7	PE(X)	0.00	128.13	59.96	43.45	31.25
公允价值变动损失	-0.9	-11.1	0.0	0.0	0.0	PB(X)	0.00	4.62	4.03	3.69	3.30
财务费用	10.0	-12.6	-10.0	-10.0	-10.0	P/FCF	-117.54	-122.51	55.04	72.72	30.48
投资损失	-8.5	-29.2	-45.0	-30.0	-20.0	P/S	0.00	18.79	13.12	9.77	7.47
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	1.35	99.29	43.76	31.53	22.69
营运资金的变动	46.7	36.2	-59.9	180.2	22.3	CAGR(%)	-	-26.2%	289.5%	503.0%	-56.5%
经营活动产生现金流量	61.9	103.6	113.7	443.8	400.1	PEG	0.00	0.05	0.60	1.14	0.80
投资活动产生现金流量	-145.0	-1,600.9	1,589.9	-30.9	-46.9	ROIC/WACC	-0.27	1.64	2.39	3.11	4.19
融资活动产生现金流量	0.3	1,657.3	9.2	10.5	10.6	REP	-0.14	7.41	3.50	2.84	1.72

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034