

普源精电 (688337.SH)

增持

国内通用电子测量仪器龙头，自研芯片助力产品高端化进程

核心观点

2022 年收入同比增长 30.30%，归母净利润同比增长 2472.87%。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%。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%。收入利润较快增长主要系高端产品持续放量，国内收入快速增长，且直销业务快速发展。2022 年公司毛利率/净利率分别为 52.39%/14.67%，同比变动+1.81/+15.47 个 pct，盈利能力持续提升，主要系高端产品占比提升，且股权激励费用降低。公司是国内通用电子测量仪器龙头，2018-2022 年收入/净利润 CAGR 为 21.21%/24.02%，公司股权激励业绩考核目标为 2023-2025 年收入 CAGR 达 30%，有望实现加速增长。

行业大空间稳增长优质赛道，受益政策推动国产替代加速。根据 Technavio 统计，2024 年全球通用电子测量仪器市场规模预计将达 78 亿美元，发展空间广阔，2019-2024 年行业年均复合增速 4.89%，以存量更新需求和产业升级新需求为主，步入成熟期。行业壁垒高，产品+品牌+渠道打造高护城河，格局稳定，盈利能力强。行业集中度较高，以是德科技、泰克、力科、罗德与施瓦茨为代表的欧美企业凭借超强技术实力掌握产品定义话语权，品牌力和渠道力强势，长期占据全球中高端市场。国产品牌起步晚，少数企业打破技术垄断，顺应产业升级和自主可控大趋势，受益近年来国家政策大力引导国产替代，国产品牌处于加速追赶态势。

国产通用电子测量仪器龙头，自研芯片加速产品高端化进程。公司深耕行业二十五年，经过多年技术积累和研发投入，时域和射频两大类产品线齐全，产品档次覆盖全面，全球渠道布局完善，2022 年公司海外/国内收入占比 42.43%/55.81%。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”示波器专用芯片组，使示波器带宽达到 5GHz，并将于 2023 年推出基于“仙女座”芯片组的 13GHz 带宽示波器，技术指标国内领先，自研芯片加速产品高端化进程。

风险提示：新产品拓展不及预期；中美贸易摩擦风险；国产替代不及预期。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。

公司是国内通用电子测量仪器龙头，所处行业空间大增长稳，公司深耕行业二十余年，通过多年研发积累，产品性能领先，且具备示波器自研芯片能力，未来随着品牌渠道不断完善，产品档次向高端市场拓展，有望受益行业国产替代加速趋势，未来成长空间广阔。预计 2023-2025 年归母净利润为 1.78/2.50/3.60 亿元，对应 PE 60/43/30 倍，公司合理估值为 95.35-102.68 元（对应 2023 年 PE 为 65-70 倍），首次覆盖给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	484	631	850	1,136	1,489
(+/-%)	36.6%	30.3%	34.8%	33.7%	31.0%
净利润(百万元)	-4	92	178	250	360
(+/-%)	-85.7%	-2472.9%	92.4%	40.6%	43.9%
每股收益(元)	-0.04	0.76	1.47	2.06	2.97
EBIT Margin	-4.0%	4.8%	13.4%	17.2%	20.8%
净资产收益率 (ROE)	-0.5%	3.6%	6.5%	8.4%	10.8%
市盈率 (PE)	-2064.6	116.0	60.3	42.9	29.8
EV/EBITDA	2791.1	202.8	67.6	43.5	29.6
市净率 (PB)	10.68	4.19	3.92	3.59	3.21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

S0980522100005

基础数据

投资评级	增持(首次评级)
合理估值	95.35 - 102.68 元
收盘价	88.45 元
总市值/流通市值	15880/3841 百万元
52 周最高价/最低价	120.88/42.38 元
近 3 个月日均成交额	71.66 百万元

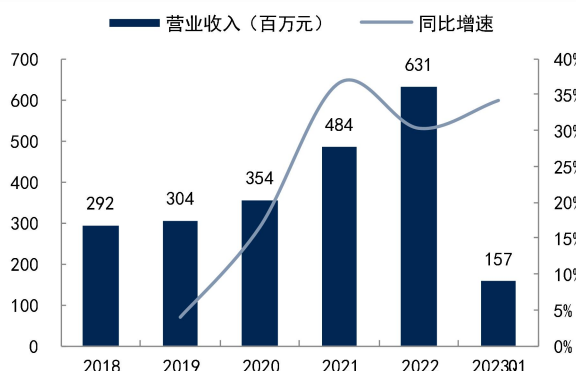
市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

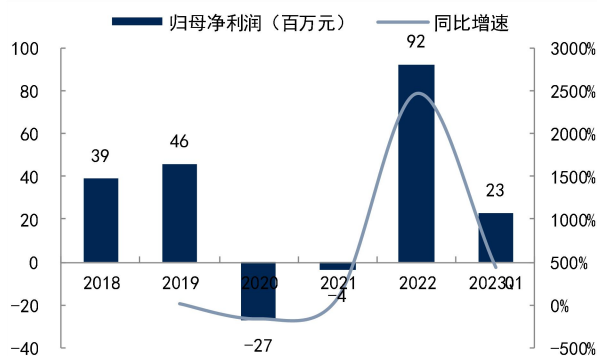
相关研究报告

图1: 普源精电 2022 年营收同比增长 30.30%



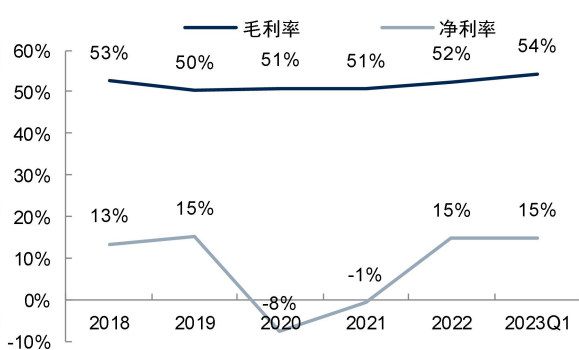
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 普源精电 2022 年归母净利润同比增长 2472.87%



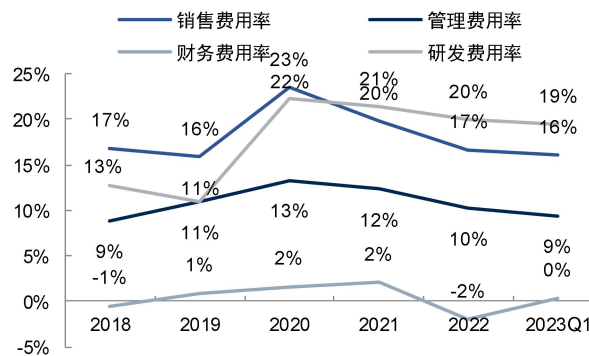
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 普源精电盈利能力稳中有升



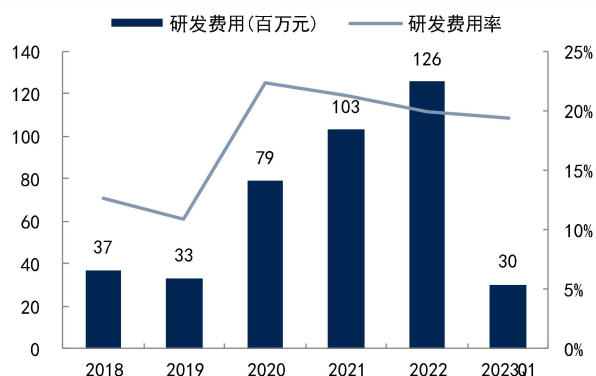
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 普源精电期间费用率有所下降



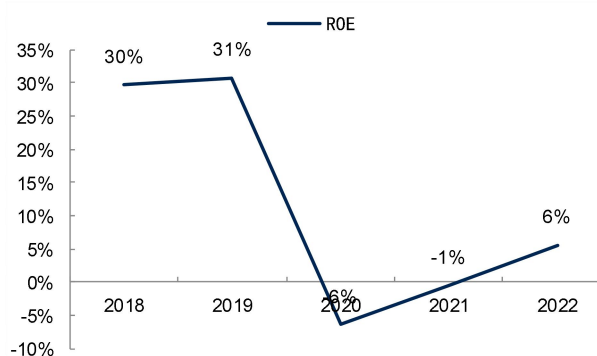
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 普源精电研发费用持续增加



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 普源精电 ROE 提升



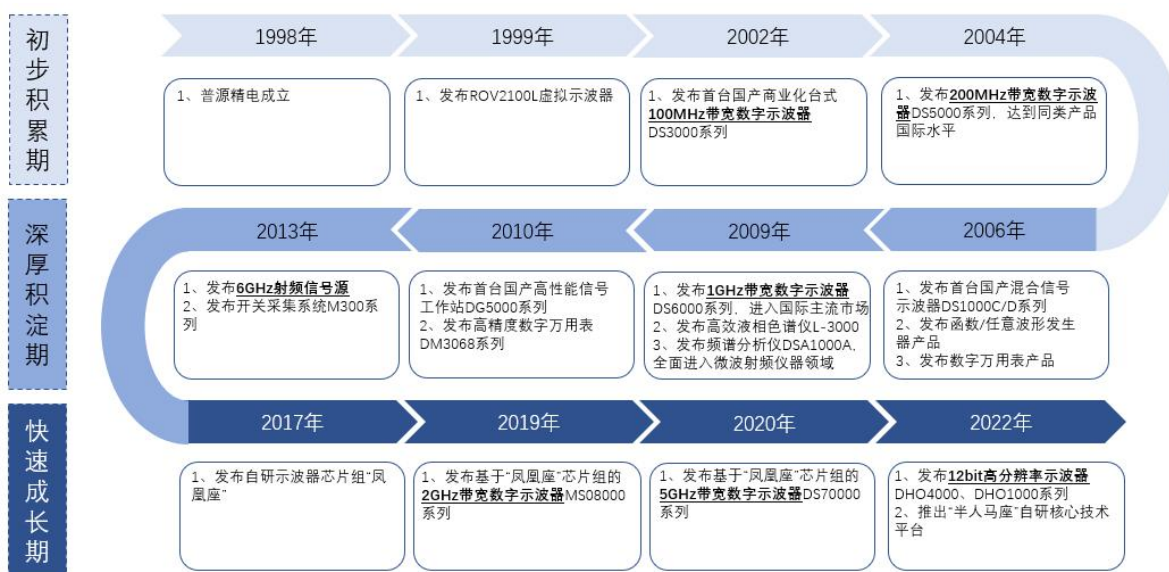
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

国内电子测量仪器龙头，自研芯片助力产品高端化进程

普源精电成立于1998年，专注于通用电子测量仪器领域。公司主要产品包括数字示波器、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等，覆盖教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等多元化行业。公司先后建立了欧洲、美国、日本及新加坡等海外子公司，实现了对全球主要目标市场的本地化服务与支持，2022年公司海外/国内收入占比42.43%/55.81%。公司重视专用芯片自主研发，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中国企业。

深耕行业二十五年，产品线丰富，自研技术积累深厚，步入快速发展阶段。公司发展历程分为三个阶段：**1) 1998-2005年：产品起步阶段，自主研发首款国产商业化数字示波器：**公司2002年推出首款市场化的台式示波器，完成了在数字示波器领域的初步积累。**2) 2006-2013年：技术积累阶段，丰富产品线，初步形成全球化战略布局：**公司2009年推出国内首款1GHz数字示波器，并且先后推出六位半数字万用表、信号发生器等产品，并于2009年全面进入微波射频仪器领域。此外，公司后开设北美、欧洲等海外子公司，初步完成了全球化布局。**3) 2014年至今：快速发展阶段，推出自研芯片，加速迭代高端产品：**公司2019年推出基于自研“凤凰座”芯片组的2GHz带宽示波器，2020年推出基于“凤凰座”芯片组的4GHz带宽高端示波器，2021年推出5GHz带宽示波器，2022年公司推出“半人马座”自研核心技术平台，首次发布DH04000、DH01000系列12bit高分辨率数字示波器，公司产品覆盖档次全面，核心指标处于国内领先地位。公司2006年推出任意波形发生器，目前最高带宽为5GHz。公司2009年全面进入微波射频仪器领域，目前公司射频信号发生器的最高输出频率在13.6GHz，微波信号发生器的最高输出频率在20GHz，频谱分析仪最高频率范围在7.5GHz，具备较强竞争力。

图7：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表1：普源精电目前的产品线

数字示波器	任意波形发生器	频谱分析仪	射频微波信号发生器
2002年推出首款市场化台式示波器	2006年推出函数/任意波形发生器新品	2009年推出首款全数字中频技术的频谱分析仪	2013年推出频率覆盖高达6GHz的射频信号源
			

资料来源：普源精电公司官网，国信证券经济研究所整理

表2：普源精电产品主要技术参数与竞争对手对比情况

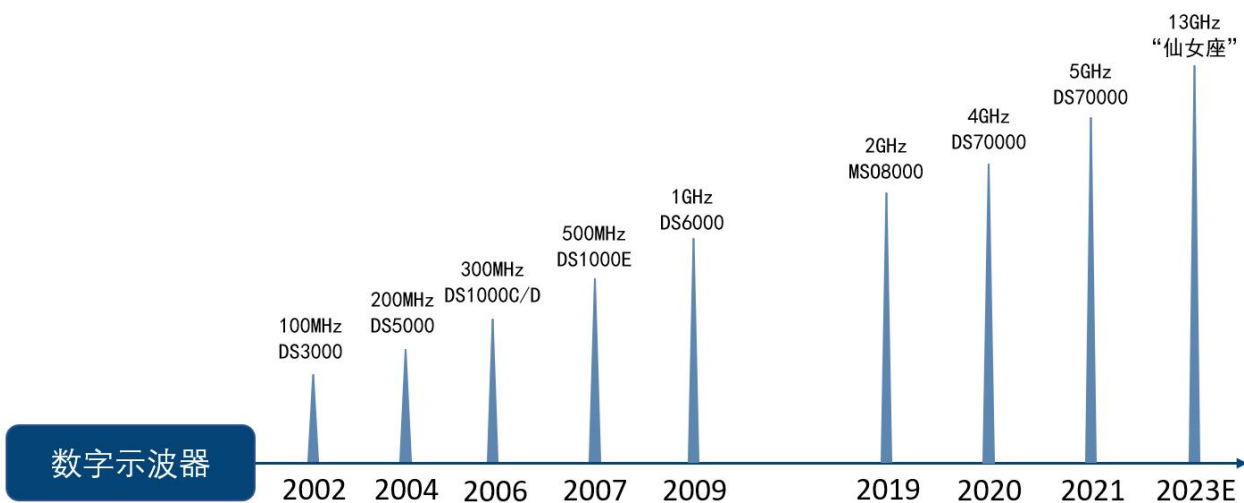
产品	核心指标	普源精电最高水平	国外主要竞争对手最高水平	对比厂商
数字示波器	带宽	5GHz	110GHz	是德科技
波形发生器	带宽	5GHz	70GHz	是德科技
射频/微波信号发生器	最高输出频率	13.6GHz/20GHz	70GHz	是德科技
频谱分析仪	频率范围	9kHz~7.5GHz	2Hz~110GHz	是德科技

资料来源：普源精电招股说明书，国信证券经济研究所整理

十年投入自研芯片，助力产品高端化进程

公司2007年投入示波器芯片研发，2017年发布第一代“凤凰座”示波器专用芯片组，可实现最高5GHz带宽、20GSa/s采样率、8bit垂直分辨率。公司2007年投入示波器芯片研发，经过十年技术积累，于2017年推出“凤凰座”示波器芯片组，包括三款：示波器专用模拟前端芯片（带宽5GHz）、示波器专用信号处理芯片（带宽5GHz；采样率10GSa/s）、示波器专用宽带差分探头放大器芯片（带宽7GHz），均针对示波器应用需求及产品可靠性提升进行了针对性设计。基于“凤凰座”芯片组，公司2019年推出2GHz带宽示波器，2020年推出4GHz带宽示波器，2021年推出5GHz带宽示波器。2022年7月，公司发布第二代“半人马座”自研芯片组，可实现最高800MHz带宽、4GSa/s采样率、12bit垂直分辨率，同时发布搭载此芯片组的HD04000、HD01000系列高分辨率数字示波器，实现800MHz带宽和12bit垂直分辨率。公司预计2023年将推出基于“仙女座”自研芯片组的13GHz带宽示波器，自研芯片助力公司加快产品高端化进程。2020-2022年公司数字示波器自研核心技术平台（“凤凰座”及“半人马座”技术平台）搭载率为48%/54%/70%，未来将呈持续提升趋势，继续发挥自研芯片优势。公司较早投入自研示波器芯片组，经过十年积累，现已具备稳定的芯片研发团队和较为完善的芯片研发流程体系，在示波器全产品档次的核心模拟信号链路均采用自研芯片技术，将加快国产化进程，助力公司产品向更高技术指标突破。

图8: 公司数字示波器产品线推出新品节奏



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国信证券经济研究所整理

股权激励考核目标较高, 充分彰显公司发展信心。公司 2023 年 2 月颁布限制性股票激励计划, 拟向不超过 35 人授予限制性股票 65 万股, 占总股本的 0.54%, 涵盖核心技术人员和核心业务人员, 有利于稳定团队, 充分调动员工积极性。公司设置较高业绩考核目标, 目标为 2023-2025 年营收不低于 8.32/10.82/14.06 亿元, 同比增长 31.94%/30%/30%, 2023-2025 年收入 CAGR 达 30%, 较高的业绩考核目标充分彰显公司发展信心。

表 3: 公司 2023 年限制性股票激励计划

激励对象	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占授予限制性股票总数的比例	占总股本比例
罗奇勇	核心技术人员	20	30.77%	0.16%
董事会认为需要激励的其他人员 (共 34 人)		45	69.23%	0.38%
合计		65	100.00%	0.54%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 4: 公司股票激励计划业绩考核目标

归属安排	考核年度	营业收入 (A)	
		目标值 (Am)	触发值 (An)
第一个归属期	2023 年	8.32 亿元	7.68 亿元
第二个归属期	2024 年	10.82 亿元	9.98 亿元
第三个归属期	2025 年	14.06 亿元	12.98 亿元

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润1.78/2.50/3.60亿元，增速分别为92.4%/40.6%/43.9%。每股收益分别为1.47/2.06/2.97元

数字示波器：公司数字示波器产品技术指标国内领先，并且具备档次覆盖全面、可靠性高、性能优异等特点，市场竞争力较强。随着公司未来将推出13GHz带宽高端数字示波器产品，产品档次进一步提升，未来收入有望实现较快增长。预计2023-2025年数字示波器营收为4.33/5.89/7.83亿元，同比增长38%/36%/33%。

射频类仪器：公司射频类仪器起步较早，覆盖客户群广泛，公司建立射频仪器全新技术平台，为产品频率范围全面迈向44GHz和67GHz打下坚实基础，未来高端新产品推出将有望带动收入较快增长。预计2023-2025年射频类仪器营收为1.13/1.47/1.84亿元，同比增长30%/30%/25%。

波形发生器：公司的波形发生器系列产品档次覆盖全面，性能和质量稳定，产品覆盖行业广泛，与分析类仪器具有较强协同效应。预计2023-2025年波形发生器营收为1.12/1.60/2.24亿元，同比增长45%/43%/40%。

电源及电子负载：公司电源及电子负载产品种类丰富，产品性能指标领先，具备多种分析功能，能满足多样化的测试需求，下游应用领域广阔。预计2023-2025年电源及电子负载营收为0.79/1.01/1.27亿元，同比增长30%/28%/25%。

表5：普源精电业务拆分

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
数字示波器					
收入（亿元）	2.41	3.14	4.33	5.89	7.83
增速	37.32%	30%	38%	36%	33%
成本（亿元）	1.24	1.52	2.06	2.77	3.68
毛利（亿元）	1.18	1.62	2.27	3.12	4.15
毛利率（%）	48.83%	51.5%	52.5%	53.0%	53.0%
射频类仪器					
收入（亿元）	0.70	0.87	1.13	1.47	1.84
增速	27.39%	25%	30%	30%	25%
成本（亿元）	0.24	0.30	0.37	0.49	0.61
毛利（亿元）	0.45	0.57	0.76	0.98	1.23
毛利率（%）	65.23%	66.0%	67.0%	67.0%	67.0%
波形发生器					
收入（亿元）	0.55	0.77	1.12	1.60	2.24
增速	42.68%	40%	45%	43%	40%
成本（亿元）	0.27	0.37	0.54	0.77	1.07
毛利（亿元）	0.28	0.40	0.58	0.83	1.16
毛利率（%）	50.83%	52.0%	52.0%	52.0%	52.0%
电源及电子负载					
收入（亿元）	0.47	0.61	0.79	1.01	1.27
增速	29.06%	30%	30%	28%	25%
成本（亿元）	0.31	0.39	0.51	0.65	0.81
毛利（亿元）	0.16	0.22	0.29	0.37	0.46
毛利率（%）	34.09%	36.0%	36.0%	36.0%	36.0%
合计					
总营收（亿元）	4.84	6.30	8.50	11.36	14.89
增速	36.63%	30.26%	34.82%	33.68%	31.04%
营业成本（亿元）	2.39	3.00	3.99	5.31	6.95
毛利率	50.58%	52.39%	53.02%	53.30%	53.30%
毛利（亿元）	2.45	3.30	4.51	6.06	7.94

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测 注：2022年分产品收入未披露，取预测数。

综上所述，预计公司 2023-2025 年营收 8.50/11.36/14.89 亿元，同比增长 34.8%/33.7%/31.0%，毛利率分别为 53.02%/53.30%/53.30%，毛利 4.51/6.06/7.94 亿元，同比增长 36.44%/34.39%/31.04%。

未来 3 年业绩预测

表 6: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	631	850	1136	1489
营业成本	300	399	531	695
销售费用	105	115	136	164
管理费用	65	73	81	98
研发费用	126	140	182	208
财务费用	(13)	(8)	(8)	(12)
营业利润	94	184	261	381
利润总额	99	191	269	391
归属于母公司净利润	92	178	250	360

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营收 8.50/11.36/14.89 亿元，同比增长 34.8%/33.7%/31.0%，归母净利润分别为 1.78/2.50/3.60 亿元，同比增长 92.4%/40.6%/43.9%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1) 乐观假设下，公司 2023-2025 年净利润分别为 1.82/2.64/3.94 亿元，同比增长 96.7%/45.1%/49.1%；2) 中性假设下，公司 2023-2025 年净利润分别为 1.78/2.50/3.60 亿元，同比增长 92.4%/40.6%/43.9%；3) 悲观假设下，公司 2023-2025 年净利润分别 1.74/2.37/3.29 亿元，同比增长 88.1%/36.1%/38.8%。

表 7: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测				
营业收入(百万元)	631	882	1,223	1,663
(+/-%)	30.3%	39.8%	38.7%	36.0%
净利润(百万元)	92	182	264	394
(+/-%)	-2472.9%	96.7%	45.1%	49.1%
中性预测				
营业收入(百万元)	631	850	1,136	1,489
(+/-%)	30.3%	34.8%	33.7%	31.0%
净利润(百万元)	92	178	250	360
(+/-%)	-2472.9%	92.4%	40.6%	43.9%
悲观的预测				
营业收入(百万元)	631	819	1,053	1,328
(+/-%)	30.3%	29.8%	28.7%	26.0%
净利润(百万元)	92	174	237	329
(+/-%)	-2472.9%	88.1%	36.1%	38.8%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 95.35-102.68 元，给予增持评级。

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：95.37-111.90 元

公司是国内通用电子测量仪器龙头，所处行业空间大增长稳，公司深耕行业二十余年，通过多年研发积累，产品性能领先且具备示波器自研芯片能力，未来随着品牌渠道不断完善，产品档次从中低端向高端市场拓展，有望受益行业国产替代加速趋势，未来成长空间广阔。我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长，未来五年估值假设条件见下表：

表8：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	36.63%	30.30%	34.82%	33.68%	31.04%	30.00%	30.00%	25.00%	25.00%	20.00%
营业成本/营业收入	49.42%	47.61%	46.98%	46.70%	46.70%	46.69%	46.59%	46.49%	46.39%	46.29%
管理费用/营业收入	11.85%	9.78%	8.50%	7.00%	6.50%	7.33%	6.94%	6.93%	7.07%	6.98%
研发费用/营业收入	21.33%	19.92%	16.50%	16.00%	14.00%	15.50%	15.17%	14.89%	15.19%	15.08%
销售费用/销售收入	19.73%	16.64%	13.50%	12.00%	11.00%	12.17%	11.72%	11.63%	11.84%	11.73%
营业税及附加/营业收入	1.19%	0.78%	0.99%	0.98%	0.92%	0.96%	0.96%	0.95%	0.96%	0.95%
所得税税率	38.98%	6.60%	6.60%	7.00%	8.00%	7.20%	7.40%	7.53%	7.38%	7.44%
股利分配比率	-11.24%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表9：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.65	T	6.60%
无风险利率	2.70%	Ka	7.58%
股票风险溢价	7.5%	有杠杆 Beta	0.65
公司股价（元）	88.45	Ke	7.58%
发行在外股数（百万）	121	E/(D+E)	99.87%
股票市值(E, 百万元)	10730	D/(D+E)	0.13%
债务总额(D, 百万元)	14	WACC	7.58%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 95.37-111.90 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 10: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.4%	7.5%	7.58%	7.7%	7.8%
永续 增长 率变 化	2.3%	111.90	109.49	107.18	104.95	102.81
	2.2%	110.27	107.94	105.70	103.54	101.46
	2.1%	108.71	106.45	104.27	102.18	100.16
	2.0%	107.20	105.01	102.90	100.86	98.90
	1.9%	105.75	103.62	101.57	99.59	97.68
	1.8%	104.35	102.28	100.29	98.36	96.51
	1.7%	103.01	100.99	99.05	97.18	95.37

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

相对估值: 95.35-102.68 元

普源精电是国内通用电子测量仪器龙头, 产品线包括数字示波器、射频类仪器、信号发生器、电源及电子负载等产品。我们选择产品线类似的鼎阳科技、坤恒顺维作为可比公司, 均与公司业务具有一定相似性。可比公司 2023 年 PE 均值为 41.33 倍, 考虑到公司的成长性, 给予 2023 年 PE 65-70 倍, 合理目标价格区间为 95.35-102.68 元。

表 11: 可比公司估值表

公司	投资评级	市值 (亿元)	股价 (元) 20230505	EPS				PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
鼎阳科技	买入	88.32	82.80	1.32	1.87	2.63	3.48	62.74	44.20	31.51	23.80
坤恒顺维	未评级	45.86	54.60	0.97	1.42	1.99	2.76	56.29	38.45	27.44	19.78
							平均值	59.51	41.33	29.47	21.79
普源精电	增持	108.40	89.36	0.76	1.47	2.06	2.97	117.21	60.92	43.34	30.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注: 未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是国内通用电子测量仪器龙头, 所处行业空间大增长稳, 公司深耕行业二十余年, 通过多年研发积累, 产品性能领先, 且具备示波器自研芯片能力, 未来随着品牌渠道不断完善, 产品档次从中低端向高端市场拓展, 有望受益行业国产替代加速趋势, 未来成长空间广阔。我们看好公司长期成长潜力, 预计 2023-2025 年归母净利润为 1.78/2.50/3.60 亿元, EPS 为 1.47/2.06/2.97 元, 对应 PE 60/43/30 倍, 公司合理估值为 95.35-102.68 元 (对应 2023 年 PE 为 65-70 倍), 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.7%、风险溢价7.5%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司65-70倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

中美贸易摩擦风险:近年来中美贸易摩擦逐渐升级,美国政府加大了对中国进口商品加征关税范围和征收税率,目前公司所有出口美国的产品均被加征25%关税。如果未来中美贸易摩擦进一步升级,可能会导致公司对美国市场的销售收入或盈利水平降低。

汇率波动风险:公司在海外的采购与销售业务,通常以欧元、美元等外币定价并结算,外汇市场汇率的波动会影响公司所持货币资金的价值,从而影响公司的资产价值。如果人民币出现短期内大幅升值,公司产品出口以及经营业绩可能受到不利影响,公司面临汇率变化对经营业绩带来波动的风险。

政策风险:公司销售遍及全球超过80个国家和地区,近三年内公司境外销售收入占比约为48%。在境外开展业务需要遵守所在国家或地区的法律法规,如果业务所在国家或地区的政治经济形势、产业政策、法律法规等发生重大不利变化,将给公司的境外经营业务带来不利影响。

技术风险

新产品拓展不及预期的风险:公司所在行业是技术密集型行业,技术发展迭代速度较快。未来公司将投入高带宽数字示波器、高端微波射频仪器等多个

电子测量仪器领域的研发项目，该项目资金投入规模大、技术难度高、项目周期长，若公司研发项目无法按计划取得成果，甚至出现研发失败的情形，将对公司业务发展造成不利影响。

核心技术人才与保持创新力的风险：通用电子测试测量仪器系统复杂、性能要求高，研制难度大，对每个方面的人才都有非常高的要求，需要从业人员经过大量的项目研发经验积累才能超过同行业的平均技能水平。如果公司未来在人才培养、管理体系、企业文化及激励政策等方面得不到有效执行和贯彻，公司将难以引进更多的高端技术人才，从而导致公司无法保持持续的创新能力。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	138	302	283	365	583	营业收入	484	631	850	1136	1489
应收款项	65	98	127	166	224	营业成本	239	300	399	531	695
存货净额	119	169	192	268	361	营业税金及附加	6	5	8	11	14
其他流动资产	32	25	47	61	74	销售费用	95	105	115	136	164
流动资产合计	576	2183	2239	2450	2832	管理费用	60	65	73	81	98
固定资产	256	420	560	661	734	研发费用	103	126	140	182	208
无形资产及其他	22	26	25	24	23	财务费用	10	(13)	(8)	(8)	(12)
投资性房地产	63	150	150	150	150	投资收益	8	29	35	30	30
长期股权投资	0	10	13	18	24	资产减值及公允价值变动	(2)	7	9	9	9
资产总计	917	2789	2988	3303	3762	其他收入	17	15	18	18	20
短期借款及交易性金融负债	19	2	14	12	9	营业利润	(5)	94	184	261	381
应付款项	54	78	98	127	174	营业外净收支	(1)	5	7	8	10
其他流动负债	65	122	115	152	210	利润总额	(6)	99	191	269	391
流动负债合计	138	202	227	291	393	所得税费用	(2)	7	13	19	31
长期借款及应付债券	1	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	23	20	22	22	归属于母公司净利润	(4)	92	178	250	360
长期负债合计	25	23	20	22	22	现金流量表 (百万元)					
负债合计	163	225	247	314	415	净利润	(4)	92	178	250	360
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	1	1	1	1
股东权益	754	2564	2741	2989	3347	折旧摊销	22	24	48	58	67
负债和股东权益总计	917	2789	2988	3303	3762	公允价值变动损失	2	(7)	(9)	(9)	(9)
关键财务与估值指标						财务费用	10	(13)	(8)	(8)	(12)
每股收益	(0.04)	0.76	1.47	2.06	2.97	营运资本变动	(15)	(81)	(63)	(60)	(59)
每股红利	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	其它	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
每股净资产	8.28	21.13	22.59	24.64	27.59	经营活动现金流	5	28	155	239	359
ROIC	-2.85%	5.63%	11%	16%	22%	资本开支	0	(193)	(180)	(150)	(130)
ROE	-0.52%	3.61%	6%	8%	11%	其它投资现金流	(131)	(1368)	0	0	0
毛利率	51%	52%	53%	53%	53%	投资活动现金流	(131)	(1571)	(183)	(154)	(136)
EBIT Margin	-4%	5%	13%	17%	21%	权益性融资	(4)	1692	0	0	0
EBITDA Margin	1%	9%	19%	22%	25%	负债净变化	1	(1)	0	0	0
收入增长	37%	30%	35%	34%	31%	支付股利、利息	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
净利润增长率	-86%	-2473%	92%	41%	44%	其它融资现金流	43	18	11	(2)	(3)
资产负债率	18%	8%	8%	9%	11%	融资活动现金流	40	1707	10	(3)	(5)
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	(86)	164	(18)	82	219
P/E	(2064.6)	116.0	60.3	42.9	29.8	货币资金的期初余额	224	138	302	283	365
P/B	10.7	4.2	3.9	3.6	3.2	货币资金的期末余额	138	302	283	365	583
EV/EBITDA	2791.1	202.8	67.6	43.5	29.6	企业自由现金流	0	(222)	(88)	30	163
						权益自由现金流	0	(205)	(70)	36	172

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032