

普源精电（688337）：国产电子测量仪器龙头企业，自研芯片进军高端化新蓝海市场

2023年6月8日

证券分析师：张世杰
电话：010-88695170
E-MAIL: zhangsj@tpyzq.com
执业资格证书编码：S1190523020001

摘要:

- **公司概况：国内电子测量仪器龙头，电子测量仪器核心品类全覆盖。**公司的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产品，逐步在时域和频域测试测量应用方向实现多元化行业覆盖，产品广泛应用于教育科研、工业、通信、航空航天、交通能源、消费电子等行业。分产品来看，公司数字示波器2021年营收及毛利润占比分别50%、48%，是营收及利润的主要来源；逐季度看，2022年公司营收增长呈现出加速态势，2022Q1-Q4营收同比增速分别达到26%/21%/31%/40%，毛利率分别53.87%/50.46%/51.71%/53.37%。营收及利润率的不断上升标志着公司高毛利新品放量，产品结构持续升级，自研芯片技术进入收获期。
- **行业分析：电子测量仪器千亿市场，国产替代大有可为。**所有与电子设备有关的企业，几乎都需要使用电子测量仪器。下游应用包括教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等行业，其中IT及通信下游市场结构占比最高，达到47%，消费电子、汽车紧随其后，占比分别26%、16%。据统计，全球电子测量仪器的市场规模由2015年的100.95亿美元增至2020年136.78亿美元，CAGR达6.3%。随5G商用化、新能源汽车市场占有率的上升、信息通信和工业生产的发展，全球电子测量设备的需求将持续增长。预计全球电子测量仪器行业市场规模将在2020年到2025年以CAGR=4.7%的增速增至172.38亿美元。中国市场对通用电子测试测量仪器的需求潜力大，产品普及需求与升级换代需求并存。据预测，中国电子测量仪器市场2015-2020年间以CAGR=12.8%的增速从26.29亿美元迅速扩张至48.08亿美元，预计到2025年将进一步增长至64.81亿美元，2020-2025年CAGR约为6.2%。国外企业长期处于绝对领先地位，2019年全球电子测量仪器市场CR5高达48.7%，Top 5企业分别来自美国、日本、德国。从产业链看，芯片是电子测试测量仪器中最为核心的电子元器件。目前，测试测量仪器厂商的主要芯片供应商均来自于国外，而仪器所使用的高端芯片的一部分属于瓦森纳协议管控范围，国内仪器厂商采购前需要获得相关的出口许可证书，这会对厂商的研发和生产活动造成一定的阻滞。随着以普源精电为代表的本土企业开展仪器专用芯片的自主研发，并在相关产品上应用，在提升产品的性能和竞争力的同时，也引领了行业向自主可控的方向发展。在我国国产替代政策刺激和下游市场需求旺盛的双重加持下，我国主要厂商加速追赶海外巨头，多个仪器步入高端领域，部分仪器指标已接近或超过国外高端产品的水平，收入规模迅速增长，市场份额明显提升。
- **公司分析：芯片自研构筑核心壁垒，产品高端化打开国内蓝海市场。**由于2GHz带宽以上示波器核心芯片无法通过公开市场进行采购，为了研制高性能测试测量仪器产品，加速研发仪器专用芯片是电子测量仪器企业发展的重要方向。目前，全球共5家电子测试测量仪器企业拥有自主研发核心芯片的能力，其中中国自主品牌仅普源精电一家企业。继“凤凰座”之后，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，加快产品高端化进程，率先进入国际高端序列，或将拉开与国内同行实质性差距；中短期看，凭借多年积累，公司将得益于国内完善的营销体系布局，以及国产替代政策和教育贴息贷款形成对公司高端和新品的拉动。伴随2023年13GHz数字示波器等新品集中发布，有望持续落地兑现业绩；中长期看，公司高性能芯片研发规划清晰，持续打开4GHz及以上高端蓝海市场，充分发挥自研芯片产品性能及成本优势。

风险提示：高端自研芯片开发不达预期风险；新客户导入不及预期风险

公司概况：国内电子测量仪器龙头，电子测量仪器核心品类全覆盖

历史沿革：国产电子测量仪器龙头，深耕测试测量领域前沿技术二十余年

深耕电测仪器行业，自研示波器芯片构筑核心壁垒。普源精电创立于1998年，二十余年来始终专注于通用电子测量仪器领域的前沿技术开发与突破。公司2017年发布“凤凰座”芯片组，基于自研芯片的产品持续刷新国产最高带宽记录。目前公司的数字示波器在自研芯片的支撑下带宽最高已达到5GHz，实时采样率达到20 GSa/s，代表国内最高性能水平，成为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，率先打破国外技术垄断，实现了国产厂商从中端数字示波器向高端数字示波器的进一步发展

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

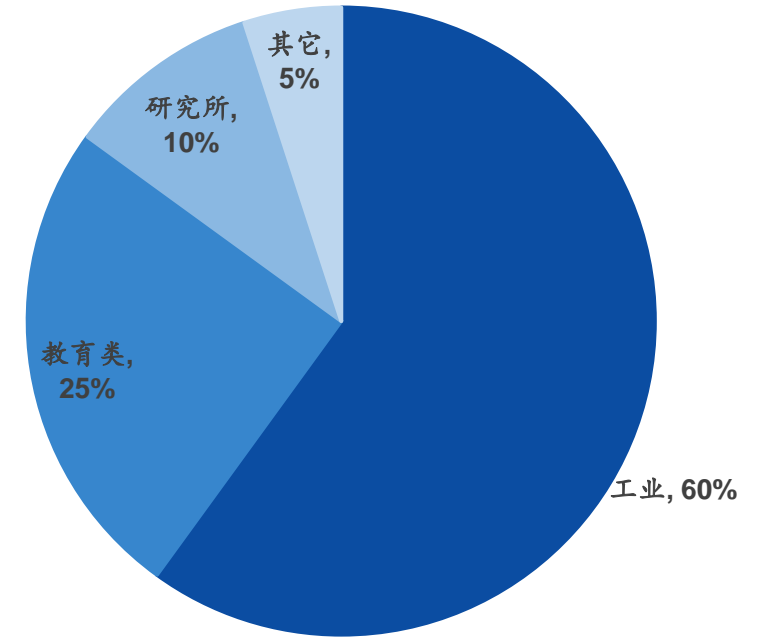
主营业务：覆盖行业内四大类主要产品，下游需求持续旺盛

数字示波器为核心产品矩阵不断完善，下游高景气度市场前景广阔。公司的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产品，逐步在时域和频域测试测量应用方向实现多元化行业覆盖，产品广泛应用于教育科研、工业、通信、航空航天、交通能源、消费电子等行业。据公司披露，2021年公司下游工业类占比60%，教育和研究所类客户占比35%，需求均持续旺盛。在工业领域，通信为第一大行业，在新能源、半导体、消费电子等行业也均具有充沛成长动能，高速接口测试需求持续提升；在教育和研究所领域，2022年9月以来国家贴息贷款支持教育新基建，拉动教育科研仪器更新替换需求

图2：公司主营业务产品及营收占比（2021年）



图3：公司分行业下游客户营收占比



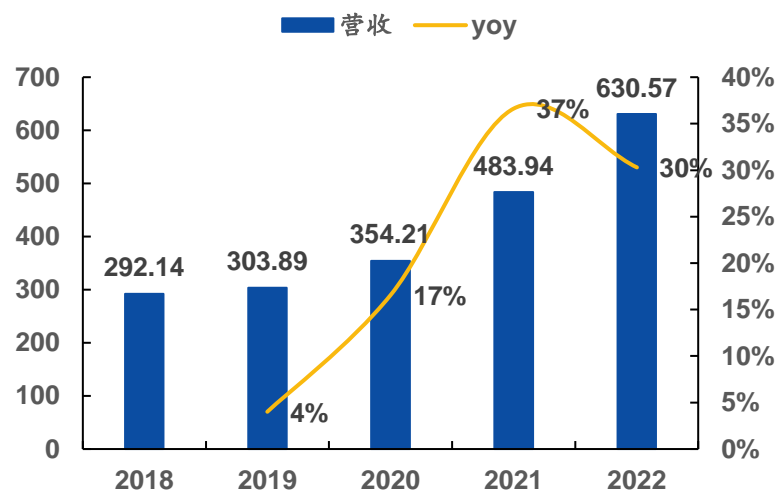
资料来源：公司招股书，公司官网、太平洋证券研究院

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

收入分析：盈利能力稳中向上，自研芯片进入技术收获期

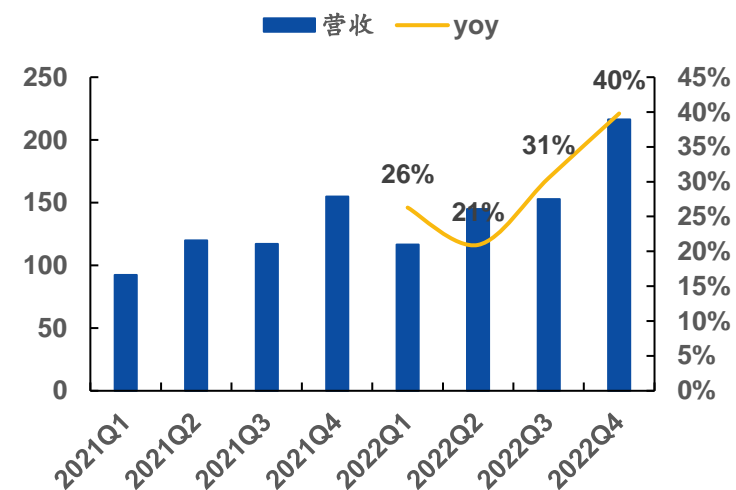
随自研芯片进入技术收获期，产品结构升级，业绩成长进入快车道。分产品来看，公司数字示波器2021年营收及毛利润占比分别50%、48%，是营收及利润的主要来源，带动公司业绩的增长。2017年凤凰座芯片组发布后，公司于2019-2021年陆续推出搭载凤凰座的2GHz、4GHz及5GHz带宽的高端数字示波器。2018-2022年，公司营收从2.92亿元增至6.31亿元，CAGR达21%。毛利率分别实现52.52%/50.25%/50.92%/50.58%/52.39%。并且在2022年，推出13GHz带宽实时数字示波器，广泛应用于高速接口测试，为公司品牌声誉、技术架构和产品应用均带来全新贡献。逐季度来看，2022年公司营收增长呈现出加速态势，2022Q1-Q4营收同比增速分别达到26%/21%/31%/40%，毛利率分别53.87%/50.46%/51.71%/53.37%。营收及利润率的不断上升标志着公司高毛利新品放量，产品结构持续升级，自研芯片技术进入收获期

图4：公司营收及增速（百万元）



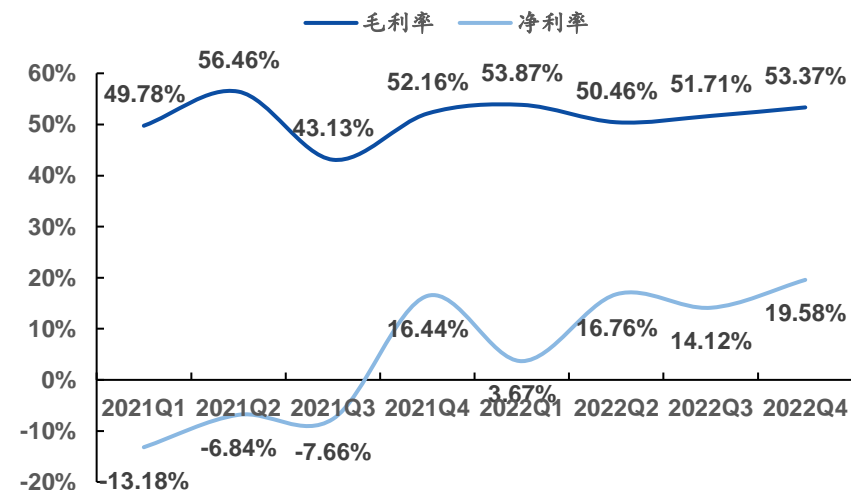
资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图5：公司分季度营收及增速（百万元）



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图6：公司分季度毛利率及净利率

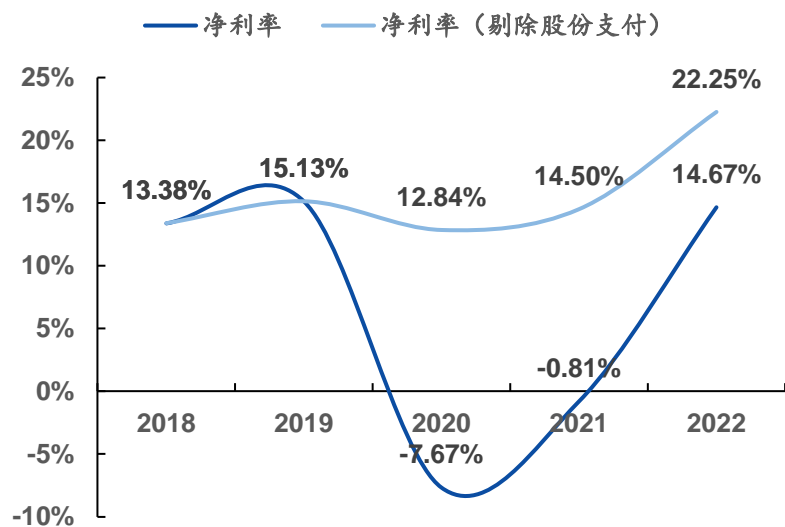


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

费用端：股权支付影响减弱费用率改善，高研发投入业内领先

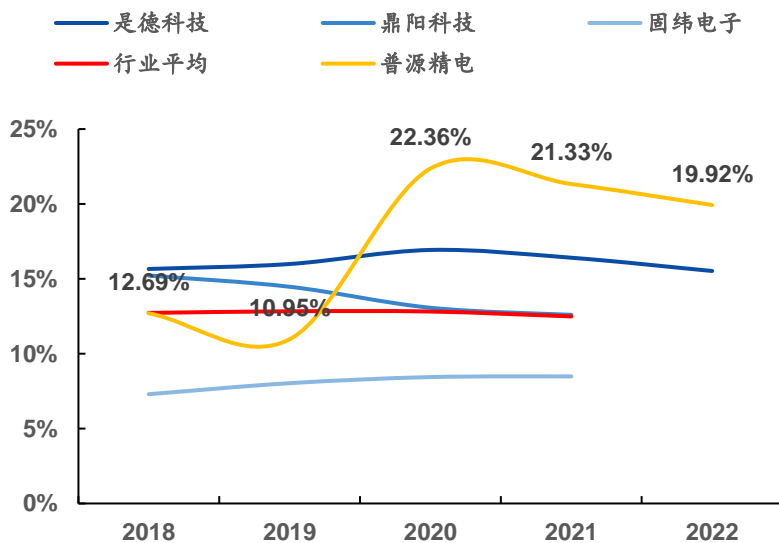
股权支付影响减弱优化期间费率，高研发投入业内领先。公司费用率于2020年出现明显上升，主要系股份支付影响较大，公司净利润2020-2021年，受股份支付费用影响出现亏损。剔除股权支付影响后，公司净利率呈现出明显上升趋势2022年提升至22.25%。随2023年起股权及股票激励带来的会计影响整体减弱，预计公司费用端将得到改善。同时，公司属于智力密集型企业，高度重视技术人才团队建设，研发投入高于同行业可比公司，高研发投入也让公司产品和技术在业内居于领先地位。截至2022年12月31日，公司已授权发明专利381项、实用新型专利15项、外观设计专利38项、软件著作权105项、集成电路布图设计4项，体现公司突出的研发实力和市场竞争力

图7：公司净利率变化



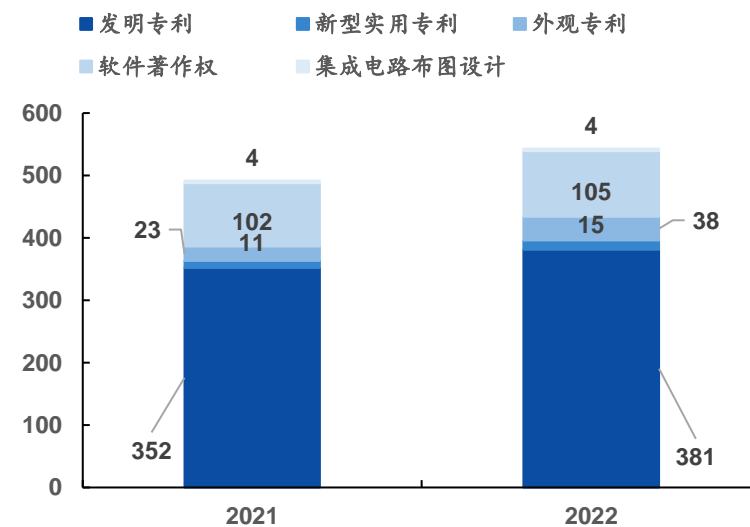
资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图8：公司及可比公司研发费率



资料来源：各公司公告、太平洋证券研究院

图9：公司专利分布



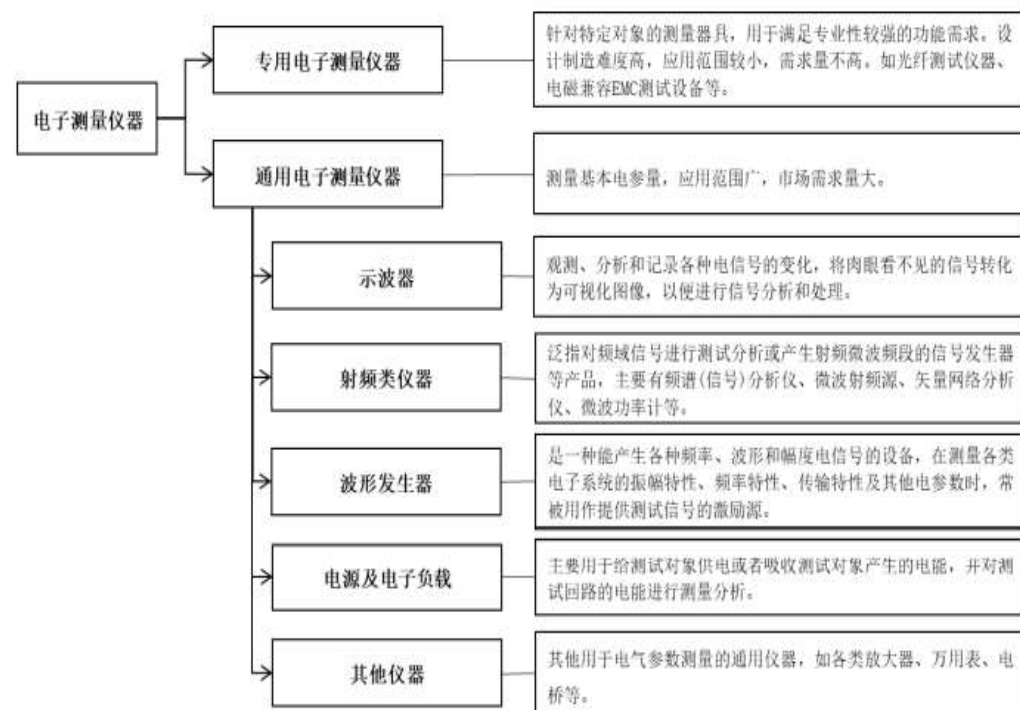
资料来源：公司年报、太平洋证券研究院

行业分析：电子测量仪器千亿市场，国产替代大有可为

电子测量仪器：对国民经济起促进作用，应用场景广泛需求量大

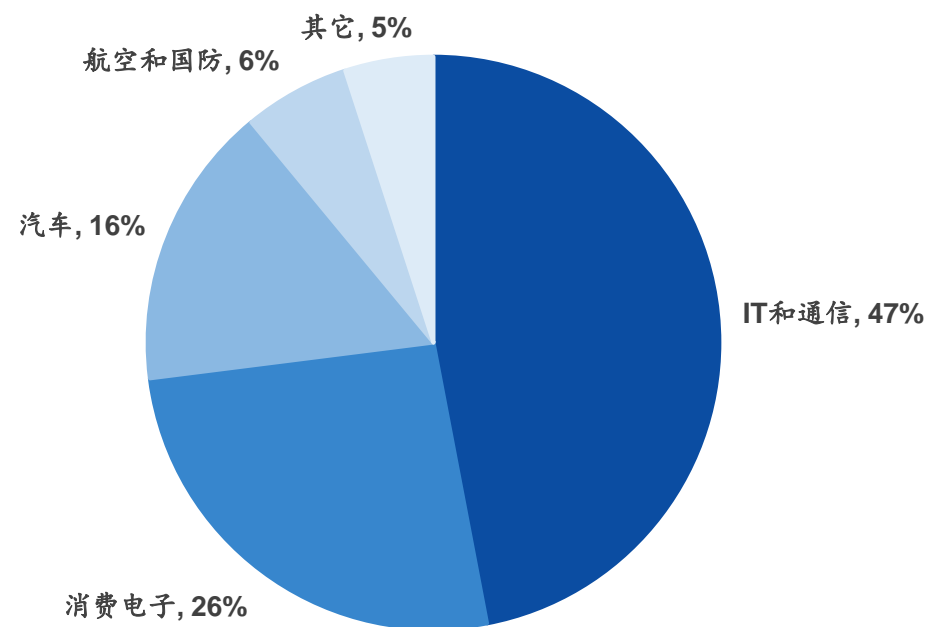
电子测量仪器应用范围极其广泛。按照使用领域不同，可分为通用仪器和专用仪器，其中专用测量仪器以某一个或几个专用功能为目的，如光纤测试仪器、电磁兼容EMC测试设备等；通用电子测量仪器是现代工业的基础设备，也是电子工业发展和国家战略性、基础性重要产业之一。现代科研和大生产中大部分要求精密和准确测量的内容都可运用电子测量的方法来实现，因此电子测量仪器客户群极其广泛，**所有与电子设备有关的企业，几乎都需要使用电子测量仪器。**下游应用包括教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等行业，其中IT及通信下游市场结构占比最高，达到47%，消费电子、汽车紧随其后，占比分别26%、16%

图10：电子测量仪器的分类



资料来源：公司招股书、太平洋证券研究院

图11：全球电子测量仪器下游市场结构（2019年）



资料来源：前瞻产业研究院、太平洋证券研究院

产业链分析：行业产业链复杂，上游芯片是最为核心的零部件

行业产业链广泛，上中下游企业丰富。电子测量仪器行业上游供应商主要有电子元器件厂商、电子材料厂商、机电产品厂商、机械加工和电子组装厂等；中游则包含设计、生产和销售电子测量仪器并提供售后服务的厂商等；下游为客户群体，行业分布极其广泛，所有与电子设备有关的企业，几乎都需要使用电子测量仪器。**芯片是电子测试测量仪器中最为核心的电子元器件。**由于仪器所需芯片种类多、研发周期长、设计难度大，电子测试测量仪器企业难以承担自身产品的全部芯片研发，通常选择上游芯片厂商的现成芯片来设计产品，只有少数研发实力强的测试测量仪器企业为了产品品质的提升和实现产品差异化而自主研发仪器核心芯片。目前，测试测量仪器厂商的主要芯片供应商均来自于国外。供应商主要包括模拟芯片巨头TI和ADI，FPGA巨头赛灵思和英特尔，存储芯片公司三星、SK海力士和镁光等。而仪器所使用的高端芯片的一部分属于瓦森纳协议管控的范围，国内仪器厂商采购前需要获得相关的出口许可证书，这会对厂商的研发和生产活动造成一定的阻滞。随着以普源精电为代表的本土企业开展仪器专用芯片的自主研发，并在相关产品上应用，在提升产品的性能和竞争力的同时，也引领了行业向自主可控的方向发展

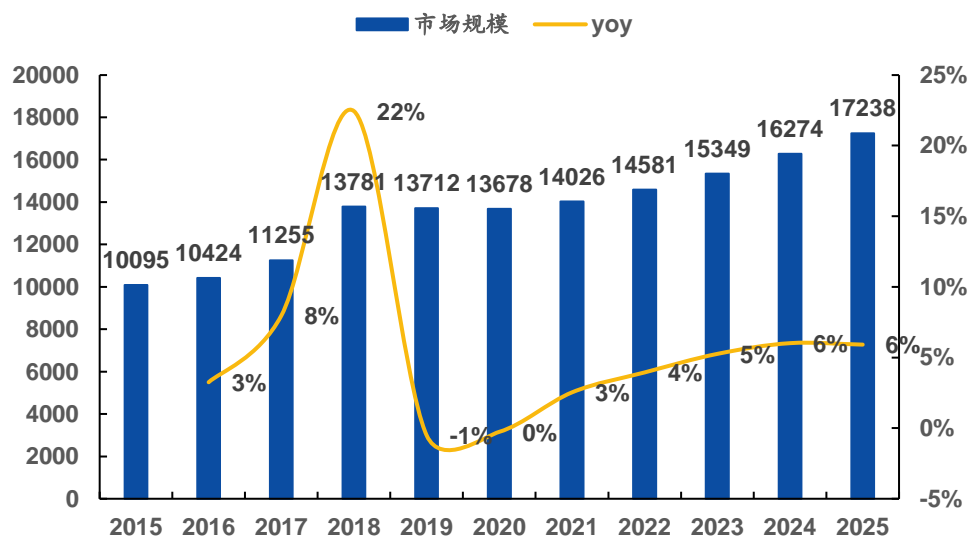
表1：电子测量仪器市场产业链

关键点		参与者
上游	芯片	主动电子元器件（包括芯片、二极管、三极管等）、被动电子元器件（包括PCB、电阻、电容电感、被动射频元器件等） 所用电子元器件的性能水平很大程度上决定了电子测试测量仪器所能达到的性能水平
中游	提前研发	电子测试测量企业的产品技术水平需要走在半导体、通信、计算机等电子信息产业的其他产品技术前面才能为确保仪器能够准确稳定地对其进行测试和测量，这要求电子测量企业根据电子信息产业的客户需求和趋势提前研发仪器产品，这给电子测试测量企业带来了比较大的挑战 产业链中游一般是提供设计、生产、销售和方案服务的电子测量仪器企业
下游	所有与电子设备有关的企业	工业制造：工业制造的各环节均需要电子测量仪器，尤以汽车产业最为典型。随着汽车的电动化、网联化、智能化和共享化发展，汽车电子、车联网、无人驾驶等领域对电子信息技术提出更高要求，更多汽车企业与电子测量仪器企业开展业务往来 通信：通信行业是电子测量仪器企业长期重点客户，随着5G建设的持续推进，应用场景持续增多，对电子测量仪器产品的要求不断提高 航空航天/军工/科研：各类航空航天/军工装备的开发与实验均需要电子测量仪器全程参与，同时在高校、实验室、研究机构相关的科研工作也对电子测量仪器有高要求和高需求

全球通用电测仪器市场可达千亿元，国内市场增速高于全球

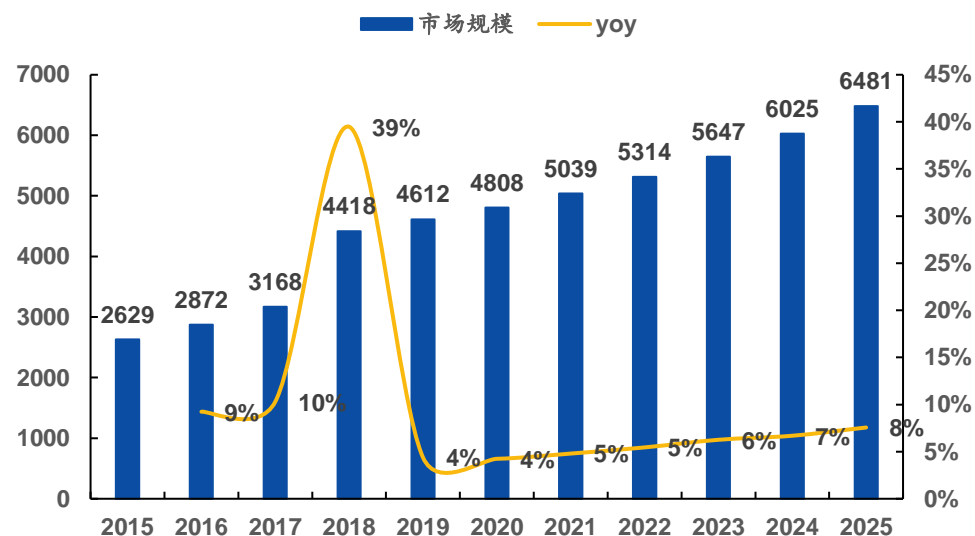
全球通用电测仪器市场可达千亿元，国内市场快速增长。 受益于全球经济的增长、工业技术水平的提升，全球电子测量仪器市场规模保持持续上升的增长态势。据Frost&Sullivan统计，全球电子测量仪器的市场规模由2015年的100.95亿美元增至2020年136.78亿美元，CAGR达6.3%。随5G商用化、新能源汽车市场占有率的上升、信息通信和工业生产的发展，全球电子测量设备的需求将持续增长。预计全球电子测量仪器行业市场规模将在2020年到2025年以CAGR=4.7%的增速增至172.38亿美元。中国市场对通用电子测试测量仪器的需求潜力大，产品普及需求与升级换代需求并存。同时，受中国政策大力支持，智能制造、5G商用化推广等下游产业的快速发展，市场增长相较全球更加迅速。据预测，中国电子测量仪器市场2015-2020年间以CAGR=12.8%的增速从26.29亿美元迅速扩张至48.08亿美元，预计到2025年将进一步增长至64.81亿美元，2020-2025年CAGR约为6.2%，全球市场占比也将从2020年的35%提升至38%

图12：全球电子测量仪器市场规模（百万美元）



资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

图13：中国电子测量仪器市场规模（百万美元）

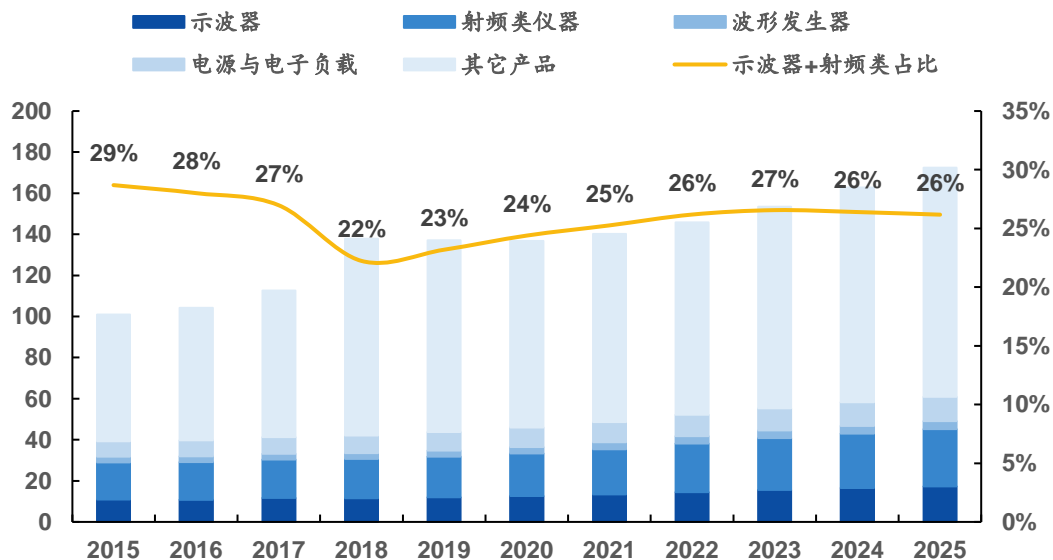


资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

各细分品类均衡发展，示波器和射频类仪器是重要组成部分

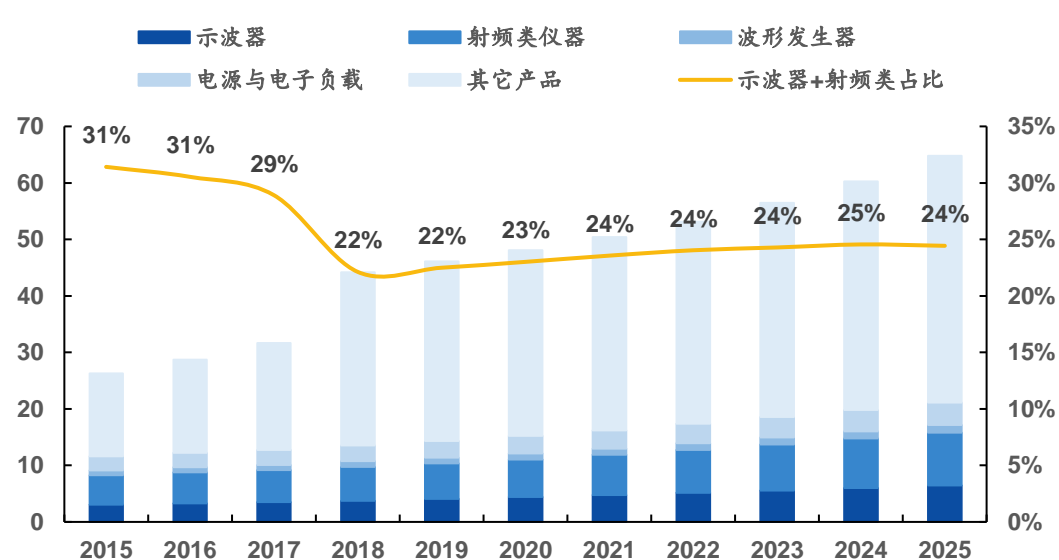
通用电子测量仪器产品种类繁多，各细分品类市场发展均衡稳定。通用电子测量仪器根据其基础测试功能不同，主要分为示波器、射频类仪器、波形发生器、电源及电子负载、其他仪器。分产品来看，通用电子测量仪器产品结构较为多元，其中数字示波器和频谱分析仪是最重要的两类产品，占全球通用电子测试测量仪器比重近30%，且增速最快。电子测量仪器的细分市场与全球电子测量仪器的细分市场走向相似，由于近几年中国工业制造行业迅速发展，示波器和射频类仪器的市场增长速率相较全球更加迅速。2020年示波器在中国市场规模约4.41亿美元，占全球市场约35%，预计2025年将达到6.46亿美元，CAGR高达7.9%，高于全球6.6%的增速；2020年中国射频类仪器市场规模约6.65亿美元，占全球32%份额，预计到2025年将将以CAGR=7.1%的增速增至9.37亿美元，高于全球6.0%的增速

图14：全球电子测量仪器市场结构（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

图15：中国电子测量仪器市场结构（亿美元）

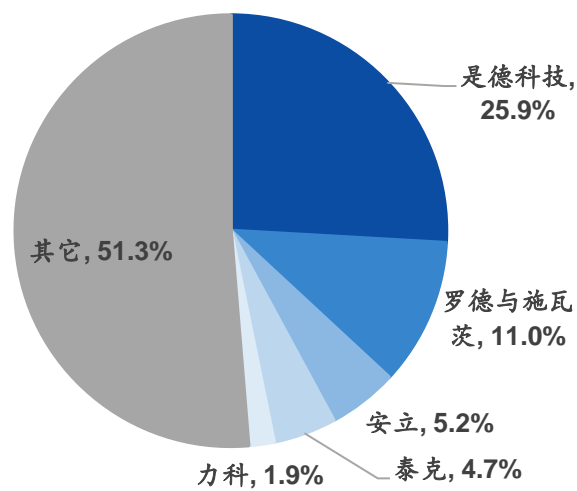


资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

竞争格局：国外龙头凭借自研芯片主导市场，本土厂商国产替代迅速崛起

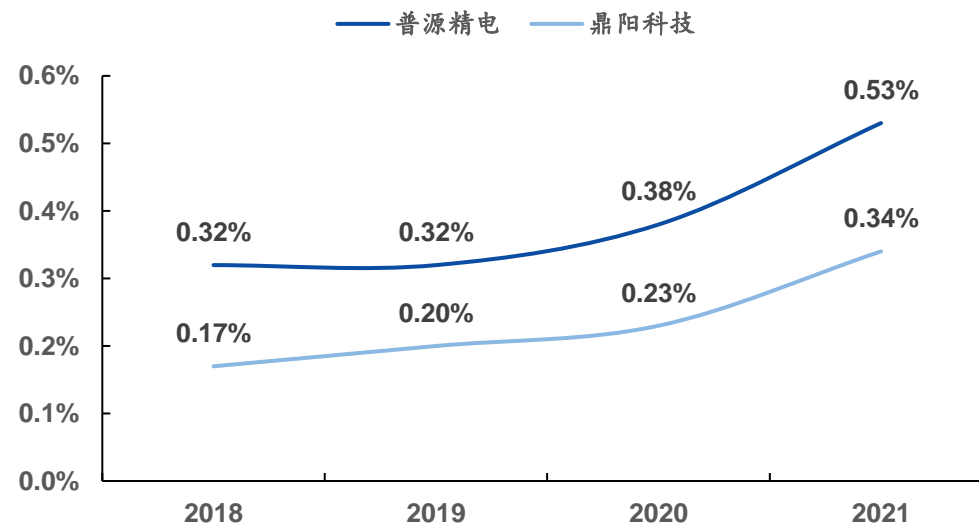
海外龙头积淀深厚领先优势显著，本土品牌日益崛起。在电子测量仪器领域，以是德科技、罗德&施瓦茨、安立、泰克、力科等为代表的国外企业长期处于绝对领先地位，中国企业起步较晚，普遍处于市场劣势。据Frost&Sullivan统计，2019年全球电子测量仪器市场CR5高达48.7%。这五家企业分别来自美国、日本、德国，其中是德科技以市占率25.9%排名第一。近年来，随欧美地区不断通过“实体清单”等政策或限制高端仪器对中国的出口，在我国国产替代政策刺激和下游市场需求旺盛的双重加持下，我国主要厂商加速追赶海外巨头，多个仪器步入高端领域，部分仪器指标已接近或超过国外高端产品的水平，收入规模迅速增长，市场份额明显提升。其中，普源精电作为国内唯一拥有自主芯片的测量仪器企业，拥有突出优势

图16：2019年全球电子测量仪器市场格局



资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

图17：国产代表企业全球市占率变化

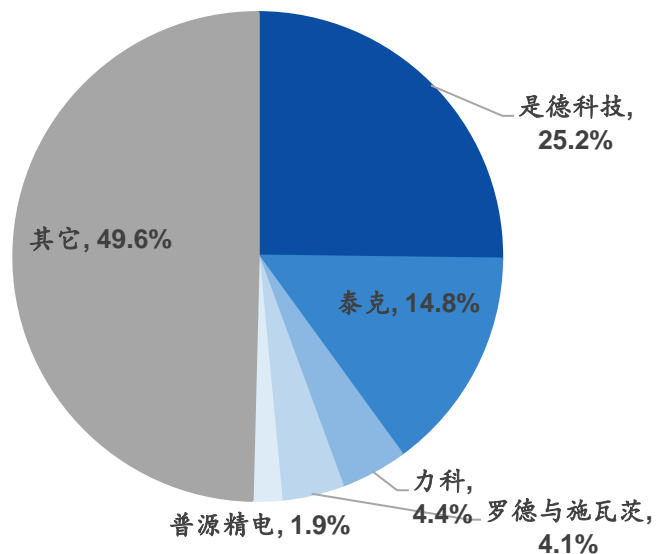


资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

数字示波器市场：格局与整体市场高度一致，国内厂商实现一定突破

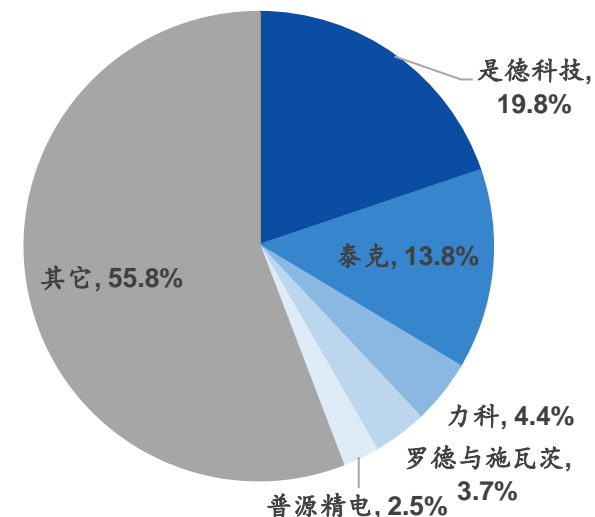
数字示波器全球市场更为集中，普源精电跻身行业Top 5。据统计，2019年全球数字示波器市场CR5高达50.4%。2019年是德科技在全球示波器市场以25.2%的市场份额位列全球第一，泰克市占率14.8%排名第二。力科与罗德施瓦茨凭借4.4%和4.1%的市占率分列行业第三、四。而来自于中国的普源精电，以0.23亿美元的营收占据了全球1.9%的市场份额，跻身行业前五。由于在半导体工艺、单功能模块技术、系统架构技术等方面国际巨头凭借着多年的积累有着良好的优势，因此仍占据着市场前四的份额。但中国企业普源精电不仅攻破了示波器2GHz带宽的瓶颈，还成功研制出国产示波器芯片组，在全球和中国市场已占据了第五的市场份额，中国企业与国际巨头间的差距正在不断缩小

图18：2019年全球示波器市场格局



资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

图19：2019年中国示波器市场格局



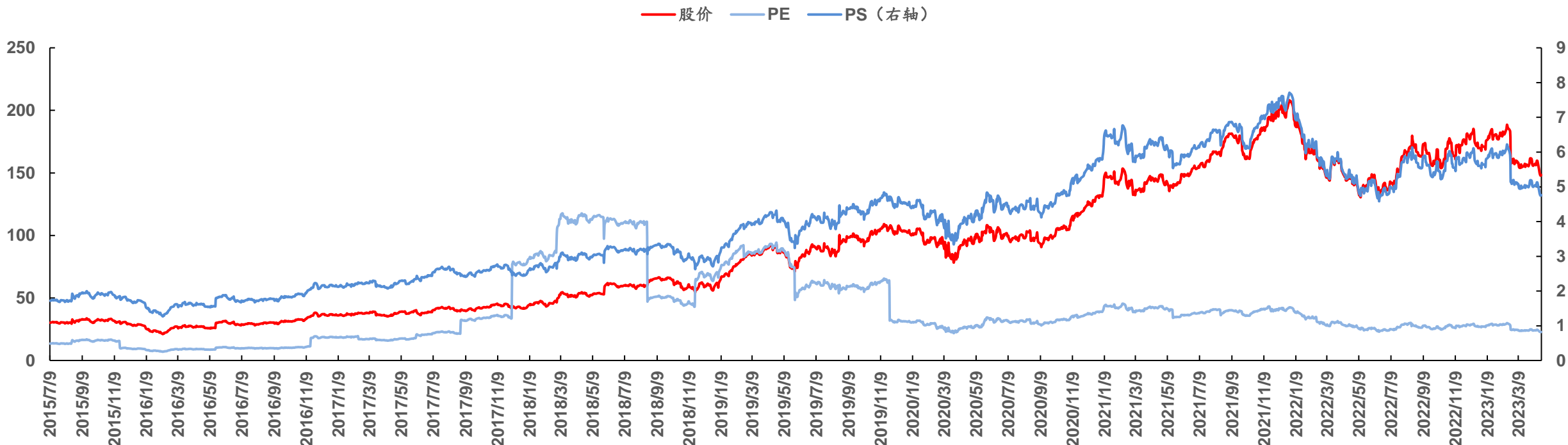
资料来源：Frost&Sullivan、太平洋证券研究院

他山之石：复盘海外龙头Keysight，国内企业成长空间广阔

是德科技起源于1939年成立的美国惠普公司，是全球领先的测量仪器公司，在美国、欧洲和亚太地区均设有工厂和研发中心，主要产品包括示波器和分析仪、万用表、发生器、信号源与电源、无线网络仿真器、模块化仪器和网络测试仪器等

- **多领域齐头并进，投资并购扩张产品线：**公司覆盖所有产品领域 和高中低端所有等级的产品。在上市的七年内，是德共计完成十余次大型收购项目。增强是德科技在产品及研发软件解决方案方面的实力；
- **自研芯片构筑核心壁垒：**是德科技拥有自主研发示波器芯片的能力，该芯片已应用于公司示波器产品并且不对外供应。是德科技是极少数拥有自主半导体工艺的电子测量仪器企业之一，其自研芯片与半导体工艺极大程度的降低了成本并提高了产品质量。目前是德科技所生产的实时数字示波器最高带宽可达到110GHz，采样率为256GSa/s；
- 2015-2022年，公司股价上涨近7倍，营收规模扩大1.9倍，净利润提升2.2倍

图20：2015至今Keysight估值

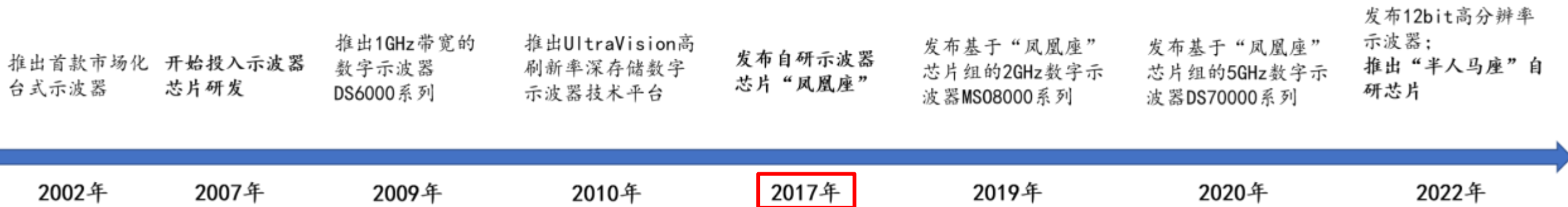


公司看点：芯片自研构筑核心壁垒，产品高端化打开国内蓝海市场

高性能芯片受海外出口管制，普源精电率先实现高端突破产品迭代速度加快

高端芯片是研发高端电子测量仪器的重要先决条件，2017年开始公司产品进入快速迭代期。仪器所使用的高端芯片的一部分属于瓦森纳协议管控的范围，国内仪器厂商采购前需要获得相关的出口许可证书，随着单边贸易保护主义的抬头，相关核心芯片的供应也存在一定的不确定性。由于2GHz带宽以上示波器核心芯片无法通过公开市场进行采购，为了研制高性能测试测量仪器产品，加速研发仪器专用芯片是电子测量仪器企业发展的重要方向。目前，全球共5家电子测试测量仪器企业拥有自主研发核心芯片的能力，其中中国自主品牌仅普源精电一家企业。带宽产品方面，继“凤凰座”之后，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，加快产品高端化进程，率先进入国际高端序列，或将拉开与国内同行实质性差距

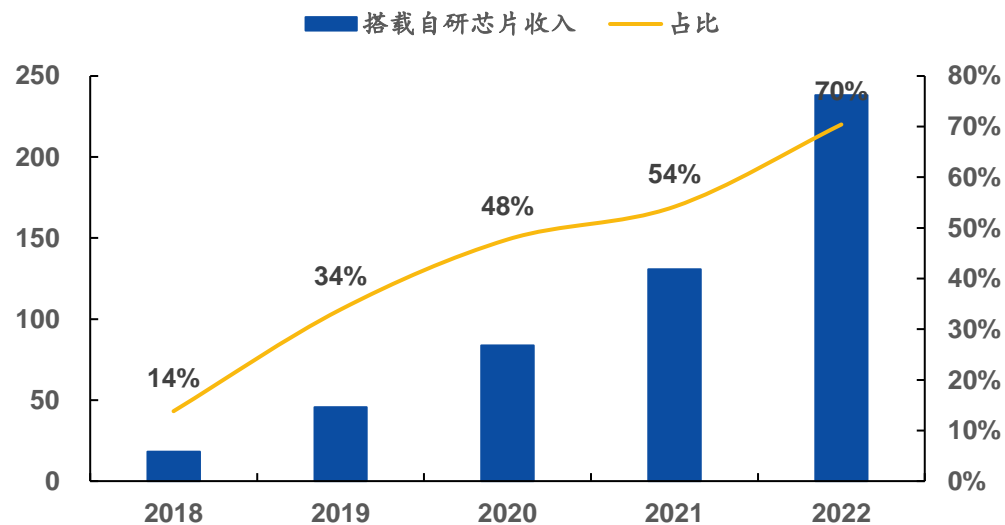
图21：2017年开始公司产品进入快速迭代期



高端产品放量产品结构持续提升，自研芯片搭载率提升利润表显著改善

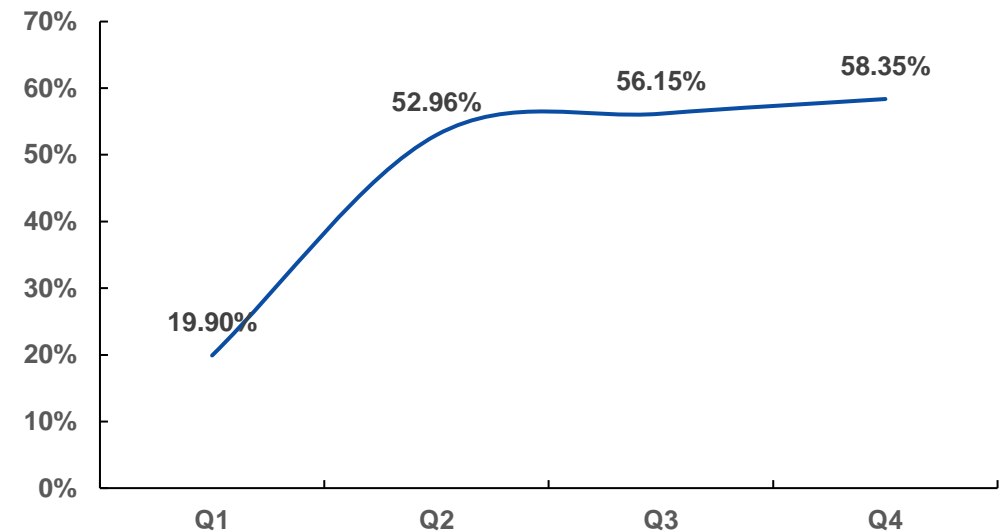
自研芯片逐渐步入红利期，公司示波器产品收入和毛利率显著改善。随搭载“凤凰座”芯片组的高端产品陆续上市放量，公司示波器产品销售单价持续提升。截至2022年，公司搭载自研核心技术平台产品的数字示波器产品销售金额占比提升至70.39%，同比增长16.22%；公司主机单价同比提升44.97%，毛利率同比提升6.12 pcts。特别是2022年9月公司全新DHO系列高分辨率数字示波器全球发货以来，公司数字示波器产品线毛利率进一步显著优化，搭载自研芯片的中高端新品逐步成为公司业绩主驱动力

图22：搭载自研芯片示波器营收（百万元）



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图23：公司2022Q1-Q4数字示波器毛利率

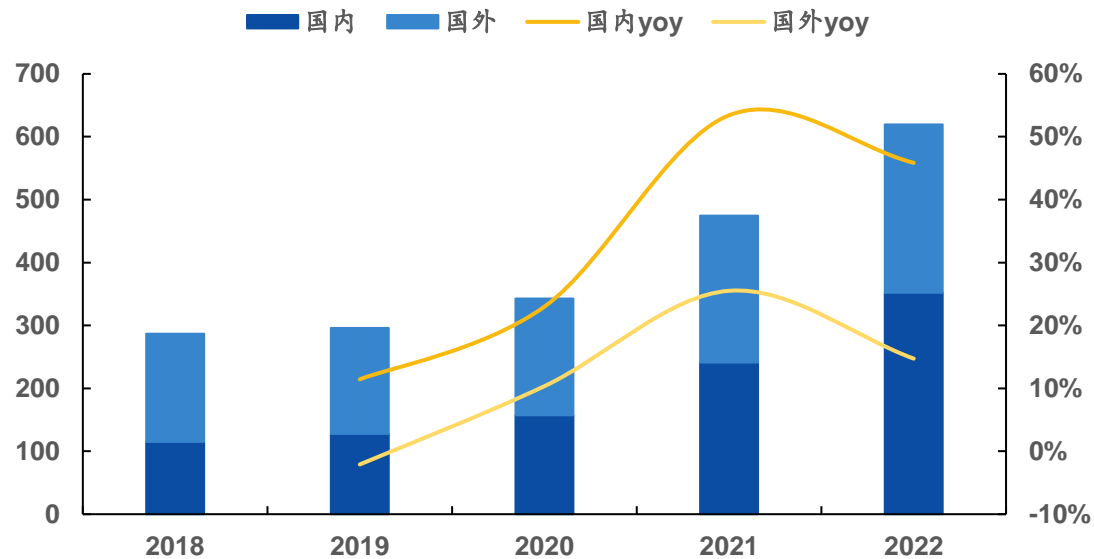


资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

公司展望：短期长期逻辑清晰，向上突破有望持续兑现业绩

- 中短期看，多年积累，境内市场是公司主战场：**得益于国内强劲的科技创新驱动和完善的营销体系布局，公司通过渠道销售、终端销售、大客户销售和电商销售模式全方面触达各类终端用户。同时，国产替代政策和教育贴息贷款形成对公司高端和新品的拉动。2022年公司在国内销售收入取得快速增长，同比增长达到45.86%，远高于境外的14.47%同比增长。伴随2023年13GHz数字示波器等新品集中发布，有望持续落地兑现业绩
- 中长期看，高性能芯片研发规划清晰，持续打开高端蓝海市场：**4GHz及以上在示波器市场占比约80%，公司对13GHz及以上芯片研发制定了清晰的战略规划，保障多元化和高端化产品发展的需要，有望进一步切入高端蓝海市场公司示波器以外的产品，充分发挥自研芯片产品性能及成本优势

图24：公司2022Q1-Q4数字示波器毛利率



资料来源：公司公告、太平洋证券研究院

图25：普源精电高带宽产品



资料来源：公司官网、太平洋证券研究院

盈利预测与投资建议

公司作为国内领先的通用电子测量仪器龙头，深耕深耕行业二十余年，产品性能对标国际龙头，且是目前为数不多具备示波器自研芯片能力的企业，通过自研芯片从中低端向高端市场拓展，在不断切入更大市场空间构筑产品护城河。同时，随高科技领域的竞争加剧，公司有望充分受益行业国产替代加速趋势。未来伴随公司产品高端自研产品的不断放量兑现业绩，产品结构持续改善，有望在实现销售规模快速增长的同时，盈利能力及质量同步稳定提升。我们预计公司2023-25年实现营业收入8.84、12.29、15.97亿元，归母净利润1.31、2.10、3.31亿元，对应PS 11.42、8.66、6.63 x，基于公司所处行业壁垒较高，公司自身发展战略规划清晰，首次覆盖，给予公司“买入”评级

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	483.94	630.57	884.41	1228.74	1597.18
收入同比(%)	36.63	30.30	40.25	38.93	29.99
归母净利润(百万元)	-3.90	92.49	131.39	210.14	331.03
归母净利润同比(%)	85.65	2472.87	42.06	59.93	57.53
ROE(%)	-0.52	3.61	4.63	6.66	9.89
每股收益(元)	-0.02	0.52	0.73	1.17	1.84
市盈率(P/E)	-2500.71	105.39	74.18	46.38	29.45

风险提示

高端自研芯片开发不达预期风险；

新客户导入不及预期风险

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E
流动资产	575.6	2183.4	2299.3	2545.4	2764.1	营业收入	483.9	630.6	884.4	1228.7	1597.2
现金	137.7	301.6	309.5	368.6	399.3	营业成本	239.1	300.2	395.0	529.5	669.4
应收账款	62.1	95.1	132.7	184.3	239.6	营业税金及附加	5.7	4.9	6.9	9.5	12.4
其他应收款	2.5	2.5	3.8	5.2	6.8	营业费用	95.5	104.9	136.6	185.3	234.5
预付账款	7.1	8.7	11.1	15.2	19.1	管理费用	59.6	64.6	84.6	110.3	133.4
存货	119.3	169.5	221.4	302.2	379.7	研发费用	103.2	125.6	187.8	210.4	232.5
其他流动资产	247.0	1606.1	1620.8	1669.9	1719.6	财务费用	10.0	-12.6	-12.5	-13.8	-15.6
非流动资产	341.2	605.6	742.4	860.1	870.7	资产减值损失	-2.8	-4.3	-5.0	-6.8	-8.1
长期投资	0.0	10.1	12.4	13.6	14.2	公允价值变动收益	0.9	11.1	15.0	0.0	0.0
固定资产	248.4	415.2	537.8	650.1	680.0	投资净收益	8.5	29.2	17.9	20.1	15.8
无形资产	22.5	25.8	27.3	28.5	29.6	营业利润	-5.4	93.8	136.1	229.4	359.6
其他非流动资产	70.3	154.5	165.0	168.0	146.9	营业外收入	0.7	6.6	6.0	0.0	0.0
资产总计	916.8	2789.0	3041.8	3405.5	3634.8	营业外支出	1.7	1.4	1.4	4.4	5.2
流动负债	138.4	201.8	192.2	232.7	271.8	利润总额	-6.4	99.0	140.7	225.0	354.4
短期借款	18.1	1.0	1.2	2.9	1.5	所得税	-2.5	6.5	9.3	14.8	23.4
应付账款	53.9	78.1	100.3	133.1	169.8	净利润	-3.9	92.5	131.4	210.1	331.0
其他流动负债	66.4	122.7	90.7	96.7	100.5	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	24.7	23.5	14.5	16.7	16.1	归属母公司净利润	-3.9	92.5	131.4	210.1	331.0
长期借款	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	26.7	105.1	155.9	257.1	392.4
其他非流动负债	23.9	23.5	14.5	16.7	16.1	EPS (元)	0.0	0.8	0.7	1.2	1.8
负债合计	163.1	225.3	206.7	249.4	287.9						
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0						
股本	91.0	121.3	179.5	179.5	179.5						
资本公积	632.2	2320.9	2487.6	2597.6	2457.6						
留存收益	28.6	121.1	167.6	377.7	708.8						
归属母公司股东权益	753.7	2563.7	2836.0	3156.1	3346.9						
负债和股东权益	916.8	2789.0	3042.7	3405.5	3634.8						

现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元						会计年度					
会计年度	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E	2021.0	2022.0	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	61.9	103.6	43.4	116.2	245.2	成长能力					
净利润	-3.9	92.5	131.4	210.1	331.0	营业收入(%)	36.6	30.3	40.3	38.9	30.0
折旧摊销	22.2	23.8	32.3	41.6	48.4	营业利润(%)	76.7	1833.6	45.0	68.5	56.8
财务费用	10.0	-12.6	-12.5	-13.8	-15.6	归属于母公司净利润(%)	85.7	2472.9	42.1	59.9	57.5
投资损失	-8.5	-29.2	-17.9	-20.1	-15.8	获利能力					
营运资金变动	-45.5	-30.7	-103.8	-99.5	-98.0	毛利率(%)	50.6	52.4	55.3	56.9	58.1
其他经营现金流	87.6	59.8	13.9	-2.0	-4.8	净利率(%)	-0.8	14.7	14.9	17.1	20.7
投资活动现金流	-145.0	-1600.9	-186.9	-183.6	-88.6	ROE(%)	-0.5	3.6	4.6	6.7	9.9
资本支出	38.3	264.3	200.0	150.0	50.0	ROIC(%)	0.7	14.2	14.1	19.5	28.3
长期投资	115.2	1368.0	4.3	0.7	0.5	偿债能力					
其他投资现金流	8.5	31.4	17.4	-32.8	-38.1	资产负债率(%)	17.8	8.1	6.8	7.3	7.9
筹资活动现金流	0.3	1657.3	151.5	126.4	-126.0	净负债比率(%)	12.3	1.0	0.6	1.2	0.5
短期借款	-0.8	-17.1	0.2	1.7	-1.4	流动比率	4.2	10.8	12.0	10.9	10.2
长期借款	0.8	-0.8	0.0	0.0	0.0	速动比率	3.3	9.9	10.8	9.6	8.8
普通股增加	0.0	30.3	58.2	0.0	0.0	营运能力					
资本公积增加	82.8	1688.6	166.8	110.0	-140.0	总资产周转率	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5
其他筹资现金流	-82.4	-43.8	-73.7	14.7	15.4	应收账款周转率	8.4	8.0	7.8	7.8	7.5
现金净增加额	-87.0	163.0	8.0	59.1	30.7	应付账款周转率	4.6	4.5	4.4	4.5	4.4
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.0	0.5	0.7	1.2	1.8
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.3	0.6	0.2	0.6	1.4
						每股净资产(最新摊薄)	4.2	14.3	15.8	17.6	18.6
						估值比率					
						P/E	-2500.7	105.4	74.2	46.4	29.4
						P/B	12.9	3.8	3.4	3.1	2.9
						EV/EBITDA	288.6	73.4	49.5	30.0	19.7

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话：95397

投诉邮箱：kefu@tpyzq.com



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务 资格，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。