

2022年08月08日

普源精电-U (688337.SH)

公司快报

证券研究报告

## 中报业绩符合预期，盈利能力大幅提升

### ■事件概述

8月7日，普源精电披露2022年半年报。公司2022上半年实现营业收入2.61亿元，同比增长23.25%；实现归母净利润0.29亿元，同比增长0.49亿元；实现扣非归母净利润0.08亿元，同比增长0.32亿元。若剔除股份支付影响，实现归母净利润0.56亿元，同比增长116.22%；

### ■中报业绩符合预期，盈利能力大幅提升

收入端来看，公司2022上半年实现营业收入2.61亿元，同比增长23.25%。分产品结构来看，公司高端产品持续发力。高端数字示波器营收同比增长123.28%，其中5GHz带宽的DS70000系列同比增长3067.00%，2022上半年营收已达去年全年营收的245.73%；2GHz带宽的MSO8000/R系列同比增长56.24%。分地区来看，公司国内收入无惧疫情扰动，维持高增长。得益于公司高端产品的突破，叠加国产替代政策红利和直销体系成熟，公司国内营收较上年同比增长47.48%；而海外则由于地缘政治冲突、汇率波动等不利因素，增速低于国内，约为5%，我们预计若上述不利因素消除，公司海外收入增速有望恢复至过往的正常水平。从销售模式来看，公司直销体系逐渐成型。直销模式营收同比增长44.85%，大客户和终端销售模式营收同比增长194.83%，其中单体最大的战略直销客户营收同比增长67.97%，反映出公司直销体系的逐渐成型，将进一步保障高端产品的推广和销售。

毛利率来看，公司2022上半年毛利率为51.98%，较去年同期增长1.09pct；若扣除股份支付的影响，毛利率为52.88%；若扣除原材料采购成本同比上涨因素的影响，毛利率为56.82%。公司毛利率的提升一方面来自于各项费用率及股份支付费用的下降；另一方面得益于高端数字示波器销售增长带来的产品均价提升（同比增长26.44%），充分体现出产品高端化对盈利能力的提振作用。

费用率来看，公司2022上半年研发/管理/销售费用率分别为21.26/11.53/16.51%，三者分别下降2.65/3.43/5.91%，主要系股份支付费用的减少以及收入增长带来的规模效应。考虑到公司2023年股份支付将减少至1200万元，我们预计后续这一趋势仍将延续，公司各项费用率有望进一步降低，带动利润持续释放。

利润端来看，得益于高端化带来的毛利率提升，以及费用率的下降，公司2022上半年实现归母净利润0.29亿元，同比大幅增长0.49亿元，若剔除股份支付，实现归母净利润0.56亿元，同比增长116.22%。

### ■夏季新品发布会召开，新产品注入成长新动能

2022年7月18日，普源精电在夏季新品发布会中发布了包括“半人马座”芯片组、高分辨率示波器、电源及微波信号发生器等一系列新产品。具体来看，1)“半人马座”芯片组包括了数字信号调理芯片、高精度模拟信号调理芯片、和

投资评级 买入-A

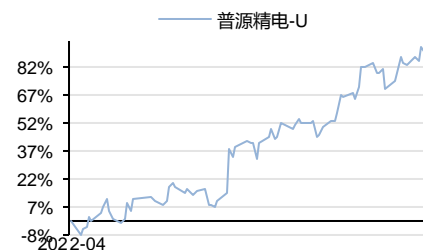
维持评级

6个月目标价：89.03元  
股价(2022-08-05) 78.00元

#### 交易数据

总市值(百万元)	9,462.15
流通市值(百万元)	1,978.25
总股本(百万股)	121.31
流通股本(百万股)	25.36
12个月价格区间	36.76/78.00元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	20.64	68.96	34.81
绝对收益	16.56	76.47	28.12

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001  
zhaoyang1@essence.com

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006  
xiayt@essence.com.cn

袁子翔

报告联系人

yuanzx@essence.com.cn

#### 相关报告

- 普源精电-U：夏季新品发布会召开，注入成长新动能/赵阳 2022-07-19
- 普源精电-U：国内电子测量仪器龙头，高端化进程再加速/赵阳 2022-06-20

高精度信号处理芯片，主打高分辨率和通用性。2) **高分辨率示波器**包括了HDO4000和1000系列，其均借助“半人马座”实现了超低噪声和12bit高分辨率，大幅增加了公司中低端示波器的产品厚度和竞争力，推动公司市占率提升；3) **电源及射频信号源**，两者均在原有产品的基础上，基于客户需求，实现了较大幅度的性能升级。我们认为，**电子测量仪器公司的业绩增长很大程度上取决于新产品的推出节奏**，本次发布会中公司发布的一系列芯片和测量仪器产品，为后续增长注入了新动能。

### ■ 自研芯片加持，高端化进程再加速

继“凤凰座”之后，公司于2022年7月正式发布了公司第二代芯片组，“半人马座”（其由3颗芯片组成，分别为数字信号调理芯片“γCentaurus”、高精度模拟信号调理芯片“θCentaurus”及高精度信号处理芯片“αCentaurus”）。从技术指标来看，“半人马座”的重心在于高精度与通用性，在低噪声、高动态范围、高分辨率等指标上实现了高端化；从应用范围来看，“半人马座”将会支持示波器、频谱仪、信号源、码型发生器、逻辑分析仪等。展望未来，除了主打高精度、通用性的“半人马座”芯片组，根据公司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，从而支撑战略级示波器新品在2023年推出。**我们始终强调芯片设计的自研是电子测量厂商迈向高端的重要一环，将助力公司高端化再加速，进入空间更大、利润水平更为丰厚的高端测量仪器市场，从而在国产化的助力下实现加速增长。**

■ **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2022-2024年的收入分别为6.60/9.01/12.09亿元，归母净利润分别为0.85/1.80/2.53亿元，维持买入-A的投资评级，6个月目标价为89.03元，相当于2023年60倍的动态市盈率。

■ **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；5) 假设不及预期的风险。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	354.2	483.9	660.4	900.8	1,209.2
净利润	-27.2	-3.9	84.9	179.6	252.8
每股收益(元)	-0.30	-0.04	0.70	1.48	2.08
每股净资产(元)	7.41	8.28	6.91	8.39	10.48

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	0.00	0.00	111.51	52.67	37.42
市净率(倍)	0.00	0.00	11.28	9.29	7.44
净利润率	-7.7%	-0.8%	12.8%	19.9%	20.9%
净资产收益率	-6.5%	-0.5%	10.7%	19.3%	22.1%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-6.8%	-1.8%	12.2%	23.2%	31.2%

资料来源: 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	354.2	483.9	660.4	900.8	1,209.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	173.8	239.1	309.6	405.3	531.3	营业收入增长率	16.6%	36.6%	36.5%	36.4%	34.2%
营业税费	3.6	5.7	7.8	10.7	14.3	营业利润增长率	-150.8%	-76.7%	-1732.8%	120.9%	40.7%
销售费用	83.0	95.5	112.3	133.6	171.6	净利润增长率	-159.1%	85.7%	2277.0%	111.7%	40.7%
管理费用	126.4	162.8	176.7	196.4	244.9	EBITDA增长率	-118.5%	242.7%	670.4%	92.8%	35.4%
财务费用	5.8	10.0	-20.0	-25.0	-11.0	EBIT增长率	-150.8%	68.4%	1259.2%	121.9%	40.0%
资产减值损失	-2.4	2.4	2.2	2.5	3.2	NOPLAT增长率	-161.7%	63.6%	887.4%	112.7%	40.0%
加:公允价值变动收益	1.0	0.9	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	158.3%	-8.4%	42.4%	-9.6%	18.5%
投资和汇兑收益	2.5	8.5	6.2	5.7	6.8	净资产增长率	304.3%	11.8%	11.3%	21.4%	24.8%
<b>营业利润</b>	-23.2	-5.4	88.4	195.3	274.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.0	-1.0	0.0	0.0	0.0	毛利率	50.9%	50.6%	53.1%	55.0%	56.1%
<b>利润总额</b>	-23.2	-6.4	88.4	195.3	274.8	营业利润率	-6.6%	-1.1%	13.4%	21.7%	22.7%
减:所得税	4.0	-2.5	3.5	15.6	22.0	净利润率	-7.7%	-0.8%	12.8%	19.9%	20.9%
<b>净利润</b>	-27.2	-3.9	84.9	179.6	252.8	EBITDA/营业收入	-2.9%	3.1%	17.3%	24.5%	24.7%
						EBIT/营业收入	-6.5%	-1.5%	12.9%	20.9%	21.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	153	182	143	112	89
货币资金	223.9	137.7	350.7	740.9	973.7	流动营业资本周转天数	162	163	150	153	142
交易性金融资产	90.9	221.7	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	486	434	344	453	436
应收账款	52.7	62.3	100.4	123.0	172.0	应收账款周转天数	47	43	45	45	45
应收票据	3.4	2.5	3.4	4.4	5.6	存货周转天数	138	151	143	143	143
预付账款	3.8	7.1	9.7	12.3	15.7	总资产周转天数	597	652	546	476	440
存货	119.3	124.0	194.5	223.0	0.0	投资资本周转天数	621	416	434	288	254
其他流动资产	-22.2	20.3	-36.4	14.7	278.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	-6.5%	-0.5%	10.7%	19.3%	22.1%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-3.3%	-0.4%	8.0%	13.9%	15.5%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	-6.8%	-1.8%	12.2%	23.2%	31.2%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	234.0	248.4	269.5	285.3	302.8	销售费用率	23.4%	19.7%	17.0%	14.8%	14.2%
在建工程	5.2	7.1	0.0	0.0	0.0	管理费用率	35.7%	33.6%	26.7%	21.8%	20.3%
无形资产	18.8	22.5	17.7	12.5	6.8	财务费用率	1.6%	2.1%	-3.0%	-2.8%	-0.9%
其他非流动资产	83.6	63.2	149.0	-125.0	-128.0	三费/营业收入	60.8%	55.4%	40.7%	33.9%	33.5%
<b>资产总额</b>	813.4	916.8	1,058.4	1,291.1	1,627.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	19.2	19.3	24.6	33.6	45.1	资产负债率	17.1%	17.8%	20.8%	21.1%	21.9%
应付账款	71.6	73.6	111.6	137.4	184.9	负债权益比	20.6%	21.6%	26.2%	26.8%	28.0%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.77	4.16	3.19	4.50	4.36
其他流动负债	34.4	45.5	58.9	77.2	101.3	速动比率	3.14	3.30	2.55	3.72	3.69
长期借款	0.0	0.8	0.8	0.8	0.8	利息保障倍数	-	-16.72	549.35	144.23	150.57
其他非流动负债	13.8	23.9	23.9	23.9	23.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	138.9	163.1	219.8	272.9	355.9	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	91.0	91.0	121.3	121.3	121.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	583.5	662.7	717.3	896.9	1,149.7						
<b>股东权益</b>	674.5	753.7	838.6	1,018.2	1,271.0						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	-0.30	-0.04	0.70	1.48	2.08
净利润	-27.2	-3.9	84.9	179.6	252.8	BVPS(元)	7.41	8.28	6.91	8.39	10.48
加:折旧和摊销	88.9	21.0	29.7	32.6	35.5	PE(X)	0.00	0.00	111.51	52.67	37.42
资产减值准备	-2.4	2.4	2.2	2.5	3.2	PB(X)	0.00	0.00	11.28	9.29	7.44
公允价值变动损失	-1.0	-0.9	0.0	0.0	0.0	P/FCF	-27.28	-100.32	118.05	79.34	40.65
财务费用	5.8	10.0	-20.0	-25.0	-11.0	P/S	0.00	0.00	14.33	10.50	7.82
投资损失	-2.5	-8.5	-6.2	-5.7	-6.8	EV/EBITDA	-1.84	1.35	82.12	41.44	30.19
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-	146.4%	-22.7%	287.7%	501.8%
营运资金的变动	-33.4	41.9	-95.0	206.7	-26.1	PEG	0.00	0.00	0.05	0.47	0.92
<b>经营活动产生现金流量</b>	28.2	61.9	-4.4	390.7	247.6	ROIC/WACC	-1.02	-0.27	1.82	3.47	4.68
<b>投资活动产生现金流量</b>	-312.7	-145.0	192.0	-34.4	-37.4	REP	-0.03	-0.14	6.56	3.71	2.29
<b>融资活动产生现金流量</b>	410.9	0.3	25.3	34.0	22.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 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。

## ■ 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。

## ■ 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 119 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