

证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

同惠电子（833509）

无评级

电子测量仪器制造

重大事件快评

2020 年 12 月 24 日

深耕电子测量仪器领域多年，高端产品进口替代有望突围

证券分析师：彭若恒

pengruoheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司将于 12 月 24 日进行公开发行申购并在之后挂牌精选层。公司本次申请公开发行并进入精选层选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1,500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2,500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”。公司市值按停牌前最后收盘价（20.02 元）计算为 16.46 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 2,659/2,782 万元，加权平均净资产收益率 21.94/26.47%。本次拟公开发行募集资金 2.3 亿元，其中 1.5 亿元、0.5 亿元将分别投入“智能化电子测量仪器生产制造项目”和“研发中心建设项目”，其余用于补充流动资金。

国信新三板观点：1）公司在国内电子仪表领域企业中具备较强的技术研发和产品优势，产品型号丰富，部分指标和功能已经达到甚至超过国际同类型产品水平，当前仍在不断追赶与国外领先企业的技术差距，力争更大程度实现高端领域国产替代；2）下游应用范围极广，包括 5G 通讯、LED 照明、半导体封测、新能源汽车、可穿戴消费电子等具有广阔发展空间的领域；3）2019 /2020Q1-3，实现营收 9,162/6,465 万元，同比-0.22%/+4.30%，归母净利润 3,252/1,938 万元，同比+7.98%/0.37%，扣非后为 2,659/1,632 万元，同比-4.42%/-8.72%，2019 年 EPS/当前 EPSTM 分别为 0.396/0.395 元，对应停牌前股价的 PE/PETM 分别为 50.6 /50.7 倍；4）风险提示：行业竞争加剧、芯片等器件依赖进口、新技术产品开发受阻、境外贸易政策变化、新冠疫情影响短期业绩、发行失败；5）投资建议：公司深耕电子仪表领域二十余年，在国内电子测量仪器企业中具备较强的技术研发和产品优势，产品型号丰富，部分指标和功能已经达到甚至超过国际同类型产品水平，通过高强度的研发投入和积极的研发合作仍在不断追赶与国外领先企业的技术差距。公司下游应用范围极广，包括 5G 通讯、LED 照明、半导体封测、新能源汽车、可穿戴消费电子等具有广阔发展空间的领域，电子测量仪器行业作为必不可少的关联性基础行业，高端市场却长期被技术竞争力更强的国外企业所垄断，国产化率不足 10%。本次发行募资后公司的产能建设将大大增强，研发基础实施和综合实力也将进一步的优化和提高，随现有产品技术及智能化升级延续，再凭借多年的市场培育基础，公司有望获取更大的销售份额，加速高端领域国产化替代，推荐持续关注。

评论：

■ 深耕电子测量仪器领域，六大类产品应用领域极广，逐步突破国际领先技术水平，着力高端领域国产替代

公司成立于 1994 年，为专注于研发生产电子测量仪器的高新技术企业，当前主要有六大类测试仪器 200 多个型号，包括元件参数测量仪器、绕线元件测量仪、电气安规测量仪、电阻类测量仪等，主要用于各种电子元器件、材料、电子零部件、电子整机等的性能测试及试验验证等，被广泛应用于 3C 消费电子、5G 通讯、半导体封测、新能源汽车、电力电子、家用电器等领域。

在众多国内电子测量仪器企业中，公司具备较强的自主研发能力和核心技术优势，尤其在精密阻抗测量领域已积累了有二十多年的测试理论、技术和实践经验，部分产品在高端领域已成功实现产品进口替代，其中高性能自动平衡

LCR 数字电桥等产品的性能指标已达国际领先水平，数个在研产品也能有效弥补与国外主流技术的差距，有望在高端领域打破国外企业的垄断。公司近三年研发/营收占比均超过 12%，拥有发明专利 12 项，实用新型专利 21 项，软件著作权 43 项，在硬件测试、嵌入式软件及算法等方面积累了大量核心技术，曾承担过 2 项科技部中小企业创新基金等科研项目，“电力电子器件测试仪”产品被江苏省工业和信息化厅认定为“专精特新”产品。

持续深耕之下，公司正逐步将技术和产品的相对优势转化为市场优势，当前已获得诸多客户的认可，已相继进入了 TDK、PULSE、MOLEX、顺络电子、瑞声科技、立讯精密、风华高科、法拉电子等国内外元器件知名企业和华为、比亚迪、富士康、长电科技、华峰测控、格力电器等国内外知名电子厂商的供应链，同时也为中科院、中国电科、清华大学、浙江大学、东南大学、上海交大、电子科技大学等知名高校及科研院所提供产品。

■ 赵浩华等 7 人同为控股股东，共同管理公司，董事长相关技术背景深厚

公司控股股东为赵浩华、王志平、孙伯乐、王恒斌、高志齐、任老二、唐玥，7 人为一致行动人，共持股 81.71%（发行后预计 62.65%），其中第一大股东赵浩华直接持股 16.37%，通过员工持股平台同达投资间接持股 0.95%，其余 6 人分别直接持股 12.19%、11.11%、11.11%、11.11%、11.11%、7.74%，无其他持股 5% 以上股东。管理层方面，7 名实控人皆为公司董事并在技术研发、生产采购、销售财务等方面任关键职务，其中赵浩华、唐玥和王恒斌为公司高管，分别任董事长兼总经理、副总经理兼财务总监、董事会秘书兼制造部总监，高管及近亲共持股 36.18%。公司共计 6 名核心技术人员，其中董事长赵浩华在仪器电子方面技术背景深厚，还包含孙伯乐和高志齐 2 名实控人。

表 1：公司核心管理层情况

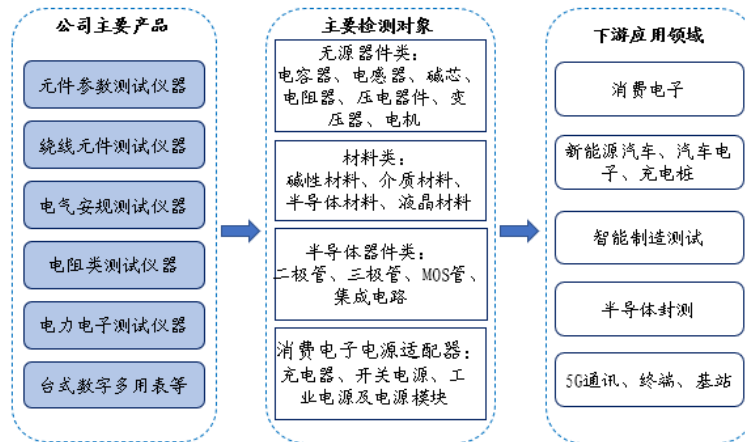
人员	公司职务、身份	个人履历
赵浩华	一致行动实控人、董事长、总经理、核心技术人员	1965 年出生，正高级工程师，毕业于南京理工大学信号、电路与系统专业，硕士研究生学历。曾任常州电子仪器厂仪器分厂研究所副所长，江阴市扬子电子实业公司副总经理；1994 年至今，历任公司总经理、董事长；现任公司董事长兼总经理。从业 30 年来始终致力于高端阻抗测量仪器的研发创新，主导了几十项新产品项目的规划和研发工作。具有 20 多年的企业管理经验，是公司的主要创始人，多项核心技术发明人。2004 年获江苏省科技技术奖三等奖，2004 年获常州市科技技术进步奖二等奖，2016 年获常州市科学技术进步奖二等奖，2019 年获江苏省科学技术奖三等奖，2019 年获中国机械工业科学技术奖二等奖。曾被聘为中国计量科学研究院电磁专业计量咨询专家，江苏理工学院企业教授。
唐玥	一致行动实控人、董事、副总经理、财务总监	1964 年出生，毕业于常州广播电视大学计算机应用专业，大专学历。曾任常州电子仪器厂助理工程师，江阴市扬子电子实业公司会计；1994 年至今，历任公司财务部经理、董事、副总经理、财务总监；现任公司董事、副总经理兼财务总监。
王恒斌	一致行动实控人、董事、董事会秘书、制造部总监	1969 年出生，毕业于华中科技大学信息工程专业，本科学历。曾任常州电子仪器厂研发工程师，武进快克电子开发工程公司副总经理；1994 年至今，历任公司制造部经理、董事、副总经理、董事会秘书、制造部总监；现任公司董事、董事会秘书兼制造部总监。
王志平	一致行动实控人、董事、采购部总监	1967 年出生，毕业于无锡信息职业技术学院无线电机制造专业，中专学历。曾任常州电子仪器厂研发工程师，江阴市扬子电子实业公司制造部经理；1994 年至今，历任公司副总经理、副董事长、董事、采购部总监；现任公司董事兼采购部总监。
孙伯乐	一致行动人实控人、董事、品质部总监、核心技术人员	1965 年出生，毕业于清华大学生物医学工程/工业自动化专业，本科学历。曾任常州电子仪器厂工程师，江阴市扬子电子实业公司工程师；1994 年至今，历任公司副总经理、董事、品质部总监；现任公司董事兼品质部总监。
高志齐	一致行动人实控人、董事、技术研发中心总监、核心技术人员	1970 年出生，毕业于华中科技大学应用电子技术专业，本科学历。曾任常州市昌达电子有限公司研发工程师，江阴市扬子电子实业公司研发工程师；1994 年至今，历任公司研发部经理、董事、副总经理、技术研发中心总监；现任公司董事兼技术研发中心总监。
任老二	一致行动实控人、董事、市场营销中心总监	1967 年出生，毕业于常州工学院经济贸易专业，大专学历。曾任常州电子仪器厂维修工程师，江阴市扬子电子实业公司营销部业务经理；1994 年至今，历任公司营销部经理、董事、副总经理、营销中心经理、营销中心总监；现任公司董事兼市场营销中心总监。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营分析：六大类电子测量仪当前以元件参数类为主，部分产品达国外主流技术水平，高端进口替代能力有望增强

公司主营产品为各类电子测量仪器，可分为元件参数类、绕线元件类、电气安规类、电阻类、电力电子类测试仪器和台式数字多用表 6 大类，主要用于不同电子元器件和零部件的性能测试和检验，包括电容器、液晶材料、二极管电源适配器等，其中元件参数类收入占比最高在 40% 左右。产品下游应用领域极为广泛，包括消费和电力电子、5G 通讯、半导体、新能源汽车、家用电器等领域。

图 1：公司产品应用领域示意



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

(1) 元件参数测试仪器

主要产品包括阻抗分析仪、LCR 数字电桥（能够测量电感、电容、电阻、阻抗等参数的仪器）等，应用于无源器件（电容器、电感器、电阻器、压电器件、变压器等）、半导体材料及元件、介质材料、磁性材料等诸多电子元件及材料的电气性能测试与分析。

表 2：元件参数测试仪器情况列举

分类	频率范围	最快测试速度	基本测试精度	功能特点	图片示例
1.TH2839 系列阻抗分析仪	20Hz-10MHz， 0.1mHz 分辨率	7.7ms/次	0.05%	采用宽阻抗测量范围数字化自动平衡电桥技术，具有等效电路分析、LCR 模式、列表扫描、多参数图形扫描分析、开路/短路/负载校准等功能。	
3.TH2826 高频 LCR 数字电桥	20Hz — 5MHz， 10mHz 分辨率	5ms/次	0.1%	采用欠采样混频技术，四种信号源输出阻抗，具有列表扫描、图形扫描与分析等功能。	
5.TH2832 系列精密 LCR 数字电桥	20Hz—200kHz	12.5ms/次	0.05%	高性价比、紧凑型 LCR 数字电桥。电感 Ls/直流电阻 DCR 同时测试同时显示、软电源开关、数据记录、单组变压器参数测试等功能	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注：L：电感（Lenz），C：电容（Capacitor），R：电阻（Resistance），

(2) 绕线元件测试仪器

该类别主要产品包括自动变压器测试系统、电感偏流特性测试系统等，应用于开关电源变压器、网络变压器、网络滤波器、电机、大功率电感器、铁芯/铁氧体材料等磁性元件与材料的综合性能测试与分析。

表 3：绕线元件测试仪器情况列举

分类	频率范围/脉冲峰值电压	最快测试速度/最高采样率	基本测试精度/存储深度/形式	功能特点	图片示例
1.TH2829X 自动变压器测试系统	20Hz—1MHz	13ms/次	0.05%	经典自动变压器测试系统，可提供 20 /24 /48/192 通道的变压器扫描测试。具有高圈数比和弱耦合变压器测试、二极管正反向特性测试、扫描治具继电器自检等功能。	
2.TH2883 系列脉冲式线圈测试仪	30V—10kV	200MHz	6k 字节/波形	绕线线圈产品匝间绝缘/层间短路的专用测试仪器。采用高保真电晕提取算法，提供四种波形比较判定方法，具有参数保存、电压/时间及频率测量、波形缩放与移动等功能。	
3.TH903A 电感偏流特性测试系统	20Hz—2MHz	—	测试文件，截屏图，csv，波形数据	可对电感器/电抗器/铁芯/铁氧体材料等的直流偏置电流下的交流阻抗特性进行测试与分析。由工控机 IPC、液晶显示器 LCD、9 英寸标准机架、LCR 数字电桥等组成。	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

(3) 电气安规测试仪器

用来检测产品是否漏电、是否接地良好等安全性能指标的仪器，公司的该类产品包括并行交直流耐压绝缘测试仪、集成化磁性元器件分析仪等，广泛应用于不同行业的电子设备、电器的安全参数测试，包括消费电子、家用电器、

变压器、电机、电气设备、电热器具、照明器具、新能源汽车、电子元器件、医疗设备等。

表 4：电气安规测试仪器情况列举

分类	绝缘测试电压	绝缘测试范围	其他技术指标	功能特点	图片示例
1.TH9010 并行多通道耐压测试仪	0.1—1kV	0.1M—10GΩ	8 路独立并行输出	高效 8 通道并行安全参数测试仪器，具有电弧侦测、快速放电等功能。支持 4 台 8 通道并行 4 路串行扫描扩展器，组成 8 x16 的并行—串行高效高压扫描测试系统。	
2.TH9110 程控交流耐压绝缘测试仪	0.05—5kV	1M—50GΩ	AC 最大输出功率：500VA	采用开关电源技术的大功率耐压绝缘测试仪，高压浮动输出设计，符合欧盟安全标准 EN50191。具有电弧 ARC 侦测、开短路检查、崩溃电压测试、触电保护等功能	
3.TH9520 系列集成磁性元器件综合分析仪	0.05—5kV	0.1M—10GΩ	0.1-6kV 脉冲峰值电压, 200MHz 采样率, 电感测试频率 100-100kHz	磁性元器件 8 通道六合一综合分析系统，集交流耐压、直流耐压、绝缘电阻、匝间绝缘、直流低电阻、电感量测试六大功能于一体，具有直流低电阻温度转换、电弧侦测、等功能，支持 Δ/Y 型电机直流电阻计算。	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

（4）电阻类测试仪器

主要产品包括：1）直流低电阻测试仪，应用于元器件、变压器、电机、继电器、电路焊点、线缆、接插件、开关、导电材料等的低电阻测试；2）交流低电阻测试仪/电池测试仪应用于智能手机电池、便携式设备电池、电动汽车动力电池、各种接触电阻、超级电容器等的交流电阻测试；3）绝缘电阻测试仪应用于高值电阻器、电容器绝缘电阻/漏电流、介质绝缘材料、电器设备、电线电缆等的绝缘电阻测试。

表 5：电阻类测试仪器情况列举

分类	电阻测试范围	基本测试精度	测试速度	功能特点	图片示例
1.TH2518 电阻/温度扫描测试仪	10μΩ—200kΩ	0.05%	单板卡 100 次/s	6 板卡插卡式并行扫描测试，每板卡 16 通道串行扫描，最高配置 96 路电阻/温度扫描测量，测试端组合自由编程，每通道单独设置分选比较并输出分选信号。温度测量可配置 PT500、PT100 铂电阻、模拟电压输入三种方式。	
2.TH2515 直流低电阻测试仪	0.1μΩ—110MΩ	0.01%	7ms/次	高速精密宽范围电阻测试仪。具有低电压测试模式，提供温度测试、测试值温度转换、温度补偿等功能。	
3.TH2523 交流低电阻测试仪/电池测试仪	1uΩ — 3.5kΩ	R 0.1%， V _{dc} 0.05%	20ms/次	各种电池内阻和元器件交流低电阻测试。具有接触检查、偏差扣除、参考值运算、清零、V/I 电平监视、图形扫描分析、数据记录与统计分析等功能。	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

（5）其他测试仪等产品

公司其他测试仪产品包括电力电子测试仪器和台式数字多用表等，前者主要运用于主要应用于计算机/服务器、3C 用电池、电源适配器、光伏逆变器、电动车充电器/充电桩等产品的参数测试，后者主要应用于对多种基本电子学参数进行测量，包括直流电压、直流电流、交流电压、交流电流、电阻、电容、频率/周期、温度等参数等。

表 6：电力电子测试仪器&台式数字多用表具体情况

分类	主要产品举例	应用领域	图片示例
1. 电力电子测试仪器	TH8300 模块化可编程直流电子负载、TH6700 系列可编程开关直流电源、TH3400 系列多通道数字功率计等	计算机/服务器/通信电源、3C 用电池、电源适配器、背光/光伏逆变器、LED 驱动器、电动车充电器/充电桩/驱动器等产品的参数测试	
2. 台式数字多用表	TH1963 六位半数字多用表、TH1953 五位半数字多用表等	用以测量直流/交流电压、直流/交流电流、电阻、电容、频率/周期、温度等参数	

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

从行业来看，虽然电子测量仪器应用广泛、重要性较为突出，但国际知名仪器公司凭借技术和品牌优势长期以来占据着我国大部分高端电子测量仪器市场，如是德科技、罗德与施瓦茨、日本日置等。国内企业生产的绝大部分产品处于中低档技术水平，仅相当于国外二十世纪九十年代初、中期产品，且各生产厂家在低档产品方面的竞争相对激烈，在高端市场仅能占有约 10% 的市场份额。

公司方面，当前产品结构和品类较为丰富，已有 200 多个型号的产品，部分主营产品在关键参数方面已经达到或接近国外主流技术水平，一些测试性能甚至优于国外同类产品的水平，具有较强的竞争优势，如 2MHz 精密自动平衡 LCR 数字电桥、10MHz 精密阻抗分析仪等，而高频电子变压器综合测试仪、多通道并行安规测试仪产品凭借技术、价格和服务等方面的优势打破了境外企业多年来在全球的垄断局面。

但仍有很大一部分产品与国外主流产品存在较大差距，而公司当前在研产品能够有效弥补差距，特别是在件参数测试仪器和绕线元件测试仪器方面，届时有望凭借技术突破进一步的实现进口替代。

各类产品核心技术参数与国外主流产品对比情况如下：

表 7：公司主营产品技术水平和国外主流技术水平对比

名称	核心参数	参数分档内容	具体标准	国外主流技术水平	公司主营产品水平	公司在研项目水平	技术说明
1 元件参数测试仪器&绕线元件测试仪器	测试频率	频率越高，产品技术、档次、价格越高，应用场景和竞争激烈程度减少	低端：< 100kHz； 中端：100kHz(含)-1MHz； 高端：≥ 1MHz	20Hz-120MHz	5Hz-10MHz	20Hz-120MHz	目前主营产品的测试频率与国外主流技术水平差距较大，但在研项目能够有效弥补国外主流技术的差距
2 电气安规测试仪器	测试电压和功能	电压越高，功能越多，产品技术难度、档次、价格越高，应用场景、竞争激烈程度相对较少	低端：模拟高压非程控、小功率元件测试； 中端：程控小功率带通道切换； 高端：多通道并行安全测试、隔离 500W 大功率、10000V AC/DC 高耐压、多功能多通道集成	1) 测试电压：50V-10kV AC, 50V-12kV DC； 2) 测试功能：交流耐压，直流耐压，绝缘电阻，接地电阻	1) 测试电压：50V-10kV AC, 50V-12kVDC； 2) 测试功能：交流、直流耐压，绝缘电阻，接地电阻	暂无	目前主营产品的测试电压基本达到国外主流技术水平；测试功能少于国外主流技术产品，但在研产品将会有效弥补差距
3 电阻类测试仪器	测量精度	精度越高，产品技术难度、档次、价格越高，竞争激烈程度相对较小	低端：≥ 0.1%； 中端：0.1%（不含）-0.05%； 高端：< 0.05%	0.01%	0.01%	暂无	目前主营产品测量基本准确度已接近国外主流技术水平
4 台式数字多用表	测试精度（显示位数）	显示位数越多，测试精度越高，产品技术难度、档次、价格越高，应用场景相对较少，竞争激烈程度相对较小	低端：4 位半 中端：5/6 位半 高端：7 / 8 位半	8 位半	6 位半	暂无	目前主营产品显示位数与国外主流技术水平有较大差距
5 电力电子测试仪器-1) 电子负载类	吸收功率	功率越大，产品技术难度、档次、价格越高，竞争激烈程度相对较小	低端：< 1kW 中端：1kW(含)-5kW 高端：≥ 5kW	50kHz	50kHz	50kHz	目前的公司产品和在研项目达到国外主流技术水平
2) -直流电源类	输出功率	功率越大，产品技术难度、档次、价格越高，竞争激烈程度相对较小	低端：< 1kW 中端：1kW(含)-5kW 高端：≥ 5kW	18kW	3kW	15kW	目前主营产品输出电流与国外主流技术有较大差距，但在研产品会有有效弥补差距

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

注 1：元件参数测试仪器&绕线元件测试仪器，表格中国外主流技术水平的主要技术指标来源于是德科技的 E4980A、E4990A；是德科技元件参数测试仪器无变压器扫描测试功能，中国台湾致茂电子的“自动变压器测试器 Model 13350”变压器扫描测试功能支持一次最多可测试 80 脚位；电阻测试仪器，表格中国外主流技术水平的主要技术指标来源于日置公司的 RM3545。数字多用表，表格中国外主流技术水平的主要技术指标来源于是德科技公司的 3458A 数字多用表；电力电子测试仪器；电力电子测试仪器直流电源类产品最大输出功率为单机，高度 3U 情况下数据

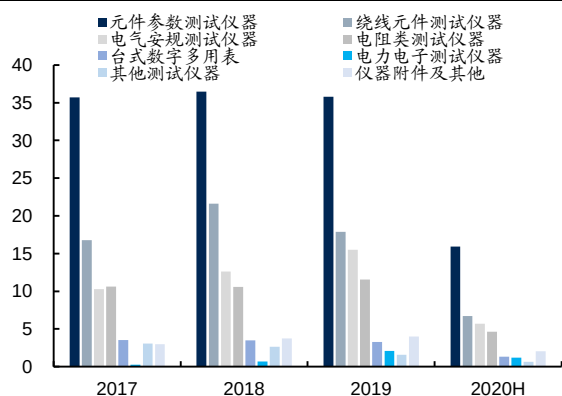
从收入的产品结构来看，公司当前均销售主营产品，2019/2020H 年实现收入总额 9162/3820 万元（-0.22/-5.63%），其中：

- 1) 元件参数测试仪器收入 3577/1591 万元（-1.87/+1.82%，占比 39.04/41.46%）；
- 2) 绕线元件测试仪器收入为 1787/673 万元（-17.39/-27.20%，占比 19.50/17.61%）；
- 3) 电气安规测试仪器收入 1550/571 万元（+22.97/-14.37%，占比 16.92/14.95%）；
- 4) 电阻类测试仪器收入为 1154/465 万元（+8.94/-7.82%，占比 12.59/12.18%）；
- 5) 台式数字多用表收入 329/132 万元（-6.00/175.95%，占比 3.59/3.45%）；
- 6) 电力电子测试仪器收入为 208/119 万元（+203.29/-27.80%，占比 2.27/3.13%），
- 7) 其他测试仪器收入为 159/65 万元（-39.40/+104.68%，占比 1.74/1.71%），
- 8) 仪器附件及其他收入为 398/204 万元（+6.67/40.44%，占比 4.34/5.33%）。

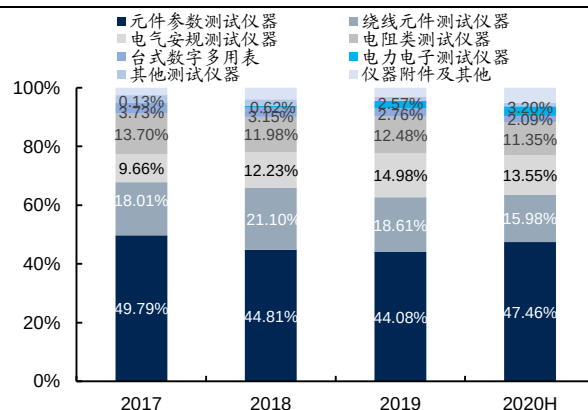
毛利润结构方面，在 2019 年/2020H1：

- 1) 元件参数测试仪器贡献毛利 44.08/47.46%（毛利率 67.85/63.64%）；
- 2) 绕线元件测试仪器贡献毛利 18.61/15.98%（毛利率 57.35/50.68%）；
- 3) 电气安规测试仪器贡献毛利 14.98/13.55%（毛利率 53.22/50.63%）；
- 4) 电阻类测试仪器贡献毛利 12.48/11.35%（毛利率 59.55/52.03%）；

- 5) 台式数字多用表贡献毛利 2.76/2.09% (毛利率 46.19/33.72%);
 6) 电力电子测试仪器贡献毛利 2.57/3.20% (毛利率 67.96/57.22%);
 7) 其他测试仪器贡献毛利 1.37/1.21% (毛利率 47.43/39.52%);
 8) 仪器附件及其他贡献毛利 3.14/5.15% (毛利率 43.43/54.00%)。

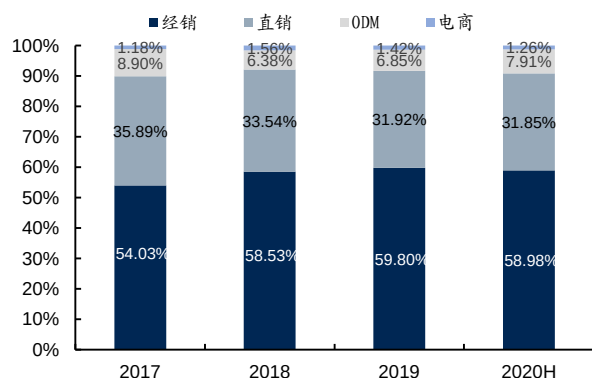
图 2: 2017-2020H1 分产品主营业收入 (百万元)


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

图 3: 2017-2020H1 分产品毛利润占比


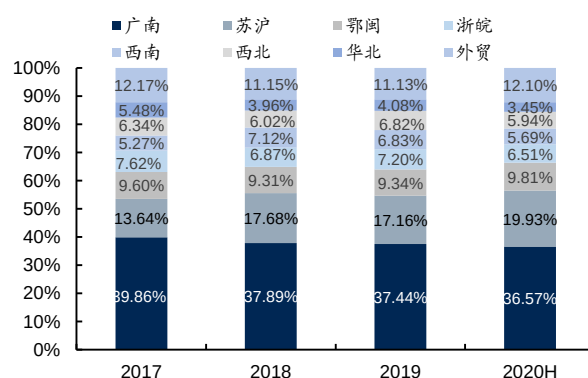
资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

从销售来看, 公司当前通过经销、直销、ODM 和电商 4 种模式进行, 其中经销模式占比接近 60%, 直销约 30%, 电商 (天猫及京东旗舰店) 占比尚小。从区域来看, 公司在境内和境外皆有销售, 其中境内占比近 90%, 主要来源于长三角和珠三角地区, 因此广南区 (包括广东省、广西省、海南省) 和苏沪区 (包括江苏省、上海市) 的收入占比较高, 境外主要销往美国、德国、法国、印度等地区。

图 4: 2017-2020 公司个销售模式


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

注: 2017、2018、2020Q1 年电力电子测试仪器收入为 0.25、0.69、0.17 百万元, 2020Q1 台式数字多用表、其他测试仪器、仪器附件及其他收入分别为 0.63、0.28、0.70 百万元。

图 5: 2017-2020Q1 分产品毛利润占比


资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司前五大客户来看, 除第一大客户为 ODM 客户外, 其他均为公司的合作经销商, 2017-2020H1 年前五大客户销售额占营业收入的比例分别为 20.84%、21.09%、23.17%、28.35%。具体情况如下:

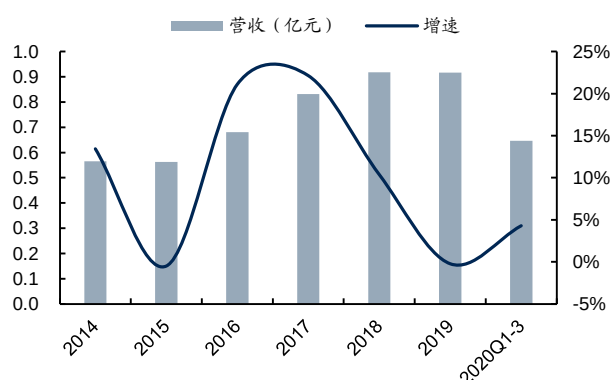
表 6: 公司前五大客户情况

排序	2020H1 客户名称	占营收比重	2019 客户名称	占营收比重	2018 客户名称	占营收比重	2017 客户名称	占营收比重
1	B&K Precision	7.37%	B&K Precision	6.27%	B&K Precision	6.00%	B&K Precision	7.47%
2	上海伊测电子科技有限公司广州市伊测电子有限公司注 1	6.18%	深圳市忠信仪器仪表有限公司	5.15%	深圳市忠信仪器仪表有限公司	4.26%	厦门运恒工贸有限公司	4.90%
3	东莞市横河电子仪器有限公司	5.13%	厦门运恒工贸有限公司	4.39%	厦门运恒工贸有限公司	4.26%	TH&S Electronics Co., Ltd.	2.93%
4	厦门运恒工贸有限公司	4.86%	深圳市零式未来科技有限公司	3.86%	深圳市零式未来科技有限公司	3.32%	北京市华联仪器仪表销售有限公司	2.81%
5	深圳市忠信仪器仪表有限公司	4.81%	苏州新同惠电子有限公司	3.50%	TH&S Electronics Co., Ltd.	3.25%	深圳市仪表世界连锁店有限公司	2.73%
	合计	28.35%		23.17%		21.09%		20.84%

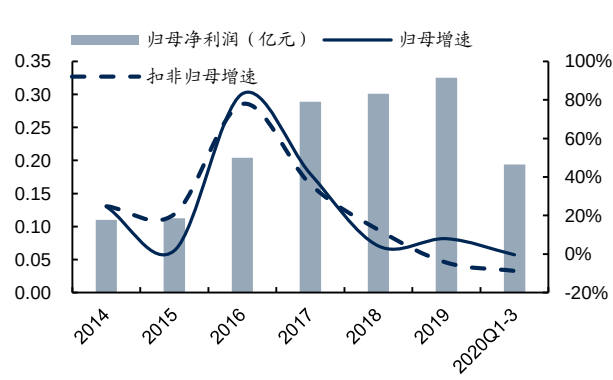
资料来源: 公开发行说明书, 国信证券经济研究所整理

公司产品的终端客户方面大可分为三类, 1) 电子元器件生产企业, 2) 产品中需要使用电子元器件的企业, 主要包括消费电子零部件 (如手机充电器、笔记本电脑充电器)、自动化设备、汽车电子、半导体测试、电气设备、消费电子等行业, 3) 科研机构 and 高校, 主要用于教学等。

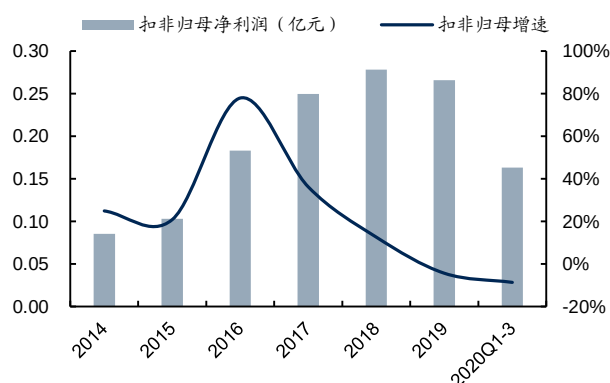
■ 公司财务情况

图 7: 2014-2020Q1-3 营业收入及增速 (亿元)


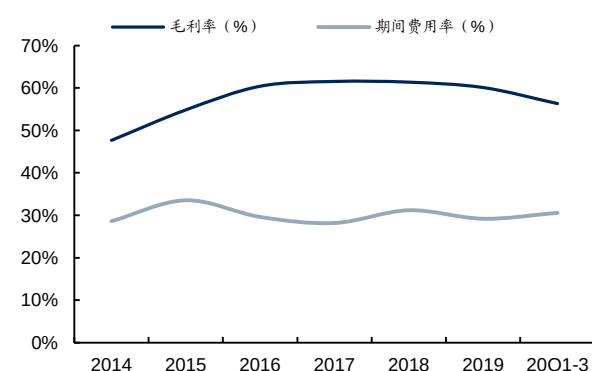
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2014-2020Q1-3 归母净利润及增速 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

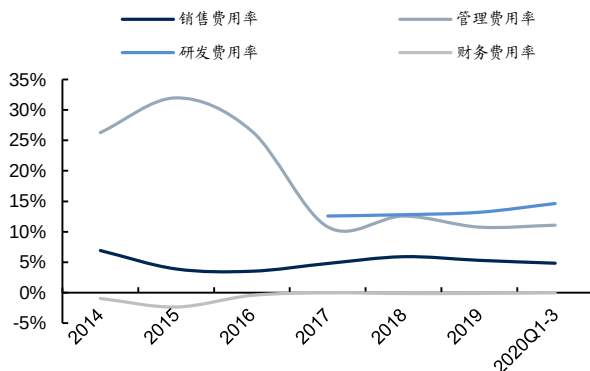
图 9: 2014-2020Q1-3 扣非归母及增速 (亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 2014-2019 毛利率及期间费用率


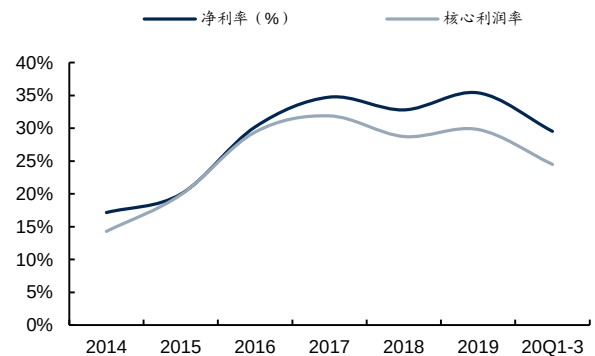
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 2014-2019 四项期间费用率



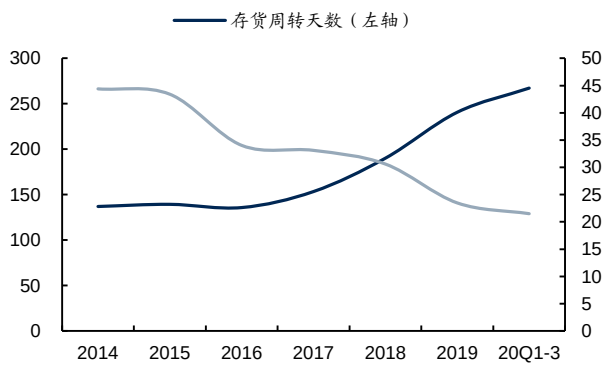
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 2016 年以前管理费用包含研发费用

图 12: 2014-2019 净利率及核心利润率



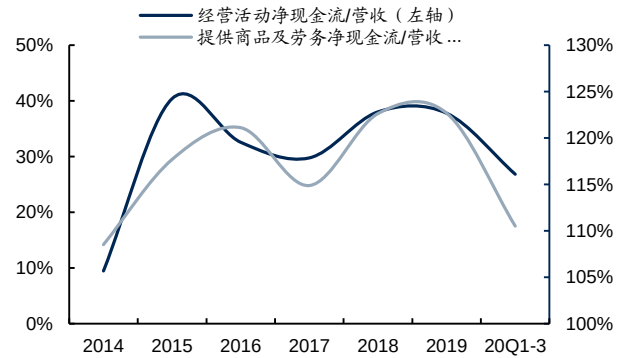
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
核心利润率: 毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 13: 2014-2019 存货及应收周转天数



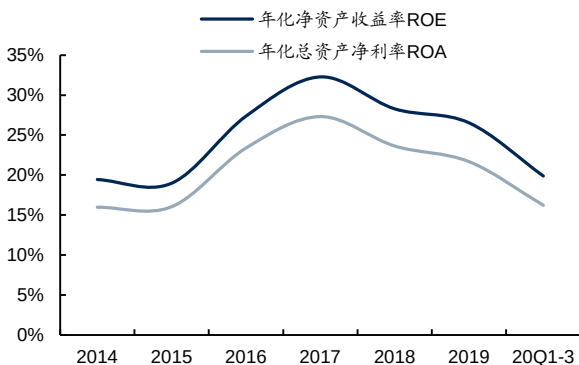
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 12: 2014-2019 现金流情况



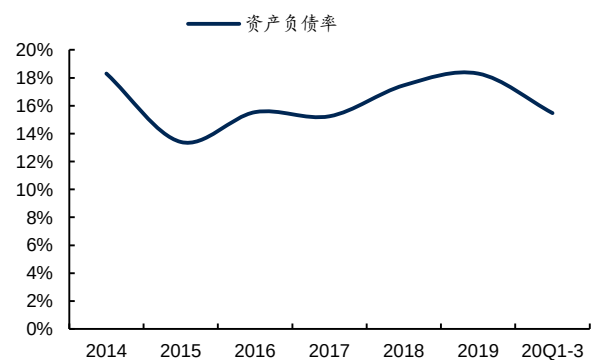
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 2014-2019 净资产收益率及总资产净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2014-2019 资产负债率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 募投项目：提升高端产品生产能力，智能化升级现有设备，加速电子测量仪器国产化

公司本次拟公开发行募集资金 2.3 亿元，其中 1.5 亿元、0.5 亿元将分别投入“智能化电子测量仪器生产制造项目”和“研发中心建设项目”，其余用于补充流动资金，具体情况如下：

表 8：募投项目情况

项目序号	项目名称	项目总投资（万元）	募集资金投入额（万元）	具体内容	建设周期
1	智能化电子测量仪器生产制造项目	23,860.00	15,000.00	在公司现有专业技术基础上，升级电子元器件测试仪器等传统产品，并对新研发出的电力电子测试仪器产品（电池电源测试仪器）进行产业化生产，实现产品智能测试、高效测试、精确测试和智能互联。	2 年
2	研发中心建设项目	6,140.00	5,000.00	拟建设研发中心及中试车间，加大公司对电子元器件智能测试仪器、电力电子测试仪器研发力度，紧跟新能源汽车、3C 消费电子等行业发展趋势，研发适应行业未来发展的电池电源测试仪器，整体提升公司产品的技术水平。	2 年
3	补充流动资金项目	3,000.00	3,000.00	——	——
合计		33,000.00	23,000.00		

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

本次募投项目公司优化产品结构，对产品进行智能化升级建设，对管理系统进行信息化建设，顺应下游 5G 通讯、电动汽车、智能终端等行业对高精度和智能化电子元器件需求增长的趋势，有利于公司抢占市场，扩大高端产品生产规模，加快电子测量仪器高端市场的国产化进程。

其中“智能化电子测量仪器生产制造项目”建成后，将形成年产元件参数测试仪器 18,550 台、绕线元件测试仪器 20,420 台、电气安规测试仪器 8,290 台、电阻类测试仪器 6,890 台、电力电子测试仪器系统 600 台、电力电子测试仪器单机 8,000 台、台式数字多用表 2,250 台的生产能力。当前公司仅有一条柔性生产线生产所有产品，设计产能为 25,000 台，2017-2019 年的产能利用率分别为 117/118/103%，持续处于饱和状态，本次项目将使公司将产能扩大至原来的 1.74 倍，产能瓶颈的突破将良好支撑公司的销售增长，争取在重要市场领域的更大份额和影响力。

“研发中心项目”建成后将有助于公司研发能力的提升，并有望加速在研技术和产品项目的完成及产业化实现，弥补现有产品与国际主流技术水平的差距，对于增强公司关键的技术竞争力，进一步突破高端市场有较大意义。

■ 投资建议

公司深耕电子仪表领域二十余年，在国内电子测量仪器企业中具备较强的技术研发和产品优势，产品型号丰富，部分指标和功能已经达到甚至超过国际同类型产品水平，通过高强度的研发投入和积极的研发合作仍在不断追赶与国外领先企业的技术差距。公司下游应用范围极广，包括 5G 通讯、LED 照明、半导体封测、新能源汽车、可穿戴消费电子等具有广阔发展空间的领域，电子测量仪器行业作为必不可少的关联性基础行业，高端市场却长期被技术竞争力更强的国外企业所垄断，国产化率不足 10%。本次发行募资后公司的产能建设将大大增强，研发基础实施和综合实力也将进一步的优化和提高，随现有产品技术及智能化升级延续，再凭借多年的市场培育基础，公司有望获取更大的销售份额，加速高端领域国产化替代，推荐持续关注。

■ 风险提示：风险提示：行业竞争加剧、芯片等器件依赖进口、新技术产品开发受阻、境外贸易政策变化、新冠疫情影

响短期业绩、发行失败

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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。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。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 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 楼

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