

普源精电-U (688337.SH)

22H1 剔除股份支付利润高增，高端化成效显著

核心观点:

- **收入稳健增长，利润增速较快。**公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现收入 2.61 亿元，同比增长 23.25%，22Q2 实现收入 1.44 亿元，同比增长 20.9%。结构端，22H1 国内及海外收入增速为 47.5%/4.5%，海外收入受到了疫情抑制发货、芯片短缺延长交期等影响，随着疫情影响减小，预计 Q3 将有所善。公司 22H1 归母净利润 2855 万元，剔除股份支付后为 5551 万，同比增长 116%。公司上半年归母净利润快速增长，也受益于获得政府补助 1032 万元。
- **高端产品持续高增，拉动直销金额快速增长。**公司上半年带宽 2GHz 以上数字示波器销售额同比增长 123%，其中最高端 5GHz 产品 DS70000 销售额同比增长 3067%。22H1 公司国内及海外高端产品销售额分别增长 148%、69%。受益于高端产品持续拓展，22H1 公司直销金额同比增长 45%，其中最大的直销合作伙伴销售额增长 68%。均价端，22H1 公司主机均价上涨了 26.4%，高端化受益明显。
- **搭载自研芯片产品收入占比进一步提升，拉动盈利能力向上。**22H1，搭载自研芯片高端数字示波器销售额占比达 69.12%，同比+19.18%。受益于自研芯片渗透率提升，22H1 公司毛利率达 51.98%，同比增长 1.09pct；剔除股份支付及原材料价格影响后的毛利率为 56.82%。预计随着股份支付金额减小，费用率将有所优化，净利率端有望迎来改善。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 22-24 年营收分别为 6.57/9.11/12.38 亿元。公司具备自研核心芯片组实力，技术领先，未来有望保持高成长。考虑其稀缺性以及弱周期性，同时参照可比公司估值，给予公司 22 年 18 倍 PS，对应合理价值 97.74 元/股，维持公司“买入”评级。
- **风险提示。**新品研发、商用不及预期的风险；直销大客户推进不及预期的风险；原材料价格波动风险。

盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	354	484	657	911	1,238
增长率 (%)	16.6	36.6	35.7	38.7	35.9
EBITDA (百万元)	-6	21	115	222	318
归母净利润 (百万元)	-27	-4	85	176	252
增长率 (%)	-	-	-	107.5	43.4
EPS (元/股)	-0.30	-0.04	0.70	1.45	2.07
市盈率 (x)	-	-	107.14	51.64	36.02
ROE (%)	-4.0	-0.5	9.7	16.8	19.4
EV/EBITDA (x)	-	-	76.36	39.35	27.17

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

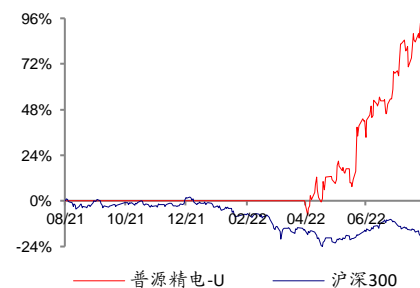
当前价格 74.72 元

合理价值 97.74 元

前次评级 买入

报告日期 2022-08-08

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

相关研究:

普源精电-U (688337.SH): 2022-05-27

国内通用电子测量设备龙头，驶入高端快车道

联系人:

石城

shicheng@gf.com.cn

盈利预测:

公司主要业务包括数字示波器、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、其他主营业务。预计公司22-24年将实现营业收入6.57/9.11/12.38亿元，增速35.7%/38.7%/35.9%；实现归母净利润0.85/1.76/2.52亿元。

(1) 数字示波器: 公司在数字示波器领域技术领先，具备核心芯片自研能力，在芯片、软件、硬件、算法端储备深厚，公司最高端产品DS70000带宽达5GHz，国内领先。22H1，公司高端数字示波器（指最高带宽 $\geq 2\text{GHz}$ ）销售金额同比增长123.28%，高端化效果显著。预计22-24年数字示波器产品收入同比增长45.0%/45.0%/40.0%，随着自研芯片配套增加、高端产品占比提升、股份支付对制造成本影响下降等因素，毛利率将有所提升，未来三年毛利率预计为54.0%/56.0%/57.0%。

(2) 射频类仪器: 公司射频仪器主要包括微波射频源和频谱分析仪，且频谱分析仪占射频类仪器的7-8成。公司近年加大射频类仪器的研发。公司2021年射频类仪器实现收入6958万元，毛利率67.0%。预计射频类仪器随着新品发布收入逐渐提升，22-24年收入同比增长25%/30%/30%，预计毛利率将随着高端化进程有所提升，未来三年毛利率预计为69%/70%/71%。

(3) 波形发生器: 公司波形发生器包括函数/任意波形发生器、任意波形发生器等系列产品。公司2021年波形发生器实现收入5500万元，毛利率53.55%。预计随着高端波形发生器产品逐渐验证放量，22-24年收入同比增长35%/35%/30%，预计毛利率将保持相对稳定，未来三年为54%/54%/54%。

(4) 电源及电子负载: 公司电源及电子负载产品包括可编程直流电源、可编程直流电子负载，收入结构中可编程直流电源占比超过80%，产品广泛应用于汽车电子、航空航天和燃料电池等行业。公司2021年电源及电子负载实现收入4691万元，毛利率37.5%，受产品结构和关税影响略降。预计22-24年电源及电子负载营收增速为25%/25%/25%，毛利率为39%/40%/40%。

(5) 万用表及数据采集器: 公司万用表及数据采集器产品包括台式数字万用表、数据采集器，万用表收入占比超过80%。公司的万用表和数据采集器以中低端产品为主，2021年实现收入1882万元，毛利率38.8%。预计22-24年万用表及数据采集器增速为20%/20%/20%，毛利率为40%/41%/41%。

(6) 其他主营业务: 公司其他主营业务包括附件与探头、应用软件、相关配件及维修服务。公司2021年其他主营业务收入4275万元，增速75.1%，毛利率63.2%。随着公司软件继续迭代、产品销量增加、大客户直销响应需求，配件及售后服务将继续增长。预计22-24年其他主营业务增速为50%/40%/40%，毛利率为63%/63%/63%。

表1: 普源精电营收拆分 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
数字示波器				
收入	241.4	350.0	507.5	710.5
增长率	37.3%	45.0%	45.0%	40.0%
成本	116.8	161.0	223.3	305.5
毛利	124.55	189.00	284.20	404.99

毛利率(%)	51.6%	54.0%	56.0%	57.0%
射频类仪器				
收入	69.58	86.98	113.07	146.99
增长率	27.4%	25.0%	30.0%	30.0%
成本	22.98	26.96	33.92	42.63
毛利	46.60	60.01	79.15	104.36
毛利率(%)	67.0%	69.0%	70.0%	71.0%
波形发生器				
收入	55.0	74.3	100.2	130.3
增长率	42.7%	35.0%	35.0%	30.0%
成本	25.58	34.16	46.11	59.94
毛利	29.43	40.10	54.13	70.37
毛利率(%)	53.5%	54.0%	54.0%	54.0%
电源及电子负载				
收入	46.91	58.6	73.3	91.6
增长率	29.1%	25.0%	25.0%	25.0%
成本	29.33	35.77	43.98	54.97
毛利	17.58	22.87	29.32	36.65
毛利率(%)	37.5%	39.0%	40.0%	40.0%
万用表及数据采集器				
收入	18.82	22.6	27.1	32.5
增长率	41.3%	20.0%	20.0%	20.0%
成本	11.53	13.55	15.99	19.19
毛利	7.29	9.03	11.11	13.33
毛利率(%)	38.8%	40.0%	41.0%	41.0%
其他主营业务				
收入	42.75	64.1	89.8	125.7
增长率	75.1%	50.0%	40.0%	40.0%
成本	15.71	23.73	33.22	46.50
毛利	27.04	40.40	56.56	79.18
毛利率(%)	63.2%	63.0%	63.0%	63.0%
合计				
收入	483.94	656.57	910.98	1237.63
增长率	36.6%	35.7%	38.7%	35.9%
成本	239.14	295.16	396.51	528.75
毛利	244.80	361.41	514.46	708.88
毛利率	50.6%	55.0%	56.5%	57.3%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

估值及投资建议:

普源精电是国内通用电子测量仪器行业龙头企业，公司具备核心芯片组自研能力，且在硬件、软件、芯片、算法端技术储备深厚。同时公司保持持续创新，不断推出中高端新产品，公司产品在同档次中展现了较强的竞争力，未来有望充分受益国产替代、保持持续高成长。

可比公司方面，公司国内主要可比公司包括鼎阳科技、坤恒顺维。两者22年PS平均值为19.62倍。普源精电是国内通用电子测量仪器行业龙头，公司具备自研核心芯片组实力，高端产品快速迭代，未来有望保持高成长。考虑其成长性、稀缺性以及弱周期性，给予公司22年18倍PS，对应合理价值97.74元/股，维持“买入”评级。

表2: 普源精电可比公司估值情况 (数据截至2022年8月8日收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值	营收 (百万元)			PS估值水平		
			(亿元)	2021A	2022	2023E	2021A	2022E	2023E
鼎阳科技	688112	通用电子测试测量仪器	80.92	303.82	425.76	612.38	26.63	19.01	13.21
坤恒顺维	688283	高端无线电测试仪器仪表	47.16	162.89	233.08	325.84	28.95	20.23	14.47

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示:

(一) 新品研发、商用不及预期的风险

公司所在行业为通用电子测试测量，作为国内领先企业，目前整体市占率仍较小。公司发展需要推出更高端新产品来抢占海外龙头份额，若新品推出进度不及预期，可能一定程度影响公司成长速度。

(二) 直销大客户推进不及预期的风险

公司产品高端化进程中，更高端产品的销售更依赖大客户企业，若公司高端产品在直销过程中进度不及预期，可能会影响公司整体营收和毛利率的提升。

(三) 原材料价格波动风险

公司原材料中，进口原材料占比近似50%，考虑国际贸易及其他因素，公司电子料可能会存才一定价格波动，进而影响产品毛利率。

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	472	576	674	855	1,075
货币资金	224	138	265	334	419
应收及预付	56	69	87	120	162
存货	79	119	129	174	232
其他流动资产	113	249	193	228	262
非流动资产	342	341	382	421	522
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	234	248	265	280	357
在建工程	5	7	31	55	79
无形资产	19	22	22	22	22
其他长期资产	84	63	63	63	63
资产总计	813	917	1,056	1,276	1,597
流动负债	125	138	164	208	277
短期借款	19	18	9	0	0
应付及预收	51	55	66	88	118
其他流动负债	55	66	89	119	159
非流动负债	14	25	24	24	24
长期借款	0	1	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	24	24	24	24
负债合计	139	163	188	232	301
股本	91	91	121	121	121
资本公积	549	632	632	632	632
留存收益	33	29	113	289	540
归属母公司股东权益	674	754	869	1,044	1,296
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	813	917	1,056	1,276	1,597

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	354	484	657	911	1,238
营业成本	174	239	295	397	529
营业税金及附加	4	6	7	9	12
销售费用	83	95	98	123	161
管理费用	47	60	76	91	124
研发费用	79	103	118	137	186
财务费用	6	10	-3	-6	-7
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	2	8	7	9	12
营业利润	-23	-5	99	206	295
营业外收支	0	-1	1	1	1
利润总额	-23	-6	100	207	296
所得税	4	-2	15	31	44
净利润	-27	-4	85	176	252
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-27	-4	85	176	252
EBITDA	-6	21	115	222	318
EPS (元)	-0.30	-0.04	0.70	1.45	2.07

单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	28	62	90	158	232
净利润	-27	-4	85	176	252
折旧摊销	13	23	19	21	29
营运资金变动	41	45	-7	-29	-36
其它	2	-2	-7	-10	-13
投资活动现金流	-313	-145	17	-80	-147
资本支出	-211	-38	-59	-59	-129
投资变动	-104	-115	70	-30	-30
其他	2	8	7	9	12
筹资活动现金流	411	0	20	-9	0
银行借款	57	20	-10	-9	0
股权融资	459	0	30	0	0
其他	-105	-20	0	0	0
现金净增加额	125	-87	127	68	85
期初现金余额	97	222	138	265	334
期末现金余额	222	135	265	334	419

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	16.6%	36.6%	35.7%	38.7%	35.9%
营业利润增长	-	-	-	108.1%	43.5%
归母净利润增长	-	-	-	107.5%	43.4%
获利能力					
毛利率	50.9%	50.6%	55.0%	56.5%	57.3%
净利率	-7.7%	-0.8%	12.9%	19.3%	20.3%
ROE	-4.0%	-0.5%	9.7%	16.8%	19.4%
ROIC	-3.1%	-0.2%	9.3%	16.3%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	17.1%	17.8%	17.8%	18.1%	18.8%
净负债比率	20.6%	21.6%	21.6%	22.2%	23.2%
流动比率	3.77	4.16	4.12	4.12	3.88
速动比率	3.11	3.25	3.28	3.23	3.00
营运能力					
总资产周转率	0.44	0.53	0.62	0.71	0.78
应收账款周转率	6.73	7.80	8.30	8.30	8.30
存货周转率	4.49	4.06	5.07	5.24	5.34
每股指标 (元)					
每股收益	-0.30	-0.04	0.70	1.45	2.07
每股经营现金流	0	1	1	1	2
每股净资产	7.41	8.28	7.16	8.61	10.68
估值比率					
P/E	-	-	107.14	51.64	36.02
P/B	-	-	10.43	8.68	7.00
EV/EBITDA	-	-	76.36	39.35	27.17

广发机械行业研究小组

- 代川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 孙柏阳：资深分析师，南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱宇航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 范方舟：高级研究员，中国人民大学国际商务硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 王宁：高级研究员，北京大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 石城：高级研究员，上海交通大学船舶与海洋工程硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。