

同惠电子 (833509.BJ) 专精电子测量仪器，不断创新推动行业打破高端技术垄断

2022年09月01日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：买入（首次）
赵昊（分析师）
诸海滨（分析师）

zhaohao@kysec.cn

zhuhaiyin@kysec.cn

证书编号：S0790522080002

证书编号：S0790522080007

日期	2022/8/31
当前股价(元)	13.18
一年最高最低(元)	21.98/11.59
总市值(亿元)	14.00
流通市值(亿元)	7.11
总股本(亿股)	1.06
流通股本(亿股)	0.54
近3个月换手率(%)	4.8

北交所研究团队
● 深耕电子测量仪器的专精特新“小巨人”企业，2022H1 营收增长 27%

公司成立于 1994 年，多年专注电子测量仪器，产品包括元件参数测试仪器、绕线元件测试仪器、电气安规测试仪器、电阻类测试仪器、电力电子测试仪器、台式数字多用表六大类，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。2022H1 公司实现营收 0.83 亿元（+27%），毛利率小幅下滑至 53.48%。公司已取得了一定的品牌知名度和市占率，未来随着继续专注研发，核心竞争力预期进一步增强，有望持续壮大企业规模、提高总体盈利水平。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.54/0.70/0.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.66/0.86 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 25.9/20.0/15.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 中国市场规模增速高于全球，2025 年预计达 66 亿美元，亟需高端进口替代

我国电子测量仪器已完成从无到有的转变，但在高端领域仍被国际龙头企业是德科技、罗德与施瓦茨等把控，国内产品多数处于中低档技术水平。近几年，受益于中国政策的大力支持，行业规模高速增长，据 Frost&Sullivan 预测，中国电子测量仪器的市场规模预计从 2020 年的 48.08 亿美元升至 2025 年的 66 亿美元，CAGR 达 6.54%，高于同期预测的全球市场规模 CAGR4.6%。国内头部厂商产品结构具备差异性，其中普源精电规模端优势明显，公司的营收规模虽小，但 2021 年增速达 47.39%，发展潜力显著。随着国家对精密测量仪器的重视与支持，我们认为国内企业有望通过不断加码研发逐步打破国外技术垄断。

● 半导体用新品推出+募投项目处于安装调试阶段，有望持续提升市占率

据 2022 年半年报披露，公司 2022 年 6 月成功推出 TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪，新品数量已经达 20 款左右，有望为公司进一步提升在细分领域的市场竞争力。此外，公司募投项目处于安装调试阶段，项目完全达产后形成的各类仪器 65000 台的产能有望为公司市占率的提升与业绩增长提供支持。

● 风险提示：市场竞争加剧的风险、关键核心器件依赖进口的风险
财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	100	148	192	253	338
YOY(%)	9.5	47.4	30.1	31.6	33.3
归母净利润(百万元)	32	42	54	70	91
YOY(%)	-2.2	32.2	28.8	29.1	30.1
毛利率(%)	57.4	54.6	53.8	53.5	53.2
净利率(%)	31.4	28.3	28.0	27.4	26.8
ROE(%)	12.0	14.0	16.7	18.9	21.0
EPS(摊薄/元)	0.30	0.40	0.51	0.66	0.86
P/E(倍)	44.0	33.3	25.9	20.0	15.4
P/B(倍)	5.3	4.7	4.3	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司情况：专精电子测量仪器，入选第四批“小巨人”名单	4
1.1、 业务结构：2022H1 实现营收 0.83 亿元 (+27%)，毛利率小幅下滑	4
1.2、 研发创新：2022H1 研发费用率达 9.57%，技术人员增至 79 人	6
2、 行业情况：中国市场增速高于全球，亟需高端进口替代	8
2.1、 行业现状：已经实现从无到有，但高端技术仍需打破国外垄断	8
2.2、 市场空间：预计 2025 年中国行业规模达 66 亿美元，CAGR 达 6.54%	9
2.3、 竞争格局：普源精电规模优势显著，公司 2021 年营收增速达 47%	12
3、 公司看点：推出约 20 款新品+募投项目处于安装调试阶段	15
3.1、 产品出新：推出半导体器件分析仪，新品数量达 20 款左右	15
3.2、 募投情况：达产后预期形成 65,000 台产能，目前处于安装调试阶段	16
4、 盈利预测与投资建议	17
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 成立于 1994 年，2022 年入选工信部第四批专精特新“小巨人”企业名单	4
图 2： 2022H1 实现营收 8259.77 万元 (+26.83%)	4
图 3： 2022H1 多数产品收入增长超 20% (单位：万元)	4
图 4： 2022H1 元件参数测试仪器占主营业务收入为 39%	5
图 5： 2022H1 毛利率为 53.48% (-2.75pcts)	5
图 6： 2022H1 多数产品毛利率略有下滑	5
图 7： 2022H1 西北片和西南片营收增幅大 (单位：万元)	6
图 8： 2022H1 多个地区毛利率小幅下降	6
图 9： 研发费用逐年上升，2022H1 研发费用率为 9.57%	6
图 10： 公司研发费用率与可比公司平均水平整体相当	6
图 11： 2017-2022H1 技术人员数量呈上升趋势	7
图 12： 通用电子测量仪器根据其基础测试功能不同可分为多个品类	8
图 13： 行业下游广泛覆盖与电子设备有关的各个领域	9
图 14： 我国电子测量仪器起始于二十世纪五六十年代，历经三个阶段	9
图 15： 预计全球电子测量仪器行业市场规模在 2025 年突破 170 亿美元	10
图 16： 预测 2025 年中国市场规模达 66 亿美元，5 年 CAGR 为 6.54%	10
图 17： 预计 2025 年全球及中国示波器市场规模分别达 113 亿元、42 亿元	11
图 18： 预计 2025 年全球及中国射频类仪器市场规模分别达 181.4 亿元、61 亿元	11
图 19： 预计 2025 年全球及中国波形发生器市场规模分别达 25.3 亿元、8.6 亿元	12
图 20： 国内头部厂商有鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子等	12
图 21： 2021 年普源精电的规模优势明显 (单位：亿元)	13
图 22： 2021 年同惠电子营收增速最高 (单位：%)	13
图 23： 2018-2021 年坤恒顺维的毛利率水平位于可比公司高位 (单位：%)	14
图 24： 2022H1 公司推出 TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪	15
图 25： 当前已成功推出了约 20 款新品	16
表 1： 业内公司产品结构差异化明显	13

表 2: TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪具备支持多通道、快速导通测试 Cont 等特点	15
表 3: 拟投入募集资金 15000 万元用于智能化电子测量仪器生产制造项目 (万元)	16
表 4: 可比公司盈利预测与估值 (亿元、元/股)	17

1、公司情况：专精电子测量仪器，入选第四批“小巨人”名单

常州同惠电子股份有限公司成立于1994年，是一家集电子测量仪器研发、生产和销售于一体的高新技术企业。公司的主要产品为各类电子测量仪器，主要包括元件参数测试仪器、绕线元件测试仪器、电气安规测试仪器、电阻类测试仪器、电力电子测试仪器、台式数字多用表等六大类。公司产品主要用于各种电子元器件、材料、电子零部件、电子整机等被测对象的性能测试、测量、试验验证及品质保证，经公司仪器检测过的产品被广泛应用于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。2021年11月15日，公司股票在北京证券交易所上市交易。根据江苏省工业和信息化厅公布的工业和信息化部第四批专精特新“小巨人”名单显示，公司已入选工业和信息化部第四批专精特新“小巨人”企业且进入公示阶段。

图1：成立于1994年，2022年入选工信部第四批专精特新“小巨人”企业名单

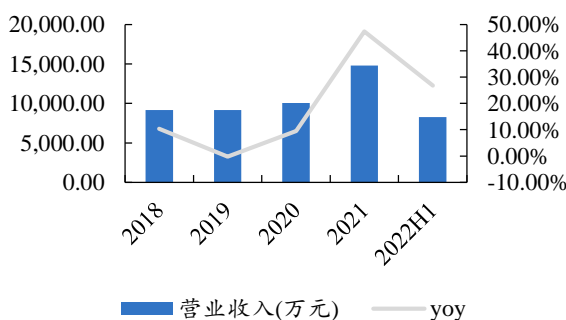


资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1、业务结构：2022H1实现营收0.83亿元(+27%)，毛利率小幅下滑

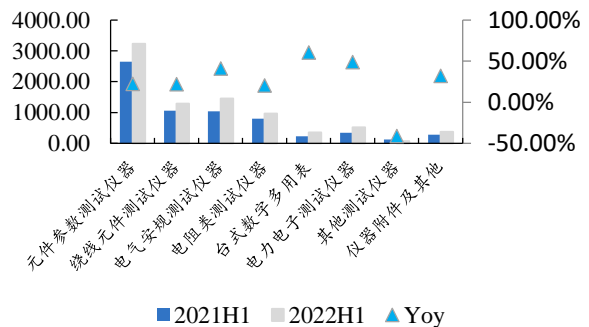
2022年上半年，公司营业收入为8259.77万元，较2021H1增加26.83%。按产品分类，元件参数测试仪器（2022H1业务收入同比增长22.31%，下同），绕线元件测试仪器(+21.90%)，电气安规测试仪器(+41.04%)，电阻类测试仪器(+20.34%)，台式数字多用表(+60.46%)，电力电子测试仪器(+49.07%)，其他测试仪器(-41.04%)和仪器附件及其他(+32.17%)。

图2：2022H1实现营收8259.77万元(+26.83%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

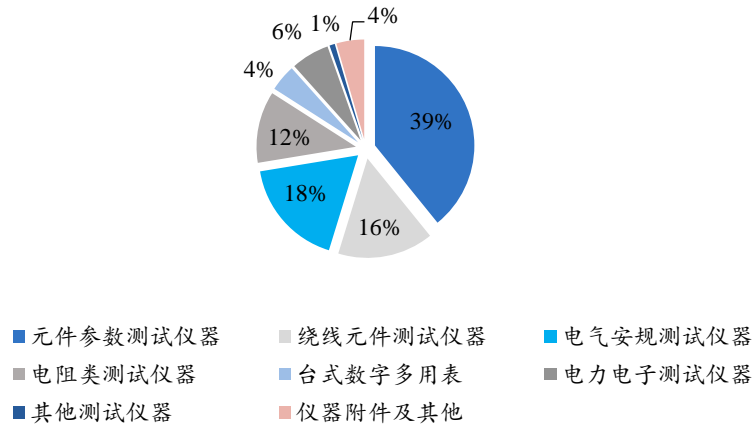
图3：2022H1多数产品收入增长超20%（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

从主营业务收入结构来看，其中元件参数测试仪器（2022年上半年主营业务收入占比为39%，下同），绕线元件测试仪器（16%），电气安规测试仪器（18%），电阻类测试仪器（12%），台式数字多用表（4%），电力电子测试仪器（6%），其他测试仪器（1%）和仪器附件及其他（4%）。

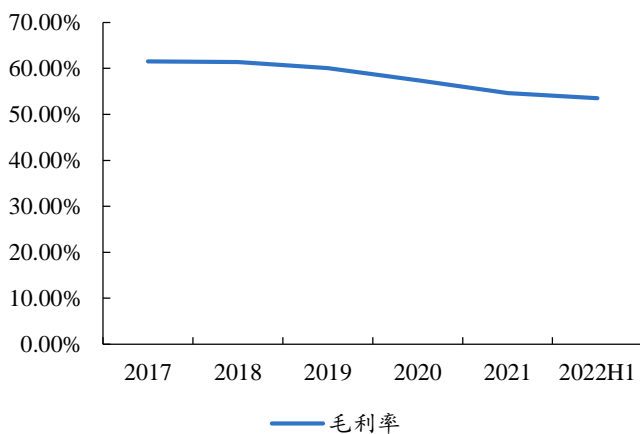
图4：2022H1 元件参数测试仪器占主营业务收入为39%



数据来源：Wind、开源证券研究所

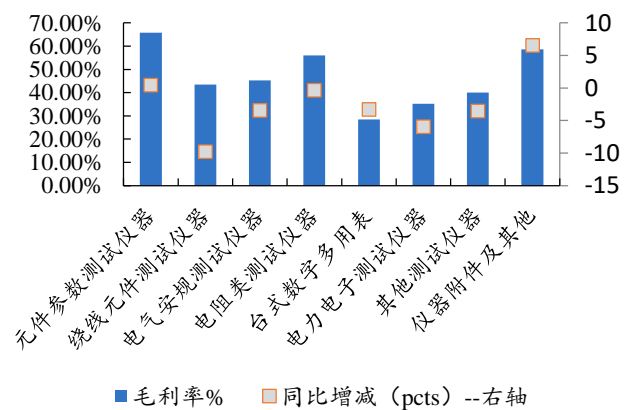
毛利率方面，2022年上半年公司毛利率为53.48%，（-2.75pcts，相比2021H1增减，下同）。细分业务上，元件参数测试仪器（+0.42pcts），绕线元件测试仪器（-9.82pcts），电气安规测试仪器（-3.45pcts），电阻类测试仪器（-0.38pcts），台式数字多用表（-3.33pcts），电力电子测试仪器（-5.96pcts），其他测试仪器（-3.55pcts）和仪器附件及其他（+6.54pcts）。多数产品毛利率下降，主要原因为材料成本上升和公司选择以较低的价格进行销售从而提高市场占有率。

图5：2022H1 毛利率为53.48%（-2.75pcts）



数据来源：Wind、开源证券研究所

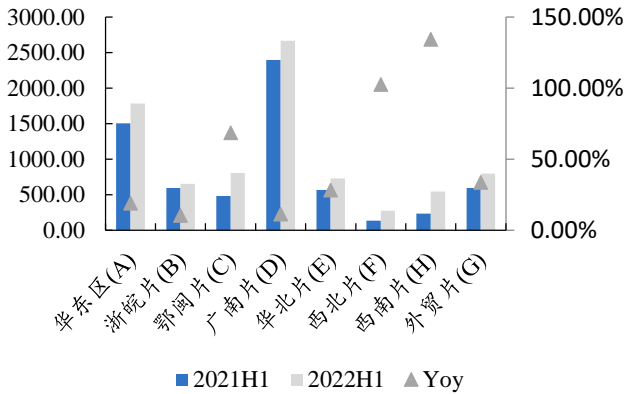
图6：2022H1 多数产品毛利率略有下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

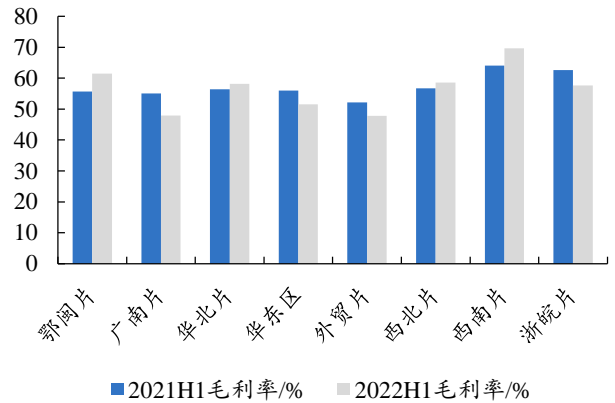
按地区分，2022年上半年各个地区的营业收入有不同程度的同比增加，其中西北片和西南片营业收入增幅最大，分别增加了102.54%和134.35%。2022H1广南片的毛利率降低幅度最大，达-7.14pcts，主要原因为绕线元件测试仪器和电气安规测试仪器收入占比增加4.77%、2.11%，而对应毛利率分别下降7.62%、9.21%导致。

图7：2022H1 西北片和西南片营收增幅大（单位：万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022H1 多个地区毛利率小幅下降

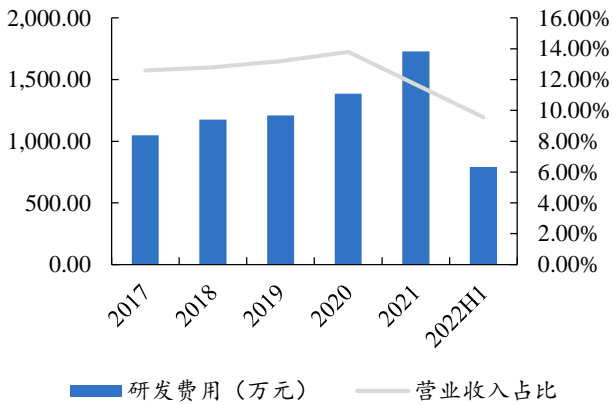


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、研发创新：2022H1 研发费用率达 9.57%，技术人员增至 79 人

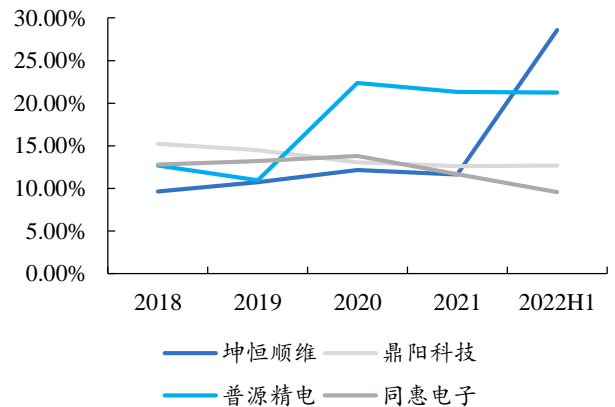
2017-2021 年，公司研发费用占收入的比例分别为 12.59%、12.81%、13.20%、13.80%、11.69%，2022 年上半年占比 9.57%，公司近年来均保持较高的研发投入。截至 2021 年末，公司拥有软件著作权 58 项，拥有授权专利 49 项：其中授权发明专利 19 件；授权实用新型专利 28 件，授权外观专利 2 件。公司研发费用率与可比公司平均水平相比并无较大差异。

图9：研发费用逐年上升，2022H1 研发费用率为 9.57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

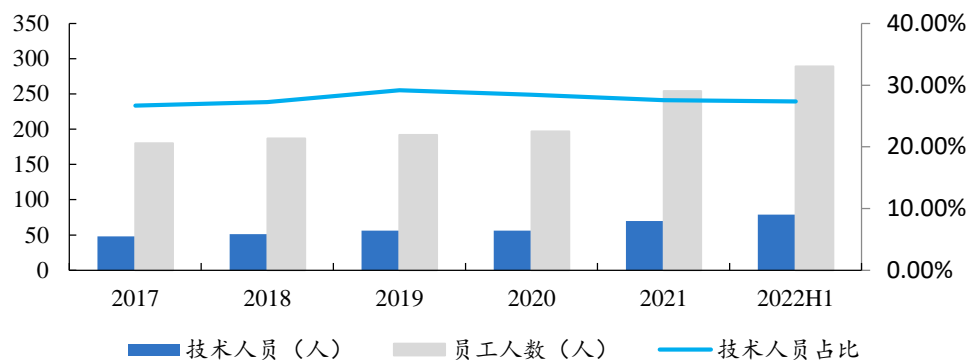
图10：公司研发费用率与可比公司平均水平整体相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司采取以自主研发为主、合作研发为辅的研发模式，研发工作主要由公司技术研发中心负责。公司自成立以来一直注重自主创新，设有独立的研发部门，拥有一支经验丰富、研发能力强、人员稳定的研发团队。2017-2021 年公司研发技术人员占总人数的比例分别为 26.67%、27.27%、29.17%、28.43%、27.56%。2022 年上半年公司新增 9 名技术人员，技术人员占总员工比例为 27.34%。

图11: 2017-2022H1 技术人员数量呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、行业情况：中国市场增速高于全球，亟需高端进口替代

2.1、行业现状：已经实现从无到有，但高端技术仍需打破国外垄断

在电子信息产业链条中，电子测量仪器都起着不可替代的作用。电子测量仪器是技术密集、知识密集型产品，是几乎所有现代产业科研、生产、试验、维修的基本条件和重要手段，其在现代经济建设和国防建设中具有战略性的基础地位。

电子测量仪器的产品种类繁多，应用范围非常广泛。产品种类不同，其应用领域也不相同，一般可将其分为专用仪器和通用仪器两大类：（1）专用仪器是为某一个或几个专门目的而设计的，如电视彩色信号发生器；（2）通用仪器是为了测量某一个或几个电参数而设计的，它能用于多种电子测量。通用电子测试测量仪器是电子测量仪器行业的重要组成部分，是现代科学技术发展的基础设备，主要包括数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪及其他电子仪器（如万用表、功率计、逻辑分析仪、频率计和电池分析仪等）。

图12：通用电子测量仪器根据其基础测试功能不同可分为多个品类



资料来源：同惠电子招股书、普源精电招股书、鼎阳科技招股书、开源证券研究所

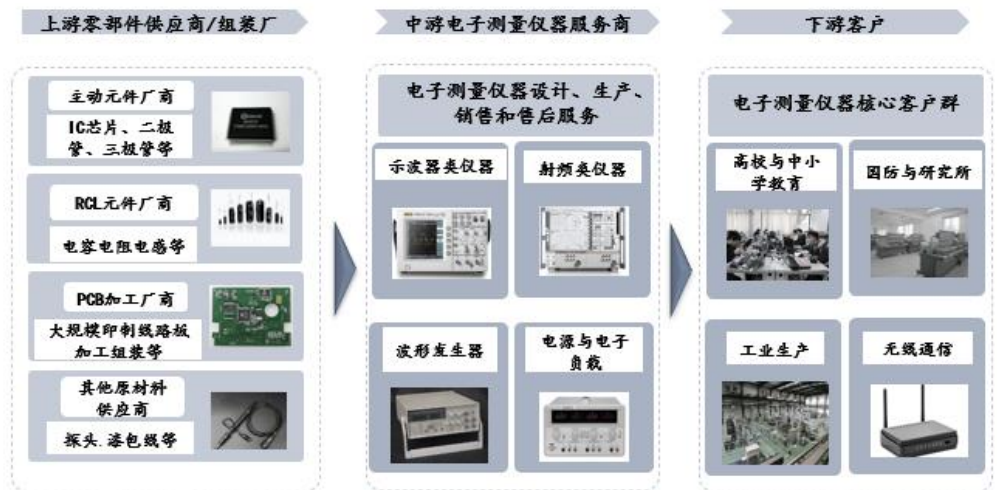
电子测量仪器行业产业链广泛，上中下游企业丰富。

◇ **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、机械加工厂商和电子组装厂商等。电子元器件方面涉及主动电子元器件与被动电子元器件两大类。主动电子元器件，即能够执行数据运算、处理的组件，在测量仪器中主要起到电信号的激发放大、振荡、电流控制等功能，其在示波器、波形发生器等电子测量仪器中广泛使用，主要包括 IC 芯片、二极管、三极管等，其特点是等效电路均含有受控电源，其中 IC 芯片对电子测量仪器的基本功能进行模块化整合，是实现测量及相关处理功能的重要核心单元。目前电子测量仪器芯片的供应商以国外厂商为主。被动电子元器件，即不含有受控电源的电路组件，主要包括 RCL（电阻、电容、电感）及被动射频元器件两大类，其中 RCL 可以在测试测量仪器中起到分压分流、滤波、稳流等功能，是电路的基本组成元件，被动射频元件包含滤

波器、变压器、震荡器等，在射频类仪器、电源及电子负载中被广泛应用。

- ◇ **下游应用市场：**电子测量仪器客户群较为广泛，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。典型的下游应用领域主要包括**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。

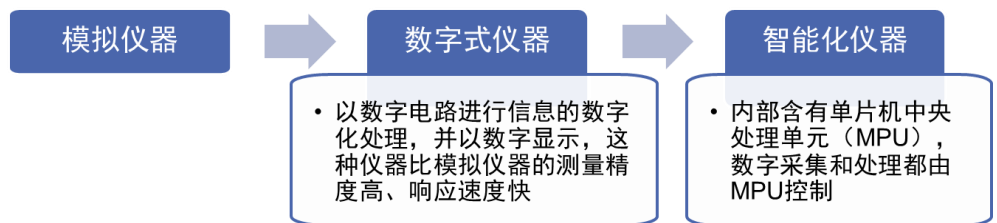
图13：行业下游广泛覆盖与电子设备有关的各个领域



资料来源：Frost&Sullivan《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》2021

我国电子测量仪器从二十世纪五六十年代开始发展，到目前已经经历了三个阶段：第一代是模拟仪器；第二代是数字式仪器，其以数字电路进行信息的数字化处理，并以数字显示，这种仪器比模拟仪器的测量精度高、响应速度快；第三代是智能化仪器，其内部含有单片机中央处理单元（MPU），数字采集和处理都由 MPU 控制。

图14：我国电子测量仪器起始于二十世纪五六十年代，历经三个阶段



资料来源：同惠电子招股书、开源证券研究所

经过多年发展，我国现有各类测试仪器企业 6,000 多家，已形成门类品种齐全，具有一定技术基础和生产规模的产业体系。行业也已经实现了“从无到有”，并正向“从有到强”迈进。长期以来，国际知名仪器公司凭借技术和品牌优势占据了我国大部分高端市场，国内企业生产的大部分产品处于中低档技术水平，且各生产厂家在低档产品方面的竞争激烈。随着国家对高端装备及精密测量仪器的重视与支持，国内企业在高端测量仪器方面也有望通过不断增加研发投入逐步打破国外技术垄断。

2.2、市场空间:预计 2025 年中国行业规模达 66 亿美元,CAGR 达 6.54%

受益于全球经济增长，工业技术水平提升，测试测量仪器仪表行业保持持续增长态势。根据 Frost&Sullivan 数据显示，全球电子测量仪器的市场规模由 2015 年的

100.95 亿美元增长至 2020 年 136.78 亿美元，期间年均复合增长率预计保持在 6.3%。随着 5G 的商用化、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有望持续增长，预计全球电子测量仪器行业市场规模在 2025 年突破 170 亿美元，5 年 CAGR 为 4.57%。

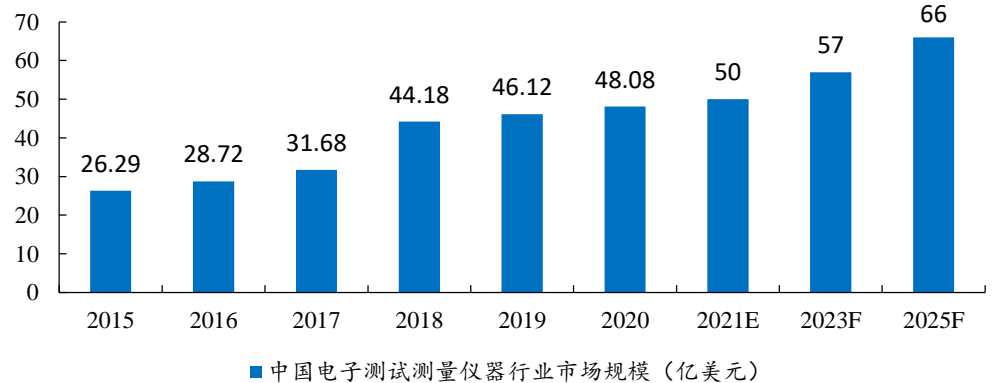
图15：预计全球电子测量仪器行业市场规模在 2025 年突破 170 亿美元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

近几年，受益于中国政策的大力支持，中国的电子测量仪器市场高速增长。电子测量仪器中国市场占全球市场的比重约三分之一，是全球竞争中最最为重要的市场之一。根据 Frost&Sullivan 数据显示，中国电子测量仪器的市场规模由 2016 年的 28.72 亿美元增至 2020 年的 48.08 亿美元，预计到 2025 年行业规模会上升至 66 亿美元，5 年 CAGR 达 6.54%。

图16：预测 2025 年中国市场规模达 66 亿美元，5 年 CAGR 为 6.54%



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

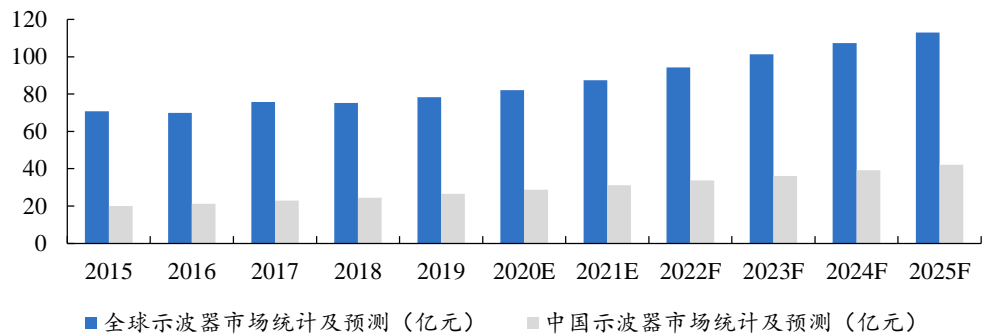
从行业中的细分产品市场规模来看：

(1) 示波器市场—增长逻辑：电子产业持续发展

示波器是应用最广泛的测量仪器产品，而其中数字示波器在市场规模、应用范围上均占主导地位。数字示波器自上个世纪七十年代诞生以来，其应用越来越广泛，已成为测试工程师必备的工具之一。随着近几年来电子技术取得突破性的发展，全世界数字示波器市场进一步扩大，而作为在世界经济发展中扮演重要角色的中国，飞速发展的电子产业也催生了更庞大的数字示波器需求市场。

根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，全球示波器市场规模 2019 年达到 78.30 亿元，预计 2025 年达到 113.01 亿元，CAGR 达 6.31%；中国示波器市场规模 2019 年达 26.56 亿元，预计 2025 年达到 42.15 亿元，CAGR 达 8.00%。随着电子工业的持续高速发展，信息技术产品的智能化、网络化以及集成化程度逐步提高以及半导体、5G、人工智能、新能源、航天航空等行业驱动，数字示波器具有良好的发展前景。

图17：预计 2025 年全球及中国示波器市场规模分别达 113 亿元、42 亿元



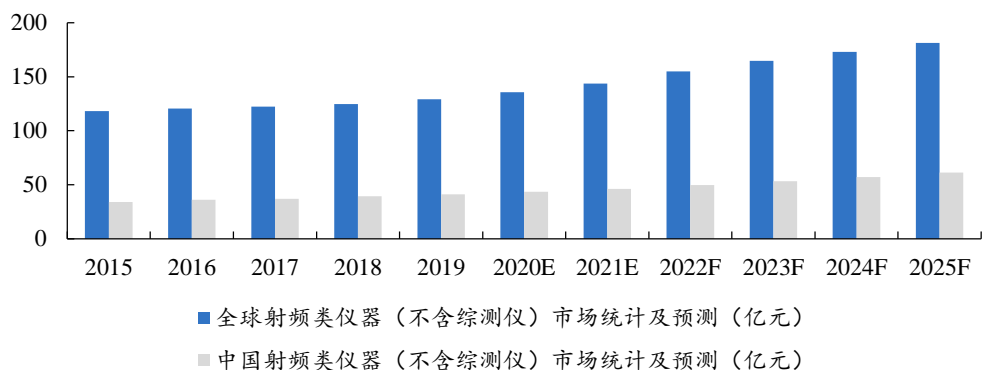
数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

(2) 射频类仪器市场—增长逻辑：5G 建设落地

射频类仪器主要分为模拟信号发生的射频/微波信号发生器、负责信号接收的频谱/信号分析仪和测量电子元器件的矢量网络分析仪。在电子测量行业中，无线通信与射频微波测试仪器的应用场景与通信行业紧密联系。在 5G 的落地过程中，每个流程都涉及到大量的测试环节，包括确定 5G 空中接口、验证新技术的性能、优化 5G 网络部署等。以验证新技术的性能为例，与 4G 相比，5G 的频谱组合场景复杂，既有低频段的 Sub-6GHz，又有毫米波。每项新技术都需要专门的测试解决方案，因此对无线通信与射频微波测试仪器的需求迅猛增加。

根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，全球射频类仪器（不含综测仪）的市场规模在 2019 年达到 129.13 亿元，在 2025 年预计达到 181.39 亿元，CAGR 为 5.83%。随着中国大力推广 5G 商用化，中国射频类仪器（不含综测仪）市场的增长速度高于全球水平，2019 年中国射频类仪器市场规模为 41.11 亿元，预计 2025 年达到 61.14 亿元，CAGR 为 6.84%。

图18：预计 2025 年全球及中国射频类仪器市场规模分别达 181.4 亿元、61 亿元



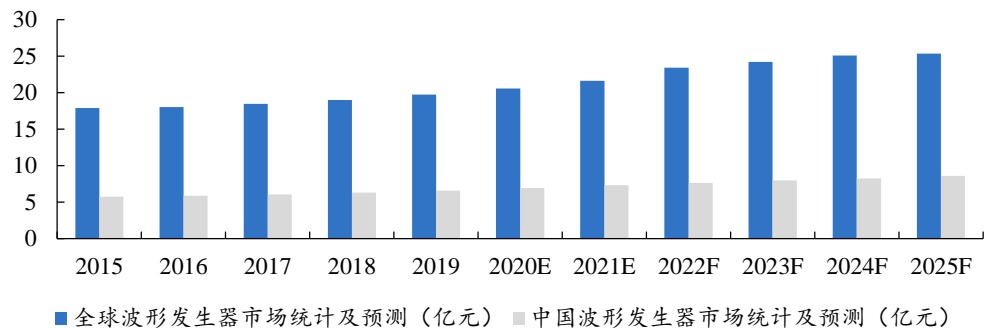
数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

(3) 波形发生器市场—增长逻辑：时域测试正成为主流方向

波形发生器是一种能产生各种频率、波形和幅度电信号的设备。在测量各类电子系统的振幅特性、频率特性、传输特性及其他电参数时，波形发生器常被用作提供测试信号的激励源，广泛应用于通信、雷达、测控、电子以及现代化仪器仪表等领域。随着现代电子技术的发展，现代电子测量工作对波形发生器的性能提出了更高的要求，不仅要求能产生标准波形，还能根据需要产生任意波形，且对操作性、波形质量、输出频率范围和稳定性、精确度及分辨率都有很高的要求，以高速数字取样为核心的时域测试正在成为现代电子测试技术的主流方向。

根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，全球波形发生器市场规模 2019 年为 19.71 亿元，预计 2025 年达到 25.32 亿元；中国波形发生器市场规模 2019 年为 6.59 亿元，预计 2025 年达到 8.61 亿元。

图19：预计 2025 年全球及中国波形发生器市场规模分别达 25.3 亿元、8.6 亿元



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

2.3、竞争格局：普源精电规模优势显著，公司 2021 年营收增速达 47%

目前，电子测量仪器行业依然呈现由国外大型企业主导的竞争格局。在高端电子测量仪器领域，仍被是德科技、罗德与施瓦茨、日本日置等公司牢牢把控，国内公司进入难度较大，国产化率较低。国内头部厂商如鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子等，经过多年在电子测量仪器领域的技术积累，已形成一定的竞争能力，在与国外大型企业进行竞争的过程中，有望凭借差异化技术优势、客户需求响应优势、成本优势及其他综合服务优势不断扩大市场占有率。

图20：国内头部厂商有鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子等



资料来源：各公司官网、开源证券研究所

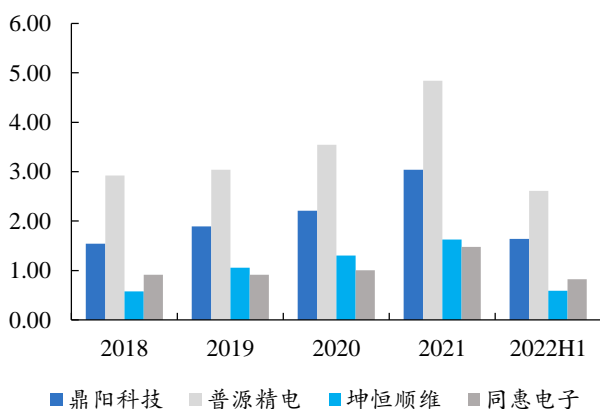
从各公司产品矩阵看，信号发生处理类产品涉足厂商最多，包括鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维。具体来看，鼎阳科技和普源精电产品重合度较高，主要集中在数字示波器、波形信号发生器、射频信号发生器、频谱分析仪等领域，此外对于直流电源、万用表等设备也都有涉及。坤恒顺维的主要产品包括无线信道仿真仪和射频微波信号发生器，此外该公司还提供较多定制化开发解决方案和模块化组件。同惠电子的产品则主要以元件参数测试、绕线元件测试、电气安规测试等仪器为主，同时也生产电源与电子负载、万用表。

表1：业内公司产品结构差异化明显

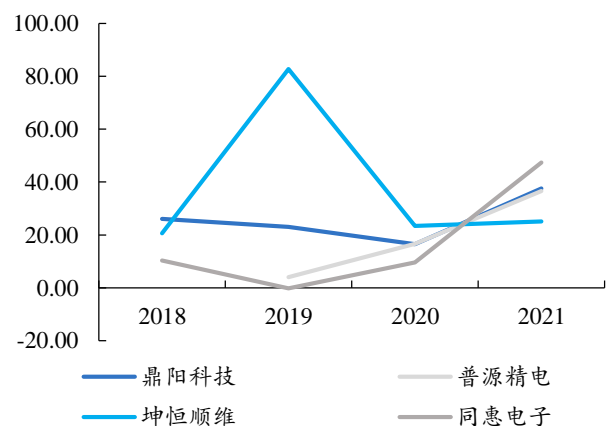
	鼎阳科技	普源精电	坤恒顺维	同惠电子
数字示波器	√	√		
波形发生器	√	√		
射频信号发生器	√	√	√	
频谱分析仪	√	√		
矢量网络分析仪	√			
直流电源	√	√		√
万用表	√	√		√
无线信道仿真仪			√	
元件参数测试仪器				√
绕线元件测试仪器				√
电气安规测试仪器				√

资料来源：各公司招股书、年报、开源证券研究所

2021年，鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子的营收规模分别为3.04亿元、4.84亿元、1.63亿元、1.48亿元。2018-2021年，鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子的3年营收CAGR分别为25.39%、18.32%、41.31%、17.23%。从体量来看，普源精电的营收规模较大，从3年复合增速来看，坤恒顺维成长性位于行业高位。公司的营收规模尚小，但2021年营收增速达47.39%，于可比公司中最高，发展潜力显著。

图21：2021年普源精电的规模优势明显（单位：亿元）


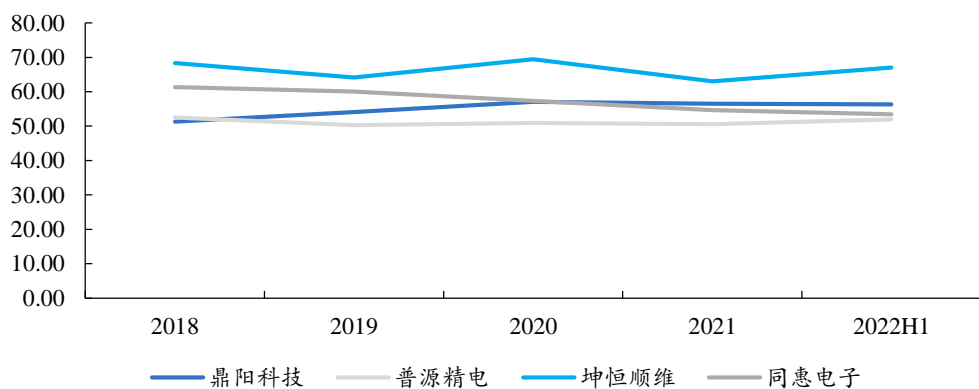
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2021年同惠电子营收增速最高（单位：%）


数据来源：Wind、开源证券研究所

毛利率对比来看，由于各公司产品结构存在差异，故各家公司的毛利率水平不尽相同。2021年，鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维、同惠电子的毛利率分别为56.48%、50.58%、63.01%、54.62%。相比而言，公司毛利率处于可比公司的平均水平。

图23：2018-2021年坤恒顺维的毛利率水平位于可比公司高位（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、公司看点：推出约 20 款新品+募投项目处于安装调试阶段

3.1、产品出新：推出半导体器件分析仪，新品数量达 20 款左右

2022 年 6 月，公司成功推出 TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪。交流 C-V 测试可以揭示材料的氧化层厚度，晶圆工艺的界面陷阱密度，掺杂浓度，掺杂分布以及载流子寿命等，通常使用交流 C-V 测试方式来评估新工艺，材料，器件以及电路的质量和可靠性等。

图24：2022H1 公司推出 TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪



资料来源：公司官网

表2：TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪具备支持多通道、快速导通测试 Cont 等特点

功能	详情
四个寄生参数同一界面显示	只需触发一次即可完成 Ciss、Coss、Crss、Rg 四个参数的测试和分选，数据显示和图形分析可任意选择，无需上位机
一体化设计	高压源+LCR+通道切换
高速测试	仪器具有快速充电功能，缩短了电容充放电时间，大大加快了测试速度
快速导通测试 Cont	快速判别被测半导体器件功能是否正常及测试引脚接触是否良好
高偏置电压	高达 Vds 偏置电压±1500V、高达 Vgs 偏置电压±40V
支持多通道	高达 6 个通道，每个通道的测试参数独立保存，切换通道无需重新设置测量条件
自动延时功能	可以根据设置的漏源电压，自动设置延时时间

资料来源：公司官网、开源证券研究所

此外，据公司官网信息，公司当前已成功推出了约 20 款新品，主要产自于元器件参数测试仪器、电气安规测试仪器、微弱信号测试仪器和电力电子测试仪器四大品类。产品的不断推陈出新，使得公司的产品结构得以不断的丰富优化，也为公司提振品牌知名度贡献了强有力的支持。

图25：当前已成功推出了约 20 款新品

元器件参数测试仪器

- 阻抗分析仪**
 - TH2851-130 精密阻抗分析仪
 - 测试频率：10Hz~1300Hz
 - 高精度：采用自动平衡电桥技术，四端对测试配置
 - 高稳定性和一致性
 - TH2851-080 精密阻抗分析仪
 - 测试频率：10Hz~800Hz
 - 高精度：采用自动平衡电桥技术，四端对测试配置
 - 高稳定性和一致性
 - TH2851-050 精密阻抗分析仪
 - 测试频率：10Hz~500Hz
 - 高精度：采用自动平衡电桥技术，四端对测试配置
 - 高稳定性和一致性
- LCR数字电桥**
 - TH2840A 精密LCR数字电桥
 - 测试频率：20Hz~5000Hz
 - 高稳定性和一致性：14个量程配置
 - 高功率：信号电平：20VAC/100mAAC
 - 内置直流偏置：±40VDC/100mAAC
 - TH2840B 精密LCR数字电桥
 - 测试频率：20Hz~2MHz
 - 高稳定性和一致性：14个量程配置
 - 高功率：信号电平：20VAC/100mAAC
 - 内置直流偏置：±40VDC/100mAAC

电气安规测试仪器

- 高性能耐压绝缘测试仪**
 - TH9120A 程控交流耐压测试仪(含同态TH9120A/D交流耐压测试仪系统软件V1.0.0)
 - 耐压测试: AC, 18kV/最大200A输出
 - 漏电流测试: 0.00~10.00V
 - 电击/电灼保护功能
 - 05C检查功能
 - TH9120D 程控直流耐压绝缘测试仪(含同态TH9120A/D交流耐压测试仪系统软件V1.0.0)
 - 耐压测试: DC, 12kV/最大100A
 - 漏电流测试: 0.00~12.00V
 - 电击/电灼保护功能
 - 05C检查功能
- 其它类电气安规测试仪**
 - TH9410A 接地电阻测试仪
 - 测试电流: 1.00~45.00A
 - 接地电阻范围: 0~600mΩ
 - 四端测试模式, 保证测试精度
 - 内部功率放大电路驱动电流输出, 不受电源及

微弱信号测试仪器

- 高阻计/飞安计/皮安计**
 - TH2690 飞安表/静电计/高阻计
 - 电流分辨率达0.1fA(10^{-16} A)
 - 测量电阻高达10PΩ (10^{16} Ω)
 - 输入阻抗<200TΩ
 - 支持电压测量达20V
 - TH2691A 皮安表
 - 电流分辨率达1fA
 - 最小量程: 2nA
 - 5.0寸电容式触摸屏
 - 6位测量分辨率
 - TH2691 飞安表
 - 电流分辨率达0.1fA(10^{-16} A)
 - 最小量程: 20pA
 - 5.0寸电容式触摸屏
 - 6位测量分辨率
- 精密源/测量单元**
 - TH1992B 高精度源表
 - TH1991 高精度源表
 - TH1992 高精度源表

电力电子测试仪器

- 可编程直流电源**
 - TH691000-10 宽范围可编程直流电源
 - 额定输出: 1000V/10A (3000W)
 - 输出范围为等功率“矩形”电源的3倍
 - 高频 LLC 多谐振逆变, 整机效率高达 93%
 - 主动式 PFC, 功率因数高达 0.99
 - TH69750-12 宽范围可编程直流电源
 - 额定输出: 750V/12A (3000W)
 - 输出范围为等功率“矩形”电源的3倍
 - 高频 LLC 多谐振逆变, 整机效率高达 93%
 - 主动式 PFC, 功率因数高达 0.99
 - TH69500-20 宽范围可编程直流电源
 - 额定输出: 500V/20A (3000W)
 - 输出范围为等功率“矩形”电源的3倍
 - 高频 LLC 多谐振逆变, 整机效率高达 93%
 - 主动式 PFC, 功率因数高达 0.99
- 直流电子负载**
 - TH8412 可编程直流电子负载(含同态TH84XX直流电子负载系统软件V1.0)
 - 输入: 350V(300V/30A)
 - 1μF~1s高分辨率
 - 高达250Hz的动态频率
 - 高达5000Hz的采样速度
 - TH8411 可编程直流电子负载(含同态TH84XX直流电子负载系统软件V1.0)
 - 输入: 175V(500V/15A)
 - 1μF~0.1s高分辨率
 - 高达250Hz的动态频率
 - 高达5000Hz的采样速度
 - TH8402 可编程直流电子负载(含同态TH84XX直流电子负载系统软件V1.0)
 - 输入: 350V(150V/60A)
 - 1μF~1s高分辨率
 - 高达250Hz的动态频率
 - 高达5000Hz的采样速度

资料来源：公司官网、开源证券研究所

3.2、募投情况：达产后预期形成 65,000 台产能，目前处于安装调试阶段

据公司 2020 年 12 月 30 日签署的招股说明书披露，本次募投项目主要包括“智能化电子测量仪器生产制造项目”和“研发中心建设项目”。

表3：拟投入募集资金 15000 万元用于智能化电子测量仪器生产制造项目（万元）

序号	项目名称	项目总投资	募集资金投入额	建设期	立项核准	环保批复
1	智能化电子测量仪器生产制造项目	23,860.00	15,000.00	2 年	常新行审经备[2018]552 号	常新行审环表[2019]66 号
2	研发中心建设项目	6,140.00	5,000.00	2 年	常新行审经备[2018]552 号	常新行审环表[2019]66 号
3	补充流动资金项目	3,000.00	3,000.00			

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

智能化电子测量仪器生产制造项目在公司现有专业技术基础上，升级电子元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。项目建成后，预期会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。经公司测算，本项目建成全面达产后，预计实现不含税年销售收入 38,546.90 万元，年税前利润总额 10,268.54 万元，财务内部收益率（所得税后）24.96%，投资回收期（含建设期）6.15 年，项目经济效益良好。智能化电子测量仪器生产制造项目该项目基建工程已于 2021 年 10 月完工并转固。

据公司 2022 年半年报披露，募投项目部分设备受新冠疫情影响，仍处于安装调试阶段。

4、盈利预测与投资建议

公司致力于成为国际领先的电子测量测试综合解决方案提供商，目前公司在全国和部分海外市场建立了完善的营销和服务体系，采用多层次、差异化的销售模式构建方案，建设了经销商模式、直销模式、ODM 模式、B2C 模式四位一体的销售模式。公司在品牌知名度、技术支持和服务能力上具备一定优势，近年来，我国电子测量仪器市场高速增长，随着下游市场对测量产品的需求增加，公司有望受益。我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 0.54/0.70/0.91 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.66/0.86 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 25.9/20.0/15.4 倍。公司可比公司 PE 中值 64X，公司估值水平较可比公司估值均值比较低，此外公司多项电子测量新产品达行业领先水平，国产替代工作积极进行，首次覆盖给予“买入”评级。

表4：可比公司盈利预测与估值（亿元、元/股）

公司名称	股票代码	最新收盘价	最新总市值	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
鼎阳科技	688112.SH	76.97	82.10	1.21	1.71	2.45	63.74	44.88	31.38
普源精电-U	688337.SH	84.50	102.51	0.71	1.35	1.91	119.78	62.41	44.14
坤恒顺维	688283.SH	56.50	47.46	0.96	1.4	1.96	58.96	40.31	28.86
均值			77.36				80.83	49.20	34.79
中值			82.10				63.74	44.88	31.38
同惠电子	833509.BJ	13.18	14.00	0.51	0.66	0.86	25.90	20.00	15.40

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预测 收盘日为 20220831）

5、风险提示

市场竞争加剧的风险、关键核心器件依赖进口的风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	229	241	262	292	341
现金	130	51	99	105	116
应收票据及应收账款	10	16	20	26	35
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	0	1	1	2	1
存货	27	53	66	73	93
其他流动资产	61	120	77	86	94
非流动资产	71	133	137	153	180
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	96	100	111	135
无形资产	22	23	26	30	32
其他非流动资产	39	14	11	11	13
资产总计	300	373	399	445	521
流动负债	35	74	75	77	88
短期借款	0	0	0	0	2
应付票据及应付账款	11	26	30	31	39
其他流动负债	24	48	46	46	47
非流动负债	1	0	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	0	1	1	1
负债合计	36	74	76	78	89
少数股东权益	0	1	0	0	-0
股本	104	106	106	106	106
资本公积	103	115	115	115	115
留存收益	56	77	95	118	146
归属母公司股东权益	263	298	323	367	432
负债和股东权益	300	373	399	445	521

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	43	41	47	67	83
净利润	32	42	54	70	91
折旧摊销	4	5	11	12	15
财务费用	-0	-0	0	0	1
投资损失	-1	-4	-2	-2	-3
营运资金变动	8	-3	-14	-12	-21
其他经营现金流	1	1	-1	-0	-0
投资活动现金流	-30	-114	30	-34	-47
资本支出	25	61	18	28	42
长期投资	-12	-57	0	0	0
其他投资现金流	7	4	48	-7	-6
筹资活动现金流	103	-6	-29	-26	-27
短期借款	0	0	0	0	2
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	22	2	0	0	0
资本公积增加	100	12	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-21	-29	-26	-29
现金净增加额	115	-79	48	6	9

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	100	148	192	253	338
营业成本	43	67	89	118	158
营业税金及附加	1	1	2	2	3
营业费用	5	9	10	13	17
管理费用	10	15	18	23	30
研发费用	14	17	21	28	37
财务费用	-0	-0	0	0	1
资产减值损失	-0	-1	-0	-1	-1
其他收益	7	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	4	2	2	3
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	36	46	60	77	101
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	36	47	60	77	101
所得税	4	5	6	8	10
净利润	32	42	54	70	91
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归属母公司净利润	32	42	54	70	91
EBITDA	38	51	70	88	114
EPS(元)	0.30	0.40	0.51	0.66	0.86

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	47.4	30.1	31.6	33.3
营业利润(%)	-2.8	30.6	28.9	29.0	30.2
归属于母公司净利润(%)	-2.2	32.2	28.8	29.1	30.1
获利能力					
毛利率(%)	57.4	54.6	53.8	53.5	53.2
净利率(%)	31.4	28.3	28.0	27.4	26.8
ROE(%)	12.0	14.0	16.7	18.9	21.0
ROIC(%)	42.5	33.4	36.2	39.1	40.1
偿债能力					
资产负债率(%)	12.1	19.9	19.1	17.5	17.0
净负债比率(%)	-49.0	-16.9	-30.2	-28.4	-26.2
流动比率	6.5	3.3	3.5	3.8	3.9
速动比率	5.7	2.5	2.6	2.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	18.2	21.1	17.0	18.0	19.0
应付账款周转率	5.1	3.6	4.0	5.0	6.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.40	0.51	0.66	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.39	0.44	0.63	0.78
每股净资产(最新摊薄)	2.48	2.81	3.04	3.45	4.07
估值比率					
P/E	44.0	33.3	25.9	20.0	15.4
P/B	5.3	4.7	4.3	3.8	3.2
EV/EBITDA	32.0	24.2	17.6	13.7	10.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn