

同惠电子 (833509)

国产电子测量仪器龙头，产品向高端化&综合化发展

增持 (首次)

2022年11月20日

证券分析师 周尔双

执业证书: S0600515110002
021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证书: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 148 | 185 | 240 | 312 |
| 同比 | 47% | 25% | 30% | 30% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 42 | 51 | 66 | 87 |
| 同比 | 32% | 22% | 30% | 31% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.39 | 0.47 | 0.61 | 0.80 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 35.38 | 29.08 | 22.44 | 17.17 |

关键词: #产能扩张

投资要点

■ 同惠电子: 电子元器件测量仪器龙头，深耕行业二十余载

同惠电子成立于1994年，专注于电子元器件测量仪器领域，在精密阻抗测量领域具有20多年理论和实践积累。目前高端产品性能已达国际先进水平 (毛利率稳定于75%左右)，与是德科技等国际巨头直面竞争。

受益于高端产品逐步放量以及新产品的不断推出，公司业绩实现较快增长。2017-2021年营收从0.8亿元提升至1.5亿元，CAGR=21%；归母净利润从0.3亿元提升至0.4亿元，CAGR=10%。

■ 千亿市场大而不强，国产替代进行时:

根据Frost&Sullivan，2021年全球测量仪器市场达1023亿元，随着5G的商用化、新能源汽车渗透率提升，预计2025年市场空间将达1257亿元，CAGR=5.3%。相较国际市场，国内电子测量行业增速更快，预计市场规模将从2021年的363亿元提升至2025年的467亿元，CAGR=6.5%。然而我国电子测量仪器起步较晚，再加上芯片等核心元件受海外隐形技术制约，中高端产品长期依赖进口。

电子测量仪器作为基础科研工具，是国家科研自主可控的重要环节，近年来国家政策加速出台利好国产替代。2020年以来多部门出台政策支持高端电子测量仪器自主化。2022年9月起国务院、教育部、央行分别出台政策，以政策贴息、专项再贷款的方式支持教育新基建，总体规模达1.7万亿元，贷款主体实际贷款成本不高于0.7%，增强了企业购置国产高端设备的意愿，国内高端仪器仪表龙头有望率先受益。

■ 高端产品已达国际先进水平，募投项目打破产能瓶颈:

近年来公司已成功推出二十余款新品，涵盖元器件参数测试仪器、电子安规测试仪器等领域。此外公司多年来持续优化产品结构，向中高端领域迈进，2017-2020H1高端产品收入占比由21.1%升至29.0%。

产能方面，2017-2020H1，公司产能利用率和产销率均维持在90%以上，即将进入产能释放期的募投项目将打破公司产能瓶颈。公司“智能化电子测量仪器生产制造项目”建成后，将形成各类测试仪器6.5万台年产能。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，项目经济效益良好。目前该项目基建工程已于2021年10月完工并转固。部分设备受新冠疫情影响，仍处于安装调试阶段，尚未达到预定可使用状态，预计至2022年12月31日将进入产能释放期。

■ 盈利预测与投资评级: 我们认为公司正处于快速增长期，预计公司2022-2024年净利润分别为0.51/0.66/0.87亿元，当前股价对应动态PE分别为29/22/17倍，首次覆盖给予“增持”评级。

■ 风险提示: 核心器件依赖进口、宏观经济波动、行业竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 13.67 |
| 一年最低/最高价 | 11.24/21.98 |
| 市净率(倍) | 4.76 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 739.27 |
| 总市值(百万元) | 1,486.59 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.87 |
| 资产负债率(%，LF) | 17.38 |
| 总股本(百万股) | 108.75 |
| 流通 A 股(百万股) | 54.08 |

相关研究

内容目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 同惠电子：电子元器件测量仪器龙头，深耕行业二十余载 | 4 |
| 1.1. 专注电子测量仪器领域，六大拳头产品应用广泛 | 4 |
| 1.2. 产品加速高端化，业绩保持快速增长 | 6 |
| 2. 千亿市场大而不强，国产替代进行时 | 8 |
| 2.1. 全球大市场、应用广泛、增长稳 | 8 |
| 2.2. 核心技术落后于国外，政策引导国产替代 | 9 |
| 3. 高端产品已达国际先进水平，募投项目打破产能瓶颈 | 12 |
| 3.1. 推出二十余款新品，高端产品达到国际先进水平 | 12 |
| 3.2. 募投项目打破产能瓶颈，打开公司长期成长空间 | 14 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 15 |
| 5. 风险提示 | 17 |

图表目录

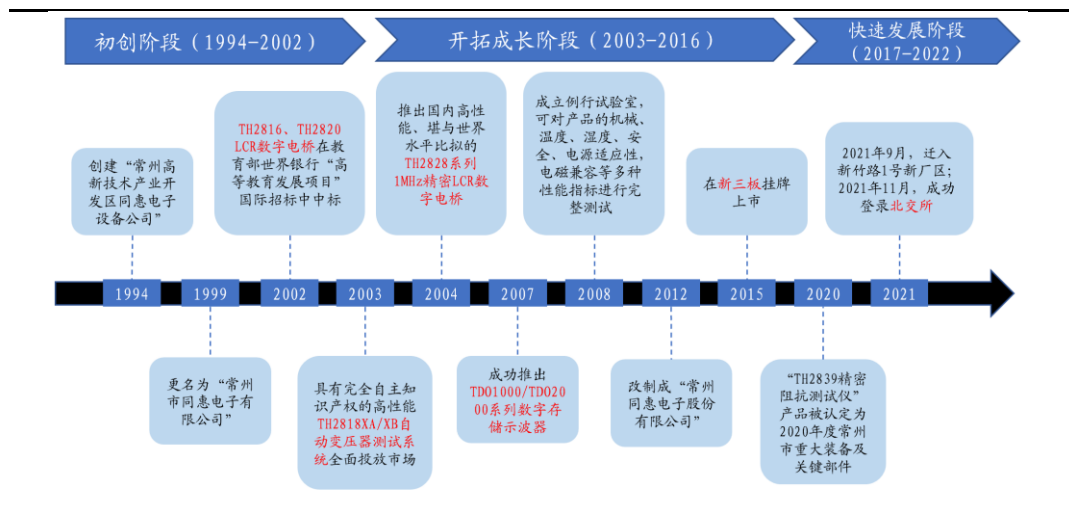
| | |
|--|----|
| 图 1: 同惠电子发展历程..... | 4 |
| 图 2: 公司股权结构图 (截至 2022 年 11 月) | 4 |
| 图 3: 公司产品类型及用途..... | 5 |
| 图 4: 2018-2021 年分业务营收情况 (单位: 亿元) | 6 |
| 图 5: 2018-2021 年分业务营收占比情况 (单位: %) | 6 |
| 图 6: 2017-2021 年公司营收 CAGR=21.1%..... | 6 |
| 图 7: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR=9.7%..... | 6 |
| 图 8: 中低端市场竞争激烈导致公司毛利率下滑 (单位: %) | 7 |
| 图 9: 期间费用控制基本保持稳定 (单位: %) | 7 |
| 图 10: 2018-2021 年公司分业务毛利率变化情况 (单位: %) | 7 |
| 图 11: 2017 年以来公司保持较高研发投入水平 | 8 |
| 图 12: 研发费用率处于行业平均水平 (单位: %) | 8 |
| 图 13: 电子测量仪器产业链..... | 8 |
| 图 14: 2019 年全球电子测量仪器下游结构 (单位: %) | 9 |
| 图 15: 2025 年全球电子测量仪器下游结构预测 (单位: %) | 9 |
| 图 16: 全球及中国电子测量仪器市场空间 (单位: 亿元、%) | 9 |
| 图 17: 美日德等国龙头企业技术水平领先全球..... | 10 |
| 图 18: 高附加值的高端示波器进口依赖度高 (统计口径为 2021 年, 单位: 万台、亿元) | 11 |
| 图 19: 近年来公司持续推出新品, 优化产品结构..... | 12 |
| 图 20: 高端产品收入占比逐步提升 (单位: %) | 13 |
| 图 21: 高端产品毛利率基本维持稳定 (单位: %) | 13 |
| 图 22: 同惠电子和是德科技的精密阻抗分析仪参数对比..... | 13 |
| 图 23: 2017-2020H1 产能利用率提高, 公司扩产诉求紧迫 | 14 |
| 图 24: 募投项目投入方向及进展..... | 14 |
| 图 25: 可比公司估值 (PE, 截至 2022 年 11 月 18 日收盘股价, 单位: 亿元) | 17 |
| | |
| 表 1: 2020 年至今高端仪器仪表产业支持性政策频出 | 11 |
| 表 2: 分业务盈利预测 (单位: 百万元、%) | 15 |

1. 同惠电子：电子元器件测量仪器龙头，深耕行业二十余载

1.1. 专注电子测量仪器领域，六大拳头产品应用广泛

常州同惠电子股份有限公司（以下简称同惠电子或公司）成立于 1994 年，专注电子元器件测量仪器领域，尤其在精密阻抗测量领域具有二十多年理论和实践积累。目前公司高端产品性能已达到国际先进水平（毛利率稳定于 75%左右），与是德科技等国际巨头直面竞争。2015 年公司在新三板挂牌，2021 年 11 月登录北交所，2022 年 8 月入选江苏省工业和信息化部第四批专精特新“小巨人”企业，目前已进入公示阶段。

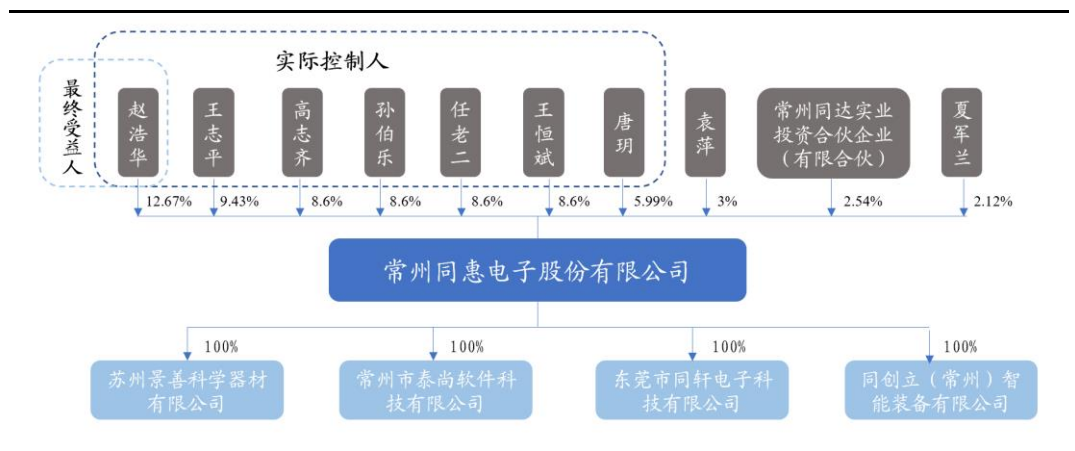
图1：同惠电子发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构稳定，管理团队技术背景深厚。公司七位实际控制人均来自初创团队，合作实际长达二十余年，合作关系稳定。截至 2022 年 11 月，7 位实控人共持有 61.55% 的股份。七位实控人均为技术出身，公司内部科研氛围浓厚。

图2：公司股权结构图（截至 2022 年 11 月）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

六大主营产品，应用领域广泛。公司主要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，被广泛应用于 3C 电子、5G 通讯、半导体封测、新能源汽车等领域。

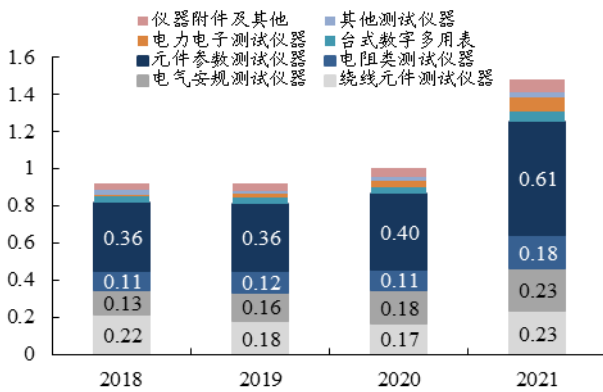
图3: 公司产品类型及用途

| 产品系列 | 2021年营收占比 (%) | 产品类型 | 代表产品 | 产品用途 |
|------------|---------------|-------------|------------------------|---|
| 元件参数测试仪器 | 41% | 阻抗分析仪 | TH2839系列阻抗分析仪 | 应用于无源器件、半导体材料及元件、介质材料、磁性材料等的电气性能测试与分析 |
| | | LCR 数字电桥 | TH2838精密 LCR 数字电桥 | |
| 绕线元件参数测试仪器 | 16% | 自动变压器综合测试系统 | TH2840X系列自动变压器测试系统 | 应用于开关电源变压器、网络变压器、网络滤波器等的综合性能测试与分析 |
| | | 脉冲式线圈测试仪 | TH2883系列脉冲式线圈测试仪 | |
| 电气安规类测试仪器 | 15% | 高性能耐压绝缘测试仪 | TH9010并行多通道耐压测试仪 | 应用于消费电子、变压器、新能源汽车、电子元器件等行业的产品安全参数测试。 |
| 电阻类测试仪器 | 12% | 直流低电阻测试仪 | TH2515直流低电阻测试仪 | 直流低电阻测试仪应用于元器件等的低电阻测试；交流低电阻测试仪应用于智能手机电池等的交流电阻测试；绝缘电阻测试仪应用于高值电阻器等的绝缘电阻测试 |
| 电力电子测试仪器 | 6% | 可编程直流电源 | TH8300模块化可编程直流电子负载 | 应用于计算机/服务器/通信电源、开关电源、3C 用电池等产品的参数测试。 |
| 台式数字多用表 | 3% | 台式数字多用表 | TH1963 六位半数字多用表 | 用以测量直流电压、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。 |

数据来源：同惠电子官网，东吴证券研究所

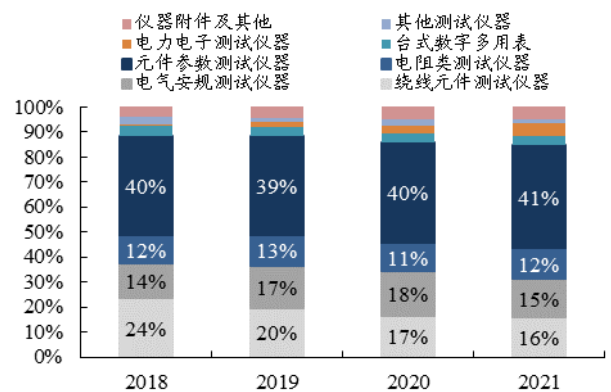
四大支柱产品贡献主要营收，新产品线迅速发展。元件参数测试仪器、绕线元件测试仪器、电气安规测试仪器和电阻类测试仪器是公司营收超过千万的四大支柱产品。2018-2021 年，元件参数测试仪器保持约 40%的营收占比，为公司第一大业务。此外，绕线元件测试仪器、电气安规测试仪器和电阻类测试仪器也是公司重要的营收来源，2021 年营收占比分别为 16%、15%和 12%。除了巩固支柱产品的优势地位，公司也在重点开拓新产品线，如电力电子测试仪器。2018-2021 年，电力电子测试仪器营收占比由 1%提升到 6%，其中 2021 年营收同比增长 133%。

图4：2018-2021年分业务营收情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2018-2021年分业务营收占比情况（单位：%）

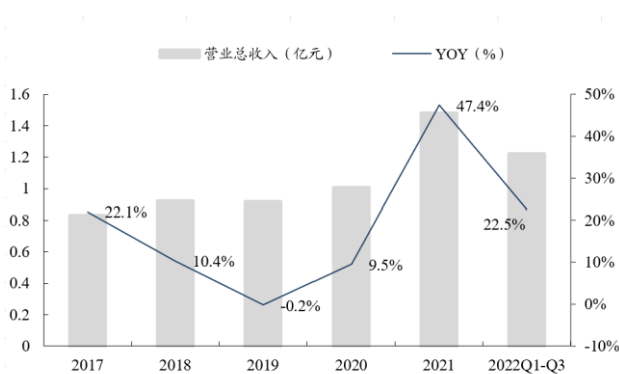


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 产品加速高端化，业绩保持快速增长

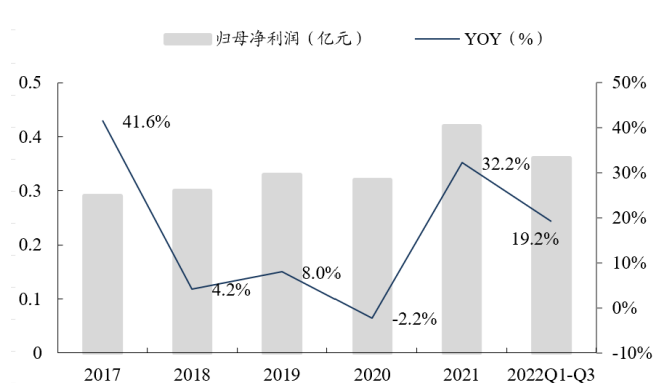
2017-2021年，公司营业收入由0.8亿元增至1.5亿元，CAGR=21.1%，业绩呈较快增长态势；归母净利润由0.29亿元增至0.42亿元，CAGR=9.7%，利润增速低于收入增速主要系中低端产品市场竞争激烈，毛利率持续承压。2022Q1-Q3实现营收1.2亿元，同比+22.5%；归母净利润3601.4万元，同比+19.2%。公司业绩持续保持快速增长，主要系：1）增加一线销售队伍，加大产品推广力度，内外销营业收入同时取得增长；2）布局新能源和半导体测试领域，推出多款高端新产品，如TH2851系列精密阻抗分析仪、TH1991精密源测量单元SMU、TH2690高阻计、TH510系列半导体C-V特性分析仪、TH6680系列回馈式源载系统等，取得较好反馈。

图6：2017-2021年公司营收 CAGR=21.1%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2017-2021年公司归母净利润 CAGR=9.7%

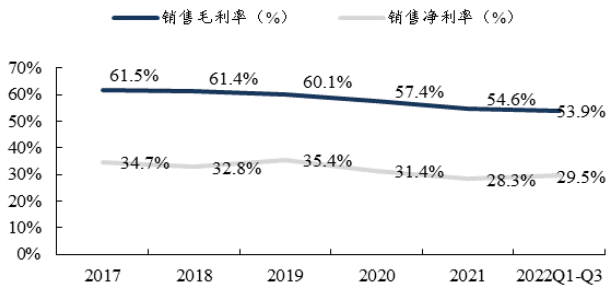


数据来源：Wind，东吴证券研究所

中低端市场竞争激烈，毛利率持续承压。2017-2021年公司毛利率由61.5%下降至54.6%，销售净利率由34.7%降至28.3%，皆呈下降态势。2022Q1-Q3毛利率和销售净

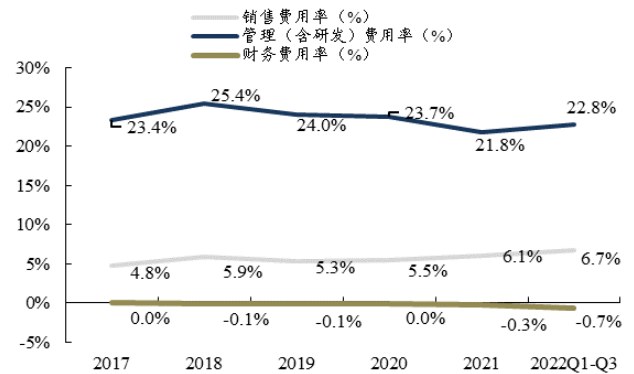
利率分别同比-4.35pct、-2.8pct。我们判断毛利率下滑主要系：1）关键原材料芯片缺货，导致成本上升；2）中低端产品市场竞争激烈，公司采取优惠的销售政策。费用率方面，2017-2021 年期间费用率由 28.2% 小幅下降为 27.5%，基本维持稳定。未来，随着芯片国产替代化和中高端产品比重增加，公司的毛利率有望迎来拐点。

图8：中低端市场竞争激烈导致公司毛利率下滑（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

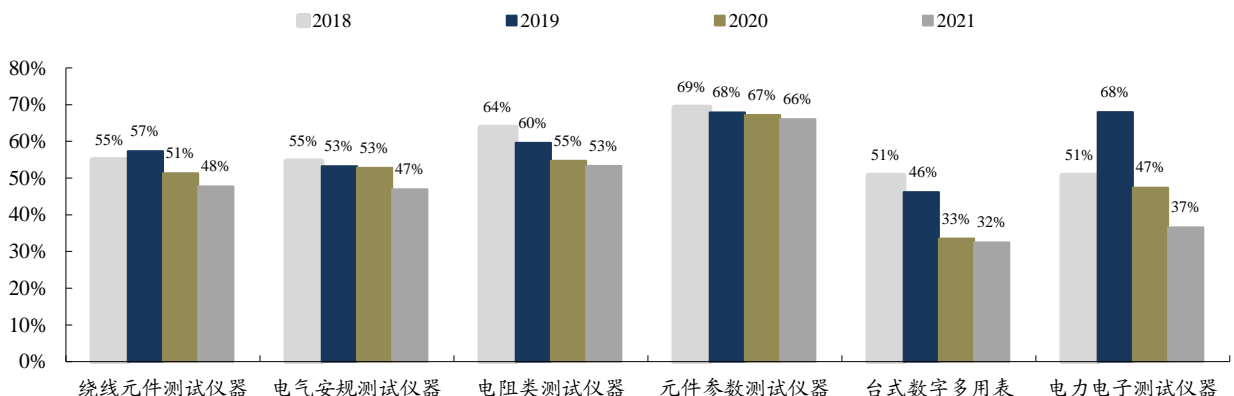
图9：期间费用控制基本保持稳定（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2021 年毛利率前三的业务为元件参数测试仪器（66%）、电阻类测试仪器（53%）和绕线元件测试仪器（48%），主要系公司在这三条业务线均研发出高端产品，附加值高，如 2021 年推出的 TH2851 系列达到国际先进水平。从趋势来看，2018-2021 年六大主营产品的毛利率均有不同程度的下滑。其中，毛利率降幅最大的业务是台式数字多用表，主要系多用表市场竞争激烈，公司采取降价促销方式所致。

图10：2018-2021 年公司分业务毛利率变化情况（单位：%）

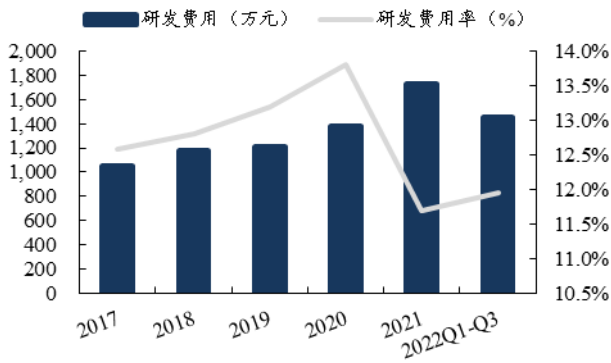


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注重自主创新，研发费用率保持较高水平。公司秉持着自主创新的观念，重视研

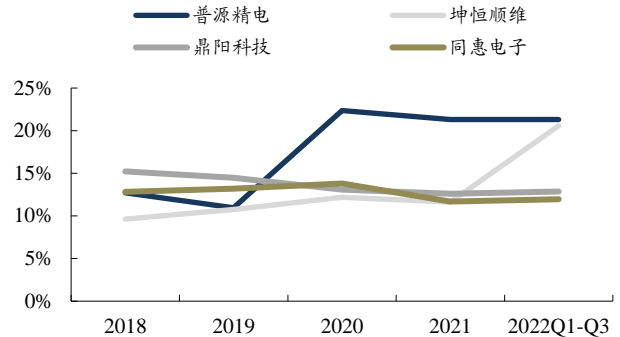
究团队，不断加大研发投入。2017-2021年，公司研发费用率维持在10%以上，与可比公司（普源精电、坤恒顺维、鼎阳科技）相比，研发费用率处于平均水平。

图11: 2017年以来公司保持较高研发投入水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 研发费用率处于行业平均水平 (单位: %)



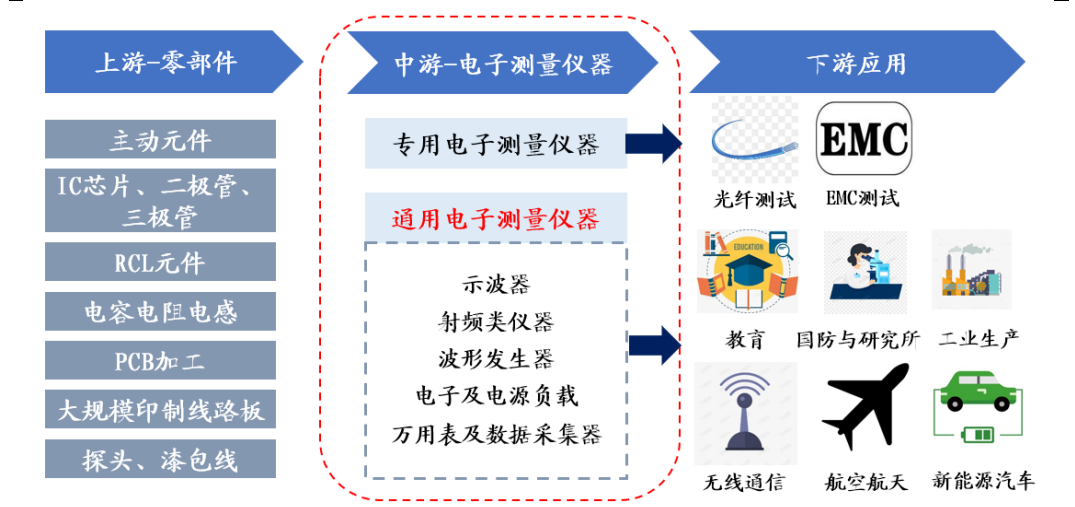
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 千亿市场大而不强，国产替代进行时

2.1. 全球大市场、应用广泛、增长稳

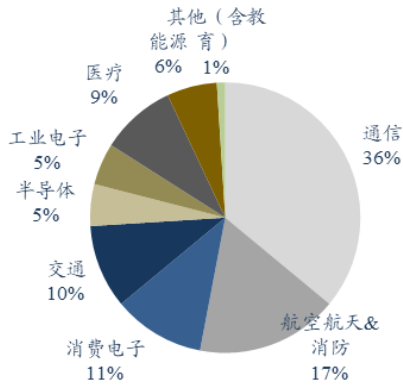
电子测量仪器为现代信息产业基础，应用广泛，最大下游通信占比35%以上。根据Frost&Sullivan统计，2019年全球电子测量仪器最大下游为通信，占比36%，航空航天&消防/消费电子/交通/医疗分别占比17%/11%/10%/9%。未来随着5G商用化及物联网智能终端的发展，2025年通信行业在全球电子测量仪器下游占比有望提升至39%。

图13: 电子测量仪器产业链



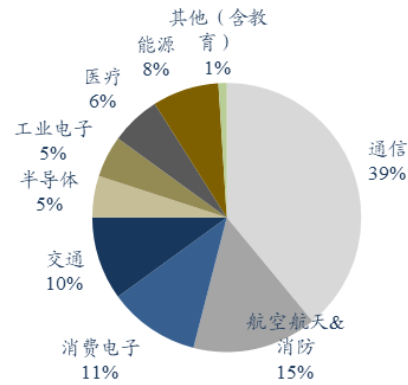
数据来源: 普源精电招股书, 东吴证券研究所

图14: 2019 年全球电子测量仪器下游结构 (单位: %)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

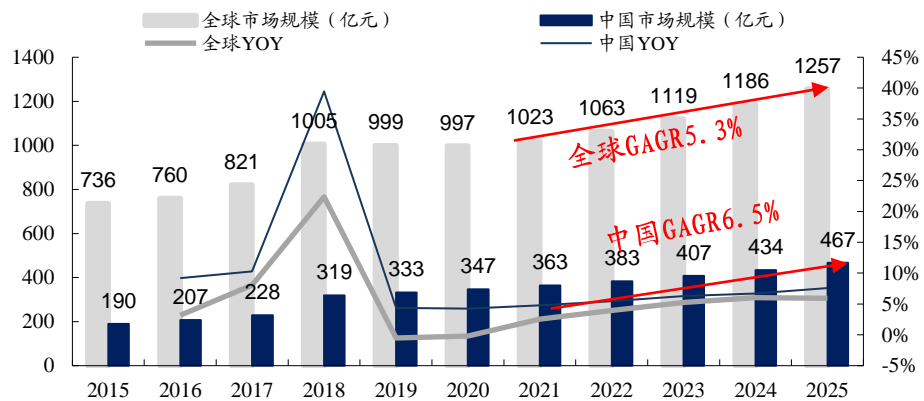
图15: 2025 年全球电子测量仪器下游结构预测 (单位: %)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

全球电子测量仪器市场超千亿，中国市场增速快于全球。根据 Frost&Sullivan，2021 年全球测量仪器市场空间达到 1023 亿元，随着 5G 的商用化、新能源汽车渗透率提升、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稳定增长，预计 2025 年全球电子测量仪器市场空间 1257 亿元，2021-2025 年复合增速 5.3%。相比于全球市场，我国电子测量行业增速更快，2021 年市场规模为 363 亿元，约为全球市场的三分之一，预计 2025 年增长至 467 亿元，2021-2025 年复合增速为 6.5%，高于全球市场 1.2pct。

图16: 全球及中国电子测量仪器市场空间 (单位: 亿元、%)



数据来源: Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

2.2. 核心技术落后于国外，政策引导国产替代

电子测量仪器具备工业消费品属性，技术、口碑和渠道为核心竞争力。

核心技术由美、日、德等国掌握，中高端市场被海外龙头垄断。美国、德国、日

本等国电子测量行业大多兴起于二战时期，对信号源进行测向定位技术迅速发展起来，电子测量仪器在军方得以广泛使用。二战后西方发达国家得益于雄厚的工业基础，不断实现技术突破，长时间在电子测量仪器市场占据主导地位。美国公司是德科技示波器带宽已达到 110GHz，采样率达到 256GSa/s，技术指标领先全球，在中高端市场形成绝对垄断。我国电子测量仪器市场起步较晚，市面上最高带宽为普源精电提供的 5GHz。

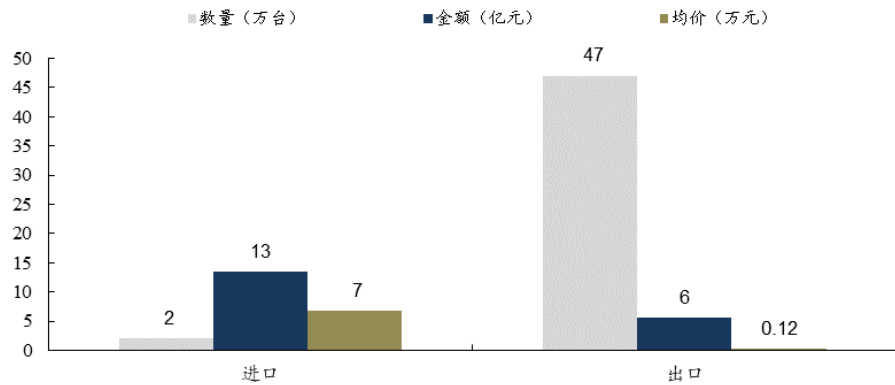
图17: 美日德等国龙头企业技术水平领先全球

| 公司类别 | 公司名称 | LOGO | 国别 | 成立时间 | 主营业务 | 营收(亿元, 2021年) | 归母净利润率(2021年) |
|------|--------|---|------|------|---|---------------|---------------|
| 海外 | 是德科技 |  | 美国 | 1939 | 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，数字示波器最高带宽可达到 110GHz，采样率为 256GSa/s | 357 | 18% |
| | 力科 |  | 美国 | 1964 | 主营示波器与协议分析仪并提供相配套的服务，2014年，力科在全球最先推出了100GHz带宽的示波器，目前力科所生产的实时数字示波器带宽最高可达到100GHz，采样率可达到240GSa/s | - | - |
| | 泰克 |  | 美国 | 1946 | 主要产品有示波器、任意波形发生器、电源、逻辑分析仪、频谱分析仪和误码率分析仪，数字示波器最高能达到70GHz，采样率达到200GSa/s | - | - |
| | 罗德与施瓦茨 |  | 德国 | 1933 | 主要产品包括无线通信测试仪和系统、信号与频谱分析仪、射频/微波信号发生器、示波器、音频分析仪以及广播电视测试与测量产品，数字示波器产品最高带宽可达到16GHz，采样率可达到40GSa/s | 185 | - |
| | 安立 |  | 日本 | 1895 | 波/射频测试、无线通信测试、工业自动化、数字传输测试、IP测试、光通信测试、信息终端、电子元器件 | 52 | 15% |
| 国内 | 普源精电 |  | 中国 | 1998 | 主要产品包括数字示波器、射频类仪器、波形发生器、万用表及数据采集器、电源及电子负载，数字示波器最高带宽5GHz，采样率可达到20GSa/s | 4.84 | 12% |
| | 鼎阳科技 |  | 中国 | 2007 | 主要产品为数字示波器、波形与信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪等，数字示波器最高带宽2GHz | 3.04 | 27% |
| | 固纬电子 |  | 中国台湾 | 1993 | 主要产品包括数字示波器、射频类仪器、波形发生器、万用表及数据采集器、电源及电子负载、液晶显示器仪表、安全测试仪等，数字示波器最高带宽500MHz | 6.00 | 11% |
| | 电科思仪 |  | 中国 | 2015 | 以中国电科第四十、四十一研究所为核心，主要从事电子测量仪器、自动测试系统和相关器部件的研发生产，数字示波器最大带宽为1.2GHz | - | - |
| | 优利德 |  | 中国 | 2003 | 主要包括电子电工测试仪表、测试仪器、温度及环境测试仪表、电力及高压测试仪表及测绘测量仪表五大产品线，示波器最高带宽2.5GHz，采样率可达到20GS/s | 8.42 | 13% |
| | 同惠电子 |  | 中国 | 1994 | 主要包括元件参数测试仪器、绕线元件测试仪器等六大类产品线，率先打破是德科技在国内市场对120MHz高频高性能阻抗分析仪产品的垄断 | 1.48 | 28% |

数据来源：各公司官网，Wind，东吴证券研究所

国内电子测量仪器行业落后 20 年，高端产品依赖进口。我国电子测量仪器起步较晚，再加上芯片等核心元件受海外隐形技术制约，中高端产品长期依赖进口。以示波器为例，根据中国海关数据，2021 年我国进口示波器 2 万台，均价 6.8 万元/台，以中高端产品为主；同期出口 47 万台，以低端、低附加值产品为主，均价仅 1181 元/台。

图18: 高附加值的高端示波器进口依赖度高 (统计口径为 2021 年, 单位: 万台、亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

电子测量仪器为基础科研工具, 政策加速国产替代。2020 年以来多部门出台政策支持高端电子测量仪器自主化、产业化, 加速国产替代进程。2022 年 9 月起国务院、教育部、央行分别出台政策, 以政策贴息、专项再贷款的方式支持教育新基建, 总体规模达 1.7 万亿元, 且申报截止日为 12 月 31 日, 窗口期较短。国内高端仪器仪表龙头有望率先受益, 订单落地节奏可期。

表1: 2020 年至今高端仪器仪表产业支持性政策频出

| 发布时间 | 政策发布来源 | 相关内容 |
|---------|--|--|
| 2022.09 | 中国人民银行 | 宣布设立设备更新改造专项再贷款, 额度 2000 亿元以上, 支持金融机构以不高于 3.2% 的利率向 10 个领域的设备更新改造提供贷款。加上中央财政贴息 2.5%, 今年第四季度内更新改造设备的贷款主体实际贷款成本不高于 0.7%。截止日期为 2022 年 12 月 31 日 |
| 2022.09 | 《关于教育领域扩大投资工作有关事项的通知》 | 明确专项贷款重点支持范围包括: 高校教学科研条件及仪器设备更新升级 、学校数字化建设, 数据中心的国产代替等。各学校应于 9 月 18 号将建设内容提交到教育部。 |
| 2022.09 | 国务院常务会议 | 确定以政策贴息、专项再贷款的方式来支持高校院所、医院、中小微企业等领域的设备购置和更新改造, 总体规模为 1.7 万亿元, 截止日期为 2022 年 12 月 31 日 |
| 2022.02 | 科技部发布关于对国家重点研发计划“基础科研条件与重大科学仪器设备研发”重点专项 2022 年度项目申报指南征求意见的通知 | 多通道混合信号示波器、宽频带取样示波器被列入度重点专项 |
| 2021.12 | 中华人民共和国主席令第一〇三号 | 对境内自然人、法人和非法人组织的科技创新产品、服务, 在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下, 政府采购应当购买 ; 首次投放市场的, 政府采购应当率先购买 , 不得以商业业绩为日予以限制。 |
| 2021.07 | 5G 应用“扬帆”行动计划 (2021-2023 年) | 加快弥补产业短板弱项。支持 高精度、高灵敏度、大动态范围的 5G 射频、协议、性能等仪器仪表研发, 带动仪表用高端芯片、核心器件等尽快突破 |
| 2021.07 | 关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见 | 加大基础零部件、基础电子元器件、基础软件、基础材料、基础工艺、 高端仪器设备 、集成电路、网络安全等领域关键核心技术、产品、装备攻关和示范应用。 推动国家重大科研基础设施和大型科研仪器向优质企业开放 , 建设生产应用示范平台和产业技术基础公共服务平台。 |
| 2021.03 | 中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标 | 依托行业龙头企业, 加大重要产品和关键核心技术攻关力度, 加快工程化产业化突破; 加强高端科研仪器设备研发制造。 |

| | | |
|---------|--------------------------------|--|
| 2020.9 | 关于扩大战略性新兴产业投资配育壮大新增长点新增长极的指导意见 | 加快高端装备制造产业补短板，重点支持工业机器人、建筑、医疗等特种机器人、 高端仪器仪表 、轨道交通装备等高端装备生产 |
| 2020.03 | 加强“从0到1”基础研究工作方案 | 加强重大科技基础设施和高端通用科学仪器的设计研发，聚焦 高端通用和专业重大科学仪器设备 研发、工程化和产业化研究，推动高端科学仪器产业快速发展 |
| 2020.03 | 工业和信息化部关于推动5G加快发展的通知 | 继续支持5G核心芯片、关键元器件、基础软件、仪器仪表等重点领域的研发、工程化攻关及产业化，奠定产业发展基础 |

数据来源：各部门官网，东吴证券研究所

3. 高端产品已达国际先进水平，募投项目打破产能瓶颈

3.1. 推出二十余款新品，高端产品达到国际先进水平

持续推出新品，优化产品结构。近年来公司已成功推出二十余款新品，涵盖元器件参数测试仪器、电子安规测试仪器、微弱信号测试仪器、电力电子测试仪器和自动测试系统等领域，包含多种高端产品。公司多年来持续优化产品结构，向中高端领域迈进，为提高市场占有率打下了坚实的基础。

图19：近年来公司持续推出新品，优化产品结构

| 产品系列 | 产品类型 | 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 |
| | LCR数字电桥 | TH2840A 精密LCR数字电桥 |
| | 半导体器件CV特性测试 | TH511 半导体C-V特性分析仪 |
| 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 |
| | 其它类电气安规测试仪 | TH9410A 接地电阻测试仪 |
| 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 |
| | 精密源/测量单元 | TH1992B 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 |
| | 直流电子负载 | TH8412 可编程直流电子负载 |
| 自动测试系统 | 开关电源自动测试系统 | TH300-8 开关电源自动测试系统 |

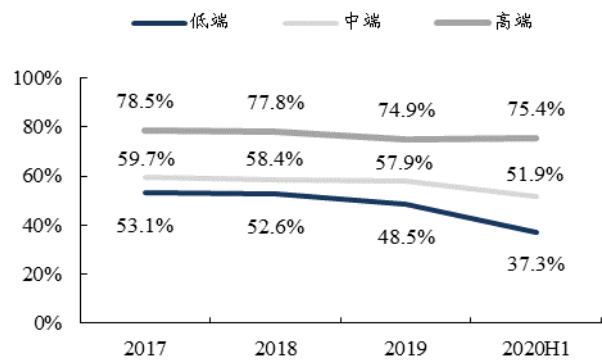
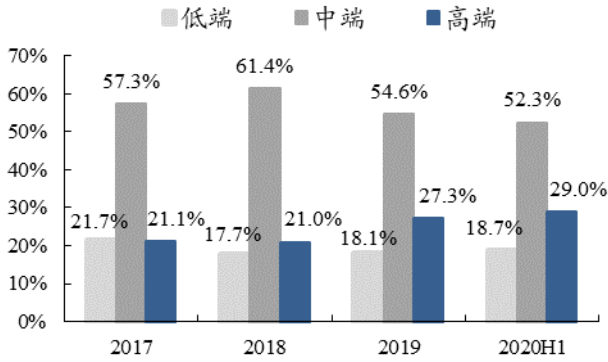
数据来源：同惠电子官网，东吴证券研究所

高端产品对收入的贡献不断提升。目前公司产品主要以中端为主，正处在由中低端向中高端过渡阶段，中高端电子测试仪器是公司未来重点发展的方向。2017-2020H1，

高端产品收入占比由 21.1%升至 29.0%，中端、低端产品收入占比均有所下降。从利润端来看，2017-2020H1 中低端产品毛利率持续承压，低端产品由 53.1%降至 37.3%，中端产品由 59.7%降至 51.9%；高端产品毛利率较为稳定，维持在 70%以上。

图20: 高端产品收入占比逐步提升 (单位: %)

图21: 高端产品毛利率基本维持稳定 (单位: %)



数据来源: 同惠电子招股书, 东吴证券研究所

数据来源: 同惠电子招股书, 东吴证券研究所

高端产品毛利率维持高位, 主要系其性能达到国际先进水平。2021年5月, 公司成功推出 TH2851-130 精密阻抗分析仪, 其主要性能指标超越了电子测试仪器行业的龙头——是德科技的 E4990A 系列, 实现了元器件参数测试仪器领域的重大突破。2022年6月, 公司推出 TH510 系列半导体器件 C-V 特性分析仪, 创新性地采用了双 CPU 架构、Linux 底层系统等新一代技术, 成功突破半导体测量领域。

图22: 同惠电子和是德科技的精密阻抗分析仪参数对比

| | | 同惠电子TH2851-130 | 是德科技E4990A-120 | 说明 |
|-------|-------------|----------------|----------------|--------------------|
| 测试频率 | 范围 | 10Hz~130MHz | 20Hz~120MHz | 范围越大, 可测试元器件种类越多 |
| | 最高分辨率 | 1mHZ | 1mHZ | 数值越小, 测试精准度越高 |
| 测试电平 | AC电压 | 5mV~2Vrms | 5mV~1Vrms | 范围越大, 可测试元器件种类越多 |
| | 分辨率 | 1mV | 1mV | 数值越小, 测试精准度越高 |
| | AC电流 | 50μA~20mArms | 200μA~20mArms | 范围越大, 可测试元器件种类越多 |
| | 分辨率 | 10μA | 20μA | 数值越小, 测试精准度越高 |
| DC偏置 | 电压 | 0V~±40V | 0V~±40V | 范围越大, 可测试元器件种类越多 |
| | 电压分辨率 | 1mV | 1mV | 数值越小, 测试精准度越高 |
| | 电流 | 0mA~±100mA | 0mA~±100mA | 范围越大, 可测试元器件种类越多 |
| DC电压源 | 电流分辨率 | 40μA | 40μA | 数值越小, 测试精准度越高 |
| | 电压范围 | -10V~10V | - | 用于需直流电压才能工作的产品测试场景 |
| 电流范围 | -45mA~+45mA | - | | |
| 最高准确度 | 1kHz | 0.08% | 0.08% | 数值越小, 测试精准度越高 |
| | 1MHz | 0.08% | 0.08% | |
| | 2MHz | 0.5% | 0.2% | |
| | 10MHz | 1.0% | 1.0% | |
| | 130MHz | 5.0% | - | |

数据来源: 同惠电子官网, 是德科技官网, 东吴证券研究所

3.2. 募投项目打破产能瓶颈，打开公司长期成长空间

产能瓶颈逐步成为公司发展阻碍。2017-2022H1，公司产能利用率和产销率始终维持在 90%以上的水平，产能不足成为阻碍公司继续快速发展的瓶颈。2021 年 1 月 11 日，公司成功于北交所 IPO 上市，共募集资金 13587.05 万元，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”。

图23：2017-2020H1 产能利用率提高，公司扩产诉求紧迫

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|-------------|-------|-------|-------|--------|
| 实际生产数量（台/套） | 29170 | 29645 | 25889 | 11205 |
| 设计生产数量（台/套） | 25000 | 25000 | 25000 | 12500 |
| 实际销售数量（台/套） | 27509 | 27910 | 26660 | - |
| 产能利用率（%） | 117% | 119% | 104% | 90% |
| 产销率（%） | 94% | 94% | 103% | |

数据来源：同惠电子招股书，同惠电子年报，东吴证券研究所

图24：募投项目投入方向及进展

| 序号 | 项目名称 | 承诺投资金额（万元） | 累计投入金额（万元） | 累计投入进度 |
|----|-----------------|------------|------------|--------|
| 1 | 智能化电子测量仪器生产制造项目 | 8387.05 | 6471.46 | 77.16% |
| 2 | 研发中心建设项目 | 2700.00 | 803.40 | 29.76% |
| 3 | 补充流动资金项目 | 2500.00 | 1955.27 | 78.21% |
| 4 | 合计 | 13587.05 | 9230.13 | 67.93% |

数据来源：同惠电子招股书，同惠电子公告，东吴证券研究所

具体来看：募投项目一：“智能化电子测量仪器生产制造项目”是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。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。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，项目经济效益良好。

募投项目二：“研发中心建设项目”是公司拟建设研发中心及中试车间，将进一步加大公司对电子元器件智能测试仪器、电力电子测试仪器的研发力度，尤其是紧跟新能源汽车、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。

截至 2021 年 12 月 31 日，募投项目投入总进度为 67.93%。1) **智能化电子测量仪器生产制造项目**：基建工程已于 2021 年 10 月完工并转固。部分设备受新冠疫情影响，仍处于安装调试阶段，尚未达到预定可使用状态，延期至 2022 年 12 月 31 日。2) **研发中心建设项目**：进口设备受新冠疫情影响，海运受阻。加之国内疫情多点散发等综合因素，使得专用设备仪器的采购到位时间延迟，延期至 2023 年 6 月 30 日。

4. 盈利预测与投资建议

1. 核心假设

1) **元器件参数测试类仪器业务**：作为公司核心产品，将持续保持较强的竞争力。我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 20%、30%和 30%，毛利率保持在 65%。

2) **电气安规类测试仪业务**：受益于业务下游新能源电力及新能源汽车景气度高，我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 40%、40%和 40%，毛利率分别为 45%、44%和 43%。

3) **变压器、电机、线圈类测试仪器业务**：公司新推出的高性能产品 TH2840 系列自动变压器系统将填补国内高端自动变压器测试仪空白，我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 20%、20%和 20%，毛利率分别为 43%、41.5%和 40%。

4) **电阻类测试仪器业务**：我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 20%、20%和 20%，毛利率分别为 55%、55%和 55%。

5) **电子测量仪器业务**：目前该业务基数较低，我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 45%、30%和 25%，毛利率分别为 35%、34%和 33%。

6) **仪器附件业务**：目前该业务基数较低，我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 30%、20%和 20%，毛利率分别为 55%、55%和 55%。

6) **台式数字多用表业务**：目前该业务基数较低，我们假设 2022-2024 年营收增速分别为 50%、60%和 70%，毛利率分别为 28%、28%和 28%。

2. 盈利预测：

我们根据公司披露的产能释放进度以及前 3 年主营业务收入增长趋势预测 2022-2024 年公司数控机床营收及毛利率，具体如下：

表2：分业务盈利预测（单位：百万元、%）

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 元器件参数测试类仪器 | 40.35 | 60.97 | 73.16 | 95.11 | 123.64 |

| | | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| YoY | 12.81% | 51.09% | 20.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率 | 67.19 | 66.02 | 65.00 | 65.00 | 65.00 |
| 电气安规类测试仪 | 17.71 | 22.73 | 31.82 | 44.55 | 62.37 |
| YoY | 14.22% | 28.38% | 40.00% | 40.00% | 40.00% |
| 毛利率 | 52.75 | 46.98 | 45.00 | 44.00 | 43.00 |
| 变压器、电机、线圈类测试仪器 | 16.60 | 23.28 | 27.93 | 33.52 | 40.23 |
| YoY | -7.10% | 40.23% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 51.31 | 47.70 | 43.00 | 41.50 | 40.00 |
| 电阻类测试仪器 | 11.47 | 18.20 | 21.85 | 26.21 | 31.46 |
| YoY | -0.56% | 58.68% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 54.68 | 53.27 | 55.00 | 55.00 | 55.00 |
| 电子测量仪器 | | 8.21 | 11.90 | 15.47 | 19.34 |
| YoY | | | 45.00% | 30.00% | 25.00% |
| 毛利率 | | 36.58 | 35.00 | 34.00 | 33.00 |
| 仪器附件 | 4.97 | 7.17 | 9.32 | 11.18 | 13.41 |
| YoY | 25.02% | 44.08% | 30.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 50.91 | 48.21 | 55.00 | 55.00 | 55.00 |
| 台式数字多用表 | 3.27 | 4.99 | 7.49 | 11.98 | 20.37 |
| YoY | -0.77% | 52.82% | 50.00% | 60.00% | 70.00% |
| 毛利率 | 33.49 | 32.43 | 28.00 | 28.00 | 28.00 |
| 其他业务 | 5.99 | 2.37 | 1.50 | 1.50 | 1.50 |
| YoY | 276.41% | -60.43% | 101.41% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 45.39 | 41.63 | 40.00 | 40.00 | 40.00 |
| 收入合计 | 100.36 | 147.92 | 184.97 | 239.53 | 312.33 |
| YoY | 9.54% | 47.39% | 25.05% | 29.50% | 30.39% |
| 毛利润合计 | 57.59 | 80.79 | 97.89 | 125.12 | 160.64 |
| 综合毛利率 | 57.38 | 54.62 | 52.92 | 52.23 | 51.43 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所测算

可比公司方面，公司是国内电子测量仪器供应商，产品正不断向高端化升级，故我们选取电子测量仪器企业鼎阳科技、普源精电-U、坤恒顺维和优利德作为可比公司。

图25: 可比公司估值 (PE, 截至 2022 年 11 月 18 日收盘股价, 单位: 亿元)

| 证券代码 | 公司 | 收盘价 (元) | 市值 | 2022净利润 | 2023净利润 | 2024净利润 | 2022PE | 2023PE | 2024PE |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 688112.SH | 鼎阳科技 | 101.8 | 108.6 | 1.38 | 1.92 | 2.70 | 79 | 57 | 40 |
| 688337.SH | 普源精电-U | 105.4 | 127.8 | 0.87 | 1.66 | 2.41 | 147 | 77 | 53 |
| 688283.SH | 坤恒顺维 | 72.2 | 60.7 | 0.79 | 1.15 | 1.61 | 77 | 53 | 38 |
| 688628.SH | 优利德 | 33.6 | 37.1 | 1.42 | 1.93 | 2.44 | 26 | 19 | 15 |
| 可比公司平均 | | | | | | 2.29 | 82 | 51 | 37 |
| 833509.BJ | 同惠电子 | 13.7 | 14.9 | 0.51 | 0.66 | 0.87 | 29 | 22 | 17 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 除同惠电子外盈利预测来自 Wind 一致预期)

3. 投资建议

同惠电子作为国内电子测量仪器综合性龙头, 高端产品已达国际先进水平, 正逐步进行国产替代。此外, 公司还不断开发新品, 扩充产品应用领域。综合考虑下, 我们认为公司正处于快速增长期, 我们预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.51/0.66/0.87 亿元, 当前股价对应动态 PE 分别为 29/22/17 倍, 首次覆盖给予“增持”评级。

5. 风险提示

- 1、关键核心器件依赖进口的风险:** 产品原材料 DAC/ADC 需从国外采购, 无国产替代, 目前尚未被列入贸易管制清单。若因贸易政策变化无法供货, 将对公司业绩产生不利影响。
- 2、宏观经济波动风险:** 仪器仪表行业下游包括电子元器件及材料、半导体、新能源汽车等行业, 需求受宏观经济影响。若宏观经济波动, 下游行业投资扩产不及预期, 可能导致公司业绩不及预期。
- 3、行业竞争加剧的风险:** 仪器仪表行业面临国内外企业的激烈竞争, 若公司不能保持竞争优势和核心竞争力, 将影响公司未来的业绩增长。

三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|------------------|------------|------------|------------|------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 241 | 236 | 334 | 427 | 营业总收入 | 148 | 185 | 240 | 312 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 169 | 168 | 219 | 209 | 营业成本(含金融类) | 67 | 87 | 114 | 152 |
| 经营性应收款项 | 17 | 18 | 28 | 31 | 税金及附加 | 1 | 2 | 2 | 3 |
| 存货 | 53 | 49 | 85 | 185 | 销售费用 | 9 | 11 | 14 | 19 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 15 | 17 | 22 | 28 |
| 其他流动资产 | 2 | 2 | 2 | 2 | 研发费用 | 17 | 20 | 24 | 28 |
| 非流动资产 | 133 | 166 | 194 | 217 | 财务费用 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 加:其他收益 | 5 | 6 | 7 | 9 |
| 固定资产及使用权资产 | 96 | 129 | 157 | 180 | 投资净收益 | 4 | 4 | 5 | 6 |
| 在建工程 | 2 | 2 | 2 | 2 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 23 | 23 | 23 | 23 | 减值损失 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 5 | 5 | 5 | 5 | 营业利润 | 46 | 57 | 74 | 96 |
| 其他非流动资产 | 7 | 7 | 7 | 7 | 营业外净收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 373 | 402 | 527 | 643 | 利润总额 | 47 | 57 | 74 | 96 |
| 流动负债 | 74 | 61 | 100 | 110 | 减:所得税 | 5 | 6 | 7 | 10 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润 | 42 | 51 | 66 | 87 |
| 经营性应付款项 | 26 | 13 | 38 | 29 | 减:少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 36 | 35 | 46 | 61 | 归属母公司净利润 | 42 | 51 | 66 | 87 |
| 其他流动负债 | 12 | 13 | 16 | 20 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.39 | 0.47 | 0.61 | 0.80 |
| 非流动负债 | 0 | 20 | 40 | 60 | EBIT | 42 | 53 | 70 | 92 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBITDA | 47 | 70 | 92 | 119 |
| 应付债券 | 0 | 20 | 40 | 60 | 毛利率(%) | 54.62 | 52.92 | 52.23 | 51.43 |
| 租赁负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归母净利率(%) | 28.41 | 27.63 | 27.66 | 27.71 |
| 其他非流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 收入增长率(%) | 47.39 | 25.05 | 29.50 | 30.39 |
| 负债合计 | 74 | 81 | 140 | 170 | 归母净利润增长率(%) | 32.19 | 21.65 | 29.62 | 30.65 |
| 归属母公司股东权益 | 298 | 320 | 386 | 473 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 299 | 321 | 387 | 473 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 373 | 402 | 527 | 643 | | | | | |

| 现金流量表(百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 41 | 56 | 77 | 15 | 每股净资产(元) | 2.81 | 2.94 | 3.55 | 4.35 |
| 投资活动现金流 | -114 | -86 | -75 | -69 | 最新发行在外股份(百万股) | 109 | 109 | 109 | 109 |
| 筹资活动现金流 | -6 | -10 | 19 | 18 | ROIC(%) | 13.50 | 15.05 | 16.42 | 17.23 |
| 现金净增加额 | -79 | -41 | 21 | -35 | ROE-摊薄(%) | 14.08 | 15.98 | 17.16 | 18.31 |
| 折旧和摊销 | 5 | 17 | 22 | 27 | 资产负债率(%) | 19.89 | 20.18 | 26.62 | 26.41 |
| 资本开支 | -61 | -50 | -50 | -50 | P/E(现价&最新股本摊薄) | 35.38 | 29.08 | 22.44 | 17.17 |
| 营运资本变动 | -3 | -9 | -7 | -94 | P/B(现价) | 4.86 | 4.65 | 3.85 | 3.15 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

