

2022年12月12日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

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）

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	148	185	240	312
同比（%）	47%	25%	30%	30%
归母净利润（百万元）	42	51	66	87
同比（%）	32%	22%	30%	31%
每股收益（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

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

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

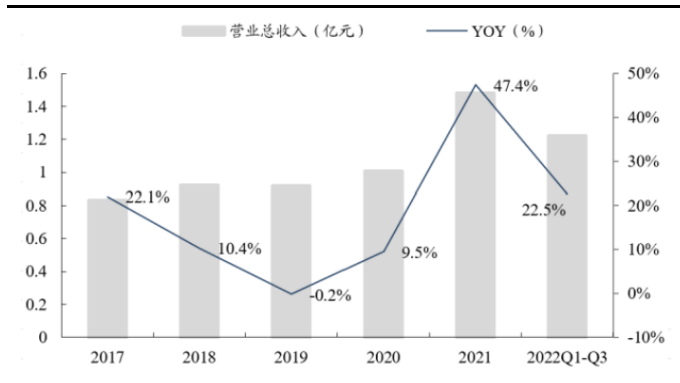
相关研究

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢周尔双和朱贝贝的指导。

同惠电子专注电子元器件测量仪器领域，在精密阻抗测量领域具有二十多年理论和实践积累。公司目前有六大主营产品，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、新能源汽车领域。

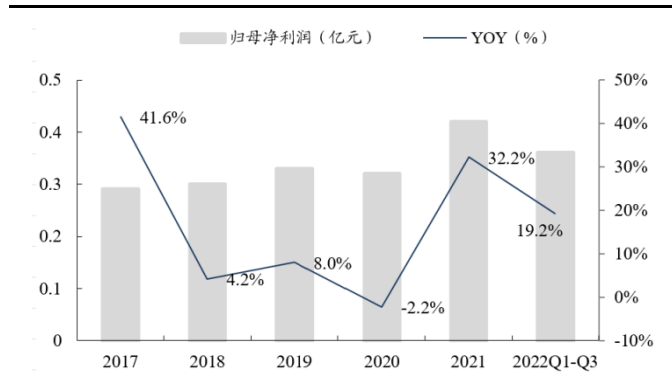
2017-2021年，公司营收由0.8亿元增至1.5亿元，CAGR=21.1%，业绩呈较快增长态势；归母净利润由0.29亿元增至0.42亿元，CAGR=9.7%，利润增速低于收入增速主要系中低端产品市场竞争激烈，毛利率持续承压。2022Q1-Q3实现营收1.2亿元，同比+22.5%；归母净利润3601.4万元，同比+19.2%。公司业绩持续保持快速增长，主要系：1) 增加一线销售队伍，加大产品推广力度，内外销营业收入同时取得增长；2) 布局新能源和半导体测试领域，推出多款高端新产品，如TH2851系列精密阻抗分析仪、TH1991精密源测量单元SMU、TH2690高阻计、TH510系列半导体C-V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

图 1：2017-2021 年公司营收 CAGR=21.1%



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 2：2017-2021 年公司归母净利润 CAGR=9.7%

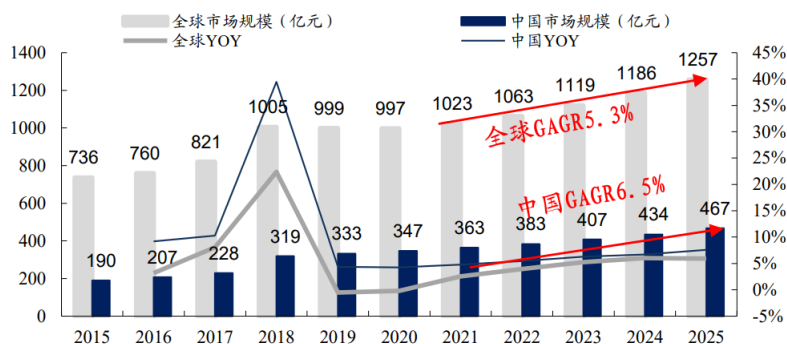


数据来源：Wind，东吴证券（香港）

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。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。

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 3：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（香港）

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。

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。国内高端仪器仪表龙头有望率先受益，订单落地节奏可期。

国产替代大背景下，公司持续推出新品，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。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。同期，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，主要系其性能达到国际先进水平。

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均维持在 90% 以上，产能不足成为阻碍公司发展的瓶颈。2021 年 1 月 11 日，公司成功于北交所 IPO 上市，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”。“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。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 2022 年 12 月 31 日将进入产能释放期。

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。

风险提示：关键核心器件依赖进口，宏观经济波动，行业竞争加剧。

同惠电子三大财务预测表

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	营业收入	148	185	240	312
现金	169	168	219	209	减:营业成本	67	87	114	152
应收账款	17	18	28	31	营业税金及附加	1	2	2	3
存货	53	49	85	185	销售费用	9	11	14	19
其他流动资产	2	2	2	2	管理费用	15	17	22	28
非流动资产	133	166	194	217	研发费用	17	20	24	28
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	0	0	1	2
固定资产	96	129	157	180	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	2	2	2	2	加:投资净收益	4	4	5	6
无形资产	23	23	23	23	其他收益	5	6	7	9
其他非流动资产	12	12	12	12	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	373	402	527	643	营业利润	46	57	74	96
流动负债	74	61	100	110	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	利润总额	47	57	74	96
应付账款	26	13	38	29	减:所得税费用	5	6	7	10
其他流动负债	48	48	62	81	减:少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	0	20	40	60	归属母公司净利润	42	51	66	87
长期借款	0	0	0	0	EBIT	42	53	70	92
其他非流动负债	0	20	40	60	EBITDA	47	70	92	119
负债合计	74	81	140	170					
少数股东权益	1	1	1	1	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	299	321	387	473	每股收益(元)	0.39	0.47	0.61	0.8
负债和股东权益	373	402	527	643	每股净资产(元)	2.81	2.94	3.55	4.35
					发行在外股份(百万股)	109	109	109	109
					ROIC(%)	13.50	15.05	16.42	17.23
					ROE-摊薄(%)	14.08	15.98	17.16	18.31
					毛利率(%)	54.62	52.92	52.23	51.43
					归母净利率(%)	28.41	27.63	27.66	27.71
					资产负债率(%)	19.89	20.18	26.62	26.41
					收入增长率(%)	47.39	25.05	29.50	30.39
					归母净利润增长率(%)	32.19	21.65	29.62	30.65
					P/E(现价&最新股本摊薄)	35.38	29.08	22.44	17.17
					P/B(现价)	4.86	4.65	3.85	3.15

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告, 报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点; 本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写, 仅供东吴证券国际的客户使用, 本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告, 收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发, 并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源, 但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司
Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong
香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼
Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)
公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

