


2024年03月23日
普源精电 (688337.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

49.2元

股价 (2024-03-22)

36.73元

交易数据

总市值(百万元)	6,799.58
流通市值(百万元)	2,192.03
总股本(百万股)	185.12
流通股本(百万股)	59.68
12个月价格区间	28.96/101.6元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.7	-22.5	-50.5
绝对收益	-3.1	-16.3	-61.9

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

袁子翔

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523050001

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

拟收购耐数电子, 多维度协同效应显著 j	2024-01-09
业绩短期承压, 13GHz 示波器为增长注入新动能	2023-10-31
13GHz 示波器发布, 高端化进程再加速	2023-09-18
23Q2 增速阶段性放缓, 不改国产化、高端化长期趋势	2023-08-30
业绩加速, 国产替代和高端	2023-04-26

毛利率显著提升, 13GHz 示波器放量可期

事件概述

普源精电于3月21日发布2023年年度报告。2023年,公司实现营业收入6.71亿元,同比增长6.34%;实现归母净利润1.08亿元,同比增长16.72%;实现扣非归母净利润0.60亿元,同比增长27.60%。

高端化持续推进, 毛利率显著提升

2023年公司实现营收6.71亿元(yoy+6.34%),单Q4实现营收1.98亿元(yoy-8.54%)。我们认为公司23H2出现的增速放缓主要是受制于宏观环境,部分国内客户推迟对测量仪器的采购,加之经销商的库存需要消化,导致行业需求端面临压力,叠加公司经济型产品换代产生的影响。长期来看,我们认为国产化和高端化仍是公司成长的驱动力。根据年报,2023年公司境内收入为4.03亿元,同比增长14.6%,显著高于整体增速。同时,公司高带宽和高分辨率示波器收入占比达到54.3%,较去年同期提升12.6pcts,产品结构高端化也给公司带来了更高的利润水平,2023年公司毛利率为56.7%,较去年同期增长4.01pcts,示波器毛利率为58.3%,同比提升3.31pcts。

13GHz 示波器彰显技术领先性, 放量可期

2023年9月公司发布了新一代旗舰级示波器DS80000系列,其可以达到13GHz带宽、40GSa/s采样率、4Gpts的存储深度,再次刷新了国产示波器的性能上限。得益于性能的大幅提升,DS80000系列的应用范围进一步扩大,包括了1)对于高速器件及系统性能验证,如高级抖动和眼图分析功能等;2)信号一致性分析,包括了PCIe、USB3.0、HDMI等高速协议;3)支持DDR2、DDR3全部速率的调试和分析。根据公司此前在投资者互动平台上的信息,13GHz示波器全市场约30亿元,国内市场约10亿元,体量可观。我们认为,电子测量仪器公司的业绩增长很大程度上取决于新产品,尤其是高端新品的推出节奏,考虑到DS80000属于高端仪器,验证时间通常在1年以上,其有望在2024年开始放量,为公司增长注入新动能。

收购耐数电子, 多维度协同效应显著

根据年报,公司于2024年2月完成对耐数电子32.25%股权的收购,并获得耐数电子51.14%股权对应的表决权。根据收购公告,耐数电子专注于数字阵列系统的研发与应用,其产品主要运用在遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等前沿应用领域,下游客户多为国内领先的科研院所、科技型企业等,客户质量较高,对于前端客户应用需求的把握更加前沿、精准。我们认为,一方面本次收购有助于公司扩大下游客户群体,如新增科研院所等高质量客户,从而助力公

司其他高端产品，如 13GHz 示波器在遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等领域的导入；同时，也有助于公司进一步掌握前沿客户的应用需求，更顺畅地实现从技术到产品的转化。

化持续兑现

投资建议：

公司是国内电子测量龙头，历经 20 余年发展，已在品牌、渠道、技术等方面形成领先优势。作为“卡脖子”技术之一，电子测量仪器具备可观的国产替代空间，我们看好公司在行业红利加速释放的背景下，凭借丰富的在研产品管线，在未来较长的一段时间内持续发展。我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 8.56/10.72/13.14 亿元，归母净利润分别为 1.52/2.07/2.83 亿元，维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 49.2 元，相当于 2024 年 60 倍 PE。

风险提示：1) 新产品研发进展不及预期的风险；2) 上游原材料供应受限的风险；3) 市场、渠道开拓不及预期的风险；4) 下游市场需求不及预期的风险；5) 收购事项不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	630.6	670.5	855.7	1,071.5	1,313.7
净利润	92.5	108.0	151.6	207.3	282.5
每股收益(元)	0.76	0.58	0.82	1.12	1.53
每股净资产(元)	21.13	15.61	16.43	17.55	19.07
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	128.13	75.23	44.86	32.80	24.07
市净率(倍)	4.62	2.81	2.24	2.09	1.93
净利润率	14.7%	16.1%	17.7%	19.3%	21.5%
净资产收益率	5.6%	4.0%	5.1%	6.6%	8.3%
股息收益率	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.9%	6.3%	11.1%	14.3%	20.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	630.6	670.5	855.7	1,071.5	1,313.7	成长性					
减:营业成本	300.2	292.0	362.7	443.6	530.0	营业收入增长率	30.3%	6.3%	27.6%	25.2%	22.6%
营业税费	4.9	5.8	7.3	9.2	11.3	营业利润增长率	-1833.6%	22.1%	37.7%	42.7%	36.3%
销售费用	104.9	105.6	126.2	147.4	167.5	净利润增长率	2472.9%	16.7%	40.4%	36.8%	36.3%
管理费用	190.2	206.6	246.5	287.2	325.9	EBITDA增长率	702.6%	21.8%	37.4%	30.3%	32.2%
财务费用	-12.6	-2.0	-5.0	-5.0	0.0	EBIT增长率	1405.1%	16.6%	24.9%	39.1%	40.0%
资产减值损失	-4.5	14.6	2.7	4.0	3.6	NOPLAT增长率	908.0%	-17.8%	94.6%	33.3%	40.0%
加:公允价值变动收益	11.1	40.9	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	76.8%	22.8%	0.6%	6.1%	-5.0%
投资和汇兑收益	29.2	11.8	32.0	30.0	20.0	净资产增长率	240.1%	12.7%	5.2%	6.8%	8.7%
营业利润	93.8	114.6	157.9	225.3	307.1	利润率					
加:营业外净收支	5.2	-0.8	0.0	0.0	0.0	毛利率	52.4%	56.4%	57.6%	58.6%	59.7%
利润总额	99.0	113.8	157.9	225.3	307.1	营业利润率	14.9%	17.1%	18.5%	21.0%	23.4%
减:所得税	6.5	5.9	6.3	18.0	24.6	净利润率	14.7%	16.1%	17.7%	19.3%	21.5%
净利润	92.5	108.0	151.6	207.3	282.5	EBITDA/营业收入	18.9%	21.7%	23.3%	24.3%	26.2%
						EBIT/营业收入	15.2%	16.6%	16.3%	18.1%	20.6%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	192	296	298	253	217
货币资金	301.6	271.0	2,255.6	2,532.5	2,961.0	流动营业资本周转天数	169	213	139	195	146
交易性金融资产	1,589.7	1,764.4	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	1264	1321	1101	1058	969
应收账款	95.6	140.8	98.9	216.5	189.5	应收账款周转天数	46	64	51	54	56
应收票据	2.5	3.6	4.6	5.3	6.2	存货周转天数	176	234	187	187	187
预付账款	8.7	10.5	13.4	15.5	18.2	总资产周转天数	1073	1648	1447	1247	1113
存货	169.5	204.7	166.7	287.5	255.2	投资资本周转天数	565	653	514	436	338
其他流动资产	15.9	32.4	41.4	48.0	56.2	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	5.6%	4.0%	5.1%	6.6%	8.3%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	3.3%	3.3%	4.3%	5.5%	6.7%
长期股权投资	10.1	10.1	0.0	0.0	0.0	ROIC	10.9%	6.3%	11.1%	14.3%	20.0%
投资性房地产						费用率					
固定资产	415.2	674.0	721.9	761.1	804.1	销售费用率	16.6%	15.8%	14.8%	13.8%	12.8%
在建工程	4.5	13.2	0.0	0.0	0.0	管理费用率	30.2%	30.8%	28.8%	26.8%	24.8%
无形资产	25.8	35.5	28.7	21.2	13.0	财务费用率	-2.0%	-0.3%	-0.6%	-0.5%	0.0%
其他非流动资产	150.0	105.4	188.4	-86.5	-90.4	三费/营业收入	44.8%	46.3%	43.0%	40.1%	37.6%
资产总额	2,789.0	3,265.7	3,519.5	3,801.2	4,212.9	偿债能力					
短期债务	2.2	74.0	87.7	109.8	134.7	资产负债率	8.1%	11.5%	13.6%	14.6%	16.2%
应付账款	107.3	90.0	138.0	143.9	198.7	负债权益比	8.8%	13.0%	15.7%	17.0%	19.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	10.82	7.33	5.95	6.11	5.47
其他流动负债	92.3	167.3	207.9	254.2	303.8	速动比率	9.98	6.71	5.57	5.55	5.07
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-	24.49	465.84	45.08	51.00
其他非流动负债	23.5	45.2	45.2	45.2	45.2	分红指标					
负债总额	225.3	376.5	478.8	553.2	682.3	DPS(元)	0.00	0.46	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	91.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	121.3	185.1	185.1	185.1	185.1	股息收益率	0.0%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,442.4	2,704.1	2,855.7	3,063.0	3,345.5						
股东权益	2,563.7	2,889.2	3,040.8	3,248.1	3,530.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.76	0.58	0.82	1.12	1.53
净利润	92.5	108.0	151.6	207.3	282.5	BVPS(元)	21.13	15.61	16.43	17.55	19.07
加:折旧和摊销	23.4	33.3	60.5	66.5	72.8	PE(X)	128.13	75.23	44.86	32.80	24.07
资产减值准备	-4.5	14.6	2.7	4.0	3.6	PB(X)	4.62	2.81	2.24	2.09	1.93
公允价值变动损失	-11.1	-40.9	0.0	0.0	0.0	P/FCF	-49.24	-39.90	22.90	1142.95	15.87
财务费用	-12.6	-2.0	-5.0	-5.0	0.0	P/S	18.79	12.11	7.95	6.35	5.18
投资损失	-29.2	-11.8	-32.0	-30.0	-20.0	EV/EBITDA	99.29	56.36	24.86	18.56	13.04
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-	258.4%	438.8%	-30.9%	-37.8%
营运资金的变动	45.2	-119.4	66.1	71.3	148.5	PEG	0.05	4.50	1.11	0.89	0.66
经营活动产生现金流量	103.6	-18.4	243.8	314.1	487.4	ROIC/WACC	1.64	0.95	1.67	2.15	3.00
投资活动产生现金流量	-1,600.9	-280.4	1,722.0	-64.3	-83.7	REP	7.41	7.23	2.47	1.76	1.23
融资活动产生现金流量	1,657.3	270.1	18.7	27.1	24.8						

资料来源: Wind资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034