

信义山证 汇通天下

证券研究报告

仪器仪表 III

优利德 (688628.SH)

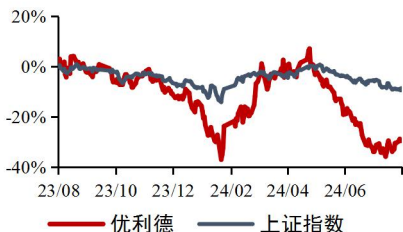
买入-A(首次)

高端化与专业化纵横拓展；全球化布局开启新篇章

2024年8月16日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2024年8月15日

收盘价(元)：	29.65
总股本(亿股)：	1.11
流通股本(亿股)：	1.11
流通市值(亿元)：	32.96

基础数据：2024年3月31日

每股净资产(元)：	11.17
每股资本公积(元)：	5.38
每股未分配利润(元)：	4.32

资料来源：最闻

分析师：

刘斌

执业登记编码：S0760524030001

邮箱：liubin3@sxzq.com

杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

投资要点：

“渠道-产品-品牌”三重壁垒成就良好行业格局，公司仪表业务行业领先，经营稳健。通用测试仪器仪表行业市场规模近千亿元，细分市场与产品多样，成就了毛利率高、现金流良好的局面。23年，公司实现营业收入10.2亿元、+14.44%；实现归母净利润1.61亿元、+37.46%；毛利率43.32%、+7.06pct；经营性现金流2.12亿元、+126.36%。

仪器高端化与仪表专业化战略助力公司高质量发展。近年来，公司坚持走高质量发展战略，不断加大高端仪器与专业仪表等产品研发力度。21~23年，公司研发费用分别为0.59/0.72/1.04亿元，YOY+41.23%/+20.51%/+45.00%。随着中高端产品销售占比提升，带动公司盈利能力显著增强。21年至24Q1，公司销售毛利率由34.3%稳步提升至44.4%，+10.1pct。

全球化布局已经开启，确保公司可持续增长。公司积极开展全球布局，在美国及德国分别设立了分支机构，构建了高效的售前、售中、售后服务体系。23年，公司境外销售+17.78%，业务占比提升至58.16%。24Q4，越南优利德计划投产，有望进一步增强公司在海外客户端的综合竞争力。

设备更新与自主可控需求有望成为行业加速成长催化剂。电子测量仪器有超40%的设备的使用年限在10年及以上，更新需求更迫切。随着大规模设备更新政策稳步实施，设备工器具购置投资有望呈现较快增长。根据国家统计局，24H1，设备工器具购置投资+17.3%，增速高于全部投资13.4pct。在自主可控的大背景下，国产仪器仪表品牌有望成为设备更新受益方。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司24-26年营收分别为11.86/13.84/16.25亿元，归母净利润为2.00/2.51/3.15亿元，EPS为1.80/2.25/2.83元，按照8月15日收盘价29.65元，对应PE为17/13/11倍。首次覆盖，给予“买入-A”评级。

风险提示：下游需求不及预期；市场竞争加剧风险；原材料波动风险；新产品开发进度不及预期；海外市场拓展不及预期；控股股东解禁减持风险等。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	891	1,020	1,186	1,384	1,625
YoY(%)	5.9	14.4	16.2	16.7	17.4
净利润(百万元)	117	161	200	251	315
YoY(%)	8.0	37.5	23.8	25.4	25.6
毛利率(%)	36.3	43.3	43.7	44.4	45.5
EPS(摊薄/元)	1.05	1.45	1.80	2.25	2.83
ROE(%)	10.9	13.3	15.3	16.6	17.8
P/E(倍)	28.1	20.5	16.5	13.2	10.5
P/B(倍)	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
净利率(%)	13.2	15.8	16.9	18.1	19.4

资料来源：最闻，山西证券研究所



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 综合型仪器仪表公司，产品与渠道积累深厚.....	5
1.1 专注测试测量仪器仪表领域 36 年.....	5
1.2 家族集中持股，股权结构稳定.....	5
1.3 高端化、专业化战略持续推进，盈利能力大幅提升.....	6
1.4 自有品牌+ODM，深化国际化布局.....	9
2. 测试仪器：行业长坡厚雪，国产替代&大规模设备更新催化.....	11
2.1 外资占据主要市场，国产替代需求迫切.....	11
2.2 “两新”政策再加码，有望催化设备更新需求加速释放.....	14
3. 高端仪器产品矩阵持续拓宽深化，有望实现量价齐升.....	16
3.1 中高端领域仪器实现突破，提振价格增厚利润.....	16
3.2 持续加大研发投入，高端新品&自研芯片打开成长空间.....	18
4. 深入推进仪表专业化进程，2024 年多款新品值得期待.....	22
4.1 完善专业仪表产品矩阵，新能源电力行业解决方案优势突出.....	22
4.2 电力及高压测试仪表：与电网、电站建设同步.....	23
4.3 电子电工类测试仪表：受益于下游新能源汽车与发电增长.....	24
5. 海外对标福迪威：仪器仪表全球领先，内生发展与外延并购并重.....	26
6. 盈利预测、估值分析和投资建议.....	31
7. 风险提示.....	34

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2024 年一季报）.....	6
图 3：公司营业收入及同比增速.....	7



图 4: 公司归母净利润及同比增速.....	7
图 5: 公司分业务收入情况 (单位: 亿元)	7
图 6: 2023 年公司分业务收入情况 (单位: 亿元)	7
图 7: 公司毛利率与净利率稳步向上 (单位: %)	8
图 8: 公司主要产品毛利率稳步向上 (单位: %)	8
图 9: 公司各项期间费用率整体平稳.....	8
图 10: 21-23 年公司渠道以经销与 ODM 业务为主.....	9
图 11: 21-23 年公司自营渠道毛利率更高.....	9
图 12: 公司国外营收占比显著提高 (单位: %)	10
图 13: 2019-2023 年公司海外营收快速增长.....	10
图 14: 全球电子测量仪器市场统计及预测 (2019-2025E)	11
图 15: 中国电子测量仪器市场统计及预测 (2019-2025E)	12
图 16: 2017-2023 年中国示波器进出口单价.....	13
图 17: 2017-2023 年中国示波器行业进出口量.....	13
图 18: 2017-2023 年中国示波器行业进出口金额.....	13
图 19: 2024 年 1-6 月设备工器具购置投资同比增长 17.3%.....	15
图 20: 2023 年公司产品平均销售单价及毛利率.....	16
图 21: 2020-2022 年公司各产品单价变动情况.....	17
图 22: 普源精电不同带宽数字示波器的起步价统计 (截至 2024 年 7 月)	17
图 23: 通用电子测试测量仪器毛利率对比: 优利德产品毛利率还有较大提升空间 (单位: %)	17
图 24: 2021-2024Q1 年公司研发费用及同比增长率.....	18
图 25: 2021-2023 年公司研发人员数量及占比情况.....	18
图 26: 公司研发团队整体布局.....	19



图 27: 2015-2023 年我国发电量及同比变化.....	24
图 28: 我国新能源汽车销量持续高增长.....	24
图 29: 福迪威三大重点战略领域及旗下品牌.....	26
图 30: 福迪威专业仪器、工业技术营业收入 (单位: 亿美元)	27
图 31: 福迪威智能系统业务收入占比持续上升 (单位: %)	27
图 32: 福迪威外延扩张历程.....	28
图 33: 福迪威营收规模稳步扩张.....	29
图 34: 2024H1 福迪威毛利率再创新高, 已接近 60%.....	29
图 35: 公司 PE (TTM) 当前处于历史最低估值水平, 具备安全边际 (截止 2024 年 8 月 15 日)	33
表 1: 政策自上而下推动电子测量仪器加快国产替代进程.....	14
表 2: 近年来公司测试仪器新品发布情况.....	20
表 3: 公司 2024-2026 年主营业务预测.....	32

1. 综合型仪器仪表公司，产品与渠道积累深厚

1.1 专注测试测量仪器仪表领域 36 年

公司专注测试测量仪器仪表领域 36 年，愿景成为世界一流仪器仪表民族品牌。优利德前身骏溢电子厂成立于 1988 年，公司正式成立于 2003 年，2021 年于科创板上市。自成立以来，公司一直致力于测试测量仪器仪表的研发、生产和销售，主要包括通用仪表、专业仪表、温度及环境测试仪表、测试仪器四大产品线，覆盖工业产品全生命周期用到的各种专业测量设备。公司产品广泛应用于电力建设及维护、机电设备、消费电子、轨道交通、汽车制造、5G 新基建、新能源、物联网、大数据中心、人工智能、高等教育和科学研究等领域。

图 1：公司发展历程

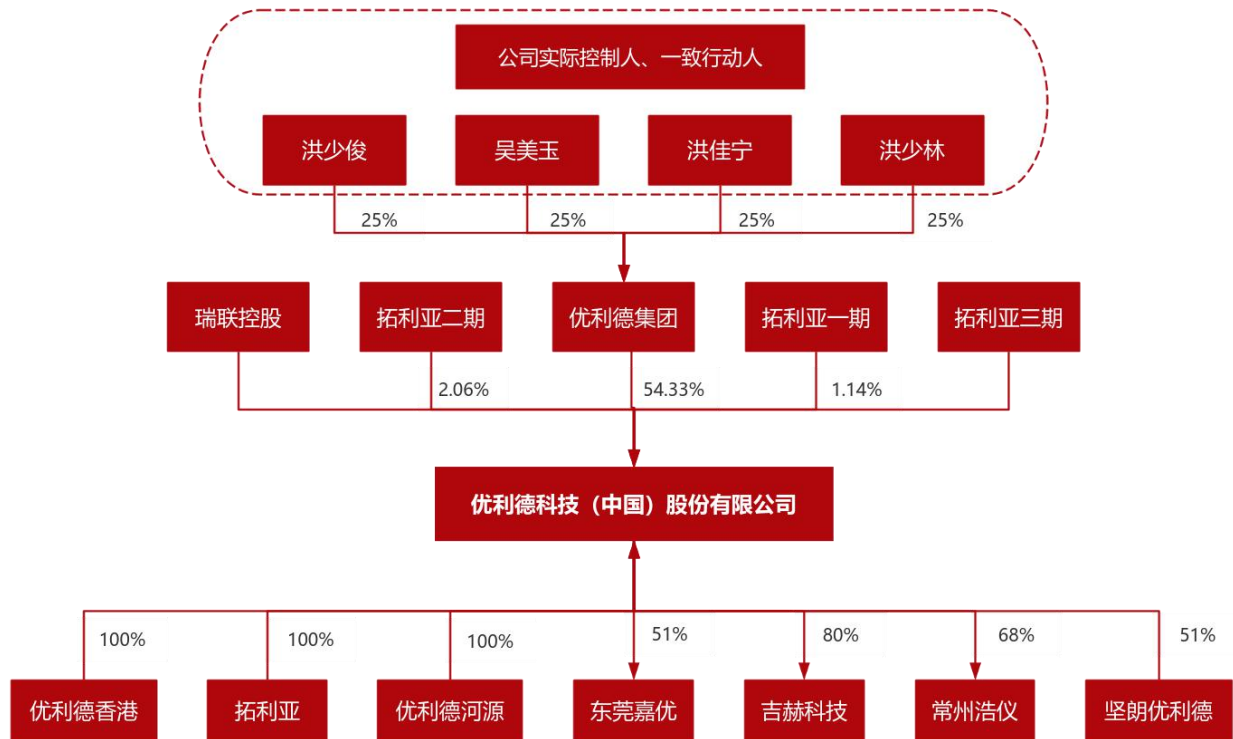


资料来源：公司官方微信公众号，山西证券研究所整理

1.2 家族集中持股，股权结构稳定

家族集中持股，股权结构稳定。截至 2024Q1，洪佳宁、吴美玉、洪少俊、洪少林通过优利德集团间接持有公司 54.75% 股份，公司其余股东持股比例均小于 5%，股权高度集中。洪佳宁与吴美玉为夫妻关系，洪少俊、洪少林为二者之子，四人分别持有优利德集团 25% 股份，作为一致行动人共同拥有公司的控制权。公司实际控制人通过优利德集团、拓利亚一期、拓利亚二期等能够控制的公司表决权比例为 58.93%。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年一季报）



资料来源：wind，山西证券研究所

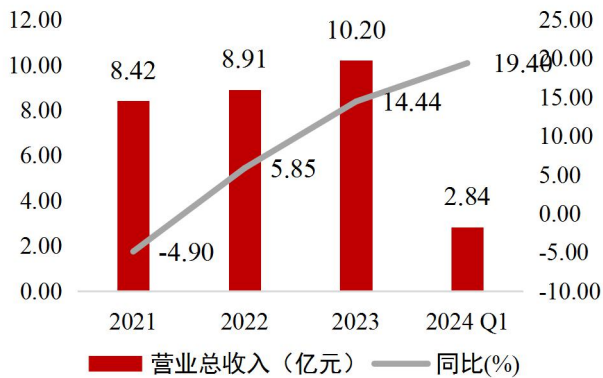
1.3 高端化、专业化战略持续推进，盈利能力大幅提升

公司凭借着专业化、高端化的产品和多元化的测试测量综合解决方案，实现业绩稳健增长，特别是利润端弹性显著释放。2023 年，公司实现营业收入 10.2 亿元，同比增长 14.44%；实现归母净利润 1.61 亿元，同比上升 37.46%；扣非后归母净利润 1.52 亿元，同比上升 41.3%。报告期内公司净利润大幅增长，主要受益于：

- （1）公司各项业务经营情况良好，营业收入较同期增长了 14.44%。
- （2）公司主营产品毛利率由上年的 36.15% 上升到 43.34%。

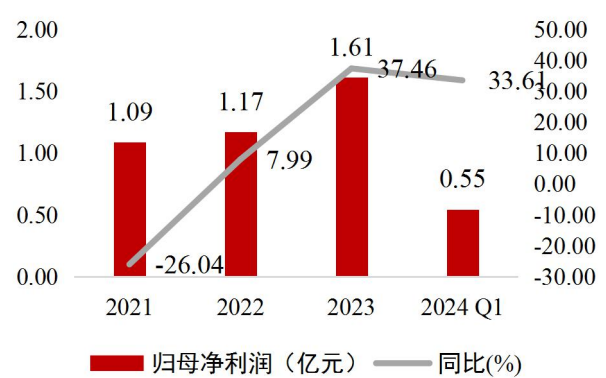
2024Q1，公司保持稳定上升趋势，实现营业收入 2.84 亿元，同比上升 19.40%；实现归母净利润 5,460.93 万元，同比上升 33.61%，其中测试仪器和专业仪表产品线为公司 Q1 业绩的主要增长点。

图 3：公司营业收入及同比增速



来源：wind，山西证券研究所

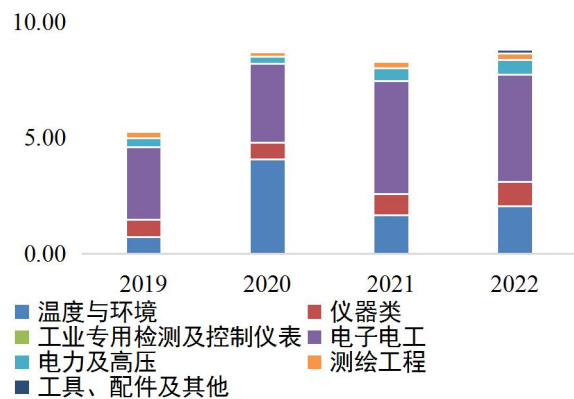
图 4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind，山西证券研究所

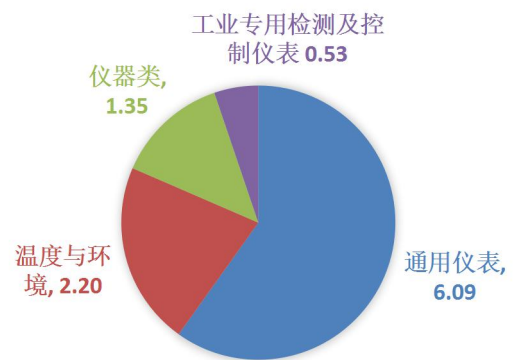
从营收结构来看，通用仪表是公司的主要收入来源，测试仪器产品线增速亮眼，2021-2023 年营收 CAGR 达到 20.23%。2023 年，公司通用仪表、温度与环境、仪器类、工业专用监测及控制仪表业务营业收入分别为 6.09、2.20、1.35、0.53 亿元，占总营收比重分别为 59.68%、21.56%、13.26%、5.19%。

图 5：公司分业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 6：2023 年公司分业务收入情况（单位：亿元）



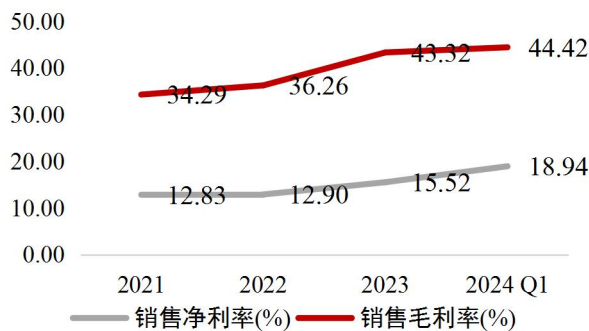
资料来源：wind，山西证券研究所

公司中高端产品销售占比提升，带动盈利能力显著增强。2021 年-2024Q1，公司销售毛利率由 34.3% 稳步提升至 44.4%。公司坚持走高端化和专业化路线，不断加大相关新品的研发和销售力度，产品结构实现持续优化。2023 年，公司销售毛利率为 43.32%，同比增加 7.06 个百分点；实现净利率 15.52%，同比增加 2.62 个百分点。2024Q1，公司毛利率、净利率分别为 44.42%、18.94%，同比分别提升 3.14、2.01pct。公司销售毛利率提升主要受益于：（1）产品销售结构

的变化，高毛利率的中高端产品销量增加；（2）公司自有品牌售价调整；（3）美元升值、上游主要材料价格企稳等。

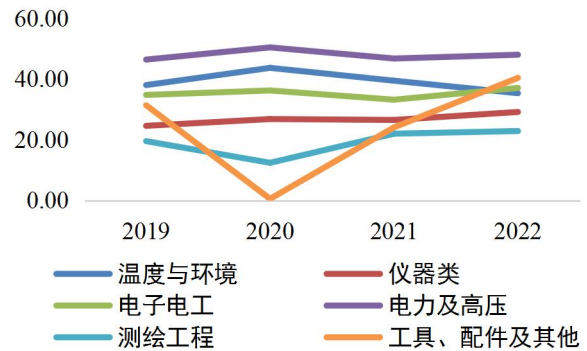
2023年，公司各条产品线毛利率均取得明显提升，其中测试仪器产品线提升超过10个百分点。2023年，公司通用仪表、温度与环境、仪器类、专业仪表业务的毛利率分别为44.07%、40.46%、40.93%、53.03%。其中温度与环境、仪器类业务毛利率分别同比上升4.96pct、11.74pct。

图7：公司毛利率与净利率稳步向上（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

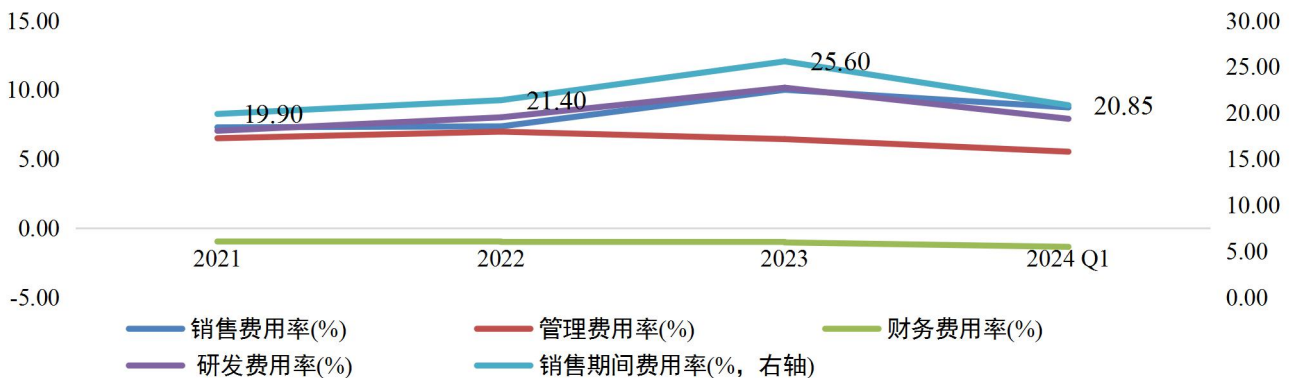
图8：公司主要产品毛利率稳步向上（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

2023年，公司销售期间费用率显著上升，2024Q1有所回落。2023年，公司销售期间费用率同比上升4.2pct至25.6%，主要系公司本年确认股权激励费用912.83万元；公司持续加大研发投入，研发费用支出同比增长45%；公司持续开展业务宣传及推广，销售费用同比增长55.51%。2024Q1，公司期间费用率同比下降1.07pct至20.85%。

图9：公司各项期间费用率整体平稳



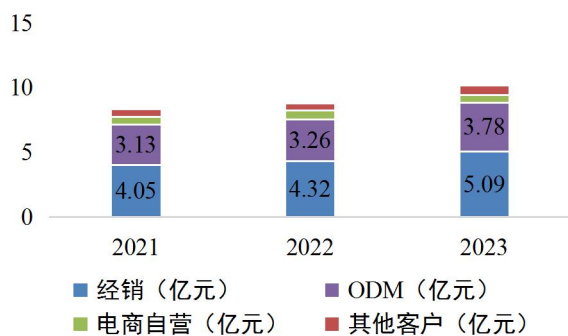
资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 自有品牌+ODM，深化国际化布局

公司国内销售以自有品牌为主，外销仪表 ODM 业务占比高。通过多年的客户积累，公司建立了相对成熟的销售渠道，在国内外拥有近 400 家核心战略合作伙伴。公司国内销售以“UNI-T”品牌产品为主，外销业务以 ODM 和“UNI-T”自有品牌销售相结合的方式开展。自有品牌 UNI-T 在境内外具有较高的市场接受度及美誉度。

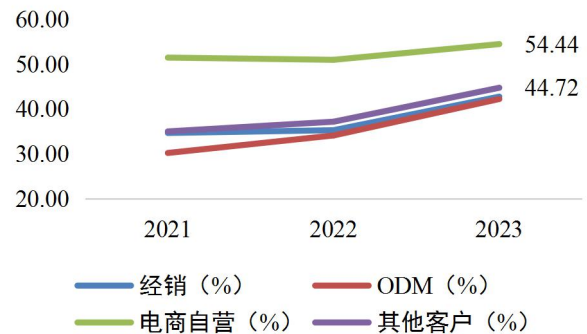
2023 年，公司经销收入、ODM 收入、电商自营收入和其他客户收入分别为 5.09、3.78、0.57 和 0.73 亿元；毛利率分别为 42.74%、42.21%、54.44%、44.72%。

图 10：21-23 年公司渠道以经销与 ODM 业务为主



资料来源：公司 2021-2023 年报，山西证券研究所

图 11：21-23 年公司自营渠道毛利率更高



资料来源：公司 2021-2023 年报，山西证券研究所

经销渠道：为公司主要销售渠道，已建立覆盖国内外的经销网络。公司自主品牌销往全球超过 80 个国家和地区，在全球有近 400 家经销商，直接销售国涵盖了主要发达国家、新兴国家等重要经济体。公司在国内设立 5 个办事处，覆盖国内核心经济省会城市及直辖市，拥有 200 多家经销商，遍布全国各主要城市，与国内外诸多领域重点终端客户建立了合作关系。

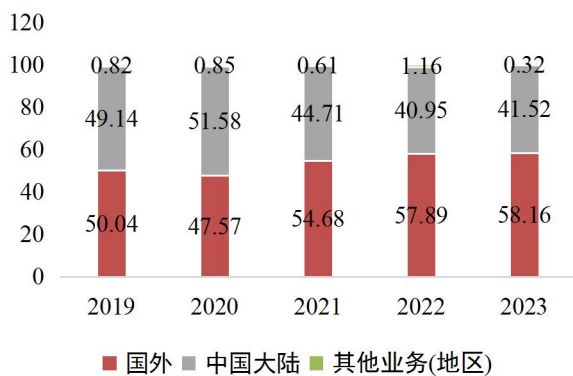
电商自营：深度经营电商平台，下沉普通用户场景。为顺应消费者多样化的购买方式，公司积极开拓电商渠道，通过在第三方互联网电商平台（天猫、京东、速卖通、亚马逊等）开设官方店、网上旗舰店等对外零售公司的产品，以快递方式完成货物交付。在天猫、京东等电商平台五金/仪器仪表类目，公司交易量和品牌排行均位居前列。

ODM 渠道：合作的主要客户为欧美知名品牌商，门槛高粘性大。欧美大型仪器仪表品牌企业委托国内生产企业设计制造是常态，但客户准入门槛高，将根据研发、技术、生产、品质等方面的考察审慎选择供应商，通常会保持比较稳定的合作关系。目前公司与大量客户合作超过 10 年，建立了稳固的供应关系，最大客户 Klein Tools 成立于 1857 年，是全球唯一主要用

于电气和公用应用的主要工具制造商。

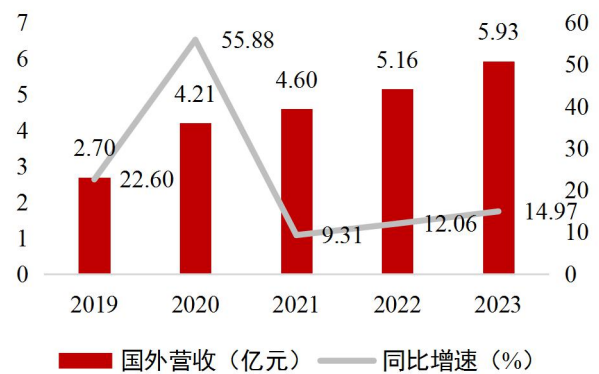
积极推进海外生产及销售，加强国际化布局、深耕海外市场。公司国外营业收入呈现强劲增长态势，2019-2023年，公司国外营收由2.70亿元增长至5.93亿元，CAGR高达21.74%，国外营收占比也从50.04%提升至58.16%。公司在美国及德国分别设立了分支机构，构建了高效的售前、售中、售后服务体系，为海外用户及时提供专业的技术支持。2024年，公司在越南设立了全资孙公司，越南优利德计划四季度投产，有望增强公司在海外客户端的综合竞争力。

图 12：公司国外营收占比显著提高（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 13：2019-2023 年公司海外营收快速增长



资料来源：wind，山西证券研究所

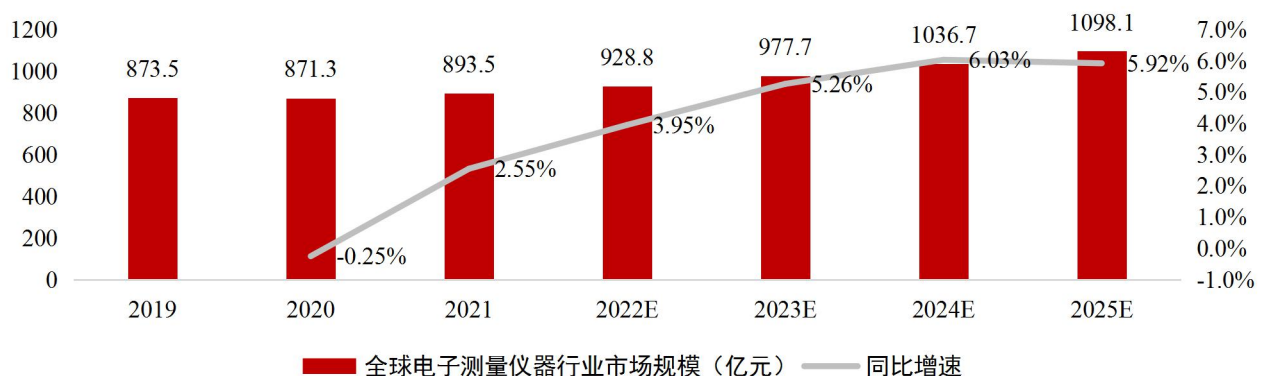
2. 测试仪器：行业长坡厚雪，国产替代&大规模设备更新催化

电子化、电气化、智能化、信息化推动电子测试应用领域与场景不断拓展，行业需求有望稳步提升，整体呈现弱 Beta。国产品牌已经站稳，正处于从 1 到 N 阶段。政策支持、人才优势，国产品牌有望向广度、深度拓展，实现强 Alpha。

2.1 外资占据主要市场，国产替代需求迫切

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》，全球电子测量仪器的市场规模由 2015 年的 658.69 亿元人民币增长至 2019 年的 800 亿元人民币以上，年均复合增长率 7.96%。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将持续增长。预计全球电子测量仪器行业市场规模将在 2025 年达到 1,089.1 亿元人民币。

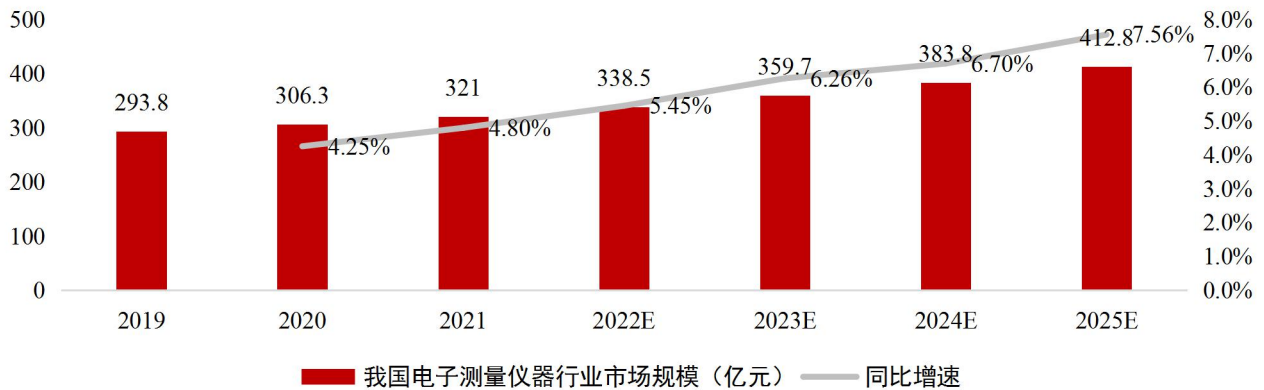
图 14：全球电子测量仪器市场统计及预测（2019-2025E）



资料来源：普源精电向特定对象发行股票募集说明书（注册稿）（2023-9-8）、中国电子仪器行业协会《电子测量仪器行业发展现状分析》、Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，山西证券研究所

电子测量仪器中国市场约占全球市场的比重约三分之一，是全球竞争中最为重要的市场之一。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》，中国电子测量仪器的市场规模自 2015 年至 2019 年间以 15.09% 的年均复合增长率从 171.54 亿元增长至 300 亿元左右；受益于中国政策的大力支持和下游新产业的快速发展，预计中国电子测量仪器的市场规模将在 2025 年达到 412.8 亿元。

图 15：中国电子测量仪器市场统计及预测（2019-2025E）



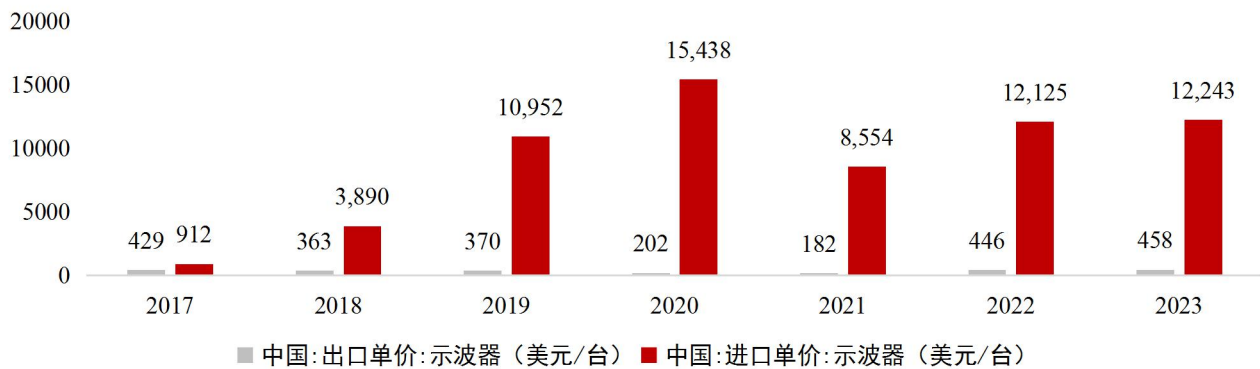
资料来源：思仪科技招股说明书、中国电子仪器行业协会《电子测量仪器行业发展现状分析》、Frost&Sullivan《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，山西证券研究所

国内企业规模普遍较小，主要企业合计全球市占率不足 10%。国内市场销售收入超过 10 亿元的第一梯队主要为国外公司，国内企业仅有思仪科技进入第一梯队，思仪科技是国内综合实力最强、收入规模最大的电子测量仪器研发制造企业，其余国内主要企业还包括鼎阳科技、普源精电、坤恒顺维等。2021 年，全球电子测量仪器市场规模为 893.5 亿元，思仪科技以 15.13 亿元的营业收入位列国内企业市场份额第一位，优利德、普源精电、鼎阳科技、坤恒顺维营收分别为 8.42 亿元、4.84 亿元、3.04 亿元、1.63 亿元，上述 5 家国产厂商在全球市场所占的份额依次为 1.69%、0.94%、0.54%、0.34%、0.18%，合计市占率仅为 3.70%。

高端缺位低端出口，国产高端产品替代空间广阔。从进出口量来看，我国进口主要为国外高端产品来满足需求，国内出口中低端高性价比产品到国外。根据中国海关数据，2023 年中国示波器进口量为 2.30 万台，出口量为 27.41 万台。

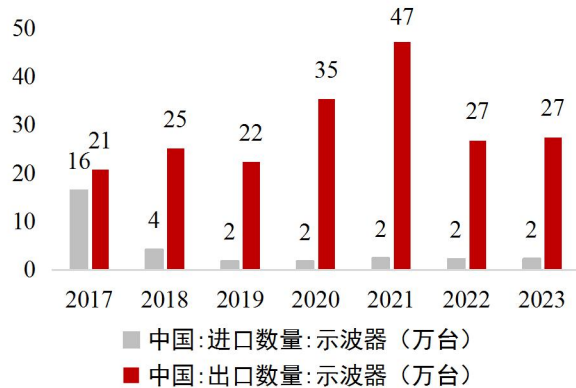
从进出口金额来看，根据中国海关数据，2023 年中国示波器行业进口额为 2.81 亿美元，出口额为 1.25 亿美元，进出口逆差为 1.56 亿美元。国内示波器产品在品牌效应上较海外产品存在差距。从单价来看，2023 年示波器平均进口单价为 12242.72 美元/台，平均出口单价仅为 457.70 美元/台，价格差距接近 27 倍。虽然我国示波器出口量增长较快，但总体以价值含量较低的低端产品为主，国产替代和打开海外市场的关键在于产品高端化。

图 16：2017-2023 年中国示波器进出口单价



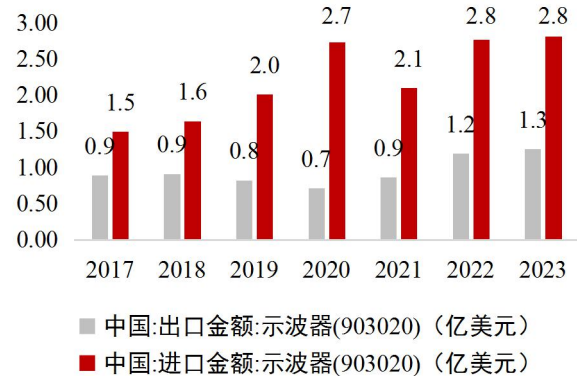
资料来源：wind，山西证券研究所

图 17：2017-2023 年中国示波器行业进出口量



资料来源：wind，山西证券研究所

图 18：2017-2023 年中国示波器行业进出口金额



资料来源：wind，山西证券研究所

需求端利好政策密集发布，国产仪器迎来发展重大拐点。电子测量仪器行业是国家基础性、战略性产业，从制造大国到制造强国的产业升级过程中，电子测试仪器扮演着重要角色。2021年12月底第一〇三号主席令，修订通过了《中华人民共和国科学技术进步法》，明确要求在国产科学仪器设备性能达到与海外相同水平的情况下，政府采购应当率先购买，进一步推动电子测量仪器行业的国产化进程。2024年3月14日，国务院印发了《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，推动符合条件的高校、职业院校（含技工院校）更新置换先进教学及科研技术设备，提升教学科研水平。严格落实学科教学装备配置标准，保质保量配置并及时更新教学仪器设备。上述政策都将带动公司产品相关的需求。

表 1：政策自上而下推动电子测量仪器加快国产替代进程

序号	行业政策	发布时间	发布单位	相关主要内容
1	《产业结构调整指导目录(2024 年本)》	2023 年	国家发改委	鼓励：各工业领域用高端在线检验检测仪器设备、航空航天仪器仪表电子、智能检测装备和仪器。
2	《关于计量促进仪器仪表产业高质量发展的指导意见》	2023 年	市场监管总局	到 2035 年，国产仪器仪表的计量性能和技术指标达到国际先进水平，部分国产仪器仪表的计量性能和技术指标达到国际领先水平；突破一批“卡脖子”的计量测试关键技术，涌现一批具有领先测量水平和研发设计能力的仪器仪表创新企业。
3	《电子信息制造业 2023-2024 年稳增长行动方案》	2023 年	工业和信息化部、财政部	推动电子材料、电子专用设备和电子测量仪器技术攻关，研究建立电子材料产业创新公共服务平台。
4	《关于进一步鼓励外商投资设立研发中心的若干措施》	2023 年	国务院	鼓励开展基础研究，支持外资研发中心依法使用大型科研仪器、国家重大科技计划项目的科技报告和相关数据。

资料来源：东方财富网、中商产业研究院，千数堂，山西证券研究所

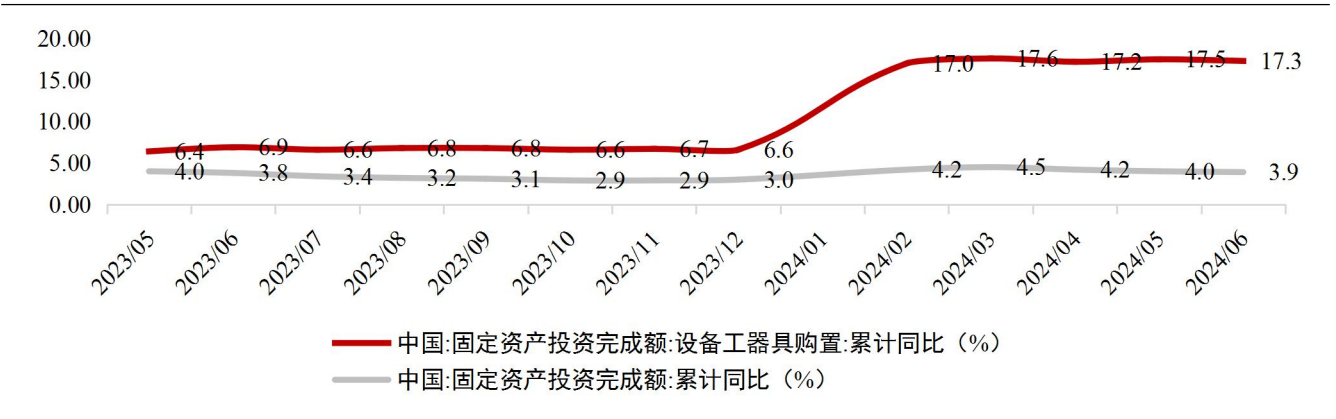
2.2 “两新”政策再加码，有望催化设备更新需求加速释放

当前阶段，电子测量仪器有超过 40% 的设备的使用年限在 10 年及以上，更新需求更迫切。根据同壁财经报道显示，从服役 10 年以上的仪器设备数量来看，化学分析仪器数量最多，达到 14879 台次。从占比来看，电子测量仪器、物性测试仪器和化学分析仪器等中均有超过 40% 的设备的使用年限在 10 年及以上，有更为迫切的更新需求。

设备更新政策落地，相关领域设备投资同比快速增长。“两新”政策进一步加码，3000 亿超长期特别国债拟 8 月底前全部下达，措施力度明显更大、预计政策效果更快显现。自 3 月份国务院正式印发以旧换新行动方案以来，资金支持逐步落实，标准制定加快推进。7 月 25 日，国家发改委、财政部联合印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知。文件提出，统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。随着大规模设备更新政策稳步实施，设备工器具购置投资呈现较快增长。根据国家统计局网站发布数据显示，2024H1，设备工器具购置投资同比增长 17.3%，增速高于全部投资 13.4 个百分点；对全部投资增长的贡献率为 54.8%，比 Q1 提高 5.8 个百分点。



图 19：2024 年 1-6 月设备工器具购置投资同比增长 17.3%



资料来源：wind、国家统计局，山西证券研究所

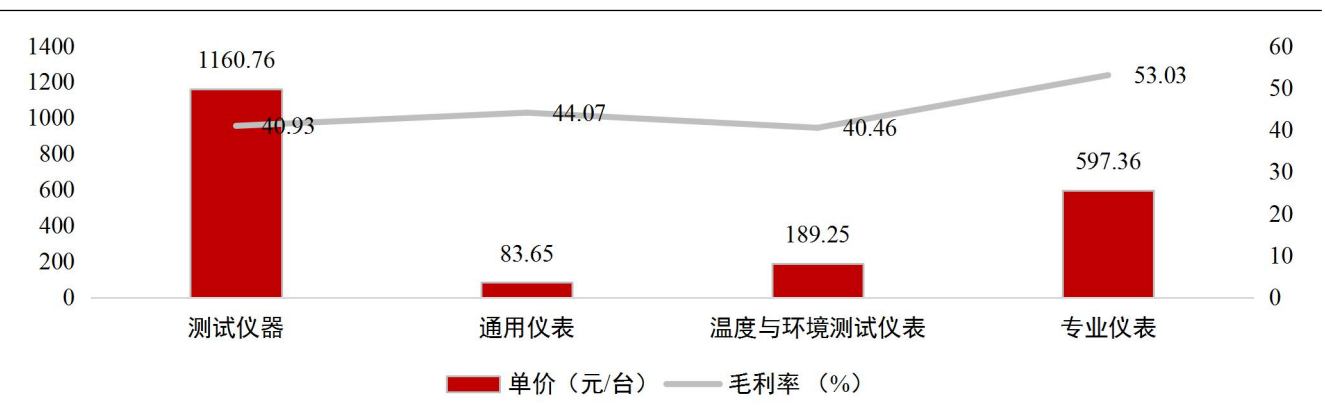
3. 高端仪器产品矩阵持续拓宽深化，有望实现量价齐升

3.1 中高端领域仪器实现突破，提振价格增厚利润

必要性：向高端仪器产品突破是仪器仪表行业的必经之路。中高端仪器产品价格高昂、毛利率水平高，将为公司带来丰厚营收和利润空间。

1) 从公司产品结构看：公司仪表产品行业内已经领先，向仪器拓展将进一步打开公司成长空间。公司主营业务为测试测量仪器仪表的研发、生产和销售，2020-2023 年，公司仪器类产品营收占总收入的比重由 8.05% 提升至 13.26%。仪表类营收占比依然接近 9 成，而目前在售的仪表类产品又以电子电工仪表为主，2022 年公司电子电工营收占比达到 52.08%，毛利率 37.10%，低于市面上的高端仪器产品毛利率水平。公司将逐渐摒弃毛利率较低的低端产品，同时提高中高端产品的营业收入及占比，带动综合毛利率进一步提升。

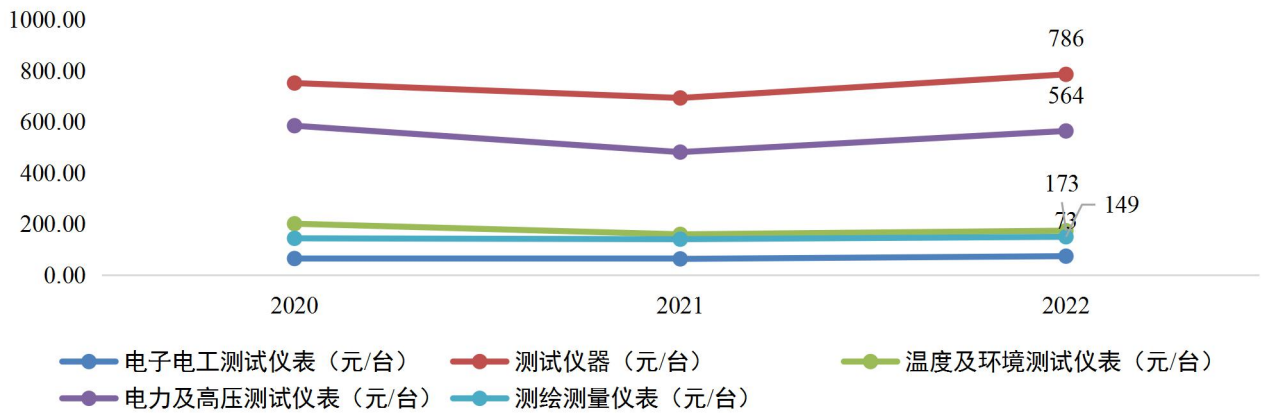
图 20：2023 年公司产品平均销售单价及毛利率



资料来源：wind、优利德 2023 年报，山西证券研究所

2022 年公司各产品板块单价均有明显提升，主要受益于公司中高端产品的营收占比提升，同时，经济型产品线市场竞争力也有所增强。其中，测试仪器单价从 2021 年的 751.88 元/台增长至 2022 年的 785.96 元/台，同比增长 13.34%；电力及高压测试仪表单价从 2021 年的 481.25 元/台增长至 2022 年的 564.09 元/台，同比增长 17.21%。针对经济型仪器产品线，公司采取产品持续迭代的策略，通过降低成本、提升性能方式，提升经济型示波器和信号发生器产品的市场竞争力。

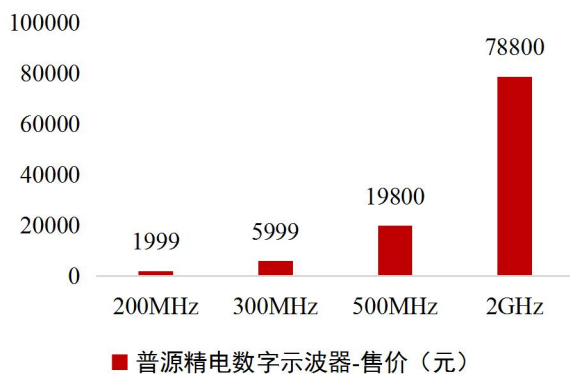
图 21：2020-2022 年公司各产品单价变动情况



资料来源：优利德 2020-2022 年报，山西证券研究所

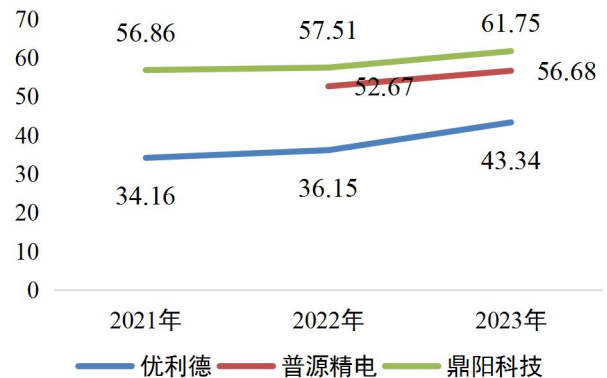
2) 仪器产品纵向对比看：中高端仪器产品与低端仪器产品价格及毛利率差异巨大。以测试仪器中最大份额产品示波器为例，示波器市场份额呈现出纺锤型分布，低带宽产品量大价低，高带宽产品量小价高，而中等带宽产品量价齐高，因此 4GHz-33GHz 市场是最为最重要的。根据普源精电官网数据显示，目前普源精电 200MHz 示波器产品售价 1999 元起，500MHz 示波器产品售价 19800 元起，2GHz 示波器产品售价 78800 元起。2023 年，鼎阳科技、普源精电在通用电子测试测量仪器行业的毛利率分别为 61.75%、56.68%，高于优利德毛利率 18.41pct、13.34pct。

图 22：普源精电不同带宽数字示波器的起步价统计（截至 2024 年 7 月）



资料来源：普源精电官网，山西证券研究所

图 23：通用电子测试测量仪器毛利率对比：优利德产品毛利率还有较大提升空间（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

3.2 持续加大研发投入，高端新品&自研芯片打开成长空间

驱动力：技术研发是关键，公司加大研发投入筑牢高端化基础。公司拥有东莞、成都及常州三处研发中心，共有研发人员 289 人。研发团队在测试测量仪器仪表领域有着深厚的技术沉淀，已经形成了较为完善的技术创新体系和研发流程。公司坚持仪器+仪表的“双引擎”驱动发展战略，重点围绕电力及新能源专用仪表、高端红外热成像仪、高带宽示波器、频谱分析仪、源载类仪器、电子元器件测量仪器等专业化、高端化仪器仪表的研发方向，持续进行产品研发创新。

近年来，公司的研发投入保持稳步上升趋势，研发人员数量及占比大幅增加。2021 年~2024Q1，公司的研发投入金额分别为 0.59、0.72、1.04、0.22 亿元，同比增长分别为 41.23%、20.51%、45.00%、20.34%。持续的研发投入为公司在测试测量仪器仪表领域积累了一批研发经验丰富、自主研发能力优秀的高素质研发团队。2022~2023 年，公司研发人员数量从 231 人上升至 289 人，同比增长 25.11%，研发人员占比从 21.92% 上升至 29.25%。随着公司业务的发展，公司研发费用将保持合理增长，持续投入技术和项目研发，持续补充和完善人才梯队，预计研发投入会保持和营收相同的 growth 趋势。

持续的研发投入取得了丰厚的成果。凭借较强的研发实力，公司参与四项国家标准的起草，获得三次中国专利优秀奖，连续两次被评为国家知识产权优势企业。截至 2023 年 12 月 31 日，公司累计获得专利 476 项，其中发明专利 76 项，实用新型专利 183 项、外观设计专利 217 项；软件著作权 30 项；拥有 24 项核心技术。

图 24：2021-2024Q1 年公司研发费用及同比增长率

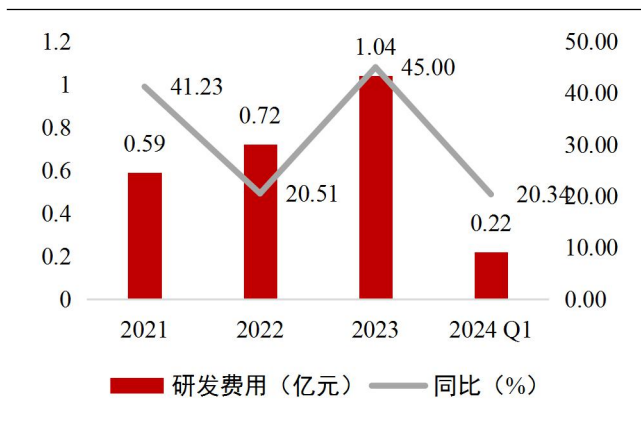
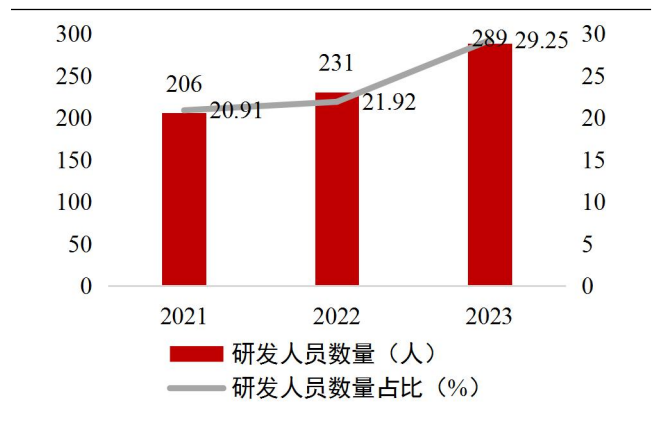


图 25：2021-2023 年公司研发人员数量及占比情况



资料来源：wind，山西证券研究所

资料来源：公司 2021-2023 年报，山西证券研究所

现阶段成果：高端仪器产品矩阵初步形成，在研项目聚焦高端，后续新品发布计划密集，自研芯片 2024 年下半年有望导入应用。

(1) 公司已成功发布了带宽为 4GHz 及采样率为 20GSa/s 的混合信号示波器、2GHz 带宽的高速有源单端探头、频率范围高达 26.5GHz 的信号分析仪、最高输出频率范围达到 22GHz 的射频信号源等仪器产品。(2) 针对数字示波器前端的专用芯片，公司采取合作研发模式，2023 年已成功完成了 VG500、FG10、FD10 三款示波器前端芯片的设计、流片及验证，并拥有自主知识产权。公司计划从 2024 年开始陆续将上述专用芯片应用到公司生产的新一代示波器产品中，预计下半年开始能够为公司贡献增量收入。

研发架构持续完善，在研项目聚焦高端领域，后续新品发布计划值得期待。松山湖总部团队负责精密测量和高精度线性电源产品，目前在研项目包括可堆叠的电源模块系列并计划在 2024 年推向市场。成都分公司、吉赫科技负责示波器、信号源及射频类仪器的研发，吉赫科技持续在高带宽示波器及相关有源探头进行深入研究，2024 年计划推出更高带宽的全新一代示波器产品；成都分公司 2024 年计划推出更高频率范围的矢量源。常州浩仪主要负责研发工业仪器类产品线，目前在研项目有多个系列的宽范围电源、电子负载、安规测试仪及元器件测试类产品，将于 2024 年发布更高功率电源及电子负载、更高测量频率的 LCR 系列产品等。

图 26：公司研发团队整体布局



资料来源：公司 2023 年报，山西证券研究所

2024 上半年，公司已经发布了十余款测试仪器新品，包括示波器、频谱分析仪、信号源、电源等品类，产品矩阵得到进一步增强，有望推动公司产品均价与毛利率进一步提升。

表 2：近年来公司测试仪器新品发布情况

发布时间	新品发布数量	重点测试仪器新品
2024 年 1-7 月	十余款测试仪器新品	MSO7000X 系列高带宽混合信号示波器 UTS5000A 系列信号分析仪 UTG9000T 系列函数/任意波形发生器 UDP6900 系列宽范围可编程开关直流电源
2023 年	26 个系列，共 57 款	MSO8000X 系列高带宽混合信号示波器 MSO7000X 系列混合信号示波器 数字荧光示波器 UTS5000A 系列信号分析仪 UTS3084B/T 频谱分析仪 UTS1000B 系列频谱分析仪
2022 年	108 个系列	UDP3000S 系列可编程线性直流电源 UTS3000B 系列频谱分析仪 UTG9000T 系列函数/任意波形发生器 UTE9800 系列智能电参数测量仪
2021 年	100 个系列	混合数字示波器

资料来源：UNI-T 优利德，优利德公司官网，山西证券研究所

综上，在政策利好、国产替代、大规模设备更新催化的背景下，公司有望凭借以下竞争优势实现快速发展：

(1) 公司营收体量相对较大，规模化效应有望逐步展现。2023 年，优利德、普源精电、鼎阳科技、坤恒顺维营收分别为 10.20 亿元、6.71 亿元、4.83 亿元、2.54 亿元，优利德营收规模显著高于主要可比公司。

(2) 产品矩阵丰富，仪表+仪器布局完善，产品 SKU 较多，公司为全球少数同时布局电子电工测试仪表、电力及高压测试仪表、温度与环境测试仪表、示波器、信号发生器、频谱分析仪、源载类及电子元器件类仪器的综合性仪器仪表公司。公司采取多样化产品策略，产品品类齐全，涉及用仪表、专业仪表、温度及环境测试仪表、测试仪器等产品线，产品型号多达千余个，应用场景丰富。

(3) 高端仪器及自研芯片具有比较优势，核心技术具有先进性。a)公司在 4GHz 带宽示

波器已经形成了一定的技术积累，其核心技术包括支持高带宽示波器的系统框架，数字信号处理等方面的算法和模拟前端的核心芯片。相对于其他海外品牌，公司示波器在同等采样率和带宽下，有更大的存储深度及更高的波形捕获率的优势。截止 2023 年报披露日，公司已发布 20GSa/s、4GHz 带宽水平的示波器产品。为了进一步提升示波器带宽，公司首款示波器前端芯片组的研发工作已经完成，已发布的 FD/FG 芯片组目前最高能达到 10GHz 信号带宽。b)公司频谱分析仪产品系列已经覆盖了 1.5GHz、3.6GHz、8.4GHz、13.6GHz、26.5GHz 的五个频率范围。目前，研发团队已经攻克了在更多迹线宽范围扫描点的核心算法，这使得公司频谱分析仪产品的频率分辨率优于国内其他生产厂家，并具有最多 100001 个迹线扫描点的差异化优势。2023 年，公司已启动 40GHz 频率范围的频谱分析仪系列的研发工作。

4. 深入推进仪表专业化进程，2024 年多款新品值得期待

4.1 完善专业仪表产品矩阵，新能源电力行业解决方案优势突出

公司专业仪表产品包括绝缘电阻测试仪、接地电阻测试仪、电气综合测试仪、电能质量分析仪、钳形谐波功率计、漏电保护开关测试仪、高压核相电缆识别仪、本安型工业防爆系列产品等存在专用指标参数及特殊认证要求的专业化测量仪表，主要用以整个电网的输电、配电、送电、变电的关键电器设备进行测量、检修和维护，广泛用于电信、电力、气象、油田、机电安装维修等领域。

公司不断丰富产品线，2024 年新品发布计划稳步推进。在专业仪表产品线，公司将不断突破更高精度、更加安全、更高稳定的技术，打破国外技术壁垒，2024 年公司已启动手持式工业型万用表的研发，以满足户外极寒等复杂工业场景的应用；也将推出多功能光伏 I-V 曲线测试仪，可以满足光伏组串所需的最大电压、电流、功率、I-V 曲线，在线绝缘电阻测量等多项电学参数测试功能，满足光伏安装、运维场景要求；在电力测量领域，公司将于 2024 年发布高压线路寻线仪、低压线路寻线仪、高精度微欧计、直流电阻测试仪等多款产品，将能满足电力安装施工、工程验收、故障排除等场景使用。

绝缘电阻测试仪产品被广泛应用于电网与电力设备等场景，公司的核心技术在于稳定升压及可设步进电压技术。公司稳定升压的技术已实现 15000V 高压的稳定输出。报告期内，公司绝缘电阻测试仪突破快速升压的核心技术。其升压到 1kV 的稳定输出电压能控制在 10mS 的时间内，对比于传统绝缘电阻测试仪，其绝缘电阻的单个测试时间小于 100mS，该技术在国内外处于领先水平。该技术已应用到 2023 年发布的快速绝缘电阻测试仪 UT501E 上。报告期内，公司绝缘电阻测试仪突破带电绝缘电阻测试技术，该技术通过对加载在太阳能发电板上高压激励绝缘测量电压信号，与太阳能发电板在光照的情况下具有直流电压存在时，通过硬件电路设计，能够精确分离测量电流和发电电流，并结合主控控制算法和补偿算法，实现了带电绝缘电阻测量，该技术在国内外处于领先水平。公司已将该技术应用到 2023 年发布的带电绝缘测试仪 UT503PV 上，用户无需夜间或停电操作，即可对处于发电情况下的太阳能板直接进行绝缘电阻的测试。

在应用创新方面，公司推出光伏专用测试仪表等专业化产品。继 2022 年推出光伏行业专用万用表及叉形表后，公司持续研发应用于该行业的新产品，包含光伏组件最大功率测试仪、

光伏钳形表等产品，在国内同行中率先完成光伏行业仪表的研发布局。针对光伏组件，公司开发了光伏组件最大功率测试仪，通过差分采样及信号处理技术可快速实现光伏面板最大功率检测，在国内处于领先水平，产品已在 2023 年末发布。针对光伏发电系统，公司研发了满足 2000V 直流电压以及可扩展到 3000A 交流电流测试的光伏钳形表，该技术在国内外处于领先水平，该产品已在 2023 年末发布。

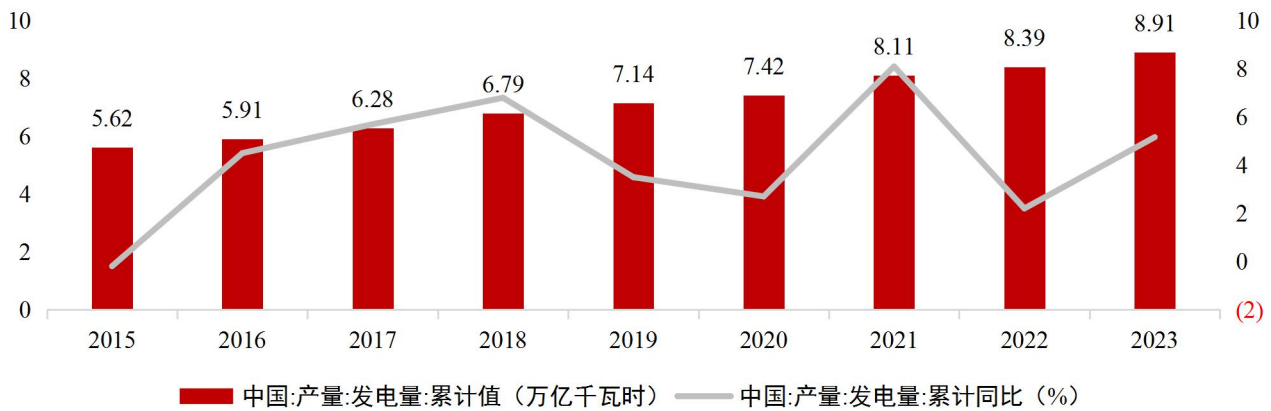
4.2 电力及高压测试仪表：与电网、电站建设同步

随着国家经济的发展、电网的建设，市场对电力及高压测试仪表的需求量将保持增长。2023 年，我国发电量由 2015 年时的 5.62 万亿千瓦时增长到 8.91 万亿千瓦时，年均复合增速为 5.93%。电网的输电、配电、送电、变电的关键电器设备的安规检测是保障电力设备安全运行的必要手段，关系着设备的利用率、事故率和使用寿命，高压电力测试仪器仪表是检测该等关键电器设备运行的关键工具。

高压测试测量仪表中，应用于高压输电设备检查领域，主要有专用高压绝缘电阻测量仪、回路电阻测量仪、线缆故障寻线仪等也已呈现出新的竞争格局。2023 年，英国 MEGGER、德国美翠 METREL、日本共立陆续推出应用于高压电力领域的专用高压绝缘电阻测量仪、回路电阻测量仪、线缆故障寻线仪。在我国电力应用需求不断增大，用电稳定和用电安全的背景下，随着国家对电力不断加大投入，电力工程和电力改建将会陆续增大，应用于电力测量的专用仪器仪表的市场需求也将会随之增长。高压绝缘电阻测量仪、回路电阻测量仪、线缆故障寻线仪等作为电力测量领域的必备产品，也已形成往高压电力测量应用细分领域发展的趋势。2023 年，公司已推出全新光伏带电绝缘电阻测量仪、快速绝缘电阻测量仪，升级了 2.5kV 及 5kV 绝缘电阻系列产品，计划在 2024 年推出低压线路寻线仪和微欧计产品。

在电力及高压测试仪表领域，国内厂商起步较晚，较海外厂商仍存在一定差距。海外知名厂商主要包括日本克列茨（KYORITSU）、美国福禄克、美国 Megger、德国 METREL 等，该等厂商有超过 60 年的历史，具有较强的技术实力、品牌知名度和完善的销售网络，具备很高的国际竞争力。国内厂商相对海外厂商仍存在一定差距，以绝缘电阻测试仪为例，目前国内仅有优利德等少数厂商能自主生产 10kV 以上的高压绝缘电阻测试仪。

图 27：2015-2023 年我国发电量及同比变化

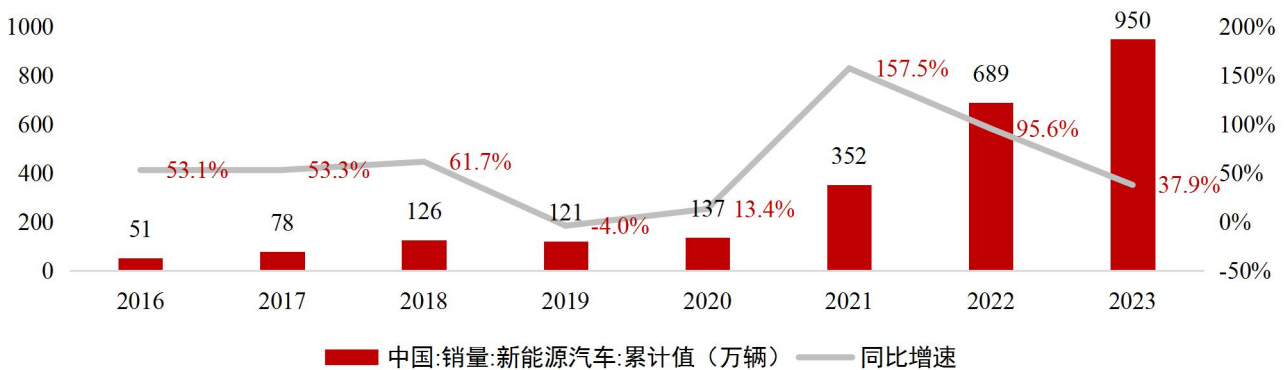


资料来源：wind，山西证券研究所

4.3 电子电工类测试仪表：受益于下游新能源汽车与发电增长

新能源汽车市场的快速增长为电子电工测试仪表市场注入动力。新能源汽车普及相应的电动化、智能化、网联化需要应用大量的电子与电气零部件，电子测试仪表在产品开发、生产制造、维修保养等领域需求增长显著。

图 28：我国新能源汽车销量持续高增长



资料来源：wind，山西证券研究所

电子电工测量仪表中，应用于电力新能源领域的专用万用表及钳形表已呈现出新的竞争格局。2023 年，美国福禄克、日本日置陆续推出应用于光伏领域的专用万用表和钳形表。在我国“碳达峰、碳中和”的目标实现和持续改善环境质量的背景下，随着国家环保投入与政策

支持，光伏行业的建设将会陆续增大，应用于光伏领域的万用表及钳形表的市场需求也将会随之增长。万用表、钳形表等作为电子电工测量领域的基础产品，已形成往新能源应用细分领域发展的趋势。2023年，公司已推出专业光伏钳形表，光伏组件最大功率测试仪产品，并计划在2024年推出最大测试功率15kW的多功能光伏I-V曲线测试仪。

光伏行业景气度持续提升，公司凭借光伏电站运维综合产品方案将直接受益。2023年，中国新增光伏发电装机216.3GW，同比增长147.5%，连续11年位居全球首位，累计光伏并网装机容量达到608.9GW，光伏累计装机连续9年位居全球首位，光伏累计装机容量占发电装机总量比重达20.9%。

5. 海外对标福迪威：仪器仪表全球领先，内生发展与外延并购并重

福迪威是全球知名的多元化成长型企业，业务不断集中、产品高端化进程加速。福迪威（Fortive）是终端市场互联 workflow 解决方案核心技术提供商，在智能运营、精密技术和先进医疗三大战略领域汇聚了福禄克、泰克、西特、捷迈、安德森-耐格、亨士乐、英思科、Qualitrol、福迪威医疗 ASP 等知名品牌。福迪威总部位于美国华盛顿州埃弗里特市，在全球 50 多个国家拥有约 18000 名研发、生产、销售、分销、服务、行政人员。公司的产品和解决方案在全球范围内提供服务，下游覆盖医疗、工业制造、能源、政府部门、通讯、半导体等领域。

2016 年，福迪威从丹纳赫拆分，独立上市（纽交所代码 FTV），作为一家多元工业增长企业开启了在专业仪器和工业技术领域的发展之路。2020 年，福迪威工业技术相关业务被剥离，自此成为专注于在传感器技术、先进仪器、自动化技术等领域提供产品和解决方案的供应商；并将公司业务分为三大部门，即先进的医疗保健解决方案、智能运营解决方案和精密仪器。自此，福迪威全新业务战略形成，聚焦智能运营解决方案、精密技术和先进医疗解决方案三大重点战略领域的持续发力，投资高成长市场赛道，推动增长和创新。

图 29：福迪威三大重点战略领域及旗下品牌



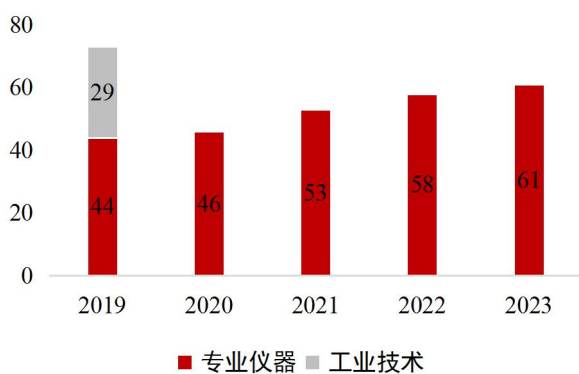
资料来源：福迪威微信公众号，山西证券研究所

福迪威工业技术业务于 2020 年完成剥离，近年来，公司专业仪器业务展现出强劲的增长势头，规模持续扩张。2020 年公司专业仪器业务实现营收 46 亿美元，2023 年增长至 61 亿美元，CAGR 为 9.86%；为强化业务的专业性和市场竞争力、推动业务规模的持续扩大，2020 年公司将专业仪器业务细分为医疗保健、智能系统及精密运动与技术三大领域。

从专业仪器业务细分结构来看，2020 年以来，公司智能系统增速最快，精密运动和技术、

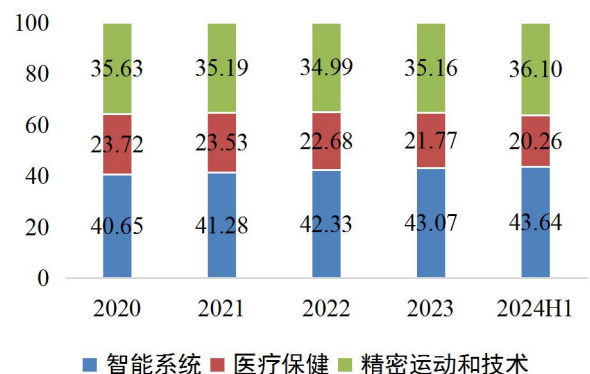
医疗保健次之。2020-2023年，智能系统营收从19亿美元增至26亿美元，3年CAGR为11.02%；精密运动和技术营收从17亿美元增至21亿美元，3年CAGR为7.30%；医疗保健营收从11亿美元增至13亿美元，3年CAGR为5.73%；各板块均呈稳步增长态势。从占比来看，智能系统与精密运动和技术营收占比维持上涨趋势、医疗保健营收占比呈现下降趋势，2023年智能系统、精密运动和技术、医疗保健分别占比43.07%、35.16%、21.77%。

图 30：福迪威专业仪器、工业技术营业收入(单位：亿美元)



资料来源：wind，山西证券研究所

图 31：福迪威智能系统业务收入占比持续上升(单位：%)



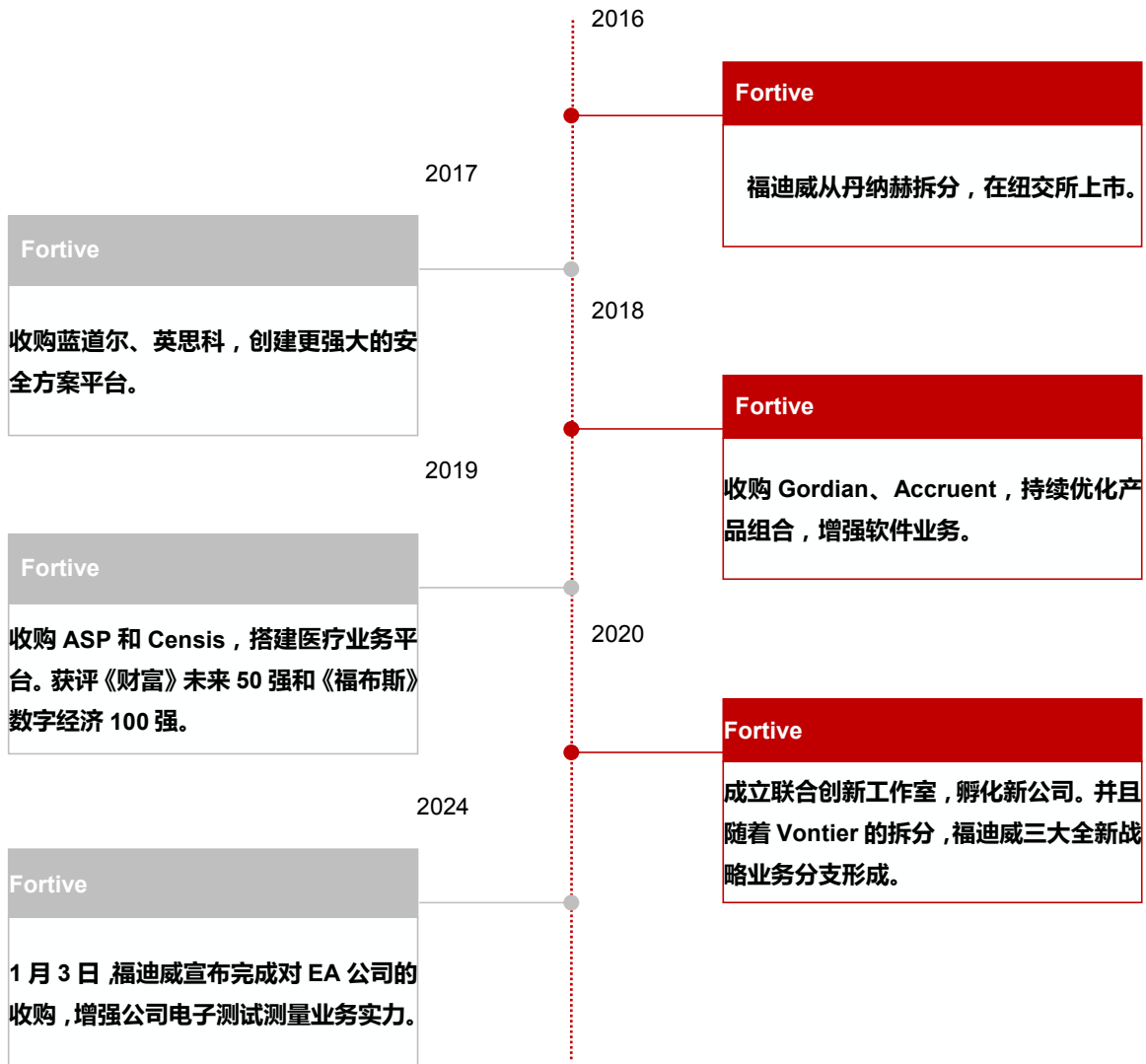
资料来源：wind，山西证券研究所

福禄克 (Fluke)、泰克 (Tektronix) 是福迪威旗下世界知名的电子测量仪器仪表品牌。当前公司拥有约 20 个知名品牌，其中医疗保健包括 ASP、Censis、Fluke Health Solutions 等，智能运营解决方案包括 Accruent、Fluke、Gordian、Industrial 等，精密仪器包括了 Tektronix、Qualitrol 等。上述品牌大多历史悠久，其中 Fluke、Tektronix 更是在领域内拥有约 70 年的历史，是世界知名的测量仪器仪表品牌。福禄克 (Fluke) 是精密、紧凑、专业电子测试工具领域的全球专家，美国 500 强 FORTIVE 集团子公司，旗下拥有福禄克主品牌及计量校准、医疗测试、网络测试等子品牌。泰克 (Tektronix) 公司成立于 1946 年，总部位于美国俄勒冈州毕佛顿市，提供测试、测量和监测解决方案，其主要产品包括示波器、逻辑分析仪、数字万用表、频率计数器、信号发生器、频谱分析仪、探头和附件，以及各种视频测试测量和监测产品等。

福迪威依托技术积累、龙头客户绑定、外延并购等手段实现资源聚集，形成平台型公司。2024 年 1 月，福迪威宣布完成收购 Elektro-Automatik (EA)，继续强化公司电子测试测量业务的实力。EA 是一家专门从事高功率电子测试解决方案的公司，其应用领域包括能源储存、移动性、氢能和可再生能源。EA 在全球能源转型领域为工程师提供的测试和测量产品将与福

迪威旗下泰克公司互补，进一步增强泰克的创新产品和服务组合，进而增强了公司在精密技术业务平台的电子测试测量业务实力。

图 32：福迪威外延扩张历程



资料来源：福迪威微信公众号，山西证券研究所

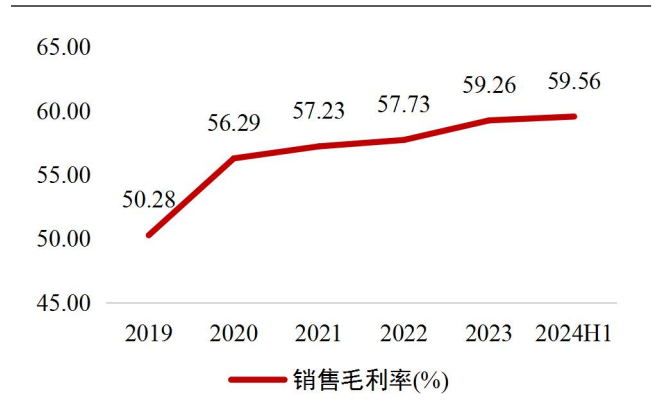
在福迪威业务系统（Fortive Business System）的推动下，福迪威执行力和运营表现强劲，营收保持较快增长，利润率创历史新高。公司总营收从 2020 年 46.34 亿美元增长至 2023 年 60.65 亿美元，CAGR 为 9.39%。2024H1，公司总营收为 30.77 亿美元，同比增长 3.01%。同时，公司销售毛利率从 2020 年 56.29% 增长至 2023 年 59.26%，2024H1 毛利率达 59.56%，毛利率持续攀升，展现强劲盈利能力。

图 33：福迪威营收规模稳步扩张



资料来源：wind，山西证券研究所

图 34：2024H1 福迪威毛利率再创新高，已接近 60%



资料来源：wind，山西证券研究所

福迪威的发展路径对于电子测试测量行业及优利德的分析研究具有重要的参考意义。

首先，优利德与福迪威具备一定的相似性，主要体现在以下三方面：

（1）产品布局：深耕仪表仪器，覆盖全面。福迪威与优利德均深耕仪器仪表领域，产品布局完善、覆盖广泛。作为全球领先的工业技术和专业仪器解决方案提供商，福迪威通过福禄克、泰克等品牌提供高端测量解决方案，其产品线广泛覆盖了从基础到高端的各类仪器仪表。优利德同样专注于测试测量仪器仪表的研发、生产和销售，聚焦通用仪表、专业仪表、温度及环境测试仪表、测试仪器四大产品线。

（2）自主品牌：福迪威旗下品牌历史悠久、享誉全球，优利德“UNI-T”加速追赶。回顾历史，在通用电子测量仪器行业做成一个有影响力的品牌通常需要长期的积累。福迪威的福禄克（仪表品牌）与泰克（仪器品牌）拥有约 70 年的历史，是世界知名的测量仪器仪表品牌，以技术领先和创新著称；优利德的自有品牌“UNI-T”销往全球超过 80 个国家和地区，在全球有近 400 家经销商，直接销售国涵盖了主要发达国家、新兴国家等重要经济体，凭借其高质量产品在国内外市场占有一席之地，但相比福禄克、泰克来说，品牌的认可度、知名度和影响力还存在较大差距，因此近年来优利德着重推动市场营销渠道和品牌形象的升级，致力于成为世界一流的仪器仪表民族品牌。

（3）聚焦高端：转型成功，仪器领域营收稳健增长。两者均成功实现了向高端仪器市场的转型。福迪威剥离非核心业务，专注专业仪器领域，投资高成长市场赛道，推动增长和创新，专业仪器业务营收从 2020 年的 46 亿美元增长至 2023 年的 61 亿美元；优利德近年持续发力高

端测试仪器，产品结构持续优化，中高端产品销售结构明显提升，2023 年测试仪器产品线营收 1.35 亿元，同比增长 28.98%，显示出公司在高端市场的强劲竞争力。

其次，放眼全球测试测量仪器仪表企业，福迪威拥有较长的发展历史，技术储备深厚，具有较强的品牌优势和市场竞争力。福迪威的成功对于优利德的发展有着重要借鉴意义。

(1) 从成长性和盈利能力来看，福迪威在如今的发展成熟阶段仍能保持近 10% 的营收复合增长率（2020-2023 年），销售毛利率接近 60%，且近几年仍在率创新高，侧面反映出电子测试测量行业天花板高，盈利能力优秀，在政策利好和国产替代逻辑下，优利德有广阔的成长空间，未来可期。

(2) 从公司发展战略来看，经过对福迪威的历史复盘可得，内生增长+外延并购的多元化路线有利于电子测试测量企业的高质量发展，一方面，福迪威的文化以 FBS 为核心，积淀了深厚的文化根基，展现了福迪威不断寻求改善的内驱力，其内生增长的主要方式包括：横向扩品类，纵向高端化，强化自主品牌等，值得优利德参考借鉴；另一方面，由于测量细分领域众多、下游市场变化快、迭代需求大、技术门槛高，外延收购策略有利于厂商快速拓展业务范围和规模，符合行业发展逻辑。展望未来，优利德可借鉴外延并购模式，以前瞻性市场分析寻找利基市场标的，增强业务覆盖深度与广度，以多元化打开成长空间。

6. 盈利预测、估值分析和投资建议

我们根据公司竞争力分析、发展规划、历史业绩及各业务市场空间情况，对公司 2024-2026 年盈利预测核心假设如下：

1) **测试仪器**：公司加快产品迭代升级，在研项目充沛，突破关键核心技术，高端新品&自研芯片打开成长空间，公司未来计划陆续推出高带宽混合信号示波器、高分辨率示波器、高频矢量源、高功率电源及电子负载等系列新品，强化市场竞争力，加速国产替代进程。随着高端仪器产品矩阵持续拓宽深化，有望实现量价齐升，盈利水平将保持提升趋势。**预计公司测试仪器 2024-2026 年营收增速为 30%、30%、35%，毛利率为 42%、44%、47%。**

2) **通用仪表**：通用仪表行业格局稳定，市场整体规模增长平稳。公司计划增加中高端产品的销售占比，扩充销售渠道，并保持年度提价策略。此外，公司 ODM 订单有所增加，预期通用仪表业务未来将保持稳健增长。**预计公司通用仪表 2024-2026 年营收增速为 13%、12%、10%，毛利率分别为 44%、44%、44%。**

3) **温度及环境测试仪表**：在环保政策与产业升级驱动下，环境监测仪器市场蓬勃发展，规模迅速扩大。红外热成像仪领域，随着晶圆级封装技术成熟与 AI 技术普及，产品趋向小型化、智能化，图像算法与智能化技术成为核心竞争力。公司环境监测类测试测量仪器仪表实现较快发展，整体规模迅速扩大。同时，公司计划推出高分辨率红外热成像仪系列，创新融合多种自研图像、测温算法及智能功能，如场景识别、物体追踪等，推动产品线向高端化、智能化迈进，引领行业技术发展新趋势。**预计公司温度及环境测试仪表 2024-2026 年营收增速为 10%、10%、10%，毛利率为 40.5%、41%、41.5%。**

4) **专业仪表**：公司深入推进仪表专业化进程，2024 年多款新品有望贡献增长。公司紧抓国内电力及新能源行业发展机遇，提升产品技术水平、丰富行业解决方案，制定了针对性的 A 计划、G 计划与 E 计划，从目前的成交与复购率来看，已逐步对海外头部品牌形成替代，预计未来将保持较高增长。2024 年，公司将推出多功能光伏 I-V 曲线测试仪，满足光伏安装、运维场景要求；在电力测量领域，公司将于 2024 年发布高压线路寻线仪、低压线路寻线仪、高精度微欧计、直流电阻测试仪等多款产品，进一步拓展高压电力测量应用细分领域。**预计公司专业仪表 2024-2026 年营收增速为 45%、50%、50%，毛利率为 55%、56%、57%。**

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收为 11.86 亿元、13.84 亿元、16.25 亿元，分别增长 16.23%、16.69%、17.43%，毛利率分别为 43.68%、44.40%、45.48%。

表 3：公司 2024-2026 年主营业务预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
测试仪器：百万元	135.23	175.80	228.54	308.52
增长率：%	28.98%	30.00%	30.00%	35.00%
毛利率：%	40.93%	42.00%	44.00%	47.00%
毛利	55.36	73.83	100.56	145.01
通用仪表：百万元	608.80	687.95	770.50	847.55
增长率：%	13.70%	13.00%	12.00%	10.00%
毛利率：%	44.07%	44.00%	44.00%	44.00%
毛利	268.30	302.70	339.02	372.92
温度与环境测试仪表：百万元	219.91	241.90	266.09	292.70
增长率：%	10.62%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率：%	40.46%	40.50%	41.00%	41.50%
毛利	88.97	97.97	109.10	121.47
专业仪表：百万元	52.93	76.74	115.11	172.67
增长率：%	26.16%	45.00%	50.00%	50.00%
毛利率：%	53.03%	55.00%	56.00%	57.00%
毛利	28.07	42.21	64.46	98.42
其他业务：百万元	3.29	3.29	3.29	3.29
增长率：%	-62.44%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率：%	35.43%	35.43%	35.43%	35.43%
毛利	1.17	1.17	1.17	1.17
合计：百万元	1020.16	1185.68	1383.53	1624.73
增长率：%	14.44%	16.23%	16.69%	17.43%
毛利	441.86	517.87	614.30	738.99
毛利率：%	43.32%	43.68%	44.40%	45.48%

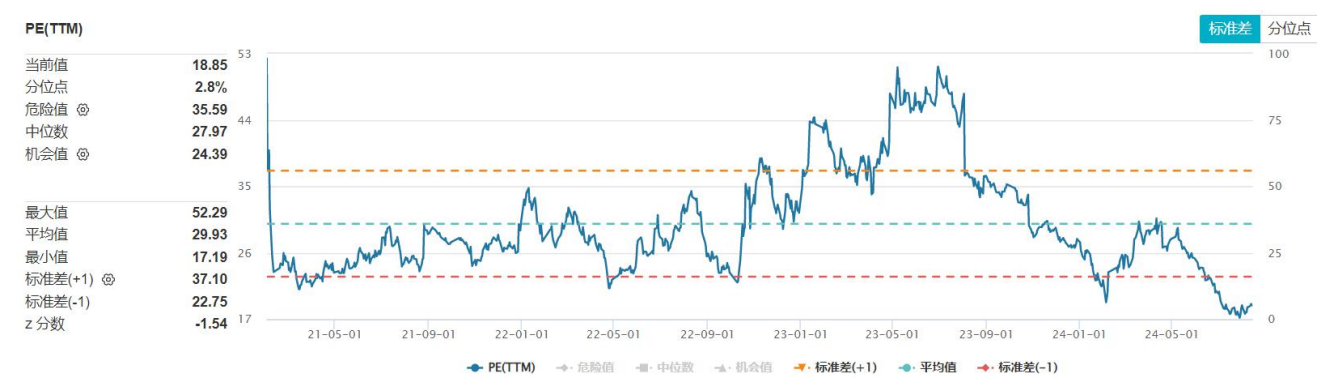
资料来源：wind、最闻，山西证券研究所

纵向与横向对比，公司 PE（TTM）当前处于历史最低估值水平，具备较好的安全边际。截止 2024 年 8 月 15 日，公司 PE（TTM）为 18.85 倍，处于历史 2.8%分位，相对中位数 27.97 倍和平均值 29.93 倍，当前公司估值已经具备较高的安全边际与性价比。海外对标公司福迪威（FTV.N）当前估值 PE（TTM）为 27.61 倍，显著高于公司估值。

综合考虑行业情况及公司发展战略，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 11.86 亿元、13.84 亿元、16.25 亿元，归母净利润为 2.00 亿元、2.51 亿元、3.15 亿元，EPS 为 1.80/2.25/2.83 元，按照 8 月 15 日收盘价 29.65 元，对应 PE 为 17/13/11 倍。估值横向对比福迪威（FTV.N）与纵向对比公司历史估值均处于较低位置，首次覆盖给予“买入-A”评级。



图 35：公司 PE（TTM）当前处于历史最低估值水平，具备安全边际（截止 2024 年 8 月 15 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

7. 风险提示

下游需求不及预期；
市场竞争加剧风险；
原材料波动风险；
新产品开发进度不及预期；
海外市场拓展不及预期；
控股股东解禁减持风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	786	764	943	1099	1324
现金	41	341	506	630	825
应收票据及应收账款	95	97	99	108	109
预付账款	3	6	7	8	9
存货	239	291	313	339	356
其他流动资产	408	29	18	15	25
非流动资产	432	676	619	678	719
长期投资	3	2	2	2	2
固定资产	378	370	414	460	494
无形资产	40	38	41	44	47
其他非流动资产	12	266	162	172	177
资产总计	1218	1441	1562	1777	2043
流动负债	152	211	235	266	287
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	90	130	145	163	178
其他流动负债	63	80	90	103	109
非流动负债	6	41	32	26	19
长期借款	4	38	29	22	15
其他非流动负债	3	3	3	3	3
负债合计	159	252	267	292	306
少数股东权益	0	-1	-3	-7	-12
股本	110	111	111	111	111
资本公积	578	594	601	601	601
留存收益	368	487	586	709	864
归属母公司股东权益	1059	1190	1299	1493	1750
负债和股东权益	1218	1441	1562	1777	2043

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	94	212	214	276	341
净利润	115	158	198	247	310
折旧摊销	31	35	32	38	44
财务费用	-9	-10	-4	-3	-4
投资损失	-6	-5	-3	-3	-4
营运资金变动	-65	14	-10	-1	-4
其他经营现金流	28	20	1	-1	0
投资活动现金流	-231	86	42	-93	-85
筹资活动现金流	-15	2	-91	-59	-61
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.05	1.45	1.80	2.25	2.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.84	1.90	1.92	2.48	3.06
每股净资产(最新摊薄)	9.51	10.69	11.66	13.41	15.72

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	891	1020	1186	1384	1625
营业成本	568	578	668	769	886
营业税金及附加	9	10	12	13	16
营业费用	66	102	101	113	130
管理费用	62	66	77	86	97
研发费用	72	104	119	138	162
财务费用	-9	-10	-4	-3	-4
资产减值损失	-6	-5	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	5	3	3	4
营业利润	127	180	217	273	343
营业外收入	0	0	3	3	1
营业外支出	1	4	2	2	2
利润总额	127	176	218	274	343
所得税	12	17	21	27	33
税后利润	115	158	198	247	310
少数股东损益	-2	-3	-2	-4	-5
归属母公司净利润	117	161	200	251	315
EBITDA	157	203	239	295	365

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.9	14.4	16.2	16.7	17.4
营业利润(%)	12.2	41.4	20.8	25.6	25.8
归属于母公司净利润(%)	8.0	37.5	23.8	25.4	25.6
获利能力					
毛利率(%)	36.3	43.3	43.7	44.4	45.5
净利率(%)	13.2	15.8	16.9	18.1	19.4
ROE(%)	10.9	13.3	15.3	16.6	17.8
ROIC(%)	10.7	12.3	14.0	15.2	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	13.0	17.5	17.1	16.4	15.0
流动比率	5.2	3.6	4.0	4.1	4.6
速动比率	3.4	2.2	2.6	2.8	3.3
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
应收账款周转率	11.0	10.6	12.1	13.4	15.0
应付账款周转率	4.4	5.3	4.9	5.0	5.2
估值比率					
P/E	28.1	20.5	16.5	13.2	10.5
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	18.4	14.7	11.9	9.1	6.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

