

产品结构持续优化，高端产品与解决方案收入增速高

投资要点

- 事件：**公司发布2024年年报，2024年实现营收7.8亿元，同比+15.7%，归母净利润0.9亿元，同比-14.5%，扣非归母净利润0.58亿元，同比-2.8%；2024Q4实现营收2.4亿元，同比+21.8%，实现归母净利润0.32亿元，同比-19.4%，扣非归母净利润0.36亿元，同比+22.2%。产品结构持续优化，毛利率大幅提升。
- 产品组合持续优化，公司毛利率大幅提升；研发投入等增加，净利率承压。**2024年公司综合毛利率为59.1%，同比+2.7pp，主要系解决方案（营收同比+126%，毛利率提升11.8pp至75.0%）及高端产品（营收同比+20%）增速高，产品组合持续优化，助力整体毛利率提升。2024年，公司净利率为11.9%，同比-4.2pp，主要系公司费用增长较多和转出增值税进项税金影响（全资子公司北京普源科技有限公司需转出2021年1月1日至2024年5月31日一般项目下分摊的增值税进项税金1600万元，影响公司2024年归母净利润约1362万元）；期间费用率54.8%，同比+8.5pp，销售、管理、研发和财务费用率分别同比-2.5、+3.7、+5.3、+2.0pp，主要系研发人员职工薪酬、研发物料消耗、研发设备折旧较上年同期均有所增加，尤其西安、上海马来西亚生产研发中心/基地投入显著增加。
- 高端产品与解决方案业务增速高，驱动公司业绩增长。**公司始终重视技术研发、产品升级，产品高端化与精品化战略不断深入，自研核心技术平台产品、高分辨率数字示波器、高端数字示波器等产品持续放量，拉动公司营收增长；2024年，搭载公司自研核心技术平台的产品营收同比+31%，收入占比提升9.8pp至50.2%；高端产品营收同比+20%。公司收购耐数电子后，解决方案领域竞争力持续提升，成功推出模块化仪器产品，实现从“台式仪器+二次开发”向“模块化仪器+行业解决方案”的跨越，2024年解决方案及其他业务实现营收1.3亿元，同比+125.8%，未来成长可期。
- 全球化布局与本地化营销并重，公司中长期增长动能充足。**公司在北美、欧洲、日本、新加坡、韩国、马来西亚等地设有海外子公司，已实现全球化品牌营销，2024年海外市场实现营收2.7亿，同比+6.2%。在国内市场，公司面向大型企业、科研院所和系统集成商等客户直销、通过自有销售团队和技术支持团队完成客户开发、支持和维护，同时通过经销商网络对中小型企业、高校与教育科研机构和个人消费者等进行覆盖，2024年实现营收4.9亿，同比+21.4%。
- 盈利预测与投资建议。**预计公司2025-2027年归母净利润分别为1.2、1.7、2.1亿元，当前股价对应PE分别为52、39、30倍，未来三年归母净利润复合增长率为32%，维持“持有”评级。
- 风险提示：**研发突破不及预期风险、政策支持不及预期风险、技术落后风险，并购企业业绩实现及协同作用或不及预期的风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	775.83	911.12	1054.11	1213.34
增长率	15.70%	17.44%	15.69%	15.11%
归属母公司净利润(百万元)	92.30	124.26	165.08	214.02
增长率	-14.50%	34.62%	32.85%	29.64%
每股收益EPS(元)	0.48	0.64	0.85	1.10
净资产收益率ROE	2.91%	3.80%	4.84%	5.96%
PE	70	52	39	30
PB	2.05	1.99	1.91	1.81

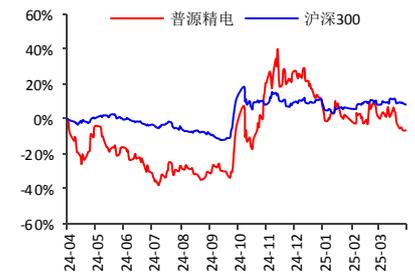
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

分析师：张艺蝶
执业证号：S1250524070008
电话：021-58351893
邮箱：zydyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.94
流通A股(亿股)	0.68
52周内股价区间(元)	22.04-51.72
总市值(亿元)	65.01
总资产(亿元)	38.53
每股净资产(元)	16.32

相关研究

- 普源精电（688337）：24Q3归母净利润同比138%，业绩超预期（2024-10-31）
- 普源精电（688337）：深入推进高端化战略，核心竞争力持续提升（2024-03-22）

盈利预测

关键假设：

假设 1：公司电子测量仪器板块包括数字示波器、射频类仪器等，目前公司的 DS80000 系列高带宽实时数字示波器，带宽达 13GHz，国内行业技术领先，有望深度受益通用电子测量仪器国产替代；预计 2025-2027 年公司该板块订单整体增速为 13%、12%、12%；公司高毛利的高端产品占比提升，该板块毛利率有望稳步提升。

假设 2：2024M8 公司完成收购耐数电子，扩展系统解决方案业务，目前已经成功推出模块化仪器产品，后续业务放量，预计 2025-2027 年公司该板块订单增速分为 37%、28%、24%；随着规模效应凸显，预计公司 2025 年该业务毛利率提升明显，后续稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
电子测量仪器板块	收入	633.85	716.53	804.29	903.70
	增速	4.95%	13.04%	12.25%	12.36%
	毛利率	56.64%	57.59%	58.38%	58.97%
解决方案及其他业务	收入	141.98	194.59	249.82	309.64
	增速	116.15%	37.05%	28.39%	23.94%
	毛利率	70.32%	74.69%	74.84%	74.94%
合计	收入	775.83	911.12	1054.11	1213.34
	增速	15.70%	17.44%	15.69%	15.11%
	毛利率	59.14%	61.24%	62.28%	63.05%

数据来源：Wind, 西南证券

相对估值

我们选取与公司下游同属于通用电子测量领域的鼎阳科技、坤恒顺位、同惠电子作为可比公司，3 家可比公司 2025-2026 年平均 PE 分别为 51、41 倍。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.2、1.7、2.1 亿元，当前股价对应 PE 分别为 52、39、30 倍，未来三年归母净利润复合增长率为 32%，维持“持有”评级

表 2：可比公司估值（截至 2025 年 4 月 1 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688112.SH	鼎阳科技	28.95	0.70	1.10	1.39	41.36	26.23	20.80
833509.BJ	同惠电子	32.70	0.31	0.39	0.48	105.48	83.76	68.34
688283.SH	坤恒顺维	24.50	0.32	0.56	0.74	76.56	43.46	33.16
可比公司平均值						74.47	51.15	40.77

数据来源：Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	775.83	911.12	1054.11	1213.34	净利润	92.30	124.25	165.07	214.00
营业成本	317.00	353.16	397.63	448.37	折旧与摊销	59.80	47.54	47.54	47.54
营业税金及附加	8.66	9.11	10.54	12.13	财务费用	13.18	12.22	8.02	7.70
销售费用	102.54	116.62	131.76	148.03	资产减值损失	-8.21	5.00	5.00	5.00
管理费用	102.64	296.11	337.31	376.14	经营营运资本变动	-90.87	-107.48	-51.39	-49.34
财务费用	13.18	12.22	8.02	7.70	其他	51.25	-26.23	-38.90	-18.41
资产减值损失	-8.21	5.00	5.00	5.00	经营活动现金流净额	117.46	55.29	135.33	206.49
投资收益	6.51	20.00	20.00	20.00	资本支出	-330.15	-100.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	47.91	0.50	0.50	0.50	其他	152.85	20.50	20.50	20.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-177.30	-79.50	-29.50	-29.50
营业利润	93.47	139.39	184.34	236.47	短期借款	292.38	-263.70	-47.42	0.00
其他非经营损益	-16.66	-9.29	-10.59	-11.21	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	76.82	130.10	173.76	225.26	股权融资	297.71	0.00	0.00	0.00
所得税	-15.48	5.85	8.69	11.26	支付股利	0.00	-18.46	-24.85	-33.02
净利润	92.30	124.25	165.07	214.00	其他	-388.84	-22.73	-8.02	-7.70
少数股东损益	0.00	-0.01	-0.02	-0.02	筹资活动现金流净额	201.25	-304.89	-80.29	-40.72
归属母公司股东净利润	92.30	124.26	165.08	214.02	现金流量净额	141.27	-329.11	25.55	136.27
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	420.22	91.11	116.66	252.93	成长能力				
应收和预付款项	182.75	202.68	239.88	274.67	销售收入增长率	15.70%	17.44%	15.69%	15.11%
存货	271.87	306.95	361.19	400.38	营业利润增长率	-18.45%	49.12%	32.25%	28.28%
其他流动资产	1793.20	1795.29	1797.51	1799.97	净利润增长率	-14.50%	34.61%	32.85%	29.64%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.55%	19.64%	20.46%	21.60%
投资性房地产	47.56	47.56	47.56	47.56	获利能力				
固定资产和在建工程	682.45	644.75	607.05	569.35	毛利率	59.14%	61.24%	62.28%	63.05%
无形资产和开发支出	374.40	466.29	508.17	550.06	三费率	28.15%	46.64%	45.26%	43.83%
其他非流动资产	80.47	78.75	77.03	75.30	净利率	11.90%	13.64%	15.66%	17.64%
资产总计	3852.92	3633.38	3755.05	3970.24	ROE	2.91%	3.80%	4.84%	5.96%
短期借款	361.12	97.42	50.00	50.00	ROA	2.40%	3.42%	4.40%	5.39%
应付和预收款项	164.32	158.32	181.37	208.94	ROIC	11.74%	10.41%	12.02%	14.56%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	21.45%	21.86%	22.76%	24.04%
其他负债	159.74	106.45	112.26	118.90	营运能力				
负债合计	685.18	362.18	343.63	377.84	总资产周转率	0.22	0.24	0.29	0.31
股本	194.10	194.10	194.10	194.10	固定资产周转率	1.14	1.37	1.68	2.06
资本公积	2857.30	2857.30	2857.30	2857.30	应收账款周转率	5.02	5.21	5.21	5.15
留存收益	144.03	249.83	390.06	571.06	存货周转率	1.24	1.15	1.16	1.16
归属母公司股东权益	3167.74	3271.21	3411.45	3592.45	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.32%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.01	-0.03	-0.05	资本结构				
股东权益合计	3167.74	3271.20	3411.42	3592.40	资产负债率	17.78%	9.97%	9.15%	9.52%
负债和股东权益合计	3852.92	3633.38	3755.05	3970.24	带息债务/总负债	52.70%	26.90%	14.55%	13.23%
					流动比率	4.27	7.94	8.88	8.59
					速动比率	3.83	6.92	7.60	7.33
					股利支付率	0.00%	14.86%	15.05%	15.43%
					每股指标				
					每股收益	0.48	0.64	0.85	1.10
					每股净资产	16.32	16.85	17.58	18.51
					每股经营现金	0.61	0.28	0.70	1.06
					每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	166.45	199.15	239.90	291.71					
PE	70.43	52.31	39.38	30.37					
PB	2.05	1.99	1.91	1.81					
PS	8.38	7.13	6.17	5.36					
EV/EBITDA	26.81	22.70	18.54	14.78					
股息率	0.00%	0.28%	0.38%	0.51%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wywf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljl@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn	

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn