

鼎阳科技 (688112.SH)

高端产品快速增长，行业国产替代加速

买入

核心观点

2022年营业收入同比增长30.90%，归母净利润同比增长73.67%。公司2022年实现营收3.98亿元，同比增长30.90%；归母净利润1.41亿元，同比增长73.67%。单季度来看，2022年第四季度公司营收1.30亿元，同比增长36.77%；归母净利润0.40亿元，同比增长95.49%。2023年一季度营收1.02亿元，同比增长50.48%；归母净利润0.36亿元，同比增长78.94%。收入利润高速增长，主要系高端产品放量，行业国产替代加速趋势下国内收入快速增长。2022年公司毛利率/净利率分别为57.54%/35.40%，同比变动+1.06/+8.72个pct，主要系产品结构优化，高毛利率的中高端产品收入占比提升。费用端来看，2022年销售/管理/财务/研发费用率分别为14.42%/3.96%/-11.71%/14.49%，同比变动+1.91/+1.19/-12.28/+1.88个pct，主要系公司加大营销渠道建设和品牌推广力度、加大研发投入，且募集资金现金管理产生较高利息收入。2022年经营活动现金流净额0.29亿元，同比下降20.37%，主要系公司主动备货导致采购付款增加，且员工薪酬增加所致。

高端产品快速增长，行业国产替代加速。分产品档次来看，2022年公司高中/低端产品收入约为0.72/2.27/0.99亿元，同比增长103.24%/32.19%/2.27%，收入占比分别为18%/57%/25%，同比变动+7/+0/-7个pct，高端产品收入持续放量，其中射频微波类产品增长更快，2022年国内射频微波类产品收入同比增长102.51%。**分地区来看**，2022年公司海外/国内收入分别2.47/1.40亿元，同比增长14.51%/73.49%，其中国内工业市场收入同比增长107.65%，持续受益于行业国产替代加速。公司加大研发投入力度，2022年研发费用0.58亿元，同比增长50.46%，研发人员156人，同比增长32.20%。**从新产品来看**，2022年公司发布多款高端新产品，包括4GHz 12bit数字示波器、26.5GHz矢量网络分析仪，以及40GHz微波信号发生器，高端新品更新节奏加快，并推出8GHz带宽示波器前端放大器专用自研芯片。此外，公司2023年3月发布SDS1000X HD系列高分辨率数字示波器，带宽200MHz，分辨率12-bit，将高分辨率技术下沉至经济型市场，在售产品不断升级性能，进一步巩固市场竞争优势。

风险提示：新产品拓展不及预期；国产替代不及预期；中美贸易摩擦风险。

投资建议：公司是国内通用电子测量仪器行业领先企业，所处行业空间大增长稳，在产业升级及自主可控大趋势下加速崛起，当前受益政策推动国产替代进一步提速，未来成长空间广阔。我们预计2023-2025年归母净利润为2.00/2.80/3.71亿元，对应PE为48/34/26倍，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 304 | 398 | 559 | 785 | 1,059 |
| (+/-%) | 37.6% | 30.9% | 40.5% | 40.5% | 34.8% |
| 净利润(百万元) | 81 | 141 | 200 | 280 | 371 |
| (+/-%) | 50.9% | 73.7% | 41.9% | 40.3% | 32.4% |
| 每股收益(元) | 0.76 | 1.32 | 1.87 | 2.63 | 3.48 |
| EBIT Margin | 27.9% | 24.1% | 29.0% | 31.8% | 33.8% |
| 净资产收益率(ROE) | 5.8% | 9.5% | 12.0% | 14.8% | 16.9% |
| 市盈率(PE) | 118.4 | 68.2 | 48.0 | 34.2 | 25.9 |
| EV/EBITDA | 111.0 | 97.5 | 59.0 | 38.4 | 26.9 |
| 市净率(PB) | 6.90 | 6.45 | 5.77 | 5.05 | 4.38 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双 **证券分析师：田丰**
 0755-81981362 0755-81982706
 wushuang2@guosen.com.cn tianfeng1@guosen.com.cn
 S0980519120001 S0980522100005

基础数据

| | |
|------------|---------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 89.96元 |
| 总市值/流通市值 | 9596/2662百万元 |
| 52周最高价/最低价 | 120.90/41.92元 |
| 近3个月日均成交额 | 48.57百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

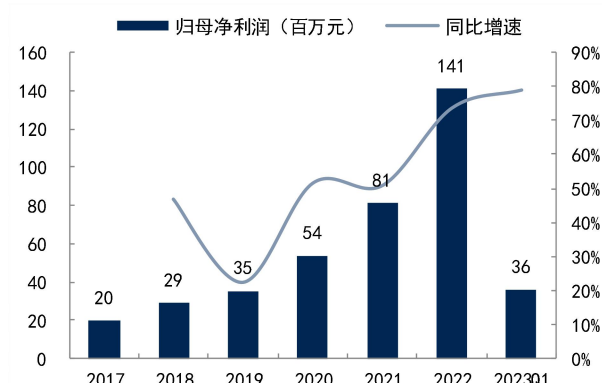
- 《鼎阳科技(688112.SH)-预计2023年一季度归母净利润同比增长55%-86%，持续受益国产替代加速》——2023-04-07
- 《鼎阳科技(688112.SH)-通用电子测量仪器国内领先企业，国产替代加速成长》——2023-03-01
- 《鼎阳科技(688112.SH)-预计2022年归母净利润同比增长60%-80%，发布多款高端新品及自研芯片》——2023-01-04
- 《鼎阳科技(688112.SH)-2022年前三季度国内收入同比+80%，国产替代持续加速》——2022-10-24
- 《鼎阳科技(688112.SH)-缺芯妥善解决恢复高速增长，国产替代加速，看好公司成长潜力》——2022-08-15

图1: 鼎阳科技 2023 年一季度营业收入同比增长 50.48%



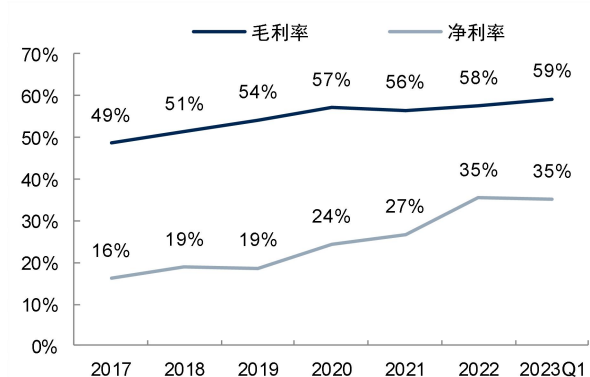
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 鼎阳科技 2023 年一季度归母净利润同比增长 78.94%



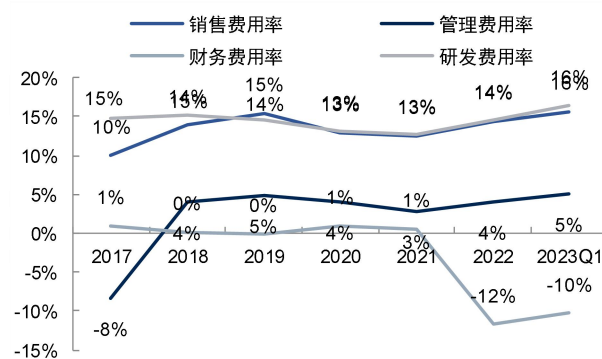
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 鼎阳科技毛利率持续提升



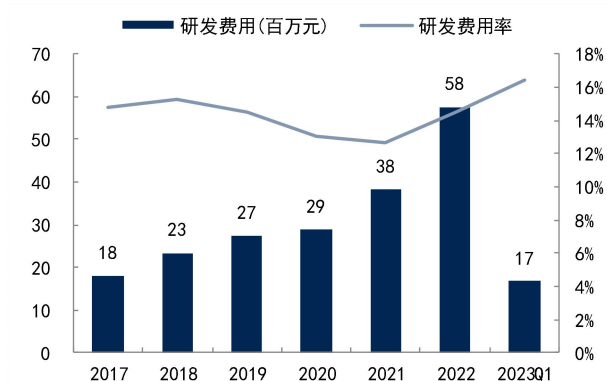
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 鼎阳科技期间费用率短期上升



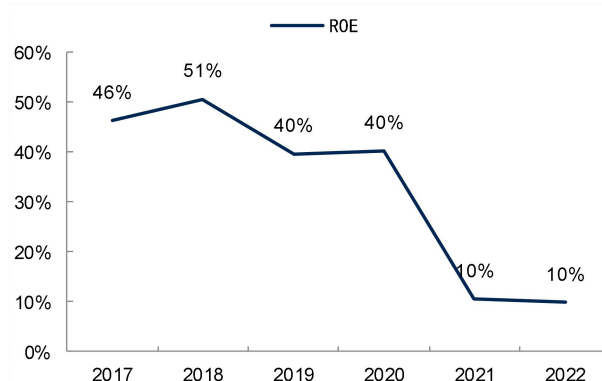
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 鼎阳科技研发费用率持续提升



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 鼎阳科技 ROE 短期承压



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1：可比公司估值表

| 公司简称 | 投资评级 | 市值（亿元） | 股价（元） | | EPS | | | | PE | | | |
|------|------|--------|----------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| | | | 20230427 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 普源精电 | 未评级 | 111.13 | 91.61 | 0.76 | 1.46 | 2.13 | 3.01 | 120.54 | 62.75 | 43.01 | 30.44 | |
| 坤恒顺维 | 未评级 | 48.95 | 58.27 | 0.97 | 1.42 | 1.99 | 2.76 | 60.07 | 41.04 | 29.28 | 21.11 | |
| | | | | | | | 平均值 | 90.31 | 51.89 | 36.15 | 25.77 | |
| 鼎阳科技 | 买入 | 95.96 | 89.96 | 1.32 | 1.87 | 2.63 | 3.48 | 68.16 | 48.02 | 34.23 | 25.86 | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测。注：未评级公司取 Wind 一致预期。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 1282 | 1279 | 1438 | 1522 | 1677 | 营业收入 | 304 | 398 | 559 | 785 | 1059 |
| 应收款项 | 50 | 88 | 92 | 143 | 200 | 营业成本 | 132 | 169 | 227 | 310 | 413 |
| 存货净额 | 100 | 156 | 172 | 253 | 343 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 4 | 5 | 7 |
| 其他流动资产 | 14 | 21 | 25 | 38 | 52 | 销售费用 | 38 | 57 | 75 | 98 | 127 |
| 流动资产合计 | 1446 | 1543 | 1726 | 1956 | 2272 | 管理费用 | 8 | 16 | 21 | 27 | 32 |
| 固定资产 | 10 | 18 | 45 | 87 | 117 | 研发费用 | 38 | 58 | 70 | 94 | 122 |
| 无形资产及其他 | 0 | 0 | 1 | 2 | 3 | 财务费用 | 2 | (47) | (24) | (26) | (16) |
| 投资性房地产 | 14 | 38 | 38 | 38 | 38 | 投资收益 | 0 | 1 | 3 | 3 | 3 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值及公允价值变动 | 0 | 2 | 4 | 3 | 3 |
| 资产总计 | 1470 | 1600 | 1810 | 2084 | 2431 | 其他收入 | 7 | 12 | 18 | 19 | 18 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 4 | 6 | 5 | 5 | 5 | 营业利润 | 90 | 157 | 211 | 301 | 398 |
| 应付款项 | 41 | 46 | 74 | 94 | 124 | 营业外净收支 | 0 | (4) | 6 | 4 | 6 |
| 其他流动负债 | 24 | 41 | 49 | 66 | 89 | 利润总额 | 90 | 153 | 217 | 305 | 404 |
| 流动负债合计 | 68 | 93 | 127 | 165 | 219 | 所得税费用 | 9 | 12 | 18 | 25 | 33 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 10 | 19 | 19 | 19 | 19 | 归属于母公司净利润 | 81 | 141 | 200 | 280 | 371 |
| 长期负债合计 | 10 | 19 | 19 | 19 | 19 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 78 | 112 | 147 | 184 | 238 | 净利润 | 81 | 141 | 200 | 280 | 371 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (1) | 2 | 3 | 4 | 4 |
| 股东权益 | 1391 | 1487 | 1664 | 1900 | 2193 | 折旧摊销 | 2 | 4 | 3 | 5 | 8 |
| 负债和股东权益总计 | 1470 | 1600 | 1810 | 2084 | 2431 | 公允价值变动损失 | (0) | (2) | (4) | (3) | (3) |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 2 | (47) | (24) | (26) | (16) |
| 每股收益 | 0.76 | 1.32 | 1.87 | 2.63 | 3.48 | 营运资本变动 | (60) | (91) | 15 | (104) | (103) |
| 每股红利 | 0.00 | 0.47 | 0.22 | 0.41 | 0.73 | 其它 | 1 | (2) | (3) | (4) | (4) |
| 每股净资产 | 13.04 | 13.95 | 15.60 | 17.81 | 20.56 | 经营活动现金流 | 23 | 51 | 214 | 178 | 272 |
| ROIC | 10% | 6% | 10% | 14% | 19% | 资本开支 | 0 | (17) | (30) | (50) | (40) |
| ROE | 6% | 9% | 12% | 15% | 17% | 其它投资现金流 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 56% | 58% | 59% | 60% | 61% | 投资活动现金流 | 0 | (17) | (30) | (50) | (40) |
| EBIT Margin | 28% | 24% | 29% | 32% | 34% | 权益性融资 | (6) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 29% | 25% | 30% | 32% | 35% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 38% | 31% | 40% | 41% | 35% | 支付股利、利息 | 0 | (50) | (24) | (44) | (78) |
| 净利润增长率 | 51% | 74% | 42% | 40% | 32% | 其它融资现金流 | 1154 | 63 | (1) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 5% | 7% | 8% | 9% | 10% | 融资活动现金流 | 1148 | (37) | (25) | (44) | (78) |
| 息率 | 0.0% | 0.5% | 0.2% | 0.5% | 0.8% | 现金净变动 | 1171 | (3) | 159 | 84 | 155 |
| P/E | 118.4 | 68.2 | 48.0 | 34.2 | 25.9 | 货币资金的期初余额 | 110 | 1282 | 1279 | 1438 | 1522 |
| P/B | 6.9 | 6.5 | 5.8 | 5.1 | 4.4 | 货币资金的期末余额 | 1282 | 1279 | 1438 | 1522 | 1677 |
| EV/EBITDA | 111.0 | 97.5 | 59.0 | 38.4 | 26.9 | 企业自由现金流 | 0 | (16) | 137 | 80 | 194 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 47 | 158 | 105 | 209 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032