


2023年04月27日
鼎阳科技(688112.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 III

业绩持续高增，高端化和全品类战略不断推进

事件概述：

1) 4月26日，鼎阳科技发布2022年年报。公司2022年实现营业收入3.98亿元，同比增长30.9%；实现归母净利润1.41亿元，同比增长73.67%，扣非归母净利润1.29亿元，同比增长69.49%。

2) 同日，鼎阳科技发布2023年第一季度报告。公司2023Q1实现营业收入1.02亿元，同比增长50.48%；实现归母净利润3587.18万元，同比增长78.94%，扣非归母净利润3517.85万元，同比增长89.48%。

2022年业绩高增，盈利能力维持高位

收入端，公司2022年实现营业收入3.98亿元，同比增长30.9%，我们认为公司收入快速增长的驱动力来自于，1) **国产替代加速**：分地区来看，2022年公司境内市场营收同比增长73.49%，远高于公司整体增长水平，其中境内工业市场增长尤其明显，同比增幅达到107.65%。2) **产品类别扩张**：公司在2022年先后推出了高端矢量网分、信号源、手持频谱仪等一系列射频微波类仪器，根据年报，公司射频微波类产品2022年境内营收同比增长102.51%，且具有更高的平均单价和毛利率水平。3) **高端产品拉动**：2022年公司高、中端产品增速分别为103%/31%，其中高端产品比重上至18%，较21年同期提升7pcts。

利润端，随着高端产品比重的提升，公司2022年毛利率提升1.06pct，至57.54%。具体来看，公司高、中、低端产品平均单价分别同比上涨7.32/22.02/35.13%，其中高端产品的快速增长拉动四大类产品平均单价同比提升26.65%。另一方面，2022年公司研发/管理/销售费用率分别为14.49/3.96/14.42%，三者分别较去年同期上升1.89/1.19/1.90pcts，主要系公司加大了在研发和销售方面的投入。我们认为，向高端突破一方面需要新产品和技术的支持，同时也需要渠道和品牌的建设，因此公司现阶段选择加大研发和销售投入是长期发展的有力保障。展望未来，在公司增速恢复至正常水平后，研发和销售投入相对值有望趋于稳定。

Q1增长再加速，高端化和扩品类带动盈利能力提升

公司Q1单季度收入增长50.48%，归母净利润增长78.94%，收入端较去年Q4（增长37%）环比进一步加速。我们认为，公司Q1的高增长一方面是去年同期物料大幅上涨带来的发货困难和疫情造成的低基数，另一方面也彰显出国产替代加速与公司自身产品扩品类和高端化

| | |
|----------------|---------------------|
| 投资评级 | 买入-A 维持评级 |
| 6个月目标价 | 106.2元 |
| 股价(2023-04-27) | 89.96元 |

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 9,595.74 |
| 流通市值(百万元) | 2,662.10 |
| 总股本(百万股) | 106.67 |
| 流通股本(百万股) | 29.59 |
| 12个月价格区间 | 44.18/113.0元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-----|------|
| 相对收益 | 13.6 | 6.2 | 90.4 |
| 绝对收益 | 13.0 | 1.6 | 92.8 |

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

袁子翔 联系人

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

| | |
|--------------------------|------------|
| Q1 增长再加速，盈利能力持续提升 | 2023-04-07 |
| 保持高增，全年业绩预告符合预期 | 2023-01-05 |
| 新一代旗舰级示波器和自研芯片亮相，高端化持续推进 | 2022-12-28 |
| 两款射频类新品发布，高端品类+应用场景双重拓宽 | 2022-11-03 |

带来的供需共振。从盈利能力来看，公司 Q1 净利润率 35.1%，较去年同期提升 5.6pcts。考虑到公司 22Q1 已经产生募资资金带来的利息收入，我们认为公司利润率的同比提升主要系产品品类扩张和高端化带来的盈利能力增强，预计该趋势有望延续。

目 新一代旗舰级示波器推出，高端化持续推进

12 月 28 日，鼎阳科技发布公告称，正式公开发布新一代旗舰级示波器 SDS7000A。从性能来看，SDS7000A 示波器带宽为 4GHz、采样率为 20GSa/S，保障了公司示波器产品序列在高端领域中的竞争力。具体来说体现在：1) **硬件性能提升**。SDS7000A 处理器由嵌入式 ARM 升级为 X86，使系统响应速度，测量、运算、分析速度都实现了大幅度的提升。2) **扩大应用领域**。SDS7000A 示波器延续了高分辨率的优势，达到 12Bit，在电源、医疗电子等小信号测量领域拥有优势；其次，得益于带宽的提升，SDS7000A 示波器能支持测量 USB2.0、SATA1、DDR1/2/3 等信号，且提供多种串行协议触发和解码；3) **有望提升软件收入比重**。目前首个协议分析软件版本支持以太网和 USB2.0 的协议一致性分析，支持眼图测试和抖动分析功能，电源分析功能，未来还将继续扩展可分析的协议种类。总体来看，我们认为 SDS7000A 为公司迈向高端化打下坚实基础，有利于加深在通信、雷达、接收机、汽车电子等前沿科技市场的覆盖。

目 射频微波类产品空间广阔，有望成为公司另一大增长级

公司目前在射频微波类仪器的产品布局也持续丰富。自 2022 年以来，已经陆续推出了一系列射频微波类新品，包括 26.5GHz 四端口矢量网络分析仪 SNA6000A，40GHz 高端毫米波产品号发生器 SSG6000A，SHA800A 系列手持频谱分析等。我们认为，射频微波类仪器是除时域类仪器（示波器、任意波形发生器）外的另一大品类，同样具备广阔的市场空间。根据 Technavio，2019 年频谱分析仪和网络分析仪的市场规模达 21.2 亿美元，占通用电子测试测量仪器整体市场规模的 34.65%，并预计将以 5.54% 的复合年均增长率增长。我们认为，公司作为国内拥有行业四大主力产品的电子测量厂商，渠道复用率高，有望实现时域类和射频微波类产品的协同发展，尤其根据公司三季报披露，新发布的射频微波类产品还具备单价高、毛利率高等特点，预计将成为公司在高分辨率示波器外的另一大增长级。

目 投资建议：

鼎阳科技作为国内电子测量仪器领先企业，在拓展下游行业应用的同时，长期受益于基础工具链国产化和产业链升级带来的红利。通过技术创新不断突破中高端产品，提升单品价值量和毛利率，并且强化自研品牌的打造和国内渠道的全面升级，未来有望实现量价齐升。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入分别为 5.49/7.38/9.80 亿元；实现归母净利润分别为 1.89/2.47/3.22 亿元，维持“买入-A”评级。

考虑到公司短期的成长性以及长期的行业空间，给予 6 个月目标价 106.2 元/股，相当于 2023 年 60 倍的动态市盈率。

目 风险提示：1) 技术研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 下游需求不及预期；4) 核心技术人员流失。

| (百万元) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 主营业务收入 | 303.8 | 397.7 | 549.0 | 738.1 | 980.0 |
| 净利润 | 81.1 | 140.8 | 188.7 | 247.4 | 322.1 |
| 每股收益(元) | 0.76 | 1.32 | 1.77 | 2.32 | 3.02 |
| 每股净资产(元) | 13.04 | 13.95 | 15.25 | 17.10 | 19.65 |

| 盈利和估值 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 128.93 | 70.66 | 48.61 | 37.08 | 28.48 |
| 市净率(倍) | 7.51 | 6.69 | 5.64 | 5.03 | 4.38 |
| 净利润率 | 26.7% | 35.4% | 34.4% | 33.5% | 32.9% |
| 净资产收益率 | 10.4% | 9.8% | 12.1% | 14.3% | 16.4% |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| ROIC | 34.3% | 32.9% | 42.9% | 44.1% | 43.7% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 303.8 | 397.7 | 549.0 | 738.1 | 980.0 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 132.2 | 168.9 | 225.1 | 294.6 | 383.6 | 营业收入增长率 | 37.6% | 30.9% | 38.0% | 34.5% | 32.8% |
| 营业税费 | 2.1 | 2.3 | 3.2 | 5.1 | 6.3 | 营业利润增长率 | 46.2% | 74.1% | 30.5% | 31.1% | 30.2% |
| 销售费用 | 38.0 | 57.4 | 75.3 | 95.4 | 121.8 | 净利润增长率 | 50.9% | 73.7% | 34.0% | 31.1% | 30.2% |
| 管理费用 | 46.7 | 73.4 | 107.9 | 137.6 | 172.9 | EBITDA增长率 | 40.9% | 30.3% | 60.5% | 33.4% | 31.7% |
| 财务费用 | 1.7 | -46.6 | -48.0 | -44.0 | -35.0 | EBIT增长率 | 41.6% | 29.2% | 64.7% | 33.7% | 31.9% |
| 资产减值损失 | -1.2 | 5.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | NOPLAT增长率 | 40.8% | 53.1% | 51.4% | 33.7% | 32.0% |
| 加:公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资资本增长率 | 65.5% | 56.0% | -9.7% | 74.3% | 9.6% |
| 投资和汇兑收益 | 0.0 | 0.7 | 0.3 | 0.3 | 0.4 | 净资产增长率 | 768.4% | 6.9% | 9.3% | 12.1% | 14.9% |
| 营业利润 | 90.3 | 157.1 | 205.1 | 269.0 | 350.3 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 0.2 | -3.9 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 毛利率 | 56.5% | 57.5% | 59.0% | 60.1% | 60.9% |
| 利润总额 | 90.4 | 153.2 | 205.4 | 269.3 | 350.5 | 营业利润率 | 29.7% | 39.5% | 37.4% | 36.5% | 35.7% |
| 减:所得税 | 9.4 | 12.4 | 16.7 | 21.8 | 28.4 | 净利率 | 26.7% | 35.4% | 34.4% | 33.5% | 32.9% |
| 净利润 | 81.1 | 140.8 | 188.7 | 247.4 | 322.1 | EBITDA/营业收入 | 29.3% | 29.2% | 33.9% | 33.6% | 33.4% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 28.5% | 28.1% | 33.6% | 33.4% | 33.2% |
| 资产负债表 | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 固定资产周转天数 | 10 | 13 | 13 | 10 | 7 |
| 货币资金 | 1,281.6 | 1,278.7 | 1,526.6 | 1,540.8 | 1,871.3 | 流动营业资本周转天数 | 197 | 243 | 151 | 213 | 164 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动资产周转天数 | 1737 | 1417 | 1167 | 975 | 861 |
| 应收账款 | 47.9 | 85.6 | 65.4 | 147.2 | 146.4 | 应收帐款周转天数 | 46 | 61 | 50 | 53 | 55 |
| 应收票据 | 1.8 | 2.1 | 2.9 | 3.5 | 4.4 | 存货周转天数 | 214 | 277 | 232 | 232 | 232 |
| 预付帐款 | 3.4 | 7.3 | 10.1 | 12.4 | 15.6 | 总资产周转天数 | 1012 | 1409 | 1123 | 933 | 806 |
| 存货 | 100.4 | 155.7 | 129.9 | 243.9 | 242.8 | 投资资本周转天数 | 319 | 380 | 248 | 322 | 266 |
| 其他流动资产 | 10.6 | 14.1 | 19.5 | 24.0 | 30.1 | 投资回报率 | | | | | |
| 可供出售金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROE | 10.4% | 9.8% | 12.1% | 14.3% | 16.4% |
| 持有至到期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROA | 5.5% | 8.8% | 10.6% | 12.4% | 13.8% |
| 长期股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | ROIC | 34.3% | 32.9% | 42.9% | 44.1% | 43.7% |
| 投资性房地产 | | | | | | 费用率 | | | | | |
| 固定资产 | 10.0 | 18.2 | 19.5 | 19.4 | 19.3 | 销售费用率 | 12.5% | 14.4% | 13.7% | 12.9% | 12.4% |
| 在建工程 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 管理费用率 | 15.4% | 18.4% | 19.6% | 18.6% | 17.6% |
| 无形资产 | 0.1 | 0.0 | -0.2 | -0.4 | -0.7 | 财务费用率 | 0.6% | -11.7% | -8.7% | -6.0% | -3.6% |
| 其他非流动资产 | 13.9 | 38.2 | 4.7 | 4.7 | 4.7 | 三费/营业收入 | 28.5% | 21.2% | 24.6% | 25.6% | 26.5% |
| 资产总额 | 1,469.7 | 1,599.9 | 1,778.5 | 1,995.5 | 2,333.9 | 偿债能力 | | | | | |
| 短期债务 | 3.7 | 6.4 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 资产负债率 | 5.3% | 7.0% | 8.6% | 8.6% | 10.2% |
| 应付帐款 | 44.6 | 50.3 | 84.0 | 88.1 | 134.7 | 负债权益比 | 5.6% | 7.6% | 9.4% | 9.4% | 11.4% |
| 应付票据 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 流动比率 | 21.23 | 16.58 | 13.24 | 13.01 | 10.63 |
| 其他流动负债 | 19.9 | 36.4 | 48.5 | 63.5 | 82.7 | 速动比率 | 19.75 | 14.91 | 12.26 | 11.40 | 9.51 |
| 长期借款 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 利息保障倍数 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 10.3 | 19.3 | 19.8 | 20.3 | 20.8 | 分红指标 | | | | | |
| 负债总额 | 78.4 | 112.4 | 152.3 | 171.9 | 238.2 | DPS(元) | 0.00 | 0.47 | 0.47 | 0.47 | 0.47 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 分红比率 | 0.0% | 61.7% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 股本 | 106.7 | 106.7 | 106.7 | 106.7 | 106.7 | 股息收益率 | 0.0% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 留存收益 | 1,284.7 | 1,380.8 | 1,519.5 | 1,717.0 | 1,989.0 | | | | | | |
| 股东权益 | 1,391.4 | 1,487.5 | 1,626.2 | 1,823.6 | 2,095.7 | | | | | | |

现金流量表

| (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|-------|-------|--------|-------|
| 净利润 | 81.1 | 140.8 | 188.7 | 247.4 | 322.1 |
| 加:折旧和摊销 | 2.2 | 3.7 | 2.0 | 2.1 | 2.2 |
| 资产减值准备 | -1.2 | 5.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公允价值变动损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 财务费用 | 1.7 | -46.6 | -48.0 | -44.0 | -35.0 |
| 投资损失 | 0.0 | -0.7 | -0.3 | -0.3 | -0.4 |
| 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运资金的变动 | -47.2 | -73.4 | 116.7 | -183.7 | 58.0 |
| 经营活动产生现金流量 | 36.6 | 29.1 | 259.1 | 21.6 | 346.9 |
| 投资活动产生现金流量 | -7.0 | -15.8 | -2.8 | -1.4 | -1.4 |
| 融资活动产生现金流量 | 1,146.8 | -56.2 | -8.4 | -6.0 | -15.0 |

业绩和估值指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|--------|--------|-------|--------|-------|
| EPS(元) | 0.76 | 1.32 | 1.77 | 2.32 | 3.02 |
| BVPS(元) | 13.04 | 13.95 | 15.25 | 17.10 | 19.65 |
| PE(X) | 128.93 | 70.66 | 48.61 | 37.08 | 28.48 |
| PB(X) | 7.51 | 6.69 | 5.64 | 5.03 | 4.38 |
| P/FCF | 455.31 | 138.05 | 34.78 | 144.59 | 24.15 |
| P/S | 34.40 | 25.01 | 16.71 | 12.43 | 9.36 |
| EV/EBITDA | 104.75 | 76.48 | 42.55 | 32.21 | 23.82 |
| CAGR(%) | 45.4% | 58.4% | 52.0% | 45.1% | 31.8% |
| PEG | 2.53 | 0.96 | 1.43 | 1.19 | 0.94 |
| ROIC/WACC | 5.17 | 4.96 | 6.48 | 6.65 | 6.59 |
| REP | 6.80 | 4.32 | 3.27 | 1.85 | 1.66 |

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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