

高端仪器快速导入，四大主力产品量价齐升

——2022 年年报与 2023 年一季报点评

核心观点

2022 年公司高端产品量价齐升，四大主力产品均价提升 26.7%，净利率创历史新高。分区域来看，2022 年公司境内市场收入同比大幅增长 73.49%至 1.40 亿元，占比提升 8.94pct 至 36.09%，主要受益于国产替代政策驱动以及自身竞争优势的提升。作为全球极少数具有行业四大主力产品配套供应能力的电子仪器企业，公司产品导入、研发实力强。2022 年推出 4GHz 带宽、12-bit 高分辨率数字示波器（SDS7000A）和 8GHz 带宽自研芯片（SFA8001），均接近国内领先水平，新产品有望在 2023 年快速放量。

事件：

公司发布 2022 年报及 2023 年一季报，2022 年营收同比增长 30.90%至 3.98 亿元，归母净利润同比增长 73.67%至 1.41 亿元，扣非归母净利润同比增长 69.49%至 1.29 亿元。2023Q1，公司营收、归母净利润、扣非归母净利润分别实现 1.02 亿元、3587.18 万元、3517.85 万元，分别同比增长 50.48%、78.94%、89.48%。

点评：

1、营收拆分：高端产品量价齐升，国产替代需求强烈

分产品来看，2022 年公司四大主力产品（数字示波器、信号发生器、频谱和矢量网络分析仪）收入同比增长 29.78%至 3.18 亿元，占主营业务收入比例 82.24%；其他产品（电源类）收入同比增长 34.13%至 0.69 亿元。公司产品高端化战略成效显著，中高端产品量价齐升。以四大主力产品为例，2022 年实现销量 6.99 万台，同比增长仅 2.45%；但公司整体高端产品销售占比提升 7pct 至 18%，中高端合计占比达到 75%，因此四大主力产品均价提升 26.7%至 4553 元/台。其中，中端、高端产品均价分别提升 22.02%、35.13%，销售收入分别增长 32.19%、103.24%，销量分别提升约 8%、50%。

分区域来看，2022 年公司境内市场收入同比大幅增长 73.49%至 1.40 亿元，占比提升 8.94pct 至 36.09%，主要受益于国产替代政策驱动以及公司在国内市场竞争优势的提升。其中境内工业市场增长尤为明显，同比增幅达到 107.65%。同期公司境外市场同样实现了稳步提升，营收同比增长 14.51%至 2.47 亿元；占主营业务收入比例仍然有 63.91%。

分渠道来看，2022 年经销、直销、ODM 收入分别占比 78.56%、9.86%、11.62%。虽然直销毛利率更高且占比逐年提升，但除了部分高端产品与大客户拓展依靠直销驱动，当前发展阶段公司整体业务仍然会以经销模式为主。

鼎阳科技 (688112)

首次评级

买入

吕娟

lyujuan@csc.com.cn

021-68821610

SAC 编号：s1440519080001

SFC 编号：BOU764

研究助理 李长鸿

lichanghong@csc.com.cn

发布日期：2023 年 05 月 03 日

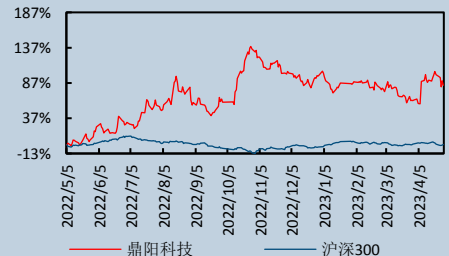
当前股价：87.05 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	12.95/13.49	-2.64/1.0	88.54/88.22
12 月最高/最低价 (元)			120.9/44.81
总股本 (万股)			10,666.67
流通 A 股 (万股)			2,959.2
总市值 (亿元)			92.85
流通市值 (亿元)			25.76
近 3 月日均成交量 (万股)			55.29
主要股东			
秦轲			22.34%

股价表现



相关研究报告

2023Q1, 公司营收同比增长 50.48%至 1.02 亿元, 增速环比 2022 全年进一步提升, 主要系高端产品持续发力, 且教育等新兴市场需求旺盛。分产品来看, 射频微波类产品收入同比增长 174.80%, 高分辨率示波器收入同比增长 162.71%, 高端产品整体收入同比增长 94.23%。分行业来看, 境内市场收入同比增长 158.13%, 其中境内教育市场增长 468.56%, 远高于公司整体增长水平。

2、盈利分析：产品高端化驱动盈利能力提升，2022 年净利率创历史新高

2022 年公司整体毛利率同比提升 1.06pct 至 57.54%，主要系产品持续高端化。2022 年公司高端产品平均毛利率水平为 75.64%，随着高端产品占比的快速提升，公司的盈利能力有望持续提升。分业务来看，2022 年四大主力产品、其他产品毛利率同比分别变动+1.66pct、-3.89pct 至 59.58%、47.91%。

2022 年公司期间费用率下降 7.31pct 至 21.16%，其中财务费用率显著下降 12.28pct 至-11.71%，主要系 IPO 募集资金现金管理产生利息收入，并大幅超过公司利息支出。随着募集资金逐步投入使用，以及整体业务规模的提升，财务费用率对整体期间费用率的抵减作用将逐步减少。公司毛利率的稳步提升以及财务费用率的大幅缩减，使得 2022 年公司净利率同比提升 8.72pct 至 35.40%，创历史新高。

2023Q1, 公司高端产品持续放量, 毛利率同比提升 3.63pct 至 59.17%，环比 2022 全年进一步提升 1.63pct。公司期间费用率同比提升 1.04pct 至 26.72%，净利率同比提升 5.58pct 至 35.10%。2023Q1 公司量利齐升，使得归母净利润同比大幅增长 78.94%至 3587.18 万元。

3、产品导入快、研发实力强，竞争优势逐步放大

公司是全球极少数具有行业四大主力产品配套供应能力的通用电子测试测量仪器企业，且四大主力产品全部达到高端档次。仪器高端化与国产替代是行业发展的趋势，公司凭借强大的技术研发实力，秉承高端化战略，逐步放大竞争优势。1) **产品导入快**：2022 年公司发布了 9 款新产品，除 11-12 月发布的 6 款新产品外，其余 3 款新产品 SDS2000XHD、SDS6000L、SNA5000A 均实现了当年发布当年即实现批量化销售。2) **研发实力强**：以示波器和芯片为例，2022 年 12 月公司推出 4GHz 带宽、12-bit 高分辨率数字示波器（SDS7000A）和 8GHz 带宽自研芯片（SFA8001），均接近国内领先水平。2022 年公司高分辨率示波器同比增长 193.80%，2023 年新一代产品预计也将快速放量。

投资建议：预计公司 2023-2025 年营收分别为 5.51、7.44、10.21 亿元，归母净利润 1.84、2.46、3.28 亿元，分别+30.8%、+33.5%、+33.3%。对应 2023-2025 年动态 PE 分别为 50.4、37.8、28.3 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	304	398	551	744	1,021
增长率(%)	37.6	30.9	38.6	35.0	37.2
净利润(百万元)	81	141	184	246	328
增长率(%)	50.9	73.7	30.8	33.5	33.3
ROE(%)	5.8	9.5	11.6	14.5	17.4
EPS(元/股, 摊薄)	0.76	1.32	1.16	1.55	2.06
P/E(倍)	114.6	66.0	50.4	37.8	28.3
P/B(倍)	6.7	6.2	5.9	5.5	4.9

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

1) 产品高端化进展不及预期

由于国内企业在通用电子测试测量领域起步较晚，技术积累时间较短，在产品布局及技术积累上与国外优势企业仍存在较大差距，产品结构主要集中于中低端。若公司无法按预期推出高端产品或已推出的高端产品销售不及预期，将会影响公司核心竞争力，进而对公司的盈利能力造成不利影响。

2) 国内市场开拓不力的风险

公司当前以境外销售为主，境内销售占比更低，境外销售的主要区域为北美、欧洲等现代电子信息产业相对发达的地区。倘若国外优势企业利用其品牌、资金及技术等优势抢占公司产品的市场，则可能影响公司未来在国内的业务拓展，进而将会对公司整体经营业绩产生不利影响。

分析师介绍

吕娟：董事总经理，高端制造组组长，机械&建材首席分析师。复旦大学经济学硕士，法国 EDHEC 商学院金融工程交换生，河海大学机械工程及自动化学士，2007.07-2016.12 曾就职于国泰君安证券研究所，2017.01-2019.07 曾就职于方正证券研究所。曾获新财富、金牛、IAMAC、水晶球、第一财经、WIND 最佳分析师第一名。

研究助理

李长鸿 010-81158042 lichanghong@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的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。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk