

仪器仪表 III

鼎阳科技 (688112.SH)

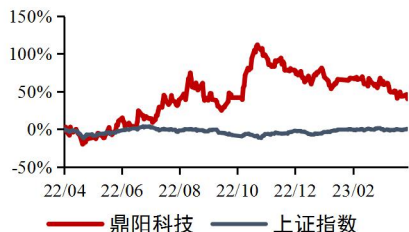
买入-A(维持)

高分辨率数字示波器领域再发新品，高端产品线持续丰富

2023年4月5日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年4月4日

| | |
|--------------|--------------|
| 收盘价(元): | 74.73 |
| 年内最高/最低(元): | 120.90/41.92 |
| 流通A股/总股本(亿): | 0.30/1.07 |
| 流通A股市值(亿): | 22.11 |
| 总市值(亿): | 79.71 |

基础数据：2022年9月30日

| | |
|-----------|-------|
| 基本每股收益: | 0.94 |
| 摊薄每股收益: | 0.94 |
| 每股净资产(元): | 13.56 |
| 净资产收益率: | 6.95 |

数据来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王志杰

执业登记编码：S0760522090001

邮箱：wangzhijie@sxzq.com

杨晶晶

执业登记编码：S0760519120001

邮箱：yangjingjing@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布公告称，于2023年3月30日正式公开发布 SDS1000X HD 系列高分辨率数字示波器产品。

事件点评

➢ SDS1000X HD 系列数字示波器产品具备 12-bit 高分辨率，最高带宽 200MHz，采样率最高 1GSa/s，具备 2/4 个模拟通道和 16 个数字通道，存储深度可达 100Mpts，可广泛应用于高精度电源、传感器、医疗器械、激光等领域。Sequence 模式下，该系列产品波形捕获率最高达 400,000 帧/秒，可以实现高速瞬态信号的快速捕获与高精度分析，在进行信号整体性能特性测试时，让波形细节特征也一览无余，帮助用户更快、更准地发现并定位问题所在。该系列产品全带宽下本底噪声仅 $70\mu\text{Vrms}$ ，具有 256 级辉度等级及色温显示，触发灵敏度高，触发动抖小，支持丰富的智能触发、串行总线触发和解码，支持历史 (History) 模式、分段采集 (Sequence)、模板测试、搜索、导航、波特图和电源分析等高级分析模式。该系列产品的发布是公司高端技术下沉的体现，进一步丰富了鼎阳科技高分辨率数字示波器类产品线，拓宽了鼎阳科技数字示波器类产品的应用场景和使用范围。

➢ 受益于新产品导入加速，产品进入放量阶段，以及国产替代的加速，公司营业收入稳步提升，预计 22Q4 营收同比增长 37%。根据业绩快报，我们测算公司 2022Q4 实现营业收入 1.30 亿元，同比增长 36.77%。2022 年，公司发布了 9 款新产品，除 11 月、12 月发布的 6 款新产品外，其余 3 款新产品 SDS2000X HD、SDS6000L、SNA5000A 均实现了当年发布当年即实现规模化销售。公司坚持自主研发技术创新，通过高强度的研发投入，持续进行产品和技术的迭代升级。通过多年技术储备对现有产品线进行纵向拓展，不断推出更高档次的产品，包括行业四大主力产品在内的全部产品全面持续高端化，依托全球化的品牌和渠道，实现营业收入快速提升。目前公司四大主力产品全线进入高端，高端产品占比逐年加速提升，报告期内已达到 17.51%，比上年的 11.18% 提升 6.33 个百分点。

➢ 射频类及高分辨率产品量价齐升、增长亮眼。其中，射频微波类产品空间大、毛利率高，有望打开新蓝海。2022 年 1-9 月，公司高分辨率数字示波器、射频微波类产品境内收入分别同比增长 239.53%、104.15%，其中，射频微波类产品平均毛利率水平相较于示波器高 13.91pct，具有更强的盈利能力，有望成为公司未来的新增长点。2022 年 1-9 月，公司四大类产品平均单价同比提升 22.67%，其中射频微波信号源类产品平均单价同比提升 38.32%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



根据公司 2022 年中报，矢量网络分析仪平均售价同比提升 43.23%。

➤ **国内市场进口替代加速，境内销售持续高速增长，境内工业市场增速尤为亮眼。**2019~2022 上半年，公司境内营收占比由 20.4%逐年提升至 30.8%。2022 全年，公司境内营业收入增长 72.71%，比公司全球营业收入增幅 30.90%高出 41.81 个百分点。2022 年 1-9 月，公司境内市场营业收入同比增长 79.93%，其中境内工业市场同比增长 131.78%，Q3 境内营收同比增长 124.55%，其中境内工业市场同比增长 215.82%。

投资建议

➤ 通用电子测试测量仪器行业天花板高，国产替代空间广阔，公司由于起步较晚，目前销售额占行业整体规模的比例较小，但随着公司产品结构逐步向更高档次发展，高端线射频类及高分辨率产品量价齐升、增速亮眼，依靠持续的品牌建设、全球化的销售渠道、稳定的产品品质以及明显的性价比优势，未来公司具有较大的发展潜力。我们预计公司 2022-2024 年分别实现营业收入 4.0、5.6、7.6 亿元，同比增长 30.9%、40.8%、34.8%；分别实现净利润 1.4、1.9、2.6 亿元，同比增长 73.5%、35.4%、35.8%；对应 EPS 分别为 1.3、1.8、2.4 元。以 4 月 4 日收盘价 74.73 元计算，对应公司 2022-2024 年 PE 分别为 56.4、41.5、30.6 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 受管制原材料无法获得许可的风险；高端产品推出或销售不及预期风险；国内市场开拓不力的风险；因中美贸易摩擦导致的税收成本加大甚至产品出口受限的风险；经销体系拓展和管理不力风险等。

财务数据与估值：

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 221 | 304 | 398 | 560 | 755 |
| YoY(%) | 16.5 | 37.6 | 30.9 | 40.8 | 34.8 |
| 净利润(百万元) | 54 | 81 | 141 | 192 | 261 |
| YoY(%) | 51.6 | 50.9 | 74.4 | 35.8 | 35.8 |
| 毛利率(%) | 57.1 | 56.5 | 58.6 | 59.1 | 60.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.50 | 0.76 | 1.33 | 1.80 | 2.44 |
| ROE(%) | 33.5 | 5.8 | 9.2 | 11.1 | 13.1 |
| P/E(倍) | 148.4 | 98.3 | 56.4 | 41.5 | 30.6 |
| P/B(倍) | 49.8 | 5.7 | 5.2 | 4.6 | 4.0 |
| 净利率(%) | 24.3 | 26.7 | 35.5 | 34.3 | 34.5 |

数据来源：最闻，山西证券研究所

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 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 205 | 1446 | 1497 | 1662 | 1863 |
| 现金 | 110 | 1282 | 1275 | 1344 | 1482 |
| 应收票据及应收账款 | 29 | 48 | 73 | 108 | 132 |
| 预付账款 | 5 | 3 | 5 | 7 | 10 |
| 存货 | 54 | 100 | 128 | 188 | 221 |
| 其他流动资产 | 7 | 12 | 16 | 15 | 20 |
| 非流动资产 | 9 | 24 | 105 | 166 | 215 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 6 | 10 | 85 | 140 | 186 |
| 无形资产 | 0 | 0 | 1 | 1 | 2 |
| 其他非流动资产 | 3 | 14 | 20 | 24 | 27 |
| 资产总计 | 214 | 1470 | 1602 | 1827 | 2078 |
| 流动负债 | 51 | 68 | 59 | 92 | 82 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 29 | 41 | 32 | 64 | 49 |
| 其他流动负债 | 23 | 27 | 28 | 29 | 33 |
| 非流动负债 | 3 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 3 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 负债合计 | 54 | 78 | 69 | 103 | 93 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 80 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 资本公积 | 12 | 1136 | 1136 | 1136 | 1136 |
| 留存收益 | 69 | 150 | 291 | 483 | 744 |
| 归属母公司股东权益 | 160 | 1391 | 1533 | 1725 | 1985 |
| 负债和股东权益 | 214 | 1470 | 1602 | 1827 | 2078 |

现金流量表(百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 55 | 37 | 78 | 116 | 174 |
| 净利润 | 54 | 81 | 141 | 192 | 261 |
| 折旧摊销 | 2 | 3 | 38 | 29 | 33 |
| 财务费用 | 2 | 2 | -38 | -42 | -46 |
| 投资损失 | -0 | 0 | -0 | -0 | -0 |
| 营运资金变动 | -4 | -57 | -63 | -63 | -73 |
| 其他经营现金流 | 2 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -2 | -7 | -119 | -89 | -83 |
| 筹资活动现金流 | 0 | 1147 | 34 | 42 | 46 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.50 | 0.76 | 1.33 | 1.80 | 2.44 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.52 | 0.34 | 0.73 | 1.09 | 1.63 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.50 | 13.04 | 14.37 | 16.17 | 18.61 |

利润表(百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 221 | 304 | 398 | 560 | 755 |
| 营业成本 | 95 | 132 | 165 | 229 | 300 |
| 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 4 | 6 |
| 营业费用 | 28 | 38 | 55 | 72 | 94 |
| 管理费用 | 9 | 8 | 16 | 17 | 21 |
| 研发费用 | 29 | 38 | 51 | 71 | 95 |
| 财务费用 | 2 | 2 | -38 | -42 | -46 |
| 资产减值损失 | -1 | -1 | -2 | -3 | -4 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 62 | 90 | 160 | 216 | 294 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 62 | 90 | 160 | 216 | 294 |
| 所得税 | 8 | 9 | 19 | 24 | 33 |
| 税后利润 | 54 | 81 | 141 | 192 | 261 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 54 | 81 | 141 | 192 | 261 |
| EBITDA | 60 | 54 | 160 | 205 | 285 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入(%) | 16.5 | 37.6 | 30.9 | 40.8 | 34.8 |
| 营业利润(%) | 60.0 | 46.2 | 77.2 | 34.8 | 36.2 |
| 归属于母公司净利润(%) | 51.6 | 50.9 | 74.4 | 35.8 | 35.8 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 57.1 | 56.5 | 58.6 | 59.1 | 60.3 |
| 净利率(%) | 24.3 | 26.7 | 35.5 | 34.3 | 34.5 |
| ROE(%) | 33.5 | 5.8 | 9.2 | 11.1 | 13.1 |
| ROIC(%) | 31.7 | 3.3 | 7.0 | 9.1 | 11.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 25.2 | 5.3 | 4.3 | 5.6 | 4.5 |
| 流动比率 | 4.0 | 21.2 | 25.3 | 18.0 | 22.6 |
| 速动比率 | 2.8 | 19.5 | 22.9 | 15.8 | 19.7 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.4 |
| 应收账款周转率 | 8.5 | 7.9 | 6.6 | 6.2 | 6.3 |
| 应付账款周转率 | 3.4 | 3.8 | 4.6 | 4.8 | 5.3 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 148.4 | 98.3 | 56.4 | 41.5 | 30.6 |
| P/B | 49.8 | 5.7 | 5.2 | 4.6 | 4.0 |
| EV/EBITDA | 130.2 | 122.9 | 42.0 | 32.4 | 22.8 |

数据来源：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 6 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林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

