

仪器仪表 III

鼎阳科技 (688112.SH)

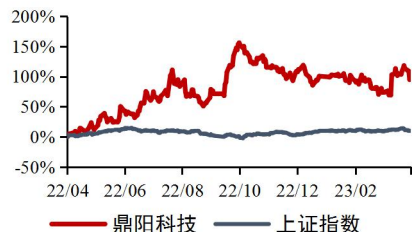
买入-A(维持)

受益于中高端产品量价齐升，22 年及 23Q1 盈利能力持续提升

2023 年 4 月 28 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 27 日

收盘价(元)：	89.96
年内最高/最低(元)：	120.90/44.04
流通 A 股/总股本(亿)：	0.30/1.07
流通 A 股市值(亿)：	26.62
总市值(亿)：	95.96

基础数据：2023 年 3 月 31 日

基本每股收益：	0.34
摊薄每股收益：	0.34
每股净资产(元)：	14.29
净资产收益率：	2.35

数据来源：最闻数据，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

- 公司披露 2022 年年度报告：报告期内，公司实现营业收入 3.98 亿元，同比增长 30.90%，实现归母净利润 1.41 亿元，同比增长 73.67%；扣非后归母净利润 1.29 亿元，同比增长 69.49%。业绩基本符合预期。
- 公司披露 2023 年第一季度报告：报告期内，公司实现营业收入 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%；扣非后归母净利润 3517.85 万元，同比增长 89.48%。业绩超出预期。

事件点评

- 尽管遭遇电子行业芯片荒、全球经济形势低迷、大宗商品涨价等诸多不利因素影响，但公司各档次产品销售额均持续增长，尤其是高端产品和境内市场保持了更高的增长势头，进口替代加速。2022 全年实现营业收入同比增长 30.90%，归母净利润同比增长 73.67%。分季度来看，2022Q2-Q4 营收、净利率同比高增长，收入规模大幅增加。具体来看，2022Q1/Q2/Q3/Q4 营业收入增速分别为 3.96%/37.16%/41.32%/36.77%；归母净利润增速分别为 6.59%/67.81%/120.83%/95.49%。2023Q1，公司四大主力产品各档次产品均保持较快增长，特别是高端产品继续保持高速增长的趋势，营业收入同比增长达 94.23%，远高于公司整体增长水平。
- 受益于中高端产品销售占比提高，公司毛利率、净利率进一步提高：22 年同比分别增加 0.6、8.7pct 至 57.5%、35.4%，23Q1 同比分别增加 3.6、5.6pct 至 59.2%、35.1%。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，公司的盈利能力得到进一步提升。分业务板块来看，2022 年公司四大主力产品毛利率同比增加 1.66pct 至 59.58%；其他产品毛利率同比减少 3.89pct 至 47.91%。2022 年，公司期间费用率同比减少 7.31pct 至 21.16%，其中销售费用率 14.42%，同比增加 1.90pct，主要系公司加大了营销渠道建设和品牌推广所致；管理费用率 18.45%，同比增加 3.07pct，主要系公司提高员工薪酬、增加专业机构服务费所致；财务费用率-11.71%，同比减少 12.28pct，主要系募集资金现金管理产生利息收入所致；研发费用率 14.49%，同比增加 1.89pct，主要系公司加大了研发投入，研发人员增加、薪酬增加，以及研发项目物料消耗增长所致。
- 产品高端化战略成效显著，中高端产品量价齐升，射频微波类产品、高分辨率数字示波器销售增长亮眼。2022 年高端产品销售占比同比上升 7pct 至 18%。2022 年，公司中端产品收入同比增长 32.19%，销售单价以及毛利率均较高的高端产品销售收入同比增长 103.24%；高端产品的快速增长拉动



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



四大主力产品平均单价同比提升 26.65%。分业务板块来看，2022 年度，（1）四大主力产品实现营业收入 3.18 亿元，同比增长 29.78%；（2）其他产品实现营业收入 6876.59 万元，同比增长 34.13%。从具体产品来看，（1）射频微波类产品矩阵完善，继续保持高速增长的势头，特别是在境内市场，2022 年该类产品境内营收同比增长 102.51%，2023Q1 该类产品营业收入同比增长 174.80%，远高于公司整体增长水平。（2）高分辨率数字示波器正成为潮流，公司高分辨率示波器继续保持高速增长的势头，特别是在境内市场，2022 年高分辨率示波器同比增长 193.80%，2023Q1 高分辨率示波器营业收入同比增长 162.71%，远高于公司整体增长水平。

➤ **持续加强研发创新能力，新产品导入加速，部分新产品当年发布当年实现批量销售，推动产品结构和技术实力进一步优化。**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 SDS2000XHD、SDS6000L、SNA5000A 均实现了当年发布当年即实现批量化销售。公司报告期公司于 2022 年 12 月发布带宽达到 8GHz 的自研数字示波器前端放大器专用芯片 SFA8001，具有 8GHz 的高带宽、1.9nV/√Hz 的低噪声密度，能够帮助数字示波器观察速度更快、幅度更小的信号。公司将加强目前在数字示波器和任意波形发生器产品上的技术优势，继续推出高端高性能的新产品；继续加大射频、微波测试测量仪器类型高端产品的推出力度；加强对通用电子测试测量仪器核心部件的研发。

➤ **国产替代需求强烈，境内市场收入大幅增长，远高于公司整体的营收增长率。**2022 年公司境内市场的主营业务收入实现 1.40 亿元，同比增长 73.49%，其中境内工业市场增长尤其明显，同比增幅达到 107.65%。2023Q1 境内市场营业收入同比增长 158.13%，其中境内教育市场增长 468.56%。在未来三至五年内，公司将继续在欧美主要市场的推广力度，提高品牌的影响力，持续巩固和强化产品在欧美市场的优势。另一方面，公司计划加强在国内市场，特别是国内工业市场的推广，重点在长三角、珠三角、京津冀等现代电子信息产业密集化地区加大推广力度，同时加大国内的网络营销力度。加强日本、韩国市场的推广，以及印度、俄罗斯、东南亚等新兴市场的推广，提升在这些地方的市场占有率。

➤ **盈利预测、估值分析和投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1 亿元、2.7 亿元、3.5 亿元，同比分别增长 46.3%、32.3%、29.2%，EPS 分别为 1.9 元、2.6 元、3.3 元，按照 4 月 27 日收盘价 89.96 元，PE 分别为 46.6、35.2、27.2 倍，维持“买入-A”的投资评级。

➤ **风险提示：**高端产品推出或销售不及预期风险；汇率波动风险；经销体系拓展和管理不力风险；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。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	304	398	565	764	1,004
YoY(%)	37.6	30.9	42.0	35.3	31.4
净利润(百万元)	81	141	206	273	352
YoY(%)	50.9	73.7	46.3	32.3	29.2
毛利率(%)	56.5	57.5	58.4	59.5	60.4
EPS(摊薄/元)	0.76	1.32	1.93	2.55	3.30
ROE(%)	5.8	9.5	12.2	13.9	15.2
P/E(倍)	118.4	68.2	46.6	35.2	27.2
P/B(倍)	6.9	6.5	5.7	4.9	4.1
净利率(%)	26.7	35.4	36.5	35.7	35.1

数据来源：最闻数据，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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1446	1543	1660	1857	2133
现金	1282	1279	1382	1503	1722
应收票据及应收账款	48	86	86	108	128
预付账款	3	7	5	12	10
存货	100	156	170	216	252
其他流动资产	12	16	18	18	20
非流动资产	24	56	153	245	332
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	10	18	75	134	195
无形资产	0	0	0	0	1
其他非流动资产	14	38	78	110	136
资产总计	1470	1600	1813	2102	2465
流动负债	68	93	101	117	127
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	41	46	57	72	78
其他流动负债	27	47	44	45	49
非流动负债	10	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	19	19	19	19
负债合计	78	112	120	136	146
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	107	107	107	107	107
资本公积	1136	1139	1139	1139	1139
留存收益	150	241	447	719	1071
归属母公司股东权益	1391	1487	1693	1966	2318
负债和股东权益	1470	1600	1813	2102	2465

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	37	29	139	144	231
净利润	81	141	206	273	352
折旧摊销	3	4	4	9	14
财务费用	2	-47	-71	-77	-89
投资损失	0	-1	-0	-0	-0
营运资金变动	-57	-117	1	-60	-46
其他经营现金流	8	48	0	0	0
投资活动现金流	-7	-16	-100	-100	-100
筹资活动现金流	1147	-56	65	77	89
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	1.32	1.93	2.55	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.27	1.31	1.35	2.17
每股净资产(最新摊薄)	13.04	13.95	15.88	18.43	21.73

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	304	398	565	764	1004
营业成本	132	169	235	309	398
营业税金及附加	2	2	3	5	6
营业费用	38	57	81	102	131
管理费用	8	16	21	25	30
研发费用	38	58	82	113	151
财务费用	2	-47	-71	-77	-89
资产减值损失	-1	-5	-5	-7	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	1	0	0	0
营业利润	90	157	228	300	388
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	4	1	1	2
利润总额	90	153	227	298	387
所得税	9	12	21	26	35
税后利润	81	141	206	273	352
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	81	141	206	273	352
EBITDA	54	119	191	264	353

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	37.6	30.9	42.0	35.3	31.4
营业利润(%)	46.2	74.1	45.1	31.4	29.6
归属于母公司净利润(%)	50.9	73.7	46.3	32.3	29.2
获利能力					
毛利率(%)	56.5	57.5	58.4	59.5	60.4
净利率(%)	26.7	35.4	36.5	35.7	35.1
ROE(%)	5.8	9.5	12.2	13.9	15.2
ROIC(%)	3.3	7.0	9.9	11.8	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	5.3	7.0	6.6	6.5	5.9
流动比率	21.2	16.6	16.5	15.9	16.8
速动比率	19.5	14.7	14.6	13.8	14.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	7.9	6.0	6.6	7.9	8.5
应付账款周转率	3.8	3.9	4.6	4.8	5.3
估值比率					
P/E	118.4	68.2	46.6	35.2	27.2
P/B	6.9	6.5	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	152.8	70.0	43.1	30.7	22.4

数据来源：最闻数据、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，本报告的任一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

