

## 仪器仪表 III

## 鼎阳科技 (688112.SH)

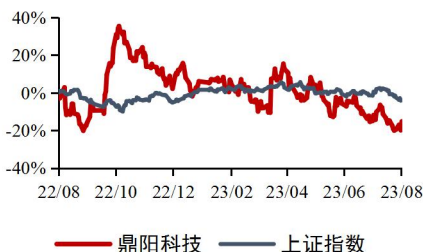
## 买入-A(维持)

23H1 毛利率达到 61%创新高, 高端产品&amp;境内市场拉动高增长

2023 年 8 月 24 日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据: 2023 年 8 月 24 日

收盘价(元):	46.99
年内最高/最低(元):	120.90/43.52
流通 A 股/总股本(亿):	0.44/1.59
流通 A 股市值(亿):	20.84
总市值(亿):	74.81

## 基础数据: 2023 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.52
摊薄每股收益:	0.52
每股净资产(元):	9.34
净资产收益率:	5.62

资料来源: 最闻

## 分析师:

杨晶晶

执业登记编码: S0760519120001

邮箱: yangjingjing@sxzq.com

## 事件描述

➢ 公司披露 2023 年半年度报告: 报告期内, 公司实现营业收入 2.35 亿元, 同比增长 43.27%; 实现归母净利润 8340.7 万元, 同比增长 47.54%; 扣非后归母净利润 8647.33 万元, 同比增长 66.05%。业绩基本符合预期。

## 事件点评

➢ 报告期内, 公司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, 营业收入以及净利润持续增长, 2023Q2 业绩在 Q1 高基数上环比保持快速增长。分季度来看, 2023Q2 公司实现营收 1.33 亿元, 同比增长 38.17%、环比增长 29.85%, 实现归母净利润 4753.52 万元, 同比增长 30.29%、环比增长 32.51%; 实现扣除非经常性损益后归属于公司普通股股东的净利润 8,647.33 万元, 同比增长 66.05%。

➢ 2023 上半年, 公司毛利率达到 60.96%创下新高, 同比增长 4.68pct, 主要受益于产品高端化进程明显, 新产品导入速度不断加快; 净利率提升至 35.51%, 同比增长 1.03 pct, 公司在研发及营销方面持续高强度投入, 为可持续成长打下了坚实基础。分季度来看, 2023Q2 毛利率达到 62.34%, 同比增长 5.54pct, 环比增长 3.17pct。2023H1, 公司期间费用率为 22.82%, 同比增长 2.94%。其中, 销售费用率 15.10%, 同比下降 0.31pct; 管理费用率 18.30%, 同比增长 1.44pct, 主要系受诉讼事件导致相关费用增长所致; 财务费用率 -10.57%, 同比增长 1.81pct, 主要系本年度欧元、美元汇率上涨影响, 产生较多的汇兑收益所致; 研发费用率 14.33%, 同比增长 1.66pct, 主要系加大了研发人员、设备的投入所致。

➢ 产品高端化战略成效显著, 高端产品销售占比上升至 22.29%。四大主力产品价量齐升, 平均售价同比上涨 41.97%, 射频微波类产品、高分辨率数字示波器境内营收同比翻倍增长。报告期内, 公司高端产品平均毛利率为 75.15%, 高端产品收入同比提升 101.33%, 收入占比提升至 22.29%; 销售单价以及毛利率均较高的高端产品带来公司收入以及利润的加速增长, 销售单价 5W 以上、3W 以上产品同比分别增加 221.35%、133.82%。分产品来看, 报告期内, 高端高分辨率数字示波器、射频微波产品境内营收同比分别增长 110.49%、126.45%, 远高于公司整体增长水平。其中, 射频微波类产品平均单价为示波器产品平均单价 4 倍, 平均毛利率水平相较于示波器高 10pct。随着公司产品高端化的进程不断加快, 适合直销产品越来越丰富, 公司持续优化直销队伍, 加强各行业典型大客户的销售推进工作。2023H1 直销收入同比增长 98.08%, 毛利率为 65.16%。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



➤ **国产替代进程加快，境内市场营收同比增长 93.30%，远高于公司整体增速。**受益于电子测试测量仪器市场的持续稳定增长、公司在研发、品质管理、营销等方面的竞争优势以及国产替代政策驱动，境内市场的营收大幅增长，同比增长 93.30%，其中境内教育市场增速尤为明显，同比增长 188.71%，远高于公司整体营业收入增长水平。

#### 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 45.4%、31.5%、28.9%，EPS 分别为 1.3 元、1.7 元、2.2 元，按照 8 月 24 日收盘价 46.99 元，PE 分别为 36.5、27.8、21.5 倍，维持“买入-A”的投资评级。

#### 风险提示

➤ 下游行业需求放缓的风险；高端产品推出或销售不及预期风险；核心技术人才流失风险；汇率波动风险；知识产权纠纷风险；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	205	269	347
YoY(%)	50.9	73.7	45.4	31.5	28.9
毛利率(%)	56.5	57.5	58.4	59.5	60.4
EPS(摊薄/元)	0.51	0.88	1.29	1.69	2.18
ROE(%)	5.8	9.5	12.8	14.8	16.5
P/E(倍)	92.3	53.1	36.5	27.8	21.5
P/B(倍)	5.4	5.0	4.7	4.1	3.6
净利率(%)	26.7	35.4	36.2	35.2	34.6

资料来源：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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1446	1543	1569	1710	1915
现金	1282	1279	1291	1355	1504
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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	1470	1600	1722	1955	2247
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	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
<b>负债合计</b>	78	112	120	136	146
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	107	107	159	159	159
资本公积	1136	1139	1086	1086	1086
留存收益	150	241	381	544	720
归属母公司股东权益	1391	1487	1602	1819	2100
<b>负债和股东权益</b>	1470	1600	1722	1955	2247

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	37	29	139	144	232
净利润	81	141	205	269	347
折旧摊销	3	4	4	9	14
财务费用	2	-47	-70	-73	-83
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
<b>投资活动现金流</b>	-7	-16	-100	-100	-100
<b>筹资活动现金流</b>	1147	-56	-27	21	17
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.88	1.29	1.69	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.18	0.88	0.91	1.46
每股净资产(最新摊薄)	8.74	9.34	10.06	11.42	13.19

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	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	-70	-73	-83
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
<b>营业利润</b>	90	157	227	296	383
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	4	1	1	2
<b>利润总额</b>	90	153	226	295	381
所得税	9	12	21	26	34
<b>税后利润</b>	81	141	205	269	347
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	81	141	205	269	347
EBITDA	54	119	191	264	353

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	37.6	30.9	42.0	35.3	31.4
营业利润(%)	46.2	74.1	44.2	30.6	29.3
归属于母公司净利润(%)	50.9	73.7	45.4	31.5	28.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	56.5	57.5	58.4	59.5	60.4
净利率(%)	26.7	35.4	36.2	35.2	34.6
ROE(%)	5.8	9.5	12.8	14.8	16.5
ROIC(%)	3.3	7.0	10.5	12.7	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	5.3	7.0	7.0	7.0	6.5
流动比率	21.2	16.6	15.6	14.7	15.1
速动比率	19.5	14.7	13.7	12.6	12.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.4	0.5
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
<b>估值比率</b>					
P/E	92.3	53.1	36.5	27.8	21.5
P/B	5.4	5.0	4.7	4.1	3.6
EV/EBITDA	113.9	52.3	32.5	23.3	17.0

资料来源：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 3 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

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

