

鼎阳科技 (688112.SH) / 机械设备

证券研究报告/公司深度报告

2022年3月31日

评级: 买入 (首次)

市场价格: 55.03

分析师: 张帆

执业证书编号: S0740521070001

Email: zhangfan01@zts.com.cn

分析师: 冯胜

执业证书编号: S0740519050004

Email: fengsheng@r.qlzq.com.cn

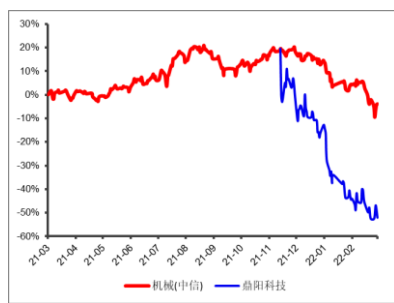
公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	304	396	544	700
增长率 yoy%	38%	30%	37%	29%
净利润 (百万元)	81	129	181	244
增长率 yoy%	51%	60%	40%	35%
每股收益 (元)	0.76	1.21	1.70	2.29
每股现金流量	0.34	0.75	1.53	2.32
净资产收益率	6%	9%	11%	13%
P/E	72	45	32	24
P/B	4	4	4	3

备注: 股价取自 2022 年 3 月 31 日收盘价 55.03 元; 每股指标按照最新股本数全面摊薄

基本状况

总股本(百万股)	107
流通股本(百万股)	23
市价(元)	55.03
市值(百万元)	5,870
流通市值(百万元)	1,280

股价与行业-市场走势对比

相关报告
报告摘要

- **鼎阳科技是通用电子测试测量仪器的国内领军企业。**公司为专注于通用电子测试测量仪器并提供相关解决方案的高新技术企业,是极少数能够同时研发、生产、销售数字示波器、信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大通用电子测试测量仪器主力产品的厂家之一,也是这四大主力产品领域唯一一个国家级重点“小巨人”企业。
- **全球电子测量仪器市场稳步增长。**根据 Frost&Sullivan 预计,全球电子测量仪器的市场规模 2025 年将达 172.38 亿美元。示波器是应用最广泛的测量仪器产品,而其中数字示波器在市场规模、应用范围上均占主导地位;射频微波测试仪器的应用场景与通信行业紧密联系;波形发生器广泛应用于通信、雷达、测控、电子以及现代化仪器仪表等领域。根据 Frost&Sullivan,预计示波器、射频类仪器、波形发生器 2025 年全球市场规模分别为 113.01 亿、181.39 亿、25.32 亿元,2015-2025 年全球市场 CAGR 分别为 4.76%、4.36%、3.54%。
- **中国市场增长快于海外。**中国电子测量仪器市场占全球市场的比重约三分之一,且有望继续维持稳步增长。根据 Frost&Sullivan,预计中国电子测量仪器的市场规模有望由 2015 年的 26.29 亿美元增长至 2025 年的 64.81 亿美元,CAGR 为 9.44%;示波器、射频微波测试仪器和波形发生器同期的 CAGR 分别为 7.76%、6.07%、4.14%,均快于海外市场。
- **政策鼓励、产品升级和强化销售渠道驱动公司业绩增长:**1) 电子测量仪器行业是国家基础性、战略性产业,政策鼓励电子测试测量仪器(尤其高端产品)的国产替代、自主可控。2) 公司基于持续的研发投入,不断丰富产品组合、推出中高端产品。2017-2021 年,中、高端产品的营收占比分别由 46%、2% 提升至 57%、11%,技术含量较高、符合未来发展趋势、产品附加值较高的高端产品逐步推出、放量。3) 公司已建立了稳定的全球营销体系,产品销往全球 80 多个国家和地区,在全球范围内积累了数量众多的终端客户;近年来直销业务占比不断提升,有助于提升业务毛利率。4) 募投项目扩充产能,提升研发能力,有望提升竞争实力。
- **盈利预测、估值及投资评级:**我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 3.96/5.44/7.00 亿元,归母净利润分别为 1.29/1.81/2.44 亿元,三年归母净利润 CAGR 为 44.47%,以当前总股本 1.07 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.21/1.70/2.29 元。公司当前股价对 2022-2024 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 45/32/24 倍,参考可比公司估值,并考虑行业持续景气带动业绩高增长,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 高端产品及相应技术开发或销售不及预期风险; 国外市场波动和国内市场开拓不力的风险; 高端产品所需核心零部件供应链的风险; 研报使用的信息数据更新不及时的风险。

投资主题

报告亮点

我们提供了公司主要产品的市场规模，基于公司及行业资料，尝试进行量价拆分，给出了扎实的业绩预测基础。

投资逻辑

公司在通用电子测试测量仪器领域是国内的行业领军企业。在行业层面，受益于下游需求增长及当前政策鼓励国产品牌发展，在企业运营层面，公司的产品不断丰富和高端化，国内市场开拓取得成效，有望迎来收入和利润率的提升。我们看好在国产替代、产品升级的情况下，公司的业绩持续增长。

关键假设、估值与盈利预测

1、数字示波器、波形与信号发生器、频谱和矢量网络分析仪业务：公司四大主力产品，均受益于国产替代加速，渗透率有望加速提升。

1) 产品平均价格：由于公司致力于提升中高端产品占比，过去数年主要产品的售价整体维持上涨趋势，我们假设主要产品的均价在 2022-2024 年期间仍将继续上升。

2) 产品销量：受益于下游行业发展、国产替代、产品竞争力提升，预计销量有望维持在 10%-15% 的增长区间内。

3) 产品毛利率：受产品结构改善提振，预计 22-24 年毛利率逐年提升，且随着中高端产品加速推出，23-24 年毛利率提升空间更大。

2、电源及其他业务：

假设该部分营收维持稳定 10% 增长，毛利率也较为稳定。

3、主要期间费用：

随着企业销售收入增大，主要期间费用率均逐年小幅下降。

基于以上核心假设，我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 3.96/5.44/7.00 亿元，归母净利润分别为 1.29/1.81/2.44 亿元，三年归母净利润 CAGR 为 44.47%，以当前总股本 1.07 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.21/1.70/2.29 元。

公司当前股价对 2022-2024 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 47/34/25 倍。由于公司目前没有完全可比公司的其他 A 股上市公司，且部分近似可比公司目前尚未有 2024 年预测业绩。我们选择模拟及混合信号类集成电路的测试设备制造商华峰测控、气体分析仪器企业四方光电作为参考。目前鼎阳科技对应 2022/2023 年预测 EPS 的 PE 水平略高于可比公司平均值，但其净利润复合增速也高于平均值。并且，我们考虑到公司在细分行业的龙头地位稳固，未来数年有望持续受益于行业发展和政策鼓励，首次覆盖给予“买入”评级。

内容目录

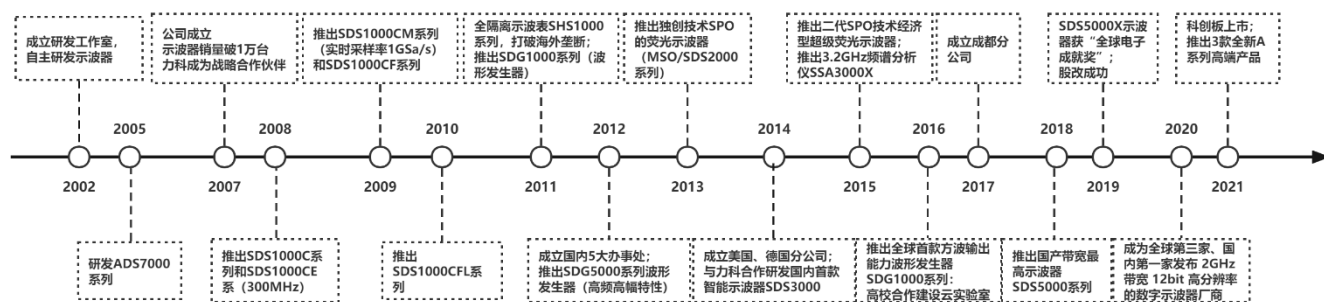
公司简介	- 4 -
企业沿革	- 4 -
股权结构	- 4 -
主要产品	- 5 -
经营和财务基本状况	- 7 -
电子测量行业市场广阔，国产替代加速	- 9 -
电子测量仪器是现代制造必需的基础设备	- 9 -
预计 2025 年全球电子测量仪器千亿空间	- 10 -
国内市场加速增长	- 11 -
主要品类分析：市场需求稳中向好，国内增长强劲	- 13 -
研发驱动企业成长，销售积淀优质客户	- 15 -
重视研发，中高端新品带动营收和利润增长	- 15 -
中高端产品快速增长，优化产品结构	- 16 -
全球化营销体系，自主品牌效应深化	- 17 -
定增扩产强研，业绩增长新引擎	- 19 -
盈利预测与估值评级	- 19 -
核心假设：	- 19 -
主要财务数据预测：	- 20 -
估值与投资评级：	- 20 -
风险因素	- 20 -

公司简介

企业沿革

- 鼎阳科技是专注于通用电子测试测量仪器及其相关解决方案的高新技术企业。公司起源于2002年的研发工作室；2007年公司成立并成为全球高端示波器厂商力科的战略合作伙伴；2012年成立在北京、上海、西安、武汉、南京5大办事处；2014年在美国克利夫兰和德国奥格斯堡成立了子公司；2017年成立成都分公司；2019年股改，2021年推出3款高端产品并于科创板上市，是国内通用电子测试测量仪器行业第一家A股上市公司。公司是全球极少数能够同时研发、生产、销售数字示波器、信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大通用电子测试测量仪器主力产品的厂家之一，也是这四大主力产品领域唯一一个国家级重点“小巨人”企业。

图表1：公司发展历程

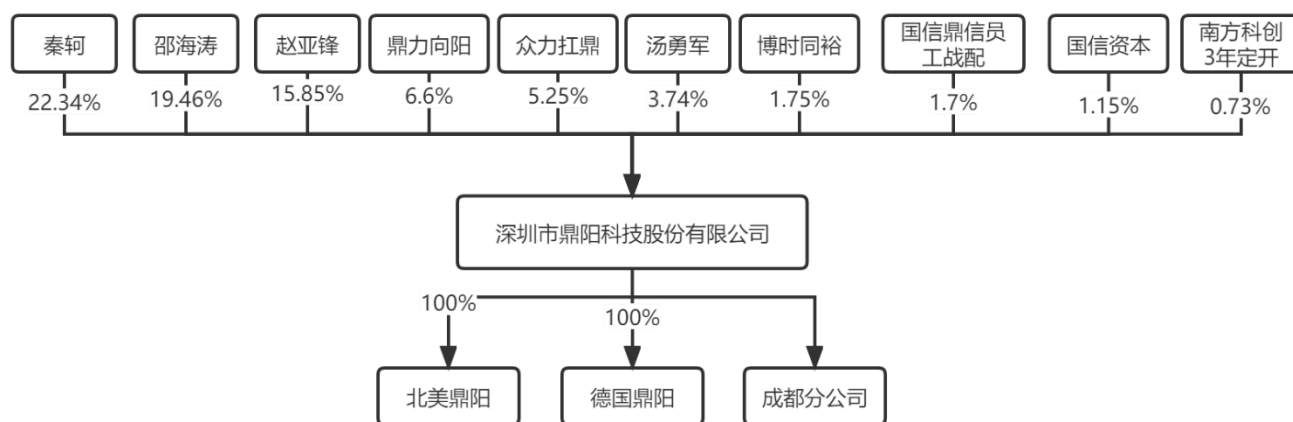


来源：公司官网，招股说明书，中泰证券研究所整理

股权结构

- 公司控股股东和实际控制人秦轲、邵海涛、赵亚锋，均有通信电子相关背景，三人合计持有股权 57.65%；三大员工持股平台鼎力向阳、众力扛鼎、博时同裕合计持有股权 13.6%。

图表2：股权结构（截至2021年年报）



来源：天眼查，公司公告，中泰证券研究所

主要产品

- 公司主要产品有数字示波器、任意波形发生器、信号发生器、射频微波信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪等。由于国外行业龙头在通用电子测试测量领域有数十年的积累(如德科技已经成立超过80年),在产品布局及技术积累上领先优势明显。因此,按照欧美企业的通用标准,包括公司在内的国内企业的产品结构主要集中于中低端。
- 但近年来,公司产品结构不断优化:2021年4月推出高端产品射频微波信号发生器(20GHz)和频谱分析仪(26.5GHz);2022年3月推出数字示波器(2GHz带宽8通道)和矢量网络分析仪(26.5GHz)。在数字示波器领域,公司目前正在研发4GHz带宽数字示波器,后续将研发8GHz、16GHz带宽的数字示波器,未来将向30~60GHz更高带宽数字示波器产品发展;在微波信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪领域,目前公司正在研发40GHz输出频率的高端射频微波信号发生器,后续将研发频率范围达到40GHz的下一代高性能频谱分析仪和矢量网络分析仪,未来将往67GHz频率系列产品突破。

图表3: 公司主要产品及指标

主要产品	核心指标	公司产品档次分布情况	高端产品研发计划	应用场景
数字示波器	带宽	主要包括2GHz、500MHz、350MHz、300MHz、200MHz、100MHz及50MHz等	4GHz、8GHz、16GHz、30~60GHz	主要应用于研发,部分应用在生产检测、现场维护、教育教学,具体包括测量低频电路、电磁兼容,电源电网、测量高频电路、电源分析和信号完整性等。
任意波形发生器	最高输出频率	主要包括1GHz、500MHz、350MHz、200MHz、60MHz及30MHz等	4GHz	主要应用于研发,部分应用在生产检测、现场维护、教育教学,具体包括测试低频电路、电磁兼容,电源电网、产生基带信号和调制信号、脉冲信号。
射频微波信号发生器	最高输出频率	主要包括20GHz、6GHz、4GHz、3.2GHz及2.1GHz等	40GHz、67GHz	主要应用于研发,部分应用在生产检测、现场维护、教育教学,具体包括生成矢量调制信号、电磁兼容、微波信号产生、时钟测试和安规认证。
频谱和矢量网络分析仪	测量频率范围	主要包括26.5GHz、8.5GHz、7.5GHz、5GHz、3.2GHz及2.1GHz等	40GHz、67GHz	主要应用于研发,部分应用在生产检测、现场维护、教育教学,具体包括通信测试、电磁兼容测试、天线测试、电缆测试、信号分析、安规认证、天线和微波模块测试等。

来源: 招股说明书, 公司公告, 中泰证券研究所

图表4: 公司产品详细数据

产品系列	产品图示	主要产品及主要性能指标	主要功能和应用场景
数字示波器		<p>主要产品:</p> <p>SDS6000Pro、 SDS5000X、SDS3000X、SDS2000XPlus、 SDS1000X-E、SDS1000CML+、SHS1000、 SHS800</p> <p>包括台式和手持示波器两种形态。</p> <p>主要性能指标范围:</p> <p>1) 带宽: .50MHz~2GHz 2) 采样率: 500Msa/s~5Gsa/s 3) ADC 分辨率: 8bit、12bit 4) 垂直档位: 500uV/div~10V/div 5) 直流增益精度: 0.5%~3% 6) 存储深度: 40kpts~250Mpts 7) 波形刷新率: 10wfms~1,000,000wfms</p>	<p>数字示波器是电子信息工业的基础设施, 是应用最广泛的基础电子测试测量仪器, 被誉为电子工程师的眼睛, 用于采集电路中的电信号并存储和显示, 并对信号进行测量、分析和处理。</p> <p>公司研发的高带宽低噪声示波器技术, 高波形刷新率示波器技术, 以及数字示波器软件平台技术, 使数字示波器产品具有高带宽、低噪声、高刷新、深存储等特点, 并具备丰富多样的测试测量功能。</p> <p>公司数字示波器主要应用于研发, 部分应用在生产检测、现场维护、教育教学, 具体包括测量低频电路、电磁兼容, 电源电网、测量高频电路、电源分析和信号完整性等。</p>
波形和信号发生器		<p>任意波形发生器主要产品:</p> <p>SDG6000X、SDG2000X、SDG1000x、SDG800</p> <p>主要性能指标范围:</p> <p>1) 最高输出频率: 10MHz~500MHz 2) 采样率: 125Msa/s~2.4Gsa/s 3 垂直分辨率: 14bit、16bit 4 输出抖动: <500ps、<300ps、<100ps 5 任意波形长度: 16kpts~20Mpts</p> <p>射频微波信号发生器主要产品:</p> <p>ssG5000X、sSG3000X</p> <p>主要性能指标范围:</p> <p>1) 频率范围: 9kHz~6GHz 2) 输出功率范围:- 140dBm~+26dBm 3) 相位噪声:- 110dBc/Hz~-120dBc/Hz 4) 频率分辨率: 0.01Hz~0.001Hz 5) 射频输出带宽: 150MHz</p>	<p>波形和信号发生器包括任意波形发生器和射频微波信号发生器, 用于提供各种仿真和激励测试信号。</p> <p>公司研发的高采样率 DDS 信号发生器技术、基于任意内插的逐点输出技术、以及宽带矢量信号发生器技术、宽带频率响应估计和补偿技术, 使波形发生器和信号发生器产品拥有高质量的信号精度和相位噪声, 具备连续波、脉冲波、模拟调制和矢量调制信号的发射功能, 亦可播放特定协议的标准信号。</p> <p>公司任意波形发生器主要应用于研发, 部分应用在生产检测、现场维护、教育教学, 具体包括测试低频电路、电磁兼容, 电源电网、产生基带信号和调制信号、脉冲信号。</p> <p>公司射频微波信号发生器主要应用于研发, 部分应用在生产检测、现场维护、教育教学, 具体包括生成矢量调制信号、电磁兼容、微波信号产生、时钟测试和安规认证。</p>

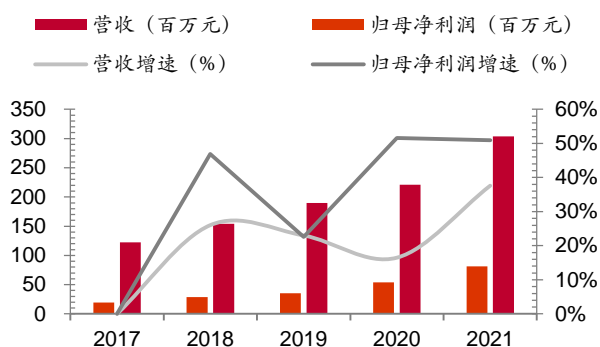
<p>频谱和 矢量网 络分析 仪</p>		<p>频谱分析仪主要产品: SSA3000Xplus、 SSA3000X、SSA3000X-R</p> <p>主要性能指标范围:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 频率范围: 9kHz~7.5GHz 2) 显示平均噪声电平: -161dBm/Hz~-165dBm/Hz 3) 分辨率带宽: 1Hz~3MHz 4) 分析带宽:25MHz~40MHz 5)RTSA100%POI 最小信号宽度:7.2us 6) 模拟和数字信号调制分析功能 <p>矢量网络分析仪主要产品: SVA1000X</p> <p>主要性能指标范围:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1)频率范围:100kHz~7.5GHz 2) 方向性:40dB 3) 动态范围:90dB 4) 集成 SSA3000Xplus 频谱分析仪 	<p>频谱分析仪是测量电子电气信号频谱（能量—频率关系）的仪器，配合合适的传感器，还可以测量声波、振动波等物理信号的频谱。公司研发的实时频谱分析技术、宽带矢量信号分析技术、集成频谱分析仪的矢量网络分析技术和频谱信号分析软件平台技术等，使频谱分析仪产品具有宽频谱、低噪声、高分辨率等特点，同时具有实时频谱分析、模拟和数字信号调制分析等诸多功能。</p> <p>矢量网络分析仪是测量器件网络特性的仪器，它结合了频谱分析仪技术、信号发生器技术以及矢量网络分析技术等各项技术，被誉为“仪器之王”，是射频微波领域必备的测试测量仪器，并且是诸多行业专用仪器的基础形态。公司矢量网络分析仪产品可实现多端口矢量 S 参数测量，实施各档次的系统误差校准，且可具备频谱分析仪的通用特性，是高度集成的射频微波仪器。公司频谱和矢量网络分析仪主要应用于研发，部分应用在生产检测、现场维护、教育教学，具体包括通信测试、电磁兼容测试、天线测试、电缆测试、信号分析、安规认证、天线和微波模块测试等。</p>
----------------------------------	---	--	---

来源：招股说明书，中泰证券研究所

经营和财务基本状况

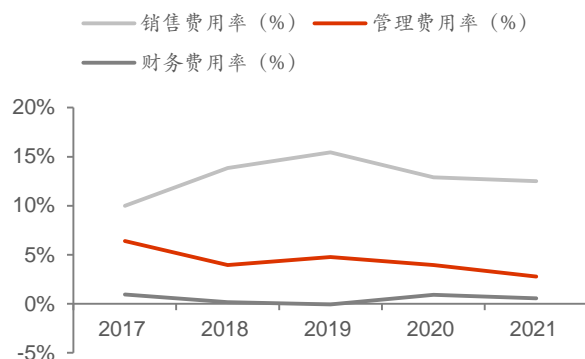
- **公司业绩持续增长:** 2017-2021 年，公司营收和归母净利润 CAGR 分别为 25.25%、42.46%，2021 年公司营收为 3.04 亿，同比增长 37.60%，归母净利润 0.81 亿，同比增长 50.92%，增长主要受益于公司在研发、营销等方面加大了投入，产品持续高端化，品牌、渠道持续优化，国产品牌替代进口加速。
- **管理优化，费用率稳中有降。**公司销售费用率较高，在 10%以上，主要是由于公司海外业务较多，所以在海外设立 2 家子公司进行品牌推广，但相对稳定。2017-2021 年公司管理费用率从 6.39%下降至 2.77%，管理优化效果明显。

图表5: 公司营收和归母净利润及增速(右轴)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

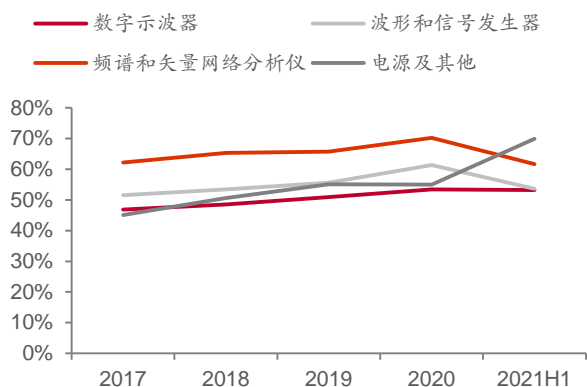
图表6: 公司期间三费率



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

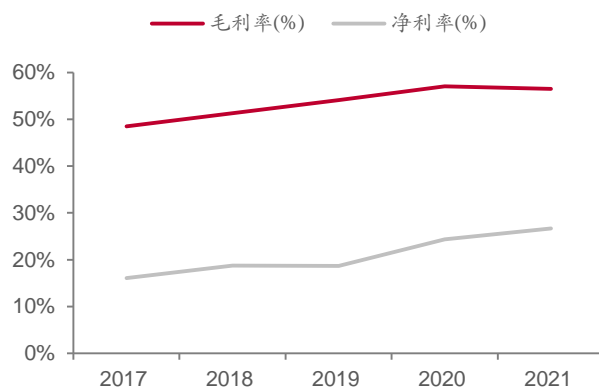
- 主要产品维持高毛利率。**公司产品的毛利率水平和产品的技术水平、档次有关,整体随着产品结构优化呈现逐步上升的趋势。2021H1 公司数字示波器、波形和信号发生器、频谱和矢量网络分析仪、电源及其他类产品的毛利率分别为 53.2%、53.7%、61.7%、69.9%。2021 年年报不再对以上产品做具体拆分,2021 年度的主营业务毛利率 56.86%,较上年同期减少 0.32 个百分点,略低于上年同期,主要是产品高端化带来的毛利率提升效果不足以抵消原材料价格上涨的影响所致。
- 盈利能力持续增强:**公司毛利率、净利率总体呈稳步上升的趋势,2021 年毛利率、净利率分别为 56.48%、26.68%。

图表7: 公司分产品毛利率 (%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

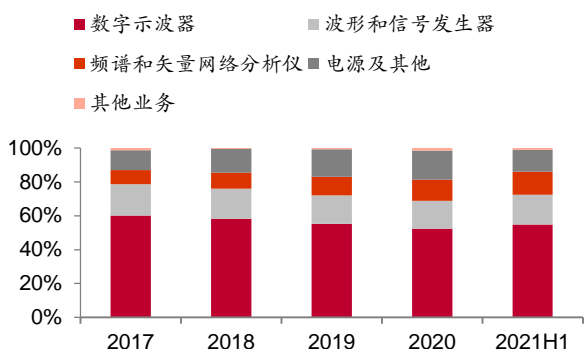
图表8: 公司盈利能力



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

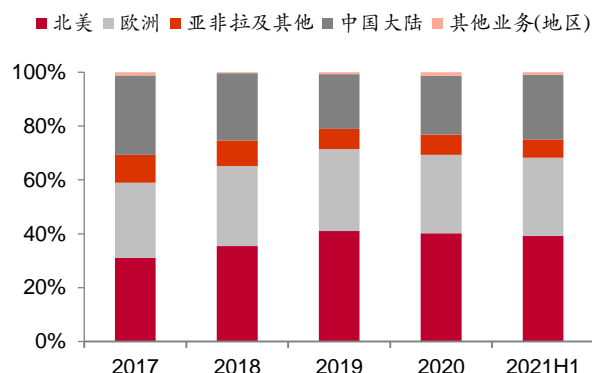
- 示波器产品为第一大类产品。**该类产品历年营收占比超过 50%,2021H1 示波器营收占比为 54.92%。示波器业务和波形和信号发生器业务稳步增长,频谱和矢量网络分析仪业务和电源业务快速增长,2017-2020 年四大业务营收 CAGR 分别为 16.36%、16.54%、40.35%、38.44%。
- 目前公司营收以海外为主。**公司收入主要来自海外区域,2017-2020 年海外收入占比分别为均在 70%以上。北美、欧洲、中国大陆、亚非拉 4 大区域营收 CAGR 为 32.75%、23.55%、10.36%、8.92%。2021 年报显示外销占比为 69.8%,但不做海外具体区域拆分。

图表9: 公司历年产品营收占比



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

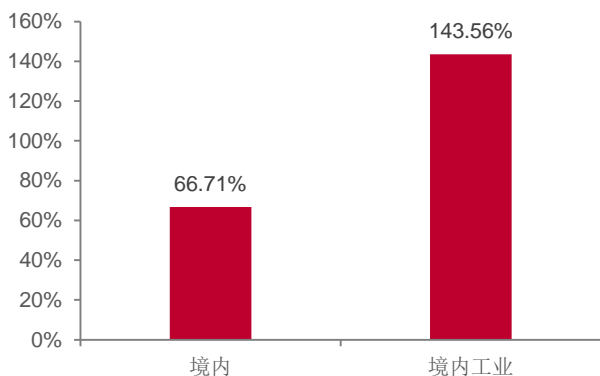
图表10: 公司历年地区销售占比



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

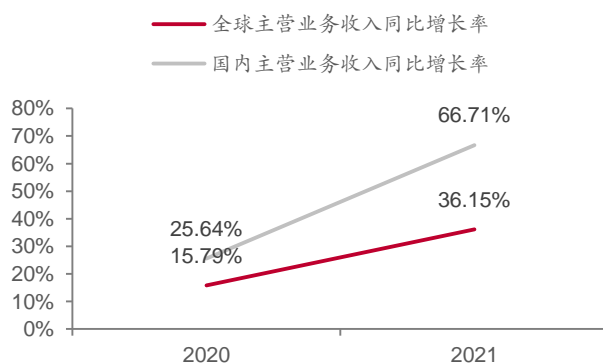
- 国内市场持续发力, 增速远高于公司整体增长率。**随着国内的政策支持下国产化的加速, 国内科技公司积极布局国内本土供应商, 国内市场加速扩张。受益于电子测试测量仪器市场的持续稳定增长、公司在研发、品质管理、营销等方面的竞争优势以及国产品牌替代进口加速, 2021年境内市场的主营业务收入大幅增长, 同比增长 66.71%, 同期公司整体营收增长率为 36.15%。
- 国内工业市场是发力重点。**公司不断加强在国内市场, 特别是国内工业市场的推广, 重点在长三角、珠三角、京津冀等现代电子信息产业密集化地区加大推广力度, 不断优化国内经销商体系, 增加产品推广力度, 2021年公司境内市场主营业务收入同比增长 66.71%, 其中工业市场同比增长 143.56%。

图表11: 2021年境内市场营收增速 (%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表12: 2020-2021年全球和国内营收增速 (%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

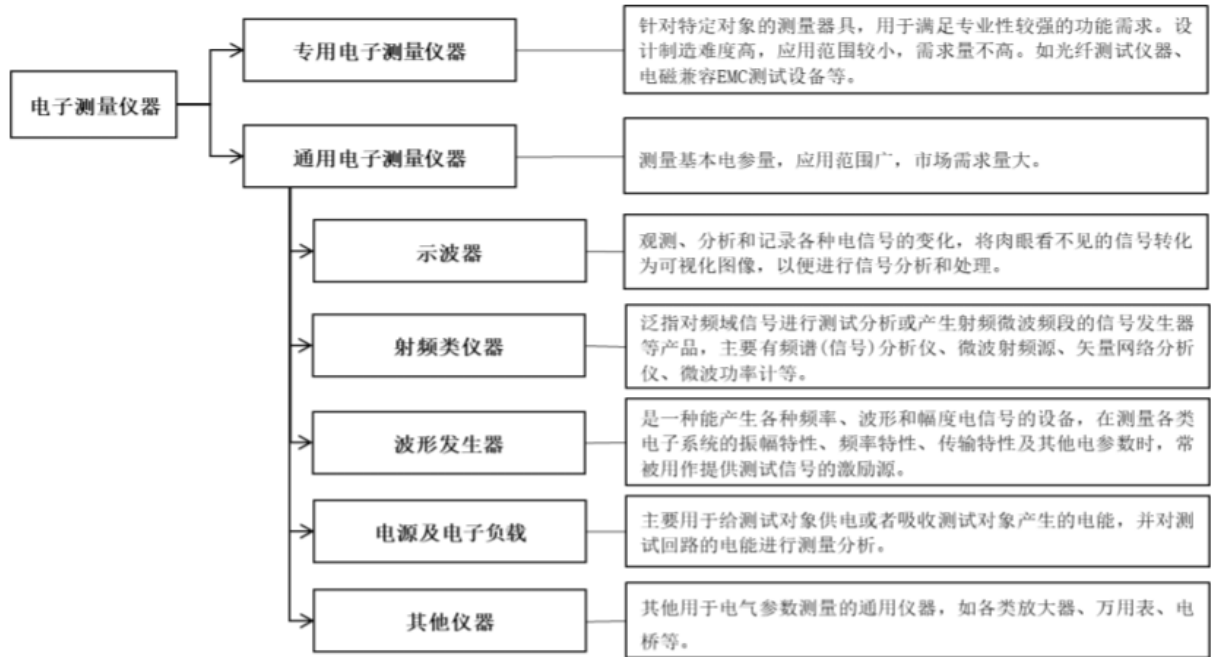
电子测量行业市场广阔, 国产替代加速

电子测量仪器是现代制造必需的基础设备

- 电子测量仪器分类:**按照使用领域的不同可分为**通用仪器**和**专用仪器**。通用电子测量仪器是现代工业的基础设备, 也是电子工业发展和国家战略性、基础性重要产业之一, **应用场景广泛且需求量大**。
- 通用电子测量仪器**根据其基础测试功能不同, 主要分为示波器、射频类

仪器、波形发生器、电源及电子负载、其他仪器。

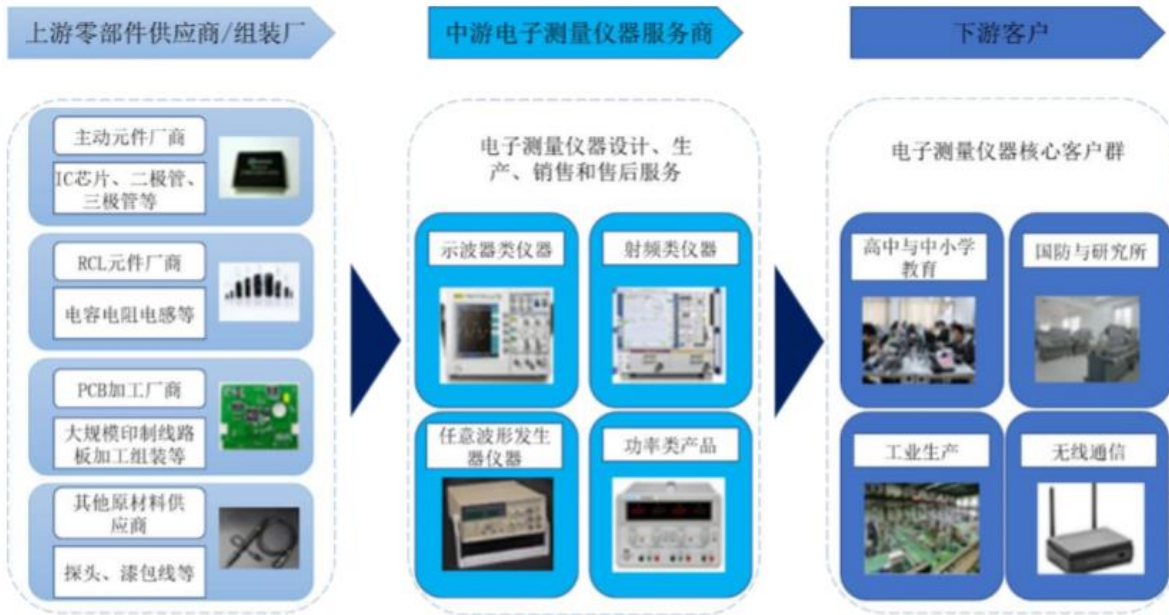
图表13: 电子测量仪器的分类



来源: Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》, 中泰证券研究所

- 电子测量仪器行业上游供应商主要有电子元器件厂商、电子材料厂商、机电产品厂商、机械加工厂商和电子组装厂商等。电子测量仪器行业下游为应用市场, 主要包括教育与科研、工业生产、通信行业、航空航天、交通与能源、消费电子等。

图表14: 电子测量仪器行业产业链

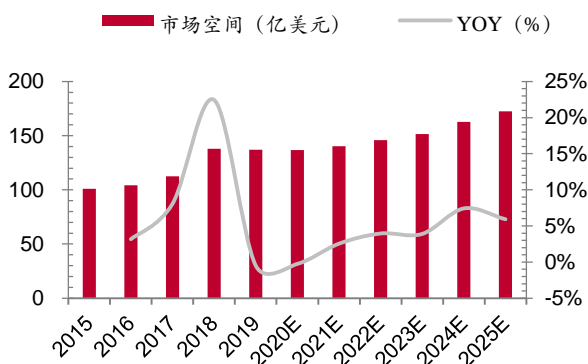


来源: Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》, 中泰证券研究所

预计 2025 年全球电子测量仪器千亿空间

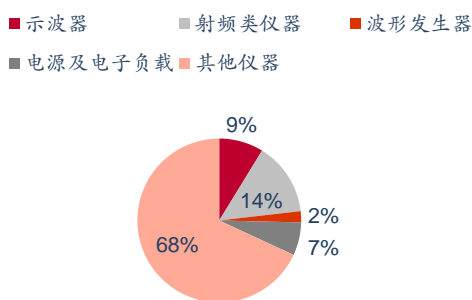
- 受益于全球经济的增长、工业技术水平的提升，全球电子测量仪器市场规模保持持续上升的增长势态。根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，预计全球电子测量仪器的市场规模由 2015 年的 100.95 亿美元将增长至 2025 年的 172.38 亿美元，CAGR 为 5.50%。
- 2019 年全球电子测量仪器市场份额中示波器、射频类仪器、波形发生器分别占比 9%、14%、2%。

图表15: 全球电子测量仪器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

图表16: 2019 年全球电子测量仪器市场份额



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

- 亚太地区通用电子测试测量仪器的市场需求将呈现较快增长的趋势。根据 Technavio 的预测，亚太地区通用电子测试测量仪器的市场需求 2019-2024 年 CAGR 为 5.89%。

图表17: 各区域通用电子测试仪器市场规模及占有率和年均复合增长率 (亿美元)

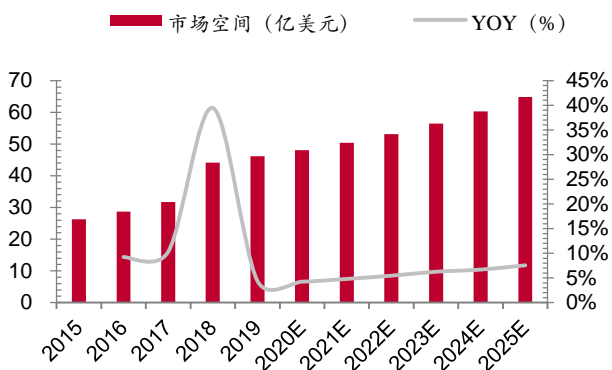
区域	2019 年		2024E		CAGR
	市场规模	占比	市场规模	占比	
亚太地区	21.32	34.85%	28.39	36.55%	5.89%
北美地区	19.68	32.17%	24.53	31.58%	4.50%
南美地区	2.96	4.84%	3.81	4.90%	5.20%
欧洲、中东、非洲	17.22	28.15%	20.95	26.97%	3.41%
合计	61.18	100%	77.68	100%	4.89%

来源: Technavio 《Global General Purpose Test Equipment Market 2020-2024》，中泰证券研究所

国内市场加速增长

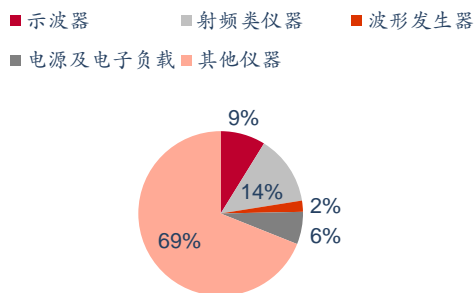
- 中国的电子测量仪器市场增长快于全球水平。电子测量仪器中国市场占全球市场的比重约三分之一，是全球竞争中最重要市场之一，主要受益于中国政策的大力支持和下游新产业的快速发展。根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》，预计中国电子测量仪器的市场规模由 2015 年的 26.29 亿美元增长至 2025 年的 64.81 亿美元，CAGR 为 9.44%。
- 国内国际市场产品结构类似，2019 年中国电子测量仪器市场份额中示波器、射频类仪器、波形发生器分别占比 9%、14%、2%。

图表18: 中国电子测量仪器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

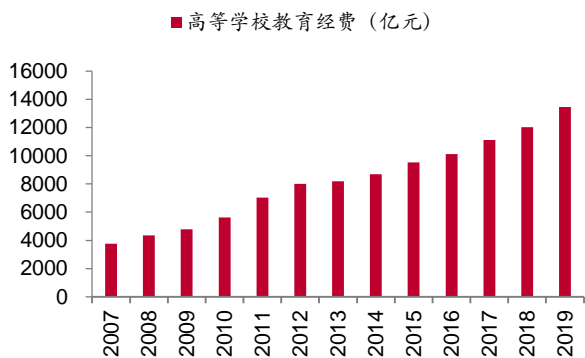
图表19: 2019年中国电子测量仪器市场结构



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

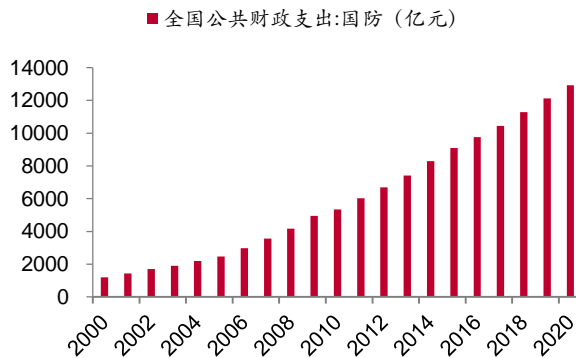
■ **下游应用广阔且逐年增长。**通用电子测量仪器广泛运用于电子、通信、科研、教学、国防等行业，近年来持续高景气的半导体、5G 通信等行业更是对电子测量仪器提出了新的需求。随着全球和国内相关行业的进一步发展，有望带动电子测量仪器需求增长，且中高端电子测试仪器产品的渗透率有望进一步提高。

图表20: 中国高等教育经费 (亿元)



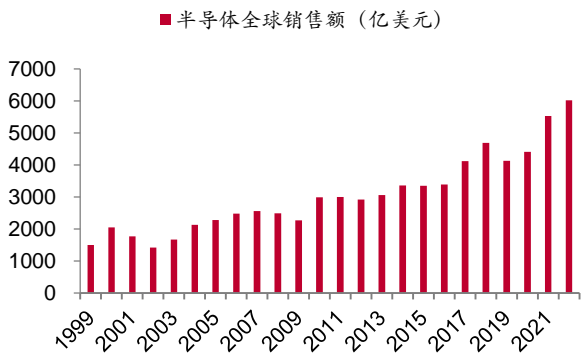
资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表21: 中国国防支出 (亿元)



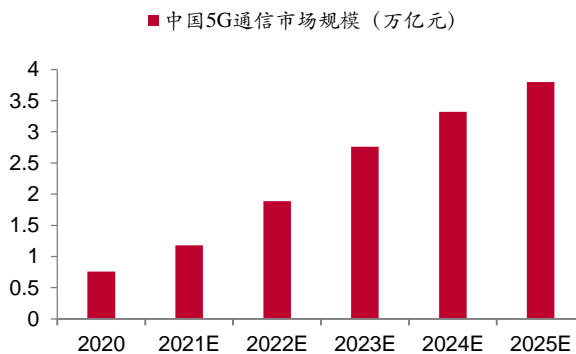
资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表22: 半导体全球销售额 (亿美元)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表23: 中国5G通信市场规模 (万亿元)



资料来源: 赛迪顾问, 中泰证券研究所整理

■ **政策支持, 国产替代需求强烈。**电子测量仪器行业是国家基础性、战略性新兴产业，随着国内产业升级和全球局势的不确定性增强，国内对通用电

子测试测量仪器(尤其高端产品)的国产替代、自主可控需求日益强烈。

图表24: 2015年以来影响电子测量仪器行业的部分相关政策梳理

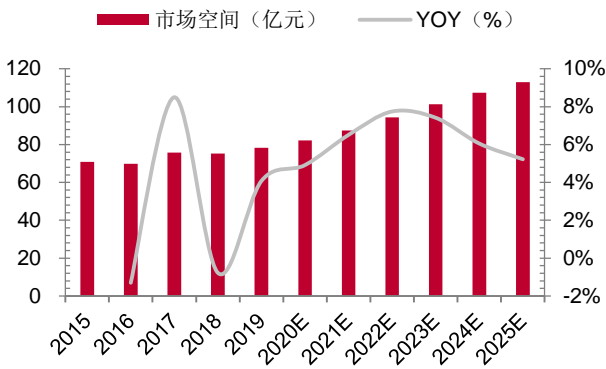
行业政策	发布时间	发布单位
《关于加强国家现代先进测量体系建设的指导意见》	2022年	市场监管总局、科技部、工业和信息化部、国资委、知识产权局
《研发机构采购国产设备增值税退税管理办法》	2021年	国家税务总局
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	2021年	十三届全国人大四次会议
5G应用“扬帆”行动计划(2021-2023年)	2021年	工业和信息化部、发改委、财政部等十部委
《关于支持“专精特新”中小企业高质量发展的通知》	2021年	财政部、工业和信息化部
《关于加快培育发展制造业优质企业的指导意见》	2021年	工业和信息化部、科技部、财政部、商务部、国务院国有资产监督管理委员会、中国证券监督管理委员会
《加强“从0到1”基础研究工作方案》	2020年	科技部、国家发改委、教育部、中科院、自然科学基金委
工业和信息化部关于推动5G加快发展的通知	2020年	工业和信息化部
战略性新兴产业分类(2018)	2018年	国家统计局
战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016年版)	2017年	发改委
“十三五”先进制造技术领域科技创新专项计划	2017年	科技部
“十三五”先进制造技术领域科学创新专项规划	2016年	国务院
“十三五”国家科技创新规划	2016年	国务院
国家创新驱动发展战略纲要	2016年	国务院
广东省培育精密仪器设备战略性新兴产业集群行动计划(2021-2025年)	2020年	广东省科学技术厅等
关于培育发展战略性新兴产业集群和战略性新兴产业集群的意见	2020年	广东省政府
深圳市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要	2021年	深圳市人民政府

来源: 招股说明书等, 中泰证券研究所整理

主要品类分析: 市场需求稳中向好, 国内增长强劲

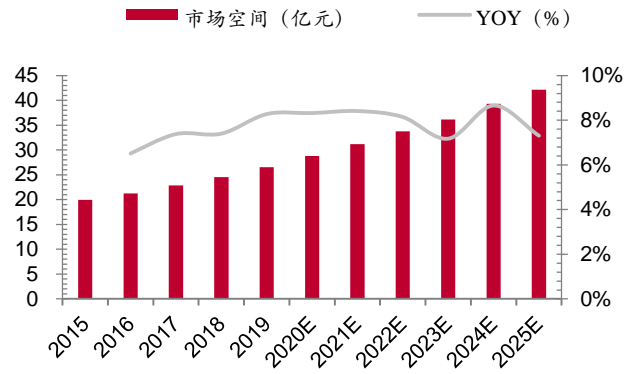
- 2025年示波器全球市场规模预计将达到113亿元, 国内增长强劲。** 示波器是应用最广泛的测量仪器产品, 而其中数字示波器在市场规模、应用范围上均占主导地位。根据 Frost&Sullivan 《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》, 全球示波器的市场规模由2015年的70.80亿元增长至2025年的113.01亿元, CAGR为4.76%; 同期中国由19.97亿元增长至42.15亿元, CAGR为7.76%。

图表25: 全球示波器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

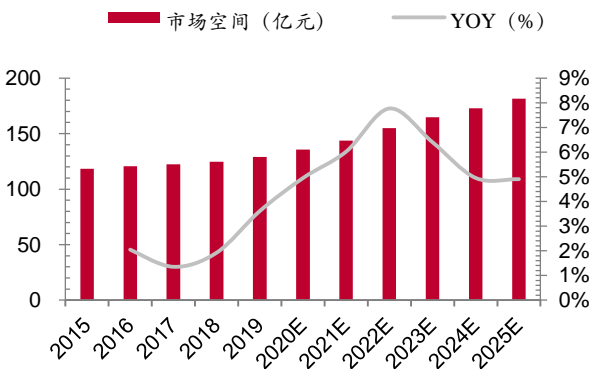
图表26: 中国示波器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

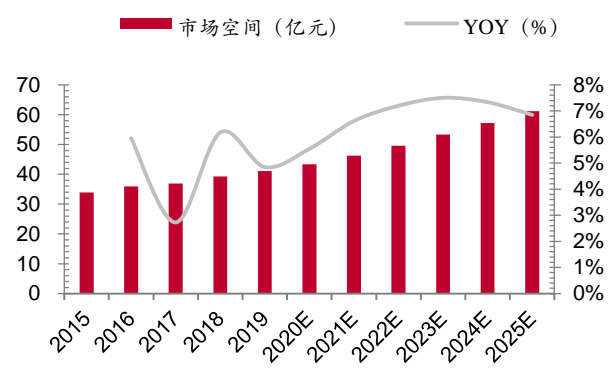
- **2025年射频类仪器全球市场规模预计将达到181亿元, 国内增长强劲。**射频类仪器按照功能分为3类, 射频/微波信号发生器、频谱/信号分析仪和矢量网络分析仪, 无线通信与射频微波测试仪器的应用场景与通信行业紧密联系。根据Frost&Sullivan《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》, 全球射频类仪器的市场规模由2015年的118.23亿元增长至2025年的181.39亿元, CAGR为4.36%; 同期中国由33.93亿元增长至61.14亿元, CAGR为6.07%。

图表27: 全球射频类仪器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

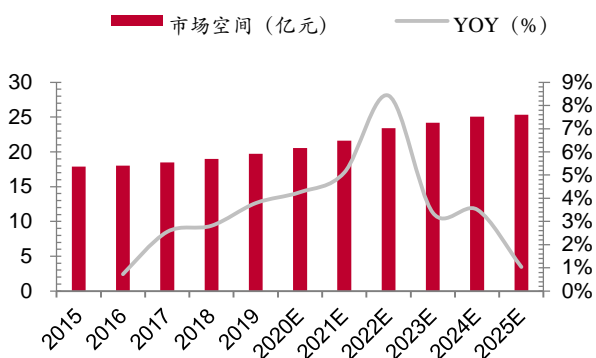
图表28: 中国射频类仪器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

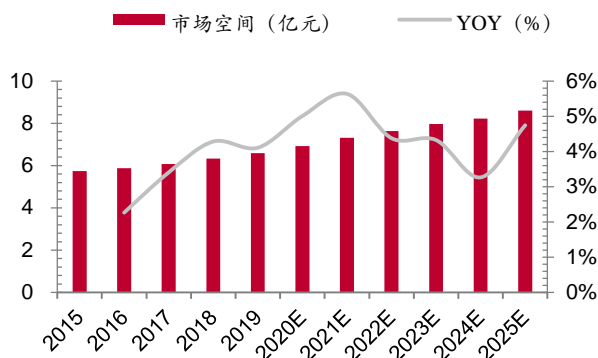
- **2025年全球波形发生器市场规模预计将达到25亿元规模, 国内增长稳定。**波形发生器作为一种常用的测试信号的激励源, 广泛应用于通信、雷达、测控、电子以及现代化仪器仪表等领域。根据Frost&Sullivan《全球和中国电子测量仪器行业独立市场研究报告》, 全球波形发生器的市场规模由2015年的17.88亿元增长至2025年的25.32亿元, CAGR为3.54%; 同期中国由5.74亿元增长至8.61亿元, CAGR为4.14%。

图表29: 全球波形发生器的市场规模及增速



资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

图表30: 中国波形发生器的市场规模及增速



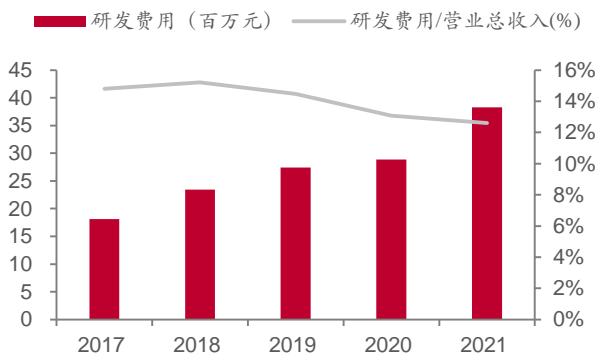
资料来源: Frost&Sullivan, 中泰证券研究所整理

研发驱动企业成长, 销售积淀优质客户

重视研发, 中高端新品带动营收和利润增长

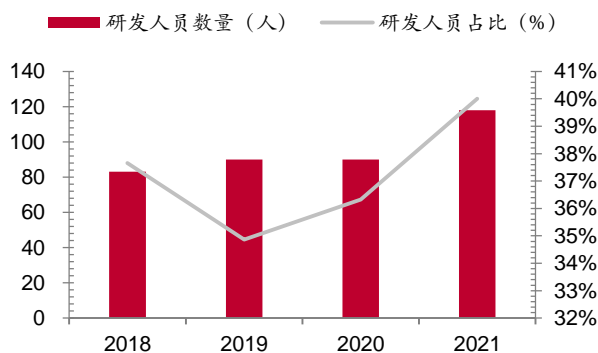
- 公司重视技术积累, 在研发方面长期保持高水平投入。2017-2021年, 公司研发投入占当期营业收入的比例分别为 14.81%、15.22%、14.47%、13.08%和 12.60%, 2021 年公司累积研发投入 3829 万元, 同比增加 32.63%; 2018-2021 年, 公司研发人员的数量稳定增长, 2021 年研发人员达到 118 人, 占比为 40%, 持续高水平的研发投入和稳定的技术团队是公司获得技术领先性的基础。

图表31: 公司研发费用及占比 (长期超 11%)



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

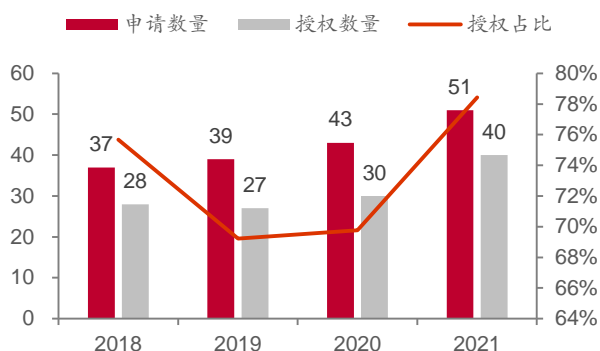
图表32: 公司研发人员数量和占比



资料来源: wind, 中泰证券研究所整理

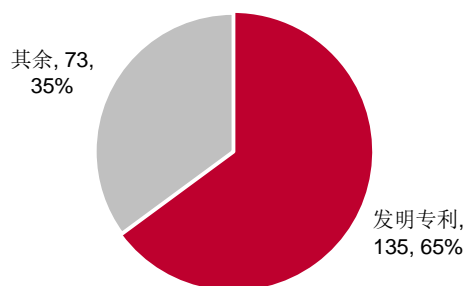
- 根据企知道数据, 2018-2021 年期间, 公司专利申请量的峰值出现在 2021 年, 达到 51 件; 授权量在 2021 年最高, 为 40 件; 2018-2021 年授权成功率均超过 69%。截止 2021 年, 公司申请的专利主要是发明专利和发明申请, 占比分别为 47.45%、24.91%, 创新程度高。根据 2021 年公司年报, 公司先后承担国家部委、深圳市和宝安区研发及产业化项目合计 11 项, 现有专利 208 项 (其中发明专利 135 项) 和软件著作权 33 项。

图表33: 公司专利趋势 (件数)



资料来源: 企知道, 中泰证券研究所整理

图表34: 公司专利类型 (截止 2021 年底)



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

- 产研结合, 贴切市场需求。**公司注重将技术成果与产业深度融合, 注重将市场需求与产品深度融合, 使公司产品性能不断提高, 产品种类不断丰富, 进一步增强公司的竞争优势。

图表35: 公司的核心技术及产业化成果

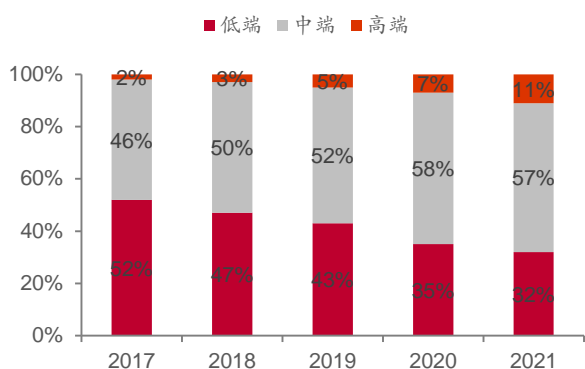
产品领域	核心研发成果	作用
数字示波器	形成了"高带宽低噪声示波器技术"、"高波形刷新率示波器技术"、"数字示波器软件平台技术"等三项核心技术, 完成了 SDS000X, SDS6000Pro 等系列数字示波器的产业化。	实现了 2GHz 带宽示波器关键技术指标的各项突破, 产品具有低噪声、高精度直流增益、高刷新率、高分辨率、深存储等特性, 相比同级别产品提供了更稳定丰富的软件功能。
波形发生器和信号发生器	1、形成了"高采样率 DDS 信号发生器技术"和"基于任意内插的逐点输出技术"两项核心技术, 完成了 SDG6000X、SDG000A 系列任意波形发生器的产业化; 2、形成了"宽带矢量信号发生器技术"和"宽带频率响应估计和补偿技术"两项核心技术, 完成了 SSG5000X-V、SSG5000A 系列矢量信号发生器的产业化。	1、实现了中端任意波形发生器 1GHz 最高输出频率和信号质量的突破, 满足更多的应用场景; 2、实现了 150MHz 宽带矢量信号的各项指标, 为 6GHz 以下通信和无线应用提供了高性能的解决方案, 更好的满足 5G 和物联网领域的需要; 3.实现了 20GHz 的射频信号产生, 为无线通信和航空航天领域提供微波测试。
频谱分析仪和矢量网络分析仪	1、形成了"实时频谱分析技术"、"宽带矢量信号分析技术"、"频谱信号分析软件平台技术"等三项核心技术, SSA3000X-R、SSA5000A 实时频谱分析仪的产业化; 2、形成了"集成频谱分析仪的矢量网络分析技术"的核心技术, 在频谱分析仪产品中集成了矢量网络分析仪的功能, 完成了 SVA1000X 系列频谱分析/矢量网络分析仪和 SNA5000X 矢量网络分析仪的产业化	将实时频谱分析的测量频段扩展至 26.5GHz, 将矢量网络分析的频率范围扩展至 8.5GHz, 并率先提供了频谱分析和矢量网络分析的集成产品, 显著降低企业采购成本, 顺应了仪器多功能化和一体化的发展趋势。

来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

中高端产品快速增长, 优化产品结构

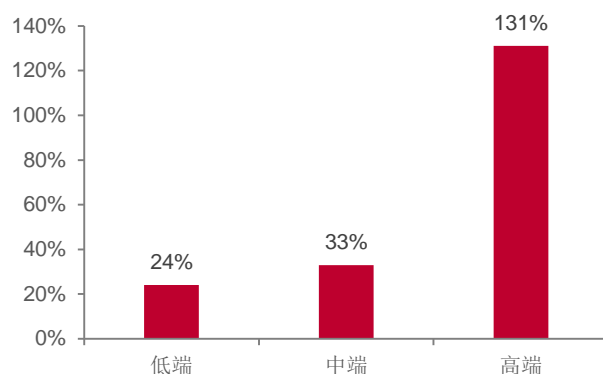
- 产品结构不断优化。**2017-2021 年中端、高端产品的营收占比分别由 46%、2%提升至 57%、11%, 主要原因是技术含量较高、符合未来发展趋势、产品附加值较高的高端产品逐步推出、放量。2021 年年报显示: 公司各档次产品营收均呈增长态势, 其中低端产品同比增长 24%, 中端产品同比增长 33%, 高端产品同比增长 131%。

图表36: 公司产品结构高端化



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

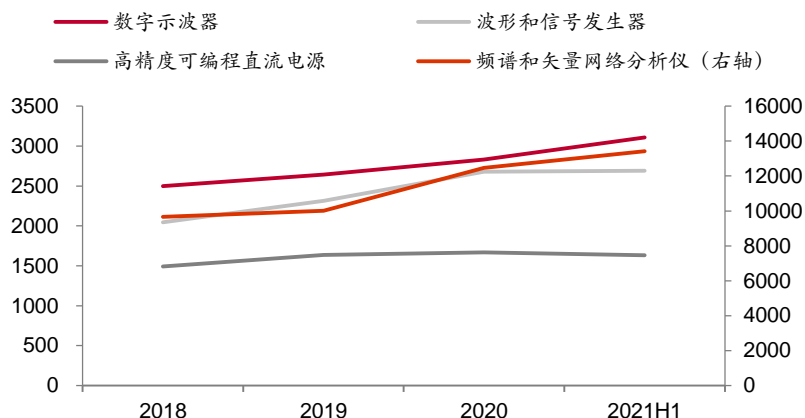
图表37: 2021年不同档次产品同比增长情况(%)



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所整理

- **产品均价逐年上升。**2018-2020年示波器、波形与信号发生器、频谱和矢量网络分析仪均价分别由2500、2043.78、9657.68元提升至2830.82、2679.70、12468.35元,对应CAGR分别为6.41%、14.52%、13.62%;2021年年报未提供相关数据。
- **主要原因在于公司产品纵横拓展,不断中高端化及丰富化。**具体为:(1)公司利用其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。如公司于2014年推出1GHz带宽的数字示波器,实现了带宽从300MHz到1GHz的提升;2017年推出最高输出频率为500MHz的任意波形发生器,实现了最高输出频率从160MHz到500MHz的提升;2019年底推出频率测量范围为7.5GHz的频谱分析仪,实现了频率测量范围从3.2GHz到7.5GHz的提升。(2)公司在通用电子测试测量仪器领域进行横向拓宽,不断丰富公司产品品类,报告期内陆续推出射频微波信号发生器、矢量网络分析仪等产品。(3)公司根据市场需求变化情况对现有产品性能进行升级优化,不断推出综合性能更好的新产品,逐步替代原有产品。如公司于2019年底推出带宽范围覆盖更广及携带触摸屏人机交互界面的高性能SDS2000XPlus,正在逐步替代SDS2000X。

图表38: 公司产品均价逐年上升(元)



来源: 招股说明书, 中泰证券研究所

全球化营销体系, 自主品牌效应深化

- **公司以自主品牌销售为主。**公司采取自主品牌和 ODM 相结合的销售模式。企业成立后早期的 ODM 主要是为了提高品牌影响力，与国际知名测试测量仪器厂商，如力科、BK 进行合作。目前自主品牌销售已经成为公司主要的销售模式，2018-2021H1 公司自主品牌产品的营收占比分别为 76.12%、82.47%、89.53%和 87.30%。
- **自主品牌销售主要分布在中国境内、欧洲、北美。**2021 年中报显示，这三个区域自主品牌营收占比为 27.65%、31.83%、34.11%。公司自主品牌“SIGLENT”已经成为全球知名的通用电子测试测量仪器品牌，“鼎阳”商标荣获广东省著名商标，公司已建立了稳定的全球营销体系，2021 年报显示有 226 家经销商，产品销往全球 80 多个国家和地区。
- **积累了优质客户。**公司经过多年的发展，目前在全球范围内积累了数量众多的终端客户。依托良好的产品创新能力和稳定的产品品质，公司与主要客户建立了稳定的业务合作关系。

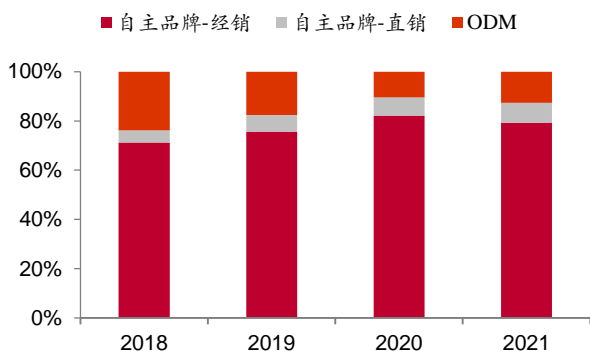
图表39: 2021H1 公司前5大客户(万元)

序号	客户名称	销售内容	销售金额	占营业收入比例
1	亚马逊	主要为数字示波器	1763.14	13.03%
2	力科	主要为数字示波器	1112.30	8.22%
3	Batronix GmbH & Co.KG	主要为数字示波器、频谱和矢量网络分析仪	539.96	3.99%
4	AO Prist	主要为数字示波器	495.13	3.66%
5	Interworld Highway LLC	主要为数字示波器、频谱和矢量网络分析仪	473.37	3.50%
合计			4383.82	32.39%

来源: Wind, 中泰证券研究所

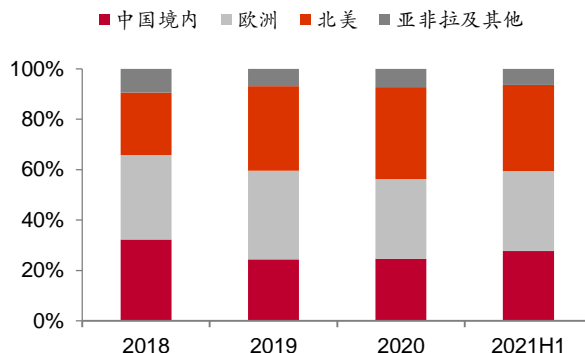
- **直销业务占比不断提升。**公司高端产品销售快速增长，2018-2021 年直销营收占比分别为 4.93%、6.79%、7.33%、8.07%。直销业务占比提升会带动毛利率水平提高。以 2021 年为例，直销产品毛利率为 68.8%，同期经销毛利率为 56.6%，ODM 业务毛利率为 51.1%。

图表40: 公司产品以自主品牌销售为主



资料来源: 招股说明书, 中泰证券研究所整理

图表41: 自主品牌营收区域分布



资料来源: 招股说明书, 中泰证券研究所整理

- **加大国内市场开拓。**公司在欧美主要市场继续保持推广力度的同时，不断加强在国内市场，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，不断优化国内经销商体系，增加产品推广力度。2021 年，公司境内市场主营业务收入同比增长 66.71%，其中工业市场同比增长 143.56%。

定增扩产强研，业绩增长新引擎

- “**高端通用电子测试测量仪器芯片及核心算法研发项目**”可使公司产品进一步高端化，实现高端产品核心技术的自主可控，增强竞争力。高端产品竞争相对小，毛利高，进一步优化公司产品结构，提升公司的盈利能力。
- “**生产线技术升级改造项目**”将进行自动化升级，进一步提高公司自动化生产水平，**扩大主营产品生产规模**，满足不断增长的市场需求，促进公司业绩持续增长。
- “**高端通用电子测试测量仪器研发与产业化项目**”扩大研发投入，将实现高端通用电子测试测量仪器的批量化生产，扩大公司现有产品线。

图表42：公司募投项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募 集资金(万元)
1	高端通用电子测试测量仪器芯片及核心算法研发项目	20,235.00	20,235.00
2	生产线技术升级改造项目	5,583.05	5,583.05
3	高端通用电子测试测量仪器研发与产业化项目	8,019.70	8,019.70
合计		33,837.75	33,837.75

来源：公司公告，中泰证券研究所

盈利预测与估值评级

核心假设：

- **数字示波器、波形与信号发生器、频谱和矢量网络分析仪业务**：公司四大主力产品，均受益于国产替代加速，渗透率有望加速提升。
- **1)** 由于公司致力于提升中高端产品占比，过去数年主要产品的售价整体维持上涨趋势，我们假设主要产品的均价在 2022-2024 年期间仍将继续上升。
- **2)** 产品销量：受益于下游行业发展、国产替代、产品竞争力提升，预计销量有望维持在 10%-15% 的增长区间内。
- **3)** 产品毛利率：受产品结构改善提振，预计 22-24 年毛利率逐年提升，且随着中高端产品加速推出，23-24 年毛利率提升空间更大。
- **电源及其他业务**：
假设该部分营收维持稳定 10% 增长，毛利率也较为稳定。
- **主要期间费用**：
随着企业销售收入增大，主要期间费用率均逐年小幅下降。

图表43：分业务主要假设

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	154.11	189.55	220.80	303.82	396.04	544.24	699.84
数字示波器	89.80	104.86	115.87	158.64	225.59	324.28	428.06
波形和信号发生器	27.47	31.61	35.99	47.62	58.68	84.35	111.34
频谱和矢量网络分析仪	14.43	21.06	27.95	39.06	48.13	62.73	77.12

电源及其他	21.81	30.59	38.02	55.24	60.05	68.93	78.98
其他业务	0.61	1.43	2.97	3.27	3.59	3.95	4.35
收入增速 (%)		23.0%	16.5%	37.6%	30.4%	37.4%	28.6%
数字示波器		16.8%	10.5%	36.9%	42.2%	43.8%	32.0%
波形和信号发生器		15.1%	13.9%	32.3%	23.2%	43.8%	32.0%
频谱和矢量网络分析仪		45.9%	32.7%	39.8%	23.2%	30.3%	22.9%
电源及其他		40.3%	24.3%	45.3%	8.7%	14.8%	14.6%
其他业务		134.4%	107.7%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率 (%)	51.3	54.1	57.1	56.5	56.6	58.7	60.2
数字示波器	48.6	50.9	53.5	53.8	54.0	57.0	58.5
波形和信号发生器	53.4	55.6	61.4	61.4	61.5	62.0	64.0
频谱和矢量网络分析仪	65.3	65.8	70.2	70.3	70.5	72.0	73.0
电源及其他	50.6	55.1	55.0	51.1	51.2	52.0	53.0
其他业务	49.0	57.5	48.6	38.5	39.0	40.0	40.0

来源: wind, 中泰证券研究所

主要财务数据预测:

- 我们预测公司 2022-2024 年营业收入分别为 3.96/5.44/7.00 亿元, 归母净利润分别为 1.29/1.81/2.44 亿元, 三年归母净利润 CAGR 为 44.47%, 以当前总股本 1.07 亿股计算的摊薄 EPS 为 1.21/1.70/2.29 元。

估值与投资评级:

- 公司当前股价对 2022-2024 年预测 EPS 的 PE 倍数分别为 45/32/24 倍。由于 1) 公司目前没有完全可比公司的其他 A 股上市公司; 2) 部分近似可比公司目前尚未有 2024 年预测业绩; 3) 部分近似可比公司目前估值超过百倍不适合作为比照, 我们选择模拟及混合信号类集成电路的测试设备制造商华峰测控、气体分析仪器企业四方光电作为参考。目前鼎阳科技对应 2022/2023 年预测 EPS 的 PE 水平略高于可比公司平均值, 但其净利润复合增速也高于平均值。并且, 我们考虑到公司在细分行业的龙头地位稳固, 未来数年有望持续受益于行业发展和政策鼓励, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表44: 可比公司估值

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS				净利润	PE				市值 (亿元)
		2022/3/31	21A	22E	23E	24E	CAGR	21A	22E	23E	24E	2022/3/31
688665.SH	四方光电	132.79	2.57	3.71	5.37	5.36	27.68%	70	36	25	25	93
688200.SH	华峰测控	452.42	7.15	10.56	14.17	18.18	36.46%	72	45	33	26	277
	平均值						32.07%	71	41	29	26	185
688112.SH	鼎阳科技	55.03	0.76	1.21	1.70	2.29	44.47%	72	45	32	24	59

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

风险因素

- **高端产品开发或销售不及预期风险:** 目前国外优势企业在技术以及产品

上优势明显，若公司后续无法按预期完成新的高端产品及相应技术的开发，将会面临用户流失、市场拓展不力的情况，进而影响公司的盈利能力。

- **海外市场波动和国内市场开拓不力的风险：**公司目前产品外销为主，国内市占率较低，海外市场存在政治、经济、贸易政策、汇率变化等不确定因素，若国内市场开拓不及预期，则将会对公司整体经营业绩产生不利影响。
- **高端产品所需核心零部件供应链风险：**疫情、中美摩擦、原材料涨价及芯片供应紧张可能对公司部分产品的核心零部件采购造成一定影响，导致公司交货周期边长，从而影响整体收入情况。
- **研报使用的信息数据更新不及时的风险。**

图表45: 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,282	1,149	1,178	1,336	营业收入	304	396	544	700
应收票据	0	0	0	0	营业成本	132	172	225	278
应收账款	48	59	77	97	税金及附加	2	3	4	5
预付账款	3	4	6	7	销售费用	38	50	68	77
存货	100	129	168	209	管理费用	8	11	14	16
合同资产	0	0	0	0	研发费用	38	50	65	80
其他流动资产	12	16	22	28	财务费用	2	-29	-27	-23
流动资产合计	1,446	1,358	1,451	1,677	信用减值损失	-1	0	0	0
其他长期投资	1	1	2	2	资产减值损失	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	10	177	247	256	投资收益	0	0	0	0
在建工程	0	50	70	80	其他收益	8	5	6	7
无形资产	0	0	0	0	营业利润	90	145	202	273
其他非流动资产	13	13	13	13	营业外收入	0	1	0	0
非流动资产合计	24	242	332	352	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	1,470	1,599	1,783	2,029	利润总额	90	146	202	273
短期借款	0	0	0	0	所得税	9	17	21	29
应付票据	0	0	0	0	净利润	81	130	181	244
应付账款	41	52	68	85	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	2	2	2	归属母公司净利润	81	130	181	244
合同负债	4	7	10	13	NOPLAT	83	104	157	224
其他应付款	1	1	1	1	EPS (按最新股本摊薄)	0.76	1.21	1.70	2.29
一年内到期的非流动负债	4	4	4	4					
其他流动负债	19	23	27	32	主要财务比率				
流动负债合计	68	88	112	135	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	37.6%	30.4%	37.4%	28.6%
其他非流动负债	10	10	10	10	EBIT增长率	44.7%	26.7%	50.0%	42.9%
非流动负债合计	10	10	10	10	归母公司净利润增长率	50.9%	59.8%	39.8%	35.0%
负债合计	78	98	122	146	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,391	1,501	1,661	1,884	毛利率	56.5%	56.6%	58.7%	60.2%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	26.7%	32.7%	33.3%	34.9%
所有者权益合计	1,391	1,501	1,661	1,884	ROE	5.8%	8.6%	10.9%	13.0%
负债和股东权益	1,470	1,599	1,783	2,029	ROIC	6.6%	7.8%	10.5%	13.3%
					偿债能力				
现金流量表					资产负债率	5.3%	6.2%	6.9%	7.2%
					债务权益比	1.0%	0.9%	0.8%	0.7%
					流动比率	21.2	15.4	13.0	12.4
					速动比率	19.8	13.9	11.5	10.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
					应收账款周转天数	46	49	45	45
					应付账款周转天数	95	97	96	99
					存货周转天数	211	240	238	244
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.76	1.21	1.70	2.29
					每股经营现金流	0.35	0.75	1.53	2.32
					每股净资产	13.04	14.07	15.57	17.66
					估值比率				
					P/E	72	45	32	24
					P/B	4	4	4	3
					EV/EBITDA	68	54	28	20

来源: 公司公告, Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。