

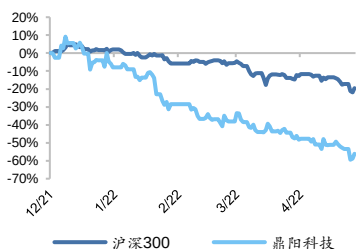
受疫情影响交期延长，短期扰动不改长期增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-27

收盘价（元）	46.66
近 12 个月最高/最低（元）	123.04/41.92
总股本（百万股）	106.67
流通股本（百万股）	23.26
流通股比例（%）	21.81
总市值（亿元）	49.77
流通市值（亿元）	10.85

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

联系人：张旭光

执业证书号：S0010121090040

邮箱：zhangxg@hazq.com

相关报告

- 《华安证券_公司研究_计算机行业_公司深度_国内电子测量行业旗手，基础工具国产化提速》2021-12-14
- 《华安证券_公司研究_计算机行业_公司点评_高端产品放量叠加国内市场高增，公司业绩长期向好》2022-3-23

主要观点：

● 事件概况

鼎阳科技于 4 月 27 日发布 2022 一季报。公司实现营业收入 0.68 亿元，同比增长 3.96%；实现归母净利润 0.20 亿元，同比增长 6.59%；扣非归母净利润 0.19 亿元，同比增长 1.07%。

● 受境内外疫情影响交期延长，黑天鹅因素扰动不改长期增长

2022 年一季度，受国内外疫情反复、芯片供应紧张及国际形势影响，公司产品交期延长，营收确认延后，导致营收及归母净利润增速同比下降。其中平均销售单价小于 1 万元的低中端产品系列受芯片短缺影响较深，营收同比下降 8.1%，而平均销售单价大于 1 万元的高端产品抗扰动性较强，营业收入同比增长 36%。从接单金额来看，中低端产品额同比增长约 31%，高端产品同比增长约 49%。我们认为，在多重负面因素的扰动下，公司交期延长，短期业绩表现承压，但新增订单数据充分说明公司增长势头仍然明确。此外，待延后交付的订单营收有望在下半年集中兑现，带来业绩的高增。

● 三项措施缓解交付问题，发货瓶颈有望得到解决

为缓解公司产品因芯片短缺而发生的交付难题，公司采用研发改板、国产替代、加价调料三大措施予以应对：1) 强化自主研发能力，在不影响产品功能和性能的前提下，优化设计以绕开短缺芯片；2) 选择交期较短的国产芯片供应商，以规避因疫情反复导致境外供货困难；3) 适当加价获优先供货权。在以上措施的作用下，相关产品已经开始恢复批量生产。若没有新的限制因素出现，公司预计在 5 月份初步突破发货瓶颈，6 月进一步放量并大面积解决全球发货问题，Q3 实现全年营收和利润的环比大幅度上升，全年整体业绩表现有望回归至保持多年的高增长轨道。

● 产品结构持续优化，研发和销售团队扩容

产品结构方面，公司高端产品系列营收增速显著高于中低端产品，平均销售单价 3 万元以上的产品系列营业收入同比增长约 296%，平均售价在 5 万元以上的产品系列营业收入同比增长 479%。随着高端产品占比上升，其高毛利属性有望帮助公司优化盈利质量，并冲抵芯片价格上涨带来的影响。从实际表现来看，一季度公司整体毛利率为 55.5%，相较于 2021 年全年只有小幅下滑。**研发和营销方面**，公司持续加大投入，一季度研发费用率较上年同期上升 3.67pct；销售费用较上年同期上升 6.34 pct。研发和营销侧人员规模持续扩大，以支撑公司产品线向高端迁移的研发需求，建立匹配高速业务扩张的销售体系，预计 2022 年 7 月总人数相对 2021 年末分别增长约 27%和 33%，研发和营销分别达到约 150 人和 65 人，增幅显著高于往年同期。

● 投资建议

在国产化浪潮和下游需求旺盛的催化下，公司不断投入研发高端产品，横向丰富产品品类，纵向提高产品线档次。未来随着产品认可度、市场拓展度持续提高和加深，公司营收有望迎来高速增长。我们预计公司2022-2024 年实现收入 4.34/6.61/10.48 亿元，同比增长 43%/52% /59%；实现归母净利润 1.33/2.02/3.26 亿元，同比增长 64%/52% /61%，维持“买入”评级。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	304	434	661	1,048
收入同比(%)	37.6%	42.9%	52.3%	58.5%
归属母公司净利润	81	133	202	326
净利润同比(%)	50.9%	63.7%	52.2%	61.4%
毛利率(%)	56.5%	57.2%	58.6%	60.1%
ROE(%)	10.4%	9.2%	13.1%	19.0%
每股收益(元)	0.76	1.24	1.89	3.05
P/E	128.93	37.52	24.65	15.28
P/B	7.51	3.36	3.09	2.73
EV/EBITDA	117.44	29.28	17.26	10.07

资料来源：WIND，华安证券研究所

● 风险提示

1) 研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 项目交付不及预期。

财务报表与盈利预测

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
流动资产	1,446	1,478	1,920	2,217	营业收入	304	434	661	1,048
现金	1,282	1,310	1,613	1,790	营业成本	132	186	273	418
应收账款	48	38	75	105	营业税金及附加	2	3	5	7
其他应收款	2	3	4	6	销售费用	38	54	82	129
预付账款	3	5	7	12	管理费用	47	72	110	172
存货	100	107	198	268	财务费用	2	(19)	(22)	(26)
其他流动资产	11	122	221	305	资产减值损失	1	1	2	3
非流动资产	24	116	(151)	(146)	公允价值变动收益	0.00	0	0	0
长期投资	0.00	0.00	0	0	投资净收益	0.00	0	0	0
固定资产	10	11	13	15	营业利润	90	148	225	363
无形资产	0	0	1	1	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	14	105	(164)	(162)	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1,470	1,594	1,769	2,071	利润总额	90	148	225	363
流动负债	68	104	150	236	所得税	9	15	23	38
短期借款	4	0	0	0	净利润	81	133	202	326
应付账款	45	76	109	174	少数股东损益	0.00	0	0	0
其他流动负债	20	28	41	63	归属母公司净利润	81	133	202	326
非流动负债	10	10	10	10	EBITDA	89	130	204	339
长期借款	0.00	0	0	0	EPS (元)	0.76	1.24	1.89	3.05
其他非流动负债	10	10	10	10					
负债合计	78	114	160	247	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	0	0	0	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	107	107	107	107	成长能力				
资本公积	1,136	1,208	1,314	1,490	营业收入	37.60%	42.88%	52.27%	58.50%
留存收益	149	165	189	228	营业利润	46.18%	63.94%	52.19%	61.37%
归属母公司股东权益	1,391	1,480	1,609	1,825	归属于母公司净利润	50.92%	63.65%	52.19%	61.37%
负债和股东权益	1,470	1,594	1,769	2,071	获利能力				
					毛利率(%)	56.48%	57.18%	58.64%	60.11%
					净利率(%)	26.68%	30.56%	30.54%	31.09%
					ROE(%)	10.45%	9.24%	13.07%	18.97%
					ROIC(%)	9.38%	13.60%	78.89%	141.94%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	5.33%	7.16%	9.05%	11.91%
					净负债比率(%)	-91.84%	-88.51%	-100.22%	-98.10%
					流动比率	21.23	14.22	12.81	9.38
					速动比率	19.75	13.19	11.49	8.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.36	0.28	0.39	0.55
					应收账款周转率	7.89	10.06	11.67	11.67
					应付账款周转率	3.37	3.08	2.96	2.96
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.76	1.24	1.89	3.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.57	3.36	2.50
					每股净资产(最新摊薄)	13.04	13.87	15.09	17.11
					估值比率				
					P/E	128.9	37.5	24.7	15.3
					P/B	7.5	3.4	3.1	2.7
					EV/EBITDA	117.44	29.28	17.26	10.07

资料来源: WIND, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监、研究所所长，兼 TMT 首席分析师，曾多次获得新财富、水晶球最佳分析师。

联系人：陈晶，华东师范大学金融硕士，主要覆盖物联网、军工通信和卫星产业链，2020 年加入华安证券研究所。

联系人：张旭光，凯斯西储大学金融学硕士，主要覆盖电力信息化及工业软件，2021 年 8 月加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。