

鼎阳科技（688112.SH）

缺芯妥善解决恢复高增长，国产替代加速，看好公司成长潜力

买入

核心观点

2022年上半年营业收入同比增长21.14%，归母净利润同比增长39.41%。公司2022年上半年实现营收1.64亿元，同比增长21.14%；归母净利润0.57亿元，同比增长39.41%。单季度来看，22Q2实现收入0.96亿元，同比增长37.16%；归母净利润0.36亿元，同比增长67.81%。公司中低端产品缺芯问题妥善解决后恢复较快增长，高端产品延续高增长趋势，收入结构显著改善。上半年公司毛利率/净利率分别为56.28%/34.48%，同比变动-0.28/+4.52个百分点，毛利率基本稳定。费用端整体下降，22H1公司销售/管理/研发/财务费用率15.41%/4.19%/12.67%/-12.38%，同比变动+3.27/+1.35/+1.76/-12.85个百分点，主要系研发和销售保持高投入，募投资金利息收入较高。公司是国内通用电子测试测量仪器领先企业，2018-2021年收入/净利润CAGR为25.55%/42.46%，保持稳健较快增长。

中低端产品增速恢复，高端产品延续高增长，国产替代提速。分产品档次来看：上半年公司高/中/低端产品收入约0.21/0.75/0.36亿元，同比增长119%/15%/3%，收入占比16%/57%/27%，相比2021年收入结构变动+5/0/-5个百分点，高端产品占比明显提升，其中上半年高分辨率数字示波器系列产品境内收入同比增长242%，射频微波类产品境内收入同比增长89%，实现大幅增长。分地区来看，上半年公司海外/国内收入分别1.13/0.49亿元，同比增长10.65%/53.90%，其中国内工业市场收入+86.97%，国产替代提速。

行业空间大且稳健增长，技术+品牌+渠道共筑高壁垒，国产替代空间广阔。根据Technavio统计，预计2024年全球通用电子测试测量行业规模达到77.68亿美元，2019-2024年CAGR为4.89%，行业进入成熟阶段，欧美寡头垄断全球市场，技术+品牌+渠道共筑行业高壁垒，国产品牌从中低端做起，通过持续的研发投入和技术积累，向中高端市场拓展，处于全面加速追赶阶段。行业未来以存量结构性变化为主，国产替代/出口替代仍有较大空间。

风险提示：市场竞争加剧；新产品拓展不及预期；盈利能力下滑。

投资建议：首次覆盖给予“买入”评级。

公司是国内通用电子测试测量仪器领先公司，全球市场空间广阔且保持稳健增长，公司通过持续的研发投入和技术积累，品牌渠道不断完善，产品档次从中低端向高端市场拓展，有望受益行业国产替代加速趋势，未来成长空间广阔。我们看好公司长期成长潜力，预计2022-2024年归母净利润为1.35/1.89/2.67亿元，EPS为1.26/1.77/2.50元，对应PE 59/42/30倍，公司合理估值为88.41-97.25元（对应23年PE为50-55倍），首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	221	304	412	567	782
(+/-%)	16.5%	37.6%	35.6%	37.5%	38.0%
净利润(百万元)	54	81	135	189	267
(+/-%)	51.6%	50.9%	66.5%	39.8%	41.5%
每股收益(元)	0.67	0.76	1.26	1.77	2.50
EBIT Margin	26.2%	27.9%	26.1%	31.7%	34.1%
净资产收益率(ROE)	33.5%	5.8%	8.8%	11.0%	13.5%
市盈率(PE)	110.5	97.6	58.7	42.0	29.7
EV/EBITDA	100.1	91.7	73.4	44.0	29.7
市净率(PB)	37.05	5.69	5.19	4.62	3.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：田丰

0755-81982706

tianfeng1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	88.41 - 97.25元
收盘价	74.20元
总市值/流通市值	7939/1781百万元
52周最高价/最低价	124.38/41.92元
近3个月日均成交额	66.51百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1：鼎阳科技 2022 年上半年营收同比增长 21.14%



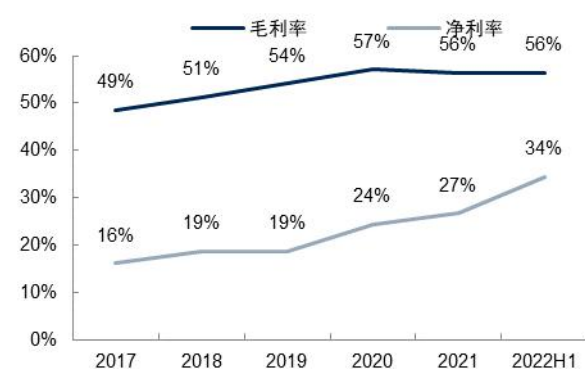
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：鼎阳科技 2022 年上半年归母净利润同比增长 39.41%



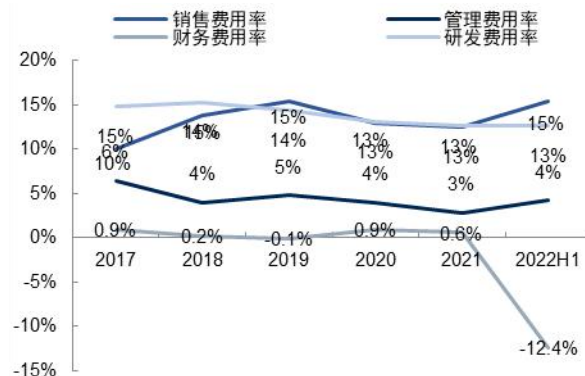
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图3：鼎阳科技盈利能力稳中有升



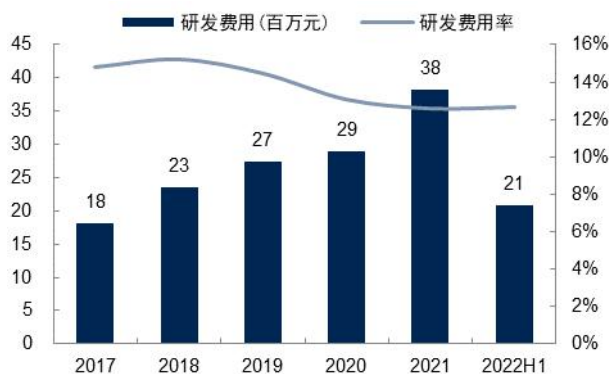
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：鼎阳科技期间费用率整体下降



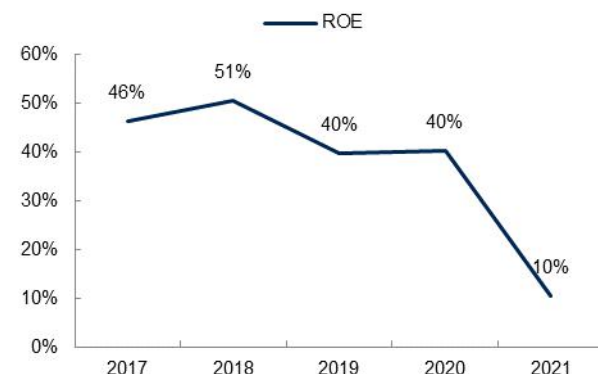
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：鼎阳科技研发费用大幅增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：鼎阳科技 ROE 短期有所下滑



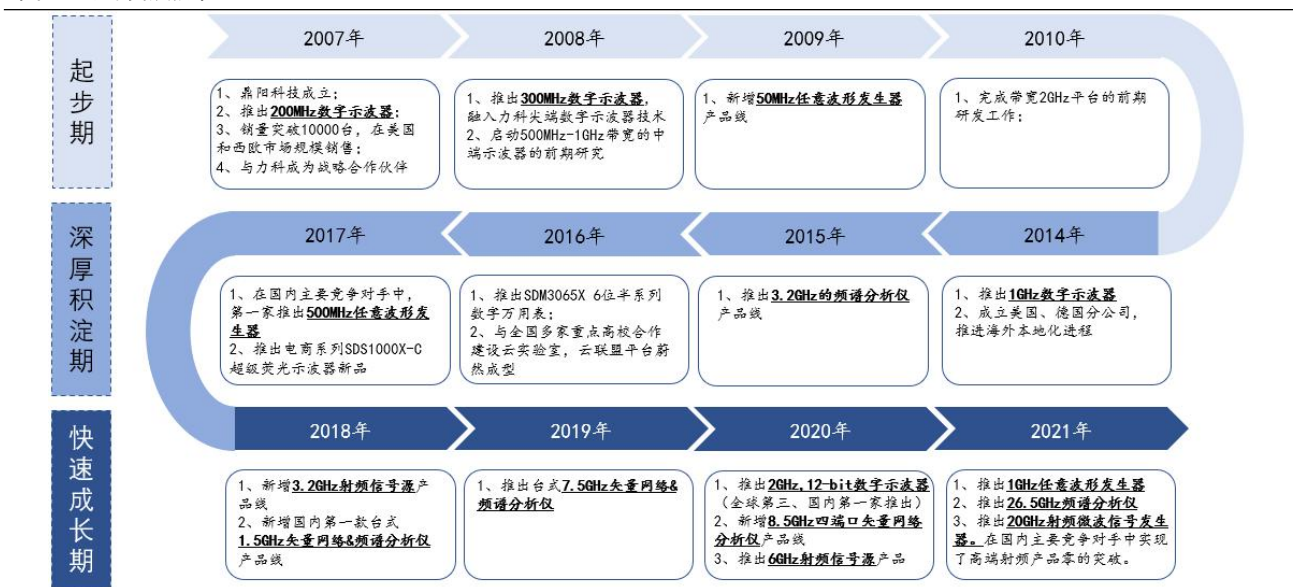
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

快速成长的国内通用电子测量仪器领先企业

鼎阳科技成立于 2007 年，主营通用电子测试测量仪器的开发、生产和销售，产品包括数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪和电源类产品。公司产品销往全球 80 多个国家和地区，2021 年海外/国内收入占比分别为 71.11%/26.51%，主要销售区域为北美、欧洲和亚洲电子相关产业发达的地区，获得国内外知名企业和教育机构的认可，客户群包括苹果、华为、思科、英特尔、英伟达、Google、赛默飞、NASA、比亚迪、大疆、麻省理工、清华大学等。

公司成立十五年，凭借技术、产品、品牌、渠道端的深厚积累，步入高速成长期。公司发展历程分为三个阶段：1) 2007-2012 年：起步阶段，自主研发数字示波器起家，积累庞大客户群：公司成立于 2007 年，自主研发入门款数字示波器起家，凭借媲美进口产品的性能叠加显著高性价比优势，抓住市场上由模拟示波器向数字示波器转化的时代机遇，快速切入低端数字示波器市场，积累了庞大客户群基础。随后公司和美国高端数字示波器品牌力科达成战略合作，产品设计和工艺能力均有显著提升，随后公司推出任意波形发生器，深耕时域产品领域。2) 2013-2017 年：深厚积淀期，产品迈上中档次，切入射频类领域：公司 2013 年推出 500MHz 数字示波器、2014 年推出 1GHz 数字示波器，迈上欧美标准的中端档次。2015 年公司自主品牌业务占比超过给力科的 ODM，并切入射频类仪器领域，新增频谱分析仪。3) 2018-2021 年：快速成长期，频繁推出多款中高端产品，推新品节奏加快：公司 2019 年推出 7.5GHz 矢量网络&频谱分析仪，2020 年推出 2GHz 数字示波器、8.5GHz 矢量网络分析仪、6GHz 射频信号发生器，均属于欧美标准中档产品。2021 年公司推出 1GHz 中端任意波形发生器、26.5GHz 的高端频谱分析仪和 20GHz 高端射频微波信号发生器，2022 年推出 26.5GHz 高端矢量网络分析仪，成为国内首家突破高端档次射频微波信号发生器和频谱分析仪的厂商，大幅领先竞争对手。总体来看，公司以数字示波器起家，不断横向拓展产品线，目前已覆盖通用电子测试测量仪器的四大主力产品品类。

图7：公司发展历程

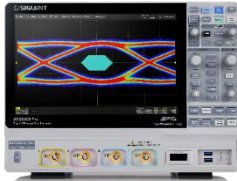


资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品线基本完整，目前已能覆盖大部分应用场景。根据 Technavio 统计，2019 年

通用电子测试测量仪器规模 61.18 美元，其中数字示波器、频谱分析仪、信号发生器、网络分析仪占比 28.34%/22.23%/14.33%/12.42%，合计 77.32%，是通用电子测试测量仪器的四大主力品类，目前鼎阳产品线已基本覆盖，针对下游通讯、半导体、汽车电子、医疗电子、消费电子、航空航天、教育科研等应用领域，公司丰富的产品线已能满足大部分应用场景的测试需求，可提供汽车电子、智能制造、电源、物联网领域部分应用场景的配套测试服务。

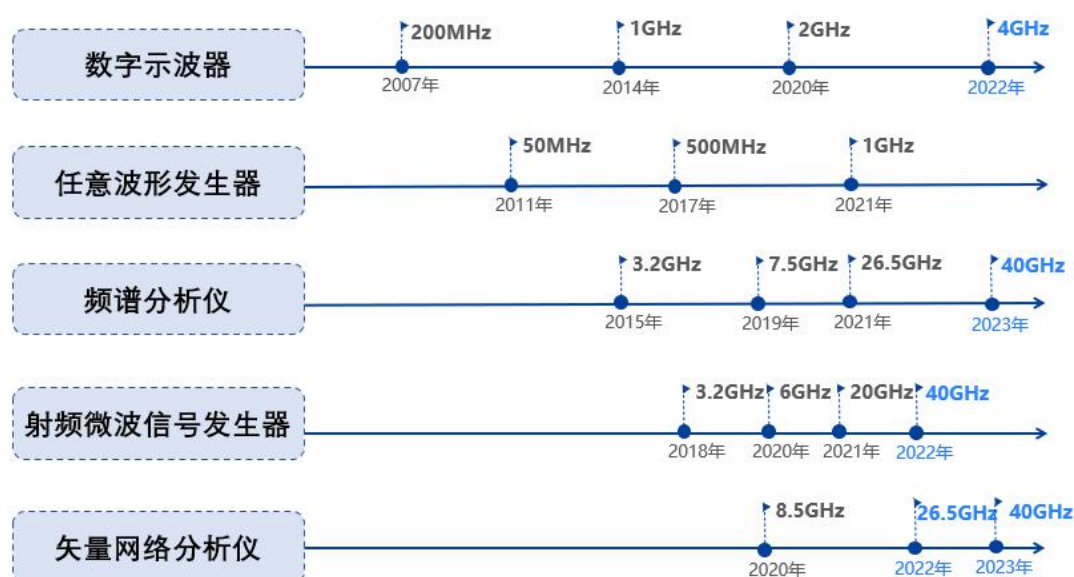
表1：公司主要产品线展示

数字示波器	任意波形发生器	频谱分析仪	射频微波信号发生器	矢量网络分析仪
2007 年推出	2009 年推出	2015 年推出	2018 年推出	2020 年推出
				

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

新产品推出节奏加快，全产品线迈上中档台阶，频域类产品跻身高档。公司创立初期从低档入门款产品起步，凭借自身技术水平提升，持续提高产品各类核心指标，目前公司全产品线均已迈上中档次台阶（欧美企业通行标准）。公司于 2022 年 3 月发布 26.5GHz 矢量网络分析仪，2022 年底还将发布 4GHz 数字示波器，2023 年计划发布 40GHz 射频微波信号发生器、40GHz 矢量网络分析仪，将迈上高档次产品台阶。**从产品推新节奏来看，全产品线推出新品节奏加快。**时域类产品中，数字示波器带宽从 1GHz 提升至 2GHz 用时 6 年，预计 2GHz 至 4GHz 仅需 3 年。频域类产品中，频谱仪从 3.2GHz 提升至 7.5GHz、再提升至 26.5GHz 分别用时 4 年、2 年，预计 26.5GHz 至 40GHz 仅需 2 年。经过前期技术经验积淀，公司在中档次产品端推新品的节奏明显加快，技术提升和产品推新势头强劲。未来公司将持续优化产品结构向更高档次提升，有望实现更大增长潜力。

图8：公司产品线推出新品节奏



资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表2：公司产品的档次划分依据（欧美企业通行标准）

产品及档次指标	核心指标	档次	档次划分	发展
数字示波器	带宽	低端	300MHz 以下	需求量大，对测试功能和测量精度的要求不断提高，产品需要持续更新升级。
		中端	300MHz~4GHz	需求量较大，随着高速数字和串行技术发展很快，市场需求同步增长。
		高端	4GHz 以上	需求量较小，随着超高速信号应用研究的逐步增多，市场需求将有所增长。
任意波形发生器	最高输出频率	低端	300MHz 以下	需求量大，对测试功能和测量精度的要求不断提高，产品需要持续更新升级。
		中端	300MHz~4GHz	需求量较小，随着高速设备应用的增多有所发展。
		高端	4GHz 以上	需求量极小，随着超高速信号应用研究的逐步增多，市场需求将有所增长。
射频微波信号发生器	最高输出频率	低端	6GHz 以下	需求量大，对测试功能和测量精度的要求不断提高，产品需要持续更新升级。
		中端	6GHz~20GHz	需求量较小，随着射频行业应用的增多，发展很快。
		高端	20GHz 以上	需求量较小，随着 5G、微波毫米波行业的发展，未来将会迅速发展。
频谱和矢量网络分析仪	测量频率范围	低端	6GHz 以下	需求量大，对测试功能和测量精度的要求不断提高，产品需要持续更新升级。
		中端	6GHz~20GHz	需求量较小，随着射频行业应用的增多，发展极快。
		高端	20GHz 以上	需求量较小，随着 5G、微波毫米波行业的发展，未来将会迅速发展。

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理

表3：公司各项产品技术参数与国内外竞争对手对比情况

产品	核心指标	公司最高水平	国内主要竞争对手最高水平	国外主要竞争对手最高水平
数字示波器	带宽，垂直分辨率	1GHz, 8bit	2GHz, 8bit	110GHz, 8bit
		2GHz, 12bit	无	10GHz, 12bit
任意波形发生器	最高输出频率	1GHz	350MHz	70GHz
信号发生器	采样率	5GSa/s	1GSa/s	256GSa/s
	频率范围	9kHz~20GHz	9kHz~13.6GHz	8kHz~67GHz
矢量信号发生器	频率范围	9kHz~6GHz	9kHz~6.5GHz	100kHz~44GHz
	射频输出带宽	150MHz	60MHz	2GHz
频谱分析仪	频率范围	9kHz~26.5GHz	9kHz~7.5GHz	2Hz~110GHz
	实时分析带宽	40MHz	40MHz	1GHz
矢量网络分析仪	频率范围	9kHz~26.5GHz	无	10MHz~110GHz

资料来源：公司招股说明书，国信证券经济研究所整理 注：产品指标信息来自各公司官网披露的产品数据手册

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

按假设前提，我们预计公司未来3年归母净利润1.35/1.89/2.67亿元，增速分别为67%/40%/42%。每股收益分别为1.26/1.77/2.50元

数字示波器：公司数字示波器产品具有高带宽、低噪声、高刷新、深存储等特点，测试测量功能丰富，随着公司未来将推出4GHz带宽高端数字示波器产品，产品档次进一步提升，未来收入有望实现较快增长。预计2022-2024年数字示波器营收为2.06/2.78/3.75亿元，同比增长33%/35%/35%。

波形和信号发生器：公司已于2021年推出1GHz频率中端任意波形发生器、20GHz射频微波信号发生器，将于2022年推出40GHz射频微波信号发生器，未来高端新产品推出将有望带动收入较快增长。预计2022-2024年波形和信号发生器营收为0.65/0.90/1.27亿元，同比增长35%/40%/40%。

频谱和矢量网络分析仪：公司于2022年3月发布26.5GHz高端矢量网络分析仪，进一步增强射频领域产品优势。预计2022-2024年频谱和矢量网络分析仪营收为0.61/0.94/1.46亿元，同比增长50%/55%/55%。

表4：东华测试业务拆分

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
数字示波器					
收入（亿元）	1.16	1.55	2.06	2.78	3.75
增速	10.50%	33.50%	33.00%	35.00%	35.00%
成本（亿元）	0.54	0.73	0.97	1.25	1.65
毛利（亿元）	0.62	0.82	1.09	1.53	2.10
毛利率（%）	53.45%	52.80%	53.00%	55.00%	56.00%
波形和信号发生器					
收入（亿元）	0.36	0.48	0.65	0.90	1.27
增速	13.85%	33.00%	35.00%	40.00%	40.00%
成本（亿元）	0.14	0.19	0.25	0.34	0.47
毛利（亿元）	0.22	0.29	0.39	0.56	0.80
毛利率（%）	61.38%	60.70%	61.00%	62.00%	63.00%
频谱和矢量网络分析仪					
收入（亿元）	0.28	0.41	0.61	0.94	1.46
增速	32.74%	45.00%	50.00%	55.00%	55.00%
成本（亿元）	0.08	0.12	0.18	0.26	0.39
毛利（亿元）	0.20	0.28	0.43	0.68	1.07
毛利率（%）	70.24%	70.00%	70.00%	72.00%	73.00%
电源及其他					
收入（亿元）	0.38	0.53	0.72	0.93	1.21
增速	24.29%	40.00%	35.00%	30.00%	30.00%
成本（亿元）	0.17	0.24	0.32	0.42	0.55
毛利（亿元）	0.21	0.29	0.40	0.51	0.67
毛利率（%）	55.02%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
其他业务					
收入（亿元）	0.03	0.07	0.09	0.10	0.12
增速	107.92%	143.95%	20.00%	20.00%	20.00%
成本（亿元）	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07
毛利（亿元）	0.01	0.03	0.03	0.04	0.05
毛利率（%）	48.58%	40.62%	40.00%	40.00%	40.00%
合计					
总营收（亿元）	2.21	3.04	4.12	5.66	7.82
增速	16.49%	37.48%	35.63%	37.55%	38.03%
营业成本（亿元）	0.95	1.32	1.78	2.34	3.13
毛利率	57.07%	56.44%	56.84%	58.67%	59.90%
毛利（亿元）	1.26	1.71	2.34	3.32	4.68

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收 4.12/5.66/7.82 亿元，同比增长 35.63%/37.55%/38.03%，毛利率分别为 56.84%/58.67%/59.90%，毛利 2.34/3.32/4.68 亿元，同比增长 36.60%/41.98%/40.92%。

未来 3 年业绩预测

表5：未来 3 年盈利预测表（百万元）

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	304	412	567	782
营业成本	132	178	234	314
销售费用	38	55	62	78
管理费用	8	14	18	23
研发费用	38	54	68	94
财务费用	2	(36)	(22)	(21)
营业利润	90	151	213	302
利润总额	90	151	213	302
归属于母公司净利润	81	135	189	267

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营收 4.12/5.67/7.82 亿元，同比增长 35.63%/37.55%/38.03%，归母净利润分别为 1.35/1.89/2.67 亿元，同比增长 66.46%/39.78%/41.46%。

盈利预测的敏感性分析

我们根据乐观、中观、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 1.38/2.00/2.94 亿元，同比增长 70.83%/44.79%/46.47%；2）中性假设下，公司 2022-2024 年净利润分别为 1.35/1.89/2.67 亿元，同比增长 66.46%/39.78%/41.46%；3）悲观假设下，公司 2022-2024 年净利润分别 1.31/1.77/2.42 亿元，同比增长 62.09%/34.81%/36.50%。

表6：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测				
营业收入(百万元)	304	427	609	871
(+/-%)	37.60%	40.63%	42.55%	43.03%
净利润(百万元)	81	138	200	294
(+/-%)	50.92%	70.83%	44.79%	46.47%
中性预测				
营业收入(百万元)	304	412	567	782
(+/-%)	37.60%	35.63%	37.55%	38.03%
净利润(百万元)	81	135	189	267
(+/-%)	50.92%	66.46%	39.78%	41.46%
悲观的预测				
营业收入(百万元)	304	397	526	700
(+/-%)	37.60%	30.63%	32.55%	33.03%
净利润(百万元)	81	131	177	242
(+/-%)	50.92%	62.09%	34.81%	36.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 88.41-97.25 元, 给予买入评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值: 84.77-115.30 元

公司是国内通用电子测试测量仪器领先企业, 产品线丰富, 已能满足大部分应用场景的测试需求, 产品从中低端做起, 通过持续的研发投入和技术积累, 品牌渠道不断完善, 当前向中高端市场拓展, 有望通过全球替代+进口替代实现加速成长。我们预计公司未来收入业绩端保持一定增长, 未来五年估值假设条件见下表:

表7: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	16.49%	37.60%	35.63%	37.55%	38.03%	35.00%	30.00%
营业成本/营业收入	42.93%	43.52%	43.16%	41.33%	40.10%	40.00%	39.90%
管理费用/营业收入	3.88%	2.73%	3.50%	3.20%	3.00%	2.90%	2.80%
研发费用/营业收入	13.08%	12.60%	13.00%	12.00%	12.00%	11.90%	11.80%
销售费用/销售收入	12.89%	12.52%	13.40%	11.00%	10.00%	9.90%	9.80%
营业税及附加/营业收入	0.94%	0.68%	0.82%	0.81%	0.82%	0.82%	0.82%
所得税税率	12.83%	10.35%	10.85%	11.35%	11.60%	11.27%	11.40%
股利分配比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

表8: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.57	T	10.85%
无风险利率	3.27%	Ka	7.44%
股票风险溢价	7.36%	有杠杆 Beta	0.57
公司股价 (元)	74.2	Ke	7.44%
发行在外股数 (百万)	107	E/(D+E)	99.98%
股票市值 (E, 百万元)	7915	D/(D+E)	0.02%
债务总额 (D, 百万元)	2	WACC	7.44%
Kd	5.42%	永续增长率 (10年后)	1.50%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价格区间为 84.77-115.30 元。

绝对估值的敏感性分析

绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		7.0%	7.2%	7.4%	7.6%	7.8%
永续 增长 率变 化	2.1%	115.30	110.20	105.49	101.14	97.09
	1.9%	111.86	107.07	102.63	98.52	94.69
	1.7%	108.67	104.16	99.97	96.08	92.45
	1.5%	105.71	101.46	97.49	93.80	90.35
	1.3%	102.96	98.93	95.17	91.66	88.37
	1.1%	100.40	96.57	93.00	89.66	86.52
	0.9%	98.00	94.36	90.96	87.77	84.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测

相对估值：88.41–97.25 元

鼎阳科技是国内通用电子测试测量仪器领先公司，产品线包括数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪和电源类产品。我们选择产品线类似的普源精电、坤恒顺维作为可比公司，均与公司业务具有一定相似性。可比公司 2023 年 PE 均值为 49.47 倍，考虑到公司的成长性，给予 2023 年 PE 50–55 倍，合理目标价格区间为 88.41–97.25 元。

表10：可比公司估值表

公司	投资评级	市值（亿元）	股价（元） 20220812	EPS				PE			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
普源精电-U	未评级	95.59	78.80	-0.04	0.70	1.31	1.86	-	112.57	60.15	42.37
坤恒顺维	未评级	44.65	53.15	0.81	0.94	1.37	1.85	65.62	56.54	38.80	28.73
							平均值	65.62	84.56	49.47	35.55
鼎阳科技	买入	79.15	74.20	0.76	1.26	1.77	2.50	97.64	58.66	41.96	29.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理和预测 注：未评级公司系 WIND 一致预期

投资建议

公司是国内通用电子测试测量仪器领先公司，全球市场空间广阔且保持稳健增长，公司通过持续的研发投入和技术积累，品牌渠道不断完善，产品档次从中低端向高端市场拓展，有望受益行业国产替代加速趋势，未来成长空间广阔。我们看好公司长期成长潜力，预计 2022–2024 年归母净利润为 1.35/1.89/2.67 亿元，EPS 为 1.26/1.77/2.50 元，对应 PE 59/42/30 倍，公司合理估值为 88.41–97.25 元（对应 23 年 PE 为 50–55 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出,假设具有一定主观性,因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符,可能导致估值区间和实际结果不符。

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为3.27%、风险溢价7.36%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来10年后公司TV增长率为1.5%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;
- 4、相对估值方面我们选取了与公司业务相近的公司进行比较,同时考虑公司成长性,对可比公司平均动态PE进行修正,最终给予公司50-55倍PE,可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对业务增长和盈利能力假设,其中涉及新业务收入增速、毛利率、期间费用率等假设均带有一定主观性,可能和实际结果有所偏差,导致对公司的盈利预测高于实际情况。

经营风险

经销体系拓展风险:通用电子测试测量仪器属于技术密集型产品,对经销商的专业度要求较高,优质经销商的培育周期较长,而公司起步较晚,综合实力较强的核心经销商数量相对国外优势企业较少。若公司不能有效拓展或培育优质经销商,可能对公司品牌及产品的推广产生不利影响,影响公司经营业绩的持续增长。

中美贸易摩擦风险:目前公司所有出口美国的产品均被加征25%关税,若未来我国与美国之间贸易摩擦进一步加剧,可能导致公司产品的关税进一步增加甚至存在产品出口受限的风险,这将会对公司生产经营造成不利影响,进而对公司整体经营业绩产生不利影响。

汇率波动风险:公司产品以出口为主,主要以美元和欧元结算。人民币兑美元、欧元的汇率波动,会对公司境外收入、毛利率、汇兑损益等造成一定影响,进而对公司整体经营业绩产生不利影响。

原材料价格上涨,芯片供应紧张导致交期延长风险:2021年以来,上游原材料价格上涨、芯片类原材料供需关系紧张,波及整个电子行业上下游产业链,芯片类原材料供应时间延长直接导致公司交货周期边长,从而影响整体收入情况。

技术风险

高端产品及相应技术开发不及预期的风险：国外优势企业起步较早，产品档次相对更高、产品线相对更为丰富，相应的技术更先进。公司在产品布局及技术积累上与国外优势企业仍存在较大差距。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。

核心技术人员流失风险：通用电子测试测量仪器属技术密集型产品，对技术经验丰富的复合型人才需求较大。公司重视对技术人才的培养，并制定了相应机制，鼓励技术创新，保证了各项研发工作的有效组织和成功实施。若未来核心技术人员流失，公司的技术创新和产品创新将受到不利影响，使公司处于市场竞争的不利地位。

披露信息：根据《发布证券研究报告暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告〔2020〕20号）第十二条规定，我公司特披露：截至2022年08月15日，公司以自有资金投资持有“鼎阳科技”（688112）1066668股。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	110	1282	1402	1498	1671	营业收入	221	304	412	567	782
应收款项	33	50	55	84	116	营业成本	95	132	178	234	314
存货净额	54	100	115	155	216	营业税金及附加	2	2	3	5	6
其他流动资产	7	14	15	22	31	销售费用	28	38	55	62	78
流动资产合计	205	1446	1587	1759	2035	管理费用	9	8	14	18	23
固定资产	6	10	33	74	103	研发费用	29	38	54	68	94
无形资产及其他	0	0	1	2	3	财务费用	2	2	(36)	(22)	(21)
投资性房地产	3	14	14	14	14	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	1	0	1	1	1
资产总计	214	1470	1636	1849	2155	其他收入	5	7	7	11	14
短期借款及交易性金融负债	0	4	2	2	2	营业利润	62	90	151	213	302
应付款项	29	41	59	74	100	营业外净收支	(0)	0	(0)	(0)	0
其他流动负债	23	24	38	48	60	利润总额	62	90	151	213	302
流动负债合计	51	68	99	124	163	所得税费用	8	9	16	24	35
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	10	10	10	10	归属于母公司净利润	54	81	135	189	267
长期负债合计	3	10	10	10	10	现金流量表（百万元）					
负债合计	54	78	109	134	173	净利润	54	81	135	189	267
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	(1)	0	0	0
股东权益	160	1391	1526	1715	1982	折旧摊销	2	2	2	4	6
负债和股东权益总计	214	1470	1636	1849	2155	公允价值变动损失	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	2	2	(36)	(22)	(21)
每股收益	0.67	0.76	1.26	1.77	2.50	营运资本变动	(2)	(60)	12	(51)	(64)
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	(0)	1	(0)	(0)	(0)
每股净资产	2.00	13.04	14.31	16.08	18.58	经营活动现金流	52	23	148	141	209
ROIC	38%	10%	8%	18%	22%	资本开支	0	(6)	(26)	(46)	(36)
ROE	34%	6%	9%	11%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	57%	56%	57%	59%	60%	投资活动现金流	0	(6)	(26)	(46)	(36)
EBIT Margin	26%	28%	26%	32%	34%	权益性融资	(3)	1151	0	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	27%	32%	35%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	16%	38%	36%	38%	38%	支付股利、利息	0	0	0	0	0
净利润增长率	52%	51%	66%	40%	41%	其它融资现金流	0	3	(2)	0	1
资产负债率	25%	5%	7%	7%	8%	融资活动现金流	(2)	1154	(2)	0	1
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	现金净变动	50	1171	121	95	174
P/E	110.5	97.6	58.7	42.0	29.7	货币资金的期初余额	60	110	1282	1402	1498
P/B	37.1	5.7	5.2	4.6	4.0	货币资金的期末余额	110	1282	1402	1498	1671
EV/EBITDA	100.1	91.7	73.4	44.0	29.7	企业自由现金流	0	12	84	66	142
						权益自由现金流	0	16	115	85	161

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032