

受大额订单确认节奏影响，24Q1 业绩承压

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年报和 24Q1 业绩，23 年实现营收 4.8 亿，同比+21.5%；归母净利润 1.6 亿，同比+10.3%；单 23Q4 实现营收 1.3 亿，同比+2.6%；归母净利润 0.36 亿，同比-10.0%；24Q1 实现营收 1.0 亿，同比+1.6%；归母净利润 0.3 亿，同比-15.3%。推进产品高端化战略，毛利率持续提升。
- **深入推进产品高端化战略，高端产品量价齐升带动公司综合毛利率提升；研发投入增长、利息收入和一次性政府补助减少等影响，期间管理费用率有所增长。**2023 年，公司产品高端化战略持续推进，综合毛利率为 61.3%，同比+3.76pp，毛利率提升主要系公司高端产品量价齐升，继续维持高速增长的良好势头，高端产品占比提升至 22%，同比+4pp，拉动四大类产品平均单价同比提升 23.4%；净利率为 32.1%，同比-3.27pp；期间费用率为 38.6%，同比+7.39pp，细分来看，销售、管理、研发和财务费用率分别同比+1.07pp、+0.30pp、+3.33pp、+2.69pp，主要系持续加大研发及销售方面的投入、利息收入减少。24Q1 来看，公司毛利率为 63.1%，同比+3.93pp，净利率为 29.3%，同比-5.85pp；期间费用率为 33.6%，同比+6.85pp，细分来看，销售、管理、研发和财务费用率分别同比+1.46pp、-1.07pp、+3.66pp、+2.79pp，主要系 24Q1 公司一次性补助减少、研发投入增长、汇率波动等。
- **大额订单待确认收入，24Q1 公司营收承压；自主品牌业务优势凸显，产品结构持续优化，公司竞争力提升。**24Q1，公司营收同比增长 2.6%，略低于预期，考虑到 Q1 公司已发货但未确认收入的订单折合营收约 0.13 亿元，若能确认收入，则本报告期收入同比增速将提升至 13.9%。24Q1，公司给公司自主品牌“SIGLENT”营收同比+5.6%，呈现出相对更好的增长趋势；从产品的销售单价上看，销售单价 3 万以上的产品，销售额同比+32.9%，销售单价 5 万以上的产品，销售额同比+74.2%，高端产品增长显著，拉动公司盈利能力持续提升。
- **公司为国内技术领先的通用电子测试测量仪器企业，境内市场受益国产替代保持高增长，境外市场需求企稳回升，长期增长动能充足。**目前国家相关政策多次强调要打好科技仪器国产化攻坚战，科学仪器自主可控迫在眉睫，海外市场需求有望企稳回升，发展空间广阔；2023 年公司国内市场实现营收 1.9 亿，同比+33.8%，毛利率下降 0.72pp 至 62.2%，海外市场实现营收 2.9 亿，同比+16.8%，毛利率提升 7.01pp 至 61.5%。公司为全球极少数同时拥有数字示波器、波形和信号发生器、频谱分析仪和矢量网络分析仪四大主力产品在内的通用电子测试测量仪器厂家之一，且已全线进入高端领域，产品竞争力不断提升，且公司持续加强对直销队伍的管理和建设、对各行业典型大客户及高端产品的销售推进工作，长期看未来有望深度助力并受益于国产替代、海外市场开拓。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8、2.3、2.8 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 22%，维持“持有”评级。
- **风险提示：**技术与产品研发风险、芯片供应紧张风险、国际贸易摩擦风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	483.23	591.54	730.96	897.51
增长率	21.50%	22.41%	23.57%	22.79%
归属母公司净利润（百万元）	155.26	186.24	226.26	281.20
增长率	10.29%	19.95%	21.49%	24.28%
每股收益 EPS（元）	0.98	1.17	1.42	1.77
净资产收益率 ROE	9.94%	10.86%	11.88%	13.14%
PE	35	29	24	19
PB	3.45	3.14	2.83	2.52

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：邵桂龙
执业证号：S1250521050002
电话：021-58351893
邮箱：tgl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.59
流通 A 股(亿股)	0.46
52 周内股价区间(元)	26.51-91.97
总市值(亿元)	53.89
总资产(亿元)	29.43
每股净资产(元)	21.38

相关研究

1. 鼎阳科技（688112）：高端化战略推进，毛利率同环比持续提升（2023-10-26）
2. 鼎阳科技（688112）：主力产品量价齐升，整体配套能力增强（2023-08-25）

盈利预测

关键假设：

公司的四大主力优势产品频谱和矢量网络分析仪产品技术国内领先，且公司产品矩阵完善、市场空间大、增速快、毛利率高，产品高端化能够进一步提升毛利率水平；且由于目前公司产品中高端占比提升拉动产品客单价，预计 2024-2026 年该业务整体增速为 21%、22%、21%；结合 2023Q1 以来公司产品毛利率环比连续提升，预计 2024-2026 年毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
四大主力产品	收入	391.48	472.97	577.68	699.31
	增速	22.96%	20.81%	22.14%	21.05%
	毛利率	64.05%	64.80%	65.78%	65.89%
其他业务	收入	91.75	118.58	153.28	198.20
	增速	15.69%	29.20%	29.26%	29.31%
	毛利率	55.59%	47.89%	47.83%	47.77%
合计	收入	483.23	591.55	730.96	897.51
	增速	21.50%	22.41%	23.57%	22.79%
	毛利率	61.30%	61.41%	62.02%	61.89%

数据来源：Wind，西南证券

相对估值

我们选取普源精电、坤恒顺维两家与公司同属于电子测量仪器赛道的公司作为可比公司，普源精电是国内电子通用测量仪器自研芯片领军企业，坤恒顺维是无线电测试仿真仪器仪表领先厂商。2 家可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 34、25、20 倍。公司深耕通用电子测量领域，是国内唯一实现四大主力产品高端化且全球化销售的电子通用仪器生产商，将充分受益国产替代和海外制造升级红利，助力业绩高增长。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8、2.3、2.8 亿元，未来三年归母净利润复合增长率为 22%，维持“持有”评级。

表 2：可比公司估值（截至 2024 年 4 月 30 日）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688337.SH	普源精电	35.14	0.86	1.17	1.47	40.86	29.97	23.98
688283.SH	坤恒顺维	38.65	1.47	1.96	2.39	26.23	19.69	16.19
可比公司平均值						33.54	24.83	20.09

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	483.23	591.54	730.96	897.51	净利润	155.26	186.22	226.24	281.17
营业成本	186.99	228.27	277.63	342.03	折旧与摊销	7.73	2.58	2.58	2.58
营业税金及附加	3.24	3.85	4.75	5.83	财务费用	-43.60	-39.84	-33.95	-36.62
销售费用	74.89	88.73	102.33	121.16	资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00
管理费用	20.57	124.22	149.85	175.01	经营营运资本变动	-24.38	-66.40	-61.85	-76.09
财务费用	-43.60	-39.84	-33.95	-36.62	其他	12.15	-15.93	-20.07	-20.75
资产减值损失	-0.90	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	106.27	66.64	112.96	150.30
投资收益	1.47	20.00	20.00	20.00	资本支出	-13.01	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.50	0.50	0.50	其他	-6.71	20.50	20.50	20.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-19.72	15.50	15.50	15.50
营业利润	175.35	206.81	250.84	310.59	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-6.22	-4.40	-4.93	-4.97	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	169.13	202.41	245.91	305.62	股权融资	9.69	0.00	0.00	0.00
所得税	13.87	16.19	19.67	24.45	支付股利	-90.67	-31.05	-37.25	-45.25
净利润	155.26	186.22	226.24	281.17	其他	-9.04	32.14	33.95	36.62
少数股东损益	0.00	-0.02	-0.02	-0.03	筹资活动现金流净额	-90.02	1.09	-3.30	-8.64
归属母公司股东净利润	155.26	186.24	226.26	281.20	现金流量净额	2.61	83.23	125.16	157.16
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1308.31	1391.53	1516.69	1673.85	成长能力				
应收和预付款项	75.35	110.96	135.40	162.79	销售收入增长率	21.50%	22.41%	23.57%	22.79%
存货	206.88	250.86	305.15	376.83	营业利润增长率	11.58%	17.94%	21.29%	23.82%
其他流动资产	11.05	13.52	16.71	20.52	净利润增长率	10.29%	19.94%	21.49%	24.28%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	21.53%	21.56%	29.44%	26.01%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	31.15	28.90	26.65	24.40	毛利率	61.30%	61.41%	62.02%	61.89%
无形资产和开发支出	0.11	4.96	9.81	14.67	三费率	10.73%	29.27%	29.86%	28.92%
其他非流动资产	30.03	29.84	29.65	29.47	净利率	32.13%	31.48%	30.95%	31.33%
资产总计	1662.86	1830.58	2040.07	2302.53	ROE	9.94%	10.86%	11.88%	13.14%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	9.34%	10.17%	11.09%	12.21%
应付和预收款项	71.98	98.80	118.72	144.50	ROIC	48.54%	48.39%	50.64%	52.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	28.86%	28.66%	30.03%	30.81%
其他负债	28.81	16.37	16.95	17.70	营运能力				
负债合计	100.79	115.17	135.67	162.21	总资产周转率	0.30	0.34	0.38	0.41
股本	159.20	159.20	159.20	159.20	固定资产周转率	19.59	19.70	26.32	35.16
资本公积	1095.76	1095.76	1095.76	1095.76	应收账款周转率	6.16	7.06	6.47	6.60
留存收益	305.28	460.46	649.48	885.42	存货周转率	1.02	0.99	0.99	1.00
归属母公司股东权益	1562.07	1715.43	1904.44	2140.39	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	113.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	-0.02	-0.04	-0.07	资本结构				
股东权益合计	1562.07	1715.41	1904.40	2140.32	资产负债率	6.06%	6.29%	6.65%	7.04%
负债和股东权益合计	1662.86	1830.58	2040.07	2302.53	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	18.39	17.41	16.18	15.04
					速动比率	16.01	14.94	13.68	12.50
					股利支付率	58.40%	16.67%	16.46%	16.09%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	139.48	169.55	219.47	276.55	每股收益	0.98	1.17	1.42	1.77
PE	34.71	28.94	23.82	19.16	每股净资产	9.81	10.78	11.96	13.44
PB	3.45	3.14	2.83	2.52	每股经营现金	0.67	0.42	0.71	0.94
PS	11.15	9.11	7.37	6.00	每股股利	0.57	0.20	0.23	0.28
EV/EBITDA	29.10	23.41	17.51	13.33					
股息率	1.68%	0.58%	0.69%	0.84%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn