

2025 年 04 月 23 日

业绩超预期，产品高端化与国产替代共振

鼎阳科技(688112)

评级:	买入	股票代码:	688112
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	35.28/20.36
目标价格:		总市值(亿)	51.18
最新收盘价:	32.15	自由流通市值(亿)	51.18
		自由流通股数(百万)	159.20

事件概述

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。

►25Q1 业绩超预期，收入拐点已至

公司 25Q1 实现收入 1.32 亿元，同比增长 26.9%，大超市场预期；实现归母净利润 0.41 亿元，同比增长 34%。我们认为公司的业绩拐点已至，既是行业 24Q3 以后的需求逐步修复，也是公司常年高端产品积累的结果。从细节看，25Q1 公司高端产品量价齐升，高端收入同比增长 87%，且公司高端产品的收入占比到了 29%，环比 24 年提升了 5pct。在没有收并购的情况下，公司 25Q1 已经到了最近一年多的季度收入拐点，看好 25Q2 收入增速进一步提升。根据公司年报，公司在马来西亚建立了生产基地，目前已完成当地政府要求的各类手续和厂房建设，于 2025 年 4 月底正式投产，海外产能的建设保证了公司海外客户发货的稳定。

►关税风波影响，看好国产仪器收入提速

根据公司一季报，公司销售单价 3 万以上的产品，销售额同比增长 73.22%；销售单价 5 万以上的产品，销售额同比增长 89.93%。售价越高的产品，增长越快，充分体现了高端化战略的成效。25Q2 在关税风波影响下，下游客户的国产替代有望提速。从鼎阳科技 25Q1 的业绩来看，公司多年的高端化产品储备，有望与国产替代加速共振，看好公司在二季度继续有良好的业绩表现。

►保持较高研发投入，盈利能力维持高位

根据公司财报，公司 24 年毛利率为 61.1%，与 23 年全年近似持平；25Q1 毛利率为 61.8%，同比微降。公司长期保持较高的研发投入，24 年全年研发费用 1.1 亿元，同比增长 26%，由于 24 年下游需求相对一般，高研发投入拖累了利润。25Q1 公司研发费用率为 19.8%，仍然保持在较高水平，公司长期的高研发投入保证了产品的竞争力，以及高端产品的持续迭代。我们看好公司 25 年收入端回暖，高端产品放量，拉动利润增长。

投资建议

参考最新业绩报告，我们调整 25-26 年盈利预测，25-26 年营业收入由 5.37/6.59 亿元调整至 6.59、8.33 亿元，归母净利润由 1.85/2.20 亿元调整至 1.95/2.63 亿元，EPS 由 0.88/1.04 元调整至 1.22/1.65 元，新增 27 年盈利预测，预计 27 年公司实现营业收入 10.58 亿元，归母净利润 3.53 亿元，EPS 为 2.22 元。公司 2025/4/23 日收盘股价 32.15 元，对应 25-27 年 PE 为 26.3、19.5 和 14.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示

技术研发不及预期；高端市场开拓进度不及预期；下游需求修复不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	483	497	659	833	1,058
YoY (%)	21.5%	2.9%	32.4%	26.5%	27.0%
归母净利润(百万元)	155	112	195	263	353
YoY (%)	10.3%	-27.8%	73.9%	34.9%	34.4%
毛利率 (%)	61.3%	61.1%	63.7%	63.9%	64.2%
每股收益 (元)	0.98	0.70	1.22	1.65	2.22
ROE	9.9%	7.3%	11.3%	13.2%	15.1%
市盈率	32.81	45.93	26.25	19.47	14.48

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 石城

邮箱: shicheng@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524080001

联系电话:

分析师: 黄瑞连

邮箱: huangrli@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524030001

联系电话:

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	497	659	833	1,058	净利润	112	195	263	353
YoY (%)	2.9%	32.4%	26.5%	27.0%	折旧和摊销	24	12	12	16
营业成本	194	239	300	379	营运资金变动	-20	66	3	-43
营业税金及附加	3	4	5	7	经营活动现金流	118	277	283	332
销售费用	88	99	125	159	资本开支	-34	-24	-55	-66
管理费用	26	23	29	37	投资	0	0	0	0
财务费用	-34	-15	-17	-28	投资活动现金流	-34	-22	-53	-63
研发费用	108	119	133	159	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	债务募资	0	0	0	0
投资收益	0	2	2	3	筹资活动现金流	-152	0	0	0
营业利润	121	208	280	376	现金净流量	-68	255	230	269
营业外收支	-3	-3	-4	-4	主要财务指标				
利润总额	118	205	277	372	成长能力				
所得税	6	10	14	19	营业收入增长率	2.9%	32.4%	26.5%	27.0%
净利润	112	195	263	353	净利润增长率	-27.8%	73.9%	34.9%	34.4%
归属于母公司净利润	112	195	263	353	盈利能力				
YoY (%)	-27.8%	73.9%	34.9%	34.4%	毛利率	61.1%	63.7%	63.9%	64.2%
每股收益	0.70	1.22	1.65	2.22	净利率	22.5%	29.6%	31.6%	33.4%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	6.7%	10.2%	11.9%	13.6%
货币资金	1,227	1,482	1,712	1,981	净资产收益率 ROE	7.3%	11.3%	13.2%	15.1%
预付款项	7	12	12	15	偿债能力				
存货	237	196	205	259	流动比率	14.82	12.80	11.85	11.15
其他流动资产	91	92	109	132	速动比率	12.51	11.31	10.59	9.87
流动资产合计	1,562	1,781	2,037	2,387	现金比率	11.64	10.65	9.96	9.25
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	8.6%	9.3%	9.6%	9.7%
固定资产	40	43	82	116	经营效率				
无形资产	5	6	7	8	总资产周转率	0.30	0.35	0.38	0.41
非流动资产合计	115	125	164	210	每股指标 (元)				
资产合计	1,677	1,906	2,202	2,597	每股收益	0.70	1.22	1.65	2.22
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	9.63	10.86	12.51	14.73
应付账款及票据	47	72	91	114	每股经营现金流	0.74	1.74	1.78	2.08
其他流动负债	59	67	81	100	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	105	139	172	214	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	45.93	26.25	19.47	14.48
其他长期负债	39	39	39	39	PB	2.91	2.96	2.57	2.18
非流动负债合计	39	39	39	39					
负债合计	144	178	210	253					
股本	159	159	159	159					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	1,533	1,728	1,991	2,345					
负债和股东权益合计	1,677	1,906	2,202	2,597					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。