

鼎阳科技 (688112.SH)

业绩稳健增长，高端化驱动盈利提升

核心观点:

- **24 年业绩稳健增长**，公司发布 24 年年报，24 年公司实现营收 5.0 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润 1.1 亿元，同比降低 27.7%，主要系研发、销售费用率增长，叠加汇兑损失及政府补助减少所致。
- **25 年 Q1 业绩超预期**，产品结构优化驱动盈利能力提升。根据公司财报，25 年 Q1 公司营业收入 1.3 亿元，同比增长 26.9%，归母净利润 0.4 亿元，同比增长 34.0%，25Q1 高端产品收入占比提升至 29%，同比增长 8.9%，毛利率、净利率提升至 61.8%/30.9%，同比增长 0.7%/1.6%，盈利能力持续优化。
- **高端产品放量，国产替代进入加速期**。根据公司财报，2025 年 Q1 公司高端产品快速放量，同比增长 86.60%，其中 5 万元以上/3 万元以上产品销售额分别同比+89.93%/+73.22%。根据公司 24 年业绩快报，25 年 1-2 月订单同比+30%，国产替代进入加速期。
- **研发投入加码，技术壁垒巩固**。根据公司财报，24 年研发费用 1.08 亿元，同比增长 26.0%，研发费用率高达 21.8%，24 年公司推出 10 款新产品，创历史新高，进一步强化公司高端产品竞争力。
- **海外布局提速，马来西亚工厂投产**。根据公司财报，24 年直销收入同比增长 15.8%，马来西亚工厂将于 2025 年 4 月底正式投产，随着工厂的逐步放量，将助力公司全球化拓展。
- **盈利预测与投资建议**：预计公司 25-27 年归母净利润为 1.6/2.1/2.8 亿元。考虑公司属少数国产替代加速+新产品+新市场共振的公司，在国内具有明显稀缺性。参考可比公司估值，我们给予 2025 年 PE 为 45x，对应合理价值 44.77 元/股。维持“买入”评级。
- **风险提示**：新品研发不及预期；贸易摩擦风险；核心技术流失的风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	483	497	617	738	892
增长率 (%)	21.5%	2.9%	24.1%	19.6%	20.8%
EBITDA (百万元)	145	111	156	207	273
归母净利润 (百万元)	155	112	158	209	278
增长率 (%)	10.3%	-27.8%	41.3%	31.8%	33.3%
EPS (元/股)	0.98	0.70	0.99	1.31	1.75
市盈率 (P/E)	40.86	40.04	36.13	27.40	20.56
ROE (%)	9.9%	7.3%	9.4%	11.0%	12.8%
EV/EBITDA	35.08	29.64	28.38	20.72	15.07

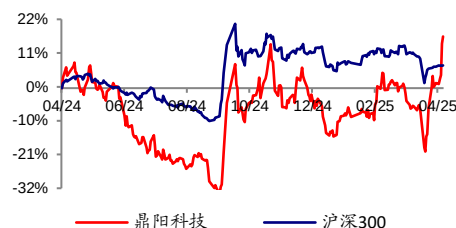
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	35.94 元
合理价值	44.77 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-28

相对市场表现



分析师:

代川



SAC 执证号: S0260517080007

SFC CE No. BOS186



021-38003678



daichuan@gf.com.cn

分析师:

汪家豪



SAC 执证号: S0260522120004

021-38003792



wangjiahao@gf.com.cn

请注意，汪家豪并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

联系人:

张智林 021-38003744

gfzhangzhilin@gf.com.cn

图表索引

图 1: 马来西亚子公司现场图	3
图 2: 公司营业收入及同比情况 (亿元)	4
图 3: 公司归母净利润及同比情况 (亿元)	4
图 4: 公司毛利率和净利率情况	4
图 5: 公司各项费用率情况	4
图 6: 2017-2025Q1 公司各档次产品营业收入占比	5
表 1: 公司四大产品盈利预测 (单位: 百万元)	6
表 2: 可比公司估值表	6

一、业绩稳健增长，高端化驱动盈利提升

（一）高端电子测试测量仪器龙头，全球化布局加速

鼎阳科技成立于2007年，是一家以自主研发为核心的高新技术企业，长期聚焦通用电子测试测量仪器领域，是国家重点支持的专精特新“小巨人”企业。主营业务涵盖数字示波器、波形/信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪、可编程电源及万用表等高端仪器设备的研发、生产与销售。凭借技术积累与品牌优势，公司已成为国内该领域技术领先的标杆企业，自主品牌“SIGLENT”在全球市场享有较高知名度。

公司作为全球领先的电子测试测量仪器制造商，在数字示波器、频谱分析仪、信号发生器和矢量网络分析仪四大核心产品领域均实现自主研发和高端化突破，是国内极少数具备全系列高端产品研发能力的企业。公司总部设于深圳，产品远销全球80余个国家和地区，建立了广泛的国际销售网络。为完善全球产业布局，公司在马来西亚投资建设的生产基地已完成厂房建设和相关审批手续，计划于2025年4月底正式投产运营，这将显著提升公司的全球供应链保障能力和区域市场服务响应速度。公司有望凭借领先的技术实力和前瞻性的全球化布局，进一步扩大市场份额，巩固其在行业内的领先地位。

图 1：马来西亚子公司现场图



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

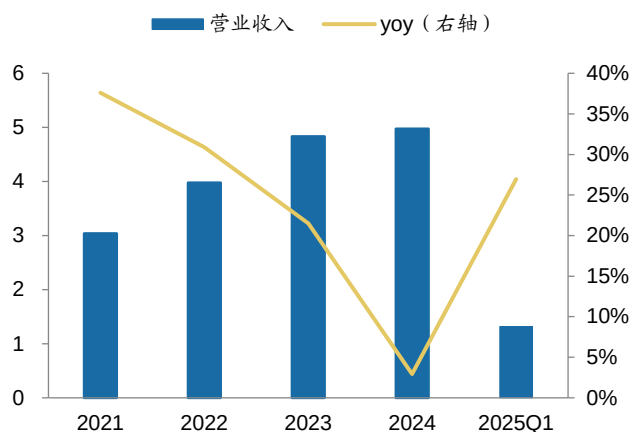
（二）24 年业务稳健增长，25 年 Q1 增速超预期

2024年，公司在测试仪器行业整体下滑30%的背景下，仍实现营收5.0亿元，同比增长2.9%，显著跑赢行业平均水平，体现较强的市场韧性。收入增速放缓主要系行业需求疲软，但公司高端产品占比持续提升，部分抵消了行业下行影响。利润端承压明显，归母净利润1.1亿元，同比下滑27.7%，主要受三方面因素影响：（1）战略性加大研发及市场投入，研发费用率提升4.0pct至21.8%，销售费用率提升2.2pct至17.7%；（2）汇兑损失同比增加约604万元；（3）政府补助同比减少660万元。尽管短期利润受费用前置及行业环境影响，但公司持续加码高端化布局，为后续增长

奠定基础。

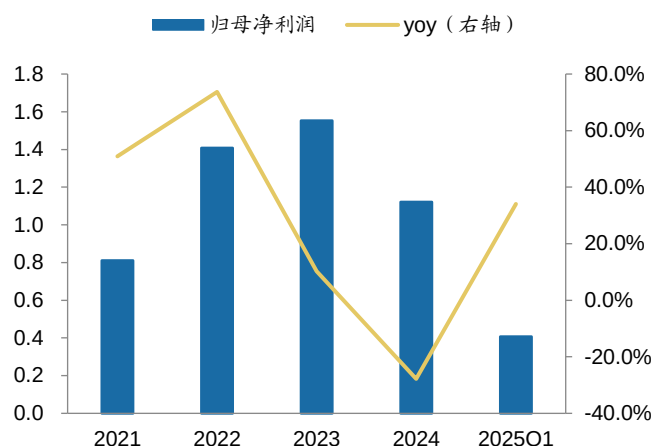
2025年一季度，公司业绩迎来强劲复苏，实现营收1.3亿元，同比增长26.9%，归母净利润0.4亿元，同比增长34.0%，超出市场预期。增长主要受益于：（1）产品结构优化，高端产品收入占比提升至29%，同比增长8.9%，带动毛利率同比提升0.7pct至61.8%；（2）费用端改善，销售/管理/研发费用率同比均有所下降，推动净利率提升1.6pct至30.9%。展望全年，公司高端产品放量趋势明确，叠加费用管控优化，盈利能力有望持续提升。此外，公司在手订单充沛，25年1-2月订单同比+30%，国产替代进入加速期，为后续业绩增长提供有力支撑。

图 2：公司营业收入及同比情况（亿元）



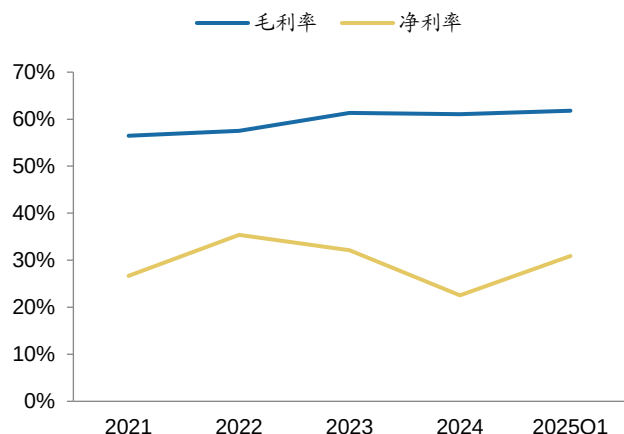
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：公司归母净利润及同比情况（亿元）



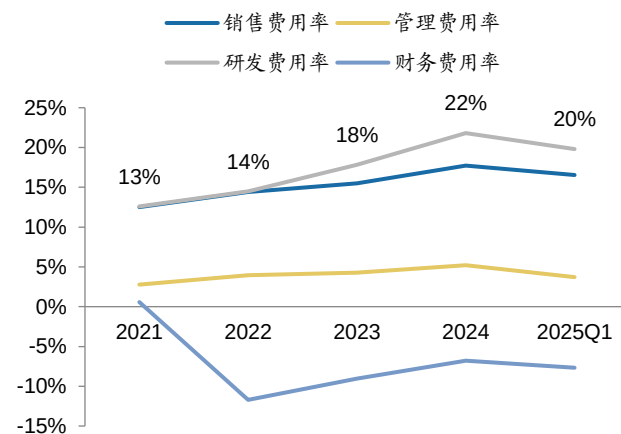
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：公司毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 5：公司各项费用率情况

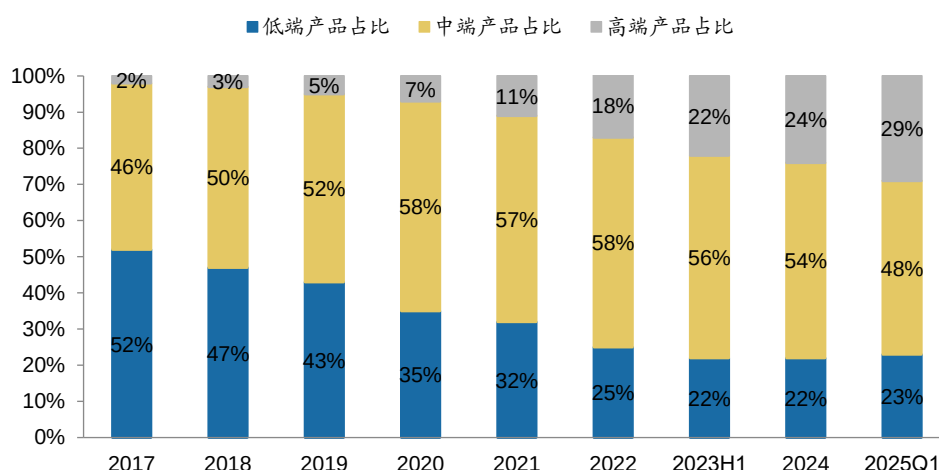


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司始终坚持以技术创新驱动产品升级，2020年以来已累计推出19款高端测试仪器产品：2020年6款、2021年3款（均为重磅产品）、2022年8款、2023年7款，至2024年新产品发布数量达到创纪录的10款，充分彰显公司强劲的研发实力和产品迭代能力。

高端化战略在2025年一季度迎来显著收获，呈现量价齐升的良好态势：（1）高端产品收入同比大增86.60%，远超整体增速；（2）产品结构持续优化，高端产品收入占比达29%，带动四大类产品平均单价同比提升9.51%。其中单价3万元以上产品销售额同比增长73.22%，5万元以上产品增速更高达89.93%，充分验证公司产品高端化战略的成功。目前公司已形成更为健康的产品梯队结构（高端29%、中端48%、低端23%），这一优化结构将持续提升公司整体盈利水平。

图 6：2017-2025Q1公司各档次产品营业收入占比



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

投资建议：24年公司在较为疲软的宏观情况下表现符合预期。公司产品线齐全，24年新推出了国内首款8GHz/12bit高端数字示波器，以及银河系列高端射频微波三件套等10款新品，预计25年新产品将批量导入市场，远期看，未来国产替代趋势将持续驱动下游需求，公司受订单催化，未来成长空间广阔。

盈利预测：

（1）四大主力产品：公司产品竞争实力强，24年在行业发展疲软情况下依然取得小幅增长，预计25年公司四大主力产品将随制造业景气复苏和海外业务拓展而修复，预计2025-2027年该业务营业收入同比+27%、+22%、+23%，毛利率为66%、67%、68%。

（2）其他产品：预计2025-2027年该业务营业收入同比+10%，毛利率为54%。

（3）其他业务：预计2025-2027年该业务营业收入同比+10%，毛利率为30%。

结论：预计公司2025-2027年实现营业收入6.17、7.38、8.92亿元，同比+24.1%、+19.6%、+20.8%；预计归母净利润分别为1.58、2.09、2.78亿元，同比+41.3%、+31.8%、+33.3%。

表 1：公司四大产品盈利预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
合计					
收入	483	497	617	738	892
增长率	22%	3%	24%	20%	21%
成本	187	194	222	259	303
毛利	296	304	395	479	589
毛利率(%)	61%	61%	64%	65%	66%
一、四大主力产品					
收入	391	402	512	622	764
增长率	23%	3%	27%	22%	23%
成本	141	146	174	205	245
毛利	251	256	338	417	520
毛利率(%)	64%	64%	66%	67%	68%
二、其他产品					
收入	84	87	96	106	116
增长率	23%	3%	10%	10%	10%
成本	41	41	44	49	53
毛利	43	46	52	57	63
毛利率(%)	51%	53%	54%	54%	54%
三、其他业务					
收入	7.3	8.29	9	10	11
增长率	-31%	14%	10%	10%	10%
成本	4.94	6.69	6	7	8
毛利	2.36	1.6	3	3	3
毛利率(%)	32%	19%	30%	30%	30%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

鼎阳科技的可比公司为同惠电子、东华测试、普源精电、坤恒顺维。其中普源精电为国产数字示波器龙头企业，自研芯片技术突破高端市场；坤恒顺维专注于无线通信测试领域，在5G/6G测试设备方面具有领先优势。同惠电子、东华测试为电子测试测量企业，与公司均具备高端仪器研发属性且处于国产替代加速期。相较于可比公司，鼎阳科技的高端化进程较快，技术壁垒高于同惠电子，而成长性与普源精电、坤恒顺维类似；除此之外，公司作为同时覆盖数字示波器、射频微波测试和信号发生器的全产品线企业在A股市场具有独特稀缺性。参考可比公司估值，给予公司2025年45xPE，对应合理价值44.77元/股，给予"买入"评级。

表 2：可比公司估值表

公司名称	公司代码	业务类型	市值	收盘价	净利润（百万元）			对应PE估值水平		
			（亿元）	（元/股）	2023A	2024A	2025E	2023A	2024A	2025E
同惠电子	833509.BJ	元器件参数测试仪 器	42	25.34	39	50	63	108	83	66

东华测试	300354.SZ	力学性能测试仪器	55	39.17	88	122	184	63	45	30
普源精电	688337.SH	通用电子测量仪器	79	38.73	108	92	148	73	86	53
坤恒顺维	688283.SH	通用电子测量仪器	31	25.49	87	39	69	36	80	46

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：盈利预测来自 Wind 一致预测；收盘日截至 2025.04.25

三、风险提示

（一）新品研发不及预期风险

公司技术迭代及新品落地进度可能受研发周期延长、关键技术突破受阻等因素影响，导致产品竞争力弱化；若下游需求复苏慢于预期或客户认证周期拉长，新产品的商业化放量节奏或延迟，进而拖累收入增长弹性。

（二）贸易摩擦风险

海外市场面临地缘政治（如贸易壁垒）、本土化竞争加剧等挑战，可能导致渠道建设、客户开拓成本超预期；汇率波动、海外合规成本上升等因素或进一步侵蚀海外业务利润率。

（三）核心技术流失的风险

通用电子测试测量仪器产品技术含量高，公司现有产品技术以及研发阶段的多项产品和技术的自主知识产权是公司核心竞争力的体现，一旦公司的核心技术泄露，将会对公司的发展产生较大的不利影响。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,602	1,562	1,721	1,910	2,162
货币资金	1,308	1,227	1,349	1,467	1,647
应收及预付	72	82	94	114	137
存货	207	237	261	311	360
其他流动资产	15	16	17	18	19
非流动资产	61	115	125	164	210
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	31	40	43	82	116
在建工程	0	0	5	5	15
无形资产	0	5	6	7	8
其他长期资产	30	71	71	71	71
资产总计	1,663	1,677	1,846	2,075	2,373
流动负债	87	105	115	136	155
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	39	47	50	61	70
其他流动负债	48	59	65	75	85
非流动负债	14	39	39	39	39
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	14	39	39	39	39
负债合计	101	144	154	174	194
股本	159	159	159	159	159
资本公积	1,096	1,094	1,094	1,094	1,094
留存收益	305	277	436	644	923
归属母公司股东权益	1,562	1,533	1,692	1,900	2,179
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	1,663	1,677	1,846	2,075	2,373

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	483	497	617	738	892
营业成本	187	194	225	261	306
营业税金及附加	3	3	5	6	7
销售费用	75	88	99	118	143
管理费用	21	26	28	32	36
研发费用	86	108	117	125	143
财务费用	-44	-34	-14	-13	-22
资产减值损失	-1	-1	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	2	2	3
营业利润	175	121	175	229	305
营业外收支	-6	-3	-2	-2	-2
利润总额	169	118	172	227	303
所得税	14	6	14	18	24
净利润	155	112	158	209	278
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	155	112	158	209	278
EBITDA	145	111	156	207	273
EPS（元）	0.98	0.70	0.99	1.31	1.75

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	106	118	144	169	241
净利润	155	112	158	209	278
折旧摊销	15	24	12	12	16
营运资金变动	-59	-20	-30	-55	-57
其它	-5	2	4	4	4
投资活动现金流	-20	-34	-22	-51	-61
资本支出	-21	-34	-23	-54	-64
投资变动	0	0	0	0	0
其他	1	0	2	2	3
筹资活动现金流	-90	-152	0	0	0
银行借款	0	0	0	0	0
股权融资	8	0	0	0	0
其他	-98	-152	0	0	0
现金净增加额	3	-68	122	118	180
期初现金余额	1,247	1,250	1,227	1,349	1,467
期末现金余额	1,250	1,182	1,349	1,467	1,647

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	21.5%	2.9%	24.1%	19.6%	20.8%
营业利润	11.6%	-31.1%	44.4%	31.4%	32.9%
归母净利润	10.3%	-27.8%	41.3%	31.8%	33.3%
获利能力					
毛利率	61.3%	61.1%	63.6%	64.6%	65.7%
净利率	32.1%	22.5%	25.7%	28.3%	31.2%
ROE	9.9%	7.3%	9.4%	11.0%	12.8%
ROIC	7.6%	5.2%	7.6%	9.3%	10.7%
偿债能力					
资产负债率	6.1%	8.6%	8.3%	8.4%	8.2%
净负债比率	6.5%	9.4%	9.1%	9.2%	8.9%
流动比率	18.39	14.82	14.92	14.09	13.92
速动比率	15.95	12.51	12.59	11.73	11.54
营运能力					
总资产周转率	0.29	0.30	0.33	0.36	0.38
应收账款周转率	7.34	7.50	7.64	7.69	7.65
存货周转率	2.34	2.10	2.37	2.37	2.48
每股指标（元）					
每股收益	0.98	0.70	0.99	1.31	1.75
每股经营现金流	0.67	0.74	0.90	1.06	1.51
每股净资产	9.81	9.63	10.63	11.94	13.69
估值比率					
P/E	40.86	40.04	36.13	27.40	20.56
P/B	4.08	2.91	3.38	3.01	2.63
EV/EBITDA	35.08	29.64	28.38	20.72	15.07

广发机械行业研究小组

代 川：首席分析师，中山大学数量经济学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

孙 柏 阳：联席首席分析师，南京大学金融工程硕士，2018 年加入广发证券发展研究中心。

朱 宇 航：资深分析师，上海交通大学机械电子工程硕士，2020 年加入广发证券发展研究中心。

汪 家 豪：资深分析师，美国约翰霍普金斯大学金融学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

范 方 舟：资深分析师，中国人民大学国际商务硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

王 宁：资深分析师，北京大学金融硕士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

蒲 明 琪：高级分析师，纽约大学计量金融硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

黄 晓 萍：高级研究员，复旦大学金融硕士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

张 智 林：研究员，同济大学建筑学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。