

2022 年 08 月 15 日

鼎阳科技 (688112.SH)

公司快报

证券研究报告

中报业绩超预期，量价齐升，营收结构持续优化

■ 事件概述

8 月 15 日，鼎阳科技披露 2022 年半年报。公司 2022 上半年实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 21.14%；实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 39.41%；实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比增长 37.94%。

■ 积极解决发货问题，中报业绩超预期

收入端，公司 2022H1 实现营业收入 1.64 亿元，同比增长 21.14%；Q2 单季度实现营收 9603.5 万元，环比增长 41.41%，同比增长 37.16%。我们认为，Q2 是高增长主要系公司积极解决缺芯问题，发货压力得到缓解，使得半年报超出此前市场预期，充分反映出公司业绩的韧性。**分产品结构来看，公司高端化突破势头不改。**2022H1 高/中/低端产品增速分别为 119%/15%/3%，其中高端产品比重上至 16%，较去年同期增长 5pct。**分地区来看，公司境内销售受益于进口替代加速，维持高增长。**2022H1 公司境内收入同比增长 53.9%，显著高于境外的 10.65%，这一部分与公司的发货周期有关，但同时彰显出进口替代加速的趋势，例如：高分辨率数字示波同比增长 241.89%，射频微波类产品同比增长 89.40%。

成本端，公司 2022H1 毛利率为 56.28%，其中 Q2 较 Q1 提升 1.26pct。我们认为，在上游原材料涨价、运费上涨、欧元贬值的不利背景下，公司仍基本维持毛利率稳定，主要系高端产品持续放量带来一定的毛利率提升，抵消了部分不利影响。**随着后续不利因素的消退，毛利率仍存在上行空间。**

费用端，公司 2022H1 研发/管理/销售费用率分别为 12.67/4.19/15.4%1，三者分别较去年同期上升 1.76/1.35/3.27%，主要系公司加大了在研发和销售方面的投入。我们认为，向高端突破一方面需要新产品和技术的支持，同时也需要渠道和品牌的建设，因此公司现阶段选择加大研发和销售投入是长期发展的有力保障。**展望未来，在公司增速恢复至正常水平后，研发和销售投入相对值有望趋于稳定。**

利润端，公司 2022H1 实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 39.41%；实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比增长 37.94%。其中 2022 年 Q2 实现归母净利润 3648 万元，同比增长 67.81%。上半年净利率 34.48%，盈利能力表现亮眼。

■ 高端化和国产化势头强劲，工业领域加速开拓

从半年报来看，高端化和国产化趋势依旧显著。1) 中高端产品依旧保持高增速。公司 2022H1 平均销售单价大于 1 万/3 万/5 万元的产品系列营收同

 投资评级 **买入-A**
维持评级

 6 个月目标价: **96.6 元**

 股价 (2022-08-12) **74.20 元**

交易数据

总市值(百万元)	7,914.67
流通市值(百万元)	1,804.46
总股本(百万股)	106.67
流通股本(百万股)	24.32
12 个月价格区间	43.16/116.10 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.08	43.47	67.76
绝对收益	11.93	49.72	60.96

赵阳

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450522040001
 zhaoyang1@essence.com

夏瀛韬

分析师

 SAC 执业证书编号: S1450521120006
 xiayt@essence.com.cn

袁子翔

报告联系人

yuanyzx@essence.com.cn

相关报告

鼎阳科技: 股权激励发布, 彰显高速发展信心/赵阳	2022-06-22
鼎阳科技: 业绩短期承压, 国产化势头不改/赵阳	2022-04-28
鼎阳科技: 2021 年业绩符合预期, 重磅新品助力高端化进程提速/夏瀛韬	2022-03-23
鼎阳科技: 业绩波动不改长期景气度, 高端产品和国内市场持续发力/夏瀛韬	2022-03-02

比增长 54%/226%/440%，明显高于整体水平，收入结构进一步得到优化。

2) 国产化红利下，国内市场下游需求提升。公司境内收入同比增长 53.9%，显著高于境外的 10.65%，有望长期受益于基础工具链国产化和产业链升级带来的红利，在国内市场持续发力。3) 工业市场加速开拓，2022H1 公司境内工业市场增长 86.97%，显著高于境内 54% 的整体增速，主要系公司重点在长三角、珠三角、京津冀等现代电子信息产业密集化地区加大推广力度。我们认为，随着公司直销体系的进一步完善，叠加新产品推出，工业领域的客户有望为公司带来更大的业绩贡献。

■ 发布 2022 年股权激励，中长期业绩高增长有保障

7 月 9 日，鼎阳科技发布向激励对象首次授予限制性股票的公告，确定向符合授予条件的 60 名激励对象授予 59.95 万股限制性股票。从解除限售条件来看，本次股权激励将于 2022/2023/2024 分三阶段解除限售，解除限售条件为，以 2021 年收入为基数，公司 2022-2024 年收入增速分别不低于 30%/75%/136%。根据我们的计算，若公司完成今年的业绩目标，则下半年收入端增速有望接近 40%，收入增速有望继续提升；同时，明后两年复合 35% 的增速目标也彰显出公司对于中长期业绩持续高增长的信心。

■ **投资建议：**鼎阳科技作为国内电子测量仪器领先企业，在拓展下游行业应用的同时，长期受益于基础工具链国产化和产业链升级带来的红利。通过技术创新不断突破中高端产品，提升单品价值量和毛利率，并且强化自研品牌的打造和国内渠道的全面升级，未来有望实现量价齐升。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 4.17/6.03/8.45 亿元；实现归母净利润分别为 1.19/1.72/2.49 亿元，维持“买入-A”评级。考虑到公司短期的成长性以及长期的行业空间，给予 6 个月目标价 96.6 元/股，相当于 2023 年 60 倍的动态市盈率。

■ **风险提示：**1) 技术研发突破不及预期；2) 政策支持不及预期；3) 下游需求不及预期；4) 核心技术人员流失。

摘要(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	220.8	303.8	416.9	602.7	845.2
净利润	53.7	81.1	119.4	172.2	249.2
每股收益(元)	0.67	0.76	1.12	1.61	2.34
每股净资产(元)	2.00	13.04	24.95	26.57	28.90

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	0.00	128.93	66.29	45.96	31.76
市净率(倍)	0.00	7.51	2.97	2.79	2.57
净利润率	24.3%	26.7%	28.6%	28.6%	29.5%
净资产收益率	40.2%	10.4%	5.9%	6.3%	8.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	38.7%	9.4%	5.9%	6.7%	7.9%

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	220.8	303.8	416.9	602.7	845.2	成长性					
减:营业成本	94.8	132.2	181.2	251.3	338.4	营业收入增长率	16.5%	37.6%	37.2%	44.6%	40.2%
营业税费	2.1	2.1	2.8	4.7	6.5	营业利润增长率	60.0%	46.2%	47.6%	44.2%	44.7%
销售费用	28.5	38.0	64.2	86.9	114.2	净利润增长率	51.6%	50.9%	47.3%	44.2%	44.7%
管理费用	37.6	46.7	76.6	107.7	146.9	EBITDA增长率	59.3%	40.9%	18.2%	46.4%	54.2%
财务费用	2.1	1.7	-35.0	-32.0	-30.0	EBIT增长率	59.3%	41.6%	20.5%	46.8%	54.6%
资产减值损失	-1.1	1.2	-1.1	-2.0	-2.3	NOPLAT增长率	43.6%	40.8%	28.2%	46.7%	54.6%
加:公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	49.4%	770.7%	26.3%	33.3%	28.3%
投资和汇兑收益	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	49.4%	768.4%	91.3%	6.5%	8.8%
营业利润	61.7	90.3	133.2	192.1	278.0	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	0.2	0.0	0.0	0.0	毛利率	57.1%	56.5%	56.5%	58.3%	60.0%
利润总额	61.6	90.4	133.1	192.1	277.9	营业利润率	28.0%	29.7%	32.0%	31.9%	32.9%
减:所得税	7.9	9.4	13.8	19.8	28.7	净利润率	24.3%	26.7%	28.6%	28.6%	29.5%
净利润	53.7	81.1	119.4	172.2	249.2	EBITDA/营业收入	28.6%	29.3%	25.2%	25.6%	28.1%
						EBIT/营业收入	27.7%	28.5%	25.0%	25.4%	28.0%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	9	10	9	7	5
货币资金	110.2	1,281.6	2,565.4	2,650.7	2,884.3	流动营业资本周转天数	156	197	159	186	155
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	339	1737	2405	1791	1400
应收帐款	29.1	47.9	48.0	96.6	107.3	应收帐款周转天数	43	46	42	44	44
应收票据	3.7	1.8	2.4	3.2	4.2	存货周转天数	204	214	214	214	214
预付帐款	4.6	3.4	4.6	6.1	7.9	总资产周转天数	302	1012	1852	1736	1345
存货	100.4	111.8	182.5	213.7	0.0	投资资本周转天数	265	1676	1543	1422	1302
其他流动资产	-43.2	-0.7	-56.2	-12.3	238.7	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	40.2%	10.4%	5.9%	6.3%	8.4%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	25.1%	5.5%	4.3%	5.8%	7.7%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	38.7%	9.4%	5.9%	6.7%	7.9%
投资性房地产						费用率					
固定资产	5.9	10.0	10.8	10.8	10.7	销售费用率	12.9%	12.5%	15.4%	14.4%	13.5%
在建工程	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	管理费用率	17.0%	15.4%	18.4%	17.9%	17.4%
无形资产	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	财务费用率	0.9%	0.6%	-8.4%	-5.3%	-3.5%
其他非流动资产	3.3	13.9	3.9	3.9	3.9	三费/营业收入	30.9%	28.5%	25.4%	27.0%	27.3%
资产总额	214.3	1,469.7	2,761.4	2,972.6	3,256.9	偿债能力					
短期债务	0.0	3.7	0.0	0.0	0.0	资产负债率	25.2%	5.3%	3.6%	4.7%	5.3%
应付帐款	33.9	44.6	62.1	90.1	111.6	负债权益比	33.8%	5.6%	3.8%	4.9%	5.6%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	4.00	21.23	30.76	23.15	19.97
其他流动负债	17.4	19.9	27.2	37.7	50.8	速动比率	2.94	19.75	29.51	21.72	18.65
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2.8	10.3	10.8	11.3	11.8	分红指标					
负债总额	54.1	78.4	100.1	139.1	174.1	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	80.0	106.7	106.7	106.7	106.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	80.2	1,284.7	2,554.8	2,727.0	2,976.2						
股东权益	160.2	1,391.4	2,661.5	2,833.7	3,082.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	53.7	81.1	119.4	172.2	249.2	EPS(元)	0.67	0.76	1.12	1.61	2.34
加:折旧和摊销	7.8	0.9	1.0	1.1	1.2	BVPS(元)	2.00	13.04	24.95	26.57	28.90
资产减值准备	-1.1	1.2	-1.1	-2.0	-2.3	PE(X)	0.00	128.93	66.29	45.96	31.76
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	0.00	7.51	2.97	2.79	2.57
财务费用	2.1	1.7	-35.0	-32.0	-30.0	P/FCF	164.95	367.42	64.57	93.22	33.95
投资损失	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	0.00	34.40	18.99	13.13	9.36
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	0.00	117.44	66.66	48.23	33.02
营运资金的变动	-7.0	-48.3	19.3	-85.0	-13.4	CAGR(%)	34.9%	41.0%	49.9%	47.5%	45.4%
经营活动产生现金流量	55.2	36.6	103.5	54.3	204.6	PEG	0.00	2.53	1.40	1.04	0.71
投资活动产生现金流量	-2.3	-7.0	-1.8	-0.9	-1.0	ROIC/WACC	5.86	1.42	0.90	1.01	1.20
融资活动产生现金流量	0.0	1,146.8	1,182.0	32.0	30.0	REP	0.00	5.28	4.44	3.13	2.18

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034