

2022 年 06 月 21 日

鼎阳科技 (688112.SH)

公司快报

证券研究报告

股权激励发布，彰显高速发展信心

6 月 21 日晚间，鼎阳科技发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），拟向公司董事、高级管理人员、核心技术人员及技术（业务）骨干人员等合计 62 人授予限制性股票 74.94 万股，占公司总股本的 0.7%。本次股权激励的授予价格为 46.00 元，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%。

■ 发布 2022 年股权激励，彰显高速发展信心

从激励对象来看，本次股权激励涵盖了公司董事、高级管理人员、核心技术人员及技术（业务）骨干人员等合计 62 名对象，占公司总人数的 21%，对稳定核心员工有积极作用，有利于公司长期发展。从授予价格来看，本次股权激励的授予价格为 46 元，较为接近公司当前股价，体现出公司对于自身中长期合理价值的判断。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%。我们认为，本次股权激励在保障公司核心人才团队稳定的同时，也彰显出公司对于未来三年保持高速发展的信心。

■ 示波器和频域类新产品持续导入，高端化和国产化势头不改

2022Q1，公司受益国产化、新产品导入、指标高端化，三大趋势加速推进。1) 中高端产品依旧保持高增速。公司 2022Q1 平均销售单价大于 1 万/3 万/5 万元的产品系列营收同比增长 35%/296%/479%，明显高于整体水平，收入结构进一步得到优化。2) 新产品加速导入，频域侧尤为亮眼。公司 2020 年发布的 SDS6000 系列示波器营收同比增长 104%；2021 年推出的频谱分析仪/射频微波信号发生器/任意波形发生器 SSA5000/SSG5000/SDG7000 产品营收同比增长 181%；矢量网络分析仪 SNA5000X/SVA1000X 营收同比增长 60%。考虑到电子测量仪器的销售需要进行样机评估和试用，从产品推出到销售放量存在一定周期，我们认为，在明后两年新产品有望维持现有势头，为公司带来更大的业绩贡献。3) 国产化红利下，国内市场下游需求提升。2022Q1，公司平均销售单价大于 1 万元的产品系列境内市场营业收入同比增长 59.31%，显著高于境外市场的 23.52%。我们认为，公司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。

■ 再推多款重磅新品，高端化进程有望提速

根据公司年报披露，2022 年 3 月，公司发布了多款高端新品。在时域类产品侧，公司发布了国内首款 2GHz 带宽 8 通道数字示波器 SDS6000L；在频域类产品侧，公司发布了测量频率达 26.5GHz 的高端矢量网络分析仪 SNA5000A。结合此前公司陆续推出的一系列中、高端产品，如 12bit 分辨率的示波器、26.5GHz 的频谱分析仪，公司的各条产品线高端化进程持续

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：76.36 元

股价（2022-06-20）54.88 元

交易数据

总市值（百万元）	5,853.87
流通市值（百万元）	1,334.62
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	4.17	-9.57	24.99
绝对收益	9.54	-7.59	19.05

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

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

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

加速。电子测量仪器的销售需要进行样机评估，从产品推出到销售放量存在一定周期，我们认为，在明后两年，新产品将为公司带来更大的业绩贡献，建议关注其对收入端和利润端的双重提振作用。

■基础工具链国产化浪潮开启，看好供给能力提升带动业绩持续高增

当前卡脖子的关键技术逐渐向上游基础工具链延伸。从21年初的两会到年中的两院院士大会，从政治局730会议到年底的中央经济工作会议，国家高层始终反复强调科技自立自强，加快解决“卡脖子”问题，发展专精特新企业。我们认为，以基础工具链软硬件为主的国产化3.0浪潮开启，公司作为国内电子测量仪器领先企业，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。相较于需求端，我们认为市场应更多关注公司在供给侧的能力提升。1) **产品方面**，在最近一年，公司已陆续发布了多款高端新品，且在招股书中详细披露了未来的产品研发路线图，**预计公司将通过技术创新，不断突破中高端产品，提升单品价值量和毛利率。**2) **渠道方面**，在巩固欧美市场优势的同时，我们看好公司积极把握国产替代带来的机遇，加大国内市场的拓展力度。目前公司在国内组建了专业销售团队开拓渠道，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，**预计随着公司在产品和渠道端持续发力，公司国内收入有望相较于2021年再提速。**

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4.16/6.02/8.45亿元；实现归母净利润分别为1.14/1.63/2.34亿元，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76.36元/股，相当于2023年50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	114.3	163.4	234.0
每股收益(元)	0.67	0.76	1.07	1.53	2.19
每股净资产(元)	2.00	13.04	24.93	26.63	29.07

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	0.00	128.93	52.17	36.49	25.48
市净率(倍)	0.00	7.51	2.24	2.11	1.95
净利润率	24.3%	26.7%	27.4%	27.1%	27.7%
净资产收益率	40.2%	10.4%	5.6%	6.0%	8.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	38.7%	9.4%	5.8%	7.1%	8.3%

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%	45.0%	54.7%	43.2%
销售费用	28.5	38.0	60.5	84.5	114.2	净利润增长率	51.6%	50.9%	41.0%	43.0%	43.2%
管理费用	37.6	46.7	76.6	107.7	146.9	EBITDA增长率	59.3%	40.9%	15.7%	59.7%	51.7%
财务费用	2.1	1.7	-29.0	-40.0	-42.0	EBIT增长率	59.3%	41.6%	17.9%	60.2%	52.0%
资产减值损失	-1.1	1.2	-1.1	-2.0	-2.3	NOPLAT增长率	43.6%	40.8%	25.4%	60.2%	52.0%
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%	91.1%	6.8%	9.2%
营业利润	61.7	90.3	130.9	202.5	290.0	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	130.9	202.5	289.9	营业利润率	28.0%	29.7%	31.4%	33.6%	34.3%
减:所得税	7.9	9.4	13.5	20.9	30.0	净利率	24.3%	26.7%	27.4%	27.1%	27.7%
净利润	53.7	81.1	114.3	163.4	234.0	EBITDA/营业收入	28.6%	29.3%	24.7%	27.3%	29.5%
						EBIT/营业收入	27.7%	28.5%	24.5%	27.1%	29.4%
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	2,563.3	2,658.0	2,902.4	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	2403	1796	1408
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	1738	1351
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%	5.6%	6.0%	8.0%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	25.1%	5.5%	4.1%	5.5%	7.1%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	38.7%	9.4%	5.8%	7.1%	8.3%
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%	14.5%	14.0%	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%	-7.0%	-6.6%	-5.0%
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%	25.9%	25.3%	25.9%
资产总额	214.3	1,469.7	2,759.4	2,979.9	3,275.0	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	30.74	23.20	20.08
其他流动负债	17.4	19.9	27.2	37.7	50.8	速动比率	2.94	19.75	29.49	21.78	18.76
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	3.1	21.2	47.2	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	2,549.7	2,713.1	2,947.1						
股东权益	160.2	1,391.4	2,659.4	2,841.0	3,100.9						
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	117.3	181.5	260.0	EPS(元)	0.67	0.76	1.07	1.53	2.19
加:折旧和摊销	7.8	0.9	1.0	1.1	1.2	BVPS(元)	2.00	13.04	24.93	26.63	29.07
资产减值准备	-1.1	1.2	-1.1	-2.0	-2.3	PE(X)	0.00	128.93	52.17	36.49	25.48
公允价值变动损失	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	PB(X)	0.00	7.51	2.24	2.11	1.95
财务费用	2.1	1.7	-29.0	-40.0	-42.0	P/FCF	124.27	276.81	49.47	63.27	24.45
投资损失	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	0.00	34.40	14.30	9.89	7.06
少数股东损益	0.0	0.0	3.1	18.2	26.0	EV/EBITDA	0.00	117.44	49.19	33.27	23.56
营运资金的变动	-7.0	-48.3	16.3	-103.1	-39.4	CAGR(%)	34.9%	41.0%	47.8%	44.9%	42.4%
经营活动产生现金流量	55.2	36.6	107.5	55.6	203.4	PEG	0.00	2.53	1.27	0.85	0.59
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	0.88	1.08	1.26
融资活动产生现金流量	0.0	1,146.8	1,176.0	40.0	42.0	REP	0.00	5.28	3.28	2.16	1.55

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： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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