

## 营收快速增长, 盈利能力持续增强

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2022年年报, 公司2022年全年实现营业收入2.2亿元, 同比增长35.3%; 实现归母净利润0.8亿元, 同比增长60.2%; 实现扣非归母净利润0.8亿元, 同比增长63.5%。
- **营收规模持续扩大, 盈利能力快速增长。** 1) 从收入端来看, 公司2022年全年实现营业收入2.2亿元, 同比增长35.3%, 主要系公司品牌影响持续扩大, 加之下游需求持续增长, 公司高端无线电测试仿真仪器竞争优势显著, 不断导入新客户群体, 销售规模扩大。2) 从利润端来看, 公司2022年实现归母净利润0.8亿元, 同比增长60.2%, 2022年销售毛利率、净利率分别为66.5%、36.9%, 分别同比提升3.5和5.8个百分点, 主要系HBI技术平台优势显现, 射频微波信号发生器等多款产品标准型号量产, 行业解决方案逐渐成熟。3) 从费用端来看, 公司研发、销售、管理和财务费用率分别为15.8%、8.5%、5.0%和-6.9%, 其中研发费用率同比提升4.2个百分点, 主要系产品线拓展, 研发投入增加。
- **多行业快速发展刺激下游需求, 高端仿真仪器放量空间大。** 随着新一代通信技术发展, 国内商用通信, 国防与航空航天、电子工业等下游领域技术快速发展, 科学仪器国产替代条件逐渐成熟, 国产高精度及高复杂度的行业系统级测试仿真需求快速增长。公司拳头产品无线信道仿真仪、射频微波信号发生器等性能突出, 已达国际先进高端产品指标, 竞争优势显著, 不断向国家级实验室等重点客户及多领域新客户领域拓展, 逐步打破国外垄断。无线电测试仿真仪器及系统方案营收规模同比增长38.9%。
- **聚焦研发投入, 新产品有序推出。** 公司聚焦高端射频类仪器, 持续加大研发投入, 有序推出新产品。KSW-VSA01 频谱/矢量信号分析仪如期正式推出, 频率范围覆盖8、26和44GHz, 最大可配2GHz解调带宽, 能够分析WiFi、5GNR等宽带信号, 可应用于无线通信、卫星监测以及航空领域的研发和生产测试; 未可应用于无线通信、卫星监测以及航空领域的研发和生产测试; 各项研发工作进展顺利, 预期2023年完成矢量网络分析仪功能和性能指标的全面测试, 进一步完善产品矩阵, 持续贡献业绩新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为1.39元、1.99元和2.77元, 未来三年归母净利润将达到42.0%的复合增长率。考虑到公司为国内电子测量仪器领先厂商, 聚焦高端类, 射频领域积淀深厚, 是行业核心供应商, 品牌影响力广泛, 新产品导入和市场扩展同时进行, 预计订单量在2023年将迎来显著增长, 给予公司2023年47倍PE估值, 对应目标价65.33元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、核心部件供应不足、市场竞争加剧等风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	220.36	317.22	449.10	628.90
增长率	35.28%	43.95%	41.58%	40.04%
归属母公司净利润(百万元)	81.26	116.72	167.20	232.88
增长率	60.23%	43.64%	43.25%	39.29%
每股收益EPS(元)	0.97	1.39	1.99	2.77
净资产收益率ROE	9.15%	11.73%	4.57%	17.15%
PE	55	38	27	19
PB	5.06	4.52	3.92	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王湘杰  
执业证号: S1250521120002  
电话: 0755-26671517  
邮箱: wxj@swsc.com.cn

分析师: 叶泽佑  
执业证号: S1250522090003  
电话: 13524424436  
邮箱: yezy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: Wind

### 基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通A股(亿股)	0.51
52周内股价区间(元)	23.06-77.58
总市值(亿元)	44.93
总资产(亿元)	10.12
每股净资产(元)	10.57

### 相关研究

1. 坤恒顺维(688283.SH): 业绩快速增长, 产品研发进展迅速 (2022-11-03)
2. 坤恒顺维(688283.SH): 电子测量仪表领先厂商, 射频领域积淀深厚 (2022-09-08)

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司无线电测试仿真仪器及系统方案主要包括无线信道仿真仪、射频微波信号发生器、频谱/矢量信号分析仪及无线电测试仿真领域定制化开发产品等。随着航空航天、移动通信、自组网等无线电领域仿真场景需求增加，公司无限信道仿真仪、射频微波信息发生器应用场景不断丰富，订单量将持续增长。公司于 2022 年推出频谱分析仪，并计划于 2023 年推出网络分析仪、矢量分析仪，频谱分析仪和网络分析仪下游需求旺盛，我们预计公司频谱分析仪和网络分析仪推出后将保持高速增长，预计 2023 年-2025 年公司无线电测试仿真仪器及系统方案订单量增速分别为 44.9%、40.6%、38.7%；依托公司 HBI 开发平台，能将无线信道仿真仪等领域成熟技术复用至新开发产品上，节省开发成本，预计 2023-2025 年，公司无线电测试仿真仪器及系统方案毛利率维持在 66.1% 的水平。

假设 2：公司 HBI 模块化组件主要包括数字信号处理模块、模数变换和数模变换模块、微波射频通道模块、主控模块和存储模块等产品。公司定制开发产品及系统解决方案、模块化组件和其他业务规模保持增长趋势，预计订单量将随着公司整体业务规模增长，预计 2023-2025 年 HBI 模块化组件业务收入增速分别为 19.7%、20.7%、20.7%，2023-2025 年其他业务订单量增速分别为 23.7%、21.1%、21.4%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 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		2022A	2023E	2024E	2025E
无线电测试仿真仪器及系统方案	收入	212.2	307.4	432.2	599.6
	增速	39%	45%	41%	39%
	毛利率	66%	66%	66%	66%
HBI 模块化组件	收入	6.7	8.0	9.7	11.7
	增速	-21%	20%	21%	21%
	毛利率	73%	73%	73%	73%
其他收入	收入	1.4	1.8	2.2	2.6
	增速	-7%	24%	21%	21%
	毛利率	92%	92%	92%	92%
合计	收入	220.4	317.2	449.1	628.9
	增速	35.3%	44.0%	41.6%	40.0%
	毛利率	66.47%	66.41%	66.30%	66.18%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 3.17 亿元 (+44.0%)、4.49 亿元 (+41.6%) 和 6.29 亿元 (+40.0%)，归母净利润分别为 1.17 亿元 (+43.6%)、1.67 亿元 (+43.2%)、2.33 亿元 (+39.3%)，EPS 分别为 1.39 元、1.99 元、2.77 元，对应动态 PE 分别为 38 倍、27 倍、19 倍。

综合考虑业务范围，选取了仪表仪器行业 3 家上市公司普源精电-U、鼎阳科技、优利德作为估值参考。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688337.SH	普源精电	103.32	57.55	6.31	0.98	1.43	2.03	128	58	40	28
688112.SH	鼎阳科技	85.48	80.14	3.98	1.83	2.52	3.33	71	44	32	24
688628.SH	优利德	48.42	43.85	8.91	1.57	2.10	2.77	27	28	21	16
平均值								75	43	31	23
688283.SH	坤恒顺维	44.93	53.49	0.97	1.39	1.99	2.77	55	38	27	19

数据来源：Wind，西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2023 年估值为 38 倍，行业平均值为 43 倍，低于行业平均估值水平。随着公司拳头产品性能逐步提升，不断进入国内院校研究室及其他中小客户群体，收入规模持续扩大，同时新产品不断导入，贡献新业绩增长点，预计公司订单量在 2023 年将迎来显著增长，给予 2023 年 47 倍估值，对应目标价 65.33 元，维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	220.36	317.22	449.10	628.90	净利润	81.26	116.72	167.20	232.88
营业成本	73.89	106.55	151.36	212.68	折旧与摊销	1.98	1.64	1.64	1.64
营业税金及附加	1.18	1.83	7.06	11.97	财务费用	-15.16	0.11	0.11	0.16
销售费用	18.76	22.95	36.01	61.88	资产减值损失	0.18	0.00	0.00	0.00
管理费用	10.95	17.63	30.55	40.76	经营营运资本变动	-37.94	-80.32	-103.88	-129.48
财务费用	-15.16	0.11	0.11	0.16	其他	19.71	7.19	12.89	16.31
资产减值损失	0.18	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>50.03</b>	<b>45.34</b>	<b>77.95</b>	<b>121.50</b>
投资收益	0.10	0.00	2.56	0.00	资本支出	203.36	245.65	245.65	245.65
公允价值变动损益	1.42	0.71	0.83	0.89	其他	-379.32	0.71	3.39	0.89
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-175.97</b>	<b>246.36</b>	<b>249.04</b>	<b>246.54</b>
<b>营业利润</b>	<b>90.15</b>	<b>129.44</b>	<b>185.41</b>	<b>258.26</b>	短期借款	-20.03	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.04	-0.01	-0.01	-0.02	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>90.11</b>	<b>129.43</b>	<b>185.40</b>	<b>258.24</b>	股权融资	631.94	0.00	0.00	0.00
所得税	8.85	12.71	18.21	25.36	支付股利	-5.21	-9.74	-14.78	-22.84
净利润	81.26	116.72	167.20	232.88	其他	-2.91	-0.38	-0.11	-0.16
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>603.80</b>	<b>-10.13</b>	<b>-14.89</b>	<b>-23.00</b>
归属母公司股东净利润	81.26	116.72	167.20	232.88	<b>现金流量净额</b>	<b>477.87</b>	<b>281.57</b>	<b>312.10</b>	<b>345.04</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	683.85	719.77	786.22	885.61	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	151.53	218.75	309.36	433.50	销售收入增长率	35.28%	43.95%	41.58%	40.04%
存货	87.67	126.60	178.13	251.99	营业利润增长率	58.06%	43.58%	43.24%	39.29%
其他流动资产	5.56	0.01	0.01	0.01	净利润增长率	60.23%	43.64%	43.25%	39.29%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	31.04%	70.45%	42.66%	38.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	47.15	46.48	45.81	45.14	毛利率	66.47%	66.41%	66.30%	66.18%
无形资产和开发支出	8.61	7.65	6.68	5.72	三费率	6.61%	12.83%	14.85%	16.35%
其他非流动资产	27.66	27.66	27.66	27.66	净利率	36.88%	36.79%	37.23%	37.03%
<b>资产总计</b>	<b>1012.03</b>	<b>1146.90</b>	<b>1353.87</b>	<b>1649.62</b>	ROE	9.15%	11.73%	14.57%	17.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.03%	10.18%	12.35%	14.12%
应付和预收款项	92.95	121.82	172.42	252.74	ROIC	39.74%	48.84%	50.85%	52.61%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	34.93%	41.36%	41.67%	41.35%
其他负债	30.89	29.93	33.88	39.27	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>123.85</b>	<b>151.75</b>	<b>206.30</b>	<b>292.01</b>	总资产周转率	0.35	0.29	0.36	0.42
股本	84.00	84.00	84.00	84.00	固定资产周转率	29.39	32.98	50.20	76.01
资本公积	617.54	617.54	617.54	617.54	应收账款周转率	1.60	1.63	1.63	1.62
留存收益	186.63	293.61	446.03	656.07	存货周转率	1.01	0.99	0.99	0.98
归属母公司股东权益	888.18	995.15	1147.57	1357.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	81.82%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>888.18</b>	<b>995.15</b>	<b>1147.57</b>	<b>1357.61</b>	资产负债率	12.24%	13.23%	15.24%	17.70%
负债和股东权益合计	1012.03	1146.90	1353.87	1649.62	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	8.99	8.12	6.86	5.79
					速动比率	8.14	7.15	5.90	4.86
					股利支付率	6.41%	8.35%	8.84%	9.81%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	76.97	131.19	187.16	260.06	每股收益	0.97	1.39	1.99	2.77
PE	55.29	38.50	26.87	19.29	每股净资产	10.57	11.85	13.66	16.16
PB	5.06	4.52	3.92	3.31	每股经营现金	0.60	0.54	0.93	1.45
PS	20.39	14.16	10.00	7.14	每股股利	0.06	0.12	0.18	0.27
EV/EBITDA	49.14	28.55	19.66	13.77					
股息率	0.12%	0.22%	0.33%	0.51%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

请务必阅读正文后的重要声明部分



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 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：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@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
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@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.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@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