

2023年08月30日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 坤恒顺维（688283）

### 2023年中报点评：高端仿真仪表景气度稳中向上，公司产品结构进一步丰富

#### ◆ 事件

公司8月21日公告，2023H1实现营收（0.87亿元，+47.29%），归母净利润（0.21亿元，+77.56%），毛利率（65.06%，-1.96pcts），净利率（24.67%，+4.21pcts）。2023Q2实现营收（0.68亿元，同比+43.82%，环比+250.97%），归母净利润（0.19亿元，同比+47.41%，环比+582.77%），毛利率（63.92%，同比-1.36pcts，环比-5.13pcts），净利率（27.65%，同比+0.67pcts，环比+13.44pcts）。

#### ◆ 高端无线电测试仿真领域领先企业，产品技术水平比肩国际龙头

公司深耕高端无线电测试仿真仪表研发，当前以无线信道仿真仪和射频微波矢量信号发生器为主要产品，综合性能指标已接近或超过国外厂商高端竞品，打破了国际厂商长期垄断局面。今年1月推出的新产品频谱/矢量信号分析仪处于用户测试及试用阶段，后续矢量网络分析仪的推出将进一步丰富公司产品矩阵。公司产品主要应用于移动通信、无线组网、雷达、电子对抗、车联网、导航等领域，以移动通信运营商、设备制造商、军工集团下属无线电研究院所以及中科院等相关科研单位等为主要客户。

#### ◆ 完善核心产品矩阵，拓展应用领域

公司2023H1营业收入（0.87亿元，+47.29%）和归母净利润（0.21亿元，+77.56%）均大幅提升，主要系公司核心产品矩阵逐步完善，在市场占有率稳步提高的同时，应用领域逐步拓展，为业务赋予增量需求。毛利率（65.06%，-1.96pcts）有所下降，而净利率（24.67%，+4.21pcts）增幅较大，主要系公司费用管控较好，三费率（9.93%，-3.45pcts）大幅下降所致。

单看2023Q2，公司实现营收0.68亿元（同比+43.82%，环比+250.97%），归母净利润0.19亿元（同比+47.41%，环比+582.77%），业绩和盈利能力均大幅提高；毛利率63.92%（同比-1.36pcts，环比-

投资评级

买入

维持评级

2023年08月29日

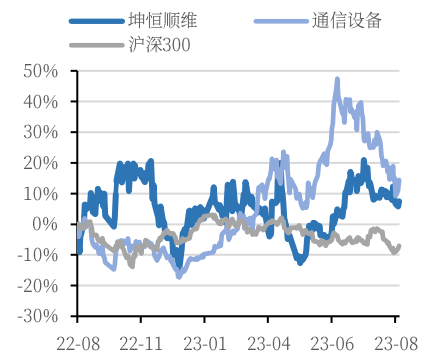
收盘价(元):

65.04

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	84.00
总市值(百万)	5,463.36
流通股本(百万股)	57.91
流通市值(百万)	3,766.45
12月最高/最低价(元)	77.58/51.16
资产负债率(%)	11.19
每股净资产(元)	10.73
市盈率(TTM)	60.28
市净率(PB)	6.06
净资产收益率(%)	2.38

#### 股价走势图



#### 作者

梁晨	分析师
SAC执业证书: S0640519080001	
联系电话: 010-59562536	
邮箱: liangc@avicsec.com	
张超	分析师
SAC执业证书: S0640519070001	
联系电话: 010-59219568	
邮箱: zhangchao@avicsec.com	
王绮文	研究助理
SAC执业证书: S0640121120018	
邮箱: wangqw@avicsec.com	

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

5.13pcts), 净利率 27.65% (同比+0.67pcts, 环比+13.44pcts)。从 2023H1 各产品情况来看:

①无线信道仿真仪, 主要用于模拟仿真无线信道环境, 为外场测试室内化提供了保障。作为公司的拳头产品, 公司持续迭代其综合性能和功能, 逐步在卫星通信、半导体、终端测试市场等应用领域实现突破, 同时公司也在进行新产品的研发, 以满足卫星组网、车联网等场景的应用, 进一步增强竞争优势;

②射频微波信号发生器, 可生成多类型信号, 为无线电设备和射频微波器件研发制造、维修检测阶段提供性能指标的测试。报告期内, 产品进一步成熟, 随着下游客户认可度提升, 订单需求也快速增加;

③频谱/矢量信号分析仪, 用于对接收信号的频谱结构进行分析, 公司产品于今年 1 月推出, 处于下游用户测试及试用阶段。

#### ◆ 保持研发高投入, 持续提升经营管理效率

费用端来看, 公司 2023H1 期间费用率 41.90% (-0.04pcts) 小幅下降, 主要系三费率 (9.93%, -3.45pcts) 管控效果显现, 其中管理费用率 (7.64%, -2.15pcts) 降幅较大, 主要系规模效应逐步呈现; 销售费用率 (12.77%, +0.35pcts) 小幅波动, 主要系加强销售团队建设所致; 财务费用率 (-10.48%, -1.64pcts)。

公司高度关注无线电领域前沿技术, 结合对用户需求的洞察, 保持研发高投入, 加速迭代现有产品、布局新产品, 2023H1 研发费用率同比提升 3.40pcts 至 31.98%。截至报告期末, 公司累计获得发明专利 20 项, 实用新型专利 22 项, 外观设计专利 3 项, 软件著作权 34 项。

从现金流量端来看, 公司 2023H1 经营活动产生的现金流量净额-0.18 亿元 (2022H1 为-0.21 亿元, 同比-11.55%), 主要系交纳上年度延期税款导致现金流出增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额-0.09 亿元 (2022H1 为 6.05 亿元, -101.41%), 主要系上年同期公司收到 IPO 募集资金所致。

#### ◆ IPO 募投项目助力公司提高产能, 强化研发实力, 加强国产化进程

公司 IPO 项目募集资金投入项目将提高国内高端无线电测量仪器国产化能力、缓解依赖进口局面, 同时提高公司产品产能、增强研发实力、优化生产工艺流程及生产效率。截至 2023H1 累计投入金额占募集资金的 46.33%, 具体来看:

①无线电测试仿真设备生产基地项目, 将重点扩大射频微波信号发生器产品产能, 并适当增加无线信道仿真仪产品、频谱分析仪产品产能, 同时

#### 相关研究报告

坤恒顺维 (688283) 2022 年中报点评: 聚焦高端无线电测试仿真领域, 大力支持研发 — 2022-09-06

提升产品质量，快速响应市场需求。项目落地后，也将对公司未来产品结构、收入构成产生一定程度影响；

②无线电测试仿真技术研发中心项目，将提升公司研发能力，不断形成新技术，增强公司竞争力；

③无线电测试仿真开放实验室项目，拟在成都、北京、上海、深圳、武汉建立五大测试仿真开放实验室，对有无无线电测试测量需求的客户全面免费开放，提供试验环境，并配套专业技术人员配合支持，为客户、供应商和友好单位提供全方位的交流及实验平台。此项目将助力公司开拓营销渠道、提高客户服务能力，同时通过收集到的重点客户需求，反哺产品研发，保持公司技术的领先。

#### ◆ 高端无线电测试仿真技术日益成熟，加速推进仪器仪表国产化进程

受益于数字信息产业化发展，无线电技术应用领域愈加广泛，通过无线电测试测量技术和仪器仪表能够有效测量无线电设备的技术参数，测量结果对无线电技术的发展具有指导意义。随着 5G 技术在移动通信、车联网等场景的应用，以及卫星互联网、雷达、电子对抗等高端装备对新一代信息传输技术的使用，亟需高性能无线电仿真测试设备为相关设备的研发生产提供技术保障，乃至为军用设备装机前的可靠性、稳定性提供支撑。在高端测试仿真仪器仪表市场长期被国外厂商垄断的情况下，推动高端仪器逐步实现国产替代是势在必行的重要举措。

#### ◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司以高端仪器仪表为产品定位，随着公司产品体系的逐渐完善、技术能力的逐步提升、以及应用领域的不断拓展，将助力公司盈利能力的提升；
- 2) 受益于军用领域的国产化需求，为公司业绩提供较为稳定的支撑；
- 3) 公司产品可比肩国外同类型产品，有助于公司开拓海外市场，以及公司知名度和产品认知度的提升。

基于以上观点，我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 3.04 亿元、4.14 亿元、5.61 亿元，归母净利润分别为 1.11 亿元、1.47 亿元 1.96 亿元，EPS 分别为 1.33 元、1.74 元、2.33 元，维持“买入”评级，2023 年 8 月 29 日收盘价 65.04 元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 48.90 倍、37.38 倍、27.91 倍。

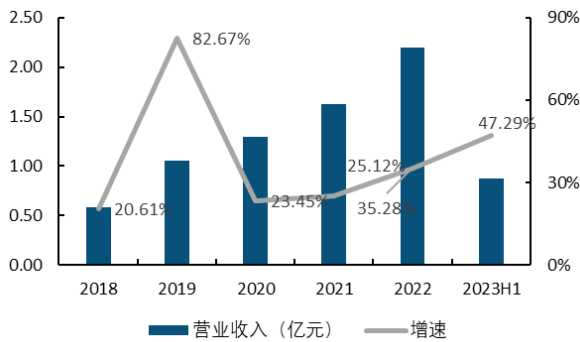
◆ 风险提示

市场需求量有限导致业绩增长风险、经营业绩季节性波动较大风险、原材料价格上涨风险等。

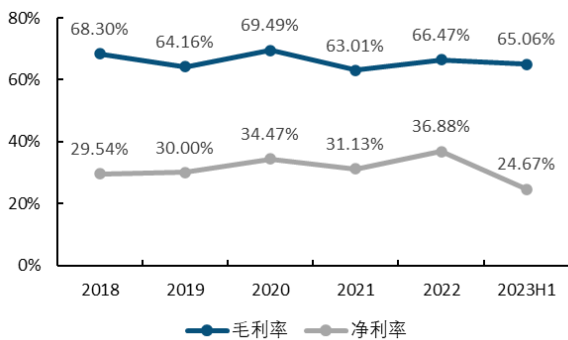
◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	220.36	303.75	414.49	560.77
增长率	35.28%	37.84%	36.46%	35.29%
归属母公司股东净利润	81.26	111.33	146.56	195.86
增长率	60.23%	37.00%	31.65%	33.64%
每股收益(EPS) (元)	0.97	1.33	1.74	2.33

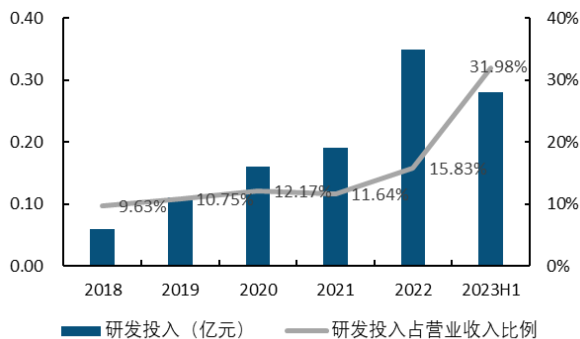
资料来源: iFind, 中航证券研究所

**◆ 公司主要财务数据**
**图1 营业收入及增速 (单位: 亿元; %)**


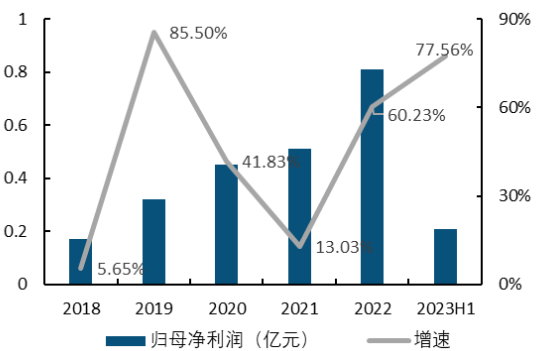
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图3 毛利率及净利率 (%)**


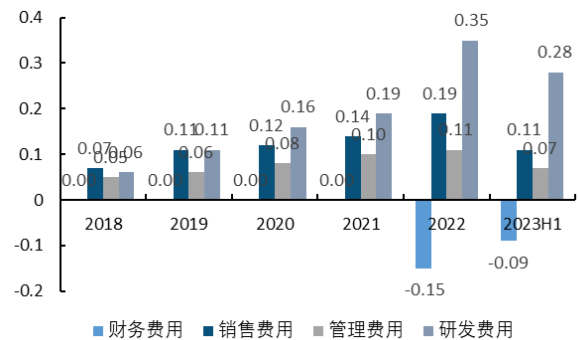
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图5 研发占营收比例 (单位: 亿元; %)**


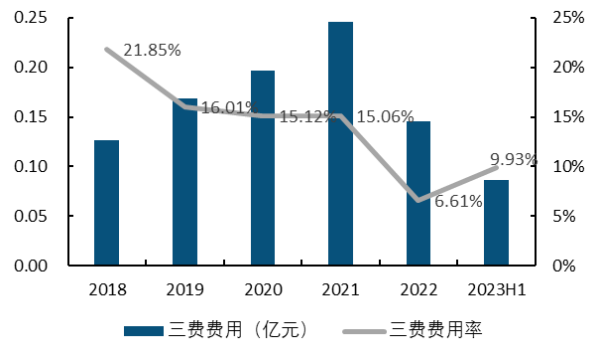
资料来源: wind, 中航证券研究所

**图2 归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图4 期间费用情况 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**图6 三费费用占营收比例 (单位: 亿元; %)**


资料来源: wind, 中航证券研究所

**财务报表与财务指标（数据单位：百万元）**

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	220.36	303.75	414.49	560.77	货币资金	683.85	451.31	535.34	550.46
营业成本	73.89	92.19	128.66	177.48	应收票据及账款	153.07	203.49	274.60	363.19
税金及附加	1.18	1.62	2.21	3.00	预付账款	2.29	2.50	3.41	4.61
销售费用	18.76	25.21	33.16	43.74	其他应收款	1.72	1.83	2.50	3.38
管理费用	10.95	14.40	18.78	23.89	存货	87.67	103.71	141.20	189.75
研发费用	34.88	48.14	65.99	89.61	其他流动资产	0.00	130.97	0.01	0.01
财务费用	-15.16	-8.51	-7.39	-8.14	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	0.18	0.30	0.41	0.56	固定资产	10.50	74.02	185.21	270.48
信用减值损失	-10.67	-13.67	-16.58	-19.63	在建工程	37.20	96.00	84.80	68.60
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	8.61	12.25	18.99	23.03
投资收益	0.10	0.03	0.03	0.03	长期待摊费用	0.01	0.02	0.05	0.08
公允价值变动损益	1.42	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	27.10	35.00	36.00	37.00
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1012.03	1111.11	1282.10	1510.59
其他收益	3.26	6.00	5.50	5.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	90.15	123.36	162.45	217.15	应付票据及账款	58.03	76.50	107.53	148.91
营业外收入	0.00	0.10	0.08	0.05	其他流动负债	45.26	25.06	33.55	45.01
营业外支出	0.04	0.01	0.01	0.01	流动负债合计	103.30	101.55	141.08	193.92
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.14	0.17	0.18	0.16
利润总额	90.11	123.45	162.52	217.19	其他非流动负债	20.41	21.35	21.37	21.38
所得税	8.85	12.12	15.96	21.33	非流动负债合计	20.55	21.52	21.55	21.54
净利润	81.26	111.33	146.56	195.86	负债合计	123.85	123.07	162.63	215.45
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	84.00	84.00	84.00	84.00
归属母公司股东净利润	81.26	111.33	146.56	195.86	资本公积	617.54	617.54	617.54	617.54
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	186.63	286.49	417.93	593.59
经营性现金净流量	49.54	43.92	91.35	135.71	归属母公司权益	888.18	988.03	1119.47	1295.14
投资性现金净流量	-175.97	-273.53	0.41	-108.51	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	603.80	-2.93	-7.73	-12.08	股东权益合计	888.18	988.03	1119.47	1295.14
现金流量净额	477.38	-232.54	84.04	15.12	负债和股东权益合计	1012.03	1111.11	1282.10	1510.59

数据来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637