

坤恒顺维（688283）

聚焦高端无线电测试仿真领域，大力支持研发

◆ 事件

根据公司 2022 年半年度报告，2022 H1 营业收入 0.59 亿元（+51.93%），归母净利润 0.12 亿元（+179.09%），毛利率 67.02%（+4.53pcts），净利率 20.46%（+9.32pcts）。2022 Q2 营业收入 0.47 亿元（同比+48.20%，环比+292.71%），归母净利润 0.13 亿元（同比+67.63%，环比由负转正）。

◆ 高端无线电测试仿真领域领先企业，产品技术领先

坤恒顺维成立于 2010 年，2016 年 8 月 8 日在新三板挂牌，于 2021 年 12 月 15 日终止挂牌，之后于 2022 年 2 月 15 日在科创板上市。公司专注于高端无线电测试仿真领域，经过核心技术沉淀，掌握了高端射频微波技术、数字电路技术、无线电测试仿真算法实时信号处理技术和非实时信号处理技术四类高端无线电测试仿真仪表开发所需的核心技术，并基于此构建了具有自主知识产权的标准化、通用化、模块化的 HBI 平台，为快速完成无线信道仿真仪、射频微波信号发生器等产品的研发提供了基础平台。

公司当前以无线信道仿真仪和射频微波信号发生器为主要产品，其综合性能指标已接近或超过国外厂商高端产品，打破了国际厂商的长期垄断；同时，对标国外厂商高端产品的频谱分析仪和矢量网络分析仪已完成关键技术的攻关，处于样机研制定型阶段，后续的陆续推出将丰富公司的产品线，提高竞争力。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，为移动通信运营商、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客户提供测试仿真设备以及系统解决方案。同时，随着我国对 5G、国防通信、卫星通信、导航雷达等领域的无线电设备在带宽、频率范围、传输速度及技术等性能指标要求越来越高，需要高性能无线电测试仿真仪器仪表为其提供技术保障，以确保设备的可靠性和稳定性，特别是具有自主可控的高端技术水平的无线电测试测量仪器，因此也推动了国内测试仿真技术持续突破，逐步实现国产化。公司的无线信道仿真仪在国内 5G 移动通信建设测试仿真设备领域已实现了国产化。

投资评级

买入

首次覆盖

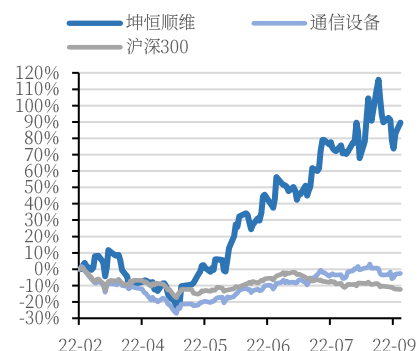
2022 年 09 月 05 日

收盘价(元): 60.06

公司基本数据

总股本(百万股)	84.00
总市值(百万)	5,045.04
流通股本(百万股)	18.35
流通市值(百万)	1,102.26
12 月最高/最低价(元)	72.79/23.09
资产负债率(%)	7.13
每股净资产(元)	9.75
市盈率(TTM)	86.29
市净率(PB)	6.16
净资产收益率(%)	1.99

股价走势图



作者

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

相关研究报告

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

报告期内,公司营业收入(0.59 亿元, +51.93%)和归母净利润(0.12 亿元, +179.09%)均实现大幅提升,主要可以分为两方面原因,一方面系下游领域技术的快速发展,带动市场需求的增加,同时公司核心产品无线信道仿真仪、射频微波信号发生器等产品凭借其优异性能,具有较强竞争优势,产品认知度和认可度不断提升,下游客户不断增加,开拓了多个国家级、省级科研实验室、计量实验室等客户群体;另一方面公司完善经营策略,由单产品销售向围绕核心产品、提供逐步丰富和完善的行业系统解决方案升级,更好的帮助客户解决产品研制过程中出现的高精度、高复杂度测试需求,订单数量持续增长。因此,在提升产品技术水平和加强市场拓展“双管齐下”加持下,公司经营业绩实现快速增长,整体盈利能力得到大幅提升。

在公司经营业绩快速提升的同时,毛利率(67.02%, +4.53pcts)有所提升,净利率(20.46%, +9.32pcts)的大幅提高主要系 IPO 募集资金进行现金管理来带利息收入增长,带动财务费用(-0.05 亿元, -3461.59%)大幅下降所致。

◆ 持续进行技术突破,加速产品迭代

费用方面看,公司期间费用 0.25 亿元(+19.99%),期间费用率 41.94%(-11.17pcts)降幅明显。三费费用(0.08 亿元, -30.99%)大幅下降,主要系财务费用(-0.05 亿元, -3461.59%)受利息收入增长而显著下降所致;与此同时,管理费用(0.06 亿元, +19.70%)和销售费用(0.07 亿元, +13.62%)均有较大幅度增加,管理费用的增加主要系受管理人员数量和薪酬水平增长、首次公开发行股票带来相关费用增加的影响,销售费用增加主要系受扩大销售团队带来销售人员数量和薪酬增加、订单增长带来中标服务费增加影响。另外,公司三费费用率(13.37%, -16.07pcts)呈现下降,其中管理费用率(9.79%, -2.64pcts)、销售费用率(12.42%, -4.19pcts)和财务费用率(-8.84%, -9.24pcts)均有所下降。

公司紧跟行业发展趋势,持续加大研发力度,报告期内研发费用(0.17 亿元, +83.39%)快速增长,研发费用率同比提升 4.90pcts 至 28.57%。公司研发投入主要体现在以下几方面:

- 1) 持续丰富核心产品功能,优化性能。具体来看,为更好的匹配新一代移动通信技术和高速发展的卫星通信需求,无线信道仿真仪完成了 OTA 毫米波测试系统设计、卫星和车联网仿真功能的开发及完善;射频微波矢量信号发生器通过产品性能迭代,已具备多种高性能选件;
- 2) 布局新产品,快速丰富测试仿真仪器产品线。具体来看,高性能频谱分析仪(矢量信号分析仪)完成了 2Hz-44GHz 原理样机,目前

对整机系统进行指标测试和性能优化；矢量网络分析仪关键技术论证获得突破；基于 HBI 平台架构的通用接收机、矢量信号收发信机等产品研发快速推进；

- 3) 完善经营策略, 面向行业的提供整体解决方案能力逐步提升。通过深入了解客户需求, 公司以无线信道仿真仪、射频微波信号发生器、信号分析仪等核心产品为中心, 建立复杂电磁环境下设备性能评估系统、自动测试系统等解决方案, 更好的为客户解决研发中出现的测试需求。

另外, 截至报告期末, 公司已获得发明专利 17 项(报告期内新增 4 项), 实用新型专利 22 项, 外观设计专利 3 项(报告期内新增 1 项), 软件著作权 32 项。

从资产负债情况来看, 公司 2022 H1 应收账款 1.08 亿元, 较 2021 年末增加 7.10%, 应收票据 0.09 亿元, 较 2021 年末增加 19.30%; 存货 0.80 亿元, 较 2021 年末增加 37.56%, 主要系公司根据市场需求和订单情况, 对产品(库存商品 0.26 亿元, 较 2021 年末+26.36%)及原材料(0.40 亿元, 较 2021 年末+79.12%)进行备货所致。基于以上情况, 我们认为公司下游景气度较高, 公司订单饱满。

从现金流情况来看, 公司 2022 H1 投资活动产生的现金流量净额-2.17 亿元(2021 H1 为-0.05 亿元), 主要系公司加大工业用房和配套设施的投入, 以及使用闲置募集资金进行现金管理所致; 筹资活动产生的现金流量净额 6.05 亿元(2021 H1 为-0.01 亿元), 主要系收到 IPO 募集资金所致。

◆ 核心产品打破国际垄断, 近两年将逐步推出新产品

作为国内少有的专注于高端无线电测试仿真仪器仪表研制且对标国外的企业, 公司按照硬件平台通用化、标准化, 固件和软件基础化、多样化原则构建了 HBI 平台, 为公司产品实现快速研发和质量保障提供了基础。在此基础上, 公司核心产品无线信道仿真仪和射频微波信号发生器综合核心技术指标或性能已接近或赶超国外同类产品, 在国内市场具有较强竞争优势; 新产品频谱分析仪和网络分析仪均对标国外厂商高端产品, 频谱分析仪已进入全面研发测试阶段, 在对产品综合性能及关键指标进行优化和迭代后, 预计于 2022 年推出, 同时面向公司下游各个领域的核心客户群体进行试用及性能验证; 网络分析仪也已完成关键技术攻关, 预计将于 2023 年推出。

分产品来看: 公司主要产品

- 1) 无线信道仿真仪，是无线电测试仿真领域内最高端的产品。作为无线电测试设备中功能和综合性能指标要求最高、单体价格最贵的产品，同时具有射频微波矢量信号发生器的信号生成功能，和频谱分析仪的射频微波矢量信号采集功能，并可对复杂时变的无线电传播环境进行准确仿真。通过其对现实环境中复杂多变的无线信道进行仿真，为大规模组网的无线电自组网设备、移动通信设备、GPS/北斗导航设备等外场测试室内化提供了有效的测试仿真保障，极大的缩短了相关设备的研发进度、降低了外场测试的费用、减少了外场测试的不确定性。

随着国内 5G 基站建设和 5G 通信技术的逐步发展、复杂电磁环境仿真系统应用的逐步延伸、以及 WIFI、车载无线电应用等领域产品的持续研发，带来无线信道仿真场景的多样化和复杂程度的提升，带动无线信道仿真仪需求的增加。根据灼识咨询数据显示，国内无线电测量仪器市场规模年均复合增长率约在 13.98%，预计在 2024 年将达到 236.8 亿元，而公司无线信道仿真仪因能够准确评测制造商设备性能和功能指标，客户认可度不断提升，未来将受益于行业发展红利；

- 2) 射频微波信号发生器，是无线电设备和射频微波器件研发、制造、维修、检测的首选。作为多用途测试设备，其可作为无线电设备的有用信号发生器、干扰信号发生器，实现对被测试设备性能指标的检测；同时，可通过多个射频微波信号发生器生成多类型信号，搭建复杂电磁环境仿真测试系统。

根据灼识咨询数据显示，国内信号发生器市场规模年均复合增长率约在 11.44%，预计在 2024 年将达到 22.76 亿元，公司的射频微波信号发生器主要应用于航空航天、移动通信等领域，广阔的市场为公司产品发展提供较大空间；

- 3) 定制化开发产品，主要是根据国防通信、电子对抗、导航和雷达等领域客户的个性化需求，基于 HBI 平台快速完成定制化开发产品及解决方案；
- 4) 模块化组件，主要是 HBI 平台下的基础软硬件载体，以及在此基础上根据客户需求开发的模块化组件产品，通过配置不同模块化组件，可实现快速研发不同用途的产品。

新产品频谱分析仪作为公司未来重点拓展产品，是用于研究信号频谱结构多用途电子测量仪器，主要应用于航空航天和国防、通讯、物联网等领域。此产品也是 IPO 募投项目“无线电测试仿真设备生产基地项目”拓展

产能的产品，根据募投项目测算，该产品在达产年实现销售收入为 6053 万元。同时，根据灼识咨询数据显示，频谱分析仪市场规模年均复合增长率约在 11.44%，预计在 2024 年将达到 29.58 亿元；网络分析仪主要用于被测网络散射参量双向 S 参数的幅频、相频及群时延等特性信息的测量，应用于雷达、航空航天、卫星通信等领域，预计其在投产后年销售收入在 600 万左右，短期内不属于公司重点推广产品，将主要作为公司系统方案配套产品。

◆ 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，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。

报告期内，募投资金均已逐步投入，募投项目正有序开展。

图1 公司募集资金用途（单位：万元）

募集资金使用项目	项目投资总额	项目建设期
无线电测试仿真设备生产基地	16,935.36	2年
无线电测试仿真技术研发中心	6,965.54	2年
无线电测试仿真开放实验室	2,458.98	2年
补充流动资金	2,800.00	-

资料来源：招股说明书，中航证券研究所

◆ 投资建议

我们认为：

- 1) 公司作为高端无线电测试仿真产品研制企业，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) 公司核心产品在国内主要面向高端市场，国内相同领域同类型企业较少。在国外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；
- 3) 随着募投项目的落地，将增强公司在高端无线电测试领域自主可控能力，提升公司生产能力和生产效率，进一步提高市场份额和影响力，为公司发展提供重要保证。

基于以上观点，我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 2.21 亿元、3.02 亿元、4.13 亿元，归母净利润分别为 0.68 亿元、0.94 亿元、1.28 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.11 元、1.52 元，给予“买入”评级，2022 年 9 月 5 日收盘价 60.06 元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 74.15 倍、54.11 倍、39.51 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、募投项目不及预期。

◆ 盈利预测

单位:百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	162.89	221.36	301.69	413.49
增长率	25.12%	35.89%	36.29%	37.06%
归属母公司股东净利润	50.72	68.43	93.57	127.99
增长率	13.03%	34.92%	36.75%	36.78%
每股收益(EPS) (元)	0.60	0.81	1.11	1.52

资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司主要财务数据

图2 营业收入及增速（单位：亿元；%）

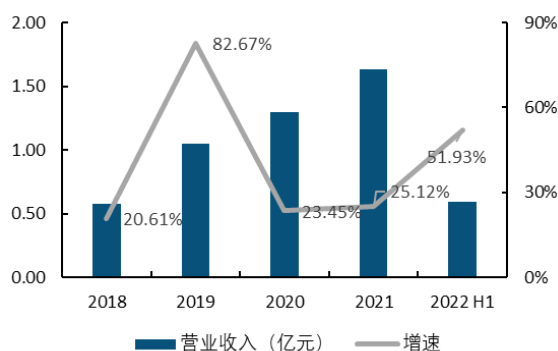
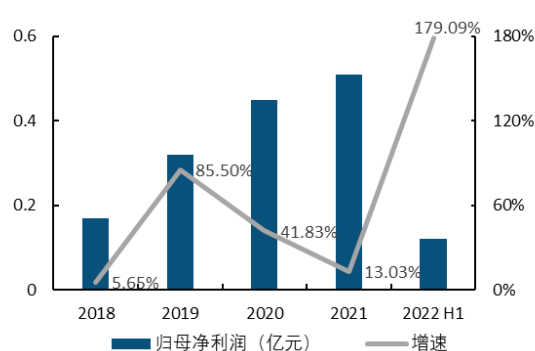
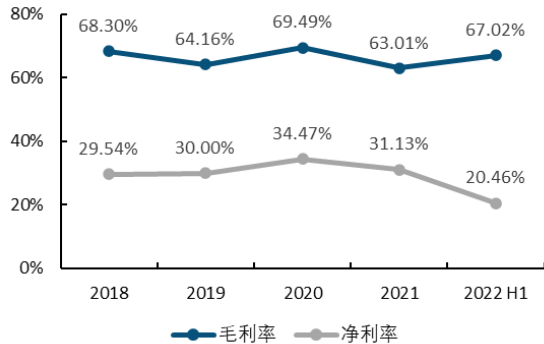


图3 归母净利润及增速（单位：亿元；%）

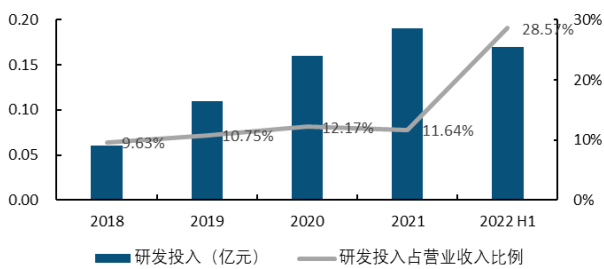


资料来源：Wind，中航证券研究所

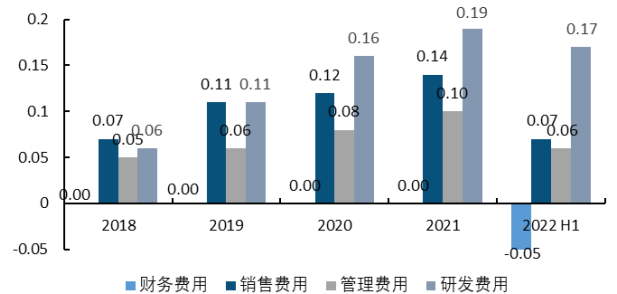
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 毛利率及净利率 (%)


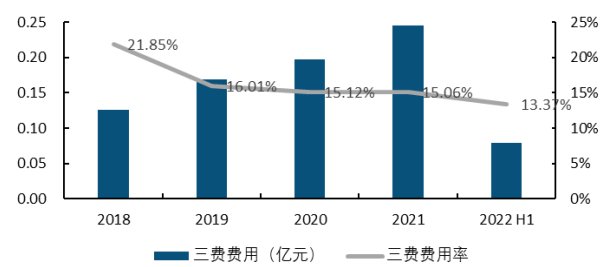
资料来源：Wind，中航证券研究所

图6 研发占营收占比 (单位：亿元；%)


资料来源：Wind，中航证券研究所

图5 期间费用情况 (单位：亿元)


资料来源：Wind，中航证券研究所

图7 三费费用情况 (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）	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	162.89	221.36	301.69	413.49	货币资金	70.57	627.56	585.05	572.21
营业成本	60.25	80.02	108.91	147.82	应收票据及账款	111.94	155.63	212.10	290.71
税金及附加	1.54	2.07	2.83	3.87	预付账款	3.37	2.40	3.27	4.48
销售费用	14.31	20.01	27.27	37.38	其他应收款	0.95	1.26	1.71	2.34
管理费用	9.76	13.12	17.88	24.51	存货	57.85	74.75	101.74	138.09
研发费用	18.96	25.50	34.75	47.63	其他流动资产	0.00	0.01	0.01	0.01
财务费用	0.46	-0.79	-2.12	-2.03	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-0.10	-0.22	-0.31	-0.42	固定资产	5.54	18.61	41.43	70.19
信用减值损失	-4.78	-5.86	-7.99	-10.95	在建工程	0.29	82.62	139.32	172.22
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	6.21	5.17	4.14	3.10
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期待摊费用	0.05	0.02	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	4.48	4.48	4.48	4.48
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	261.26	972.50	1093.24	1257.83
其他收益	4.30	2.34	2.34	2.34	短期借款	20.03	0.00	0.00	0.00
营业利润	57.04	77.67	106.21	145.26	应付票据及账款	31.68	46.63	63.46	86.13
营业外收入	0.00	0.00	0.00	0.00	其他流动负债	29.06	50.89	69.28	94.21
营业外支出	0.02	0.02	0.02	0.02	流动负债合计	80.76	97.52	132.74	180.35
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	57.02	77.65	106.19	145.24	其他非流动负债	0.31	0.31	0.31	0.31
所得税	6.30	9.22	12.62	17.26	非流动负债合计	0.31	0.31	0.31	0.31
净利润	50.72	68.43	93.57	127.99	负债合计	81.07	97.83	133.06	180.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	63.00	84.00	84.00	84.00
归属母公司股东净利润	50.72	68.43	93.57	127.99	资本公积	6.60	617.54	617.54	617.54
现金流量表（百万元）	2021	2022E	2023E	2024E	留存收益	110.58	173.12	258.65	375.63
经营性现金净流量	18.13	49.30	51.56	73.30	归属母公司权益	180.18	874.67	960.19	1077.17
投资性现金净流量	-6.41	-99.13	-88.14	-77.16	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	6.65	606.82	-5.93	-8.98	股东权益合计	180.18	874.67	960.19	1077.17
现金流量净额	18.36	556.99	-42.51	-12.84	负债和股东权益合计	261.26	972.50	1093.24	1257.83

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, liyuqi@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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、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。

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