


2024年02月05日
坤恒顺维(688283.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 III

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

57.2元

股价(2024-02-02)

37.98元

交易数据

总市值(百万元) 3,190.32

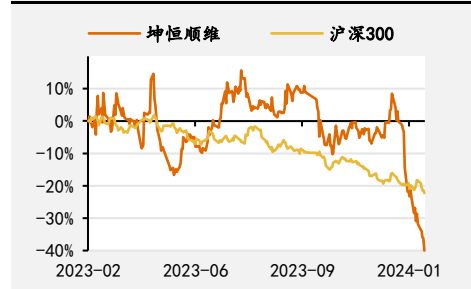
流通市值(百万元) 2,199.41

总股本(百万股) 84.00

流通股本(百万股) 57.91

12个月价格区间 37.98/73.17元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-36.4	-24.8	-17.3
绝对收益	-42.5	-35.4	-41.3

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

袁子翔 分析师

SAC 执业证书编号: S1450523050001

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

频谱仪已形成订单, 卫星互	2023-10-30
联网“卖铲人”率先受益	
半年报业绩高增, 测试系统	2023-08-21
斩获星网订单	
业绩持续高增, 产品矩阵日	2023-04-18
渐丰富, 未来可期	
不惧疫情扰动, 2022年业绩	2023-01-30
实现高增	
推出新品频谱分析仪, 持续	2023-01-04

股权激励发布, 彰显高速发展信心

事件概述

2024年2月5日, 坤恒顺维发布2024年限制性股票激励计划(草案), 拟向公司高级管理人员、核心技术人员及其他人员等合计54人授予限制性股票46.90万股, 占公司总股本的0.56%。本次股权激励的授予价格为33.80元, 将于2024/2025/2026分三阶段解除限售。业绩考核的目标值为, 以2023年收入为基数, 公司2024-2026年收入增速分别不低于30%/69%/119.7%。

股权激励发布, 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高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的其他人员等合计54名对象, 占公司2022年期末总人数的47%, 比例较高, 对稳定核心员工有积极作用, 是公司长期发展的有力保障。从授予价格来看, 本次股权激励的授予价格为33.80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2024/2025/2026年分三阶段解除限售, 目标值的解除限售条件为, 以2023年收入为基数, 公司2024-2026年收入增速分别不低于30%/69%/119.7%, 即复合增速达30%, 触发值对应的复合增速则约为22%。总的来看, 本次股权激励在保障公司核心人才团队稳定的同时, 也彰显出公司对于当前自身价值, 及未来三年保持高速发展的信心。

测试系统下游应用持续拓展, 卫星互联网“卖铲人”率先受益

根据三季报, 公司新产品频谱分析仪已逐步导入各下游用户测试及试用, 并且形成一定的订单。同时, 随着产品矩阵的丰富以及行业应用的积累, 公司各类系统级整体解决方案优势凸显, 能更好的满足各行业总体单位和各类外场应用场景客户的测试仿真需求。进一步来看, 作为卫星互联网的“卖铲人”, 无论是在卫星载荷的研发阶段, 还是在生产阶段, 均需要配套的电子测量设备来进行支持。由于卫星互联网属于通信行业的细分领域, 因此公司的拳头产品无线信道仿真仪, 以及测试测量系统将充分受益于此前在通信行业的市场地位, 降低导入难度。从节奏上来看, 通常而言测量设备的需求将先于下游行业的放量周期, 而随着两颗卫星互联网技术试验卫星于2023年7月成功发射, 我国卫星互联网开始进入实质性建设阶段, 预计公司有望率先受益于行业景气度的提升。

投资建议:

坤恒顺维是我国高端无线电测试测量领域的先行者, 当前正在进行客户体系+产品矩阵+商业模式的全面升级, 公司产品专注高端市场, 研

打开市场空间

发投入保持高强度，持续推出新产品，打开市场空间，驱动业绩中长期增长。考虑到股权激励所带来的额外费用，我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 2.83/3.73/5.05 亿元，归母净利润分别为 0.95/1.21/1.58 亿元。维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 57.2 元，相当于 2024 年 40 倍的动态市盈率。

■ 风险提示：1) 新产品研发进展不及预期的风险；2) 上游原材料和器件供应受限的风险；3) 市场、渠道开拓不及预期的风险；4) 下游市场需求不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	162.9	220.4	283.1	372.7	505.1
净利润	50.7	81.3	95.1	120.5	158.4
每股收益(元)	0.81	0.97	1.13	1.43	1.89
每股净资产(元)	2.86	10.57	11.71	13.14	15.03

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	59.97	33.56	26.47	20.14
市净率(倍)	0.00	5.49	3.24	2.89	2.53
净利润率	31.1%	36.9%	33.6%	32.3%	31.4%
净资产收益率	32.7%	15.2%	10.2%	11.6%	13.4%
股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.0%	12.2%	11.2%	15.9%	18.9%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	162.9	220.4	283.1	372.7	505.1	成长性					
减: 营业成本	60.3	73.9	98.1	127.2	173.6	营业收入增长率	25.1%	35.3%	28.5%	31.7%	35.5%
营业税费	1.5	1.2	1.5	2.0	2.7	营业利润增长率	11.0%	58.1%	17.9%	24.9%	30.9%
销售费用	14.3	18.8	25.0	32.5	43.5	净利润增长率	13.0%	60.2%	17.0%	26.8%	31.4%
管理费用	28.7	45.8	65.1	87.6	116.2	EBITDA增长率	12.0%	31.0%	27.4%	26.0%	30.9%
财务费用	0.5	-15.2	-18.0	-14.0	-9.0	EBIT增长率	11.4%	30.4%	25.5%	25.8%	32.1%
资产减值损失	-4.9	10.5	2.8	3.2	4.1	NOPLAT增长率	13.6%	29.7%	32.0%	26.6%	31.5%
加: 公允价值变动收益	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	43.1%	342.8%	-23.6%	5.5%	15.6%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	净资产增长率	38.4%	392.9%	10.7%	12.3%	14.3%
营业利润	57.0	90.1	106.2	132.7	173.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.0	0.0	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	63.0%	66.5%	65.3%	65.9%	65.6%
利润总额	57.0	90.1	104.2	130.7	171.8	营业利润率	35.0%	40.9%	37.5%	35.6%	34.4%
减: 所得税	6.3	8.8	9.2	10.2	13.4	净利润率	31.1%	36.9%	33.6%	32.3%	31.4%
净利润	50.7	81.3	95.1	120.5	158.4	EBITDA/营业收入	36.0%	34.9%	34.6%	33.1%	32.0%
						EBIT/营业收入	35.3%	34.0%	33.2%	31.7%	30.9%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	10	12	37	46	34
货币资金	70.6	683.8	675.5	989.3	1,096.2	流动营业资本周转天数	390	405	366	394	376
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	548	1538	1237	1363	1168
应收账款	111.9	153.1	184.3	255.8	335.0	应收账款周转天数	219	219	217	215	213
应收票据	1.0	1.7	2.2	2.1	2.2	存货周转天数	326	359	339	339	339
预付账款	3.4	2.3	2.9	2.8	2.9	总资产周转天数	519	1055	1381	1185	1013
存货	57.9	87.7	94.4	141.7	180.5	投资资本周转天数	450	1472	876	702	599
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	32.7%	15.2%	10.2%	11.6%	13.4%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	19.4%	8.0%	8.4%	9.3%	10.5%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	30.0%	12.2%	11.2%	15.9%	18.9%
投资性房地产						费用率					
固定资产	5.0	10.0	46.8	46.6	46.4	销售费用率	8.8%	8.5%	8.8%	8.7%	8.6%
在建工程	0.3	37.2	0.0	0.0	0.0	管理费用率	17.6%	20.8%	23.0%	23.5%	23.0%
无形资产	6.2	8.6	7.5	5.8	4.0	财务费用率	0.3%	-6.9%	-6.4%	-3.8%	-1.8%
其他非流动资产	5.0	27.7	116.7	-154.3	-154.3	三费/营业收入	26.7%	22.4%	25.5%	28.5%	29.8%
资产总额	261.3	1,012.0	1,130.3	1,289.8	1,512.9	偿债能力					
短期债务	20.5	0.3	0.0	0.0	0.0	资产负债率	31.0%	12.2%	13.0%	14.4%	16.6%
应付账款	32.6	61.6	71.5	94.2	132.9	负债权益比	45.0%	13.9%	15.0%	16.9%	19.9%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.03	8.99	7.58	8.41	7.02
其他流动负债	27.7	41.4	55.0	71.3	97.3	速动比率	2.31	8.14	6.84	7.55	6.24
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	107.23	245.54	-16058.13	-	-
其他非流动负债	0.3	20.6	20.6	20.6	20.6	分红指标					
负债总额	81.1	123.8	147.1	186.0	250.8	DPS(元)	0.00	0.06	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%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	63.0	84.0	84.0	84.0	84.0	股息收益率	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	117.2	804.2	899.2	1,019.8	1,178.1						
股东权益	180.2	888.2	983.2	1,103.8	1,262.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.81	0.97	1.13	1.43	1.89
净利润	50.7	81.3	95.1	120.5	158.4	BVPS(元)	2.86	10.57	11.71	13.14	15.03
加: 折旧和摊销	1.1	1.9	3.9	5.2	5.4	PE(X)	0.00	59.97	33.56	26.47	20.14
资产减值准备	-4.9	10.5	2.8	3.2	4.1	PB(X)	0.00	5.49	3.24	2.89	2.53
公允价值变动损失	0.0	-1.4	0.0	0.0	0.0	P/FCF	110.22	-260.09	38.70	71.37	29.35
财务费用	0.5	-15.2	-18.0	-14.0	-9.0	P/S	0.00	22.11	11.27	8.56	6.32
投资损失	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	EV/EBITDA	0.35	63.36	29.46	22.71	17.06
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-17.7%	-37.0%	-28.4%	-33.4%	-24.9%
营运资金的变动	-28.9	-27.0	-107.4	188.2	-57.7	PEG	0.00	1.00	1.98	0.99	0.64
经营活动产生现金流量	18.5	50.0	-23.6	303.1	101.2	ROIC/WACC	4.53	1.84	1.69	2.40	2.85
投资活动产生现金流量	-6.4	-176.0	-2.5	-3.2	-3.3	REP	0.02	2.98	2.52	1.63	1.17
融资活动产生现金流量	6.6	603.8	17.7	14.0	9.0						

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司 (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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

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： 518046

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