

坤恒顺维发布股权激励计划。2024年2月4日，公司发布2024年限制性股票激励计划（草案），拟授予激励对象的限制性股票56.9万股，约占激励计划草案公布日公司股本总数0.68%；授予价格33.80元/股，解禁限售期分别为24/25/26年，主要以收入为考核指标，要求归属期收入较2023年分别同比增长30%/69%/119.7%，**即3年收入CAGR 30%**。本激励计划涉及的首次授予激励对象共计54人，占公司截至2023年12月31日员工总数131人的41.22%，包括公司**高级管理人员、核心技术人员**等，我们认为本次激励人员占比较高，且覆盖较多核心研发人员（1H23研发人员占比约48.41%），不仅体现了公司对核心团队的重视，更彰显了对未来3年发展的信心。

产品线持续拓宽带动收入高速增长。我们认为公司收入增长主要得益于无线信道仿真仪产品的应用场景不断丰富，带来的下游可落地市场持续扩张。目前公司已在卫星通信，半导体等市场形成重要突破。同时公司射频微波信号发生器等产品市场广阔。

高规格、平台化、模块化、国产化是行业发展趋势。随着无线电技术的发展，下游需求的不断变化对测试仪表性能及迭代能力提出了较高的要求，平台化和模块化成为测试仪器仪表发展的必然趋势。我国测试仿真仪器仪表行业一直以中低端产品为主，同质化竞争激烈，高端测试仿真仪器仪表市场被国外巨头厂商垄断。随着我国无线电领域技术发展，相关无线电设备与发达国家的差距逐步缩小，甚至部分技术领先国外，带动了国内测试仿真技术的持续突破，逐步实现国产化，国产仪表未来市场空间广阔。

投资建议：受益于5G相关通信设备（如基站、手机）、物联网、车联网等领域的相关产品大规模应用，考虑到公司核心产品市占率的持续增长和新产品的逐步放量，我们预计23-25年公司收入分别为2.85/3.77/4.95亿元，归母净利润分别为1.03/1.34/1.75亿元，对应2024年02月06日收盘价，P/E分别为30x/23x/18x，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不及预期，新品研发进度不及预期，新品放量速度不及预期。

推荐
维持评级
当前价格：
37.45元

分析师 马天诣

执业证书：S0100521100003

邮箱：matianyi@mszq.com

研究助理 谢致远

执业证书：S0100122060027

邮箱：xiezhiyuan@mszq.com

相关研究

- 坤恒顺维 (688283.SH) 2023年三季度点评：收入稳步增长，产品持续拓展拉动需求景气上行-2023/10/31
- 坤恒顺维 (688283.SH) 2023年半年报点评：研发投入持续加强，净利率提升显著-2023/08/21
- 坤恒顺维 (688283.SH) 首次覆盖报告：“少年中国版”的罗德与施瓦茨-2023/07/14

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	220	285	377	495
增长率 (%)	35.3	29.5	32.0	31.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	81	103	134	175
增长率 (%)	60.2	27.1	30.2	30.3
每股收益 (元)	0.97	1.23	1.60	2.09
PE	39	30	23	18
PB	3.5	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年02月06日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	220	285	377	495
营业成本	74	97	129	169
营业税金及附加	1	2	2	3
销售费用	19	24	32	42
管理费用	11	15	20	26
研发费用	35	46	56	74
EBIT	73	102	137	181
财务费用	-15	-9	-7	-6
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	90	114	149	194
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	90	114	149	194
所得税	9	11	15	19
净利润	81	103	134	175
归属于母公司净利润	81	103	134	175
EBITDA	76	113	160	216

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	684	542	468	503
应收账款及票据	148	184	248	326
预付款项	2	3	5	6
存货	88	110	142	192
其他流动资产	7	15	15	21
流动资产合计	929	854	877	1,047
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	10	94	189	258
无形资产	9	11	14	17
非流动资产合计	83	275	406	455
资产合计	1,012	1,130	1,284	1,503
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	58	68	87	121
其他流动负债	45	58	70	94
流动负债合计	103	126	156	216
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	21	21	21	21
非流动负债合计	21	21	21	21
负债合计	124	147	177	236
股本	84	84	84	84
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	888	983	1,107	1,267
负债和股东权益合计	1,012	1,130	1,284	1,503

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	35.28	29.47	32.02	31.41
EBIT 增长率	27.34	38.90	34.41	32.43
净利润增长率	60.23	27.06	30.22	30.33
盈利能力 (%)				
毛利率	66.47	65.89	65.63	65.81
净利润率	36.88	36.19	35.70	35.40
总资产收益率 ROA	8.03	9.14	10.47	11.66
净资产收益率 ROE	9.15	10.50	12.15	13.83
偿债能力				
流动比率	8.99	6.77	5.62	4.86
速动比率	8.06	5.80	4.61	3.88
现金比率	6.62	4.29	3.00	2.33
资产负债率 (%)	12.24	12.99	13.77	15.71
经营效率				
应收账款周转天数	226.03	223.94	225.32	225.10
存货周转天数	433.09	413.62	399.06	415.26
总资产周转率	0.22	0.25	0.29	0.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	1.23	1.60	2.09
每股净资产	10.57	11.70	13.18	15.08
每股经营现金流	0.60	0.83	1.08	1.59
每股股利	0.10	0.11	0.12	0.12
估值分析				
PE	39	30	23	18
PB	3.5	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	32.53	23.04	16.76	12.26
股息收益率 (%)	0.27	0.29	0.32	0.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	81	103	134	175
折旧和摊销	2	11	23	34
营运资金变动	-38	-45	-67	-76
经营活动现金流	50	70	91	134
资本开支	-56	-203	-154	-84
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-176	-203	-154	-83
股权募资	647	0	0	0
债务募资	-20	0	0	0
筹资活动现金流	604	-8	-11	-16
现金净流量	478	-142	-74	35

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

特别声明

民生证券持有坤恒顺维(688283)持仓比例：1.25%。其中，投资战配持有 1050000 股，锁定期无。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026