

研究所:

证券分析师: 王宁 S0350522010001

wangn02@ghzq.com.cn

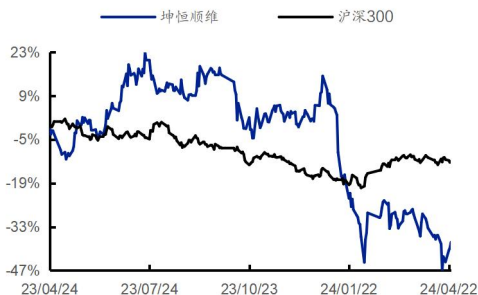
证券分析师: 张婉妹 S0350522010003

zhangws@ghzq.com.cn

## 产品矩阵日益完善, 经销收入大幅增长

### ——坤恒顺维 (688283) 2023 年报与 2024 一季报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/24

表现	1M	3M	12M
坤恒顺维	-11.1%	-15.5%	-37.6%
沪深 300	-0.7%	7.5%	-11.6%

市场数据

2024/04/24

当前价格 (元)	36.95
52 周价格区间 (元)	31.18-75.45
总市值 (百万)	3,103.80
流通市值 (百万)	2,178.56
总股本 (万股)	8,400.00
流通股本 (万股)	5,895.97
日均成交额 (百万)	22.43
近一月换手 (%)	22.06

相关报告

《坤恒顺维 (688283) 事件点评: 股权激励彰显信心, 夯实企业竞争力 (买入)\*通信设备\*王宁, 张婉妹》——2024-02-07

《坤恒顺维 (688283) 2023 年三季报点评: 核心产品需求增长, 新产品贡献增量 (买入)\*通信设备\*王宁, 张婉妹》——2023-11-01

《坤恒顺维 (688283) 2023 年中报点评: 应用领域拓展, 迭代与新品研发同步推进 (买入)\*通信设备\*王宁, 张婉妹》——2023-08-22

《坤恒顺维 (688283) 2022 年报及 2023 年一季报点评: 业绩符合预期, 产品矩阵不断丰富 (买入)\*通信设备\*王宁, 张婉妹》——2023-04-23

## 事件:

2024 年 4 月 21 日, 坤恒顺维发布公告: 2023 年, 公司实现营业收入 2.54 亿元, 同比增长 15.08%; 实现归母净利润 0.87 亿元, 同比增长 7.20%。2024Q1, 公司实现营业收入 0.25 亿元, 同比增长 28.74%; 实现归母净利润 0.03 亿元, 同比增长 10.82%。

## 投资要点:

- 拳头产品竞争优势凸显, 经销收入大幅增长。**公司核心产品无线电测试仿真仪器及系统方案实现营收 2.4 亿元, 同比增长 13.08%, 毛利率同比提升 2.04pct 至 68.14%; HBI 模块化组件实现营收 0.13 亿元, 同比增长 87.05%, 形成批量化销售。同时, 公司逐步建立起核心经销渠道, 2023 年经销收入达到 0.35 亿元, 同比增长 160.90%, 覆盖客户群体持续拓展。
- 产品系列逐渐丰富, 应用领域不断拓展。**①2023 年公司正式发布了高性能 KSW-VSA01 频谱/矢量信号分析仪, 产品可应用于无线通信、卫星监测以及航空领域的研发和生产测试, 已逐步导入各下游用户测试及试用, 并形成一定的订单。②公司的矢量网络分析仪产品继续进行样机研制工作, 开发各个组成部分的硬件和软件, 完成功能和性能指标的全面测试。③公司开展了具备独立双通道的综合测试仪研制工作, 产品主要用于卫星地面通信终端一致性测试。
- 研发费用大幅增长, 毛利率同比提升。**2023 年, 公司对已有产品进行迭代升级, 新产品研制工作同步推进, 导致研发费用同比增长 62.73%至 0.57 亿元。公司整体毛利率为 68.01%, 同比提升 1.54pct。
- 发布股权激励计划, 彰显发展信心。**2024 年 2 月 4 日, 公司发布股权激励计划, 分三期解锁, 对应 2024-2026 年考核目标为, 以 2023 年营业收入为基数, 对应考核年度营业收入同比增长率分别达到 30%/30%/30%; 最低归属考核目标为, 以 2023 年营业收入为基数, 对应考核年度营业收入同比增长率分别达 24%/22%/21%。公司整体考核目标较高, 彰显公司对未来发展的信心。
- 2024Q1 收入保持较快增长, 研发费用持续高企压制利润。**2024Q1, 公司核心产品市场认可度持续提升, 营收保持了较高增速 (28.74%);

《坤恒顺维（688283）业绩预告点评：下游需求增长，产品日益完善（买入）\*通信设备\*王宁，张婉姝》——2023-01-31

但公司研发费用达 0.12 亿元，同比增长 47.92%，且一季度利润基数较低，费用变动影响体现较明显，导致单季度归母净利润为 0.03 亿元，同比增速（10.82%）明显低于营收增速。

- **盈利预测和投资评级** 考虑到目前公司在研产品较多，研发费用较高，我们略下调公司 2024/2025/2026 年营业收入预期分别至 3.15/3.98/5.15 亿元，下调归母净利润预期分别至 1.07/1.40/1.81 亿元，对应 PE 分别为 29/22/17 倍；但公司核心产品竞争力强，订单持续增长，我们看好公司研发投入产生的长期价值与研发团队的持续创新能力；故维持“买入”评级。
- **风险提示** 下游客户拓展进度不及预期；新产品研发落地进展不及预期；元器件供应紧张风险；二级市场股价大幅波动风险；核心技术人才流失风险；毛利率下滑风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	254	315	398	515
增长率(%)	15	24	27	29
归母净利润（百万元）	87	107	140	181
增长率(%)	7	23	31	29
摊薄每股收益（元）	1.04	1.28	1.67	2.15
ROE(%)	9	10	12	13
P/E	65.99	28.89	22.13	17.17
P/B	5.96	2.89	2.56	2.22
P/S	22.73	9.86	7.79	6.03
EV/EBITDA	65.00	18.45	12.60	9.16

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：坤恒顺维盈利预测表

证券代码:	688283				股价:	36.95				投资评级:	买入				日期:	2024/04/24			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	9%	10%	12%	13%	EPS	1.04	1.28	1.67	2.15										
毛利率	68%	67%	68%	67%	BVPS	11.51	12.79	14.46	16.61										
期间费率	9%	12%	11%	11%	<b>估值</b>														
销售净利率	34%	34%	35%	35%	P/E	65.99	28.89	22.13	17.17										
<b>成长能力</b>					P/B	5.96	2.89	2.56	2.22										
收入增长率	15%	24%	27%	29%	P/S	22.73	9.86	7.79	6.03										
利润增长率	7%	23%	31%	29%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
总资产周转率	0.23	0.26	0.28	0.32	营业收入	254	315	398	515										
应收账款周转率	1.22	1.39	1.36	1.34	营业成本	81	103	129	168										
存货周转率	2.94	2.82	2.82	2.82	营业税金及附加	2	2	3	4										
<b>偿债能力</b>					销售费用	23	27	34	44										
资产负债率	11%	12%	13%	14%	管理费用	15	19	19	24										
流动比	9.55	8.02	7.29	6.68	财务费用	-17	-8	-9	-9										
速动比	8.61	7.06	6.32	5.69	其他费用/(-收入)	57	64	80	98										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>94</b>	<b>118</b>	<b>153</b>	<b>197</b>										
现金及现金等价物	635	653	691	737	营业外净收支	0	0	0	0										
应收款项	222	243	315	411	<b>利润总额</b>	<b>94</b>	<b>118</b>	<b>153</b>	<b>197</b>										
存货净额	86	112	141	182	所得税费用	7	10	13	16										
其他流动资产	9	13	16	20	<b>净利润</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>181</b>										
<b>流动资产合计</b>	<b>953</b>	<b>1020</b>	<b>1163</b>	<b>1350</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
固定资产	112	177	203	215	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>87</b>	<b>107</b>	<b>140</b>	<b>181</b>										
在建工程	1	1	3	5	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>										
无形资产及其他	25	28	30	32	<b>经营活动现金流</b>	<b>22</b>	<b>124</b>	<b>134</b>	<b>173</b>										
长期股权投资	0	0	0	20	净利润	87	107	140	181										
<b>资产总计</b>	<b>1091</b>	<b>1226</b>	<b>1399</b>	<b>1622</b>	少数股东损益	0	0	0	0										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	7	39	65	92										
应付款项	61	75	96	124	公允价值变动	-3	0	0	0										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-73	-22	-72	-99										
其他流动负债	39	53	64	78	<b>投资活动现金流</b>	<b>-244</b>	<b>-106</b>	<b>-95</b>	<b>-128</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>100</b>	<b>127</b>	<b>160</b>	<b>202</b>	资本支出	-66	-106	-95	-108										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	-20										
其他长期负债	24	24	24	24	其他	-177	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>										
<b>负债合计</b>	<b>124</b>	<b>152</b>	<b>184</b>	<b>227</b>	债务融资	0	0	0	0										
股本	84	84	84	84	权益融资	0	0	0	0										
股东权益	967	1074	1215	1395	其它	-9	0	0	0										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1091</b>	<b>1226</b>	<b>1399</b>	<b>1622</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-231</b>	<b>17</b>	<b>39</b>	<b>45</b>										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保&专精特新小组介绍】

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国 KEDGE 商学院硕士，中国人民大学学士，8 年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，环保&专精特新分析师；对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于科学仪器、第三方检测、低空经济及专精特新板块研究。

## 【分析师承诺】

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。