

产品矩阵持续完善，卫星等领域有望发力

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年年度报告和 24 年一季度报告。23 年全年，公司实现营收 2.5 亿元，同比增长 15.1%；归母净利润 0.9 亿元，同比增长 7.2%。24 年 Q1，实现收入 2481.1 万元，同比增长 28.7%；归母净利润 303.5 万元，同比增长 10.8%。
- **高端仿真仪需求增长，产品矩阵快速完善。**23 年 Q4 单季度，公司实现营收 0.9 亿元，同比下降 10.1%；归母净利润 0.3 亿元，同比下降 24.2%。全年来看，公司业绩保持增长，主要原因系产品在卫星通信、半导体测试等市场上形成了重要突破，新产品销量快速增长。24 年 Q1，公司业绩取得快速增长，新产品射频微波信号发射器和分析仪器等新产品实现了客户的快速导入，随着 5G-A、卫星互联网等测试需求上升，公司 24 年业绩有望取得进一步增长。
- **毛利率提升，研发投入持续。**费用方面，23 年公司销售费用率为 9.2%，yoy+0.7pp；管理费用率为 6.1%，yoy+1.1pp；研发费用率为 22.4%，yoy+6.6pp。管理费用上升的原因系设备折旧摊销额有所增长，研发费用率上升的原因系公司加大新品投入，材料费用上升。利润率方面，23 年公司毛利率为 68%，yoy+1.5pp，净利率为 34.4%，yoy-2.3pp。毛利率上升受益于公司高端计量仪器销量占比提升，净利率有所下滑主要系公司当年研发投入增长带来的费用端走高，我们预计随着公司新产品导入市场，净利率水平将快速回升。
- **聚焦卫星等重点市场，下游领域有望爆发。**公司聚焦重点产业前瞻需求，助力中国移动产业研究院完成基于 3GPP R17NR NTN 标准的星载基站的地面通信测试与空间环境适应性测试，携手搭建了从模拟终端、信道模拟器、星载基站到模拟核心网的端到端链路，仿真了低轨卫星通信过程中面临的高动态、大时延、强衰减的传输环境。我国星网已向 ITU 申请了约 1.2 万颗卫星的频谱轨道资源，有望在 24 年开始组网发射，届时对于信号检测产品需求将高增。此外，随着国内 5G 建设的持续推进、5G-A 的商用启动及 6G 技术预研，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，迫切需要高性能无线电测试仿真仪器仪表为相关设备的研发、生产提供技术保障。公司紧跟 5G-A 发展趋势，围绕天地一体、通感一体等技术方向，开展相关测试仿真技术研究，提供实验室仿真验证环境，为相关应用开展预研。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2024-2026 年 EPS 分别为 1.37 元、1.83 元、2.53 元，对应 PE 分别为 27 倍、20 倍、15 倍。参考可比公司估值以及公司未来利润增速，给予公司 24 年 33 倍 PE，对应目标价 45.21 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**新产品导入不及预期、下游市场需求不及预期等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	253.59	332.98	430.57	569.90
增长率	15.08%	31.31%	29.31%	32.36%
归属母公司净利润（百万元）	87.10	115.35	153.73	212.93
增长率	7.19%	32.43%	33.27%	38.51%
每股收益 EPS（元）	1.04	1.37	1.83	2.53
净资产收益率 ROE	9.01%	10.73%	12.63%	15.04%
PE	36	27	20	15
PB	3.21	2.89	2.55	2.19

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：叶泽佑
执业证号：S1250522090003
电话：13524424436
邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.84
流通 A 股(亿股)	0.59
52 周内股价区间(元)	31.18-75.45
总市值(亿元)	31.04
总资产(亿元)	2.61
每股净资产(元)	2.86

相关研究

1. 坤恒顺维（688283）：无线信道仿真仪龙头，产品矩阵丰富成长迅速（2023-08-25）
2. 坤恒顺维（688283）：营收快速增长，盈利能力持续增强（2023-05-12）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司主营无线电测试仿真仪器及系统解决方案，其中无线信道仿真仪为公司拳头产品，下游测试需求稳定，假设 24-26 年该产品销量复合增速为 20%，单价及毛利率保持平稳。

假设 2：射频微波信号发射器和信号分析仪为公司无线电仪器新品，将加速导入市场，假设 24-26 年射频微波信号发射器销量复合增速为 30%，信号分析仪销量复合增速为 31.6%，单价及毛利率保持稳定。预计无线电测试仿真仪器及系统方案 24-26 年收入复合增速为 32%，毛利率分别为 67.5%、66.4%和 66%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
无线电测试仿真仪器及系统方案	收入	240.0	318.1	414.1	551.8
	增速	13.11%	32.50%	30.21%	33.24%
	毛利率	68.1%	67.5%	66.4%	66.0%
HBI 模块化组件	收入	12.6	13.8	15.2	16.7
	增速	87.05%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	63.5%	73.0%	75.0%	75.0%
其他	收入	0.9	1.0	1.1	1.2
	增速	-35.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
合计	收入	253.5	332.9	430.5	569.8
	增速	15.1%	31.3%	29.3%	32.4%
	毛利率	68.0%	67.8%	66.8%	66.3%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取了仪器仪表行业三家可比公司，分别为普源精电、霍莱沃和鼎阳科技，24 年三家公司平均 PE 为 29 倍。考虑到公司仿真仪器具有较强竞争力以及公司未来 3 年 35%的利润复合增速，我们给予公司 24 年 33 倍 PE，对应目标价为 45.21 元，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			24E	25E	26E	24E	25E	26E
688337.SH	普源精电	29.90	0.88	1.21	1.48	33.98	24.71	20.20
688682.SH	霍莱沃	30.80	1.14	1.51	1.49	27.02	20.40	-
688112.SH	鼎阳科技	32.15	1.28	1.64	0.00	25.12	19.60	-
平均值						28.71	21.57	20.20
688283.SH	坤恒顺维	36.95	1.37	1.83	2.53	26.97	20.19	14.60

数据来源：Wind, 西南证券整理（截至 2024.4.24）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	253.59	332.98	430.57	569.90	净利润	87.10	115.35	153.73	212.93
营业成本	81.12	107.31	142.98	191.96	折旧与摊销	6.34	15.95	15.95	15.95
营业税金及附加	1.89	1.66	2.53	3.33	财务费用	-17.10	-2.04	-2.37	-2.65
销售费用	23.34	29.97	38.75	45.59	资产减值损失	-0.33	14.00	9.00	9.00
管理费用	243.12	59.94	77.50	96.88	经营营运资本变动	-86.13	-33.61	-95.73	-125.93
财务费用	-17.10	-2.04	-2.37	-2.65	其他	31.74	-11.57	4.12	3.85
资产减值损失	-0.33	14.00	9.00	9.00	经营活动现金流净额	21.62	98.07	84.70	113.15
投资收益	0.20	0.00	1.00	1.00	资本支出	-69.17	-3.00	-3.00	-3.00
公允价值变动损益	2.65	1.80	2.02	2.05	其他	-174.63	35.92	-8.36	6.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-243.80	32.92	-11.36	3.84
营业利润	93.57	123.94	165.19	228.83	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.05	0.04	0.04	0.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	93.62	123.98	165.24	228.87	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	6.52	8.64	11.51	15.94	支付股利	-8.40	-7.48	-10.90	-14.32
净利润	87.10	115.35	153.73	212.93	其他	-0.29	1.90	2.37	2.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-8.69	-5.58	-8.54	-11.66
归属母公司股东净利润	87.10	115.35	153.73	212.93	现金流量净额	-230.87	125.41	64.81	105.32
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	533.02	658.42	723.23	828.55	成长能力				
应收和预付款项	225.01	263.71	346.74	464.45	销售收入增长率	15.08%	31.31%	29.31%	32.36%
存货	86.29	114.98	156.53	206.60	营业利润增长率	3.79%	32.46%	33.28%	38.52%
其他流动资产	108.66	68.35	79.76	76.01	净利润增长率	7.19%	32.43%	33.27%	38.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	7.58%	66.47%	29.69%	35.44%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	112.97	98.41	83.86	69.30	毛利率	68.01%	67.77%	66.79%	66.32%
无形资产和开发支出	10.60	12.21	13.82	15.44	三费率	8.53%	26.39%	26.45%	24.53%
其他非流动资产	14.58	14.58	14.58	14.58	净利率	34.35%	34.64%	35.70%	37.36%
资产总计	1091.13	1230.67	1418.53	1674.93	ROE	9.01%	10.73%	12.63%	15.04%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.98%	9.37%	10.84%	12.71%
应付和预收款项	85.81	118.34	158.51	209.59	ROIC	26.28%	31.98%	37.41%	42.20%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	32.65%	41.40%	41.52%	42.49%
其他负债	38.46	37.60	42.47	49.18	营运能力				
负债合计	124.27	155.95	200.98	258.77	总资产周转率	0.24	0.29	0.33	0.37
股本	84.00	84.00	84.00	84.00	固定资产周转率	4.14	3.17	4.75	7.49
资本公积	617.54	617.54	617.54	617.54	应收账款周转率	1.26	1.28	1.33	1.32
留存收益	265.31	373.18	516.00	714.61	存货周转率	0.93	1.07	1.05	1.05
归属母公司股东权益	966.86	1074.72	1217.54	1416.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	69.48%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	966.86	1074.72	1217.54	1416.16	资产负债率	11.39%	12.67%	14.17%	15.45%
负债和股东权益合计	1091.13	1230.67	1418.53	1674.93	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.55	8.41	7.40	6.72
					速动比率	8.69	7.53	6.51	5.84
					股利支付率	9.64%	6.49%	7.09%	6.72%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	82.80	137.84	178.77	242.13	每股收益	1.04	1.37	1.83	2.53
PE	35.64	26.91	20.19	14.58	每股净资产	11.51	12.79	14.49	16.86
PB	3.21	2.89	2.55	2.19	每股经营现金	0.26	1.17	1.01	1.35
PS	12.24	9.32	7.21	5.45	每股股利	0.10	0.09	0.13	0.17
EV/EBITDA	29.64	17.14	12.79	9.02					
股息率	0.27%	0.24%	0.35%	0.46%					

数据来源：Wind, 西南证券

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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn