

2024年04月26日

坤恒顺维 (688283.SH)

公司快报

高端测试仿真仪国内领先，应用多点开花贡献长期动力

机械 | 仪器仪表III

投资评级

增持-B(首次)

股价(2024-04-25)

37.47 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,147.48
流通市值 (百万元)	2,209.22
总股本 (百万股)	84.00
流通股本 (百万股)	58.96
12个月价格区间	70.75/33.85

投资要点

事件: 2024年4月22日,坤恒顺维发布2023年度报告和2024年一季度报告,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,公司实现营收2481.05万元,同比增长28.74%,实现归母净利润303.51万元,同比增长10.82%。

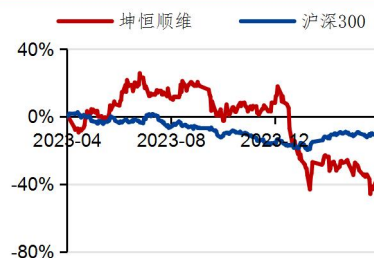
◆ **2023年业绩稳健+毛利率改善,2024Q1持续较快增长。**2023年坤恒顺维实现营业收入2.54亿元,同比增长15.08%,实现归母净利润0.87亿元,同比增长7.20%,主要系公司核心产品矩阵完善使得市场占有率稳步提升,行业解决方案多样化推动应用领域逐步拓展;2023年公司加大产品研发力度,研发费用为5675.66万元,同比增长62.73%,主营业务产品线得到突破性进展,2023年公司主营业务毛利率为67.91%,同比增加1.61pct,带动公司利润增加。2024Q1,公司实现营收2481.05万元,同比增长28.74%,实现归母净利润303.51万元,同比增长10.82%,主要系本期高端测试仿真仪器下游市场需求持续增长,公司核心产品凭借技术优势市场认可度持续提升,营业收入较上年同期实现较快增长。

◆ **无线信道仿真仪突破卫星、半导体市场,射频微波产品订单放量。**公司拳头产品无线信道仿真仪竞争优势持续凸显,随着综合性能及功能的持续迭代,逐步在如卫星通信、半导体测试市场形成重要突破;射频微波信号发生器产品进一步成熟,持续获取各下游用户认可,订单量快速增长,对公司业绩贡献明显;新产品频谱/矢量信号分析仪逐步导入各下游用户测试及试用,并且形成一定的订单;HBI架构下的通用接收机等产品性能逐步达到海外竞品水平,获得客户认可。随着公司产品矩阵不断丰富以及行业应用的积累,公司系统级的解决方案的优势越来越明显,已从无线电测试仿真,不断拓展至模拟训练、电磁环境数字孪生等解决方案,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。

◆ **高端测试仿真仪器打破垄断,市场竞争力和认可度提升。**坤恒顺维专注于高端无线电测试仿真仪器仪表的研发、生产和销售,致力于为移动通信、无线组网、车联网、导航等领域提供高性能的测试解决方案,公司已掌握四项核心技术,包括高端射频微波技术、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。2023年高端无线电测试仿真仪器领域实现营收2.40亿元,同比增长13.08%。在国内高端电子测量仪器长期依赖进口的背景下,公司是国内少有专注高端无线电测试仿真仪器仪表研制的公司,核心产品打破美国是德科技、德国罗德与施瓦茨等国际厂商的长期垄断,报告期内,公司核心产品的市场占有率稳步提升,在无线电测试仿真仪表厂商行业竞争力和下游客户认可度稳步提升。

◆ **自研HBI平台收益显著,成功应用于星间组网领域。**HBI平台是坤恒顺维自主研发的无线电测试仿真仪器开发平台,基于该平台下公司自主研发了多款模块化组件,

一年股价表现



资料来源:聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.82	-22.63	-23.93
绝对收益	-5.69	-17.03	-34.84

分析师

李宏涛

 SAC 执业证书编号: S0910523030003
 lihongtao1@huajinsec.cn

相关报告



2023年HBI模块化组件产品实现营收1255.58万元，同比增长87.05%。HBI系列产品涵盖了CAN、RS485、RS422、LVDS等接口，具有电压采集、高低电平生成、数字信号处理功能，可作为半实物模拟组网节点参与测试，最终实现对数据报文进行判别、统计、存储和比对等功能。公司基于HBI平台，对通用化、标准化的硬件模块进行预生产或者按订单生产，根据产品指标或者订单要求，将硬件模块组装成整机，加载通用化、标准化的软件和固件形成标准化产品，在通用化、标准化的软件和固件基础上进行一定的技术开发形成定制化产品。公司充分发挥HBI平台自主可控的优势，目前已经成功应用到星间组网领域。

◆ **投资建议：**公司是国内少有的专注高端无线电测试仿真仪器仪表研制的企业，经过长期积累，掌握了高端无线电测试仿真仪表开发的核心技术体系。我们预测公司2024-2026年收入3.30/4.27/5.46亿元，同比增长30.3%/29.3%/27.9%，归母净利润分别为1.13/1.50/1.97亿元，同比增长29.2%/32.9%/31.5%，对应EPS为1.34/1.78/2.34元，PE为28.0/21.0/16.0，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**新产品研发不及预期；业务拓展不及预期；市场竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	220	254	330	427	546
YoY(%)	35.3	15.1	30.3	29.3	27.9
归母净利润(百万元)	81	87	113	150	197
YoY(%)	60.2	7.2	29.2	32.9	31.5
毛利率(%)	66.5	68.0	67.8	67.7	67.6
EPS(摊薄/元)	0.97	1.04	1.34	1.78	2.34
ROE(%)	9.1	9.0	10.4	12.2	13.9
P/E(倍)	38.7	36.1	28.0	21.0	16.0
P/B(倍)	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
净利率(%)	36.9	34.3	34.1	35.0	36.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2024-2026 年公司整体营收 3.30/4.27/5.46 亿元，毛利率 67.8%/67.7%/67.6%。在无线信道仿真仪领域，随着公司产品综合性能及功能的持续迭代，在 5G-A、卫星通信、半导体测试等市场有望持续突破，公司预计保持稳健增长，预计 2024-2026 年实现收入 3.08/3.94/4.99 亿元，毛利率 68.0%/67.9%/67.9%；模块化组件领域，随着公司产品矩阵不断丰富以及行业应用的积累，模块化组件产品需求有望提升，为公司成长提供动力，预计 2024-2026 年实现收入 0.21/0.32/0.45 亿元，毛利率 65.0%/64.5%/64.2%；其他业务随着下游应用场景增加及新市场持续开拓，有望保持稳健增长。

表 1：分产品预测表

分产品预测	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
无线信道仿真仪系列产品					
收入/亿元	2.12	2.40	3.08	3.94	4.99
YOY (%)	/	13.1%	28.5%	27.7%	26.8%
毛利率 (%)	66.1%	68.1%	68.0%	67.9%	67.9%
模块化组件					
收入/亿元	0.07	0.13	0.21	0.32	0.45
YOY (%)	/	87.1%	65.0%	54.0%	42.0%
毛利率 (%)	72.8%	63.5%	65.0%	64.5%	64.2%
其他业务					
收入/亿元	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02
YOY (%)	/	-25.2%	15.4%	13.8%	12.1%
毛利率 (%)	80.7%	73.0%	72.0%	71.0%	70.0%
合计					
收入/亿元	2.20	2.54	3.30	4.27	5.46
YOY (%)	/	15.3%	30.3%	29.3%	27.9%
毛利率 (%)	66.5%	68.0%	67.8%	67.7%	67.6%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的行业公司创远信科（无线通信与射频微波测试仪器）、苏试试验（环境与质量可靠性试验验证）、广电计量（计量检测）作为可比公司。随着公司产品持续迭代及技术创新，下游 5G-A、卫星、半导体测试等市场需求放量，公司相关产品有望迎来加速增长，预计将充分受益于下游需求景气度提升。

表 2: 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价/元	总市值/ 亿元	EPS/元			PE/倍		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
831961.BJ	创远信科	11.46	16.37	0.33	0.40	0.48	34.46	28.47	24.07
300416.SZ	苏试试验	13.71	69.72	0.77	0.99	1.19	17.71	13.90	11.56
002967.SZ	广电计量	16.07	92.44	0.56	0.71	0.88	28.90	22.79	18.29
	平均			0.55	0.70	0.85	27.02	21.72	17.97
688283.SH	坤恒顺维	37.47	31.47	1.34	1.78	2.34	27.96	21.02	15.98

资料来源: wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自 wind 一致预期, 截止日期 2024 年 4 月 25 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	929	953	1075	1225	1421	营业收入	220	254	330	427	546
现金	684	533	648	759	901	营业成本	74	81	106	138	177
应收票据及应收账款	148	222	221	253	293	营业税金及附加	1	2	2	3	4
预付账款	2	1	3	2	5	营业费用	19	23	30	39	49
存货	88	86	91	99	109	管理费用	11	15	19	25	32
其他流动资产	7	111	111	112	113	研发费用	35	57	60	73	87
非流动资产	83	138	141	148	161	财务费用	-15	-17	-15	-17	-20
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-10	-11	-7	-6	-5
固定资产	10	112	112	116	124	公允价值变动收益	1	3	1	1	2
无形资产	9	11	12	13	14	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	65	15	17	20	24	营业利润	90	94	122	162	213
资产总计	1012	1091	1216	1373	1582	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	103	100	112	123	140	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	90	94	122	162	213
应付票据及应付账款	58	61	72	81	95	所得税	9	7	10	12	16
其他流动负债	45	39	40	42	44	税后利润	81	87	113	150	197
非流动负债	21	24	24	24	24	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	81	87	113	150	197
其他非流动负债	21	24	24	24	24	EBITDA	72	84	116	153	202
负债合计	124	124	137	148	164						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	84	84	84	84	84	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	618	618	618	618	618	成长能力					
留存收益	187	265	373	514	701	营业收入(%)	35.3	15.1	30.3	29.3	27.9
归属母公司股东权益	888	967	1079	1226	1418	营业利润(%)	58.1	3.8	30.7	32.5	31.7
负债和股东权益	1012	1091	1216	1373	1582	归属于母公司净利润(%)	60.2	7.2	29.2	32.9	31.5
						获利能力					
						毛利率(%)	66.5	68.0	67.8	67.7	67.6
						净利率(%)	36.9	34.3	34.1	35.0	36.0
						ROE(%)	9.1	9.0	10.4	12.2	13.9
						ROIC(%)	6.9	7.3	8.7	10.4	12.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	12.2	11.4	11.2	10.8	10.4
						流动比率	9.0	9.5	9.6	9.9	10.2
						速动比率	8.1	8.6	8.7	9.1	9.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3	0.4
						应收账款周转率	1.7	1.4	1.5	1.8	2.0
						应付账款周转率	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0
						估值比率					
						P/E	38.7	36.1	28.0	21.0	16.0
						P/B	3.5	3.3	2.9	2.6	2.2
						EV/EBITDA	34.7	30.2	20.9	15.1	10.7

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李宏涛声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn