

技术自立驱动成长拐点，高端仿真赛道景气延续

投资要点

- **事件：**2025 年前三季度，公司实现营业收入 1.57 亿元，同比增加 29.66%；利润总额达到 0.23 亿元，同比增加 87.20%；实现归母净利润 0.26 亿元，同比增加 57.86%；实现扣非归母净利润 0.15 亿元，同比增加 58.15%。2025 年三季度单季，公司实现营业收入 0.55 亿元，同比增加 35.60%；实现归母净利润 0.13 亿元，同比增加 416.49%；扣非后归属母公司股东的净利润为 0.09 亿元，同比增加 907.21%。
- **费用情况呈分化趋势，现金流状况初步改善。**公司 2025 年前三季度费用情况呈现出分化趋势：销售费用同比增长 9.54%至 0.17 亿元；管理费用 0.15 亿元，同比增长 12.46%，而财务费用净收益收窄，从 2024 年同期的-0.12 亿元收缩至-0.08 亿元，净收益同比减少 34.11%；而研发费用 0.49 亿元，同比下降 4.17%，但研发费用率仍维持在 31.0%的较高水平。2025 年前三季度，公司成本控制成效显著，购买商品、接受劳务支付的现金增长率仅 9.03%，显著低于营收增速。2025 年前三季度投资活动现金净流入 1.30 亿元，主要源于收到其他与投资活动有关的现金增长 193%，但购建固定资产支出同比减少 72.20%，表明公司收缩资本开支转向轻资产运营。公司 25 年前三季度经营活动净现金流同比下降 32.70%，主要系销售收款增加、收到的政府补助减少，以及购买商品和支付职工现金增加等因素共同影响所致，但投资活动逆转带动期末现金余额较期初增长 50.94%，经营现金流阶段性波动不改整体稳健趋势。随着公司订单交付节奏平稳、资本开支强度下降，未来现金流有望继续保持良性循环，为持续研发投入与新产品迭代提供资金保障。
- **主业收入显著增长，测试仿真仪器需求释放。**根据公司 2025 年第三季度报告中显示，报告期内公司主营业务收入实现显著增长，主要得益于下游市场需求的结构性改善以及卫星等新兴产业投资的推进，带动测试仿真仪器需求释放。公司通过持续研发投入，提升了测试仿真仪器产品性能，丰富了产品矩阵及解决方案，客户覆盖度和认可度稳步提升。其中，频谱分析仪等产品经过迭代与用户验证，收入快速增长，成为新的增长动能。在国内市场，公司通过技术升级和客户拓展巩固了行业地位；海外布局方面，虽未明确披露具体区域数据，但产品性能提升为国际化拓展奠定了基础。报告期内研发投入占比有所下降，但技术驱动的产品竞争力仍是核心优势。
- **毛利率维持较高水平，净利率稳步抬升。**根据公司三季报合并利润表口径，2025 年 1-9 月营业收入 1.57 亿元、营业成本 0.61 亿元，2024 年同期营收 1.21 亿元、成本 0.44 亿元；2025 年前三季度净利润 0.26 亿元，24 年同期 0.17 亿元。据此数据进行测算，公司 2025 年前三季度毛利率约 61.37%，较上年同期下降约 3.19 个百分点，但仍维持在较高的水平；净利率约 16.65%，较上年同期提升约 2.98 个百分点。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2025-2027 年 EPS 分别为 0.43 元、0.61 元、0.89 元，对应动态 PE 分别为 76 倍、54 倍、36 倍。公司 25 年规划目标积极，改革动作持续落地，看好全年加速成长，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**新品放量与交付节奏不及预期的风险；价格竞争的风险；行业发展不及预期的风险；海外需求与汇率波动的风险；下游资本支出波动的风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	226.57	295.22	394.16	534.51
增长率	-10.66%	30.30%	33.52%	35.61%
归属母公司净利润 (百万元)	37.03	52.20	74.13	107.80
增长率	-57.48%	40.95%	42.02%	45.42%
每股收益 EPS (元)	0.30	0.43	0.61	0.89
净资产收益率 ROE	3.82%	5.13%	6.85%	9.15%
PE	19	76	54	36
PB	4.02	3.84	3.61	3.31

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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

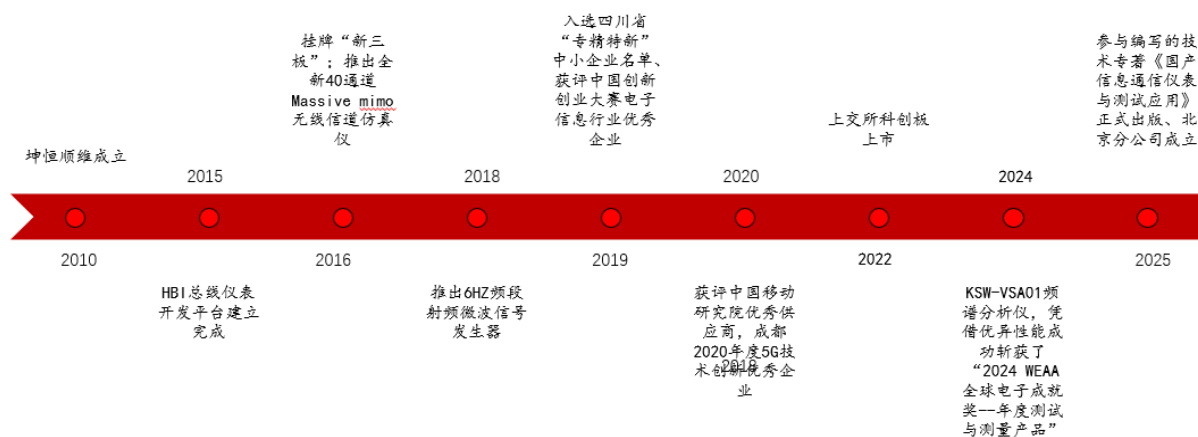
总股本(亿股)	1.22
流通 A 股(亿股)	1.22
52 周内股价区间(元)	20.60- 38.06
总市值(亿元)	39.02
总资产(亿元)	11.50
每股净资产(元)	7.94

相关研究

1 深耕无线电测试仿真，产品矩阵迭代释放长期空间

坤恒顺维（股票代码：688283）成立于 2010 年，于 2022 年 2 月 15 日在上海证券交易所科创板上市，注册地与办公地位于四川省。公司是国内高端无线电测试仿真仪器仪表领域的领先企业，长期专注于高技术壁垒的射频/微波与无线电测试仿真技术，定位为“无线电测试仿真整体解决方案提供商”。业务聚焦移动通信、无线组网、雷达等应用场景，围绕高端测试仿真仪器的研发、生产与销售，提供从实验室到工程应用的系统级解决方案，致力于为客户构建高精度、可复现、可扩展的端到端测试仿真能力，推动关键产业链的自主可控与技术升级。所属申万行业为“通信—通信设备—其他通信设备”，概念板块涵盖小盘、科学仪器、卫星导航、核聚变、超导概念、核电等。

图 1：公司历史沿革

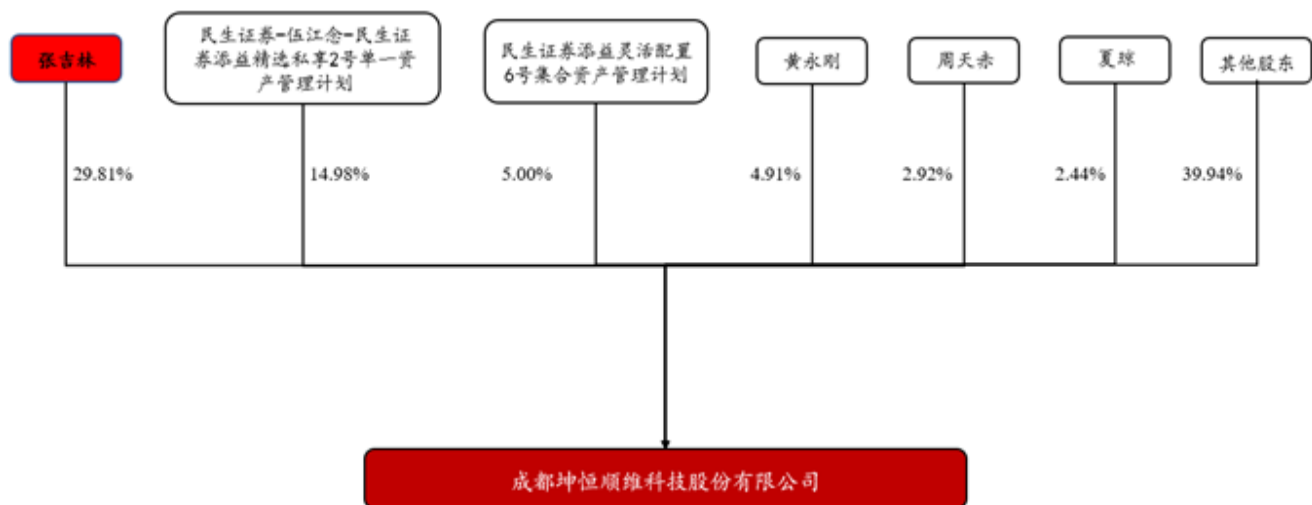


数据来源：公司官网，西南证券整理

股权结构稳定，实控人控制力强，管理团队行业背景深厚。截至 2025 年三季度末，公司实际控制人为董事长兼总经理张吉林先生，直接持股 29.81%，为第一大股东；报告期末普通股股东总数 3240 户，整体股权结构集中度较高、治理架构清晰稳健。当前前十大股东除实控人外，主要为市场化资管计划与核心管理层持股，其中民生证券资管计划分别持有 14.98% 与 5.00%，其余为核心骨干及机构投资者分散持股，股东结构兼顾稳定与流动性。

管理层与核心技术骨干深耕射频/微波与测试仪器赛道。核心技术团队（含张吉林、李文军、王川、王维、陈开国、陈世朴等）均具 10 年以上高端测试仿真仪器研发经验，系公司重要知识产权的主要发明人/设计人或负责人，具备从产品路线到工程化交付的系统能力，为公司长期技术迭代与客户黏性提供保障。

图 2：公司股权结构



数据来源：Wind，西南证券整理

公司以无线信道仿真仪为核心，配套通用测试仪器（频谱分析仪、射频/微波信号发生器、矢量网络分析仪、综测仪等）与行业专用系统方案，并以自研 *High Bandwidth Integration*（HBI）模块化平台为底座实现快速定制开发与稳定交付，形成覆盖实验室到工程联调的端到端能力，面向移动通信、无线组网、雷达/电子对抗、卫星通信与导航、车联网等高端应用场景。详细来看，公司业务分如下四个板块：

1) 无线信道仿真仪（WNS 系列）：公司核心收入与毛利来源，支持 2-80 通道、最多 5120 条衰落信道，单通道带宽至 2GHz、聚合带宽至 4GHz，覆盖 L/S/C/X/Ku/Ka 等频段；广泛用于 Massive MIMO、相控阵、卫星与无人机半实物仿真及系统级联调验证。

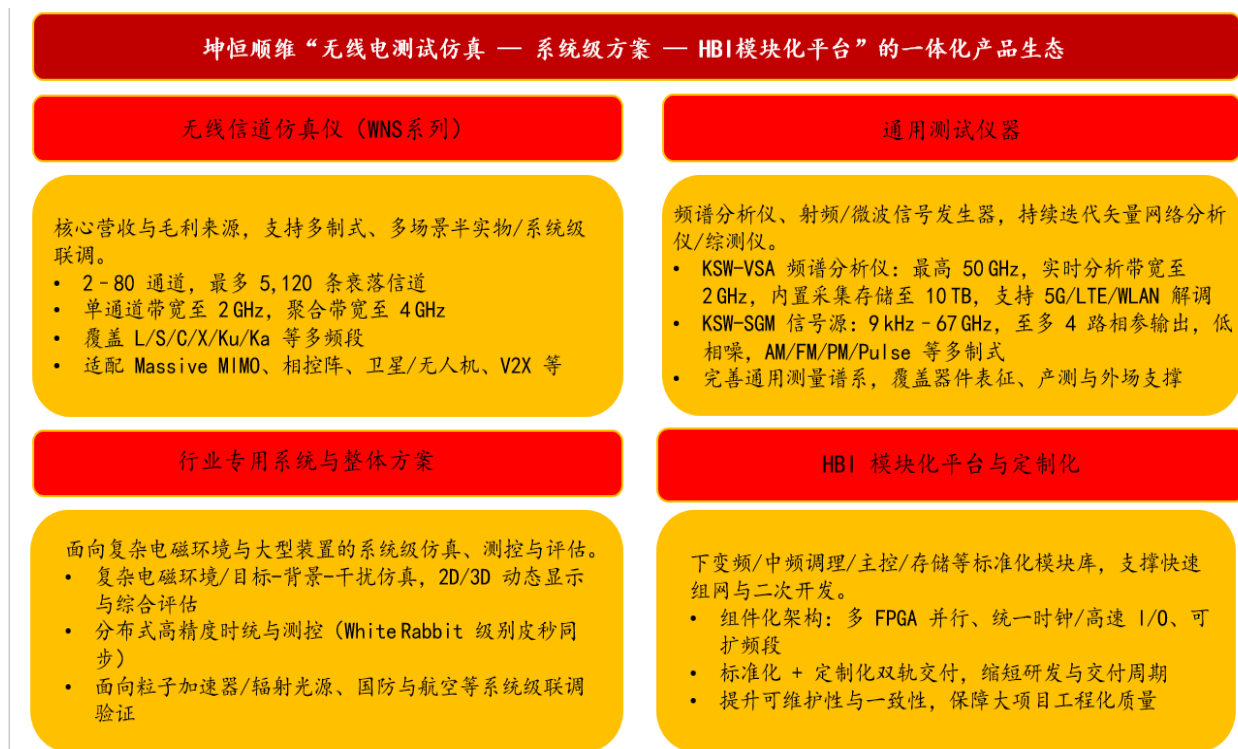
2) 通用测试仪器：

- ✓ 频谱分析仪（KSW-VSA）：频率上限 50GHz，实时分析带宽至 2GHz，内置采集存储至 10TB，支持 5G/LTE/WLAN 等制式的矢量解调与信号质量评估；适用于卫星监测、国防与航空、科研及产线测试。
- ✓ 射频/微波信号发生器（KSW-SGM，9kHz-67GHz）：最高 4 路相参输出，低相噪，支持 AM/FM/PM/Pulse 等调制；覆盖器件表征、雷达与通信指标精准标定。
- ✓ 持续迭代矢量网络分析仪、综测仪等，完善通用测量产品谱系。

3) 行业专用系统与整体解决方案：面向复杂电磁环境构建“目标/背景/干扰”仿真与二维/三维动态显示的综合评估平台；在大型科学装置侧提供基于 White Rabbit 的皮秒级分布式高精度时统与测控系统，支持粒子加速器/辐射光源等场景的系统级联调。

4) HBI 模块化平台与定制化业务：沉淀下变频、IF 调理、主控、存储等标准化模块库与高速 I/O/统一时钟/多 FPGA 并行框架，实现“标准化+定制化”双轨交付，显著缩短开发与交付周期、提升工程质量与可维护性。

图 3：公司“无线电测试仿真——系统级方案——HBI 模块化平台”的一体化产品生态

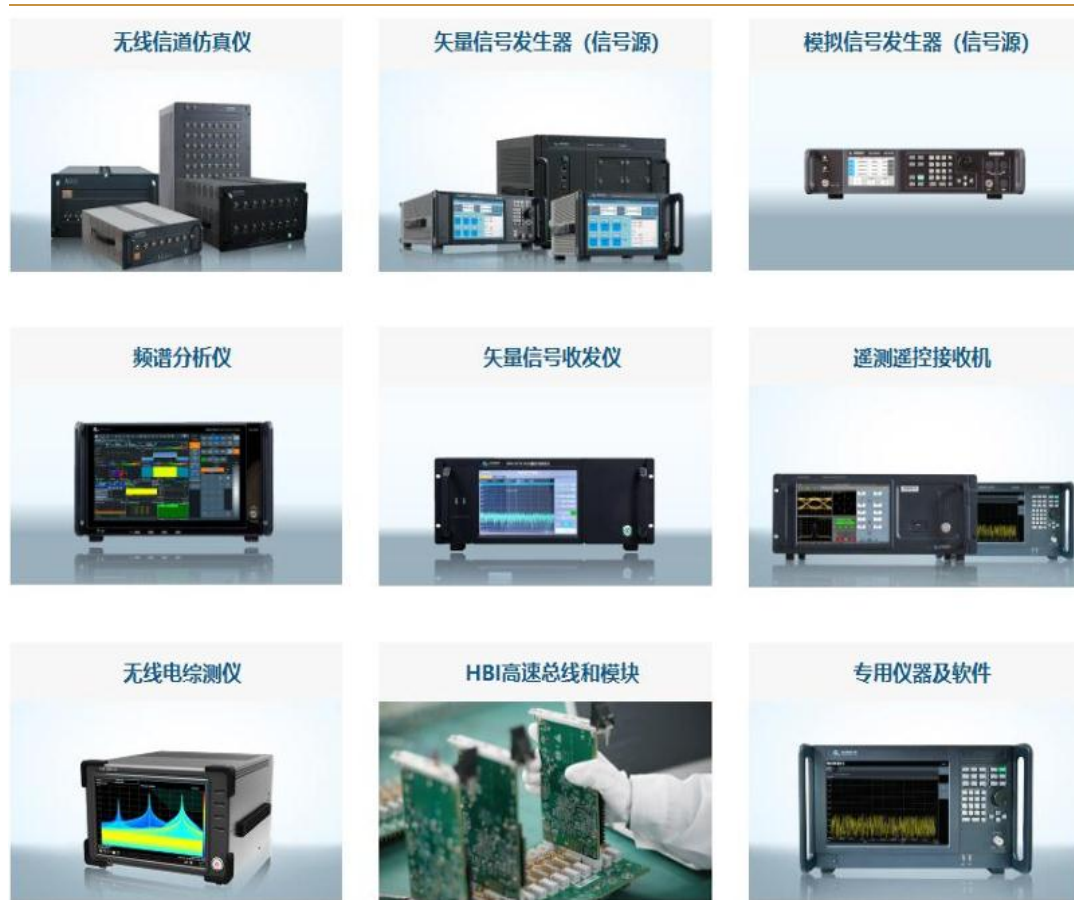


数据来源：公司公告，西南证券整理

技术与产品优势（“高性能+快速迭代+强工程化”）：

- ✓ 高性能指标：多通道相位一致性、宽带实时分析、超大采集深度与低噪声/低相噪等指标达业界主流水平，部分指标处于行业领先。
- ✓ 平台化/模块化架构：HBI 组件化设计支持频率扩展与多 FPGA 并行处理，RapidIO/同步时钟/高速 I/O 等接口完备，便于客户二次开发与快速定制。
- ✓ 前沿在研方向：推进 5G-A 信道建模、67GHz 高精度功率测量、国产器件验证平台等项目，强化关键技术与“自主可控”能力；矢量网络分析仪计划覆盖至 44/67GHz 频段。
- ✓ 研发强度与矩阵拓展：公司持续加大研发投入，不断扩展品类，带动产品从“更多通道/更大带宽/更高频段/更高信号质量”持续迭代。

图 4：公司产品概览



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前，公司已与诸多高校及中科院等单位建立稳定合作关系，产品与技术在国内无线电领域获得广泛认可；应用覆盖移动通信/大规模组网/相控阵、卫星监测与导航、雷达/电子对抗/无人机、国防与航空等，能够将外场测试“室内化”，缩短研发周期并降低成本。

图 5：公司客户资源丰富



数据来源：各公司官网，公司公告，西南证券整理

公司自成立以来业绩稳步增长，营业收入与利润规模持续扩张。自 2015 年至 2024 年，公司营业收入由约 0.15 亿元增长至 2.27 亿元，年复合增长率约 35.24%。成立初期（2010–2015 年）公司主要聚焦军工与电力领域指挥调度通信系统，收入规模有限；2016 年后受益于移动通信及无线组网技术发展，公司加快在高端无线电测试仿真仪器领域的产品布局，营收进入快速增长阶段。2018–2021 年间，公司陆续推出信道仿真仪、射频信号源等核心产品，收入结构持续优化，毛利率稳定在 60% 以上；2022 年公司登陆科创板（股票代码 688283），募投项目投产后研发体系与生产能力显著提升，带动产品交付能力与品牌认知度同步增强。2020–2024 年，公司营业收入由 1.30 亿元增至 2.27 亿元，复合增速约 14.95%，虽受行业周期和项目节奏影响短期波动，但总体呈稳健增长态势。

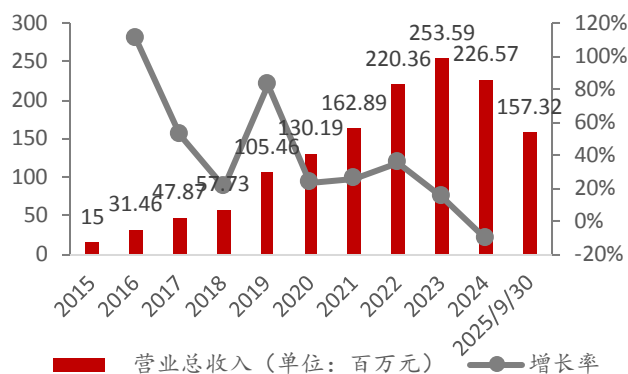
归母净利润整体呈上行趋势，盈利能力结构持续改善。2015–2024 年，公司归母净利润由约 0.03 亿元增至 0.37 亿元，年复合增长率约 32.20%。公司盈利能力的长期改善主要得益于：

- ① 产品结构升级——高毛利的无线信道仿真仪与系统级测试方案占比持续提升，带动整体毛利率维持在 60% 上下；
- ② 技术壁垒强化——研发费用及研发费用率总体保持不断攀升态势，近两年研发费用率维持在 22–32% 之间，新产品迭代频率加快，产品附加值提升；
- ③ 客户结构优化——公司在科研院所、军工单位及通信设备商等核心客户群体中渗透率提升，订单稳定性增强。

短期波动源于募投与费用周期性影响，长期盈利质量稳中向上。2022–2023 年公司利润增速阶段性放缓，主要系募投项目建设期间折旧摊销及管理费用增加，以及新产品导入期研发费用占比提升。2024 年，公司归母净利润为 3703 万元，同比下降 57.48%，为业绩切换期调整所致。进入 2025 年，公司经营拐点明确：前三季度实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 29.66%；归母净利润 2618.98 万元，同比增长 57.85%；毛利率维持约 61%，净利率提升至 16.7%。业绩修复的驱动力来自下游需求回暖、频谱分析仪与信道仿真仪放量交付、以及费用端优化与财务费用为负等多重因素。

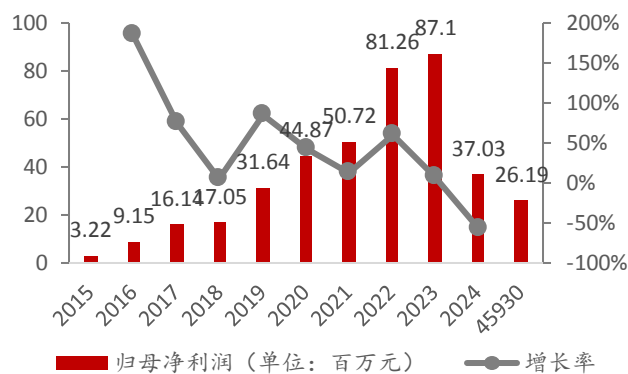
总体来看，公司自成立以来保持稳健增长，已从传统通信设备制造商成长为国内高端无线电测试仿真仪器领域的核心企业之一。未来随着 5G-A、卫星通信、车联网及新型雷达系统等应用场景加速落地，公司有望在“技术升级+自主可控”双轮驱动下，继续实现营收与利润的稳健扩张。

图 6：2015-2025Q3 公司营收及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2015-2025Q3 公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

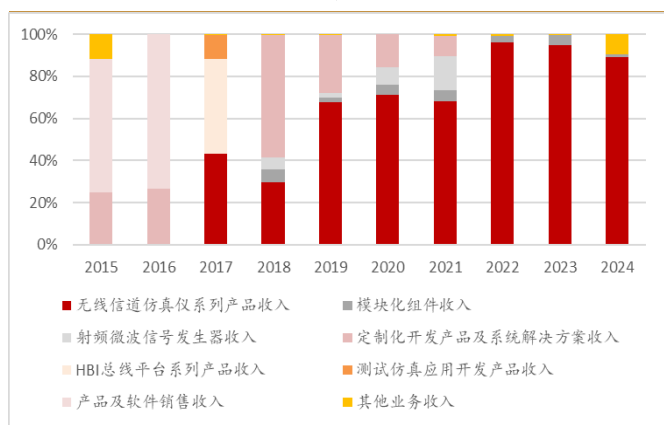
从结构上看，无线信道仿真仪系列产品是公司最核心的收入与利润来源。公司自成立以来专注于高端无线电测试仿真仪器领域，主营产品包括无线信道仿真仪、射频微波信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪以及 HBI 模块化组件等。2015–2024 年，公司营业收入由约 0.15 亿元增长至 2.27 亿元，年复合增长率约 35.24%。早期（2015–2017 年）公司业务以电力、军工及科研通信系统为主，产品线较为集中；2018 年后随着 5G 通信、雷达和卫星应用加速发展，公司完成产品体系升级，进入高端无线电测试仿真赛道，业绩增长显著。

无线信道仿真仪长期贡献主体收入。2024 年，无线信道仿真仪系列产品实现收入 2.02 亿元，占总营收的约 89.2%，为公司主要业绩来源；HBI 模块化产品收入 316.5 万元，占比约 1.4%；其他业务（含系统解决方案及配套服务）收入约 0.21 亿元，占比 9.4%。从毛利结构看，无线信道仿真仪贡献超过 95% 的毛利润，2024 年毛利润达 1.21 亿元，产品整体毛利率维持在 60% 以上水平，充分体现其高技术壁垒和强议价能力。公司自研信道仿真仪核心技术指标（带宽、通道数、相位一致性、相噪水平）已接近或超过国外同类产品，在国内高端无线电测试仿真仪器市场中保持领先。

产品结构持续优化，新兴产品成为业绩增量来源。2019–2024 年，公司持续推出新一代高端测试仪器，包括 KSW-VSA 频谱分析仪和 KSW-SGM 信号发生器等，产品矩阵由单一仿真仪拓展至“全谱系测试仪器+系统级解决方案”方向。公司在高频宽带、信号稳定性及系统集成能力等核心技术领域不断突破，新产品市场导入顺利，逐步形成新的营收增长点。2025 年上半年，公司新增项目交付量显著提升，营业收入同比增长 26.69%。随着新产品放量与系统方案业务占比提升，公司产品结构持续优化，盈利能力和业务弹性有望进一步增强。

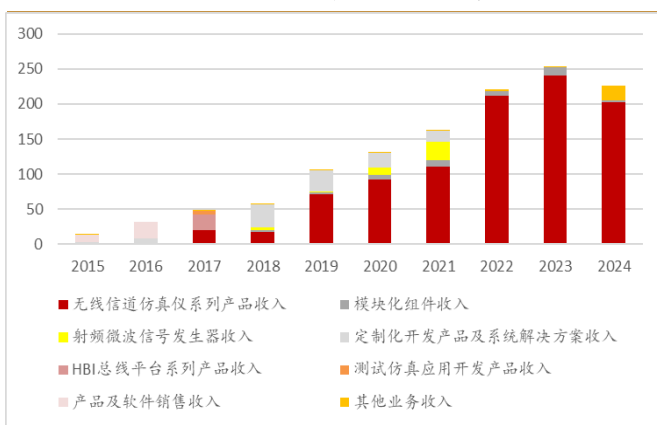
总体来看，公司收入结构清晰且高毛利部分占比稳定。截至 2025 年前三季度，公司实现营业收入 1.57 亿元，同比增长 29.66%；归母净利润 0.26 亿元，同比增长 57.85%。无线信道仿真仪仍为核心支撑，而频谱分析仪与模块化组件业务的快速增长正在成为第二增长曲线。随着 5G-A、卫星通信、车联网及雷达电子对抗等新兴应用的产业化，公司高端无线电测试仿真仪器的需求有望持续释放，收入结构有望进一步向高附加值、系统化方案倾斜，整体盈利能力将稳中有升。

图 8：2015-2024 公司各项业务营收占比



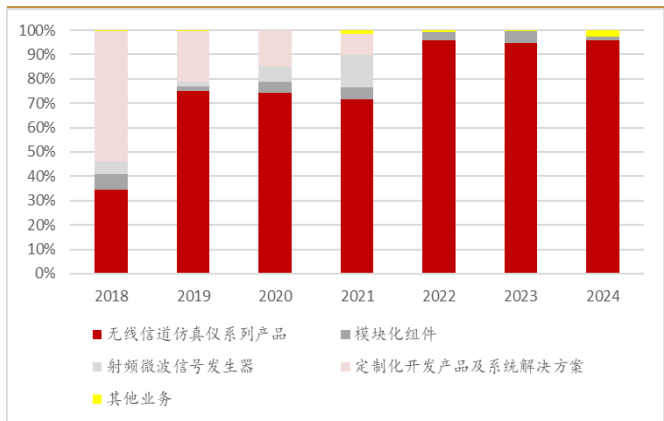
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：2015-2024 公司各项业务营收合计（单位：百万元）



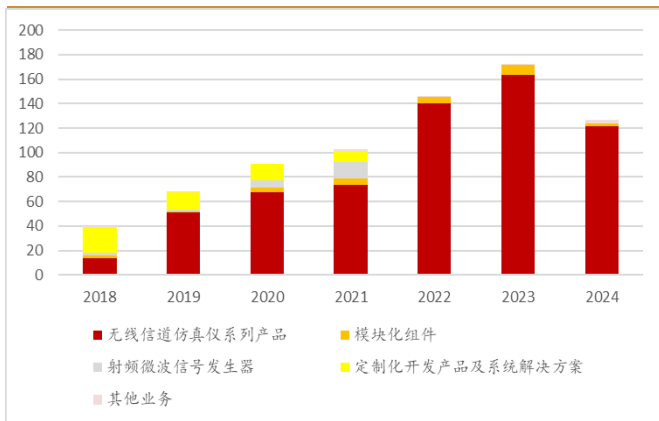
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2018-2024 公司各项业务毛利占比



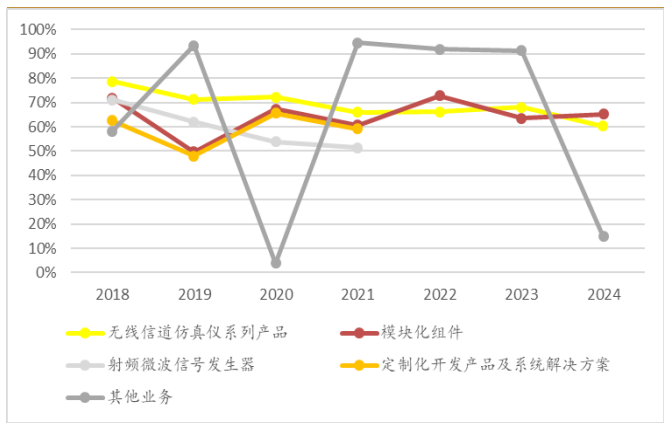
数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2015-2024 公司各项业务毛利合计（单位：百万元）



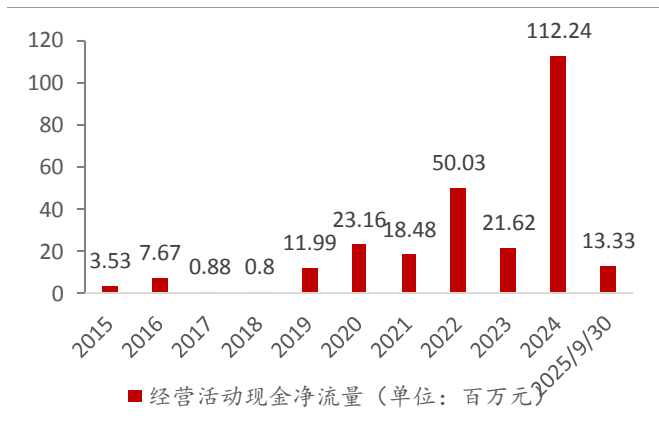
数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2018-2024 公司各项业务毛利率



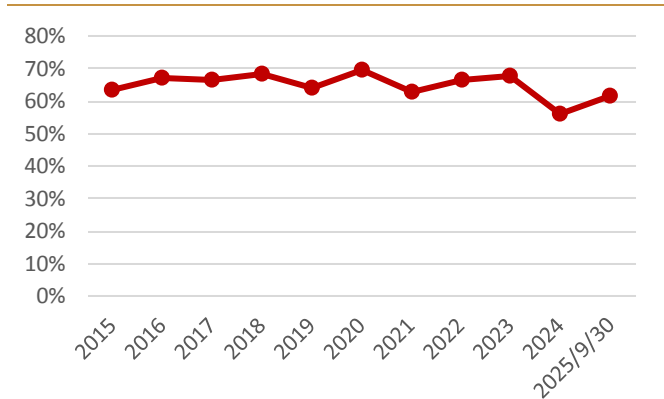
数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：2015-2025Q3 公司经营活动现金流净额



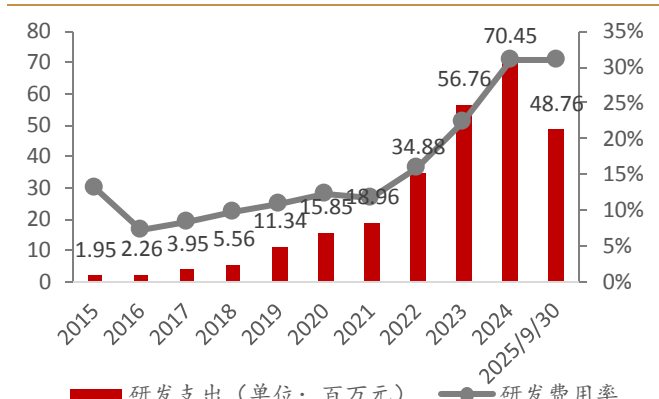
数据来源：Wind，西南证券整理

图 14：2015-2025Q3 公司销售毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 15：2015-2025Q3 公司研发费用及研发费用率



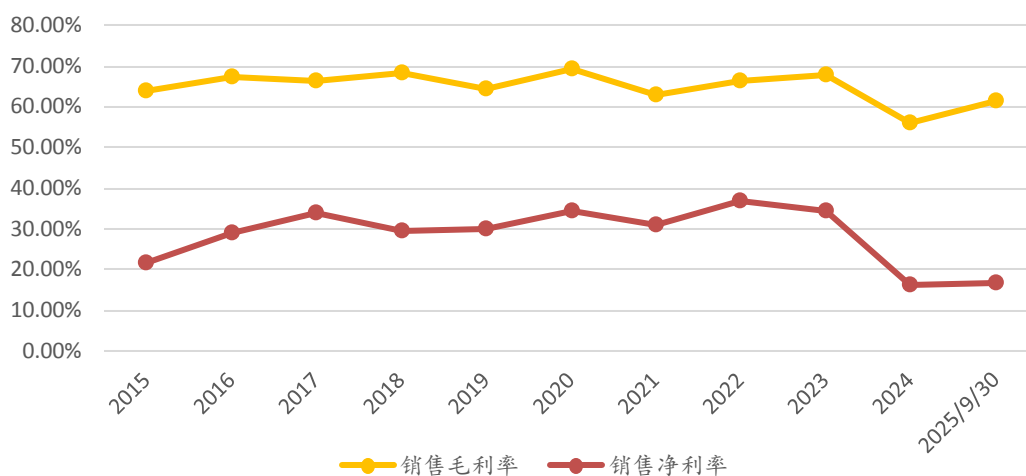
数据来源：Wind，西南证券整理

公司整体盈利能力稳中向上，毛利率保持高位，净利率结构性改善。2015–2024 年，公司综合毛利率始终维持在 55%–70% 的高位区间，平均约 65.26%，展现出明显的结构性优势。早期（2015–2018 年）公司主营产品以军工及电力通信类测试系统为主，毛利率稳步上行，从 63.78% 提升至 68.30%，反映出高附加值产品占比提升带来的盈利扩张。2019–2022 年，公司业务逐步向无线电测试仿真仪器转型，受益于技术升级与规模效应，毛利率保持在 63%–70% 之间，2022 年达 66.47%。2023 年受下游需求旺盛及高端产品放量影响，毛利率进一步升至 68.01% 的较高水平；2024 年受 HBI 模块化组件销量下降及折旧摊销增加影响，毛利率短期回落至 55.89%，但仍显著高于行业平均。2025 年前三季度，公司盈利能力保持韧性，呈现“毛利率小幅回落、净利率同比提升”的结构性特征。具体看，2025 前三季度销售毛利率为 61.37%，较 2024 前三季度的 64.56% 下降 3.19 个百分点；但 25 年前三季度销售净利率为 16.65%，较 2024 前三季度的 13.67% 提升 2.98 个百分点，显示在毛利端承压的情况下，费用端与运营效率的边际改善对净利率形成支撑。整体来看，公司长期保持高毛利结构，充分体现高端测试仿真仪器的技术壁垒与产品溢价能力。

净利率方面，公司整体盈利水平稳中有波动。2015–2018 年公司归母净利率维持在 21.46%–33.72% 区间，得益于产品结构优化与费用管控；2019–2022 年，公司持续加大研发投入，但受益于收入增长与毛利率上升，净利率保持在 29%–37% 之间，2022 年达到 36.88%。2023 年净利率为 34.35%，依然处于高位；2024 年受费用增加及收入结构调整影响，净利率回落至 16.35%；2025 年前三季度净利率为 16.65%，较上年同期提升 2.98 个百分点。整体来看，公司盈利能力虽阶段性波动，但长期维持在行业高水平区间，显示其在高端测试仪器赛道的显著竞争力与盈利韧性。

盈利能力提升的根本驱动在于产品高附加值与费用效率提升。一方面，公司专注于高技术壁垒的无线电测试仿真领域，产品在核心性能指标上接近或超越国外同类品牌，具备稳定的高毛利结构；另一方面，公司自 2022 年上市以来持续优化费用配置，研发费用率维持高位但销售与管理费用增速放缓，财务费用多期为负（利息收入对冲支出），带动净利率整体上移。随着高毛利产品占比进一步提升、产研体系成熟及费用效率持续改善，公司盈利能力有望在未来继续保持稳健上行趋势。

图 16：公司 2015-2025Q3 销售毛利率及销售净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

基于公司产品结构、项目交付节奏及行业需求趋势，我们对 2025 - 2027 年分业务收入与毛利率作出如下假设。整体判断，公司核心业务（无线信道仿真仪）维持稳定增长，模块化组件快速放量，系统化方案贡献增量，整体经营结构持续优化，营收与归母净利润有望稳中上行。

关键假设：

假设 1：无线信道仿真仪系列产品保持稳健增长，核心地位进一步强化。公司作为国内高端无线电测试仿真仪器领域的领先企业，其无线信道仿真仪产品覆盖移动通信、雷达、卫星、车联网等高景气应用场景。受益于 5G-A、6G 预研及军工科研需求的持续增长，预计 2025-2027 年该业务收入增速分别为 28.5%、31.0%、32.0%。随着高端产品性能迭代及批量交付，产品附加值提升、规模效应增强，毛利率有望稳步上升，假设 2025-2027 年毛利率分别为 59.0%、60.0%、61.0%，维持在高水平区间。

假设 2：模块化组件业务持续放量，带动结构性增长。公司基于 HBI 平台推出的模块化组件（含下变频、中频调理、主控与存储模块等）具备高通用性与快速定制优势，是未来系统化解决方案的关键支撑。预计 2025-2027 年模块化组件业务收入增速分别为 80.0%、88.0%、90.0%，增速显著高于整体水平。得益于产品处于高性能测试系统核心环节、可替代性弱，同时模块化设计提升生产效率与物料复用率，叠加 HBI 平台成熟带来的议价能力增强，共同支撑毛利率维持在较高水平，预计 2025-2027 年分别为 63.0%、64.0%、65.0%。随着 HBI 平台商业化成熟，模块化组件有望成为公司新的业绩弹性来源。

假设 3：其他业务（含系统集成与定制化解决方案）稳步提升，盈利能力持续改善。公司“其他业务”板块主要包括测试系统方案、配套设备销售及售后技术服务。受益于科研装备国产化及客户定制化需求增长，预计 2025-2027 年收入增速分别为 40.0%、45.0%、50.0%。随着公司在系统级测试仿真方案上的交付能力提升，毛利率有望持续上行，预计 2025-2027 年分别为 50.0%、60.0%、70.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
合计	营业收入	226.6	295.2	394.2	534.5
	增速	-10.7%	30.3%	33.5%	35.6%
	毛利率	55.9%	58.2%	60.1%	62.2%
	营业成本	99.9	123.5	157.2	201.8
无线信道仿真仪系列产品	营业收入	202.1	259.7	340.2	449.1
	增速	-15.8%	28.5%	31.0%	32.0%
	毛利率	60.1%	59.0%	60.0%	61.0%
	营业成本	80.7	106.5	136.1	175.1
模块化组件	营业收入	3.2	5.7	10.7	20.6
	增速	-74.8%	80.0%	88.0%	92.0%
	毛利率	65.3%	63.0%	64.0%	65.0%
	营业成本	1.1	2.1	3.9	7.2

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
其他业务	营业收入	21.3	29.8	43.2	64.9
	增速	1872.2%	40.0%	45.0%	50.0%
	毛利率	14.9%	50.0%	60.0%	70.0%
	营业成本	18.1	14.9	17.3	19.5

数据来源：Wind，西南证券

预计 2025–2027 年公司整体营业收入分别为 2.95 亿元、3.94 亿元、5.35 亿元，同比增长 30.30%、33.52%、35.61%；归母净利润分别为 0.52 亿元、0.74 亿元和 1.08 亿元，同比增长 40.95%、42.02%和 45.42%。对应每股收益（EPS）分别为 0.43 元、0.61 元和 0.89 元，对应动态 PE 分别为 76 倍、54 倍和 36 倍。

综合考虑业务结构、行业属性与技术路线，我们选取思瑞浦（688536.SH）、华峰测控（688200.SH）与鼎阳科技（688112.SH）三家 A 股上市公司作为本次估值与运营对标。

思瑞浦是国内领先的高性能模拟与射频信号链芯片厂商，其产品广泛应用于新能源和汽车、通信、工业、消费电子和医疗健康等多个领域，技术路线与坤恒顺维在射频前端与信号链测试环节具有高度重合。公司在高精度模拟电路设计和信号仿真方面积累深厚，2024 年毛利率约 48.19%、研发投入占比达 47.32%，与坤恒顺维“高技术壁垒、高附加值、高研发强度”的经营特征一致。思瑞浦可作为坤恒顺维在盈利质量与估值水平上的合理对标样本，反映其在国内高端信号处理与测试链领域的成长潜力。

华峰测控专注于半导体测试系统，是国内 IC 测试设备领域的龙头企业之一。公司在测试机核心架构、系统集成及算法控制等环节具备深厚技术积累，产品覆盖存储、模拟与混合信号等多类测试系统。近年公司持续加大研发投入，研发费用率维持在 10%–20% 区间，显示其研发驱动与技术导向的经营特征。公司以高精度、高可靠性的测试仪器为主导产品，盈利结构稳定，毛利率常年保持在 60% 以上。其“高毛利、高技术壁垒、轻资产”的经营特征，与坤恒顺维在研发驱动成长、系统集成能力与技术溢价维度上具有较强可比性，可作为评估公司长期盈利质量与估值空间的重要参考。

鼎阳科技是国内通用电子测量仪器自主品牌代表，产品包括示波器、信号源、频谱分析仪等通用测试设备，具备从基础测量仪器到系统级应用方案的完整体系。公司在频谱分析仪、矢量网络分析仪等细分领域的布局，与坤恒顺维产品线具有明显的技术路径映射关系。同时，鼎阳科技自研比例高、国际化进程加快，其“高端化+自主可控+海外拓展”的战略方向与坤恒顺维高度契合。

综上所述，思瑞浦、华峰测控与鼎阳科技在“业务形态—客户结构—盈利模式”上与坤恒顺维具有较高可比性。三家公司均处于国内高端电子测试仪器赛道，产品附加值高、研发投入强度大、毛利率水平稳定在较高区间，可作为本次估值分析的合理对标样本。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS（元）				PE（倍）			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
688536.SH	思瑞浦	233.95	169.77	-1.49	1.16	2.37	3.55	-62.19	146.28	71.76	47.82
688200.SH	华峰测控	271.13	200.05	2.47	3.59	4.53	5.62	42.39	55.65	44.18	35.57
688112.SH	鼎阳科技	63.79	39.97	0.70	0.96		1.61	39.80	41.67	32.08	24.80

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
平均值								6.67	81.20	49.34	36.06
688283.SH	坤恒顺维	39.02	32.04	0.30	0.43	0.61	0.89	19	76	54	36

数据来源: Wind, 西南证券整理 (股价截至2025 年10 月31 日)

从 PE 角度看, 公司 2024–2027 年估值分别为 19 倍、76 倍、54 倍、36 倍, 核心可比公司(思瑞浦/华峰测控/鼎阳科技)行业平均值分别约为 6.67 倍、81.20 倍、49.34 倍、36.06 倍。整体来看, 坤恒顺维 2025E 估值低于行业平均, 2026E 略高于行业均值, 2027E 基本与行业持平略低, 处于行业合理区间的中下部水平。

估值差异说明:

- ① 利润基数与分母效应。坤恒顺维 2024 年为业绩低点, 2025 年开始利润修复, EPS 基数逐步提升, 带动 PE 快速回落; 而部分可比公司(如思瑞浦、华峰测控) 2024–2025 年利润已处于相对高位, 增长趋缓, 因此在 2025E 阶段坤恒顺维 PE 明显低于行业均值, 反映出业绩修复带来的“低估效应”。
- ② 成长节奏与盈利释放差异。2026 年坤恒顺维处于新产品批量交付和系统方案放量的业绩加速期, EPS 提升相对平缓而收入增长较快, 利润率阶段性受费用投入影响略低, 导致 PE 在 2026E 阶段略高于行业平均; 但随着费用率优化、折旧摊销趋稳, 2027E 盈利弹性释放, PE 回落至 36 倍, 重新回归行业平均区间。
- ③ 业务模式与毛利结构差异。可比公司中, 思瑞浦和华峰测控主营半导体与 IC 测试设备, 利润稳定性较高、周期波动较小; 鼎阳科技则偏通用仪器, 毛利率略低。坤恒顺维属于专用高端测试仿真领域, 产品周期与行业需求紧密相关, 阶段性研发投入会造成 PE 短期波动, 但长期毛利结构更优、盈利修复更具弹性。
- ④ 会计口径与资本结构因素。坤恒顺维采用谨慎的费用确认政策, 研发费用完全费用化, 且资本开支收敛、财务费用为负, 对利润率形成支撑; 而可比公司中部分企业存在股权激励摊销或汇兑损益波动, 影响短期 PE 的可比性。

综合判断:

综合考虑成长节奏、盈利质量及资本结构差异, 我们认为 2026E–2027E 更能代表行业常态估值区间(约 35–45 倍)。坤恒顺维 2026E 估值 54 倍略高于均值(49.34 倍), 反映市场对其产品放量与系统方案拓展的成长溢价预期; 2027E 估值 36 倍与行业均值(36.06 倍)基本持平, 显示公司估值正逐步回归合理区间。

投资判断。结合公司基本面与估值表现: ①主业增长稳健, 频谱分析仪与系统方案成为新增长引擎; ②高毛利结构保持稳定, 盈利弹性逐步释放; ③研发投入聚焦信号仿真与系统集成方向, 技术壁垒不断巩固。综合来看, 公司当前估值处于行业合理水平略低位置, 短期略高的 2026E 估值主要反映市场对新品放量与业绩兑现的积极预期。随着新一代产品批量化交付、费用效率提升及盈利能力持续修复, 估值中枢有望逐步向行业均值(约 35–45 倍)靠拢。审慎起见, 首次覆盖给予“持有”评级。

3 风险提示

新品放量与交付节奏不及预期的风险；价格竞争的风险；行业发展不及预期的风险；海外需求与汇率波动的风险；下游资本支出波动的风险等。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	226.57	295.22	394.16	534.51	净利润	37.03	52.20	74.13	107.80
营业成本	99.95	123.50	157.24	201.80	折旧与摊销	13.36	11.20	11.64	12.36
营业税金及附加	1.71	2.15	2.84	3.91	财务费用	-13.32	-14.24	-18.67	-15.99
销售费用	21.40	26.92	36.16	49.26	资产减值损失	-0.73	-0.53	3.00	5.00
管理费用	19.18	20.92	29.07	39.88	经营营运资本变动	12.92	-55.94	-109.59	-141.81
研发费用	70.45	102.00	140.00	177.60	其他	62.98	1.81	13.74	17.45
财务费用	-13.32	-14.24	-18.67	-15.99	经营活动现金流净额	112.24	-5.49	-25.75	-15.18
资产减值损失	-0.73	-0.53	3.00	5.00	资本支出	-15.00	-40.40	-39.81	-31.00
投资收益	0.23	0.22	0.23	0.22	其他	-160.27	-38.57	12.36	-7.37
公允价值变动损益	0.75	1.50	1.44	1.34	投资活动现金流净额	-175.27	-78.97	-27.45	-38.38
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	32.81	49.10	68.34	100.04	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.02	0.01	-0.02	-0.02	股权融资	1.35	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.79	49.10	68.31	100.02	支付股利	-18.31	-5.80	-8.65	-12.61
所得税	-4.24	-3.10	-5.82	-7.78	其他	-17.97	37.84	43.49	47.71
净利润	37.03	52.20	74.13	107.80	筹资活动现金流净额	-34.93	32.04	34.84	35.10
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	-97.96	-52.42	-18.35	-18.47
归属母公司股东净利润	37.03	52.20	74.13	107.80					
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	679.28	626.86	608.51	590.04	成长能力				
应收和预付款项	215.95	262.77	359.63	486.76	销售收入增长率	-10.66%	30.30%	33.52%	35.61%
存货	106.96	131.98	168.24	215.95	营业利润增长率	-64.94%	49.65%	39.19%	46.40%
其他流动资产	8.39	34.50	23.34	27.38	净利润增长率	-57.48%	40.95%	42.02%	45.42%
长期股权投资	1.81	1.81	1.81	1.81	EBITDA 增长率	-60.33%	40.23%	33.10%	57.26%
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	125.03	216.08	306.69	396.59	毛利率	55.89%	58.17%	60.11%	62.25%
无形资产和开发支出	16.90	14.64	12.38	10.13	三费率	12.04%	11.38%	11.81%	13.68%
其他非流动资产	23.42	29.59	30.27	35.41	净利率	16.35%	17.68%	18.81%	20.17%
资产总计	1177.75	1258.64	1391.08	1575.29	ROE	3.82%	5.13%	6.85%	9.15%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.14%	3.96%	4.91%	6.11%
应付和预收款项	112.99	132.60	170.26	222.01	ROIC	6.97%	10.55%	10.86%	13.47%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.50%	15.60%	15.55%	18.04%
其他负债	94.15	109.05	138.34	175.61	营运能力				
负债合计	207.14	241.64	308.60	397.62	总资产周转率	0.20	0.24	0.28	0.33
股本	121.80	121.80	121.80	121.80	固定资产周转率	1.91	2.40	3.25	4.33
资本公积	581.09	581.09	581.09	581.09	应收账款周转率	0.93	1.10	1.15	1.14
留存收益	284.03	330.43	395.91	491.10	存货周转率	1.03	1.03	1.05	1.05
归属母公司股东权益	970.60	1017.00	1082.48	1177.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.05	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	970.60	1017.00	1082.48	1177.67	资产负债率	0.18	0.18	0.20	0.23
负债和股东权益合计	1177.75	1258.64	1391.08	1575.29	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	流动比率	7.44	7.20	6.14	5.36
EBITDA	32.85	46.06	61.31	96.41	速动比率	6.66	6.30	5.25	4.49
PE	18.72	75.76	53.64	36.20	股利支付率	0.49	0.11	0.12	0.12
PB	4.02	3.84	3.61	3.31	每股指标				
PS	17.22	13.22	9.90	7.30	每股收益	0.30	0.43	0.61	0.89
EV/EBITDA	97.42	69.73	52.86	33.72	每股净资产	7.97	8.35	8.89	9.67
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	0.92	-0.05	-0.21	-0.12
					每股股利	0.15	0.05	0.07	0.10

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“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。

西南证券研究院

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	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjy@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

广深	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn