

产品结构持续优化，成长动能逐步释放

投资要点

- **事件:** 2026年一季度，公司实现营业收入3,525.94万元，同比增长15.45%；实现利润总额268.92万元；归母净利润439.94万元；扣非归母净利润14.32万元。上年同期上述三项利润指标均为亏损，公司盈利能力实现明显修复。单季度来看，公司收入保持稳健增长，同时在信用减值损失转回及政府补助等因素带动下利润端显著改善，整体呈现“收入稳增长+利润扭亏”的特征。
- **费用投入持续加大，现金流短期承压。** 公司2026Q1费用端整体有所上行：销售费用同比增长4.05%至569.89万元；管理费用同比增长4.89%至483.25万元；财务费用净收益由2025Q1的253.66万元小幅提升至266.46万元；研发费用同比增长41.79%至1,856.62万元，研发费用率由42.88%提升至52.66%，主要系公司持续投入核心高端无线电测试仿真仪器研发，现有产品升级迭代和新产品研发持续推进所致。现金流方面，公司2026Q1经营活动现金流净额为-4,191.19万元，而去年同期为-3,127.09万元，主要系本期销售收款减少，同时策略备货导致采购付现支出增加以及薪酬支出款项增加所致；其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降9.22%至3,118.44万元，购买商品、接受劳务支付的现金同比增长13.30%至4,149.39万元。
- **主业收入稳健增长，研发驱动产品迭代持续推进。** 公司2026Q1实现营业收入3,525.94万元，同比增长15.45%，收入端延续增长态势；利润总额268.92万元，上年同期为亏损；实现归母净利润439.94万元，上年同期为亏损；扣非归母净利润14.32万元，上年同期为亏损，盈利表现同比改善。报告期内，公司持续加大核心高端无线电测试仿真仪器研发投入，推动现有产品不断升级迭代和新产品研发持续推进，技术驱动仍是公司长期成长的核心支撑。同时，公司加强应收账款管理，收回部分长账龄款项，带来前期计提信用减值损失转回，对利润端形成一定贡献。
- **毛利率维持高位，净利率明显修复。** 根据公司2026年一季度合并利润表口径，2026Q1公司实现营业收入3,525.94万元、营业成本1,338.60万元，2025Q1营业收入3,054.01万元、营业成本931.12万元；据此测算，公司2026Q1毛利率约62.04%，较上年同期下降约7.47个百分点，但仍维持在较高水平。净利率方面，公司2026Q1实现净利润439.94万元，2025Q1为-72.39万元；对应2026Q1净利率约12.48%，同比提升约14.85个百分点。整体来看，公司收入端保持增长，毛利率仍处高位，利润端在收入增长、信用减值损失转回及政府补助等因素共同作用下实现明显修复，但扣非净利润规模仍较小，后续仍需关注主业收入放量与内生盈利能力持续兑现情况。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为0.49元、0.65元、0.88元，对应动态PE分别为85倍、64倍、47倍。公司当前仍处于产品升级与平台化拓展阶段，后续需持续关注订单释放及盈利能力兑现节奏，维持“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。

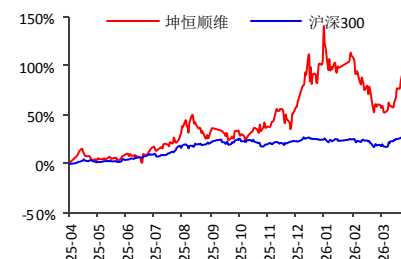
指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	242.69	297.17	376.62	490.13
增长率	7.12%	22.45%	26.73%	30.14%
归属母公司净利润(百万元)	46.78	60.00	79.56	107.33
增长率	26.32%	28.27%	32.59%	34.90%
每股收益EPS(元)	0.38	0.49	0.65	0.88
净资产收益率ROE	4.75%	5.87%	7.46%	9.53%
PE	109	85	64	47
PB	5.16	4.98	4.77	4.52

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
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)	24.85-59.31
总市值(亿元)	50.88
总资产(亿元)	11.60
每股净资产(元)	8.13

相关研究

1. 坤恒顺维 (688283): 技术自立驱动成长拐点, 高端仿真赛道景气延续 (2025-11-13)
2. 坤恒顺维 (688283): 产品矩阵不断拓宽, 公司增长添新动能 (2025-09-03)

盈利预测

基于公司当前产品结构、项目交付节奏及下游无线通信测试需求，我们对 2026–2028 年分业务收入与盈利能力作出如下假设。整体来看，公司无线信道仿真仪业务仍为收入核心来源，模块化组件业务逐步放量，系统级解决方案能力持续增强，推动公司收入规模稳步增长与盈利能力逐步改善。

关键假设：

假设 1：无线信道仿真仪业务稳健增长，核心业务保持稳定扩张

公司无线信道仿真仪产品主要应用于移动通信、卫星通信、雷达及车联网等领域，是当前收入与利润的核心来源。2026Q1 公司营业收入同比增长 15.45%，增速相对平稳，主要系公司业务以科研及项目制交付为主，收入确认具有一定季节性特征，下半年通常为交付与验收阶段。

从行业需求来看，随着 5G-A 建设推进、6G 预研持续开展，以及军工科研测试需求逐步释放，高端无线电测试仿真设备需求有望保持增长。同时，公司持续推进产品升级与客户拓展，核心产品竞争力有望维持稳定。

基于上述判断，我们预计 2026–2028 年无线信道仿真仪业务收入分别为 262.2/322.5/403.2 百万元，同比增长 20.0%/23.0%/25.0%。盈利能力方面，考虑到高端型号占比提升及规模效应逐步体现，预计 2026–2028 年毛利率分别为 61.5%/61.8%/62.0%，整体维持相对稳定。

假设 2：模块化组件业务逐步放量，平台化能力带动业务增长

公司基于 HBI 平台推出模块化组件产品，包括下变频、中频处理、主控与存储等模块，可广泛应用于不同测试场景，具备较高复用性与快速定制能力，是公司平台化能力的重要体现。

目前模块化组件业务仍处于发展初期，收入基数相对较低，但随着公司产品体系逐步向模块化、平台化演进，以及客户对模块化测试方案接受度提升，该业务有望保持较快增长。同时，模块化组件在整体解决方案中的应用比例提升，也有助于增强公司系统级方案交付能力。

基于谨慎性原则，我们预计 2026–2028 年模块化组件业务收入分别为 29.7/47.5/78.4 百万元，同比增长 50.0%/60.0%/65.0%。

盈利能力方面，考虑到模块化组件技术附加值相对较高，同时业务放量初期仍存在一定研发投入及成本摊薄压力，预计 2026–2028 年毛利率分别为 70.0%/72.0%/74.0%，整体呈稳步改善趋势。

假设 3：其他业务稳步增长，系统解决方案能力持续提升

公司其他业务主要包括系统集成、定制化测试解决方案及相关技术服务。该业务围绕客户具体测试需求开展系统级集成与方案开发，是公司从单一设备供应向综合解决方案提供商延伸的重要组成部分。

目前该业务整体收入规模相对较小，但随着公司无线信道仿真仪及模块化组件产品体系逐步完善，公司系统级解决方案能力有望持续增强。同时，下游客户需求逐步由单点设备采购向整体测试方案延伸，有助于推动相关业务稳步增长。

基于上述判断，我们预计 2026–2028 年其他业务收入分别为 5.3/6.6/8.5 百万元，同比增长 20.0%/25.0%/30.0%。

盈利能力方面，考虑到系统解决方案业务前期定制化程度较高、项目差异较大，预计初期毛利率相对偏低；但随着标准化模块复用程度提升、项目经验积累及交付效率改善，盈利能力有望逐步修复。预计 2026–2028 年毛利率分别为 50.0%/60.0%/70.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2026-2028 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		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	242.7	297.2	376.6	490.1
	增速	7.1%	22.4%	26.7%	30.1%
	营业成本	90.8	112.5	139.1	176.2
	毛利率	62.6%	62.1%	63.1%	64.1%
无线信道仿真仪 系列产品	营业收入	218.5	262.2	322.5	403.2
	增速	8.1%	20.0%	23.0%	25.0%
	营业成本	84.7	101.0	123.2	153.2
	毛利率	61.2%	61.5%	61.8%	62.0%
模块化组件	营业收入	19.8	29.7	47.5	78.4
	增速	524.92%	50.00%	60.00%	65.00%
	营业成本	5.1	8.9	13.3	20.4
	毛利率	74.2%	70.0%	72.0%	74.0%
其他业务	营业收入	4.4	5.3	6.6	8.5
	增速	-79.4%	20.0%	25.0%	30.0%
	营业成本	1.0	2.6	2.6	2.6
	毛利率	76.9%	50.0%	60.0%	70.0%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	242.69	297.17	376.62	490.13	净利润	46.78	60.00	79.56	107.33
营业成本	90.81	112.49	139.14	176.15	折旧与摊销	14.67	11.80	12.25	12.97
营业税金及附加	2.44	2.47	3.24	4.27	财务费用	-10.49	-13.80	-16.56	-13.52
销售费用	23.83	28.09	35.92	46.85	资产减值损失	-0.84	-0.78	3.00	5.00
管理费用	20.08	23.69	30.71	39.77	经营营运资本变动	-14.76	-69.85	-86.91	-117.24
研发费用	71.02	84.00	108.50	135.50	其他	18.12	1.83	16.07	19.59
财务费用	-10.49	-13.80	-16.56	-13.52	经营活动现金流净额	53.47	-10.79	7.41	14.12
资产减值损失	-0.84	-0.78	3.00	5.00	资本支出	-0.87	-24.00	-9.95	-9.11
投资收益	1.30	0.77	1.03	0.90	其他	86.19	-113.78	-156.41	-206.35
公允价值变动损益	0.20	0.79	0.59	0.59	投资活动现金流净额	85.33	-137.78	-166.35	-215.46
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	43.84	55.16	73.61	99.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	股权融资	-0.08	0.00	0.00	0.00
利润总额	43.84	55.16	73.60	99.08	支付股利	-31.45	-23.95	-34.44	-47.67
所得税	-2.94	-4.85	-5.96	-8.25	其他	-0.48	31.13	38.57	27.17
净利润	46.78	60.00	79.56	107.33	筹资活动现金流净额	-32.01	7.18	4.13	-20.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	现金流量净额	106.79	-141.39	-154.82	-221.83
归属母公司股东净利润	46.78	60.00	79.56	107.33					
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	356.11	214.72	59.90	49.01	成长能力				
应收和预付款项	190.30	254.57	318.67	411.19	销售收入增长率	7.12%	22.45%	26.73%	30.14%
存货	118.04	137.71	174.02	218.94	营业利润增长率	33.61%	25.84%	33.45%	34.61%
其他流动资产	7.92	0.56	0.76	0.97	净利润增长率	26.32%	28.27%	32.59%	34.90%
长期股权投资	1.68	1.68	1.68	1.68	EBITDA 增长率	46.18%	10.73%	30.35%	42.18%
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	117.66	208.44	298.77	388.38	毛利率	62.58%	62.15%	63.06%	64.06%
无形资产和开发支出	17.17	14.63	12.08	9.53	三费率	13.77%	12.78%	13.30%	14.91%
其他非流动资产	374.41	489.72	647.71	855.52	净利率	19.28%	20.19%	21.12%	21.90%
资产总计	1183.28	1246.01	1347.53	1467.33	ROE	4.75%	5.87%	7.46%	9.53%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.95%	4.54%	5.26%	5.55%
应付和预收款项	95.29	116.82	146.37	185.05	ROIC	12.54%	12.84%	12.53%	14.26%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.78%	17.89%	18.40%	20.10%
其他负债	102.13	107.28	134.14	155.60	营运能力				
负债合计	197.42	224.10	280.51	340.65	总资产周转率	0.21	0.24	0.27	0.28
股本	121.80	121.80	121.80	121.80	固定资产周转率	2.00	2.57	3.32	4.25
资本公积	581.01	581.01	581.01	581.01	应收账款周转率	1.02	1.14	1.13	1.15
留存收益	299.37	335.43	380.54	440.20	存货周转率	0.80	0.88	0.89	0.89
归属母公司股东权益	985.85	1021.91	1067.03	1126.68	销售商品提供劳务收到现金营业收入	1.04	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	985.85	1021.91	1067.03	1126.68	资产负债率	0.17	0.17	0.19	0.18
负债和股东权益合计	1183.28	1246.01	1347.53	1467.33	带息债务/总负债	0.00	0.00	0.00	0.00
					流动比率	5.42	4.56	3.30	3.17
					速动比率	4.47	3.52	2.26	2.15
					股利支付率	0.67	0.40	0.43	0.44
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E	每股指标				
EBITDA	48.02	53.17	69.31	98.54	每股收益	0.38	0.49	0.65	0.88
PE	108.76	84.79	63.95	47.40	每股净资产	8.09	8.39	8.76	9.25
PB	5.16	4.98	4.77	4.52	每股经营现金	0.44	-0.09	0.06	0.12
PS	20.96	17.12	13.51	10.38	每股股利	0.26	0.20	0.28	0.39
EV/EBITDA	90.76	82.45	63.21	42.46					
股息率	0.62%	0.47%	0.68%	0.94%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

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	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
