


2023年04月18日  
坤恒顺维 (688283.SH)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

仪器仪表 III

## 业绩持续高增，产品矩阵日渐丰富，未来可期

### 事件概述：

4月17日，坤恒顺维发布2022年年报和2023年第一季度报告。2022年，公司实现营业收入2.20亿元，同比增长35.28%；实现归母净利润8126万元，同比增长60.23%，扣非归母净利润7704万元，同比增长63.54%。2023Q1，公司实现营业收入1927万元，同比增长60.92%，实现归母净利润273.89万元。

### 业绩持续高增，盈利能力维持高位

收入端，公司2022年同比增长35.25%，我们认为公司营收快速增长的原因主要为：1) 受益于国内各个下游领域技术的快速发展，高端无线电测试仿真仪器的市场需求呈现快速增长趋势；2) 公司凭借产品力优势，客户群体持续拓展，新导入国家级、省级科研实验室、计量实验室以及更多的中小客户等；3) 随着公司产品矩阵的丰富，各类复杂电磁环境下设备性能评估系统、自动测试系统等解决方案获得行业标杆客户的认可，从而牵引出多个相关的测试订单。2023Q1，公司延续了高增势头，实现营业收入1927万元，同比增长60.92%，其中射频微波信号发生器等产品出货量稳步增长。

利润端，受益于公司产品聚焦高端的特性，公司2022年毛利率维持在较高水平(66.47%)，且较去年同期提升3.46pcts。此外，公司各项费用率呈分化趋势，一方面随着规模效应的出现，公司管理、销售等费用率分别下降1.02/0.27pcts；另一方面，由于公司仍处于产品矩阵完善阶段，研发强度有所提升，2022年公司研发费用为3488万元，同比增长83.98%，研发费用率为15.83%，较去年同期提升4.19pcts。总体来看，在不考虑因募集资金所带来的约1500万投资收益的情况下，公司的净利率水平约为30%，盈利能力依旧维持高位。

### 产品矩阵日渐丰富，替代空间愈发广阔

根据年报披露，2023年公司将从多个角度加强和完善产品矩阵。1) 对于无线信道仿真仪，公司将研制全新硬件平台，以支撑更大规模和带宽的通信仿真测试场景需求，从而用于卫星组网通信、Massive MIMO、MIMO OTA、相控阵雷达等测试场景。2) 对于矢量信号源，公司将丰富不同体制的信号生成选件，同时研制更高频率范围的产品。3) 对于频谱/矢量信号分析仪，公司已于1月推出了首款高端频谱/矢量信号分析仪KSW-VSA01，其最高覆盖频率为44GHz，最大分析带

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

91.5元

股价(2023-04-18)

67.80元

#### 交易数据

总市值(百万元)	5,695.20
流通市值(百万元)	3,445.88
总股本(百万股)	84.00
流通股本(百万股)	50.82
12个月价格区间	23.88/73.0元

#### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.8	6.1	134.5
绝对收益	6.0	6.9	134.4

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

夏瀛韬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521120006

xiayt@essence.com.cn

袁子翔

联系人

yuanzx@essence.com.cn

#### 相关报告

不惧疫情扰动，2022年业绩实现高增	2023-01-30
推出新品频谱分析仪，持续打开市场空间	2023-01-04
拳头产品优势显著，新产品顺利导入	2022-10-27

宽为 2GHz，相位噪声低于-135 dBc/Hz，性能与海外头部企业的高端产品较为接近。此外，公司还将继续推进矢量网络分析仪、通用接收机、矢量信号收发仪、综合测试仪等产品。

全球来看，根据 Technavio，2024 年，射频微波信号发生器的全球市场规模预计达到 11.08 亿美元，频谱和矢量网络分析仪的全球市场规模合集将达到 27.76 亿美元。国内来看，根据灼识咨询，2024 年，射频微波信号发生器、频谱分析仪、矢量网络分析仪的国内市场规模分别预计为 22.76/29.58/21.60 亿元。当前，国内频谱分析仪中高端市场主要被海外测量仪器厂商是德科技和罗德与施瓦茨占据。我们认为，对于公司来说，凭借逐渐丰富的产品矩阵，其国产替代空间也将愈发广阔。

### 目 2023 年公司有望迎来戴维斯双击

展望 2023 年，我们预计公司将充分受益于：1) 公司拳头产品信道仿真仪下游应用的持续扩展，如在军工、卫星方面的增量应用，以及教育贴息带来的增量需求；2) 矢量信号源经过两年打磨，进入放量阶段，一方面受益于军用、高校、科研院所等领域的国产替代加速，同时有望在民用客户方面实现突破；3) 高性能频谱分析仪（矢量信号分析仪）在导入客户的同时，快速实现产品迭代，使得市占率和产品力同步提升；4) 随着产品矩阵的丰富，公司不仅可以提供基于单台仪表的产品，还提供系统级的测量解决方案，在提升客单价的同时，加强客户黏性。总体来看，公司 2023 年将受益于多个潜在增长点，有望迎来戴维斯双击。

### 目 投资建议：

坤恒顺维是我国高端无线电测试测量领域的先行者，当前正在进行客户体系+产品矩阵+商业模式的全面升级，公司产品专注高端市场，研发投入保持高强度，持续推出新产品，打开市场空间，驱动业绩中长期增长。我们预计公司 2023-2025 年的收入分别为 3.10/4.36/5.95 亿元，归母净利润分别为 1.13/1.54/2.08 亿元。考虑到估值切换和公司成长路径的进一步清晰，我们维持买入-A 的投资评级，上调 6 个月目标价至 91.5 元，相当于 2024 年 50 倍的动态市盈率。

目 风险提示：1) 新产品研发进展不及预期的风险；2) 上游原材料和器件供应受限的风险；3) 市场、渠道开拓不及预期的风险；4) 下游市场需求不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	162.9	220.4	309.6	436.0	595.2
净利润	50.7	81.3	112.8	154.0	208.4
每股收益(元)	0.81	0.97	1.34	1.83	2.48
每股净资产(元)	2.86	10.57	11.92	13.75	16.23

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	59.97	50.49	36.97	27.33
市净率(倍)	0.00	5.49	5.69	4.93	4.18
净利润率	31.1%	36.9%	36.4%	35.3%	35.0%
净资产收益率	32.7%	15.2%	11.9%	14.3%	16.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	30.0%	12.2%	12.9%	18.0%	21.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	162.9	220.4	309.6	436.0	595.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	60.3	73.9	101.7	142.8	195.7	营业收入增长率	25.1%	35.3%	40.5%	40.8%	36.5%
营业税费	1.5	1.2	1.7	2.3	3.2	营业利润增长率	11.0%	58.1%	39.4%	36.0%	34.9%
销售费用	14.3	18.8	25.4	34.9	46.5	净利润增长率	13.0%	60.2%	38.8%	36.6%	35.3%
管理费用	28.7	45.8	66.6	92.9	124.4	EBITDA增长率	12.0%	31.0%	52.8%	37.5%	34.8%
财务费用	0.5	-15.2	-17.0	-13.0	-10.0	EBIT增长率	11.4%	30.4%	51.6%	37.7%	35.8%
资产减值损失	-4.9	10.5	3.2	3.7	4.8	NOPLAT增长率	13.6%	29.7%	58.9%	37.1%	35.3%
加:公允价值变动收益	0.0	1.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	43.1%	342.8%	-16.1%	15.5%	16.4%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	0.0	0.0	0.1	净资产增长率	38.4%	392.9%	12.7%	15.4%	18.0%
<b>营业利润</b>	57.0	90.1	125.7	170.9	230.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	0.0	0.0	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	63.0%	66.5%	67.2%	67.3%	67.1%
<b>利润总额</b>	57.0	90.1	123.7	168.9	228.5	营业利润率	35.0%	40.9%	40.6%	39.2%	38.7%
减:所得税	6.3	8.8	10.9	14.9	20.2	净利率	31.1%	36.9%	36.4%	35.3%	35.0%
<b>净利润</b>	50.7	81.3	112.8	154.0	208.4	EBITDA/营业收入	36.0%	34.9%	38.0%	37.1%	36.6%
						EBIT/营业收入	35.3%	34.0%	36.7%	35.9%	35.7%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	10	12	33	39	29
货币资金	70.6	683.8	661.3	998.5	1,141.3	流动营业资本周转天数	390	405	380	392	370
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	548	1538	1160	1228	1069
应收账款	111.9	153.1	215.9	298.9	397.3	应收账款周转天数	219	219	217	215	213
应收票据	1.0	1.7	2.4	2.5	2.6	存货周转天数	326	359	339	339	339
预付账款	3.4	2.3	3.2	3.3	3.5	总资产周转天数	519	1055	1277	1055	921
存货	57.9	87.7	101.1	163.9	199.4	投资资本周转天数	450	1472	879	721	615
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	32.7%	15.2%	11.9%	14.3%	16.5%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	19.4%	8.0%	9.8%	11.3%	12.7%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	30.0%	12.2%	12.9%	18.0%	21.0%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	5.0	10.0	46.8	46.6	46.4	销售费用率	8.8%	8.5%	8.2%	8.0%	7.8%
在建工程	0.3	37.2	0.0	0.0	0.0	管理费用率	17.6%	20.8%	21.5%	21.3%	20.9%
无形资产	6.2	8.6	7.5	5.8	4.0	财务费用率	0.3%	-6.9%	-5.5%	-3.0%	-1.7%
其他非流动资产	5.0	27.7	116.7	-154.3	-154.3	三费/营业收入	26.7%	22.4%	24.2%	26.3%	27.0%
<b>资产总额</b>	261.3	1,012.0	1,155.0	1,365.1	1,640.0	<b>偿债能力</b>					
短期债务	20.5	0.3	0.0	0.0	0.0	资产负债率	31.0%	12.2%	13.3%	15.4%	16.9%
应付账款	32.6	61.6	76.4	109.5	146.4	负债权益比	45.0%	13.9%	15.4%	18.2%	20.3%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	3.03	8.99	7.37	7.74	6.81
其他流动负债	27.7	41.4	57.0	80.0	109.7	速动比率	2.31	8.14	6.62	6.88	6.03
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	107.23	245.54	-19399.56	-	-
其他非流动负债	0.3	20.6	20.6	20.6	20.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	81.1	123.8	154.0	210.1	276.7	DPS(元)	0.00	0.06	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	63.0	84.0	84.0	84.0	84.0	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	117.2	804.2	917.0	1,071.0	1,279.4						
<b>股东权益</b>	180.2	888.2	1,001.0	1,155.0	1,363.4						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.81	0.97	1.34	1.83	2.48
净利润	50.7	81.3	112.8	154.0	208.4	BVPS(元)	2.86	10.57	11.92	13.75	16.23
加:折旧和摊销	1.1	1.9	3.9	5.2	5.4	PE(X)	0.00	59.97	50.49	36.97	27.33
资产减值准备	-4.9	10.5	3.2	3.7	4.8	PB(X)	0.00	5.49	5.69	4.93	4.18
公允价值变动损失	0.0	-1.4	0.0	0.0	0.0	P/FCF	196.75	-464.30	83.38	83.81	39.38
财务费用	0.5	-15.2	-17.0	-13.0	-10.0	P/S	0.00	22.11	18.39	13.06	9.57
投资损失	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	EV/EBITDA	0.35	63.36	46.28	33.41	24.48
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-17.7%	-37.0%	-36.0%	-44.8%	-36.9%
营运资金的变动	-28.9	-27.0	-139.6	177.5	-72.4	PEG	0.00	1.00	1.30	1.01	0.77
<b>经营活动产生现金流量</b>	18.5	50.0	-36.8	327.3	136.2	ROIC/WACC	4.53	1.84	1.95	2.72	3.17
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6.4	-176.0	-2.5	-3.2	-3.3	REP	0.02	2.98	3.75	2.31	1.68
<b>融资活动产生现金流量</b>	6.6	603.8	16.7	13.0	10.0						

资料来源: Wind资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，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。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（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。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034