

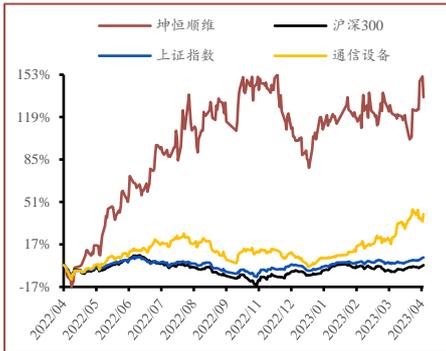
2023Q1 业绩超预期，新产品研发持续推进

 证券研究报告

 **投资评级:增持(维持)**

基本数据	2023-04-18
收盘价(元)	67.80
流通股本(亿股)	0.51
每股净资产(元)	10.61
总股本(亿股)	0.84

最近 12 月市场表现


分析师 杨烨

 SAC 证书编号: S0160522050001
 yangye01@ctsec.com

相关报告

1. 《业绩符合预期，基本盘与新品齐发力》 2023-01-31

核心观点

- ❖ **事件:** 公司发布 2022 年报与 2023 年一季报。公司 2022 年实现营业收入 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%。公司 2023 年一季度实现营业收入 1927 万元，同比增长 60.92%；实现归母净利润 274 万元，同比扭亏。公司 2023 年一季度收入增速亮眼，超出市场预期。
- ❖ **拳头产品具备竞争优势，国产替代稳步推进:** 2022 年，公司拳头产品无线信道仿真仪、射频微波信号发生器逐步导入多个国家级、省级科研实验室、计量实验室以及更多的中小客户等，国产仪表具备竞争优势。当前公司拳头产品核心技术指标或性能已接近或者超过国外厂商在该领域产品中的高端系列竞品，打破国际厂商在该产品领域的长期垄断。
- ❖ **研发投入力度加大，经营效率提升:** 2022 年，公司聚焦高端测试仿真仪器，技术壁垒高，毛利率保持在较高水平，随着射频微波信号发生器标准型号的定型销售，行业系统测试仿真解决方案的逐步成熟，毛利率同比提升 3.46pcts。随着公司规模效应逐步显现，销售费用率、管理费用率同比下降 0.27pcts、1.02pcts；同时，公司目前正处于产品线不断拓展的快速成长期，持续加大研发投入，研发费用率同比提升 4.19pcts。
- ❖ **产品定位高端，新产品研发持续推进:** 2023 年初，公司推出高性能频谱/矢量信号分析仪，已上市标准化产品，其频率范围覆盖 8、26 和 44 GHz，支持主流无线通信标准型号的解调分析，最大可配 2GHz 解调带宽，能够分析 WiFi、5G NR 等宽带信号，可应用于无线通信、卫星监测以及航空领域的研发和生产测试；未来还将持续研发包括高性能矢量网络分析仪、综合测试仪等高端无线电测试仿真仪器，同时不断对现有无线信道仿真仪、射频微波信号发生器、频谱分析仪等产品以及 HBI 平台核心技术体系进行迭代与升级。
- ❖ **投资建议:** 公司为国内高端无线电测试仪器领军，前期依托技术积淀战略布局高端产品，并通过搭建 HBI 总线平台实现射频技术复用，持续推进新产品研发，打开通用仪器广阔市场。我们预测公司 2023-2025 年实现营业收入 3.05、4.26、5.81 亿元，实现归母净利润 1.17、1.56、2.12 亿元，对应 PE 为 49x、36x、27x，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 无线电仿真测试需求增长不及预期，新品推广不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险，核心器件外购受限的风险。

盈利预测:

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	163	220	305	426	581
收入增长率(%)	25.12	35.28	38.60	39.53	36.34
归母净利润(百万元)	51	81	117	156	212
净利润增长率(%)	13.03	60.23	43.97	33.56	35.62
EPS(元/股)	0.81	1.01	1.39	1.86	2.52
PE	0.00	57.44	48.68	36.45	26.88
ROE(%)	28.15	9.15	11.64	13.45	15.43
PB	0.00	5.49	5.67	4.90	4.15

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	162.89	220.36	305.42	426.16	581.03	成长性					
减:营业成本	60.25	73.89	101.68	141.54	193.91	营业收入增长率	25.1%	35.3%	38.6%	39.5%	36.3%
营业税费	1.54	1.18	2.45	3.24	4.06	营业利润增长率	11.0%	58.1%	47.5%	33.6%	35.6%
销售费用	14.31	18.76	25.65	35.37	47.64	净利润增长率	13.0%	60.2%	44.0%	33.6%	35.6%
管理费用	9.76	10.95	15.27	20.88	27.89	EBITDA 增长率	12.3%	28.1%	77.8%	36.4%	36.5%
研发费用	18.96	34.88	47.64	65.63	87.15	EBIT 增长率	11.1%	27.3%	72.4%	36.1%	37.0%
财务费用	0.46	-15.16	-23.73	-16.76	-16.45	NOPLAT 增长率	13.2%	29.1%	68.2%	36.1%	37.0%
资产减值损失	-0.10	0.18	-1.00	-1.00	-1.00	投资资本增长率	43.1%	342.9%	13.2%	15.5%	18.2%
加:公允价值变动收益	0.00	1.42	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	38.4%	392.9%	13.2%	15.5%	18.2%
投资和汇兑收益	0.00	0.10	0.00	0.00	0.00	利润率					
营业利润	57.04	90.15	132.95	177.57	240.81	毛利率	63.0%	66.5%	66.7%	66.8%	66.6%
加:营业外净收支	-0.02	-0.04	0.00	0.00	0.00	营业利润率	35.0%	40.9%	43.5%	41.7%	41.4%
利润总额	57.02	90.11	132.95	177.57	240.81	净利润率	31.1%	36.9%	38.3%	36.7%	36.5%
减:所得税	6.30	8.85	15.95	21.31	28.90	EBITDA/营业收入	36.3%	34.3%	44.1%	43.1%	43.1%
净利润	50.72	81.26	116.99	156.26	211.91	EBIT/营业收入	35.3%	33.2%	41.3%	40.3%	40.5%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	70.57	683.85	564.60	584.16	652.21	固定资产周转天数	11	16	98	124	126
交易性金融资产	0.00	0.00	150.00	150.00	150.00	流动营业资本周转天数	254	234	378	338	304
应收账款	100.86	136.46	177.92	233.91	349.39	流动资产周转天数	548	1538	1195	989	858
应收票据	7.17	11.06	1.67	14.90	6.08	应收帐款周转天数	198	194	190	190	190
预付帐款	3.37	2.29	3.05	4.25	5.82	存货周转天数	322	355	320	315	315
存货	57.85	87.67	92.09	153.62	183.73	总资产周转天数	512	1040	1271	1057	924
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资资本周转天数	450	1472	1202	995	863
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	28.1%	9.1%	11.6%	13.5%	15.4%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	19.4%	8.0%	10.2%	11.5%	13.1%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	25.5%	7.4%	11.0%	13.0%	15.1%
固定资产	5.04	9.95	81.90	144.22	200.60	费用率					
在建工程	0.29	37.20	26.88	22.75	21.10	销售费用率	8.8%	8.5%	8.4%	8.3%	8.2%
无形资产	6.21	8.61	8.61	8.61	8.61	管理费用率	6.0%	5.0%	5.0%	4.9%	4.8%
其他非流动资产	2.13	20.17	20.17	20.17	20.17	财务费用率	0.3%	-6.9%	-7.8%	-3.9%	-2.8%
资产总额	261.26	1012.03	1144.62	1358.15	1623.72	三费/营业收入	15.1%	6.6%	5.6%	9.3%	10.2%
短期债务	20.03	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	31.68	58.03	56.25	101.60	121.62	资产负债率	31.0%	12.2%	12.2%	14.5%	15.4%
应付票据	0.00	0.00	2.83	0.05	3.07	负债权益比	45.0%	13.9%	13.9%	16.9%	18.2%
其他流动负债	6.40	6.44	6.44	6.44	6.44	流动比率	3.03	8.99	8.41	6.56	5.94
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	2.22	8.06	7.53	5.60	5.05
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	107.32	239.96	631.07	—	—
负债总额	81.07	123.85	139.45	196.72	250.37	分红指标					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	DPS(元)	0.06	0.10	0.00	0.00	0.00
股本	63.00	84.00	84.00	84.00	84.00	分红比率					
留存收益	110.58	186.63	303.63	459.89	671.80	股息收益率		0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	180.18	888.18	1005.17	1161.43	1373.34	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.81	1.01	1.39	1.86	2.52
净利润	50.72	81.26	116.99	156.26	211.91	BVPS(元)	2.86	10.57	11.97	13.83	16.35
加:折旧和摊销	1.59	2.47	8.38	11.80	15.28	PE(X)	0.0	57.4	48.7	36.4	26.9
资产减值准备	4.88	10.49	9.00	6.00	6.00	PB(X)	0.0	5.5	5.7	4.9	4.1
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.53	0.31	0.20	0.00	0.00	P/S	0.0	22.1	18.6	13.4	9.8
投资收益	0.00	-1.52	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	-0.8	55.3	38.1	27.8	20.1
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	-38.43	-38.39	-33.62	-84.50	-95.14	PEG	0.0	1.0	1.1	1.1	0.8
经营活动产生现金流量	18.48	50.03	100.95	89.57	138.05	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-6.41	-175.97	-220.00	-70.00	-70.00	REP					
融资活动产生现金流量	6.65	603.80	-0.20	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。