

坤恒顺维（688283）

2024年三季度报点评：业绩短期承压，卫星互联网、移动通信领域新需求将贡献业绩新增量

◆ 事件

公司10月30日公告,2024年前三季度实现营收(1.21亿元,-27.23%),归母净利润(0.17亿元,-68.91%),毛利率(64.56%,-2.19pcts),净利率(13.67%,-18.33pcts)。24Q3实现营收(0.41亿元,同比-49.23%,环比-27.61%),归母净利润(0.03亿元,同比-91.89%,环比-76.38%),毛利率(66.53%,同比-2.07pcts,环比+5.32pcts),净利率(6.39%,同比-33.61pcts,环比-13.20pcts)。

◆ 高端无线电测试仿真领域领先企业，产品技术水平比肩国际龙头

公司深耕高端无线电测试仿真仪表研发，当前以无线信道仿真仪和射频微波矢量信号发生器为主要产品，综合性能指标已接近或超过国外厂商高端竞品，打破了国际厂商长期垄断局面。公司产品主要应用于移动通信、无线组网、雷达、电子对抗、车联网、导航等领域，以移动通信运营商、设备制造商、军工集团下属无线电研究院所以及中科院等相关科研单位等为主要客户。

◆ 业绩增速有所下降，卫星互联网、移动通信领域等新需求将贡献业绩新增量

公司2024年前三季度营业收入(1.21亿元,-27.23%)有所下降，主要系部分下游行业投资节奏及需求波动等因素影响所致，归母净利润(0.17亿元,-68.91%)下降幅度高于收入降幅，主要系公司两个募投项目“无线电测试仿真设备生产基地”和“无线电测试仿真技术研发中心”于今年投入运行导致资产折旧摊销总额同比增加，以及持续加大研发投入带来成本增加等因素所致。

毛利率(64.56%,-2.19pcts)小幅下降，而净利率(13.67%,-18.33pcts)降幅较大，主要系研发费用(0.51亿元,+20.93%)增加较多所致。

投资评级

买入
维持评级

2024年11月01日

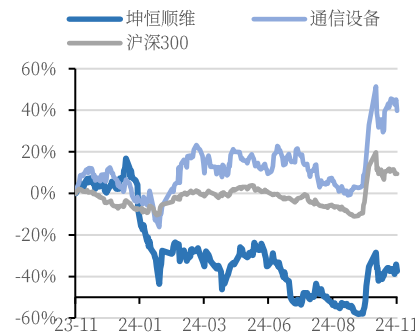
收盘价(元): 25.37

目标价(元): 30.00

公司基本数据

总股本(百万股)	121.80
总市值(百万)	3,090.07
流通股本(百万股)	85.49
流通市值(百万)	2,168.92
12月最高/最低价(元)	69.17/16.69
资产负债率(%)	13.33
每股净资产(元)	7.81
市盈率(TTM)	61.41
市净率(PB)	3.25
净资产收益率(%)	0.27

股价走势图



作者

梁晨 分析师
SAC执业证书: S0640519080001
联系电话: 010-59562536
邮箱: liangc@avicsec.com

张超 分析师
SAC执业证书: S0640519070001
联系电话: 010-59219568
邮箱: zhangchao@avicsec.com

王绮文 分析师
SAC执业证书: S0640524010001
邮箱: wangqw@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

随着卫星互联网低轨卫星星座建设，以及移动通信 5G-A、6G 等新兴领域的快速发展，相关测试仿真需求也随之增加。目前公司多种测试仿真仪器及解决方案已应用于卫星互联网产业链多个用户的仿真测试环节中，相关场景的应用进一步深入，客户群体不断拓展；同时，公司也在积极跟进 5G-A 商用化推进和 6G 技术预研需求，进行通感一体等技术方向相关测试仿真技术及仪器研发，打造业务新增量。

◆ 持续加大研发投入，合同负债处于历史较高水平

公司 2024 年前三季度期间费用率（56.68%，+22.25pcts）大幅增加，主要系公司持续加大研发投入，研发费用率（41.94%，+16.70pcts）增长所致。公司对现有产品持续进行功能迭代，以保证产品的核心竞争优势，同时通过新产品的投入为未来新增业务提供保证的同时不断丰富产品矩阵。

公司三费率（14.74%，+5.55pcts）也有所增长，其中管理费用率（11.04%，+4.39pcts）和销售费用率（13.52%，+3.12pcts）均有所增加，财务费用率（-9.82%，-1.96pcts）有所下降。

公司 2024 年前三季度合同负债 0.10 亿元，较 2023 年末增加 506.22%，处于历史较高水平；预付款项 0.10 亿元，较 2023 年末增加 919.10%；存货 1.12 亿元，较 2023 年末增加 29.71%。综上，我们认为，公司积极进行备产备货，较多的合同负债也进一步表明公司在手订单充足，订单的验收进度或拉动 Q4 业绩提升。

现金流情况来看，公司 2024 年前三季度经营活动产生的现金流量净额 0.20 亿元（2023 年前三季度为-0.06 亿元，同比+413.32%），大幅增加，主要系销售回款、收到政府补助增加所致。

◆ IPO 募投项目强化公司研发实力，加强国产化进程

公司 IPO 项目募集资金投资建设无线电测试仿真设备生产基地、无线电测试仿真技术研发中心、无线电测试仿真开放实验室项目，以提高国内高端无线电测量仪器国产化能力、缓解依赖进口局面，同时提高公司产品产能、增强研发实力、优化生产工艺流程及生产效率。

其中无线电测试仿真设备生产基地和无线电测试仿真技术研发中心项目已于今年年初完成建设，无线电测试仿真开放实验室项目达到预定可使用状态时间延期至 2025 年 8 月，主要系此项目建设所使用的设备绝大多数为公司自研设备，由于部分研发设备软硬件在持续研发和推进中，致项目进度有所延后。

◆ 践行“提质增效重回报”行动方案，股权激励促公司发展

相关研究报告

坤恒顺维（688283）2023 年中报点评：高端仿真仪表景气度稳中向上，公司产品结构进一步丰富 —2023-09-01

坤恒顺维（688283）2022 年中报点评：聚焦高端无线电测试仿真领域，大力支持研发 —2022-09-06

为践行“提质增效重回报”行动方案，基于对公司未来持续发展的信心和对公司价值的认可，公司于2024年2月公告实施股权激励计划，拟授予限制性股票56.90万股（约占本激励计划草案公布日公司股本总额8400万股的0.68%），其中，首次授予限制性股票数量为46.90万股，授予价格为33.80元/股，激励对象为公司高管、核心技术人员等54人，预留限制性股票10万股。

本次股权激励计划中首次授予的限制性股票考核期为2024年-2026年，以营业收入增长率或营业收入累计值增长率为公司层面的考核目标，达到业绩要求方可按比例归属相应数量的股票。其中，2024年营业收入增长率、营业收入累计值增长率触发值为24%（目标值为30%），经统计，2024年营业收入需达到3.14亿元（目标值为3.30亿元），因此，2024Q4营业收入需达到1.93亿元（目标值为2.08亿元），占年度目标比例为61%（占目标值的比例为63%）。参考2023年和2022年第四季度收入占全年收入的34%和44%来看，今年业绩达成具有一定压力，但同时也是调动员工积极性的动力。

◆ 高端无线电测试仿真技术日益成熟，加速推进仪器仪表国产化进程

受益于数字信息产业化发展，无线电技术应用领域愈加广泛，通过无线电测试测量技术和仪器仪表能够有效测量无线电设备的技术参数，测量结果对无线电技术的发展具有指导意义。随着5G技术在移动通信、车联网等场景的应用，以及卫星互联网、雷达、电子对抗等高端装备对新一代信息传输技术的使用，亟需高性能无线电仿真测试设备为相关设备的研发生产提供技术保障，乃至为军用设备装机前的可靠性、稳定性提供支撑。在高端测试仿真仪器仪表市场长期被国外厂商垄断的情况下，推动高端仪器逐步实现国产替代是势在必行的重要举措。

◆ 投资建议

- 1、公司以高端仪器仪表为产品定位，随着公司产品体系的逐渐完善、技术能力的逐步提升、产品性能的持续迭代以及应用领域的不断拓展，将助力公司盈利能力的提升；
- 2、受益于军用领域的国产化需求，为公司业绩提供较为稳定的支撑；
- 3、卫星互联网低轨卫星星座建设，以及移动通信领域5G-A商用化推进和6G技术预研的开展，此类新兴产业的快速发展将助推公司产品需求的增长；
- 4、公司产品可比肩国外同类型产品，有助于公司开拓海外市场。

基于以上观点，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 2.02 亿元、2.34 亿元、2.81 亿元，归母净利润分别为 0.44 亿元、0.51 亿元、0.61 亿元，EPS 分别为 0.36 元、0.42 元、0.50 元，维持“买入”评级，目标价 30 元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 83 倍、71 倍、60 倍。

◆ 风险提示

市场需求量有限导致业绩增长风险、经营业绩季节性波动较大风险、原材料价格上涨风险等。

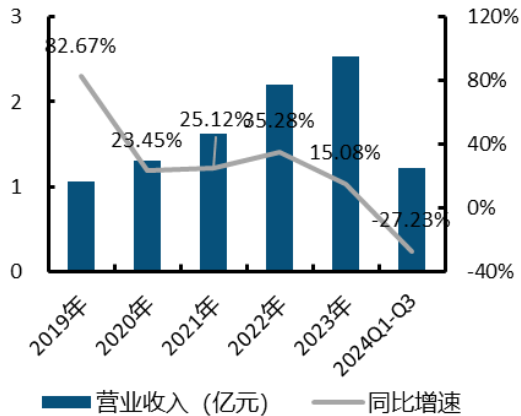
◆ 盈利预测

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	253.59	201.71	234.42	281.35
增长率	15.08%	-20.46%	16.22%	20.02%
归属母公司股东净利润	87.10	43.95	50.98	61.09
增长率	7.19%	-49.54%	16.00%	19.84%
每股收益(EPS) (元)	0.72	0.36	0.42	0.50

资料来源：iFind，中航证券研究所

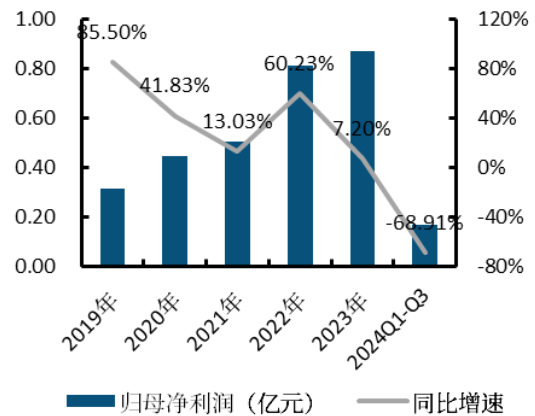
◆ 公司主要财务数据

图1 营业收入及增速 (单位: 亿元; %)



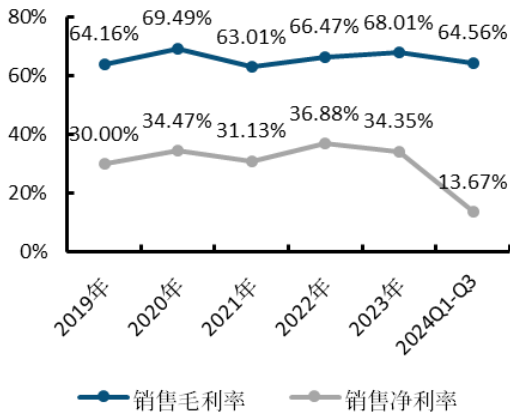
资料来源: wind, 中航证券研究所

图2 归母净利润及增速 (单位: 亿元; %)



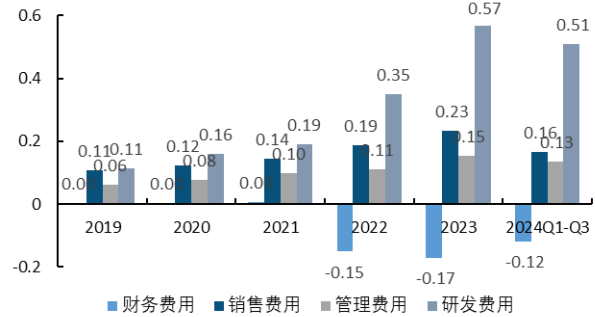
资料来源: wind, 中航证券研究所

图3 毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图4 期间费用情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	253.59	201.71	234.42	281.35	货币资金	533.02	634.04	636.53	635.85
营业成本	81.12	69.13	79.21	94.20	应收票据及账款	228.35	251.45	296.08	355.35
税金及附加	1.89	1.50	1.74	2.09	预付账款	1.00	6.08	4.50	3.85
销售费用	23.34	23.00	28.13	33.76	其他应收款	1.87	2.76	3.53	4.24
管理费用	15.39	20.17	24.61	30.10	存货	86.29	90.91	105.25	124.65
研发费用	56.76	64.55	70.33	78.78	其他流动资产	102.45	0.08	0.11	0.13
财务费用	-17.10	-14.59	-15.88	-15.90	长期股权投资	0.00	1.00	2.00	3.00
资产减值损失	-0.33	-0.04	-0.02	-0.02	固定资产	112.64	126.54	120.42	114.30
信用减值损失	-10.83	-8.07	-8.91	-10.13	在建工程	0.53	0.40	0.27	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	10.54	16.23	21.18	18.63
投资收益	0.20	1.40	1.45	1.50	长期待摊费用	0.01	0.01	0.01	0.01
公允价值变动损益	2.65	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	14.43	25.56	19.06	20.06
资产处置收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产总计	1091.13	1155.06	1208.93	1280.20
其他收益	9.68	16.00	16.00	16.00	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	93.57	47.25	54.81	65.68	应付票据及账款	61.12	62.50	67.27	78.71
营业外收入	0.06	0.02	0.03	0.04	其他流动负债	38.68	50.83	57.72	68.31
营业外支出	0.00	0.03	0.04	0.05	流动负债合计	99.79	113.33	124.99	147.02
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.01	0.01	-0.00
利润总额	93.62	47.24	54.80	65.67	其他非流动负债	24.48	40.15	42.10	43.10
所得税	6.52	3.29	3.82	4.57	非流动负债合计	24.48	40.16	42.11	43.10
净利润	87.10	43.95	50.98	61.09	负债合计	124.27	153.50	167.10	190.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	股本	84.00	121.80	121.80	121.80
归属母公司股东净利润	87.10	43.95	50.98	61.09	资本公积	617.54	617.54	617.54	617.54
现金流量表（百万元）	2023	2024E	2025E	2026E	留存收益	265.31	262.22	302.48	350.73
经营性现金净流量	21.32	16.70	-2.90	-3.02	归属母公司权益	966.86	1001.57	1041.83	1090.08
投资性现金净流量	-243.80	78.96	0.24	-0.72	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-8.69	5.36	5.16	3.05	股东权益合计	966.86	1001.57	1041.83	1090.08
现金流量净额	-231.18	101.02	2.49	-0.68	负债和股东权益合计	1091.13	1155.06	1208.93	1280.20

数据来源：iFind，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637