

2024年09月02日
坤恒顺维 (688283.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

仪器仪表 III

需求波动导致 24H1 承压，卫星等新兴下游业绩贡献呈增长趋势

事件概述

近日，坤恒顺维发布 2024 年半年报。2024 上半年公司实现营业收入 8079.85 万元，同比下降 7.03%；归母净利润盈利 1400.09 万元，同比下降 34.69%；扣非归母净利润盈利 887.27 万元，同比下降 51.77%。

需求波动导致 24H1 业绩承压，信号源等新品持续导入

收入端，受制于多个下游行业投资节奏及需求波动等因素，24H1 公司营收出现波动，为 8080 万元 (yoy-7%)。但从各产品线导入情况看，1) 公司拳头产品无线信道仿真仪在卫星通信的应用持续拓展；2) 信号源的客户群体进一步拓展，客户认可度持续提升，批量化订单及市场机会持续增长；3) 频谱分析仪稳步渗透，在部分行业典型客户中取得重要突破。利润端，受益于产品聚焦高端的特性，公司 24H1 毛利率维持在较高水平 (63.58%)，但较 2023 年同期有所下滑 (-1.48pcts)，我们认为主要系信号源等新产品占收入比重提升所致。另一方面，由于公司仍处于产品矩阵和销售渠道的完善阶段，各项费用率有所上升，其中研发投入延续增长趋势，2024H1 公司研发费用为 2995.3 万元，同比增长 7.79%，研发费用率为 37.07%，较 2023 年同期提升 5.09pcts。

5G-A 商用化推进，卫星领域业绩贡献呈增长趋势

随着国内 5G-A 商用化推进和 6G 技术预研开展，我们预计 5G-A 中的两大新应用，低轨卫星和通感一体的升级需求将逐步显现。1) 低轨卫星方面：根据半年报，随着低轨卫星星座建设的加速发展，相关的测试仿真需求也呈现出快速增长的态势。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，卫星领域的业绩贡献呈现出持续增长趋势。2) 通感一体方面：公司将推出新一代无线信道仿真仪，围绕天地一体、通感一体等技术方向，开展相关测试仿真技术研究，提供实验室仿真验证环境。

股权激励发布，彰显增长信心

2 月 26 日，公司完成了 2024 年股权激励的授予。从解除限售条件来看，本次股权激励将于 2024/2025/2026 年分三个阶段解除限售，目标值的解除限售条件为，以 2023 年收入为基数，公司 2024-2026 年收入增速分别不低于 30%/69%/119.7%，即复合增速达 30%，触发值对应的复合增速则约为 22%。我们认为，本次股权激励在保障公司核心人

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	25.8 元
股价 (2024-08-30)	19.19 元

总市值(百万元)	2,337.34
流通市值(百万元)	1,640.58
总股本(百万股)	121.80
流通股本(百万股)	85.49
12 个月价格区间	18.13/70.47 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.1	-48.0	-58.2
绝对收益	-6.5	-55.6	-70.5

赵阳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

袁子翔 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523050001

yuanzx@essence.com.cn

相关报告

24Q1 营收增速回暖，低轨卫星和通感一体需求有望显现	2024-04-23
股权激励发布，彰显高速增长信心	2024-02-05
频谱仪已形成订单，卫星互联网“卖铲人”率先受益	2023-10-30
半年报业绩高增，测试系统斩获星网订单	2023-08-21
业绩持续高增，产品矩阵日	2023-04-18

才团队稳定的同时，也彰显出公司对于未来三年保持增长的信心。

渐丰富，未来可期

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。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。考虑到股权激励带来的额外费用，我们预计公司2024-2026年的收入分别为3.13/4.11/5.44亿元，归母净利润分别为1.05/1.33/1.76亿元。维持买入-A的投资评级，6个月目标价为25.8元，相当于2024年30倍的动态市盈率。

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	220.4	253.6	312.6	410.9	544.0
净利润	81.3	87.1	105.0	132.7	175.8
每股收益(元)	0.97	1.04	0.86	1.09	1.44
每股净资产(元)	10.57	11.51	8.80	9.89	11.33

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	59.97	66.19	22.26	17.62	13.29
市净率(倍)	5.49	5.96	2.18	1.94	1.69
净利润率	36.9%	34.3%	33.6%	32.3%	32.3%
净资产收益率	15.2%	9.4%	10.3%	11.7%	13.6%
股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	12.2%	7.8%	10.8%	11.2%	13.0%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	220.4	253.6	312.6	410.9	544.0	成长性					
减:营业成本	73.9	81.1	101.6	136.1	183.6	营业收入增长率	35.3%	15.1%	23.3%	31.4%	32.4%
营业税费	1.2	1.9	2.3	3.1	4.1	营业利润增长率	58.1%	3.8%	21.5%	24.6%	32.0%
销售费用	18.8	23.3	27.2	34.9	45.2	净利润增长率	60.2%	7.2%	20.6%	26.4%	32.5%
管理费用	45.8	72.1	85.8	104.6	127.6	EBITDA增长率	31.0%	7.7%	35.1%	23.4%	30.9%
财务费用	-15.2	-17.1	-18.0	-14.0	-9.0	EBIT增长率	30.4%	2.1%	33.8%	24.9%	32.9%
资产减值损失	-10.5	11.2	9.7	15.3	17.1	NOPLAT增长率	29.7%	3.5%	43.0%	25.8%	32.4%
加:公允价值变动收益	1.4	2.6	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	342.8%	-2.7%	10.4%	30.2%	1.6%
投资和汇兑收益	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	392.9%	8.9%	10.9%	12.4%	14.6%
营业利润	90.1	93.6	113.7	141.6	187.0	利润率					
加:营业外净收支	0.0	0.1	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	66.5%	68.0%	67.5%	66.9%	66.3%
利润总额	90.1	93.6	111.7	139.6	185.0	营业利润率	40.9%	36.9%	36.4%	34.5%	34.4%
减:所得税	8.8	6.5	6.7	6.9	9.2	净利润率	36.9%	34.3%	33.6%	32.3%	32.3%
净利润	81.3	87.1	105.0	132.7	175.8	EBITDA/营业收入	34.9%	32.7%	35.8%	33.6%	33.2%
						EBIT/营业收入	34.0%	30.2%	32.7%	31.1%	31.2%
资产负债表						运营效率					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	12	88	135	105	79
货币资金	683.8	533.0	705.1	970.3	1,139.9	流动营业资本周转天数	405	457	359	455	383
交易性金融资产	0.0	102.4	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	1538	1372	1183	1317	1148
应收账款	153.1	228.3	190.4	355.5	361.4	应收账款周转天数	219	274	244	242	240
应收票据	1.7	1.9	2.3	1.7	1.2	存货周转天数	359	391	359	359	359
预付账款	2.3	1.0	1.2	0.9	0.7	总资产周转天数	1055	1514	1363	1192	1042
存货	87.7	86.3	113.6	154.0	207.1	投资资本周转天数	1472	1244	1114	1104	847
其他流动资产	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	投资回报率					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	15.2%	9.4%	10.3%	11.7%	13.6%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	8.0%	8.0%	8.4%	9.2%	10.6%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	12.2%	7.8%	10.8%	11.2%	13.0%
投资性房地产						费用率					
固定资产	10.0	112.4	118.4	117.9	117.3	销售费用率	8.5%	9.2%	8.7%	8.5%	8.3%
在建工程	37.2	0.5	0.0	0.0	0.0	管理费用率	20.8%	28.5%	27.5%	25.5%	23.5%
无形资产	8.6	10.5	9.1	6.9	4.5	财务费用率	-6.9%	-6.7%	-5.8%	-3.4%	-1.7%
其他非流动资产	27.7	14.6	103.6	-167.4	-167.4	三费/营业收入	22.4%	30.9%	30.4%	30.5%	30.1%
资产总额	1,012.0	1,091.1	1,243.9	1,439.9	1,664.9	偿债能力					
短期债务	0.3	0.1	0.0	38.1	0.0	资产负债率	12.2%	11.4%	13.8%	16.3%	17.1%
应付账款	61.6	62.8	101.4	111.0	176.6	负债权益比	13.9%	12.9%	16.1%	19.5%	20.6%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	8.99	9.55	6.86	7.03	6.58
其他流动负债	41.4	36.9	46.2	61.8	83.4	速动比率	8.14	8.69	6.09	6.30	5.78
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	245.54	9407.28	-33301.17	-	-
其他非流动负债	20.6	24.5	24.5	24.5	24.5	分红指标					
负债总额	123.8	124.3	172.1	235.4	284.5	DPS(元)	0.06	0.10	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	10.3%	10.3%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	84.0	84.0	121.8	121.8	121.8	股息收益率	0.3%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	804.2	882.9	950.1	1,082.7	1,258.6						
股东权益	888.2	966.9	1,071.9	1,204.5	1,380.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	EPS(元)	0.97	1.04	0.86	1.09	1.44
净利润	81.3	87.1	105.0	132.7	175.8	BVPS(元)	10.57	11.51	8.80	9.89	11.33
加:折旧和摊销	1.9	6.3	9.5	10.3	10.8	PE(X)	59.97	66.19	22.26	17.62	13.29
资产减值准备	-10.5	11.2	9.7	15.3	17.1	PB(X)	5.49	5.96	2.18	1.94	1.69
公允价值变动损失	-1.4	-2.6	0.0	0.0	0.0	P/FCF	-131.42	-27.14	14.55	-593.99	13.62
财务费用	-15.2	-17.1	-18.0	-14.0	-9.0	P/S	22.11	22.73	7.48	5.69	4.30
投资损失	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	EV/EBITDA	63.36	69.59	19.83	17.20	12.28
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-25.5%	-24.7%	-27.5%	-17.8%	-26.4%
营运资金的变动	-6.0	-62.9	-40.9	76.3	12.0	PEG	1.00	9.21	1.08	0.67	0.41
经营活动产生现金流量	50.0	21.6	65.3	220.4	206.5	ROIC/WACC	1.83	1.18	1.62	1.69	1.96
投资活动产生现金流量	-176.0	-243.8	88.9	-7.4	-7.7	REP	3.00	5.67	1.43	1.13	0.90
融资活动产生现金流量	603.8	-8.7	17.9	52.1	-29.1						

资料来源: Wind资讯, 国投证券研究中心预测

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

国投证券股份有限公司 (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

本报告仅供国投证券股份有限公司（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“国投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。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

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