

# 四川九洲 (000801)

证券研究报告

2021年06月19日

## 机载航电与电子对抗核心供应商，空管+微波射频强军赋能

### ● 机载航电与电子对抗核心供应商，空管+微波射频强军赋能

公司为我国智能终端龙头企业，同时为九州集团旗下唯二上市平台之一，业务涵盖微波射频、空管、智能终端三大板块。其中，微波射频业务主要应用于航空、航天、电子等行业的通讯、雷达、电子对抗等领域；空管产品端，公司现已成为国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，并正式进入国产大飞机机载航电系统的核心领域；智能终端业务端，公司业务涵盖数字音视频终端、数据通信终端等领域，有线机顶盒产品市场占有率一直列居行业前三。

**2020 经营业绩大幅改善，21Q1 业绩持续向好。**公司 2020 年度实现营收 33.00 亿元 (+4.71%)；实现归母净利润 0.77 亿元 (+96.22%)，智能终端业务国内市场增量明显、出货规模增长，空管业务军工市场交付进度加快、合同订单同比增长、毛利率提升。公司 2021Q1 实现营业收入 7.76 亿元 (+15.44%)；实现归母净利润 0.27 亿元 (+207.80%)，经营业绩持续向好。

### ● 跨越式武器装备需求启动，驱动微波射频业务进入高景气周期

**“十四五”方向：军工电子元器件是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。**根据政治局第 22 次会议内容，我们认为我国将进入“跨越式武器装备发展”+“战略、颠覆性技术突破”阶段，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-军工电子将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，**军工电子望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。**

公司拥有十六年微波射频器件研发和生产优势，目前 TR 组件进入航天测控领域，实现某研究所批量产品突破，与多项重点项目配套。配套某集团射频分系统顺利交付完成，且该项目得到用户的一致认可，验证了公司具备独立承接分系统项目的能力。我们认为，公司微波射频业务作为导弹等各类跨越式武器装备底层支撑，预计将伴随“十四五”周期实现快速放量。

### ● 国内最大军民用空管机载/地面系统生产基地，国产化要求助推公司业绩释放

公司是国内唯一的“国家空管监视与通信系统工程技术研究中心”实施载体，是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，是 C919 大型客机的国内一级供应商，在军航、民航、军贸、通航、体航、警航等业务领域拥有多款空管类产品，覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程，涵盖空管系统通信、导航、监视、信息化等四个领域。

**盈利预测：**综上所述我们认为，公司微波射频业务有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展，业绩有望快速释放；空管业务或将受益于我国军用飞机快速上量，公司提供的机载空管设备及军用机场空管系统需求也将同步进入高景气强需求阶段。民用领域，我国民用机场与低空管制能力处于稳步建设阶段，机场数量及空管设施的快速增加，叠加旧设备的更新换代及新增设备的国产化需求，实现排产提升。在此假设下，预计 2021-23 年实现营业收入 35.94/39.65/44.24 亿元，对应归母净利润 1.10/1.60/2.26 亿元，对应 EPS 为 0.11/0.16/0.22 元，对应 PE 为 58.35/40.17/28.45x，根据可比公司平均预测 PE，给予公司 2021 年 96.56xPE，对应目标价 10.62 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**政策风险；市场竞争风险；盈利能力风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,988.96	3,299.94	3,594.03	3,964.77	4,424.07
增长率(%)	(21.24)	10.40	8.91	10.32	11.58
EBITDA(百万元)	408.19	496.53	136.61	187.87	257.26
净利润(百万元)	27.16	76.79	110.25	160.15	226.15
增长率(%)	(69.40)	182.70	43.57	45.26	41.21
EPS(元/股)	0.03	0.08	0.11	0.16	0.22
市盈率(P/E)	236.84	83.78	58.35	40.17	28.45
市净率(P/B)	2.66	2.49	2.40	2.28	2.13
市销率(P/S)	2.15	1.95	1.79	1.62	1.45
EV/EBITDA	12.51	10.07	35.98	24.84	17.68

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	家用电器/视听器材
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	6.28 元
目标价格	10.62 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,022.81
流通 A 股股本(百万股)	1,022.81
A 股总市值(百万元)	6,423.23
流通 A 股市值(百万元)	6,423.23
每股净资产(元)	2.56
资产负债率(%)	45.03
一年内最高/最低(元)	7.55/5.05

### 作者

潘暉 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517070005  
panjian@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

张明磊 联系人  
zhangminglei@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 空管+微波射频强军赋能，智能终端龙头蓄势待发.....	3
2. 跨越式武器装备需求启动，驱动微波射频业务进入高景气周期.....	5
3. 国内最大军民用空管系统基地，国产化需求打开公司市场空间.....	6
4. 有线机顶盒行业前三，超高清、智能化时代有望迎来新发展.....	8
5. 盈利预测与评级 .....	9
6. 风险提示.....	10
6.1. 政策风险 .....	10
6.2. 市场竞争风险 .....	10
6.3. 盈利能力风险 .....	10

## 图表目录

图 1：公司产品：4K 超高清智能机顶盒 .....	3
图 2：公司产品：4K 超高清卫星综合解码器 .....	3
图 3：公司股权结构图 .....	3
图 4：2020 年公司主营业务营业收入情况.....	4
图 5：2020 年公司主营业务毛利润情况 .....	4
图 6：公司 2017A-2021Q1 营业收入及增速 .....	4
图 7：公司 2017A-2021Q1 归母净利润及增速 .....	4
图 8：公司 2017A-2021Q1 存货入及增速.....	5
图 9：2017A-2021Q1 公司三项费用占营收比重情况.....	5
图 10：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图 .....	5
图 11：美国四次大规模军事行动精确制导弹药占比 .....	6
图 12：空管系统的构成.....	6
图 13：美国 NextGen 运行概念.....	7
图 14：欧洲 SESAR 运行概念.....	7
图 15：2015-2019 年中国民航机场旅客吞吐量及增速.....	7
图 16：2015-2019 年中国民航机场飞机起降架次及增速 .....	7
图 17：2015-2019 年全国民用航班飞行机场数.....	8
图 18：2015-2019 年全国民用飞机架数.....	8
图 19：机顶盒在智能家居系统中的应用示意图.....	8
图 20：2010-2018 年中国 IPTV 用户规模及增速.....	8
图 21：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》产业发展重点任务.....	9
表 1：公司主要子公司情况 .....	4
表 2：2021-2023 年公司盈利预测 .....	9
表 3：2020A-2023E 公司业务拆分（单位：亿元） .....	10
表 4：可比公司 2021 预测 PE.....	10

## 1. 空管+微波射频强军赋能，智能终端龙头蓄势待发

公司全称四川九洲电气股份有限公司，成立于 1991 年，并于 1998 年在深交所上市，为九州集团旗下唯二上市平台之一。公司作为我国智能终端龙头企业，目前业务主要分为微波射频、空管、智能终端三大板块。

- 微波射频：2020 年公司实现对九州迪飞微波射频业务收购，主营业务覆盖频率源、无线电接收机、射频微波放大器等产品，主要应用于航空、航天、电子、兵器、船舶等行业的通讯、雷达、电子对抗、测控等领域；
- 空管产品：公司是国内最早从事空管系统研制生产的单位，现已成为国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，并正式进入国产大飞机机载航电系统的核心领域；
- 智能终端：公司作为我国智能终端龙头企业，业务涵盖数字音视频终端、数据通信终端等领域，有线机顶盒等产品市场占有率一直列居行业前三。

图 1：公司产品：4K 超高清智能机顶盒



资料来源：公司官网，天风证券研究所

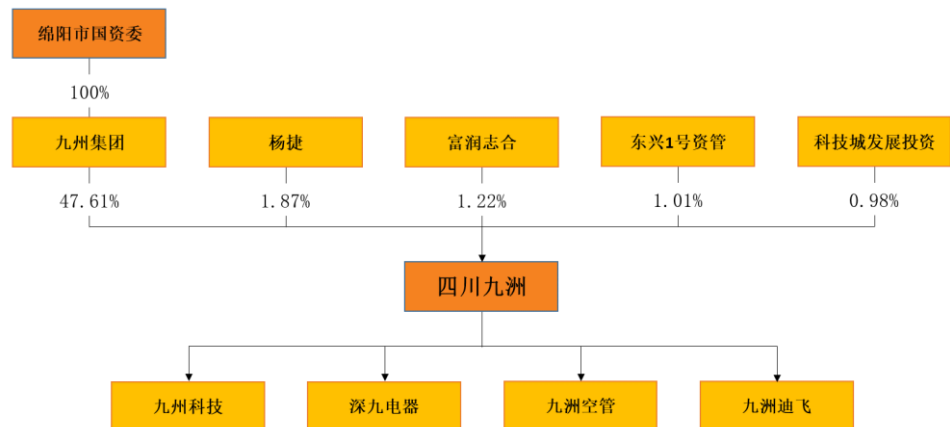
图 2：公司产品：4K 超高清卫星综合解码器



资料来源：公司官网，天风证券研究所

作为中央管理的国有大型企业，公司高集中度的股权结构有利于提高其管理决策效率。据公司公告披露，公司实际控制人为绵阳市国有资产监督管理委员会，截至 2021 年一季度通过四川九州电器集团有限责任公司持有公司 47.61% 的股权。我们认为，国有资产集中持股有利于提高公司管理决策效率，将进一步推动公司快速发展。

图 3：公司股权结构图



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2020 年，公司向控股股东出售持有的九州信息、九州光电子股权、收购持有的九州迪飞股权，致使公司合并范围发生变化，九州信息对应的信息系统业务、九州光电子对应的光通信业务完成剥离，实现了九州迪飞对应的微波射频业务的收购。

目前，公司下设四个主要子公司，其中九州迪飞主营微波射频相关业务，九州空管主要经营空管业务，九州科技和深九电器主要经营智能终端业务，为公司主要收入及净利润来源。

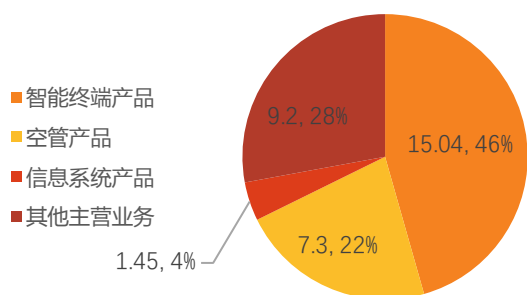
表 1: 公司主要子公司情况

公司名称	主要业务	2020 年营业收入 (亿元)	2020 年净利润(亿元)
四川九洲电子科技股份有限公司	广播电视接收设备及器材、通讯传输设备研发及制造、广播电视工程服务	14.80	(0.17)
深圳市九州电器有限公司	广播电视接收设备及器材、通讯传输设备研发及制造、广播电视工程服务	9.24	0.16
四川九州空管科技有限责任公司	雷达、空管系统、通信设备、导航系统、监视系统及相关设备器材的设计、制造、安装、销售	7.36	0.65
成都九州迪飞科技有限责任公司	微波射频、电子元器件、微波功能组件、小型微波接收机、发射机、无线电监测和无人机管控系统的研制、开发、生产和销售	2.36	0.30

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

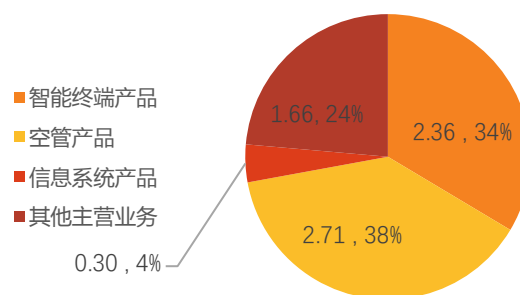
公司业务结构已形成智能终端为主体, 空管+微波射频为两翼的业务格局。据公司 2020 年报披露, 期内公司智能业务实现营收 15.04 亿元, 占总营收比重 45.58%, 空管/微波射频业务实现营收 7.30 亿元/1.97 亿元, 占总营收比重 22.11%/5.98%, 为公司主要收入利润来源。其中空管/微波射频业务占毛利润比重 38.58%/13.02%, 具备较高盈利能力。

图 4: 2020 年公司主营业务营业收入情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

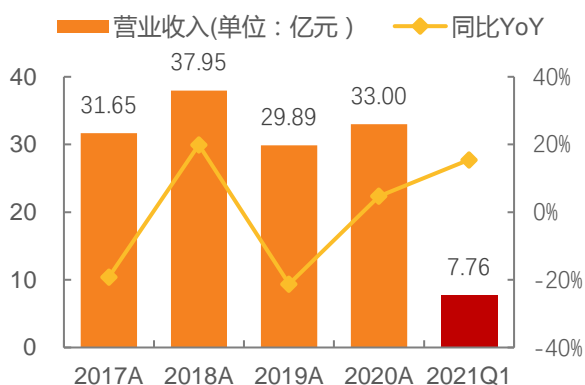
图 5: 2020 年公司主营业务毛利润情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

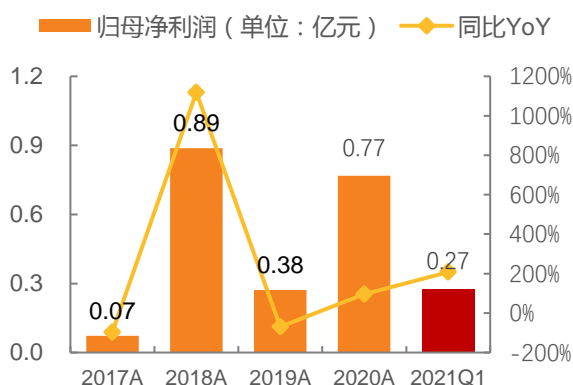
2020 经营业绩大幅改善, 21Q1 业绩持续向好。据公司公告披露, 公司 2020 年度实现营业收入 33.00 亿元, 同比增长 4.71%; 实现归母净利润 0.77 亿元, 同比增长 96.22%。业绩增长主要因 2020 年智能终端业务国内市场增量明显、出货规模增长, 及空管业务军工市场交付进度加快、合同订单同比增长、毛利率提升所致。公司 2021Q1 实现营业收入 7.76 亿元, 同比增长 15.44%; 实现归母净利润 0.27 亿元, 同比增长 207.80%。

图 6: 公司 2017A-2021Q1 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 7: 公司 2017A-2021Q1 归母净利润及增速

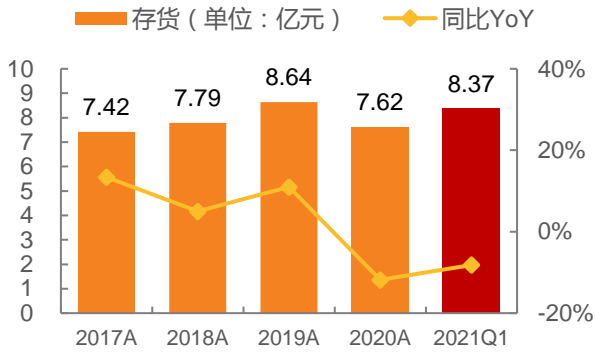


资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司 2021Q1 存货为 8.37 亿元，同比下降 8.18%，主要系并表范围变化导致存货总额下降。存货环比增长 9.76%，我们认为，是公司智能终端产品业务增长，战略储备原材料增加导致。

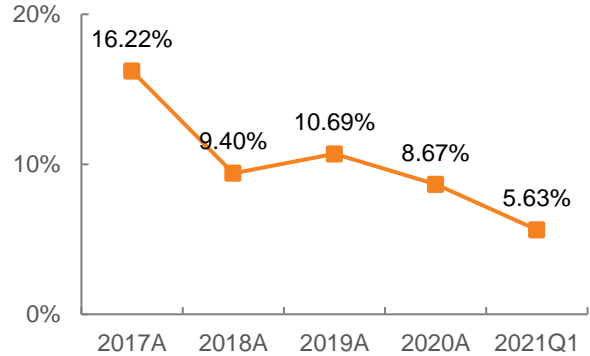
成本费用端，三费占比波动下降，公司提质增效成果显著。公司 2021Q1 三项费用占营收比重为 5.63%，为 2015 年以来的最低值。我们认为，三费占比降低反映公司经营状况不断改善，有助于公司未来业绩释放。

图 8：公司 2017A-2021Q1 存货入及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：2017A-2021Q1 公司三项费用占营收比重情况

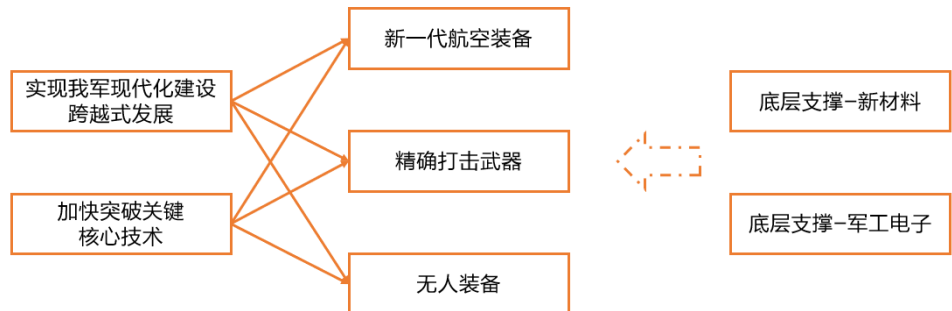


资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 跨越式武器装备需求启动，驱动微波射频业务进入高景气周期

“十四五”方向：军工电子元器件是我军装备跨越式发展的基础支撑，跨越式武器装备发展进入颠覆性技术突破期，关键核心技术突破将加快。第 22 次政治局会议指出我军建设“十四五”规划重点内容：努力实现我军现代化建设跨越式发展，加快突破关键核心技术，加快发展战略性、前沿性、颠覆性技术。我们认为，新一代航空装备、精确打击武器、无人装备及其中层支撑-信息化、底层支撑-军工电子元器件和新材料将为主要受益领域，或将在“十四五”迎来高景气阶段，军工电子元器件有望在“十四五”各类装备中起底层基础支撑作用。

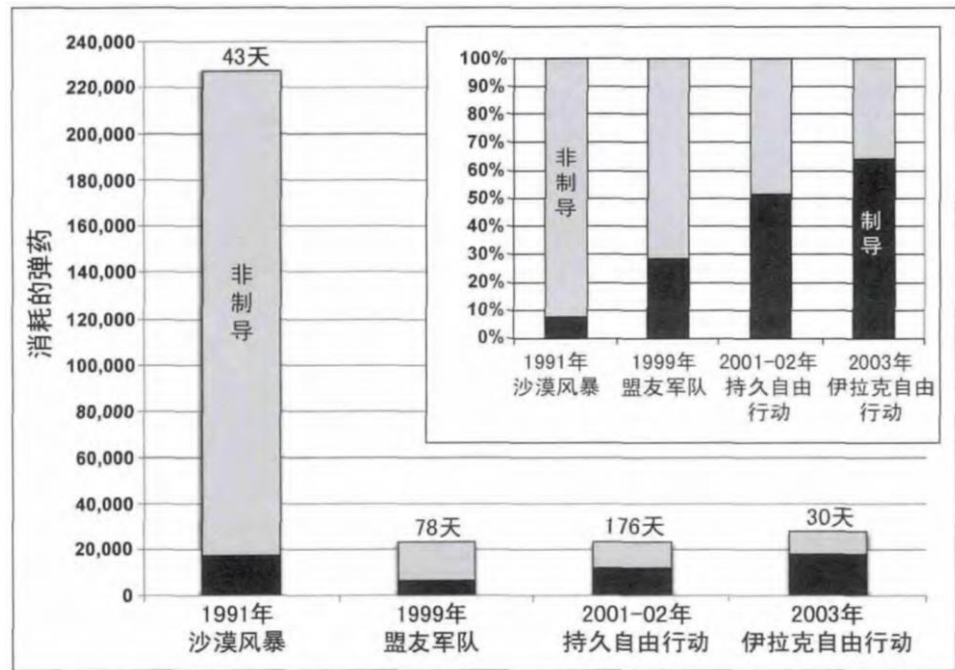
图 10：“十四五”国防军工产业核心逻辑示意图



资料来源：人民网，天风证券研究所

《国防科技期刊（2014 No.3）》发表的《美国精确打击历史回顾》（国防大学，姬少丽）中提出，目前军队使用制导弹药、向精确作战方向转变的趋势明显。1991 年的沙漠风暴行动中美国空军使用的非制导弹药超过 210,000 枚，制导弹药不足 8%；而 2003 年的伊拉克自由行动中美国空军使用的非制导武器不足 10,000 个，制导弹药超过 60%。

图 11：美国四次大规模军事行动精确制导弹药占比



资料来源：《美国精确打击历史回顾，姬少丽》，天风证券研究所

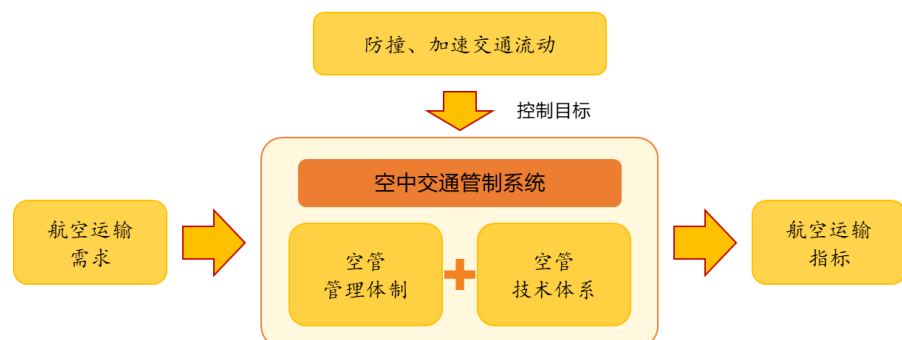
实战化训练拉动导弹等“消费品”进入快速消耗期。自 2016 年中央军委颁发《加强实战化军事训练暂行规定》以来，部队训练质量得到有效提升。据解放军报相关报道披露，东部战区陆军某旅 2018 年全旅枪弹、炮弹、导弹消耗分别达到 2017 年的 2.4 倍、3.9 倍、2.7 倍。我们认为，随着我国实战化训练的深入实施，导弹等消耗类武器装备及配件进入消耗加速补库存阶段。

公司拥有十六年微波射频器件研发和生产优势，产品主要应用于航空、航天、电子、兵器、船舶等行业的通讯、雷达、电子对抗、测控等领域。目前 TR 组件进入航天测控领域，实现某研究所批量产品突破，与多项重点项目配套。配套某集团射频分系统顺利交付完成，且该项目得到用户的一致认可，验证了公司具备独立承接分系统项目的能力。我们认为，公司微波射频业务作为导弹等各类跨越式武器装备底层支撑，预计将伴随“十四五”周期实现快速放量。

### 3. 国内最大军民航空管系统基地，国产化需求打开公司市场空间

空管系统主要包括与空中交通管理相关的通信、导航、监视和空管自动化设备，主要作用为对飞机的空中活动进行控制与管理，防止飞机与飞机之间、飞机与地面障碍物之间相撞，对于保障飞机运行起到关键作用。空管设备是空管生产安全运行的基石，也是民航事业安全运行的基石。

图 12：空管系统的构成



资料来源：《中国民航空中交通管理发展演化的研究》(肖瞳瞳，中国民航大学)，天风证券研究所

空管领域已从单个设备监控演变为全领域各种要素监控，从掌握设备运行状态转变为优化空管业务流程，并且逐步增加大数据分析和决策支持功能。一套完善和成熟的空管设备集中监控系统有助于保障安全生产运行水平，提高安全生产效率，美国下一代航空运输系统（NextGen）规划和欧洲单一天空研究（SESAR）计划是未来空管系统发展规划的 2 个典型。

图 13：美国 NextGen 运行概念



资料来源：《欧美下一代空管系统规划对比分析及启示》（高海超，指挥信息系统与技术），天风证券研究所

图 14：欧洲 SESAR 运行概念

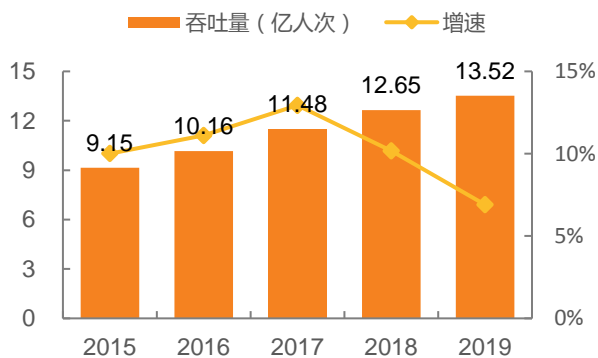


资料来源：《欧美下一代空管系统规划对比分析及启示》（高海超，指挥信息系统与技术），天风证券研究所

随着我国空管事业的发展，空管设备越来越多，集成度越来越高。现如今我国已经初步建立了全国范围的空管设备集中监控系统，但依然存在许多问题，如技术标准和管理规范不统一，集中监控系统功能单一，无法为决策提供支持，系统未随设备增加而及时更新等。

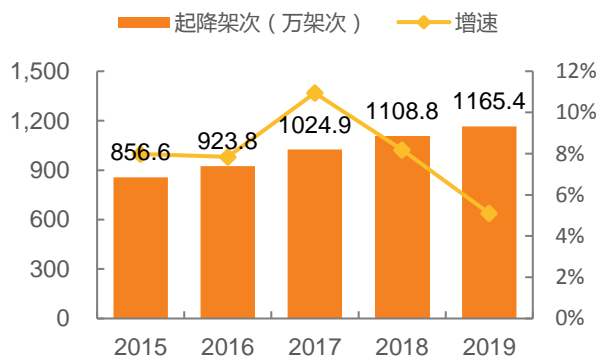
我国民航机场旅客吞吐量与起降架次在不断提升，对更成熟完善的空管系统的需要日益迫切。据中国产业信息网统计，2019 年我国民航机场旅客吞吐量为 13.52 亿人次，飞机起降架次为 1165.4 万架次，分别相比 2018 年增加 6.9%/5.2%。我们认为，我国作为世界航空大国，进行对标 NextGen 和 SESAR 的下一代空管系统研究、加快空管基础设施和服务能力建设的紧迫性在逐渐提升，产业市场前景广阔。

图 15：2015-2019 年中国民航机场旅客吞吐量及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

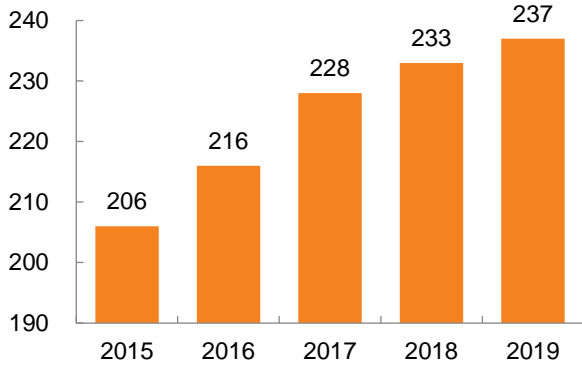
图 16：2015-2019 年中国民航机场飞机起降架次及增速



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

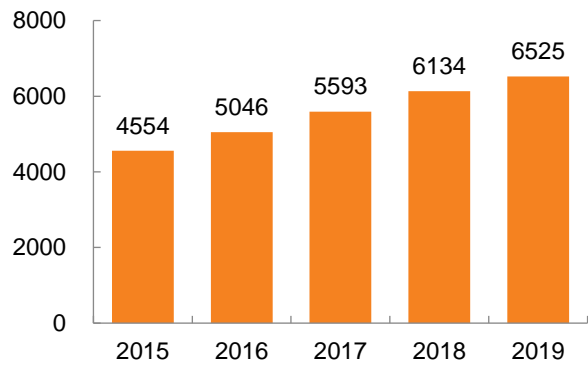
空管系统（包含设备及软件）一般占到民航基本建设和技术改造投资额的 5% 左右，随着空管系统作用和技术不断提高，2020 年这一占比预计提升至 8%。根据 2008 年《全国民用机场布局规划》数据测算，新建一个民用运输机场需投资 45 亿元。据中国产业信息网统计，我国 2019 年民用航班飞行机场数量为 237 个，相比 2015 年新增 31 个，平均每年新增 6.2 个，对应的空管系统市场空间每年或将超过 14 亿元。

图 17：2015-2019 年全国民用航班飞行机场数



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 18：2015-2019 年全国民用飞机架数



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

“十一五”之前，我国空管设备主要依赖于进口，设备主要来自于法国泰雷兹、美国雷神、意大利莱昂纳多等知名企业。技术端，公司是国内唯一的“国家空管监视与通信系统工程技术研究中心”实施载体，是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，在二次雷达、空中防相撞、空管应答、广播式自动相关监视、通航飞行服务、低空空域管理系统、地空数据链通信等方面具有专项技术的领先优势。

市场端，公司是 C919 大型客机的国内一级供应商，承担了 C919 客舱广播内话子系统及飞行指挥车等项目的研制任务。公司在军航、民航、军贸、通航、体航、警航等业务领域拥有多款空管类产品，覆盖飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程，涵盖空管系统通信、导航、监视、信息化等四个领域。

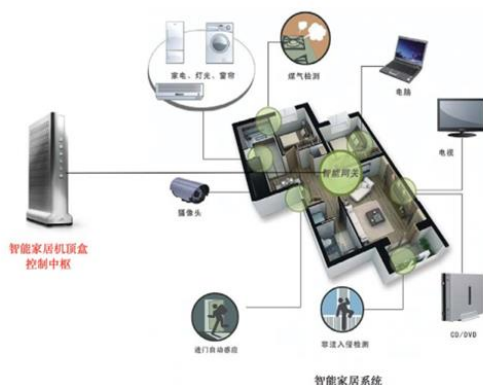
我们认为，受益于我国机场数量及空管设施的快速增加，叠加旧设备的更新换代及新增设备的国产化需求，公司空管业务有望实现产品快速放量。

#### 4. 有线机顶盒行业前三，超高清、智能化时代有望迎来新发展

在人工智能、工业互联网、物联网等技术发展背景下，数字电视机顶盒的产品形态也逐步向智能终端演变，具备无线 Wi-Fi、智能接入、智能网关、4K/8K、HDR、PVR、AI、音响、监控等诸多功能，向网络化、智能化、生态化演进。

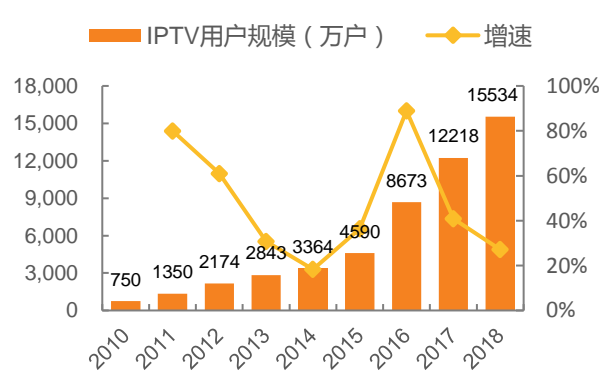
智能机顶盒，是指具备智能操作系统，可以通过网络下载并执行应用程序、具有丰富的多媒体处理能力及人机交互能力的智能终端设备。智能家居机顶盒是在智能家居系统中起到中枢控制功能的设备，是智能家居系统中最为重要的设备。2010 年以来我国智能机顶盒用户数量快速上涨，以技术比较成熟的交互式网络电视（IPTV）为例，2018 年末我国 IPTV 用户数量达到 1.55 亿户，相比 2017 年末增长 27.1%。

图 19：机顶盒在智能家居系统中的应用示意图



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 20：2010-2018 年中国 IPTV 用户规模及增速

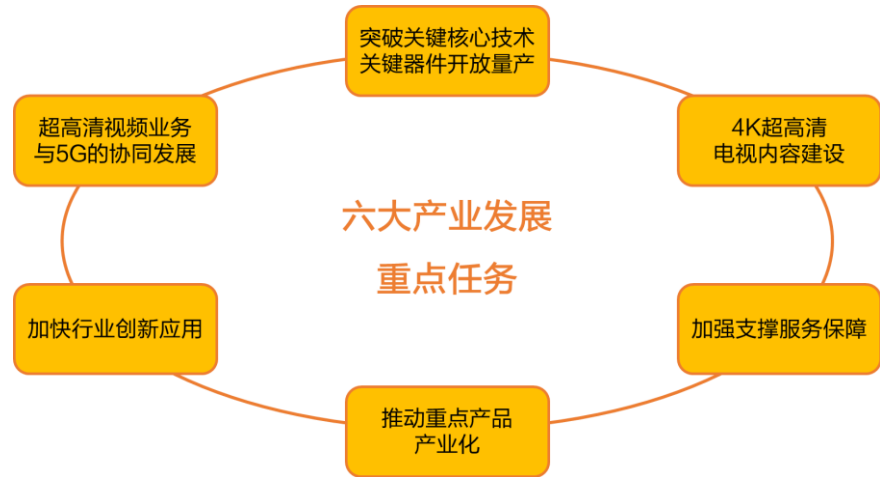


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所



2019 年《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》发布，提出了我国超高清视频产业发展的具体目标，其中包括**智能终端产品普及、标准体系建设、4K 频道和内容供给、超高清视频用户规模、行业应用推广**等。随着超高清生态逐步成熟、广电“全国一网”整合步伐加快、有线电视网络与 5G 等新技术/新业态的融合式发展，**将带动智能媒体终端、宽带接入设备及相关行业应用的发展。**

图 21：《超高清视频产业发展行动计划（2019-2022 年）》产业发展重点任务



资料来源：央视网，天风证券研究所

公司掌握了音视频信号编解码、调制、传输等方面的多项核心技术，具备涵盖前端、传输、终端到行业应用全系列产品及系统解决方案，开展了包括超高清音视频解码、超宽带数据通信、广电 TVOS 操作系统、云平台等相关技术研发，在全国省级广电入围覆盖达到 90% 以上，截止 2019 年，有线机顶盒市场占有率居行业前三。

同时，公司积极布局智慧病房信息化、5G 产品及应用、10G PON、WiFi6、AI 行业应用及“智慧+”等项目，其中公司智慧病房信息化项目在绵阳、南充、攀枝花、遂宁、资阳等地医院落地。

我们认为，公司作为有线机顶盒行业的龙头，积极布局下智能终端业务将伴随机顶盒高清化、智能化变革实现快速增长，看好公司未来业绩表现。

## 5. 盈利预测与评级

综上所述我们认为，公司微波射频业务有望充分受益于“十四五”国防装备跨越式发展，业绩有望快速释放；空管业务或将伴随我国机场数量及空管设施的快速增加，叠加旧设备的更新换代及新增设备的国产化需求，实现排产提升。在此假设下，预计 2020-22 年实现营业收入 35.94/39.65/44.24 亿元，对应归母净利润 1.10/1.60/2.27 亿元，对应 EPS 为 0.11/0.16/0.22 元，对应 PE 为 58.35/40.17/28.45x。

表 2：2021-2023 年公司盈利预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,988.96	3,299.94	3,594.03	3,964.77	4,424.07
增长率(%)	(21.24)	10.40	8.91	10.32	11.58
净利润(百万元)	27.16	76.79	110.25	160.29	226.67
增长率(%)	(69.40)	182.70	43.57	45.38	41.42
EPS(元/股)	0.03	0.08	0.11	0.16	0.22
市盈率(P/E)	236.84	83.78	58.35	40.17	28.45
市净率(P/B)	2.66	2.49	2.40	2.28	2.13
市销率(P/S)	2.15	1.95	1.79	1.62	1.45

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：2020A-2023E 公司业务拆分（单位：亿元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	33.00	35.94	39.65	44.24
同比 YoY		8.91%	10.32%	11.58%
数字家庭多媒体产品	15.04	15.79	16.58	17.41
同比 YoY		5.00%	5.00%	5.00%
空管产品	7.30	8.76	10.51	12.61
同比 YoY		20.00%	20.00%	20.00%
微波射频	1.97	2.56	3.33	4.33
同比 YoY		30.00%	30.00%	30.00%
物联网产品	1.45	1.16	0.93	0.74
同比 YoY		-20.00%	-20.00%	-20.00%
物业管理	0.35	0.32	0.28	0.24
同比 YoY		-10.00%	-12.00%	-12.00%
其他收入	2.15	2.15	2.19	2.26
同比 YoY		0.00%	2.00%	3.00%
其他服务	4.73	5.20	5.83	6.64
同比 YoY		10.00%	12.00%	14.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 可比公司估值法进行目标价预测。公司作为我国智能终端龙头企业，业务涵盖微波射频、空管、智能终端三大板块，通过横向比较，可比公司应为科沃斯、极米科技、立昂微。据 Wind 数据披露，三家可比公司 2021 预测 PE 为 79.20/82.81/127.68x，均值 96.56x，根据可比公司平均预测 PE，给予公司 2021 年 96.56xPE，对应目标价为 10.62 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2021 预测 PE

股票代码	公司简称	主营业务	2021 预测 PE
603486.SH	科沃斯	家庭服务机器人等智能家用设备	79.20
688696.SH	极米科技	智能投影产品等	82.81
605358.SH	立昂微	微波射频芯片及相关产品	127.68
		平均值	96.56

资料来源：Wind，天风证券研究所（可比公司预测 PE 数据选用 6 月 18 日 Wind 一致预期）

## 6. 风险提示

### 6.1. 政策风险

8K/5G 等政策推进效果及进度存在不确定性，低空空域开放等方面的政策存在空白区域和不确定性，政策变化可能对公司未来经营造成一定影响。

### 6.2. 市场竞争风险

智能终端市场，公司面临着来自广电设备企业、通信设备企业和互联网企业的全方位市场竞争。空管领域，国际大公司在民用机载和地面空管设备市场的优势地位还比较突出，公司面临较大的竞争压力。

### 6.3. 盈利能力风险

新冠疫情对全球供应链造成一定影响，部分原材料交货时间延长，并且价格存在波动，公司盈利情况存在一定风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	809.80	1,139.16	1,291.56	1,505.81	1,565.99	营业收入	2,988.96	3,299.94	3,594.03	3,964.77	4,424.07
应收票据及应收账款	2,430.27	1,936.30	1,837.44	1,863.02	1,799.13	营业成本	2,351.76	2,597.75	2,809.62	3,073.38	3,399.14
预付账款	167.40	39.48	163.43	58.53	186.96	营业税金及附加	12.76	13.99	15.45	16.65	18.14
存货	864.31	762.19	767.50	769.19	930.38	营业费用	120.65	105.18	118.60	126.48	132.72
其他	588.19	632.23	703.85	683.65	739.62	管理费用	172.59	156.30	173.23	190.31	212.36
<b>流动资产合计</b>	<b>4,859.96</b>	<b>4,509.35</b>	<b>4,763.78</b>	<b>4,880.20</b>	<b>5,222.06</b>	研发费用	252.22	333.13	388.16	412.34	455.68
长期股权投资	10.60	7.01	7.10	7.10	7.10	财务费用	41.99	24.49	(2.83)	(7.12)	(11.56)
固定资产	328.12	273.19	281.87	310.35	346.80	资产减值损失	(13.90)	(15.00)	(4.00)	3.00	5.00
在建工程	6.40	1.02	39.61	72.97	89.38	公允价值变动收益	1.67	1.33	10.92	13.00	22.00
无形资产	30.06	25.53	21.44	17.35	13.26	投资净收益	4.96	10.26	10.90	8.00	7.00
其他	229.65	209.03	219.90	219.68	215.69	其他	15.67	(27.98)	(43.65)	(42.00)	(58.00)
<b>非流动资产合计</b>	<b>604.83</b>	<b>515.77</b>	<b>569.92</b>	<b>627.45</b>	<b>672.23</b>	<b>营业利润</b>	<b>28.59</b>	<b>100.49</b>	<b>117.62</b>	<b>170.74</b>	<b>241.60</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,464.79</b>	<b>5,025.13</b>	<b>5,333.70</b>	<b>5,507.66</b>	<b>5,894.30</b>	营业外收入	1.43	3.20	3.00	4.30	4.90
短期借款	985.26	300.23	279.00	250.00	198.00	营业外支出	1.75	1.02	0.98	1.25	1.08
应付票据及应付账款	1,486.26	1,291.62	1,518.00	1,555.38	1,768.22	<b>利润总额</b>	<b>28.26</b>	<b>102.68</b>	<b>119.64</b>	<b>173.79</b>	<b>245.41</b>
其他	397.09	475.70	484.03	495.03	519.30	所得税	3.00	1.63	3.59	5.21	7.36
<b>流动负债合计</b>	<b>2,868.61</b>	<b>2,067.55</b>	<b>2,281.03</b>	<b>2,300.41</b>	<b>2,485.52</b>	<b>净利润</b>	<b>25.26</b>	<b>101.04</b>	<b>116.05</b>	<b>168.58</b>	<b>238.05</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.90)	24.25	5.80	8.43	11.90
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>27.16</b>	<b>76.79</b>	<b>110.25</b>	<b>160.15</b>	<b>226.15</b>
其他	159.20	153.41	149.58	154.06	152.35	每股收益(元)	0.03	0.08	0.11	0.16	0.22
<b>非流动负债合计</b>	<b>159.20</b>	<b>153.41</b>	<b>149.58</b>	<b>154.06</b>	<b>152.35</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,027.82</b>	<b>2,220.95</b>	<b>2,430.61</b>	<b>2,454.48</b>	<b>2,637.87</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	22.85	216.14	221.94	230.37	242.27	<b>成长能力</b>					
股本	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	营业收入	-21.24%	10.40%	8.91%	10.32%	11.58%
资本公积	277.90	299.93	299.93	299.93	299.93	营业利润	-71.02%	251.50%	17.05%	45.16%	41.50%
留存收益	1,376.75	1,548.09	1,658.34	1,800.01	1,991.35	归属于母公司净利润	-69.40%	182.70%	43.57%	45.26%	41.21%
其他	(263.32)	(282.79)	(299.93)	(299.93)	(299.93)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>2,436.98</b>	<b>2,804.17</b>	<b>2,903.09</b>	<b>3,053.18</b>	<b>3,256.42</b>	毛利率	21.32%	21.28%	21.83%	22.48%	23.17%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,464.79</b>	<b>5,025.13</b>	<b>5,333.70</b>	<b>5,507.66</b>	<b>5,894.30</b>	净利率	0.91%	2.33%	3.07%	4.04%	5.11%
						ROE	1.13%	2.97%	4.11%	5.67%	7.50%
						ROIC	2.89%	6.16%	8.84%	13.65%	21.12%
						<b>偿债能力</b>					
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	资产负债率	55.41%	44.20%	45.57%	44.56%	44.75%
净利润	25.26	101.04	110.25	160.15	226.15	净负债率	7.20%	-29.92%	-34.88%	-41.13%	-42.01%
折旧摊销	58.80	44.31	21.82	24.25	27.23	流动比率	1.69	2.18	2.09	2.12	2.10
财务费用	41.15	20.51	(2.83)	(7.12)	(11.56)	速动比率	1.39	1.81	1.75	1.79	1.73
投资损失	(4.96)	(10.26)	(10.90)	(8.00)	(7.00)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(10.63)	262.97	128.82	163.91	(20.30)	应收账款周转率	1.13	1.51	1.90	2.14	2.42
其它	58.80	(56.54)	16.73	21.43	33.90	存货周转率	3.64	4.06	4.70	5.16	5.21
<b>经营活动现金流</b>	<b>168.42</b>	<b>362.04</b>	<b>263.89</b>	<b>354.61</b>	<b>248.42</b>	总资产周转率	0.55	0.63	0.69	0.73	0.78
资本支出	17.98	(19.41)	68.83	77.52	77.71	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	0.21	(3.59)	0.09	0.00	0.00	每股收益	0.03	0.08	0.11	0.16	0.22
其他	(263.43)	143.20	(144.87)	(177.52)	(190.71)	每股经营现金流	0.16	0.35	0.26	0.35	0.24
<b>投资活动现金流</b>	<b>(245.24)</b>	<b>120.21</b>	<b>(75.95)</b>	<b>(100.00)</b>	<b>(113.00)</b>	每股净资产	2.36	2.53	2.62	2.76	2.95
债权融资	985.26	300.23	279.00	250.00	198.00	<b>估值比率</b>					
股权融资	(39.74)	0.25	(14.16)	7.28	11.72	市盈率	236.84	83.78	58.35	40.17	28.45
其他	(862.32)	(627.66)	(300.38)	(297.64)	(284.96)	市净率	2.66	2.49	2.40	2.28	2.13
<b>筹资活动现金流</b>	<b>83.20</b>	<b>(327.18)</b>	<b>(35.54)</b>	<b>(40.36)</b>	<b>(75.24)</b>	EV/EBITDA	12.51	10.07	35.98	24.84	17.68
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	14.51	11.04	42.81	28.52	19.78
<b>现金净增加额</b>	<b>6.39</b>	<b>155.07</b>	<b>152.40</b>	<b>214.25</b>	<b>60.18</b>						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com