

2023年10月08日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

四川九洲 (000801)

2023 年中报点评：H1 营收创下新高，微波射频业务增长明显

报告摘要

◆ 事件：公司8月25日公告，2023H1实现营收（19.17亿元，+0.58%），归母净利润（0.86亿元，-7.57%），毛利率（22.68%，+2.27pcts），净利率（5.68%，-0.23pcts）。23Q2实现营收（9.93亿元，同比-7.53%，环比+7.53%），归母净利润（0.46亿元，同比-24.05%，环比+14.48%），毛利率（22.07%，同比+1.54pcts，环比-1.27pcts），净利率（5.97%，同比-0.76pcts，环比+0.62pcts）。

◆ 军民用空管装备领军企业，拓展优化微波射频业务。公司聚焦“数字有线电视业务”、“空管装备业务”及“微波射频业务”的布局和发展。在数字有线电视领域，公司以九洲电器及九洲电子科技为业务主体，产品包括数字音视频终端、数据通信终端、数字融合终端等；在空管业务方面，公司是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，下属九洲空管主营空管系统及相关航电设备的研制生产。在微波射频领域，公司下属九洲迪飞主要从事微波射频器件、组件及整机等产品的研制生产，面向雷达、航天通信、电子对抗等领域。公司始终坚持“优质高效占市场，严格标准争一流，持续改进创卓越，顾客满意求发展”的质量方针不动摇，空管及微波射频产品订单不断优化，市场影响力持续扩大。

◆ H1 营收创下新高，微波射频业务增长明显。2023H1 营收（19.17亿元，+0.58%）创下同期新高，归母净利润（0.86亿元，-7.57%）有所下降，毛利率（22.68%，+2.27pcts）创下近五年新高，净利率（5.68%，-0.23pcts）有所下降，主要系公司加大研发，研发费用率（10.09%，+0.86pcts）增加，以及公司加大智能终端市场开拓，销售费用率（2.81%，+0.92pcts）增加，叠加资产减值损失（-0.23亿元，-151.06%）增加所致。单看23Q2，营收（9.93亿元，同比-7.53%，环比+7.53%），归母净利润（0.46亿元，同比-24.05%，环比+14.48%），毛利率（22.07%，同比+1.54pcts，环比-1.27pcts），净利率（5.97%，同比-0.76pcts，环比

投资评级

买入

首次评级

2023年09月28日

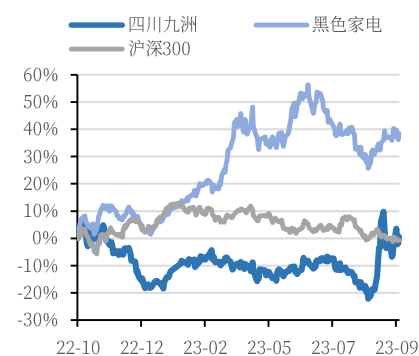
收盘价(元): 7.88

目标价(元): 8.50

公司基本数据

总股本(百万股)	1,022.81
总市值(百万)	8,059.72
流通股本(百万股)	1,022.81
流通市值(百万)	8,059.72
12月最高/最低价(元)	9.15/6.07
资产负债率(%)	50.99
每股净资产(元)	2.78
市盈率(TTM)	42.21
市净率(PB)	2.83
净资产收益率(%)	3.01

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

相关研究报告

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

1

+0.62pcts), 总体来看公司营收业绩环比增加, 符合季度间营收确认规律。分业务来看:

1、智能终端业务: 2023H1 收入 (11.56 亿元, +14.66%) 同比增长, 收入占比 (60.32%, +7.41pcts) 进一步提升, 毛利率 (16.39%, +1.47pcts) 同比提升, 其中板块子公司九洲电子 2023H1 营收 (8.06 亿元, +11.54%) 增速较快。2023H1 公司广电业务稳中有进, 聚焦优势核心客户, 继续保持广电行业领先地位; 通信业务加速推进, 公司 WiFi6 路由器保持稳定出货, 与通信运营商合作关系持续巩固。

2、空管装备业务: 2023H1 收入 (5.55 亿元, +10.67%) 同比增长, 收入占比 (28.94%, +2.64pcts) 有所提升, 毛利率 (34.36%, +0.36pcts) 同比提升。公司在空管领域取得了完备产品资质, 相关产品在民航机载和地面领域实现了广泛应用, 机载综合防撞系统设备通过四川省重大技术装备首台套认定, JZDFJ01 型多普勒甚高频全向信标取得中国民用航空局颁发的民航临时使用许可证。

3、微波射频业务: 2023H1 收入 (1.21 亿元, +24.68%) 同比增长, 收入占比 (6.33%, +1.22pcts) 有所提升, 毛利率 (34.02%, -9.91pcts) 同比下降, 我们认为是对应业务产销量增加, 产品结构变化所致, 其中板块核心子公司九洲迪飞营收 (2.03 亿元, +23.05%) 及净利润 (0.32 亿元, +27.33%) 增速较快, 我们认为九洲迪飞微波射频业务对应下游微波组件需求较为景气, 随着迪飞业务规模扩大, 叠加自身盈利能力提升, 对应业务将成为公司重要业绩增长点。

公司名称	主营业务	营业收入	营收增速	净利润	净利润增速
九洲电器	广播电视接收	4.34 亿元	-28.38%	0.25 亿元	-5.14%
九洲电子		8.06 亿元	11.54%	0.14 亿元	-0.35%
九洲空管	雷达装备	5.55 亿元	10.77%	0.46 亿元	-0.74%
九洲迪飞	微波射频	2.03 亿元	23.05%	0.32 亿元	27.33%

资料来源: iFind, 中航证券研究所

◆ **三费率有所增加, 研发费用率创下新高。**2023H1 公司销售费用 (0.54 亿元, +49.26%) 有所增加, 主要系公司加大智能终端业务市场开拓力度所致, 管理费用 (0.77 亿元, +10.64%) 有所提升, 财务费用 (415.46 万元, +70.66%) 明显增加, 主要系借款利息增加所致, 研发费用 (1.93 亿元, +9.92%) 同比增长, 研发费用率 (10.09%, +0.86pcts) 创下新高, 主要系公司增加研发投入所致。综合来看公司三费率 (7.03%, +1.37pcts) 有所上升。

◆ 回款增加大幅改善经营现金流，订单交付确认或存在一定延迟。

2023H1 公司经营现金流净额（1.73 亿元，+201.50%）同比增加，主要系公司收到销售回款增加所致，投资现金流净额（-2.20 亿元，-303.72%）明显下降，主要系 2023H1 收回投资收到的现金减少所致，筹资现金流净额（2.54 亿元）同比增加，主要系 2023H1 取得借款增加所致。2023H1 公司存货（7.60 亿元，-2.85%）同比下降，其中发出商品（0.96 亿元，+176.29%），我们认为订单交付确认后将进一步增厚公司利润。

◆ 坚实智能终端及空管优势主业，拓展微波射频市场。公司主营智能终端、空管系统及微波射频产品的研制生产，具体来看：

① 智能终端：

在信息化时代，网络智能机顶盒作为机顶盒细分产品逐渐成为市场主流，目前国内市场 OTT TV 和 IPTV 市场占有率已超七成，而国外市场数字智能机顶盒渗透率仍有待提升。公司是国内领先的智能终端高新技术企业，在海内外市场拥有较高知名度，具备从前端、传输、终端到行业应用全系列产品及系统解决方案能力，具备良好的市场和技术优势；此外公司在通信领域加速推进，WiFi6 路由器保持稳定出货。总体来看公司智能终端业务渠道持续拓宽，产品结构不断优化，短中期是重要增长点。

② 空管系统：

未来二十年我国航空市场将成为全球最大单一航空市场，先进空管装备和系统将迎来新的发展机会；在低空安全领域，2023 年 5 月 31 日，国务院、中央军委公布《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》，自 2024 年 1 月 1 日起施行。《条例》对无人驾驶航空器从设计生产到运行使用进行全链条管理，为防范化解无人驾驶航空器安全风险、助推相关产业持续健康发展提供有力法治保障。《条例》按照分类管理思路，划设无人驾驶航空器飞行管制空域和适飞空域，将带动配套低空监测雷达装备建设需求，公司是国内最早从事空管系统研制生产的单位，在二次雷达、空中防撞、广播式自动相关监视等设备具有行业领先优势；此外公司是 C919 大型客机一级供应商，相关航电产品系列丰富，覆盖飞机起飞、爬升、巡航、下降、着陆全过程，可满足各领域客户需求。随着国内机队规模持续扩容，公司作为国内空管系统龙头企业将进一步受益航空产业基础配套设施建设，同时 C919 逐步下线以及后续交付量提升，公司有望分享国产大飞机赛道增长红利。

③ 微波射频：

微波组件是射频前端用于信号处理的关键部分，主要包括频率源、发射机、接收机和收发组件等，在军用领域，微波组件主要应用于雷达、通信、电子对抗等国防信息化装备，近年来微波组件市场价值和市场规模迅速攀升，已成为军工行业成长性较好的赛道。公司相关业务深耕军品研发与制造，参与了军队多个科研重点项目，积累了丰富的军品研发经验与市场订单渠道，在超宽带接收、多路 TR 设计数字相控阵处理等多项技术处于行业领先水平，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，未来有望受益于下游整机增量替代以及装备信息化率提升。

◆ **投资建议：**公司是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，在智能终端产品市场份额多年位居市场前列，同时公司基于军品研制经验及客户资源积累不断拓展优化微波射频业务，具体投资建议如下：

- 1、公司对智能终端产品结构进行优化并加大市场拓展力度，进一步夯实优势市场根基，对应业务后续仍是公司重要增长点；
- 2、公司是国内空管系统市场的重要供应商，预计未来航空基础设施建设保持稳步增长态势，空管业务将同步受益；
- 3、在微波射频领域，公司超宽带接收、多路 TR 设计数字相控阵处理等技术处于行业领先水平，有望分享电子对抗及雷达市场发展红利；
- 4、九洲集团预计 2035 年资产证券化率超过 60%，公司背靠九洲集团，或受益于资产证券化率提升。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 43.12 亿、48.87 亿元和 56.24 亿元，归母净利润分别为 2.49 亿元、3.20 亿元和 4.20 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.31 元和 0.41 元，我们给予“买入”评级，目标价 8.50 元，对应 2023-2025 年预测 EPS 的 35 倍、27 倍及 21 倍 PE。

◆ **风险提示：**产能建设不及预期，产品价格波动，下游需求波动等。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3544.03	3884.60	4311.60	4887.39	5624.13
增长率（%）	7.40	9.61	10.99	13.35	15.07
归母净利润（百万元）	144.95	197.94	248.70	320.37	419.60
增长率（%）	88.76	36.55	25.65	28.82	30.97
毛利率（%）	19.97	22.32	23.28	24.76	25.58
每股收益（元）	0.14	0.19	0.24	0.31	0.41
市盈率 PE	53.42	39.12	32.41	25.16	19.21
市净率 PB	2.86	2.71	2.61	2.39	2.15
净资产收益率 ROE（%）	5.35	6.92	8.06	9.50	11.19

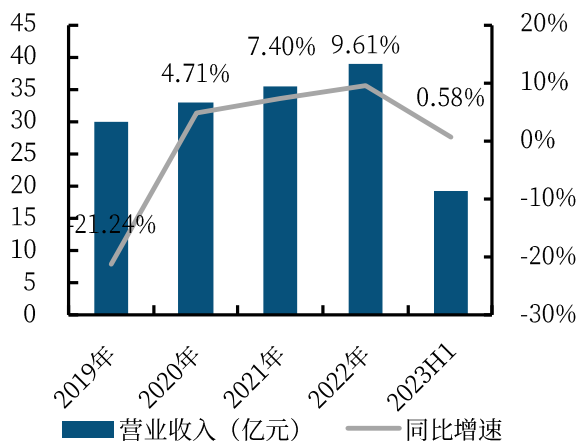
资料来源：iFind，中航证券研究所

各业务预测表（百万元）		2022A	2023E	2024E	2025E
数字有线 电视产品	营收	1918.65	2166.35	2463.14	2817.83
	成本	1618.33	1797.86	2028.40	2308.65
	营收增长率	11.78%	12.91%	13.70%	14.40%
	毛利率	15.65%	17.01%	17.65%	18.07%
空管产品	营收	1000.72	1180.34	1399.53	1665.86
	成本	602.55	700.42	812.99	973.03
	营收增长率	17.35%	17.95%	18.57%	19.03%
	毛利率	39.79%	40.66%	41.91%	41.59%
微波射频产品	营收	183.88	240.37	308.01	398.97
	成本	92.99	145.67	182.56	231.28
	营收增长率	-12.97%	30.72%	28.14%	29.53%
	毛利率	49.43%	39.40%	40.73%	42.03%
其他产品	营收	682.02	675.83	691.44	728.83
	成本	632.23	620.56	629.55	659.81
	营收增长率	17.04%	-0.91%	2.31%	5.41%
	毛利率	7.30%	8.18%	8.95%	9.47%
合计	营收	3884.60	4311.60	4887.39	5624.13
	成本	3017.68	3307.96	3677.44	4185.22
	营收增长率	9.61%	10.99%	13.35%	15.07%
	毛利率	22.32%	23.28%	24.76%	25.58%

资料来源：iFind，中航证券研究所

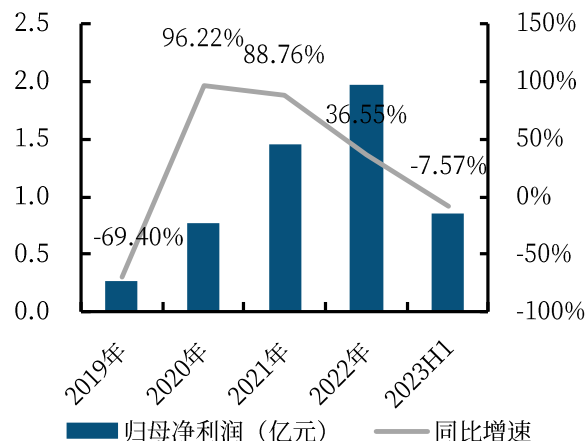
● 2019-2023 年公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



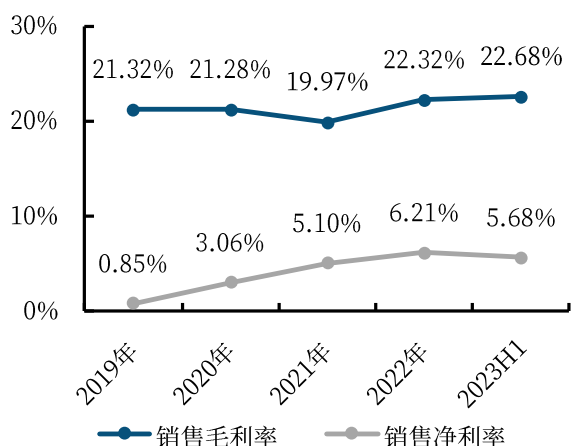
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



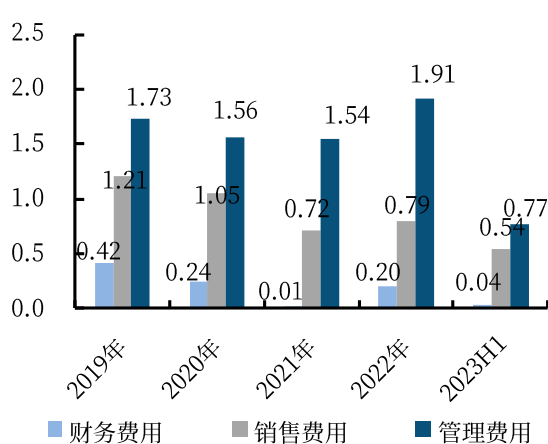
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



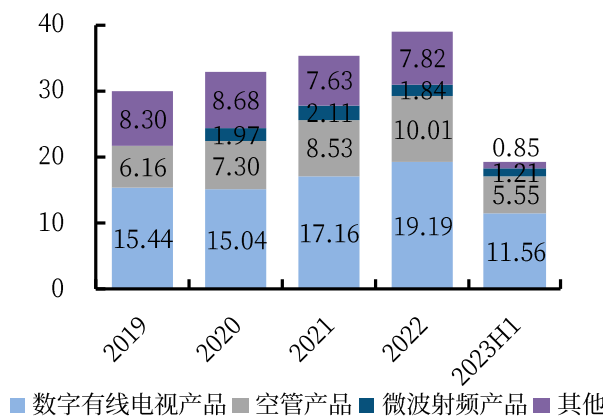
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况



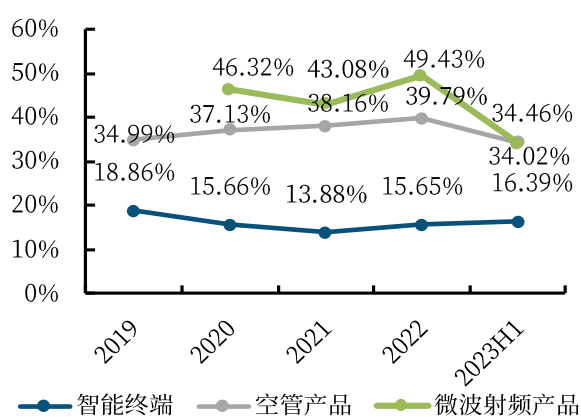
资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图 5: 公司分业务营收



资料来源：Wind，中航证券研究所，单位：亿元

图 6: 公司分业务毛利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测 会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
单位:百万元						
利润表						
营业收入	3,299.94	3,544.03	3,884.60	4,311.60	4,887.39	5,624.13
减: 营业成本	2,597.75	2,836.26	3,017.68	3,307.96	3,677.44	4,185.22
税金及附加	13.99	11.92	14.99	16.64	18.86	21.71
主营业务利润	688.20	695.85	851.92	987.01	1,191.09	1,417.21
减: 销售费用	105.18	71.61	79.16	107.79	122.18	140.60
管理费用	156.30	154.30	191.35	202.65	229.71	264.33
研发费用	333.13	298.41	325.41	383.73	434.98	506.17
财务费用	24.49	1.32	20.46	10.24	4.98	-4.79
经营性利润	69.10	170.22	235.53	282.60	399.24	510.88
加: 资产减值损失	-15.00	-11.77	-24.11	-34.49	-24.44	-22.50
信用减值损失	-25.62	-45.28	-58.97	4.31	-26.88	-16.87
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	10.26	14.44	24.21	13.14	14.93	10.43
公允价值变动损益	1.33	1.94	-0.25	0.11	0.56	1.77
资产处置收益	-0.17	-0.19	-0.14	-0.17	-0.17	-0.16
其他收益	60.59	40.96	56.44	51.93	40.88	45.62
营业利润	100.49	170.31	232.72	317.43	404.12	529.18
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	3.20	3.17	1.16	2.28	2.03	1.75
减: 营业外支出	1.02	0.46	0.57	0.64	0.55	0.59
利润总额	102.68	173.03	233.31	319.06	405.60	530.34
减: 所得税	1.63	-7.75	-8.12	6.38	8.11	10.61
净利润	101.04	180.77	241.43	312.68	397.49	519.73
减: 少数股东损益	24.25	35.82	43.49	63.98	77.12	100.13
归属母公司股东净利润	76.79	144.95	197.94	248.70	320.37	419.60
资产负债表						
货币资金	1,139.16	1,265.13	550.72	774.26	980.41	1,218.85
交易性金融资产	497.20	547.93	241.67	100.00	50.00	50.00
应收票据	267.42	224.26	242.18	59.06	66.95	77.04
应收账款	1,747.21	1,806.92	2,250.82	2,716.90	2,811.92	3,081.72
预付账款	39.48	66.09	61.72	68.50	77.65	89.36
其他应收款	35.86	35.12	29.75	40.43	43.64	48.50
存货	762.19	937.13	806.71	815.66	806.01	802.64
其他流动资产	20.84	20.21	622.24	711.41	708.67	708.64
长期股权投资	7.01	9.60	33.97	31.01	30.90	31.22
金融资产投资	2.90	2.90	2.40	2.40	2.40	2.40
投资性房地产	158.02	150.78	143.55	138.63	133.72	128.81
固定资产和在建工程	274.20	316.90	308.14	661.76	883.88	1,078.76
无形资产和开发支出	25.53	30.23	27.42	25.73	24.05	22.37
其他非流动资产	48.11	66.16	550.25	292.93	151.33	0.00
资产总计	5,025.13	5,479.38	5,871.53	6,438.70	6,771.55	7,340.33
短期借款	300.23	193.29	178.40	131.90	-18.10	-168.10
交易性金融负债	0.00	0.17	0.71	0.71	0.71	0.71
应付票据	457.60	466.22	464.76	509.47	566.37	644.58
应付账款	834.02	1,166.99	1,250.52	1,540.69	1,612.03	1,719.95
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	85.23	145.23	185.91	86.23	48.87	56.24
其他应付款	385.81	271.31	383.10	419.95	466.86	531.32
长期借款	0.00	137.40	73.05	119.00	89.25	59.50
其他负债	158.07	151.73	208.39	216.26	225.61	238.41
负债合计	2,220.95	2,532.34	2,744.85	3,024.21	2,991.60	3,082.61
股本	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81
资本公积	299.93	301.20	301.84	301.84	301.84	301.84
留存收益	1,265.30	1,383.73	1,535.69	1,759.53	2,047.86	2,425.50
归属母公司股东权益	2,588.04	2,707.74	2,860.34	3,084.17	3,372.50	3,750.14
少数股东权益	216.14	239.30	266.34	330.32	407.44	507.58
股东权益合计	2,804.17	2,947.04	3,126.68	3,414.49	3,779.95	4,257.72
负债和股东权益合计	5,025.13	5,479.38	5,871.53	6,438.70	6,771.55	7,340.33
投入资本(IC)	2,057.73	2,098.36	3,134.78	3,563.70	3,696.65	3,888.53
现金流量表						
经营性现金净流量	362.04	324.81	227.20	251.33	518.62	593.49
投资性现金净流量	120.21	-149.00	-801.35	7.88	-95.70	-138.12
筹资性现金净流量	-327.18	-57.31	39.67	-35.67	-216.77	-216.92
现金流量净额	158.93	116.57	-534.25	223.54	206.15	238.44

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。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%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:

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送发或为任何就送发、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