

四川九洲 (000801)

拥抱低空经济，赋能电子对抗，国企强兵军民两翼齐飞

买入 (首次)

2024年01月16日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,885 | 4,217 | 4,625 | 5,058 |
| 同比 | 10% | 9% | 10% | 9% |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 198 | 222 | 276 | 340 |
| 同比 | 37% | 12% | 24% | 23% |
| 每股收益-最新股本摊薄 (元/股) | 0.19 | 0.22 | 0.27 | 0.33 |
| P/E (现价&最新股本摊薄) | 40.10 | 35.81 | 28.77 | 23.32 |

关键词: #新需求、新政策 #第二曲线

投资要点

■ 乘国防信息化建设东风，依托九洲集团快速发展

公司系四川九洲集团旗下一家以智能终端、空管产品、微波射频为主营业务的专业化企业，在海内外市场拥有较高的知名度，具备良好的产业链和技术优势，是国内最早从事空管系统及相关航电研制生产的单位，未来几年将乘国防信息化建设东风，迎来快速发展契机。

■ 空管系统重要供应商，军民航空需求、低空新基建赋能增长新动力

公司从事空管系统及航电设备的研发销售，军用方面海陆空各型飞机均有涉猎，居于国际领先地位；民品领域，公司是 C919 的一级供应商，供应客舱内话子系统；“十四五”军备放量，将带动未来军用空管产品迭代需求；航空客运营载容量的高体量为空管系统提供增长点；无人机产业成为“低空经济”发展的重要引擎，空管技术为低空经济的发展提供新型基础设施基座，低空行业快速崛起将为空管产业提供增长动能。

■ 微波领域提供新增长点，军备智能化叠加电子战需求双轮驱动

公司生产的微波射频器组件主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，成长性好，在业内具有优质口碑。国防和军队现代化建设加快，雷达、电子对抗等信息化新型装备有望加速列装，将带动对微波器件和组件等的总体需求增长；微波射频器件为电子对抗提供关键技术支撑，随着电子对抗领域发展脚步加快，微波射频关键性技术及市场规模将迅速增长。

■ 收购上海志良电子纳入电子战领域业务，新旧产业协同发展

公司拟以发行股份方式购买九洲电器、上海塔玉、上海唐众持有的上海志良共 100% 股权，新增军用电子战电子侦察、电子干扰、雷达抗干扰、“电子战”仿真训练以及嵌入式功能模块定制业务，进一步强化军工业务布局，发挥与公司现有微波射频业务的产业链协同作用。

■ 盈利预测与投资评级: 考虑到国防信息化建设的快速发展，在不考虑并入的志良电子情况下，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.22/2.76/3.40 亿元，对应 PE 分别为 36/29/23 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示: 1) 宏观经济和产业政策风险; 2) 市场竞争风险; 3) 盈利能力风险; 4) 财务风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价(元) | 7.76 |
| 一年最低/最高价 | 6.07/9.53 |
| 市净率(倍) | 2.74 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,936.98 |
| 总市值(百万元) | 7,936.98 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.83 |
| 资产负债率(% ,LF) | 49.80 |
| 总股本(百万股) | 1,022.81 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,022.81 |

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 军民融合扩大市场，协同布局铸就领先地位 | 5 |
| 1.1. 主营业务行业领先，筑牢企业竞争优势 | 5 |
| 1.2. 发展历史悠久，公司产业布局不断优化 | 5 |
| 1.3. 技术研发实力过硬，推动公司产品市场拓展 | 6 |
| 1.4. 股权结构合理，子公司助力公司创收 | 6 |
| 1.5. 产品类型丰富，军民两用驱动业务增长 | 7 |
| 1.6. 营业收入稳健增长，盈利能力保持稳定 | 8 |
| 2. 智能终端产品丰富，国内外领先供应商 | 9 |
| 2.1. 新基建进程加速推进，智能终端市场前景广阔 | 9 |
| 2.2. 位处产业链中游，精准布局智能通讯领域，既有优势突出 | 10 |
| 2.3. 政策加持通信产业发展迅速，智能通讯产业有望受益 | 11 |
| 3. 国内军用空管系统重要供应商，低空经济带来新的发展增量 | 11 |
| 3.1. 新一代信息技术与空管系统产业深度融合，行业增速迅猛 | 12 |
| 3.2. 产品军用领域全面覆盖，军用空管雷达设备国际领先 | 13 |
| 3.3. 军机加速列装、民航客运量庞大，军民融合带动空管产品放量预期 | 14 |
| 3.4. 无人机支撑低空新基建，为空管系统注入增长新动力 | 14 |
| 4. 微波射频器组件优质生产商，智能装备与电子对抗双轮驱动 | 15 |
| 4.1. 微波组件行业民参军趋势明显，供方具有长足发展动能 | 16 |
| 4.2. 国防装备智能化、信息化趋势明显，军工电子快速发展 | 16 |
| 4.3. 电子对抗领域布局速度加快，进入持续增长期 | 17 |
| 5. 资产重组纳入电子战领域业务，新旧产业协同发展 | 18 |
| 5.1. 新旧业务协同化发展，增加电子战领域业务 | 18 |
| 5.2. 志良电子发展潜力雄厚 | 19 |
| 6. 投资建议 | 20 |
| 6.1. 业务拆分 | 20 |
| 6.2. 估值评级 | 21 |
| 7. 风险提示 | 22 |

图表目录

| | | |
|-------|--------------------------------|----|
| 图 1: | 四川九洲具体业务板块 | 5 |
| 图 2: | 四川九洲公司发展沿革 | 5 |
| 图 3: | 四川九洲公司产品新布局 | 6 |
| 图 4: | 公司股权结构 (截至 2023/12/20) | 7 |
| 图 5: | 四川九洲控股子公司业务分布 | 7 |
| 图 6: | 2019-2023 前三季度公司营业收入及增速 | 8 |
| 图 7: | 2019-2023 前三季度公司归母净利润及增速 | 8 |
| 图 8: | 2019-2023 前三季度公司销售毛利率 | 8 |
| 图 9: | 2019-2023 公司前三季度公司四费率 | 8 |
| 图 10: | 公司智能终端产品 | 9 |
| 图 11: | 智能终端 (硬件) 市场规模增势明显 | 10 |
| 图 12: | 公司处于智能终端产业链中游, 聚焦智能通讯领域 | 10 |
| 图 13: | 我国电信业务收入增长较快 | 11 |
| 图 14: | 公司主要从事空管系统外围设备研发制造 | 12 |
| 图 15: | 九洲空管部分产品 | 12 |
| 图 16: | 智能化空管系统框架 | 12 |
| 图 17: | 我国空管系统行业投资额增长显著 | 13 |
| 图 18: | 空管产品军用领域收入占比较大 | 13 |
| 图 19: | 民航运客数量庞大, 增长空间广阔 | 14 |
| 图 20: | 5G 网联无人机组网 | 15 |
| 图 21: | 我国民用无人机数量不断增长 | 15 |
| 图 22: | 我国低空经济行业市场规模稳步提升 | 15 |
| 图 23: | 微波组件及射频功能示意图 | 15 |
| 图 24: | 公司微波射频产品涉足军用以及民用领域 | 16 |
| 图 25: | 微波接收组件示意图 | 16 |
| 图 26: | 微波器件和组件处于无线电设备产业链上游 | 16 |
| 图 27: | 我国处于国防信息化第二阶段 | 17 |
| 图 28: | 军工电子为国防信息化五大领域之一 | 17 |
| 图 29: | 信息化战争中电子对抗技术的主要形式 | 17 |
| 图 30: | 雷达在电子对抗中起抗干扰作用 | 17 |
| 图 31: | 电子侦察卫星 | 18 |
| 图 32: | 车载/单兵电子对抗系统 | 18 |
| 图 33: | 2020-2028 年全球电子对抗市场规模及预测 | 18 |
| 图 34: | 资产重组前股权结构 | 19 |
| 图 35: | 资产重组后, 上海志良将成为公司全资子公司 | 19 |
| 图 36: | 资产重组前股权结构 | 19 |
| 图 37: | 公司剥离部分智能终端相关资产到九洲集团 | 19 |
| 图 38: | 雷达对抗技术 | 20 |
| 图 39: | 电磁作战管理(EMBM) | 20 |
| 图 40: | 可比公司估值 (截至 2024.1.14) | 22 |

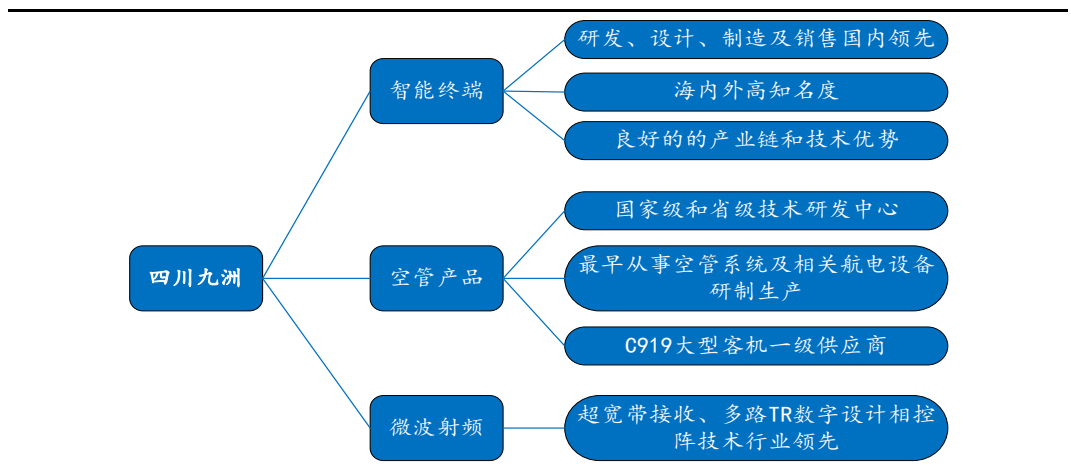
| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 同行业主要竞争对手 | 11 |
| 表 2: 公司军用空管雷达设备水平领先 | 14 |
| 表 3: 四川九洲业务拆分 | 21 |

1. 军民融合扩大市场，协同布局铸就领先地位

1.1. 主营业务行业领先，筑牢企业竞争优势

四川九洲是一家以智能终端、空管产品、微波射频为主营业务的专业化企业，在海内外市场拥有较高的知名度，具备良好的产业链和技术优势，是国内最早从事空管系统及相关航电研制生产的单位，是C919大型客机一级供应商。在微波射频方面，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。

图1：四川九洲具体业务板块

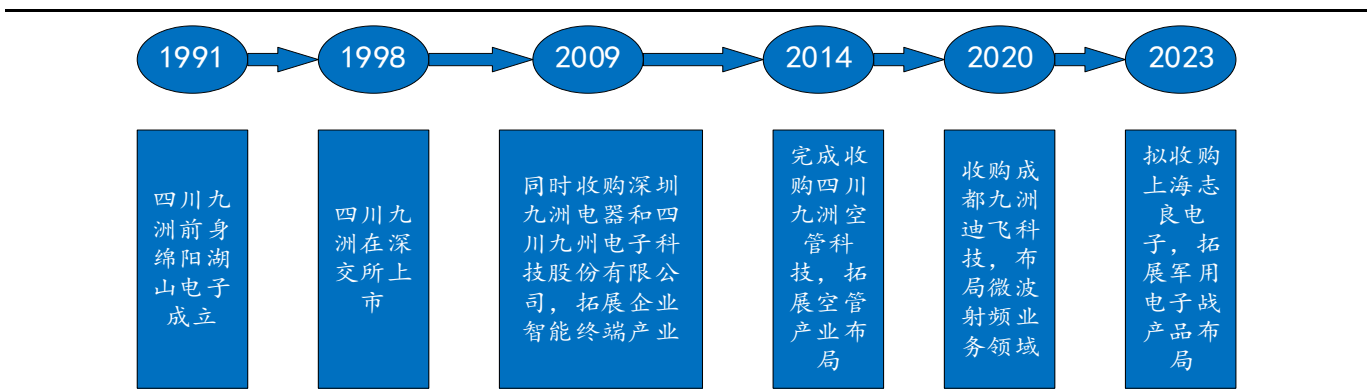


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 发展历史悠久，公司产业布局不断优化

1991年，四川九洲前身绵阳湖山电子成立；1998年，四川九洲上市；2009年，同时收购深圳市九洲电器有限责任公司93.85%股份和四川九洲电子科技股份有限公司69.66%股份，拓展公司智能终端业务布局；2013-2014年，先后总计收购四川九洲空管科技有限责任公司100%股份，拓展公司空管产品布局；2020年，收购成都九洲迪飞科技有限责任公司51.94%股份，布局微波射频业务领域；2023年12月20日，发布公告拟收购上海志良电子，布局微波射频下游应用领域，增强公司军用电子战产品实力。

图2：四川九洲公司发展沿革

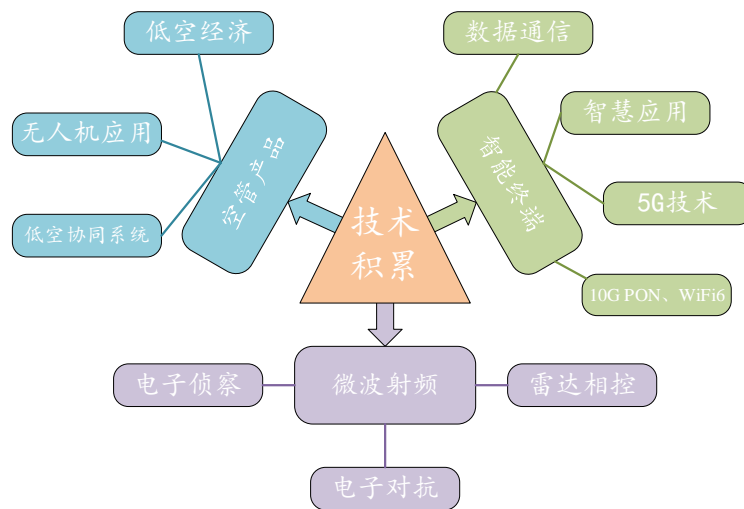


数据来源：东方财富 Choice，东吴证券研究所

1.3. 技术研发实力过硬，推动公司产品市场拓展

近年来，公司顺应行业发展潮流，依托技术积累，积极拓展产业布局，产生新的盈利增长点。在智能终端领域，公司拥有广电业务领域研发能力及核心技术，同时致力于数据通信、智慧应用研发能力建设，逐步在 **5G 通信技术、10G PON、WiFi6 等通信技术领域**方面开展产品开发及市场布局，在业内**建立较强的竞争优势**。在空管产品方面，公司综合运用各项技术，开发“空天一体化低空空域协同运行系统”，**推动空管监视、通信、信息系统以及管控系统技术和产品在无人机平台实现应用，新增低空经济产业增长点**。在微波射频方面，公司拓展公司业务，预计收购上海志良电子科技有限公司，依托微波射频技术优势，**完善公司军用电子战产品布局**。

图3：四川九洲公司产品新布局



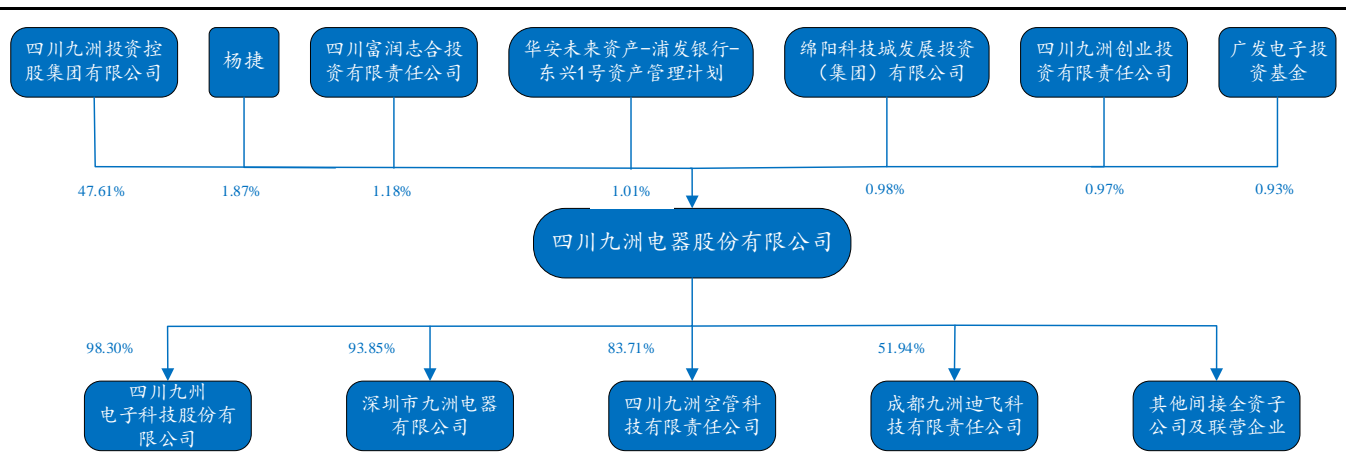
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.4. 股权结构合理，子公司助力公司创收

截止 2023 年 12 月 20 日公司停牌前，公司主要控股为四川九洲投资控股集团有限公司（47.61%），其余主要控股人与机构法人为杨捷（1.87%），四川富润志合投资有限责任公司（1.18%），华安未来资产-浦发银行-东兴 1 号资产管理计划（1.01%），绵阳科技城发展投资（集团）有限公司（0.98%），四川九洲创业投资有限责任公司（0.97%），广发电子投资基金（0.93%）。主要股东以机构法人为主，股权结构稳定，有利于公司不断完善治理结构，规范运作机制。

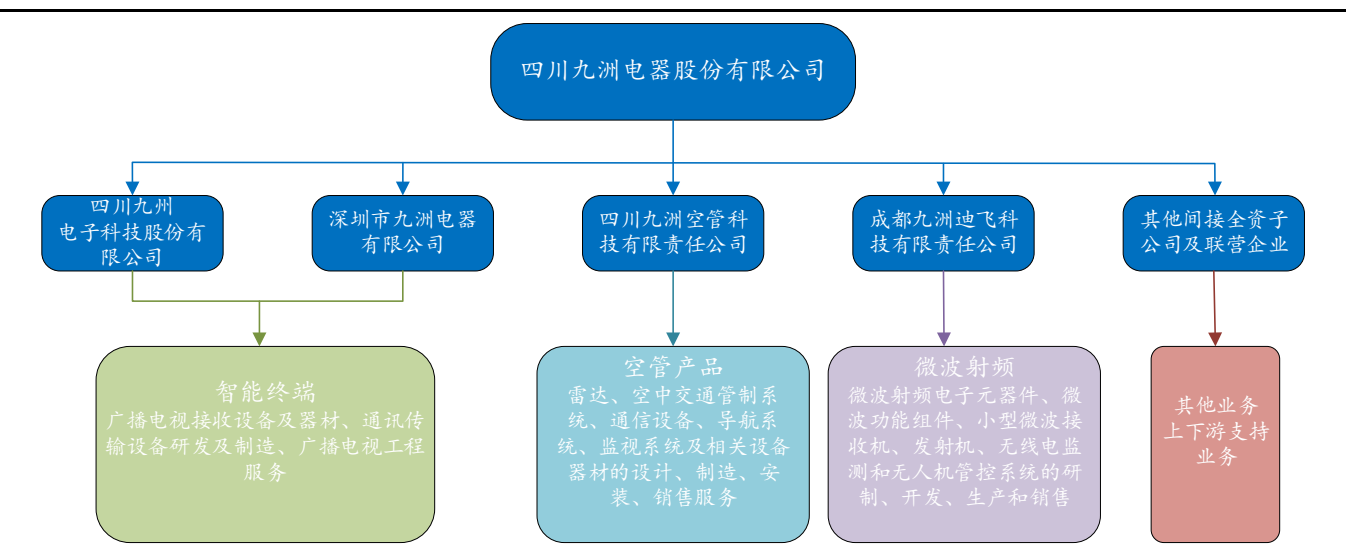
公司主营业务由三家控股子公司分别承担，其中，四川九洲电子科技股份有限公司（98.30%）和深圳市九洲电器有限公司（93.85%）主要承担智能终端业务，四川九洲空管科技有限责任公司（83.71%）主要负责空管产品业务，成都九洲迪飞科技有限责任公司（51.94%）主要承担微波射频业务，其他间接全资子公司或联营企业承担上下游支持业务。公司产业布局充分利用不同地区优势，提高子公司业务专业化水平，有利于提高经营效率和研发能力，降低公司规模成本，增强盈利能力。

图4：公司股权结构（截至 2023/12/20）



数据来源：东方财富 Choice，东吴证券研究所

图5：四川九洲控股子公司业务分布



数据来源：公司官网，东方财富 Choice，东吴证券研究所

1.5. 产品类型丰富，军民两用驱动业务增长

公司主要经营智能终端、空管产品、微波射频三大主营业务及其他支持业务。智能终端业务主要分为数字音频终端、数字通信终端、数字融合终端的研发、制造销售三大板块。其中，数字音频终端包含超高清机顶盒、智能融合终端、AI 机顶盒、卫星数字机顶盒、网络机顶盒、数字广播机顶盒；数据通信终端产品包括：光网络终端、智能组网终端、CableModem、有线宽带 DSL 终端等；数字融合终端产品包括网络电视+DVB 融合终端、光网络+网络电视融合终端、4G/5GCPE+网络电视（Android TV）融合终端等，顺应党的二十大提出的“加快建设网络强国和数字中国”方略需要。

在空管产品领域，主要从事空管系统(通信系统、导航系统、监视系统、信息管理系统等)及相关航电设备的研发、制造和销售。公司产品系列丰富，包括6个系列、100余种具有自主知识产权的产品，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。相关产品可根据军事航空、民用航空的差异化需求实现定制化设计、

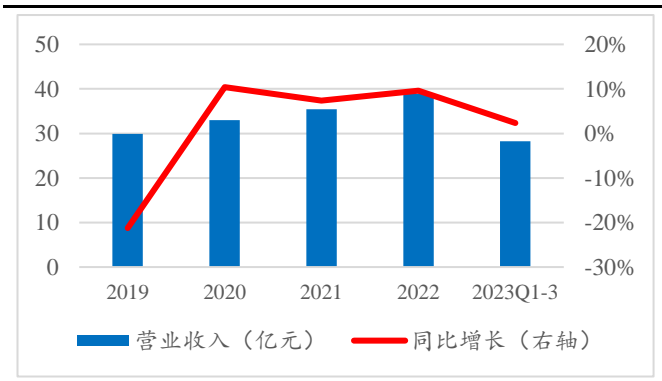
生产，从而适用各种航空用途。

在微波射频领域，公司产品主要包括相控阵/数字阵射频前端、接收机、发射机、频率源、收发组件、射频微波放大器、数字信号处理、射频微波控制组件、毫米波产品等。产品在军用领域主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，属于军工行业成长性较好的子领域；在民用领域，微波组件主要应用在无线通信、汽车毫米波雷达等方面，属于我国中上游基础器件与技术中自主可控需求强烈的子领域。

1.6. 营业收入稳健增长，盈利能力保持稳定

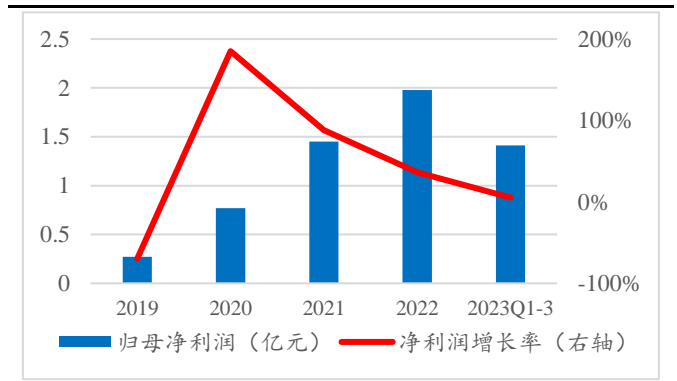
公司 2019-2022 年总营业收入保持稳健增长，根据 2023 年前三季度数据，可以估测公司营业收入增长可能性仍然较大。自 2019 年以来，公司归母净利润不断增长，说明公司盈利能力逐步提高。2022 年实现总营收 38.85 亿元，归母净利润 1.98 亿元，经营情况良好。

图6：2019-2023 前三季度公司营业收入及增速



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

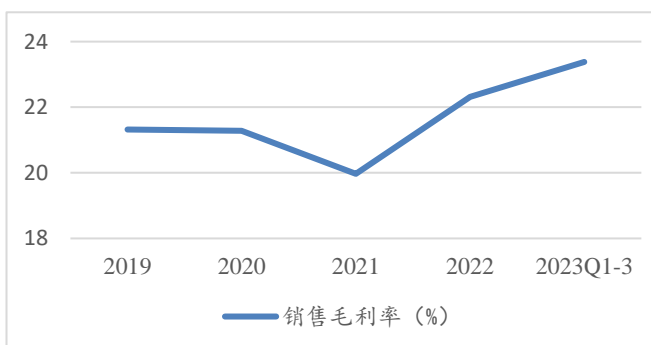
图7：2019-2023 前三季度公司归母净利润及增速



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

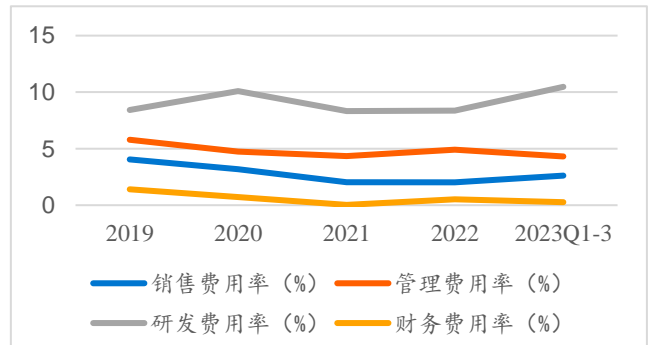
2019-2023 销售毛利率总体呈波动上升趋势，期间研发费用率总体波动上升，销售费用率、管理费用率、财务费用率整体呈下降趋势，2023 年前三季度，四费率合计为 17.68%。

图8：2019-2023 前三季度公司销售毛利率



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

图9：2019-2023 公司前三季度公司四费率



数据来源：公司财务报表，东吴证券研究所

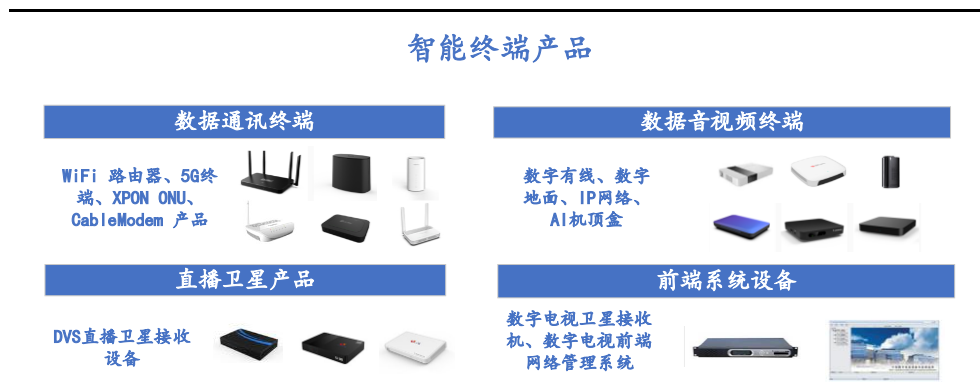
2. 智能终端产品丰富，国内外领先供应商

智能终端具备信息采集、处理和连接能力，是“互联网+”、人工智能的重要载体，公司是国内领先的智能终端研发、设计、制造及销售的高新技术企业，在海内外市场拥有较高的知名度，具备从前端、传输、终端到应用全产业链系列产品及系统解决方案能力。

公司依托九洲电子、深圳九洲两家子公司开展业务，设有绵阳制造基地以及深圳制造基地，主要从事数字音视频终端、数据通信终端设备、直播卫星产品研发、生产和销售及行业应用服务，产品包括数字有线机顶盒、IP网络机顶盒、人工智能(AI)机顶盒、WIFI路由器、5G终端、直播卫星接收设备等。

智能终端领域，公司引进具有当代国际先进水平的科研开发设备和仪器、精密加工设备和检测设备，拥有完善的工艺能力和制造体系，生产实力和规模居全国同行业之首。公司产能可达数字电视机顶盒 500 万台/年、家庭数字机顶盒终端 800 万台/年、宽带网络系统设备和 XPON 设备 80 万台（套）/年、有源/无源光器件 500 万只/年，以及 LNB 产品 3000 万支/年。

图10: 公司智能终端产品

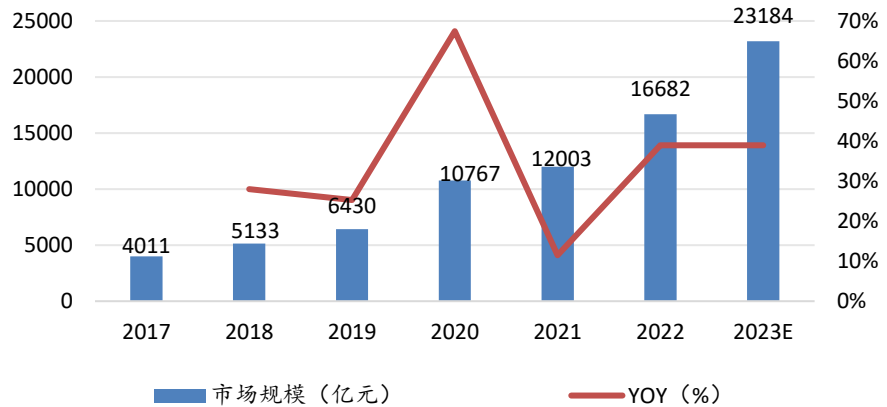


数据来源：深圳九洲、九洲电子官网，东吴证券研究所

2.1. 新基建进程加速推进，智能终端市场前景广阔

随着智能化、物联网等技术的发展以及我国加快推进新一代信息技术和制造业融合发展，提升制造业数字化、网络化、智能化发展水平，进一步加速“制造”向“智造”转变的背景下，我国智能终端市场发展前景广阔。近年来，中国智能硬件市场规模呈高速增长态势，2021 年中国智能硬件市场规模约为 12003 亿元，2017-2020 年 CAGR 约 39%，预计 2023 年市场规模将达到 23184 亿元。

图11: 智能终端（硬件）市场规模增势明显



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2.2. 位处产业链中游，精准布局智能通讯领域，既有优势突出

智能终端产业链结构清晰，公司在产业链中处于中游地位，主要深耕智能通讯领域，包括数字音视频、数据通信、数字融合终端的研发、制造和销售。产业链上游为硬件及软件，包括芯片、显示屏/面板、传感器、电池、大数据平台系统、语音控制交互技术等；中游为产品制造，包括智能手机、平板电脑、VR/AR 智能手表、智能家居、无人机等；下游包括线上、线下销售渠道及消费者。

图12: 公司处于智能终端产业链中游，聚焦智能通讯领域



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

国内智能终端产品制造行业竞争较为激烈，公司凭借在细分领域的专注度，拥有先发优势，市场份额连续多年位居行业前列，在广电行业具有领先地位，通信业务加速推进。随着高新技术迭代节奏加快，市场对于产品的需求发生变化与调整，智能终端产品结构不断动态调整，各企业不断赋予产品新的特点，产品差异化特征明显。

表1: 同行业主要竞争对手

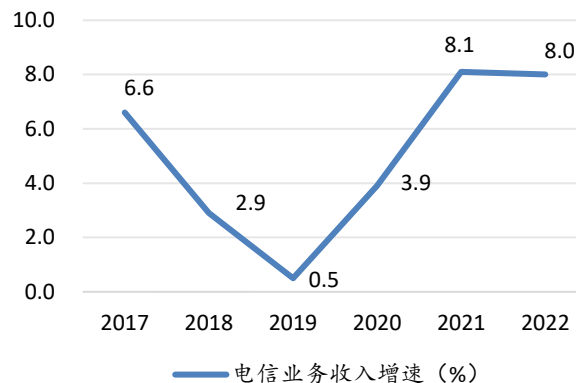
| 企业名称 | 主要产品以及竞争优势 |
|------|--|
| 亿道信息 | 消费类电脑及平板、加固智能行业终端、XR、AIoT 产品与解决方案 |
| 兴瑞科技 | 精密零组件制造及研发、智能终端精密结构件及系列零组件 |
| 九联科技 | 智能终端和通信模块及行业应用解决方案的研发、生产、销售 |
| 协创数据 | 物联网智能终端和智能存储终端的研发、生产和销售 |
| 大富科技 | 通信行业、消费电子、汽车部件、航天航空、军工领域高精密机电一体化产品以及智能装备 |
| 创维数字 | 智能终端及相关软件系统、VR 终端及解决方案、专业显示、运营服务 |

数据来源: Choice, 东吴证券研究所

2.3. 政策加持通信产业发展迅速, 智能通讯产业有望受益

近年来, 国务院、国家发改委、工信部等部门都陆续印发了支持、规范通信行业的发展政策, 内容涉及 5G 网络建设、终端 IPv6 升级改造、“双千兆”网络基础设施、工业互联网建设等内容。根据工信部通信业统计公报数据, 2022 年电信业务收入累计完成 1.58 万亿元, 同比增长 8%, 电信业务总量达 1.75 万亿元, 同比增长 21.3%, 通信行业稳步增长, 公司通讯领域智能终端产品有望受益。

图13: 我国电信业务收入增长较快



数据来源: 2022 年通信业统计公报, 东吴证券研究所

3. 国内军用空管系统重要供应商, 低空经济带来新的发展增量

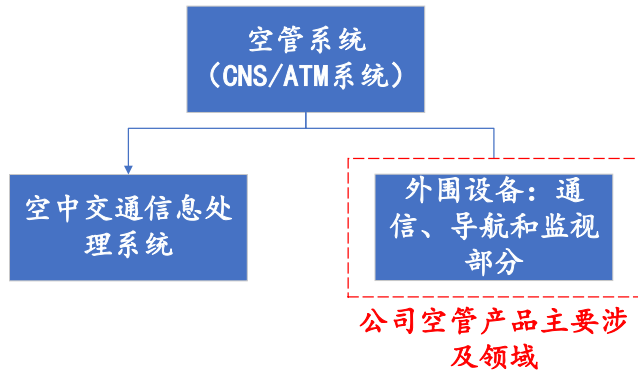
公司空管业务为军事航空、运输航空、通航发展和航空安全提供重要保障, 在空管业务领域主要从事空管系统、通信系统、导航系统、监视系统、信息管理系统及相关航电设备的研发、制造和销售, 在空管二次雷达、空中防相撞、广播式自动相关监视等方面具有行业领先优势。

公司子公司九洲空管公司是九洲集团将空管领域资源进行整合而成立的核心下属公司, 是国内最早从事空管、雷达、导航、监视系统及设备开发、设计、销售的高科技企业, 拥有中国唯一的国家空管监视与通信系统工程技术研究中心, 以及航空监视与机

载防撞工程技术研究中心两个国家级平台。

公司系列产品覆盖了飞机从起飞、爬升、巡航、下降到着陆的全过程，广泛装备民航、通航、体航、警航等领域，可全面满足各领域客户需求，出口全球近 30 个国家和地区。

图14：公司主要从事空管系统外围设备研发制造



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图15：九洲空管部分产品

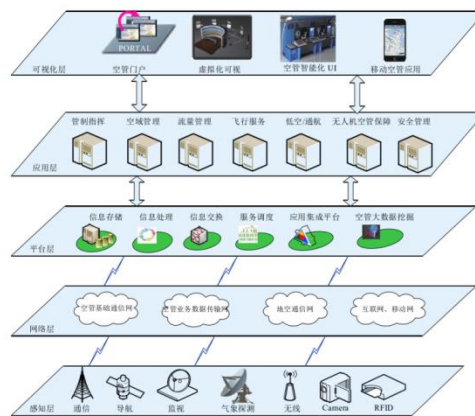


数据来源：九洲空管公司官网，东吴证券研究所

3.1. 新一代信息技术与空管系统产业深度融合，行业增速迅猛

随着国内 5G、AI、物联网等新兴技术不断广泛应用及发展，我国民航产业受此影响全方位转型升级，交通运输部与科技部举行部际会商，两部合力推进《交通强国建设纲要》任务落实，全面提升交通运输科技创新能力。未来新兴技术成熟及广泛应用将推动民航空管系统产业的数字化、智能化转型与发展。

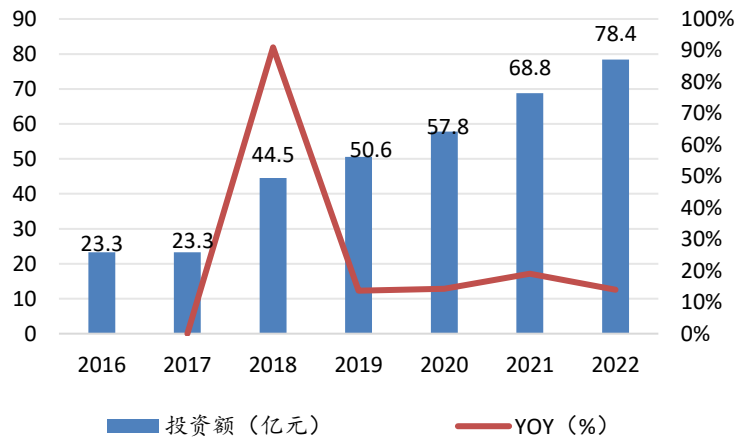
图16：智能化空管系统框架



数据来源：杨红雨《智能化空管技术研究与展望》，东吴证券研究所

在航空运行需求提升与智能改造进程加快的叠加影响下，空中交通保障能力得到长足发展，我国空管系统行业投资额增长显著。根据《中国民航行业发展统计公报》数据，2020 年我国空管系统行业投资额达到 57.8 亿元，2016-2020 年 CAGR 达到 25.5%，根据中商产业研究院预测，2022 年投资额可达 78.4 亿元。

图17: 我国空管系统行业投资额增长显著

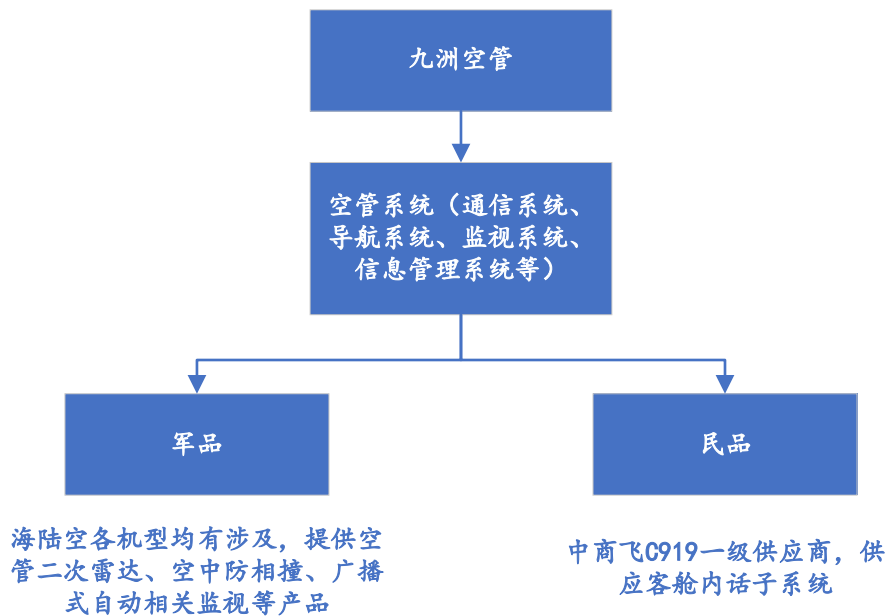


数据来源: 中国民航行业发展统计公报, 中商产业研究院, 东吴证券研究所

3.2. 产品军用领域全面覆盖, 军用空管雷达设备国际领先

公司空管板块产品日常营收主要来源于军品, 在海陆空三军各型飞机上均有加装; 在民品领域, 公司是 C919 的一级供应商, 目前供应产品主要是客舱内话子系统, 已实现相关产品领域国产化替代。

图18: 空管产品军用领域收入占比较大



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

我国有多家厂商获得中国民航颁发的设备许可证, 包括中电 14 所、中电 28 所、中电 38 所、国营 783 厂 (九洲电器) 等, 国产空管设备正逐步替代进口空管设备。目前, 我国空管雷达等关键设备国产化均取得重大突破, 并逐步在空管得到应用, 其中空管 ADS-B 系统国产化率已经达到 100%。中电科 14 所、中电科 38 所、四川九洲作为我国

军用空管雷达及系统的主要生产商，多项研发成果填补了国内空白，居于国际领先地位。

表2: 公司军用空管雷达设备水平领先

| 企业名称 | 主要产品 |
|----------|--|
| 中电科 14 所 | S 波段近程空管一次雷达、L 波段远程空管一次雷达、单脉冲二次雷达等 |
| 中电科 38 所 | S 波段近程空管一次雷达、L 波段远程空管一次雷达、Ku 波段机场场面监视雷达等 |
| 四川九洲 | 星基 ADS-B 载荷、机动式 ADS-B 管制系统、二次雷达等 |

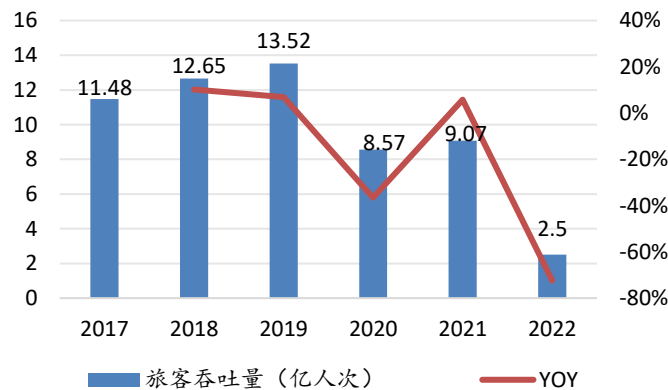
数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

3.3. 军机加速列装、民航客运量庞大，军民融合带动空管产品放量预期

伴随十四五期间军用装备放量以及军事航空活动范围和频次不断提升，我国战略空军装备不断完善，新型空军装备在“十四五”期间开启列装放量模式，各型军机旺盛需求也将带动未来军用空管产品迭新需求。

民用领域方面，作为民航运输的重要系统之一，空管系统的需求主要来源于全国各大机场。机场游客和货物吞吐量越大，对空管系统运行的效率和技术要求越高：2015-2019 年我国各大机场旅客吞吐量呈现逐年上升趋势，2019 年旅客吞吐量达 13.52 亿人次，2020 受疫情冲击，旅客有所降低，各大机场合计旅客吞吐量达 8.57 亿人次，2022 年我国民航完成旅客运输量 2.5 亿人次，恢复至疫情前的 38.1%，未来尚有广阔增长空间，我国民航运客量的庞大规模对我国空管系统需求庞大，民用空管产品有望受益。

图19: 民航运客数量庞大，增长空间广阔

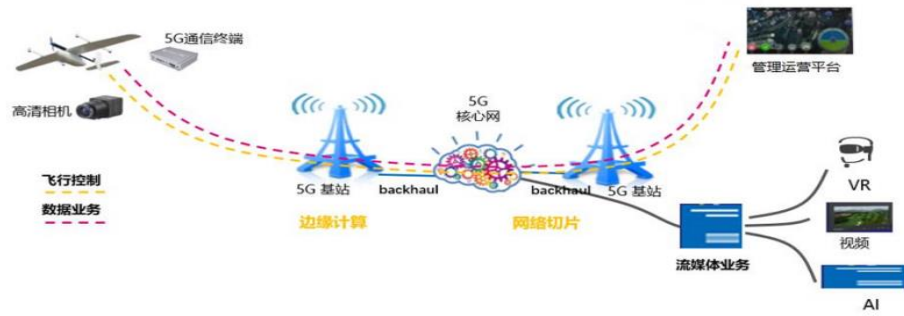


数据来源：观研报告网，东吴证券研究所

3.4. 无人机支撑低空新基建，为空管系统注入增长新动力

以各种有人驾驶和无人驾驶航空器的低空飞行活动为牵引，以低空空域为依托，低空经济于近年有较为出色的表现，无人机产业作为我国“十四五”期间的战略性新兴产业，其已成为“低空经济”发展的重要引擎，我国颁布多项政策支持与规范无人机产业，根据中国民用航空局公布的数据，2022 年，全国民用无人机注册数量达 95.8 万架，同比增长 15.14%。

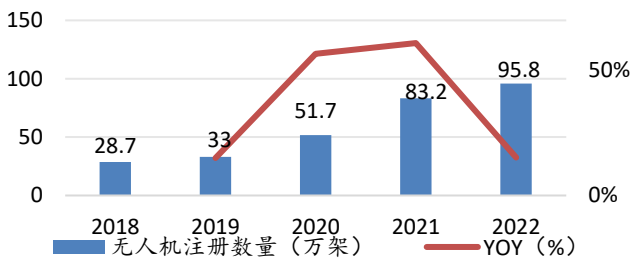
图20: 5G 网联无人机组网



数据来源：华为《基于 5G 通信技术的无人机立体覆盖网络白皮书》，东吴证券研究所

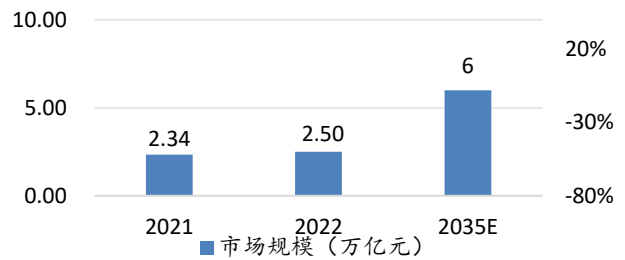
根据前瞻产业研究院披露信息，2022 年中国低空经济行业市场规模为 2.5 万亿元，中央在十四五规划发布的《国家立体交通网络规划纲要》中明确，到 2035 年国家支撑经济发展的商用和工业级无人机预期达到 2600 万架，低空经济产业规模预期达 6 万多亿元。低空经济发展需要新一代空管信息技术作为低空新型基础设施，才能有效保证飞行安全，低空经济的飞速崛起将为空管产业提供增长动能。

图21: 我国民用无人机数量不断增长



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图22: 我国低空经济行业市场规模稳步提升

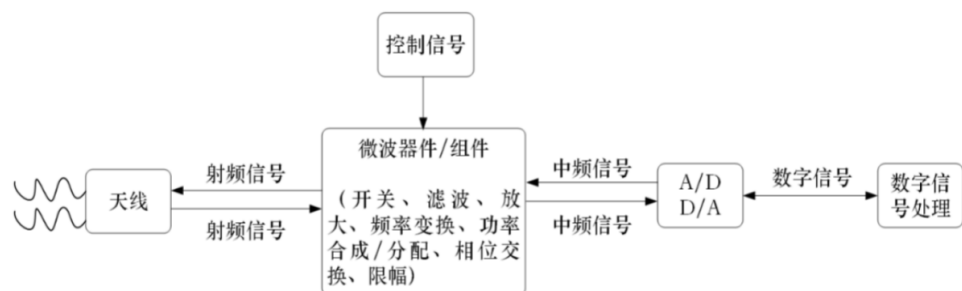


数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

4. 微波射频器组件优质生产商，智能装备与电子对抗双轮驱动

公司依托子公司九洲迪飞的技术优势，主要从事微波射频器件、组件、模块、整机、系统及解决方案的开发、生产、销售，公司产品主要包括微波无源组件、微波放大器、接收及变频、射频微波控制、频率合成器等。

图23: 微波组件及射频功能示意图



数据来源：盛路通信年报，东吴证券研究所

公司微波射频器件产品在军用领域主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，在军工行业中成长性较好；民用领域方面，微波组件可应用于无线通信、汽车毫米波雷达等场景当中，自主可控需求强烈。公司拥有多年的微波射频器件研发和生产经验，形成了丰富的技术积累，产品主要应用于航空、航天、电子、兵器、船舶等行业，微波射频产品在业内拥有优质口碑。

图24：公司微波射频产品涉足军用以及民用领域

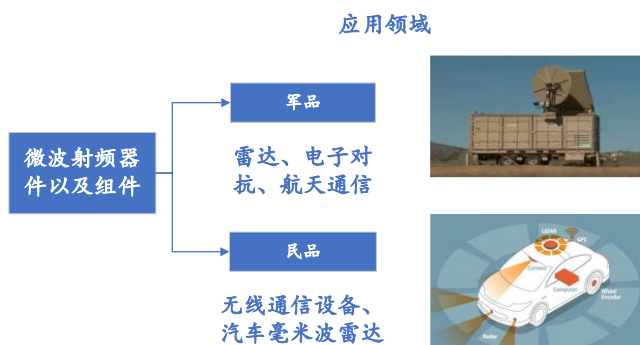


图25：微波接收组件示意图



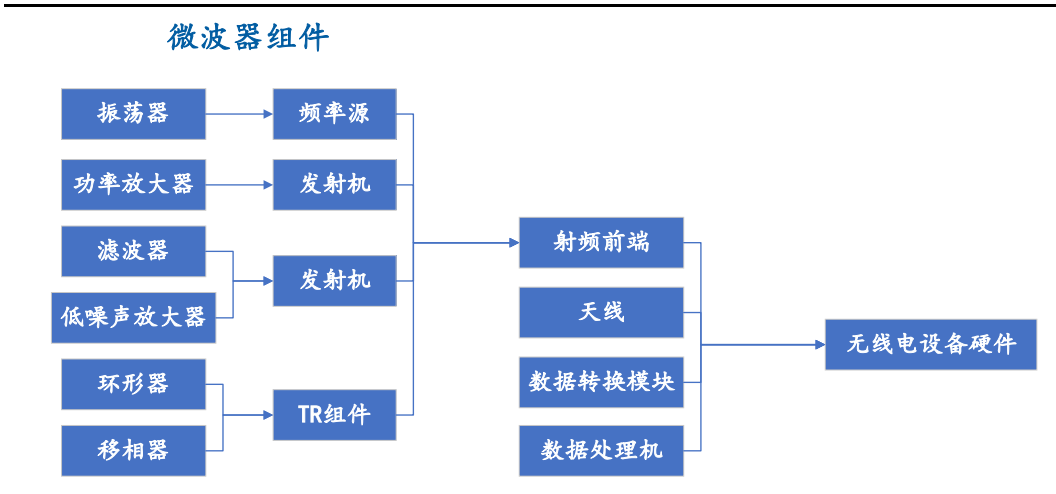
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

数据来源：俊杰电子官网，东吴证券研究所

4.1. 微波组件行业民参军趋势明显，供方具有长足发展动能

射频前端是无线电设备中用于信号处理的部分，微波器件、组件是其构成要素，主要包括频率源、发射机、接收机和收发组件等，公司微波射频产品所处地位属于产业链上游，伴随天线、数据转换模块、数据处理机等部件，共同构成无线电设备硬件系统。

图26：微波器件和组件处于无线电设备产业链上游



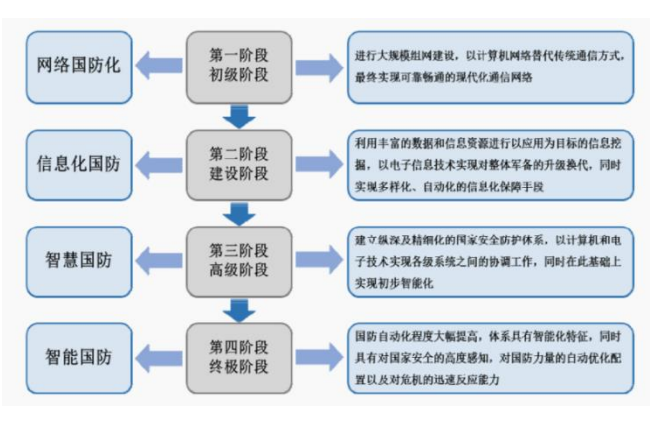
数据来源：未来智库，东吴证券研究所

4.2. 国防装备智能化、信息化趋势明显，军工电子快速发展

国防信息化与信息技术的发展密不可分，遵循信息化在国防领域的应用规律，可以将国防信息化的发展分为网络化国防、信息化国防、智慧国防和智能国防四个阶段。当

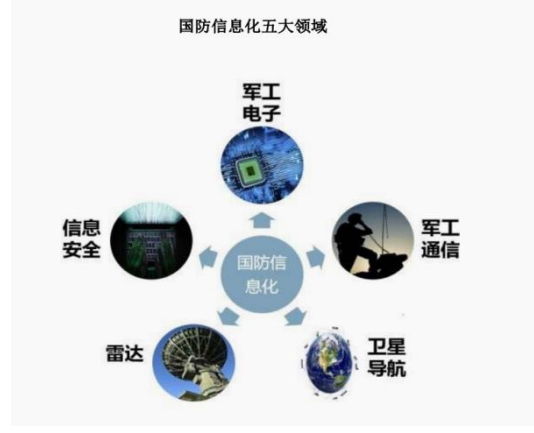
前以美国为代表的发达国家已经渡过了第一、第二阶段，正处于第三阶段后期，并即将过渡到第四阶段，我国仍处于初级阶段后期，刚刚迈入到全面建设的第二阶段。

图27: 我国处于国防信息化第二阶段



数据来源：上海瀚讯招股书，东吴证券研究所

图28: 军工电子为国防信息化五大领域之一



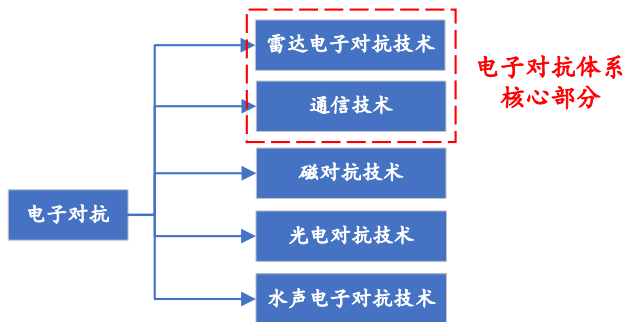
数据来源：上海瀚讯招股书，东吴证券研究所

我国国防和军队现代化建设脚步持续加快，“十四五规划”强调，我国武器装备体系要加快推进机械化、信息化、智能化融合发展，聚力国防科技自主创新、原始创新，加速战略性前沿性颠覆性技术发展，技术迭代加速。在此背景下，雷达、电子对抗等信息化新型装备有望加速列装，将带动对微波器件和组件等的总体需求增长，给军工电子行业带来黄金时机。

4.3. 电子对抗领域布局速度加快，进入持续增长期

广义的电子对抗可以被分为雷达、通信、光电和声学对抗等，实际应用中，雷达对抗和通信对抗作为电子对抗体系的核心部分，应用最为普遍，而微波射频器件产品在军用领域主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，为电子对抗提供了关键技术支撑。

图29: 信息化战争中电子对抗技术的主要形式



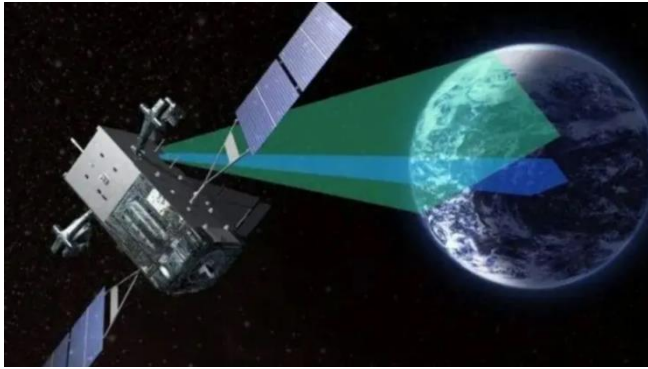
数据来源：百度百科，东吴证券研究所

图30: 雷达在电子对抗中起抗干扰作用



数据来源：微波射频网，东吴证券研究所

图31: 电子侦察卫星



数据来源: 澎湃新闻, 东吴证券研究所

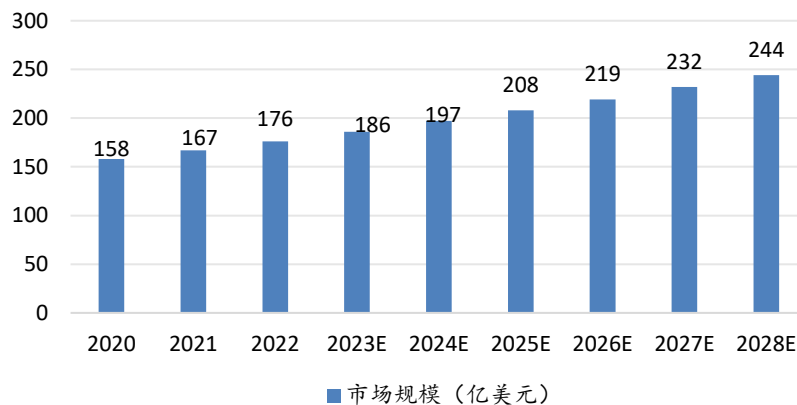
图32: 车载/单兵电子对抗系统



数据来源: 泰晤士报, 东吴证券研究所

根据 Allied Market Research 于 2021 年发布的《按功能、设备、产品（以及平台划分的电子战市场：全球机会分析与产业预测》报告，2020 年全球电子对抗市场规模约 158.11 亿美元，预计 2023 年全球电子对抗市场规模约 186.19 亿美元，预计 2028 年全球电子对抗市场规模达 244.50 亿美元。随着电子对抗领域发展脚步加快，微波射频关键性技术及市场规模将呈现明显增长态势。

图33: 2020-2028 年全球电子对抗市场规模及预测



数据来源: Allied Market Research, 东吴证券研究所

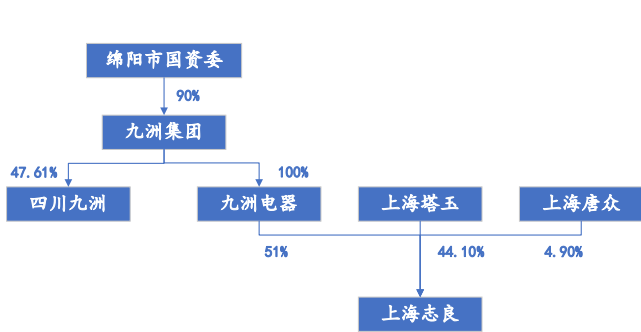
5. 资产重组纳入电子战领域业务，新旧产业协同发展

5.1. 新旧业务协同化发展，增加电子战领域业务

2024 年 1 月 5 日，公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，拟收购上海志良 100% 股权。公司拟以发行股份方式购买九洲电器持有的上海志良 51% 股权、上海塔玉持有的上海志良 44.10% 股权以及上海唐众持有的上海志良 4.90% 股权，拟收购上海志良成为全资子公司。本次交易完成后，公司实际控制人仍然为绵阳市国资委，不会导致公司控制权发生变更。

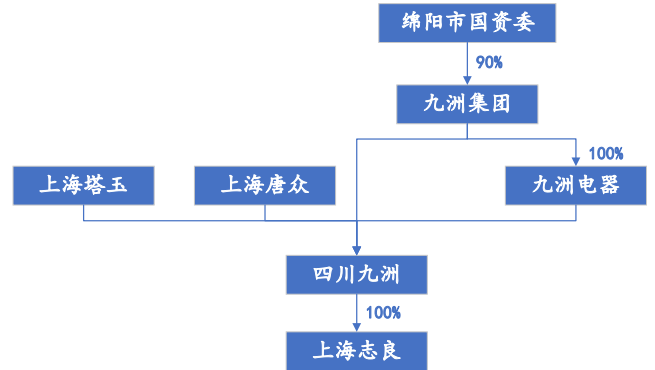
由于本次发行股份购买资产交易的交易对方九洲电器为公司控股股东九洲集团的全资子公司，本次交易构成关联交易，预计本次交易不会构成上市公司重大资产重组。

图34: 资产重组前股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

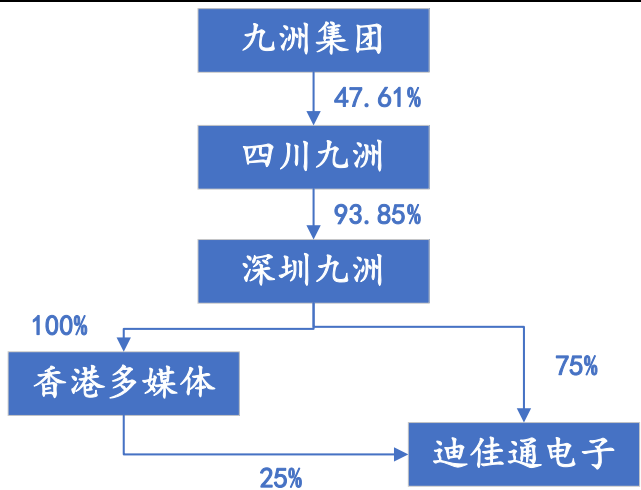
图35: 资产重组后, 上海志良将成为公司全资子公司



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

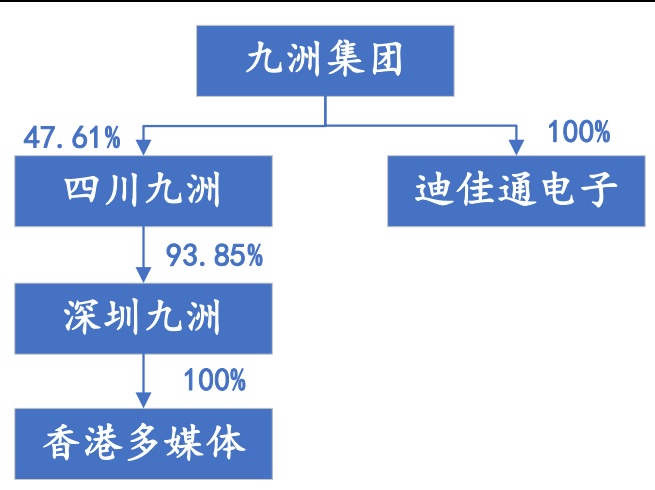
为进一步优化产业结构, 聚焦主业发展, 公司控股子公司深圳九洲及其全资子公司香港多媒体拟分别将持有的迪佳通电子 75%、25%股权非公开转让给九洲集团, 转让价格 4,642.58 万元, 构成关联交易。

图36: 资产重组前股权结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 公司剥离部分智能终端相关资产到九洲集团



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

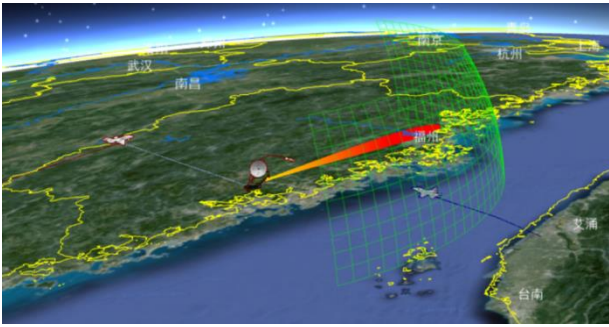
迪佳通电子主要从事广播电视数字产品、多媒体设备、电信设备等产品的研发生产, 此次九洲集团内部结构进行资产重组, 加大整合业务板块, 可以达到产业协同、优势互补的效果。

本次交易完成后, 公司主营业务将新增军用电子战领域的电子侦察、电子干扰、雷达抗干扰、“电子战”仿真训练以及嵌入式功能模块定制业务, 边缘业务被剥离出去, 进一步强化军工业务布局, 并发挥与公司现有微波射频业务的产业链协同作用。

5.2. 志良电子发展潜力雄厚

志良电子专业从事军工雷达电子战领域的电子侦察、电磁防护、雷达抗干扰、模拟仿真训练产品的研制、生产及相关技术服务。

图38: 雷达对抗技术



数据来源: 张锡祥《新系统雷达对抗论》, 东吴证券研究所

图39: 电磁作战管理(EMBM)



数据来源: 安全内参网, 东吴证券研究所

2020年, 红相股份有收购志良电子意愿, 延伸其军工领域产业链条, 公告显示, 截至2020年5月底, 志良电子总资产约1.47亿元, 股东权益约0.88亿元。而根据上海申威资产评估有限公司出具的评估报告, 截至评估基准日2019年12月31日, 在持续经营假设前提下, 经收益法评估, 志良电子100%股权的评估值约为8.6亿元, 增值率为1209.47%。

红相股份与资产评估报告表明, 志良电子业绩快速增长、在手订单充足、持续盈利能力较强, 在行业内的技术水平、竞争优势、客户资源优势较强; 此外, 志良电子作为典型的技术驱动型企业, 采用“轻资产”运营模式, 净资产规模较小, 因此评估增值率较高具有合理性。

6. 投资建议

6.1. 业务拆分

四川九洲业务板块清晰, 多领域业务协同发展, 传统智能终端业务维持增速, 重点布局空管系统、微波射频器组件、电子战对抗相关军用产品, 为公司提供核心增长点, 公司发展势头强劲。

智能终端产品: 行业内产品更新与技术迭代节奏加快, 市场需求内部产品结构发生变化与调整, 行业中各具实力与规模的企业不断赋予产品新的功能特点与特征, 智能终端高清化、网络化、平台化、生态化已然成为趋势。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, 公司深研智能通讯领域相关终端产品, 拥有较强技术优势。综合以上因素, 2023-2025年预计智能终端业务增速分别为6%/6%/5%, 毛利率分别为14.5%/14.5%/14.5%。

空管产品: 空管产业是属于高端装备制造业和航空航天重点产业方向, 在国家航空

强国、民航强国等战略的引领下，新型空军装备在“十四五”期间开启列装放量模式，各型军机旺盛需求，民航装备国产化加快推进，以“四强空管”为总目标的空管改革深入推进，新一代空管装备和系统将迎来新的发展机会；新一代空管信息技术为低空经济的发展提供新型基础设施基座，低空经济的飞速崛起也将为空管产业提供增长动能。叠加以上影响因素，预计 2023-2025 年该业务营收增速分别为 16%/15%/15%，毛利率分别为 38%/38%/38%。

微波产品：随着国防信息化加快推进、5G 通信以及半导体技术发展、军工行业国产化要求逐渐提高，微波产业成为军工行业成长性较好的子领域；公司收购新资产上海志良电子，新增电子战相关产品，新旧产业实现融合发展，进一步强化军工业务布局，随着电子对抗领域发展脚步加快，微波射频关键性技术及市场规模将呈现明显增长态势。2023-2025 年估算该业务营收增速分别为 10%/35%/30%，毛利率预计分别为 48%/48%/48%。

表3: 四川九洲业务拆分

| | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 智能终端 | | | | |
| 营收(百万元) | 1918.65 | 2033.77 | 2155.80 | 2263.59 |
| YOY | 11.78% | 6.00% | 6.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 15.65% | 14.50% | 14.50% | 14.50% |
| 空管产品 | | | | |
| 营收(百万元) | 1000.72 | 1160.83 | 1334.95 | 1535.20 |
| YOY | 17.35% | 16.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 39.79% | 38.00% | 38.00% | 38.00% |
| 微波射频 | | | | |
| 营收(百万元) | 183.88 | 202.27 | 273.07 | 354.99 |
| YOY | -13% | 10% | 35% | 30% |
| 毛利率 | 49.43% | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 其他 | | | | |
| 营收(百万元) | 781.34 | 820.41 | 861.43 | 904.50 |
| YOY | 53.00% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 9.92% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 合计 | | | | |
| 营收(百万元) | 3884.60 | 4217.29 | 4625.25 | 5058.28 |
| YOY | 9.61% | 8.56% | 9.67% | 9.36% |
| 毛利率 | 22.32% | 21.70% | 22.42% | 23.18% |

数据来源：公司财报，东吴证券研究所

6.2. 估值评级

由于二次雷达、微波领域为公司主要增长点，该行业主要企业主要包括国睿科技、四创电子、国光电器、盛路通信、银河电子等，可将它们选作可比公司进行相对估值法

测算。

图40: 可比公司估值 (截至 2024.1.14)

| 证券代码 | 可比公司 | 市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | | PE (倍) | | | |
|-----------|------|------------|------------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002519.SZ | 银河电子 | 64 | 1.96 | 2.31 | 2.66 | 2.98 | 33 | 28 | 24 | 22 |
| 002446.SZ | 盛路通信 | 63 | 2.44 | 2.75 | 4.13 | 5.76 | 26 | 23 | 15 | 11 |
| 600562.SH | 国睿科技 | 159 | 5.49 | 6.36 | 8.43 | 10.7 | 29 | 25 | 19 | 15 |
| 600990.SH | 四创电子 | 50 | 0.66 | 0.69 | 0.88 | 1.16 | 77 | 73 | 57 | 44 |
| 002045.SZ | 国光电器 | 69 | 1.79 | 2.74 | 2.9 | 4.2 | 38 | 25 | 24 | 16 |
| | | | 平均值 | | | | 41 | 35 | 28 | 21 |
| 000801.SZ | 四川九洲 | 79 | 1.98 | 2.22 | 2.76 | 3.4 | 40 | 36 | 29 | 23 |

数据来源: 四创电子、国光电器数据来自 wind 一致预期, 银河电子、盛路通信、国睿科技和四川九洲数据来自东吴证券研究所测算

四川九洲深耕二次雷达空管、微波射频领域多年, 基于公司在行业内的领先地位, 有望受益于下游放量, 在不考虑并购的志良电子情况下, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.22/2.76/3.40 亿元, 对应 PE 分别为 36/29/23 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

7. 风险提示

宏观经济和产业政策风险: 全国数字经济进程的推进, 助推了公司智能终端产业的发展, 长期来看政策变化的风险较小。但短期来看, 随着国家政策的不断变化, 可能会带来不确定性, 对公司业务发展可能会带来影响。

市场竞争风险: 智能终端业务: 传统数字音视频终端产品属于红海市场, 市场需求持续下滑, 且行业厂家众多, 产品同质化严重, 价格战十分激烈; 通信领域技术壁垒高, 研发投入大、周期长, 目前 5G 核心技术被华为、中兴等大型企业垄断, 产业链下游终端设备制造环节制造商 (低价值空间不大且环节) 竞争激烈; 空管业务: 目前行业内传统优势企业及国外资深龙头企业为空管业务市场带来了一定的竞争压力, 市场订单争取的挑战进一步加大; 微波射频业务: 随着更多社会资源进入微波射频领域, 新进入者不断吸取前人经验, 加大资金投入, 实现技术创新, 行业内竞争日益加剧。

盈利能力风险: 在地缘政治冲突、国际政治形势及经济环境等诸多不利因素影响下, 供应链不确定性因素多, 同时, 公司研发及制造升级投入增大, 短期效益不明显, 尚不能完全实现“成本轻装”, 影响公司利润指标完成。

财务风险: 近年来, 由于受到经济和行业形势的影响, 公司应收账款占比较高, 部分款项回收周期较长, 为公司生产经营带来一定压力。库存资金占用依然较高, 整体周转效率尚需提升; 随着美国采取财政紧缩政策和美元频繁加息措施, 以及国际政治和全球经济形势不明朗, 导致外汇汇率波动较为频繁, 存在不确定性风险。

四川九洲三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 4,806 | 5,012 | 5,671 | 6,085 | 营业总收入 | 3,885 | 4,217 | 4,625 | 5,058 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 792 | 756 | 1,068 | 1,130 | 营业成本(含金融类) | 3,018 | 3,302 | 3,588 | 3,886 |
| 经营性应收款项 | 2,555 | 2,463 | 3,007 | 2,971 | 税金及附加 | 15 | 15 | 17 | 19 |
| 存货 | 807 | 1,137 | 956 | 1,321 | 销售费用 | 79 | 86 | 94 | 103 |
| 合同资产 | 0 | 1 | 0 | 0 | 管理费用 | 191 | 196 | 221 | 238 |
| 其他流动资产 | 652 | 655 | 641 | 664 | 研发费用 | 325 | 354 | 388 | 425 |
| 非流动资产 | 1,066 | 1,059 | 1,057 | 1,060 | 财务费用 | 20 | 5 | 7 | 7 |
| 长期股权投资 | 34 | 37 | 46 | 53 | 加:其他收益 | 56 | 55 | 64 | 68 |
| 固定资产及使用权资产 | 308 | 319 | 318 | 320 | 投资净收益 | 24 | 22 | 26 | 27 |
| 在建工程 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 27 | 28 | 27 | 27 | 减值损失 | (83) | (72) | (73) | (72) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 3 | 3 | 3 | 3 | 营业利润 | 233 | 264 | 327 | 404 |
| 其他非流动资产 | 693 | 670 | 663 | 656 | 营业外净收支 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 资产总计 | 5,872 | 6,071 | 6,729 | 7,145 | 利润总额 | 233 | 265 | 329 | 406 |
| 流动负债 | 2,537 | 2,565 | 2,884 | 2,882 | 减:所得税 | (8) | (8) | (10) | (12) |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 235 | 174 | 136 | 86 | 净利润 | 241 | 273 | 338 | 419 |
| 经营性应付款项 | 1,715 | 1,819 | 2,092 | 2,106 | 减:少数股东损益 | 43 | 52 | 62 | 78 |
| 合同负债 | 186 | 186 | 212 | 224 | 归属母公司净利润 | 198 | 222 | 276 | 340 |
| 其他流动负债 | 401 | 385 | 445 | 466 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.19 | 0.22 | 0.27 | 0.33 |
| 非流动负债 | 208 | 208 | 208 | 208 | EBIT | 230 | 381 | 443 | 518 |
| 长期借款 | 72 | 72 | 72 | 72 | EBITDA | 287 | 541 | 606 | 681 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 22.32 | 21.70 | 22.42 | 23.18 |
| 租赁负债 | 1 | 1 | 1 | 1 | 归母净利率(%) | 5.10 | 5.26 | 5.97 | 6.73 |
| 其他非流动负债 | 135 | 135 | 135 | 135 | 收入增长率(%) | 9.61 | 8.56 | 9.67 | 9.36 |
| 负债合计 | 2,745 | 2,773 | 3,093 | 3,090 | 归母净利润增长率(%) | 36.55 | 11.98 | 24.48 | 23.38 |
| 归属母公司股东权益 | 2,860 | 2,980 | 3,256 | 3,596 | | | | | |
| 少数股东权益 | 266 | 318 | 381 | 459 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,127 | 3,298 | 3,636 | 4,055 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 5,872 | 6,071 | 6,729 | 7,145 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 227 | 296 | 523 | 286 | 每股净资产(元) | 2.80 | 2.91 | 3.18 | 3.52 |
| 投资活动现金流 | (801) | (126) | (121) | (112) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 |
| 筹资活动现金流 | 40 | (176) | (51) | (62) | ROIC(%) | 7.07 | 11.25 | 12.34 | 13.23 |
| 现金净增加额 | (534) | (6) | 352 | 112 | ROE-摊薄(%) | 6.92 | 7.44 | 8.47 | 9.47 |
| 折旧和摊销 | 58 | 160 | 164 | 164 | 资产负债率(%) | 46.75 | 45.68 | 45.96 | 43.25 |
| 资本开支 | (442) | (55) | (41) | (47) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 40.10 | 35.81 | 28.77 | 23.32 |
| 营运资本变动 | (132) | (199) | (37) | (352) | P/B(现价) | 2.77 | 2.66 | 2.44 | 2.21 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>