



四川九洲 (000801.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

电子对抗稀缺核心标的，空管龙头受益低空经济

公司简介

公司是九洲集团下属重要上市平台，主要业务为智能终端、空管系统、微波射频，2023年前三季度营收28.3亿，同比+2.4%；归母净利润1.4亿，同比+4.5%。2024年1月5日公司发布收购预案，拟发行股份收购志良电子100%股权，拟发行股份价格6.57元/股，拓展电子对抗稀缺核心赛道。

投资逻辑：

电子对抗高景气赛道，拟收购志良电子布局新业务。电子对抗是新型作战领域，电子对抗装备可以大幅提高传统武器装备作战能力。我国正处于电子对抗装备快速建设期，参考美军电子战开支占装备采购比例，假设未来我国国防开支维持7%增长，我们预计2027年电子对抗设备市场空间超500亿元。志良电子是雷达对抗领域极少数具备全产业链条配套合作能力的企业，定位稀缺。

低空经济催生空管系统新需求，公司作为行业龙头深度受益。低空经济带动空管系统新需求，子公司九洲空管是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，相关产品已应用于无人机平台。预计空管产品2023-2025年营收分别为12.0/14.3/16.9亿元，同比+20.0%、19.0%、18.0%。

智能终端产品深度绑定头部客户。公司是国内智能终端龙头公司，产品涵盖数字音视频终端、数据通信终端等领域，与头部客户合作密切，是华为光网络终端产品一级供应商。预计智能终端产品2023-2025年营收分别为23.0/27.4/32.3亿元，同比+20.0%、19.0%、18.0%。

九洲控股集团重要上市平台，有望做强做大。集团董事长亲自挂帅，彰显对公司高度重视。九洲集团是大型军民融合电子信息国家队，公司历史上多次收购集团资产，后续有望持续资产整合。

盈利预测、估值和评级

预计公司2023-2025年归母净利润分别为2.3/2.9/3.7亿元，同比+17.1%、26.7%、25.5%，对应PE为34/27/21倍；公司拟收购志良电子，预计2023-2025年备考归母净利润分别为3.1/3.8/4.9亿元，同比+16.6%、25.1%、27.7%。公司业务成长性强，给予2024年43倍PE估值，对应目标价12.34元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

下游武器装备列装节奏不及预期、低空建设进度低于预期、智能终端业务增长不及预期、应收账款偏高。

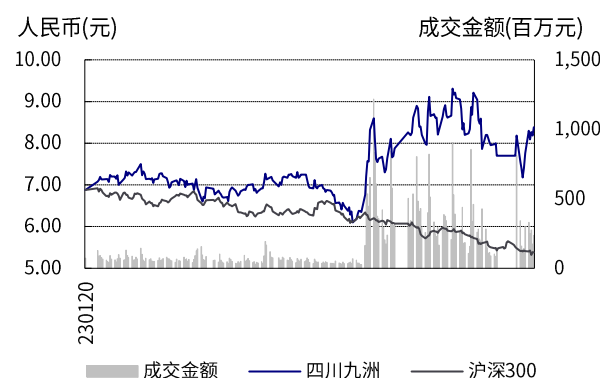
军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：8.38 元

目标价 (人民币)：12.34 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 3,544 | 3,885 | 4,034 | 4,760 | 5,582 |
| 营业收入增长率 | 7.40% | 9.61% | 3.84% | 18.02% | 17.25% |
| 归母净利润(百万元) | 145 | 198 | 232 | 294 | 369 |
| 归母净利润增长率 | 88.76% | 36.55% | 17.14% | 26.73% | 25.51% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.142 | 0.194 | 0.227 | 0.287 | 0.361 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.32 | 0.22 | 0.55 | 0.69 | 0.58 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 5.35% | 6.92% | 7.78% | 9.31% | 10.92% |
| P/E | 67.67 | 33.69 | 33.97 | 26.80 | 21.36 |
| P/B | 3.62 | 2.33 | 2.64 | 2.50 | 2.33 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 1. 九洲控股集团上市平台，三大业务夯实基本盘 | 4 |
| 1.1 军民融合信息化国企，拟收购电子对抗稀缺标的 | 4 |
| 1.2 营业收入稳健增长，盈利能力稳中有升 | 4 |
| 1.3 九洲控股集团重要上市平台，优质资产有望整合 | 5 |
| 2. 电子对抗高景气赛道，志良电子是核心供应商 | 6 |
| 2.1 电子对抗市场空间超 500 亿，有望迎来高成长期 | 6 |
| 2.2 志良电子：电子对抗国家队，掌握全产业链核心技术 | 10 |
| 3. 空管业务受益低空经济，射频微波业务稳健增长 | 11 |
| 3.1 军机扩编叠加民航恢复，低空经济催生空管系统新需求 | 11 |
| 3.2 微波射频成长性强，九洲迪飞深耕产业实力深厚 | 14 |
| 4. 智能终端业务积极拓展，头部客户紧密合作有望实现新突破 | 16 |
| 5. 盈利预测与估值 | 17 |
| 5.1 盈利预测 | 17 |
| 5.2 投资建议及估值 | 18 |
| 6. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1： 公司主要发展历程 | 4 |
| 图表 2： 公司股权结构 | 4 |
| 图表 3： 公司各业务收入情况 | 5 |
| 图表 4： 公司收入及增速 | 5 |
| 图表 5： 公司归母净利润及增速 | 5 |
| 图表 6： 公司毛利率及净利率 | 5 |
| 图表 7： 公司管理、销售、研发费用率 | 5 |
| 图表 8： 公司核心管理层及重要履历 | 6 |
| 图表 9： 公司为九洲集团下属重要上市平台 | 6 |
| 图表 10： 上市公司体外的九洲集团业务收入规模大 | 6 |
| 图表 11： 电子对抗作战方式 | 7 |
| 图表 12： 电子对抗的类型 | 7 |
| 图表 13： 俄乌冲突中电子战的应用 | 7 |
| 图表 14： 美军代表电子对抗武器装备平台 | 8 |
| 图表 15： 电子战技术发展方向 | 8 |
| 图表 16： 我国 2027 年电子对抗装备市场预计 544 亿元 | 9 |
| 图表 17： 存量装备的电子战装备加改进一步催生电子对抗装备需求 | 9 |
| 图表 18： 美军电子对抗研发与装备采购支出预算情况 | 9 |
| 图表 19： 我国部分新型电子对抗装备 | 9 |
| 图表 20： 我国电子对抗主要参与者 | 9 |
| 图表 21： 志良电子收入及利润 | 10 |



| | | |
|--------|----------------------------|----|
| 图表 22: | 志良电子收入构成 (2020 年前三季度) | 10 |
| 图表 23: | 志良电子主要业务板块之间具有协同关系 | 10 |
| 图表 24: | 志良电子产品性能突出 | 10 |
| 图表 25: | 空管系统构成 | 11 |
| 图表 26: | 空管系统雷达种类 | 11 |
| 图表 27: | 2022 年我国空管系统投资额约为 78.4 亿元 | 11 |
| 图表 28: | 我国军机结构与军事强国存在差距 (架) | 12 |
| 图表 29: | 我国军机数量与军事强国存在差距 (架) | 12 |
| 图表 30: | 空军实战演训强度加大 | 12 |
| 图表 31: | 2023 年民航需求恢复显著 | 12 |
| 图表 32: | 2023 年各地政府低空政策 | 13 |
| 图表 33: | 低空经济是万亿空间的赛道 | 13 |
| 图表 34: | 空管系统是低空基础设施的重要组成部分 | 13 |
| 图表 35: | 公司空管业务主要产品 | 14 |
| 图表 36: | 公司空管业务营收和毛利及增速 | 14 |
| 图表 37: | 公司空管业务毛利率 | 14 |
| 图表 38: | 典型射频系统结构图 | 14 |
| 图表 39: | 微波组件产品示意图 | 14 |
| 图表 40: | 2026 年中国射频器件市场规模预计 3654 亿元 | 15 |
| 图表 41: | 公司射频微波主要产品 | 15 |
| 图表 42: | 公司微波射频业务收入和毛利及增速 | 16 |
| 图表 43: | 公司微波射频业务毛利率 | 16 |
| 图表 44: | 2028 年全球无线路由器规模预计 184 亿美元 | 16 |
| 图表 45: | 2023 年中国机顶盒出货量约为 7930 万台 | 16 |
| 图表 46: | ONT+OTT 融合终端 | 16 |
| 图表 47: | 九洲智能终端制造基地 | 16 |
| 图表 48: | DVC-8058 高清数字机顶盒 | 17 |
| 图表 49: | 第二代人工智能机顶盒 | 17 |
| 图表 50: | 公司智能终端业务收入及增速 | 17 |
| 图表 51: | 公司智能终端业务毛利率 | 17 |
| 图表 52: | 公司收入拆分及预测 | 18 |
| 图表 53: | 志良电子收入及净利润预测 | 18 |
| 图表 54: | 可比公司估值 | 18 |

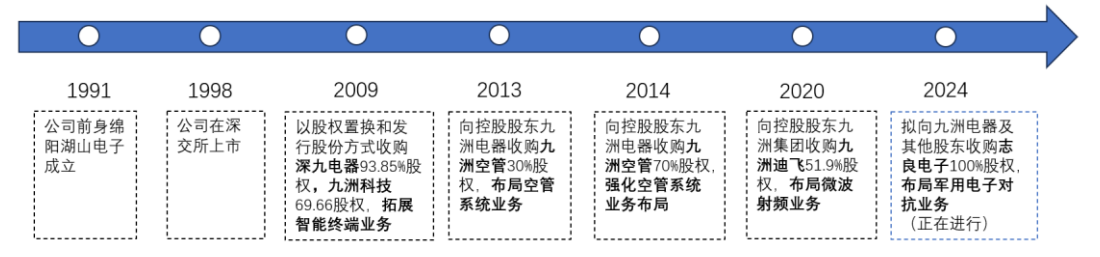


1. 九洲控股集团上市平台，三大业务夯实基本盘

1.1 军民融合电子信息化国企，拟收购电子对抗稀缺标的

公司多次整合资产，形成智能终端、空管系统、射频微波三大主业。公司成立于1991年，并于1998年在深交所上市，2009年公司以资产置换和发行股份方式收购深圳市九洲电器有限责任公司93.85%股权以及四川九洲电子科技股份有限公司69.66%股权，完成公司智能终端业务布局。2014年公司完成对四川九洲空管科技有限责任公司100%股权收购，拓展空管产品业务布局。2020年公司收购成都九洲迪飞科技有限责任公司51.94%股权，拓展微波射频业务。2024年公司发布收购预案，拟收购上海志良电子科技有限公司100%股权，拓展电子对抗业务。

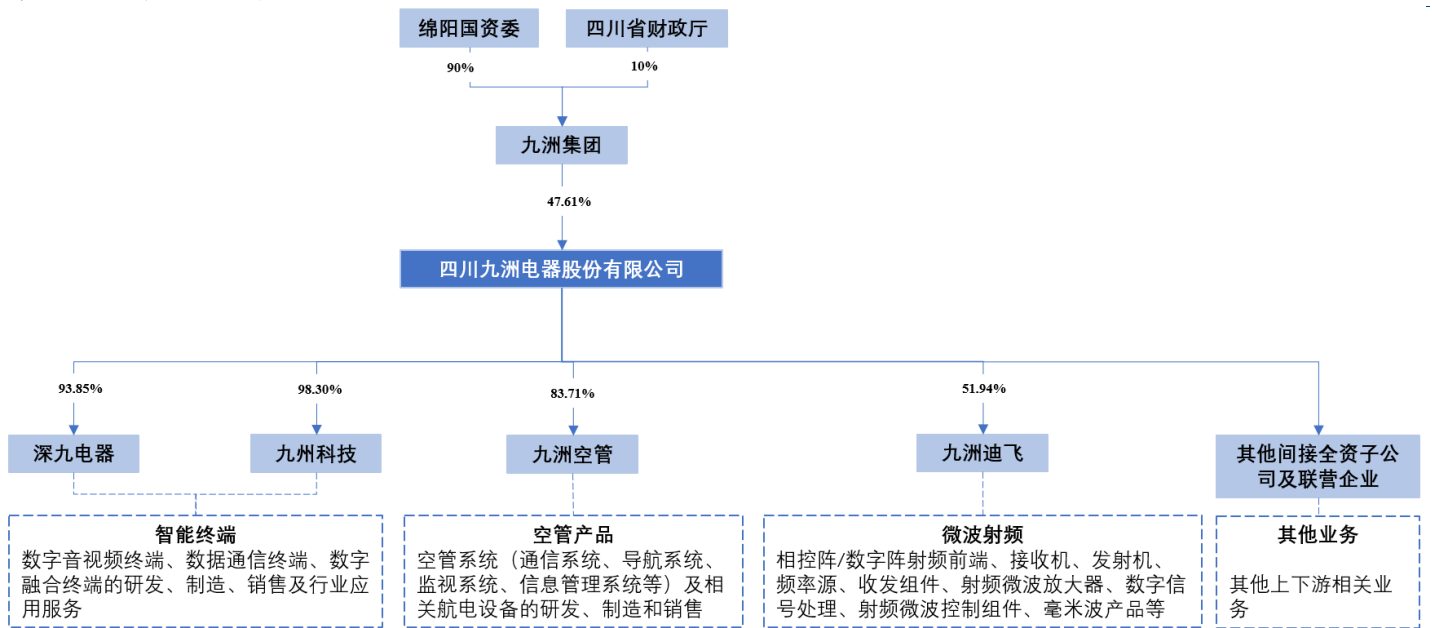
图表1：公司主要发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

公司实控人为四川绵阳国资委，子公司经营实体业务。公司控股股东为四川九洲投资控股集团有限公司，实控人为绵阳市国资委。公司目前下设四个主要子公司，其中九州空管主要经营空管产品，九州迪飞主要经营微波射频业务，九州科技和深九电器主要经营智能终端业务。

图表2：公司股权结构



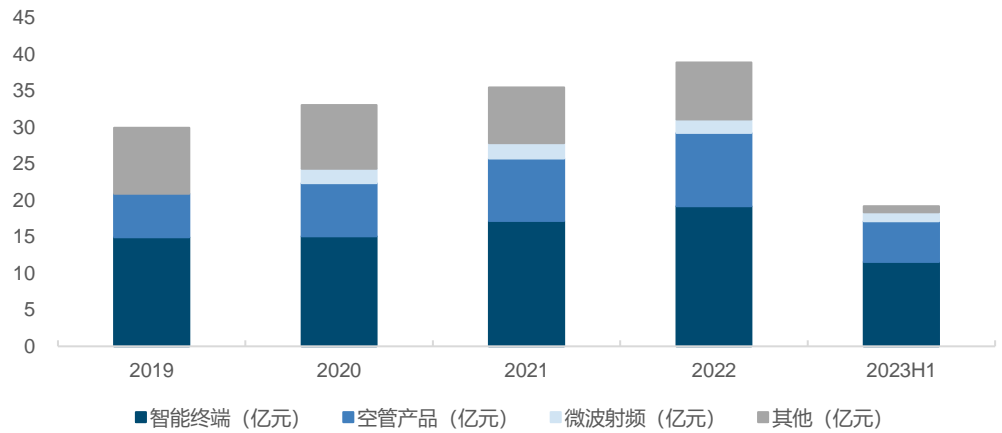
来源：wind，公司公告，国金证券研究所

1.2 营业收入稳健增长，盈利能力稳中有升

公司目前主业为智能终端、空管产品、微波射频，计划收购志良电子拓展电子对抗业务。2022年智能终端、空管产品、微波射频营收分别为19.2、10.0、1.8亿元，合计占公司总收入80%。其中智能终端业务收入占比49%，是目前公司主业。2023H1智能终端、空管产品、微波射频营收分别为11.6、5.6、1.2亿元，主要业务占比进一步提高。公司发布收购预案，拟收购志良电子拓展电子对抗业务，未来有望成为业务新增长点。



图表3: 公司各业务收入情况

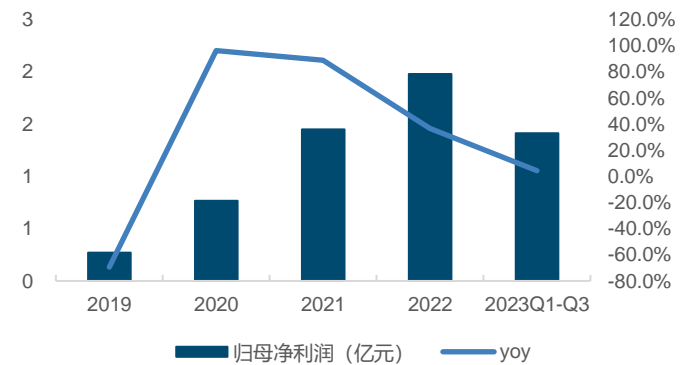
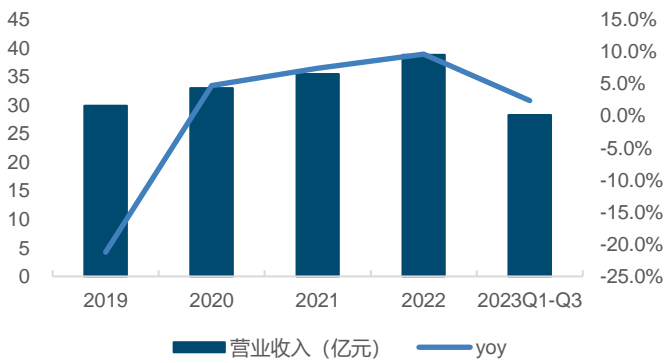


来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年前三季度收入和利润维持稳健增长, 增速有所下滑。公司 23 年前三季度实现营收 28.3 亿 (同比+2.4%), 归母净利润 1.4 亿 (同比+4.5%); 其中 23Q3 实现营收 9.1 亿 (同比+6.4%), 归母净利润 0.6 亿 (同比+30.6%)。

图表4: 公司收入及增速

图表5: 公司归母净利润及增速



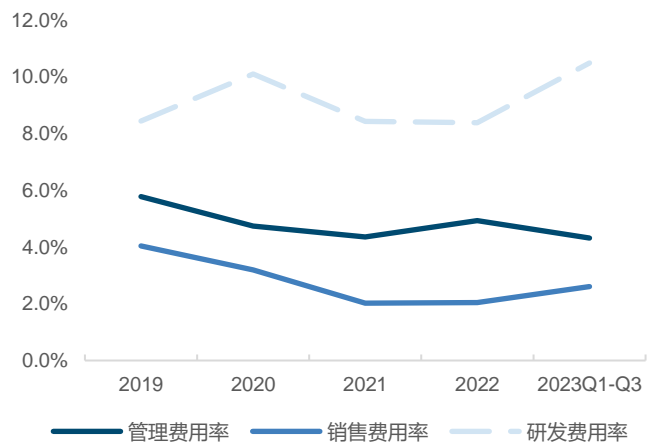
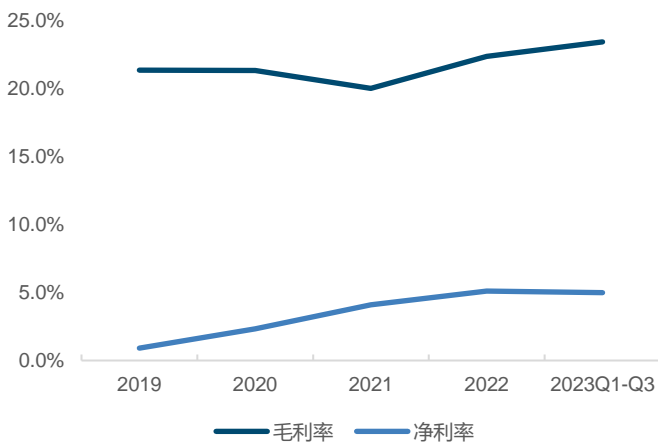
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

公司盈利能力持续提升, 内部管理效率持续提升。公司 23 年前三季度毛利率 23.4% (同比+1.7pct), 净利率 5.0% (同比+0.1pct); 其中 23Q3 毛利率 24.9% (同比+0.3pct), 净利率 6.1% (同比+1.1pct)。

图表6: 公司毛利率及净利率

图表7: 公司管理、销售、研发费用率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

1.3 九洲控股集团重要上市平台, 优质资产有望整合

九洲控股集团董事长挂帅, 高管团队能力卓越。公司新任董事长杨总兼任九洲控股集团董事长, 曾就任于绵阳市国资委、绵阳市金融工作局, 有丰富的金融市场工作经验, 工



作能力强。公司高管团队具有技术、销售背景，在公司长期工作，对业务了解深入，团队工作能力突出。

图表8：公司核心管理层及重要履历

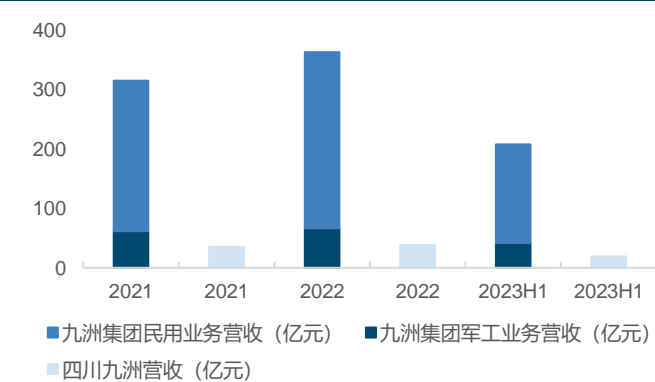
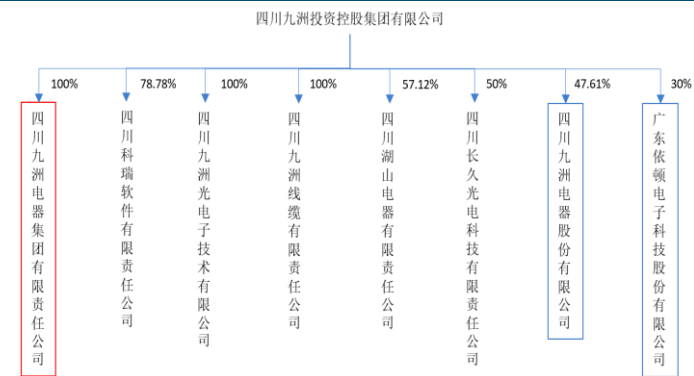
| 职位 | 董事长 | 总经理 | 副总经理、总会计师 | 副总经理，董秘 |
|----|---|--|--|--|
| 姓名 | 杨保平 | 陈兴德 | 王睿 | 吴正 |
| 履历 | <p>历任：绵阳市国资委产权监管科科长；绵阳市国资委党委委员，副主任；绵阳市金融工作局党组书记，局长。</p> <p>现任：四川九洲投资控股集团有限公司党委书记，董事长；四川九洲电器股份有限公司董事长。</p> | <p>历任：四川九洲电器集团有限责任公司第一研究所副所长，第三研究所副所长，航管事业部副部长；四川九洲空管科技有限责任公司空管研究所副所长，副总经理。</p> <p>现任：四川九洲空管科技有限责任公司党委书记，董事，总经理；四川九洲电器股份有限公司总经理。</p> | <p>历任：四川九洲电器集团有限责任公司财务部会计员，总账稽核组室主任；四川九洲通信科技有限责任公司财务总监，四川九洲防控科技有限责任公司财务总监。</p> <p>现任：四川九洲电器股份有限公司副总经理，总会计。</p> | <p>历任：四川九洲电器集团有限责任公司法务部法务，新兴产业推进办项目管理员，军工发展部市场营销专员，部长助理，副部长，四川九洲电器股份有限公司董事会办公室党支部副书记，党委办公室副主任。</p> <p>现任：四川九洲电器股份有限公司纪委书记，副总经理，董事会秘书，董事会办公室党支部书记，党委办公室主任；成都九洲迪飞科技有限责任公司董事。</p> |

来源：wind，国金证券研究所

公司为九洲系重要上市平台，优质资产有望整合。公司目前控股股东为四川九洲投资控股集团有限公司，是九洲为了推进全面深化改革、实施内部资产重组，以“存续分立+股权划转”方式新设的总部型公司，集团下属子公司四川九洲电器集团有限公司（国营783厂）是我国重要军工配套单位，是优质资产。公司历史上经历多次资产注入，随着国资委鼓励国有上市平台做强做优做大，后续集团核心优质资产有望整合。

图表9：公司为九洲集团下属重要上市平台

图表10：上市公司体外的九洲集团业务收入规模大



来源：wind，国金证券研究所；注：蓝色框线为上市公司

来源：wind，国金证券研究所

2. 电子对抗高景气赛道，志良电子是核心供应商

为了进一步提高上市公司质量，强化军工业务布局和产业链协同，公司计划以 6.57 元/股发行股份，收购志良电子 100% 股权。志良电子作为军工电子领域优质成长型企业，是国内少数具有雷达对抗系统级和全产业链配套合作能力的企业，公司通过并购重组拓展军用电子战领域的电子侦查、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，布局军工行业优质成长赛道。

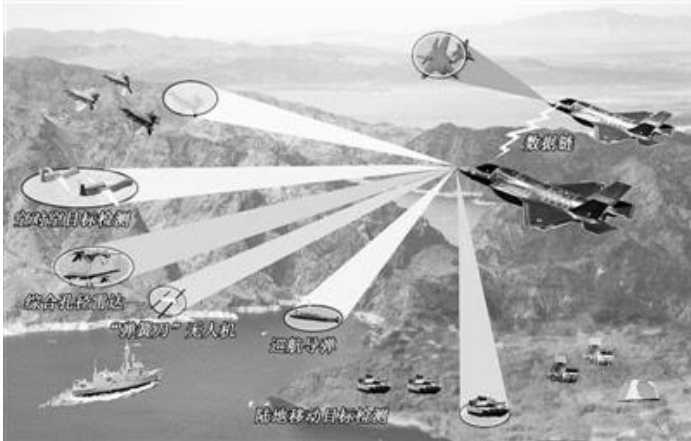
2.1 电子对抗市场空间超 500 亿，有望迎来高成长期

电子对抗是新型作战领域，是战力倍增器。电子对抗是指以专用电子设备、仪器和电子打击武器系统降低或破坏敌方电子设备的工作效能，同时保护己方电子设备效能正常发挥的作战方式，主要形式有雷达对抗，无线电通信对抗等。电子战是现代战争的序幕与先导，并贯穿于战争的全过程，进而决定战争的进程和结局，其主要作战过程分为电子侦查、电子干扰、电子防御/摧毁三个步骤。据《电子战装备在二十一战争和冲突中的实战》，俄专家统计使用电子战兵力兵器，可使陆军部队作战潜力提高 2 倍，战机损失减少

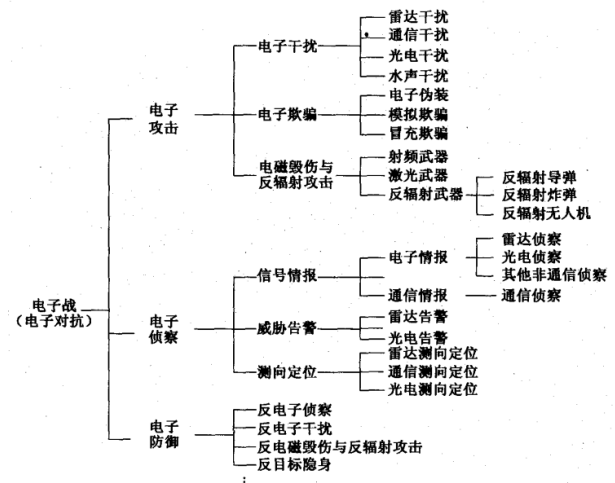


1/3, 战舰损失减少 2/3。

图表11: 电子对抗作战方式



图表12: 电子对抗的类型



来源: 微波射频网, 国金证券研究所

来源: 综合电子战-信息化战争的杀手锏, 国金证券研究所

电子作战装备在战场上广泛应用, 军事强国技术实力强。电子战武器装备是现代战争尤为重要的“不对称”手段, 其重要性在一系列局部战争和武装冲突中得到充分证实, 俄乌战争中俄罗斯使用大量电子作战设备投入作战, 取得较大战果。美国具有全球最先进的电子对抗技术和装备, 目前已在各种作战平台上共装备了 600 多种电子对抗系统, 拥有近千架专用电子对抗飞机。我国未来武器装备发展思路会借鉴局部冲突战果及军事强国发展路径, 我们预计对电子作战重视度将进一步提高。

图表13: 俄乌冲突中电子战的应用

| 作战方 | 电子作战装备和系统 | 作战效果描述 |
|-----|-----------------------------|--------------------------------------|
| 俄罗斯 | Infauna 战术电子战系统 | 用于对敌移动通信网进行截获、测向和干扰 |
| | Leer-3、Borisoglebsk-2 电子战系统 | 干扰乌军指控系统并散布虚假信息误导乌军 |
| | Moskva-1、Krasukha-4 系统 | 进行对空监视支援和压制干扰, 对北约预警机、侦察机进行检测定位和致盲干扰 |
| | Murmansk-BN、“汽车场”战略型电子战系统 | 对战场态势和北约部队进行监控, 并在关键时刻干扰北约对俄罗斯本土的突袭 |
| | Shipovnik-Aero 车载电子干扰系统 | 压制无人机的遥控信号、抢夺控制权并追踪无人机遥控台位置 |
| | Rychag-AV 电子战系统 | 搭载在直升机平台上配合空天军展开突防 |
| 乌克兰 | Tirada-2 系统 | 干扰通信卫星的上行链路并干扰星链终端通道型号 |
| | “白芷”探测雷达 | 探测“星链”系统终端位置 |
| | Khortytsia-M 便携式测向仪 | 定位地方阵地、协助炮兵瞄准目标、拦截通信和反无人机任务 |
| | ETER 小型电子情报系统 | 探测敌方电子战系统, 在安全路线上发射无人机 |
| | 无人机干扰装置 | 干扰低空无人机 |

来源: 俄乌军事冲突中俄军电子战的运用及启示, 战略前沿技术, 电子小筑, 空天防御在线, 国金证券研究所



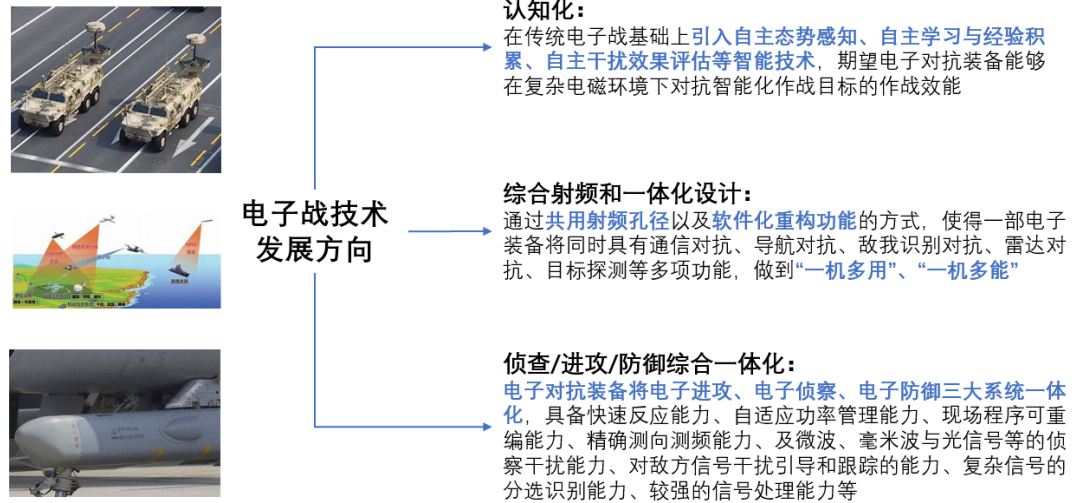
图表14: 美军代表电子对抗武器装备平台

| | | | |
|----|--------------|--------------|----------------|
| 陆军 | MQ-1C战术无人机 | EWTV电子战战术车辆 | 直升机电子侦查系统 |
| | | | |
| | EC-130H电子干扰机 | RC-135W电子侦察机 | EA-37B电子战飞机 |
| 空军 | | | |
| | EA-18G电子战飞机 | EA-6B电子干扰机 | AN/SLQ-32电子战系统 |
| 海军 | | | |
| | | | |

来源: 安全内参, 全球技术地图, 国金证券研究所

电子对抗装备向综合一体化方向发展。现代战场复杂电磁环境决定电子战装备向一体化发展, 功能相近、相互关联的数个设备组合成一个系统可以有效提高提高信息综合能力和快速反应能力, 从而把握战机。雷达电子对抗产品朝着集成化和综合化方向发展, 集成电子侦查、电磁防护、雷达抗干扰能力的射频综合系统成为发展趋势, 对于供应商的全面设计能力提出了更高的要求。

图表15: 电子战技术发展方向

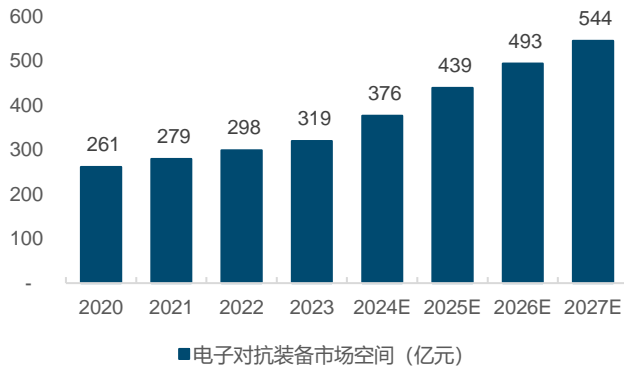


来源: 未来电子战展望, 国金证券研究所

我国高度重视电子对抗能力建设, 2027 年电子对抗设备市场空间有望达到 544 亿元。我国高度重视电子对抗作战, 2020 年 10 月电磁空间安全作为一种非传统安全被列入《中华人民共和国国防法》重大安全防卫领域。根据美国国会研究处发布的研究报告统计, 美国各兵种预测 2021 财年与电子战相关的费用支出为 104.6 亿美元, 约占美军装备采购预算的 4.3%。我国 2023 年国防预算开支为 15537 亿元, 假设 2024-2027 年我国军费维持 7%增速, 其中装备费支出占比 41%。考虑到我国正处于电子对抗装备加速列装阶段, 假设我国电子对抗装备支出占装备采购预算比例略高于美国水平, 测算得 2027 年我国电子对抗装备市场空间约 544 亿元。



图表16: 我国 2027 年电子对抗装备市场预计 544 亿元



图表17: 存量装备的电子战装备加改进进一步催生电子对抗装备需求

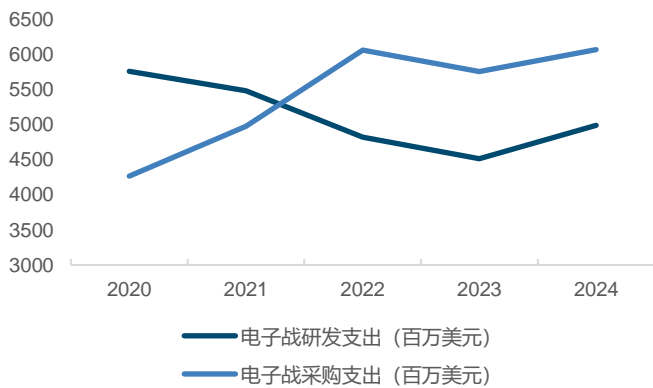


来源: wind, 新时代的中国国防白皮书, 美国国防部, 美国国会研究处, 国金证券研究所

来源: 搜狐军事, 新浪军事, 国金证券研究所

电子对抗行业处于研发向批采的快速发展期, 新型电子对抗装备或迎快速批产。电子对抗装备由于其高技术含量特点, 研发周期较长, 定型后爬坡速度快。根据美国国会研究服务部《美国军事电子战项目经费: 背景与问题研究》, 在 2020 年后美国各军兵种武器装备采办支出快速提高。在我国军工产业融合创新、分工协作背景下, 在装备研发阶段大型国有军工集团研究所能获取更多研发经费, 进入批产阶段后外围配套厂商将获取更多行业红利。随着我国以歼-15D、歼-16D 为代表的新一代电子作战武器平台陆续加速列装, 电子对抗设备或迎来批产阶段。

图表18: 美军电子对抗研发与装备采购支出预算情况



图表19: 我国部分新型电子对抗装备



来源: 美国国会研究服务部, 美国国防部, 国金证券研究所

来源: 中国网, 环球网, 国金证券研究所

电子对抗行业壁垒高, 市场格局稳定。我国电子对抗发展起步较晚, 国内从业单位与专业团队较少, 主要参与者为各军工院所及部分配套企业, 29 所是雷达对抗领域龙头。电子对抗产品的研制和生产要求对侦察、干扰、战术应用等具有全面深刻理解, 技术壁垒高, 市场格局稳定。

图表20: 我国电子对抗主要参与者

| 细分领域 | 单位名称 | 相关业务 |
|------|-----------|---|
| 雷达对抗 | 电科 29 所 | 我国第一个电子对抗总体技术研究、装备研制与生产研究所, 承担全军 60% 以上的电子对抗装备的研制和生产任务 |
| | 电科 51 所 | 主要从事电子对抗专业基础技术研究和设备研制, 是雷达对抗骨干单位之一 |
| | 科工 8511 所 | 航天系统唯一电子对抗总体所, 以航天电子对抗为主要专业领域 |
| | 中船 723 所 | 军品业务围绕雷达探测、电子对抗、信息对抗体系三大专业开展 |
| | 志良电子 | 雷达电子战领域极少数具备全产业链条配套合作能力的配套企业 |
| 通信对抗 | 电科 54 所 | 我国第一个电信技术研究所, 主要从事军事通信、卫星导航定位、航天航空测控、情报侦查与指控、通信与信息对抗、航天信息系统与综合应用等前沿领域的研发和 |



制造工作

电科 36 所 从事特种信息系统装备和以新型智慧城市行业应用、生态环境保护智能控制系统、海洋电子智能装备与服务等为主的新一代信息基础设施研发和建设

兵器 207 所 我国常规武器火控、指控、军用计算机技术的专业研究所

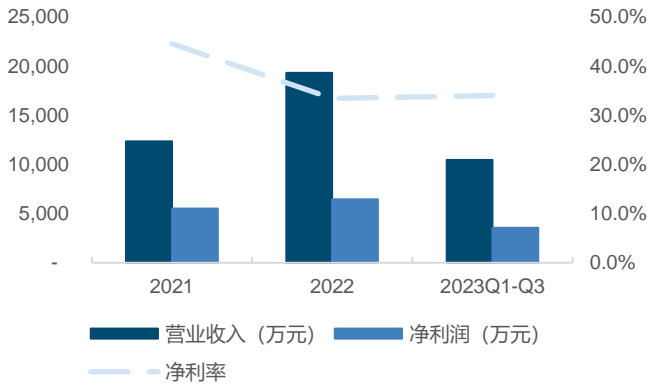
光电对抗 电科 53 所 专门从事光电系统总体技术研究、产品研制与生产

来源：各公司官网，各公司公众号，国金证券研究所

2.2 志良电子：电子对抗国家队，掌握全产业链核心技术

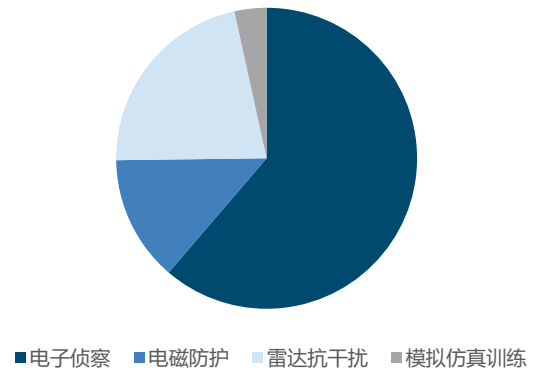
志良电子是雷达对抗的核心标的，市场定位稀缺。志良电子作为雷达电子战领域极少数具备全产业链配套合作能力的企业，依托九洲集团快速发展，研制的产品同时满足高灵敏度、大动态、宽频带、大容量、轻量化方案设计，广泛应用于机载、弹载、舰载、车载、地面等多种主战武器平台。志良电子 2023 年前三季度营业收入 1.0 亿元，净利润 0.4 亿元，净利率 34.0%。

图表21：志良电子收入及利润



来源：公司公告，国金证券研究所

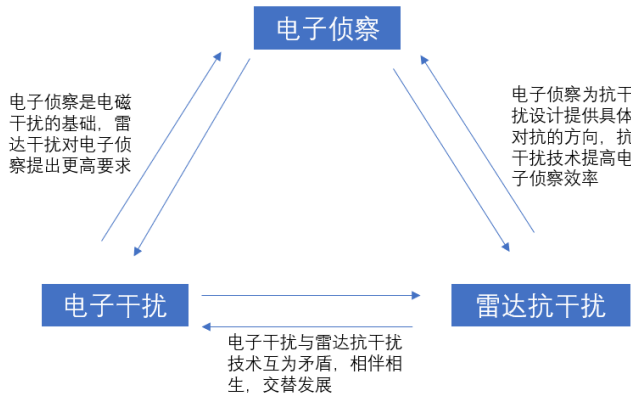
图表22：志良电子收入构成 (2020 年前三季度)



来源：红相股份公告，国金证券研究所

志良电子掌握雷达对抗全产业链技术，具备提供一体化解决方案能力。志良电子主业包括电子侦察、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五大业务，主要产品相互促进，相互支撑，构成公司重要竞争力。志良电子基于对于雷达对抗各个环节的深入理解，可以满足客户定制化需求生产对应装备，能力建设符合行业未来发展方向。

图表23：志良电子主要业务板块之间具有协同关系



来源：公司公告，红相股份公告，国金证券研究所

图表24：志良电子产品性能突出

| 特点 | 相关指标 | 指标含义 | 国内可比产品 | 志良电子产品 |
|------------|------|---|----------------------|---|
| 高灵敏度 | 灵敏度 | 灵敏度越高，表示设备侦收到小功率信号能力越强，侦查距离越远 | 0.6X至1X (单位: dBm) | X (单位: dBm) |
| 大动态、空域覆盖能力 | 瞬态动态 | 瞬态动态范围越大，同时段侦收信号功率范围越大，同时侦收大功率信号和小功率信号的能力越强 | X (单位: dB) | X+10dB-X+20dB (单位: dB) |
| 大宽带 | 瞬时带宽 | 瞬时带宽越大，同时刻侦收信号频率范围越宽，同时侦收高频率信号和低频率信号的能力越强 | X (单位: MHz) | 10*X (单位: MHz) |
| 信息丰富 | 存储容量 | 存储容量越大，单次侦察信号收集数据量越多 | X (单位: TB) | 3*X至4*X (单位: TB) 同时典型数据信号经志良电子技术压缩处理后所占内存可达原有的1/2 |

来源：红相股份公告，国金证券研究所

志良电子主业可与公司原有业务形成协同，进一步强化业务能力。电子对抗产业链主要分为元器件、模块组件、分系统、整机装备四大环节，志良电子业务主要位于产业链中下游。公司原有子公司九洲迪飞深耕微波射频领域，目前主要产品包括相控阵/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，研发的有源数字阵雷达 14 路 T/R 组件攻克大容量高速传输技术、数字幅度相位加权技术、零中频调制解调设计技术等核心技术，能够实现高抗干扰信号传输。公司原有业务与志良电子业务可形成有效协同，实现赋能。

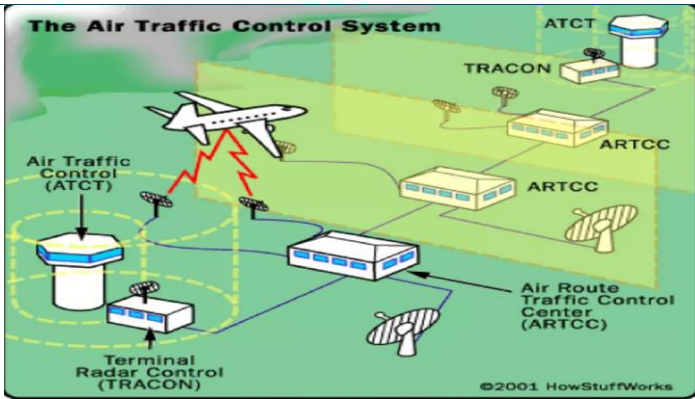


3.空管业务受益低空经济，射频微波业务稳健增长

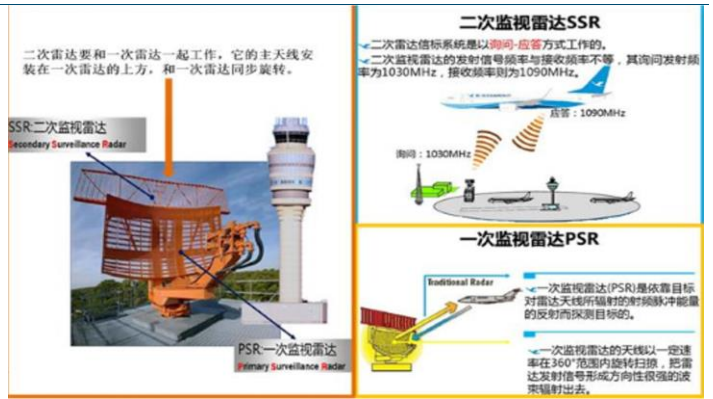
3.1 军机扩编叠加民航恢复，低空经济催生空管系统新需求

空管系统是基于防撞这一根本目的建立起来的集成化系统，包括先进的导航系统、通信系统、监视系统和数据系统，通过系统的组合协调对飞行器进行监视和控制，实现防止飞行器在空中或地面相撞、加速空中交通流、维护空中交通秩序等目的。空管雷达是空管系统的重要组成部分，目前已经形成了一次监视雷达和二次监视雷达为主，近进雷达和机场地面探测雷达为辅的管制体系。

图表25：空管系统构成



图表26：空管系统雷达种类

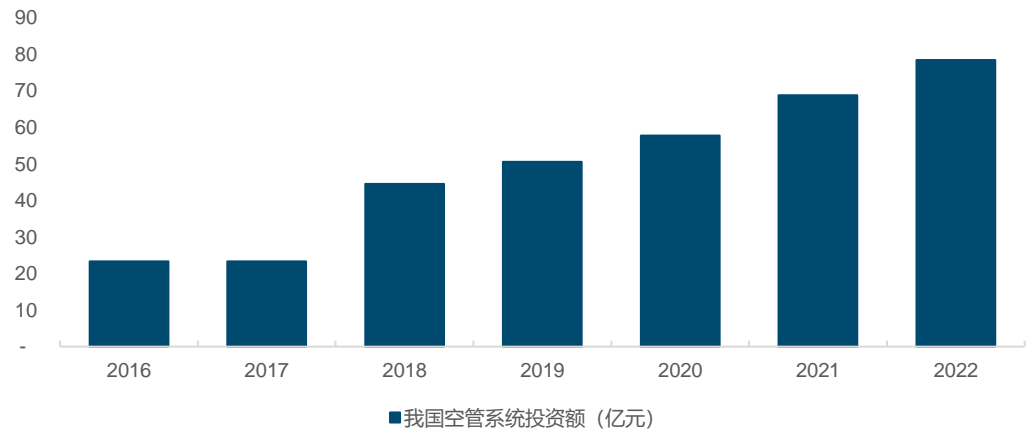


来源：Air traffic control，国金证券研究所

来源：中为咨询，国金证券研究所

我国空管系统投资额预计维持增长趋势。受益于军机机队扩编、民航吞吐量扩大等因素，航空运行需求不断扩大，对空中交通保障能力提出更高要求，我国空管系统行业投资额增长显著，据观研报告网，我国 2022 年空管系统投资额为 78.4 亿元。展望未来，随着我国先进军机持续列装以及实战演训强度加大、民航需求复苏、低空经济发展，空管系统需求有望维持增长，据 ASD reports 网相关预测，2023-2030 年我国空管系统规模复合增速预计为 5.08%。

图表27：2022 年我国空管系统投资额约为 78.4 亿元

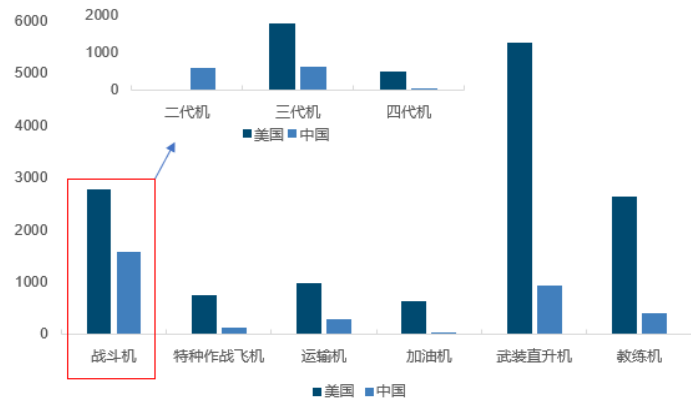


来源：观研报告网，国金证券研究所

军机扩编及演训强度提高拉动军用空管系统需求。我国军机数量与结构与军事强国存在较大差距，百年建军目标牵引下先进战机列装加速，我国机队有望大幅扩编。高层提出战斗力是衡量军队的唯一指标，军队演训强度提高，每架军机的起落次数也有大幅提高。综合来看军机数量、飞行频次的增加将促进新一轮地面空管系统设备的安装，新型通信、雷达系统也将推动地面现有落后空管系统的更换，军用空管设备需求旺盛。

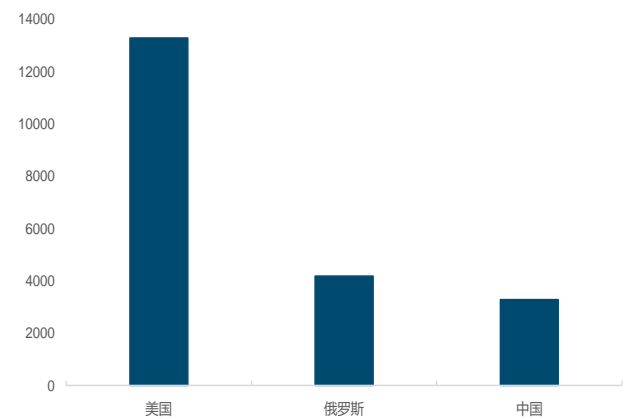


图表28: 我国军机结构与军事强国存在差距(架)



来源: World AirForce2023, 国金证券研究所

图表29: 我国军机数量与军事强国存在差距(架)



来源: World AirForce2023, 国金证券研究所

图表30: 空军实战演训强度加大

中国空军实战化训练迈出铿锵步伐

2017年05月07日10:09 | 来源: 人民网-人民日报
超硬核! “含战量”越来越高 空军实战练兵大胆采用全新思路

央视新闻客户端 2021年07月31日 11:37
壮志凌云正当时! 西部战区空军航空兵某旅深入推进实战化军事训练

2022 12/27
出动战机数量刷新纪录, 解放军台海演习让岛内猜测

东部战区圆满完成环台岛战备警巡和“联合利剑”演习

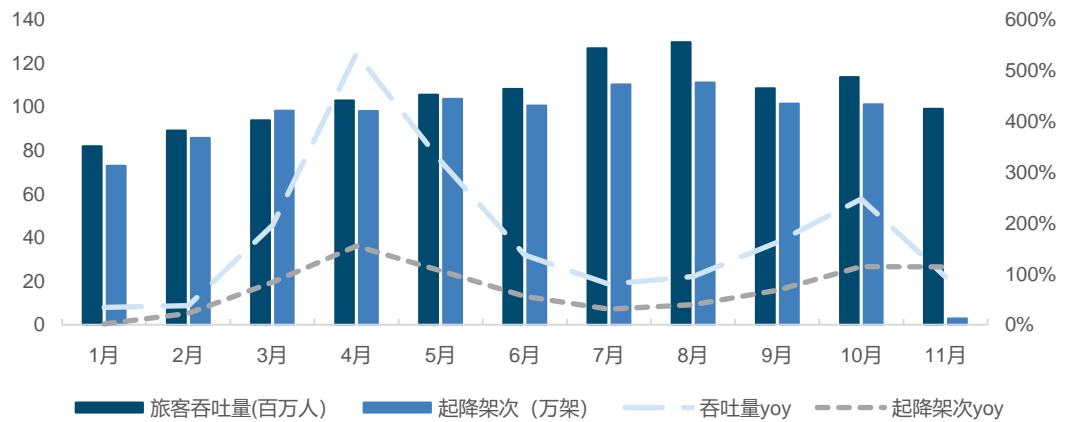
来源: 新华社 作者: 李秉宣 韩学扬 责任编辑: 刘上靖 2023-04-10 19:52:26



来源: 央视网, 新华社, 环球时报, 人民网, 国金证券研究所

疫情后民航市场修复显著, 据交通运输部统计数据, 2023 年前 11 个月我国机场旅客吞吐量 11.58 亿人次, 同比+140.6%; 起降架次 1076.3 万架, 同比+62.1%, 需求修复带动空管系统需求。

图表31: 2023 年民航需求恢复显著



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

低空经济万亿市场蓄势待发, 空管系统“新基建”前景广阔。低空空域是指距正下方地面垂直距离在 1000 米以内的空域, 根据不同地区特点和实际需要可延伸至 3000 米。低空经济是指依托于低空空域, 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, 辐射带动的新型经济形态, 据前瞻研究院数据 2035 年预计市场规模超 6 万亿元。技术发展带动我国无人机市场迅速发展, 空中飞行汽车技术突破助推市场发展, 政策端各



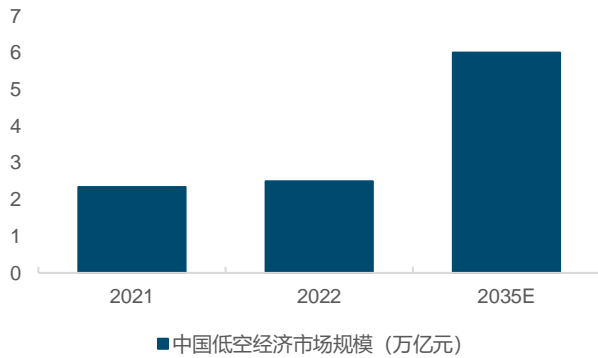
地频繁推出政策支持发展，低空经济加速成长。低空经济发展高度依赖低空新基建的完善程度，空管系统作为关键组成部分需提前建设推广，市场提前兑现，公司作为国内空管系统核心供应商有望受益。

图表32：2023年各地政府低空政策

| 省份 | 政策文件名称 | 政策出台时间 | 低空经济内容 |
|----|--|---------|---|
| 广东 | 《广东省第十四届人民代表大会政府工作报告》 | 2023.1 | 加快培育新型消费，发展免税经济首店经济、共享经济、低空经济 |
| 上海 | 《关于加快推进本市气象高质量发展的意见（2023—2035年）》 | 2023.1 | 发展警务航空、通用航空、低空飞行气象服务。加强自主可控的国产大飞机试飞保障能力，建立飞机制造、试飞及运营全链条的气象服务体系 |
| 重庆 | 《重庆市人民政府四川省人民政府关于印发推动川渝万达开地区统筹发展总体方案的通知》 | 2023.3 | 推动区域低空空域管理改革，充分发挥通用航空在应急救援、防灾减灾、生态旅游等方面的作用。 |
| 深圳 | 《深圳市低空经济产业创新发展实施方案（2022-2025年）》 | 2023.8 | 深圳聚焦低空智能融合飞行基础设施建设飞行服务保障、健全监管机制等方面，以深圳市民用无人驾驶航空试验区获批为契机，抢抓低空经济产业密集创新和高速增长的战略机遇进一步推进低空有关配套基础设施建设，加快低空应用场景拓展，提供更加优质和便利的服务 |
| 深圳 | 《深圳市支持低空经济高质量发展的若干措施》 | 2023.12 | 引培低空经济链上企业、鼓励企业技术创新、扩大低空飞行应用场景 |

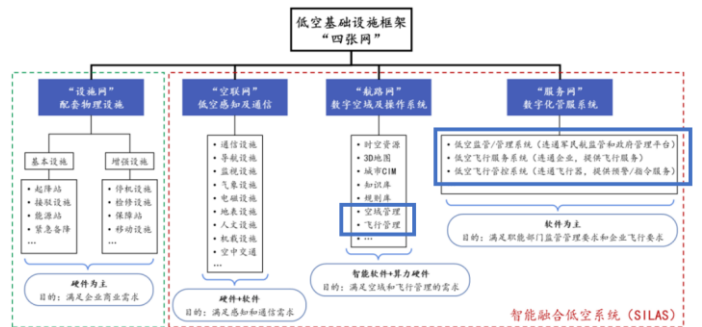
来源：前瞻研究院、国金证券研究所

图表33：低空经济是万亿空间的赛道



来源：前瞻研究院、国金证券研究所

图表34：空管系统是低空基础设施的重要组成部分



来源：2023 低空经济发展白皮书（2.0）-全数字化方案，国金证券研究所

公司于 2014 年全资收购九洲空管科技集团，拓展空管系统业务，近年来实现稳定发展。九洲空管科技集团是国内最早从事空管系统及相关航电研制生产的单位，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、广播式自动监视方面具有行业领先优势。国内空管系统市场空间的扩大，也将带动公司空管业务营收增长。公司空管业务 2023 年上半年实现营收 5.55 亿，同比+11%，毛利率为 34.46%，同比提升 0.36pct。

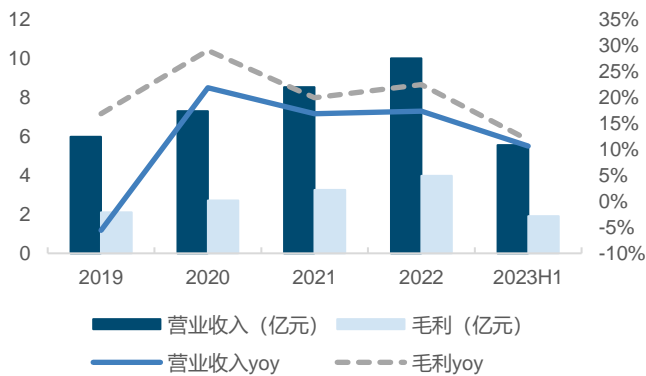


图表35：公司空管业务主要产品

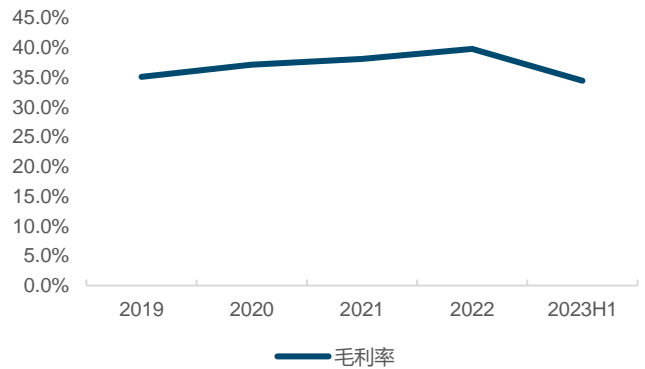


来源：九州空管官网，国金证券研究所

图表36：公司空管业务营收和毛利及增速



图表37：公司空管业务毛利率



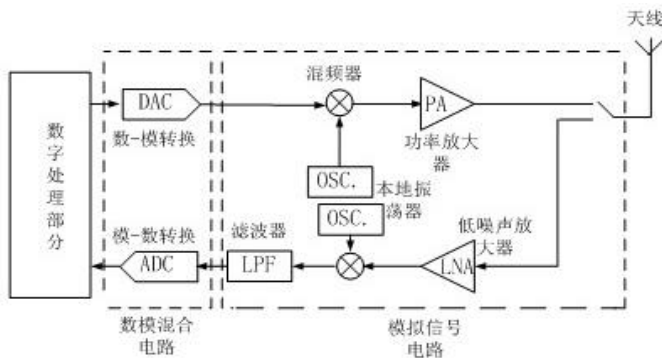
来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

3.2 微波射频成长性强，九州迪飞深耕产业实力深厚

微波射频（RF）是指在无线电频谱中的一部分，射频前端是无线电设备中用于模拟信号处理的部分，具体由频率源、发射机、接收机和 T/R 组件等微波器组件构成。微波射频器件主要有射频放大器、射频滤波器、振荡器、混频器、耦合器、分路器、天线和调制解调器。公司主要经营项目涉及射频放大器、射频微波控制器件、毫米波产品及微波无源产品等。

图表38：典型射频系统结构图



来源：维库电子，国金证券研究所

图表39：微波组件产品示意图



来源：九州迪飞公众号，国金证券研究所

公司产品应用于军、民领域，预计 2026 年中国射频器件市场规模约 3654 亿元。

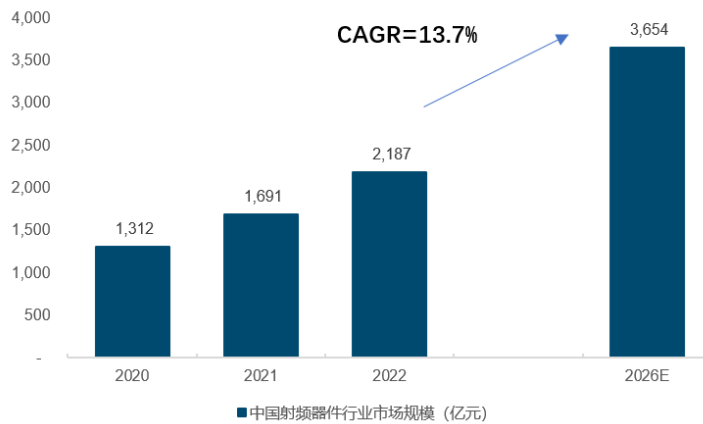
军用领域：公司产品主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面。微波组件是现代电



子装备的核心，据国光电气招股书，微波组件成本在探测、电子对抗领域占 60%以上。微波射频在军用雷达中用于发射和接收信号，进行目标检测、追踪和成像，是雷达的核心部件。雷达在机载、弹载、舰载、星载、陆基场景均有广泛应用，市场需求旺盛。微波射频在军用电子对抗中被广泛用于发射干扰信号，以破坏或误导敌方的雷达和通信系统。电子对抗重要性日益提升，成为我国军事发展的重点，作为其核心部件的射频器件需求预期将会上升。微波射频在航天通信中主要用于在太空船与地面控制站之间传送数据和通信信号，确保信息的迅速和准确传递，是军用航天通信不可或缺的一环，随着卫星产业的增长，将会带动微波射频器件需求的上升。

民用领域：微波组件主要应用于无线通信、汽车毫米波雷达等方面。该领域是我国中上游基础期间与技术中自主可控需求强烈的子领域，未来随着通信技术的不断升级以及汽车毫米波雷达的进一步普及，民用微波射频器件需求有望上升。

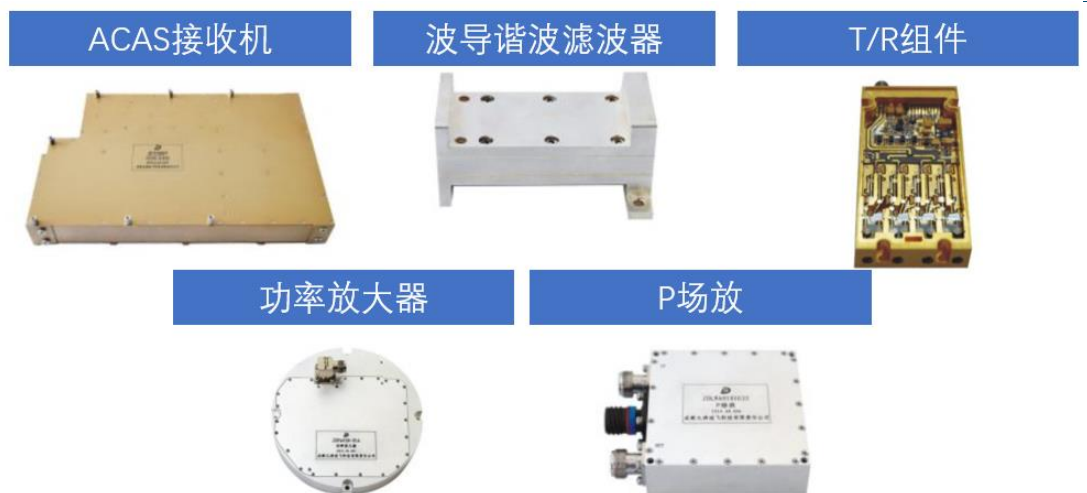
图表40：2026 年中国射频器件市场规模预计 3654 亿元



来源：智研瞻产业研究院，国金证券研究所

公司于 2020 年收购成都九洲迪飞科技有限公司，拓展微波射频业务。九洲迪飞专注微波射频技术研发，深耕微波射频产业链，在飞机防撞等领域突破关键技术，掌握毫米波一体化前端多功能芯片设计与研制、超宽带频谱检测信号处理等多项核心技术，是公司微波射频业务的主力子公司。随着国防信息化持续推进，以及民用市场 5G 通信等应用的拓展，微波射频器件市场也在快速扩展。公司 2023 年射频微波业务上半年实现营收 1.21 亿，同比+24.68%；毛利率为 34.02%，同比下降 3.44pct，或受到军品降价压力影响。

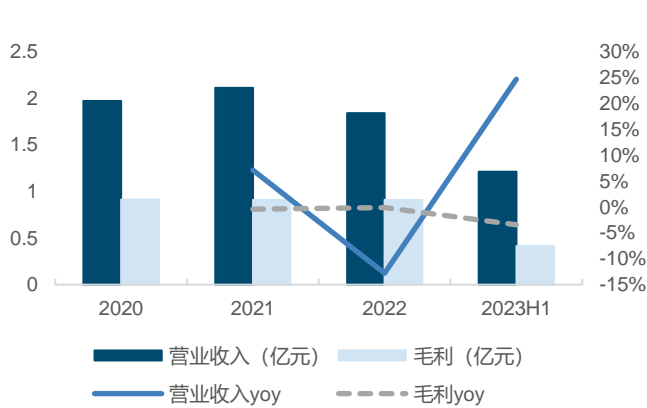
图表41：公司射频微波主要产品



来源：九洲迪飞公众号，国金证券研究所

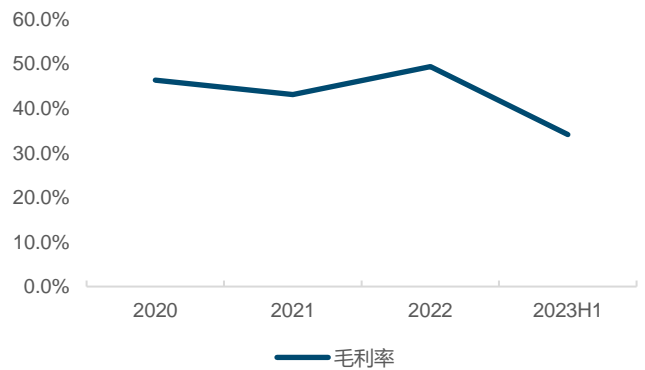


图表42：公司微波射频业务收入和毛利及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表43：公司微波射频业务毛利率

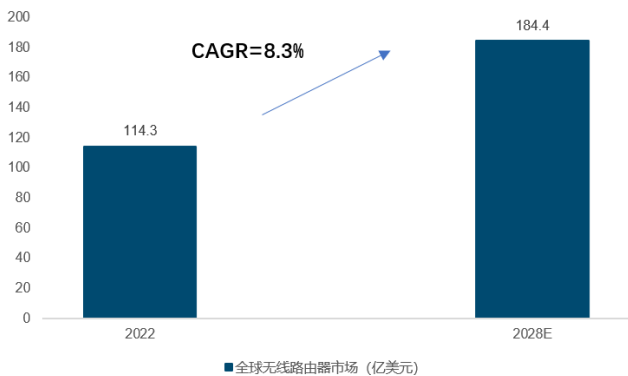


来源：wind，国金证券研究所

4.智能终端业务积极拓展，头部客户紧密合作有望实现新突破

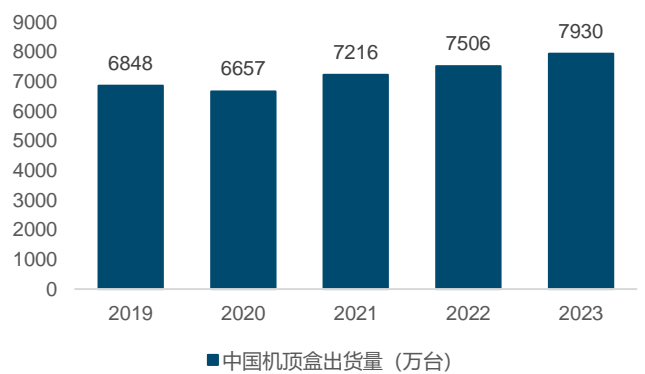
公司智能终端业务主要包括数据通讯终端产品、数字音视频终端产品，其中数据通讯终端产品包括光网络终端、智能组网终端、Cable Modem、有线宽带 DSL 终端等，数字音视频产品包括超高清机顶盒、智能融合终端、AI 机顶盒、卫星数字机顶盒，其中机顶盒业务是主要产品。无线路由器作为公司数据通信终端的主要产品，市场需求旺盛，据 Renub Research 预测，2028 年全球无线路由器市场有望达到 184.4 亿美元。机顶盒产品作为公司数字音视频终端主要产品，市场需求平稳提升，据中商产业研究院数据，2023 年我国机顶盒出货量约为 7930 万台。

图表44：2028 年全球无线路由器规模预计 184 亿美元



来源：Renub research，国金证券研究所

图表45：2023 年中国机顶盒出货量约为 7930 万台



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

公司数据通信终端与核心客户紧密合作。公司在光网络通信终端领域实力突出，据公司投资者问答，公司与华为在光网络终端方面有紧密合作，作为华为光网络终端产品的一级供应商，开展 JDM 合作，为其提供批量供货。

图表46：ONT+OTT 融合终端



来源：深九电器官网，国金证券研究所

图表47：九州智能终端制造基地



来源：绵阳国资，国金证券研究所

公司数字音视频终端产品竞争力强。随着人工智能新技术的推进、智能生态的普及推广



和成熟发展，机顶盒的形式也逐渐向智能化、生态化的智能终端转型，智能机顶盒成为市场主流。公司在数字音视频终端领域拥有广电业务领域研发能力及核心技术，在行业内建立了较强的竞争优势。

图表48: DVC-8058 高清数字机顶盒



图表49: 第二代人工智能机顶盒

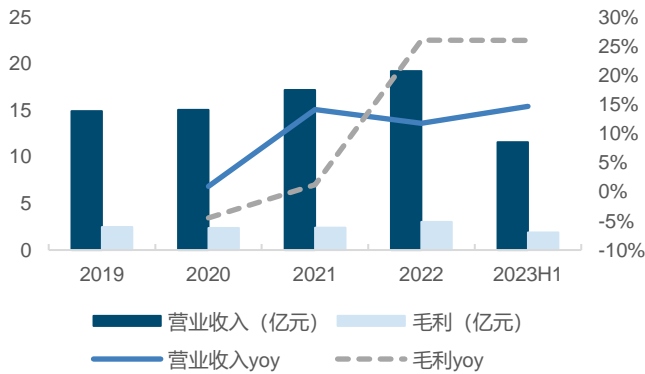


来源：九洲通信官网，国金证券研究所

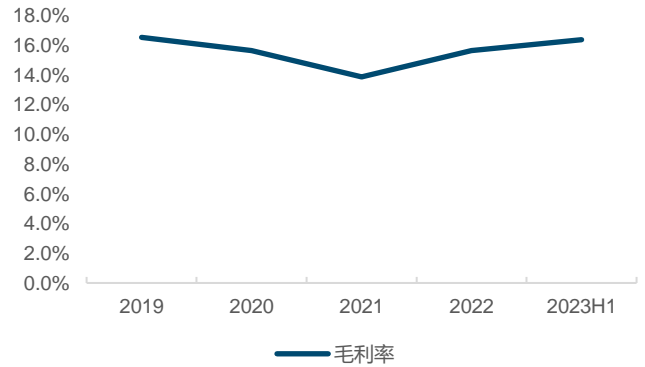
来源：九洲通信官网，国金证券研究所

公司智能终端业务过去多年实现稳定增长，盈利能力维持相对稳定。公司科研和生产长期技术先进、门类齐全，研发团队稳定，在行业内具备竞争优势。公司2023年上半年度智能终端产品实现营收11.56亿元，同比+14.66%；毛利率16.39%，同比+1.47pct。

图表50: 公司智能终端业务收入及增速



图表51: 公司智能终端业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

- **空管产品**：军机机队扩编叠加实战演训强度加大，民航旅客吞吐量恢复，低空经济市场随无人机、飞行汽车技术突破逐步兑现，我国空管系统需求旺盛。九洲空管是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，有望充分受益。预计2023-2025年公司空管业务营业收入分别为12.0/14.3/16.9亿元，同比+20%、+19%、+18%。规模效应逐步释放，公司内部管理效率提升，毛利率有望小幅提升，预计2023-2025年毛利率分别为41.0%、41.5%、42.0%。
- **微波射频**：军用微波射频下游需求较为旺盛，中期调整落地后新一轮武器装备批产订单有望下发，带动公司业务增长。预计2023-2025年公司微波射频业务营业收入分别为2.4/3.0/3.7亿元，同比+30%、+25%、+23%。军用电子元器件降价压力较大，预计2023-2025年毛利率分别为40.0%、39.0%、38.0%。
- **智能终端**：公司为国内智能终端龙头企业，绑定下游核心客户，持续推进企业客户的拓展推广，预计2023-2025年公司智能终端产品营业收入分别为23.0/27.4/32.3亿元，同比+20%、19%、18%。公司智能终端业务产业地位高，预计2023-2025年毛利率分别为16.0%、16.0%、16.0%。
- **其他业务**：公司今年以来推进聚焦主业，其他业务规模收缩，预计2023-2025年公司其他业务营业收入分别为2.9/2.9/2.9亿元，毛利率分别为12.2%、12.7%、13.1%。



图表52: 公司收入拆分及预测

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | | | | | | |
| 空管产品 | 729.7 | 852.8 | 1,000.7 | 1,200.9 | 1,429.0 | 1,686.3 |
| yoy | 21.8% | 16.9% | 17.3% | 20.0% | 19.0% | 18.0% |
| 微波射频 | 197.3 | 211.3 | 183.9 | 239.0 | 298.8 | 367.5 |
| yoy | 0.0% | 7.1% | -13.0% | 30.0% | 25.0% | 23.0% |
| 智能终端产品 | 1,504.0 | 1,716.4 | 1,918.7 | 2,302.4 | 2,739.8 | 3,233.0 |
| yoy | 0.9% | 14.1% | 11.8% | 20.0% | 19.0% | 18.0% |
| 其他 | 868.9 | 763.5 | 781.4 | 291.3 | 292.8 | 294.9 |
| yoy | | -12.1% | 2.3% | -62.7% | 0.5% | 0.7% |
| 合计 | 3,299.9 | 3,544.0 | 3,884.6 | 4,033.6 | 4,760.4 | 5,581.7 |
| yoy | 10.4% | 7.4% | 9.6% | 3.8% | 18.0% | 17.3% |
| 毛利 (百万元) | | | | | | |
| 空管产品 | 270.9 | 325.5 | 398.2 | 492.4 | 593.0 | 708.2 |
| 微波射频 | 91.4 | 91.0 | 90.9 | 95.6 | 116.5 | 139.7 |
| 智能终端产品 | 235.5 | 238.3 | 300.3 | 368.4 | 438.4 | 517.3 |
| 其他 | 104.3 | 53.0 | 77.5 | 35.4 | 37.0 | 38.7 |
| 合计 | 702.2 | 707.8 | 866.9 | 991.8 | 1,185.0 | 1,403.9 |
| 毛利率 | | | | | | |
| 空管产品 | 37.1% | 38.2% | 39.8% | 41.0% | 41.5% | 42.0% |
| 微波射频 | 46.3% | 43.1% | 49.4% | 40.0% | 39.0% | 38.0% |
| 智能终端产品 | 15.7% | 13.9% | 15.7% | 16.0% | 16.0% | 16.0% |
| 其他 | 12.0% | 6.9% | 9.9% | 12.2% | 12.7% | 13.1% |
| 合计 | 21.3% | 20.0% | 22.3% | 24.6% | 24.9% | 25.2% |

来源: wind, 国金证券研究所

- 考虑到公司拟收购志良电子股权, 电子对抗高景气赛道, 志良电子为雷达对抗核心供应商, 技术实力突出, 背靠九洲集团有望迅速发展。预计志良电子 2023-2025 年营业收入分别为 2.5/3.1/3.9 亿元, 同比+30%、25%、25%。随着志良电子配套的武器装备陆续放量, 以及内部管理效率的优化, 预计 2023-2025 年净利率分别为 29.6%、28.4%、30.7%, 净利润分别为 0.7/0.9/1.2 亿元, 同比+15%、20%、35%。

图表53: 志良电子收入及净利润预测

| 单位: 百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 志良电子收入 | 122.4 | 193.0 | 250.9 | 313.6 | 392.0 |
| yoy | | 57.7% | 30% | 25% | 25% |
| 志良电子净利润 | 54.9 | 64.5 | 74.2 | 89.0 | 120.2 |
| yoy | | 17.4% | 15% | 20% | 35% |
| 净利率 | 44.9% | 33.4% | 29.6% | 28.4% | 30.7% |

来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.3/2.9/3.7 亿元, 同比+17.1%、26.7%、25.5%, 当前股价对应 PE 为 34/27/21 倍; 公司拟收购志良电子, 预计 2023-2025 年备考归母净利润分别为 3.1/3.8/4.9 亿元, 同比+16.6%、25.1%、27.7%。我们选取雷科防务、景嘉微、国睿科技为可比公司, 2024 年平均 PE 为 43 倍。公司业务成长性强, 拓展电子对抗业务稀缺性强, 给予公司 43 倍 PE 估值, 对应目标价 12.3 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表54: 可比公司估值

| 代码 | 名称 | 股价 (元) | EPS | | | | | PE | | |
|--------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002413 | 雷科防务 | 4.78 | -0.19 | -0.70 | 0.11 | 0.15 | 0.20 | 41.89 | 30.96 | 23.39 |
| 300474 | 景嘉微 | 59.18 | 0.97 | 0.64 | 0.48 | 0.76 | 1.01 | 123.76 | 78.23 | 58.67 |



| | | | | | | | | | | |
|--------|------|-------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 600562 | 国睿科技 | 12.24 | 0.42 | 0.44 | 0.52 | 0.64 | 0.78 | 23.61 | 19.19 | 15.63 |
| | 中位数 | | | | 41.89 | 30.96 | 23.39 | 41.89 | 30.96 | 23.39 |
| | 平均数 | | | | 63.09 | 42.79 | 32.56 | 63.09 | 42.79 | 32.56 |
| 000801 | 四川九洲 | 8.38 | 0.14 | 0.19 | 0.23 | 0.29 | 0.36 | 36.97 | 29.17 | 23.24 |

来源：wind，国金证券研究所；注：股价取 2024 年 1 月 19 日收盘价；可比公司盈利预测取万得一致预测均值

6.风险提示

下游武器装备列装进度不及预期：新型武器装备研制定型及批产列装存在不确定性，若列装进度不及预期，将会对公司未来发展产生不利影响。

低空经济建设进度低于预期：低空经济发展受到技术进步等因素限制，若建设进度不及预期，将会对公司未来发展产生不利影响。

智能终端业务增速不及预期：公司智能终端业务主要面向企业消费者，若采购力度不及预期，将会对公司未来发展产生不利影响。

应收账款偏高：公司应收账款偏高，周转速度偏慢，若回款状况不及预期，将会对公司未来发展产生不利影响。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主营业务收入 | 3,300 | 3,544 | 3,885 | 4,034 | 4,760 | 5,582 |
| 增长率 | | 7.4% | 9.6% | 3.8% | 18.0% | 17.3% |
| 主营业务成本 | -2,598 | -2,836 | -3,018 | -3,042 | -3,575 | -4,178 |
| %销售收入 | 78.7% | 80.0% | 77.7% | 75.4% | 75.1% | 74.8% |
| 毛利 | 702 | 708 | 867 | 992 | 1,185 | 1,404 |
| %销售收入 | 21.3% | 20.0% | 22.3% | 24.6% | 24.9% | 25.2% |
| 营业税金及附加 | -14 | -12 | -15 | -20 | -24 | -28 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.3% | 0.4% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 销售费用 | -105 | -72 | -79 | -103 | -131 | -156 |
| %销售收入 | 3.2% | 2.0% | 2.0% | 2.6% | 2.8% | 2.8% |
| 管理费用 | -156 | -154 | -191 | -182 | -214 | -251 |
| %销售收入 | 4.7% | 4.4% | 4.9% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| 研发费用 | -333 | -298 | -325 | -363 | -438 | -514 |
| %销售收入 | 10.1% | 8.4% | 8.4% | 9.0% | 9.2% | 9.2% |
| 息税前利润 (EBIT) | 94 | 172 | 256 | 324 | 378 | 455 |
| %销售收入 | 2.8% | 4.8% | 6.6% | 8.0% | 7.9% | 8.2% |
| 财务费用 | -24 | -1 | -20 | -11 | -8 | 1 |
| %销售收入 | 0.7% | 0.0% | 0.5% | 0.3% | 0.2% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -41 | -57 | -83 | -66 | -49 | -49 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 10 | 14 | 24 | 20 | 20 | 20 |
| %税前利润 | 10.0% | 8.3% | 10.4% | 6.7% | 5.4% | 4.4% |
| 营业利润 | 100 | 170 | 233 | 297 | 371 | 457 |
| 营业利润率 | 3.0% | 4.8% | 6.0% | 7.4% | 7.8% | 8.2% |
| 营业外收支 | 2 | 3 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 103 | 173 | 233 | 297 | 371 | 457 |
| 利润率 | 3.1% | 4.9% | 6.0% | 7.4% | 7.8% | 8.2% |
| 所得税 | -2 | 8 | 8 | -15 | -19 | -23 |
| 所得税率 | 1.6% | -4.5% | -3.5% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 净利润 | 101 | 181 | 241 | 283 | 352 | 434 |
| 少数股东损益 | 24 | 36 | 43 | 51 | 58 | 65 |
| 归属于母公司的净利润 | 77 | 145 | 198 | 232 | 294 | 369 |
| 净利率 | 2.3% | 4.1% | 5.1% | 5.7% | 6.2% | 6.6% |

现金流量表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 101 | 181 | 241 | 283 | 352 | 434 |
| 少数股东损益 | 24 | 36 | 43 | 51 | 58 | 65 |
| 非现金支出 | 85 | 105 | 141 | 103 | 99 | 117 |
| 非经营收益 | 32 | -28 | -23 | 67 | 1 | -4 |
| 营运资金变动 | 144 | 67 | -132 | 114 | 249 | 51 |
| 经营活动现金净流 | 362 | 325 | 227 | 567 | 702 | 598 |
| 资本开支 | -42 | -61 | -442 | -26 | -54 | -84 |
| 投资 | 138 | -118 | -383 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 24 | 30 | 24 | 20 | 20 | 20 |
| 投资活动现金净流 | 120 | -149 | -801 | -6 | -34 | -64 |
| 股权募资 | 120 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权募资 | -239 | -56 | 28 | 128 | -112 | -115 |
| 其他 | -208 | -2 | 11 | -132 | -139 | -163 |
| 筹资活动现金净流 | -327 | -57 | 40 | -4 | -251 | -278 |
| 现金净流量 | 159 | 117 | -534 | 556 | 417 | 256 |

资产负债表 (人民币百万元)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,139 | 1,265 | 551 | 1,106 | 1,523 | 1,779 |
| 应收款项 | 2,050 | 2,066 | 2,523 | 2,803 | 3,088 | 3,381 |
| 存货 | 762 | 937 | 807 | 792 | 820 | 824 |
| 其他流动资产 | 558 | 634 | 926 | 603 | 323 | 335 |
| 流动资产 | 4,509 | 4,903 | 4,806 | 5,304 | 5,754 | 6,319 |
| %总资产 | 89.7% | 89.5% | 81.8% | 84.3% | 85.3% | 86.3% |
| 长期投资 | 168 | 163 | 180 | 180 | 180 | 180 |
| 固定资产 | 274 | 303 | 301 | 766 | 768 | 782 |
| %总资产 | 5.5% | 5.5% | 5.1% | 12.2% | 11.4% | 10.7% |
| 无形资产 | 27 | 32 | 31 | 33 | 35 | 37 |
| 非流动资产 | 516 | 577 | 1,066 | 986 | 990 | 1,005 |
| %总资产 | 10.3% | 10.5% | 18.2% | 15.7% | 14.7% | 13.7% |
| 资产总计 | 5,025 | 5,479 | 5,872 | 6,289 | 6,743 | 7,324 |
| 短期借款 | 300 | 199 | 235 | 313 | 201 | 85 |
| 应付款项 | 1,541 | 1,747 | 1,896 | 2,141 | 2,420 | 2,770 |
| 其他流动负债 | 227 | 306 | 406 | 292 | 345 | 404 |
| 流动负债 | 2,068 | 2,253 | 2,537 | 2,746 | 2,965 | 3,260 |
| 长期贷款 | 0 | 130 | 72 | 122 | 122 | 122 |
| 其他长期负债 | 153 | 150 | 136 | 126 | 126 | 125 |
| 负债 | 2,221 | 2,532 | 2,745 | 2,993 | 3,213 | 3,507 |
| 普通股股东权益 | 2,588 | 2,708 | 2,860 | 2,979 | 3,155 | 3,376 |
| 其中：股本 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 |
| 未分配利润 | 1,180 | 1,294 | 1,427 | 1,566 | 1,742 | 1,963 |
| 少数股东权益 | 216 | 239 | 266 | 317 | 375 | 440 |
| 负债股东权益合计 | 5,025 | 5,479 | 5,872 | 6,289 | 6,743 | 7,324 |

比率分析

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标 | | | | | | |
| 每股收益 | 0.075 | 0.142 | 0.194 | 0.227 | 0.287 | 0.361 |
| 每股净资产 | 2.530 | 2.647 | 2.797 | 2.912 | 3.085 | 3.301 |
| 每股经营现金净流 | 0.354 | 0.318 | 0.222 | 0.554 | 0.686 | 0.585 |
| 每股股利 | 0.000 | 0.026 | 0.051 | 0.091 | 0.115 | 0.144 |
| 回报率 | | | | | | |
| 净资产收益率 | 2.97% | 5.35% | 6.92% | 7.78% | 9.31% | 10.92% |
| 总资产收益率 | 1.53% | 2.65% | 3.37% | 3.69% | 4.36% | 5.04% |
| 投入资本收益率 | 2.97% | 5.47% | 7.71% | 8.26% | 9.32% | 10.74% |
| 增长率 | | | | | | |
| 主营业务收入增长率 | 10.40% | 7.40% | 9.61% | 3.84% | 18.02% | 17.25% |
| EBIT 增长率 | 18.49% | 83.30% | 49.23% | 26.65% | 16.62% | 20.33% |
| 净利润增长率 | 182.70% | 88.76% | 36.55% | 17.14% | 26.73% | 25.51% |
| 总资产增长率 | -8.05% | 9.04% | 7.16% | 7.12% | 7.22% | 8.62% |
| 资产管理能力 | | | | | | |
| 应收账款周转天数 | 213.4 | 168.3 | 171.7 | 220.0 | 205.0 | 190.0 |
| 存货周转天数 | 114.3 | 109.3 | 105.5 | 100.0 | 90.0 | 80.0 |
| 应付账款周转天数 | 136.1 | 128.8 | 146.2 | 180.0 | 170.0 | 165.0 |
| 固定资产周转天数 | 30.2 | 31.1 | 28.2 | 33.1 | 55.0 | 45.9 |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 净负债/股东权益 | -47.65% | -50.34% | -15.53% | -27.71% | -40.84% | -47.50% |
| EBIT 利息保障倍数 | 3.8 | 129.9 | 12.5 | 30.1 | 46.2 | -521.5 |
| 资产负债率 | 44.20% | 46.22% | 46.75% | 47.60% | 47.64% | 47.89% |

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|-----|-----|-----|-----|-----|
|----|-----|-----|-----|-----|-----|

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究