

# 四川九洲 (000801.SZ)

## 拟收购上海志良电子，强化军工业务布局

### ◆ 公司研究 · 公司快评

**证券分析师:** 胡剑 021-60893306  
**证券分析师:** 胡慧 021-60871321  
**证券分析师:** 周靖翔 021-60375402  
**证券分析师:** 叶子 0755-81982153  
**联系人:** 詹浏洋 010-88005307  
**联系人:** 李书颖 0755-81982362  
**联系人:** 连欣然 010-88005482

### ◆ 电子 · 其他电子 II

hujian1@guosen.com.cn  
 huhui2@guosen.com.cn  
 zhoujingxiang@guosen.com.cn  
 yezi3@guosen.com.cn  
 zhanliuyang@guosen.com.cn  
 lishuying@guosen.com.cn  
 lianxinran@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级: 买入(维持评级)

执证编码: S0980521080001  
 执证编码: S0980521080002  
 执证编码: S0980522100001  
 执证编码: S0980522100003

## 事项:

3月1日,公司发布了《四川九洲电器股份有限公司关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的进展公告》。

**国信电子观点:** 1) 公司发布发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的进展公告,公司拟发行股份方式收购上海志良电子 100% 股权,志良电子致力于军用电子战领域的技术与装备设计、研制、生产与销售,在 2022 年和 1-3Q23 营业收入分别为 1.93 和 1.04 亿元,净利润分别为 6449 和 3551 万元。此次收购将进一步强化公司军工业务布局。

2) 公司业务主要布局智能终端、空管产品与微波射频三大领域。公司智能终端业务主要产品是机顶盒、无线路由器等;空管产品主要是空管系统及相关航电设备;微波射频产品在军用领域主要应用于雷达、电子对抗、航天通信,在民用领域主要应用于无线通信、汽车毫米波雷达等方面。2023 上半年公司数字家庭多媒体产品、空管产品、微波射频营收分别同比增长 15%、11%、25%。

3) 公司主营业务在 2023 上半年实现平稳增长,同时收购上海志良电子进一步加强公司军工业务布局,预计 2023-2025 年营业收入 44.81/51.55/59.67 亿元,归母净利润 2.61/3.28/3.94 亿元,当前股价对应 PE 分别为 43.9/35.0/29.1 倍,维持“买入”评级。

## 评论:

### ◆ 公司以发行股份方式购买上海志良电子 100% 股权,进一步强化军工业务布局

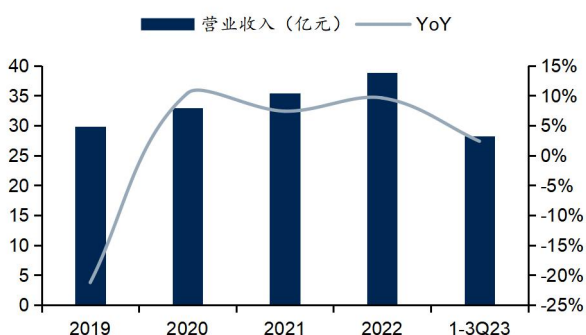
3月1日,公司发布了《四川九洲电器股份有限公司关于发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易的进展公告》,此前公司公告拟以发行股份方式购买上海志良电子科技有限公司 100% 股权,并同时拟向不超过 35 名特定投资者发行股票募集配套资金。本次交易完成后,公司主营业务将新增军用电子战领域的电子侦察、电子干扰、雷达抗干扰、“电子战”仿真训练以及嵌入式功能模块定制业务,进一步强化军工业务布局,发挥与公司现有微波射频业务的产业链协同作用。

上海志良电子科技有限公司成立于 2014 年,致力于军用电子战领域的技术与装备设计、研制、生产与销售。志良电子主要面向于军工领域客户群,经过多年技术积累,目前已形成电子侦察、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板块,产品成功用于机载、弹载、舰载、车载、地面等多种主战武器平台。志良电子在 2022 年和 1-3Q23 营业收入分别为 1.93 和 1.04 亿元,净利润分别为 6449 和 3551 万元。

### ◆ 三大主营业务营收在 2023 上半年均实现增长

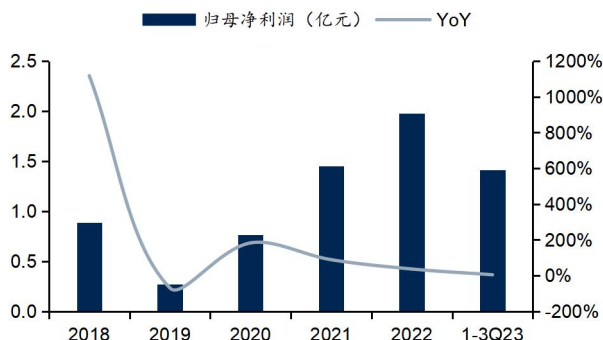
公司业务主要布局智能终端、空管产品与微波射频三大领域。公司智能终端业务主要产品是机顶盒、无线路由器等。近年来，公司逐步在 5G 通信技术、10G PON、WiFi6 等通信技术领域方面开展产品开发及市场布局，在业内建立较强的竞争优势。空管业务领域：公司在空管业务领域主要包括空管系统（通信系统、导航系统、监视系统、信息管理系统等）及相关航电设备。截至 2023 上半年公司空管产品包括 6 个系列、100 余种具有自主知识产权的产品，覆盖飞机起飞、爬升、巡航、下降、着陆全过程，可满足各领域客户需求。微波射频领域，公司目前产品主要包括相控阵/数字阵射频前端、接收机、发射机、频率源、收发组件、射频微波放大器、数字信号处理、射频微波控制组件、毫米波产品等。公司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；在民用领域主要应用在无线通信、汽车毫米波雷达等方面。2023 上半年公司数字家庭多媒体产品、空管产品、微波射频营收分别同比增长 15%、11%、25%。

图1：公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润（亿元）及增速

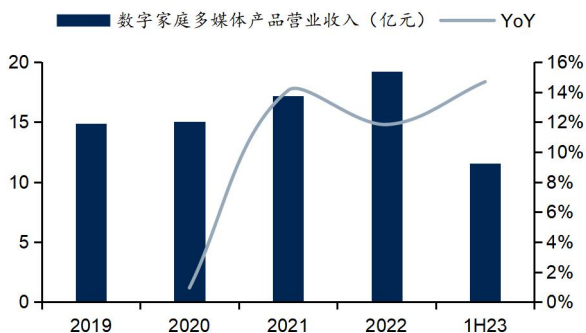


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 全球 Wi-Fi 市场出货量 2021-2026 年 CAGR 4.1%，公司数字家庭多媒体产品营收稳定增长

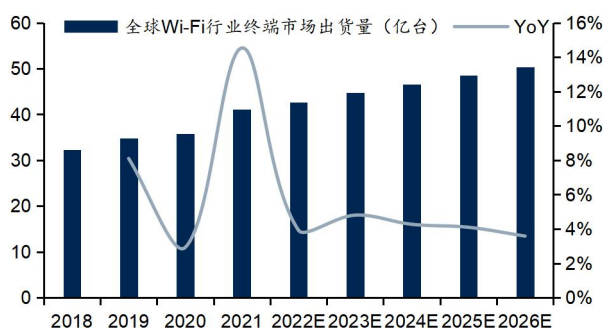
公司智能终端业务包括数字音视频终端、数据通信终端、数字融合终端的研发、制造、销售及行业应用服务。数字音视频终端产品包括：超高清机顶盒、智能融合终端、AI 机顶盒、卫星数字机顶盒、网络机顶盒、数字广播机顶盒；数据通信终端产品包括：光网络终端、智能组网终端、Cable Modem、有线宽带 DSL 终端等；数字融合终端产品包括网络电视+DVB 融合终端、光网络+网络电视融合终端、4G/5G CPE+网络电视（Android TV）融合终端等。据观研天下数据，2021 年全球 Wi-Fi 行业终端市场出货量 41.07 亿台，预计到 2026 年出货 50.29 亿台，2021-2026 年 CAGR 4.1%。

图3：数字家庭多媒体产品营业收入（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：全球 Wi-Fi 行业终端市场出货量（亿台）



资料来源：观研天下，国信证券经济研究所整理

◆ 收购上海志良电子加强军工业务布局，维持“买入”评级

我们认为公司主营业务在 2023 上半年实现平稳增长的基础上，同时收购上海志良电子进一步加强公司军工业务布局，预计 2023-2025 年营业收入 44.81/51.55/59.67 亿元，归母净利润 2.61/3.28/3.94 亿元，当前股价对应 PE 分别为 43.9/35.0/29.1 倍，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

智能终端需求不及预期，市场竞争加剧，政策推进效果不及预期。

**相关研究报告：**

《四川九洲（000801.SZ）-1Q23 归母净利润同比增长 23%，毛利率同比提升 3.1pct》——2023-05-03

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1265	551	674	638	638	营业收入	3544	3885	4481	5155	5917
应收款项	1859	2327	2571	2916	3428	营业成本	2836	3018	3462	3950	4492
存货净额	937	807	1031	1180	1294	营业税金及附加	12	15	17	19	22
其他流动资产	842	1122	955	1141	1319	销售费用	72	79	92	107	124
<b>流动资产合计</b>	<b>4903</b>	<b>4806</b>	<b>5230</b>	<b>5875</b>	<b>6678</b>	管理费用	154	191	213	244	287
固定资产	303	301	321	348	388	研发费用	298	325	372	423	481
无形资产及其他	30	27	26	25	24	财务费用	1	20	(1)	(2)	(0)
其他长期资产	233	704	704	704	704	投资收益	14	24	16	18	20
长期股权投资	10	34	42	53	68	资产减值及公允价值变动	(10)	(24)	(19)	(23)	(29)
<b>资产总计</b>	<b>5479</b>	<b>5872</b>	<b>6323</b>	<b>7006</b>	<b>7862</b>	其他	(5)	(3)	(13)	(24)	(34)
短期借款及交易性金融负债	199	235	247	229	313	营业利润	170	233	311	385	466
应付款项	1633	1715	1899	2231	2518	营业外净收支	3	1	2	2	1
其他流动负债	420	587	607	685	816	<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>313</b>	<b>387</b>	<b>467</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2253</b>	<b>2537</b>	<b>2753</b>	<b>3145</b>	<b>3647</b>	所得税费用	(8)	(8)	(7)	(13)	(14)
长期借款及应付债券	130	72	72	72	72	少数股东损益	36	43	58	72	87
其他长期负债	150	136	129	120	111	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145</b>	<b>198</b>	<b>261</b>	<b>328</b>	<b>394</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>280</b>	<b>208</b>	<b>201</b>	<b>192</b>	<b>183</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>2532</b>	<b>2745</b>	<b>2954</b>	<b>3337</b>	<b>3830</b>	净利润	181	241	320	400	481
少数股东权益	239	266	345	444	563	资产减值准备	57	83	20	24	30
股东权益	2708	2860	3024	3225	3468	折旧摊销	43	48	42	49	58
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5479</b>	<b>5872</b>	<b>6323</b>	<b>7006</b>	<b>7862</b>	公允价值变动损失	(2)	0	(1)	(1)	(1)
关键财务与估值指标						财务费用	(2)	12	(1)	(2)	(0)
每股收益	0.14	0.19	0.26	0.32	0.39	营运资本变动	86	(1099)	83	(302)	(442)
每股红利	0.05	0.08	0.10	0.12	0.15	其它	(39)	941	(19)	(22)	(30)
每股净资产	2.65	2.80	2.96	3.15	3.39	<b>经营活动现金流</b>	<b>325</b>	<b>227</b>	<b>444</b>	<b>146</b>	<b>97</b>
ROIC	19%	21%	23%	26%	27%	资本开支	(61)	(443)	(61)	(75)	(96)
ROE	5%	7%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(88)	(359)	(195)	12	33
毛利率	20%	22%	23%	23%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(149)</b>	<b>(801)</b>	<b>(256)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
EBIT Margin	5%	7%	7%	8%	9%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	8%	9%	10%	负债净变化	130	(58)	0	0	0
收入增长	7%	10%	15%	15%	15%	支付股利、利息	(51)	(79)	(78)	(100)	(118)
净利润增长率	89%	37%	32%	25%	20%	其它融资现金流	(137)	177	12	(18)	84
资产负债率	51%	51%	52%	54%	56%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(57)</b>	<b>40</b>	<b>(65)</b>	<b>(118)</b>	<b>(34)</b>
息率	0.4%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%	<b>现金净变动</b>	<b>117</b>	<b>(534)</b>	<b>123</b>	<b>(35)</b>	<b>(0)</b>
P/E	79.2	58.0	43.9	35.0	29.1	货币资金的期初余额	882	998	464	587	551
P/B	4.2	4.0	3.8	3.6	3.3	货币资金的期末余额	998	464	587	551	551
EV/EBITDA	65.4	46.7	39.3	32.2	27.0	企业自由现金流	247	(1229)	397	98	45
						权益自由现金流	241	(1110)	410	82	129

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032