

# 四川九洲 (000801.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 主业稳健增长，低空经济助力腾飞

### 事件

2024年3月28日，公司发布2023年年报，全年实现营收38.3亿（同比-1.4%），归母2.0亿（同比+1.2%）；其中Q4实现营收10.0亿（同比-10.0%），归母0.6亿（同比-5.7%）。

### 点评

公司23年智能终端产品实现营收22.3亿（同比+16.1%），空管产品实现营收11.1亿（同比+11.2%），微波射频实现营收2.2亿（同比+17.3%）。三大核心主业实现稳健增长，分部口径收入合计同比+17%，利润合计同比+8%，增速高于表现。

公司23年毛利率23.8%，同比+1.5pct，剥离亏损塑胶原料业务，盈利能力显著提升。分业务看2023年智能终端产品毛利率15.8%，同比+0.2pct；空管产品毛利率38.6%，同比-1.2pct；微波射频毛利率46.2%，同比-2.3pct，或受军品价格调整影响。公司23年归母净利率5.2%，同比+0.1pct，主要受费用支出增加影响。

公司23年研发费用3.6亿，同比+9.4%，新品研发力度增大，空管业务持续提高自主创新能力，实现技术和产品创新突破；微波射频业务加快研发成果应用转化；智能终端业务发挥既有优势加大市场开拓力度，研发项目结项助力公司提升市占率。

公司固定资产3.7亿，较期初+22.4%；在建工程4.7亿，较期初大幅上涨，主要由于成都创新中心项目建设与逐步转固。公司积极扩产迎接下游需求，支撑长期发展。

公司作为国内空管系统龙头，为四川省低空空域协同运行中心提供系统及相关配套设备，深度受益低空经济发展；拟收购志良电子拓展电子对抗业务，布局高景气赛道；智能终端产品绑定头部客户，未来增长前景广阔。公司作为绵阳市国资委控股国企，内部持续改革提质增效可期。

### 盈利预测、估值与评级

预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.5/3.4/4.4亿，同比增长26%、34%、28%，对应PE分别为53/40/31倍；备考净利润分别为4.0/6.1/8.1亿，同比增长46%、51%、34%，对应PE分别为33/22/17倍。维持“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）：13.11元

相关报告：

1.《四川九洲：电子对抗稀缺核心标的，空管龙头受益低空经济》，2024.1.20



### 公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,885	3,832	4,768	5,920	7,122
营业收入增长率	9.61%	-1.36%	24.44%	24.16%	20.30%
归母净利润(百万元)	198	200	253	339	436
归母净利润增长率	36.55%	1.23%	26.28%	34.05%	28.43%
摊薄每股收益(元)	0.194	0.196	0.247	0.332	0.426
每股经营性现金流净额	0.22	0.21	0.09	0.72	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.92%	6.77%	8.18%	10.29%	12.25%
P/E	33.69	39.31	52.99	39.53	30.78
P/B	2.33	2.66	4.34	4.07	3.77

来源：公司年报、国金证券研究所

## 内容目录

事件说明.....	3
聚焦三大主业，业绩稳健增长.....	3
剔除亏损业务毛利率提升，净利率稳定提升.....	4
重点工程逐步转固产能释放，产品有序交付.....	6
投资建议.....	7
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1： 2023 年营收及同比增速.....	3
图表 2： 2023 年归母净利润及同比增速.....	3
图表 3： 2023Q4 营收及同比、环比增速.....	3
图表 4： 2023Q4 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 5： 2023 年分业务收入及同比增速.....	4
图表 6： 2023 年毛利率及净利率.....	4
图表 7： 2023Q4 毛利率及净利率.....	4
图表 8： 2023 年分业务毛利率.....	5
图表 9： 2023 年各项费用率.....	5
图表 10： 2023Q4 各项费用率.....	5
图表 11： 2023Q4 资产减值及信用减值.....	6
图表 12： 2023Q4 固定资产和在建工程变化.....	6
图表 13： 2023Q4 资本性支出及同比增速.....	6
图表 14： 2023Q4 合同负债与预付款项变化.....	7
图表 15： 2023Q4 存货及周转天数.....	7
图表 16： 2023 年经营性净现金流.....	7
图表 17： 2023Q4 经营性净现金流.....	7

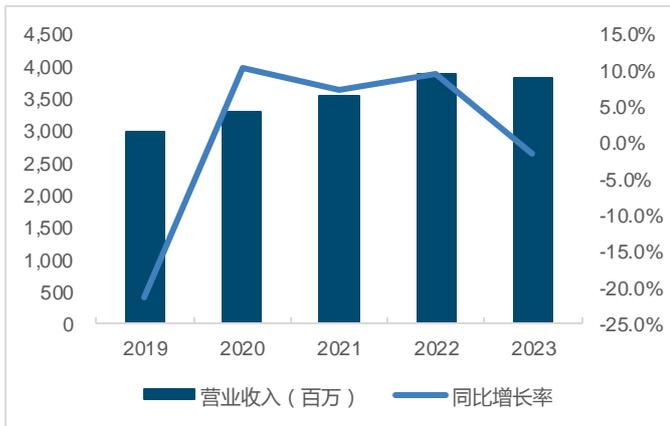
## 事件说明

2024年3月28日，公司发布2023年年报，全年实现营收38.3亿（同比-1.4%），归母2.0亿（同比+1.2%）；其中Q4实现营收10.0亿（同比-10.0%），归母0.6亿（同比-5.7%）。

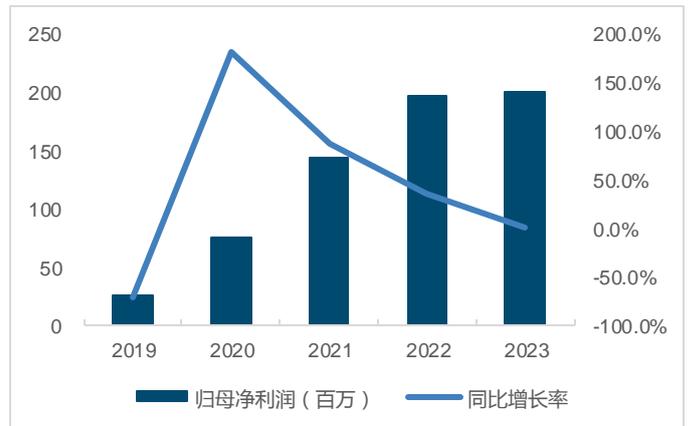
## 聚焦三大主业，业绩稳健增长

公司2023年全年实现营收38.3亿（同比-1.4%），归母2.0亿（同比+10.6%）；其中Q4实现营收10.0亿（同比-10.6%），归母0.6亿（同比-5.7%）。公司剥离亏损塑胶原料业务，聚焦智能终端、空管产品、微波射频三大主业，智能终端业务发挥既有优势，持续加大市场开拓力度，进一步夯实市场根基；空管业务着力提升自主创新能力，实现技术和产品的创新突破；微波射频业务始终保持以技术创新为核心的发展理念，持续加快研发成果转化和外部市场开拓。

图表1：2023年营收及同比增速



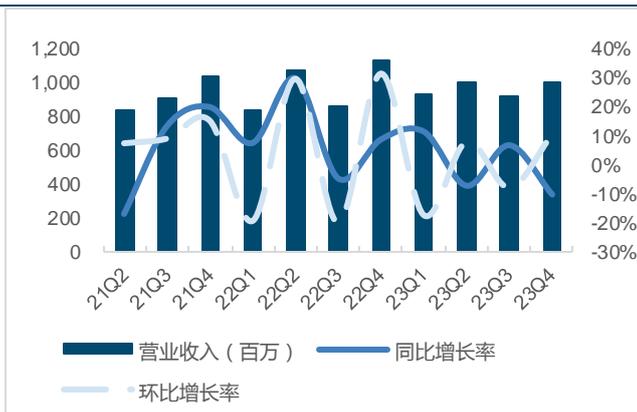
图表2：2023年归母净利润及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

图表3：2023Q4 营收及同比、环比增速



图表4：2023Q4 归母净利润及同比、环比增速

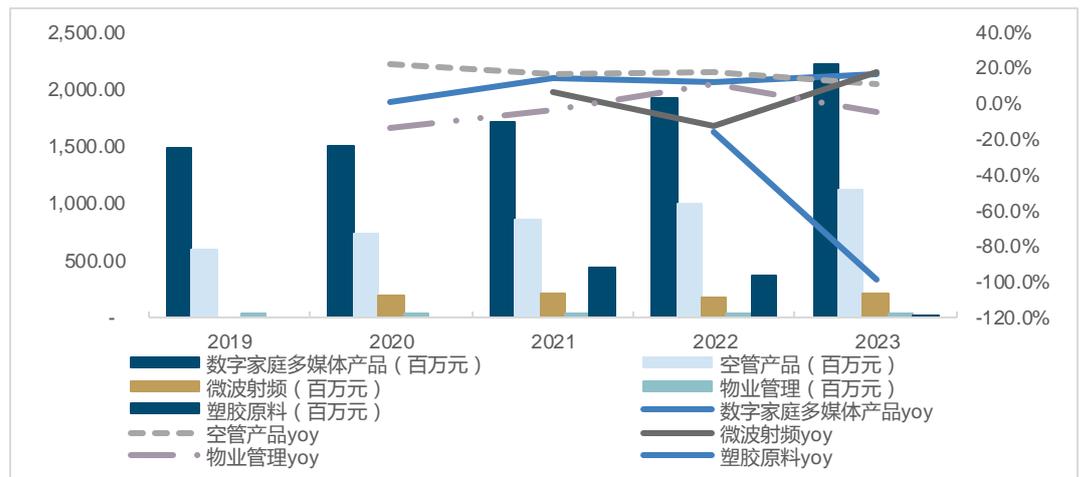


来源：wind，国金证券研究所

来源：wind，国金证券研究所

2023年公司数字家庭多媒体产品实现营收22.3亿，同比+16.1%；空管产品实现营收11.1亿，同比+11.2%；微波射频实现营收2.2亿，同比+17.3%。公司聚焦主业，实现收入稳健增长。

图表5: 2023年分业务收入及同比增速

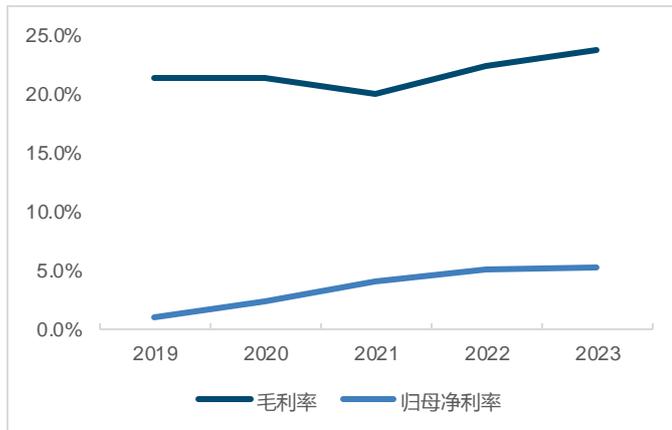


来源: wind, 国金证券研究所

### 剔除亏损业务毛利率提升, 净利率稳定提升

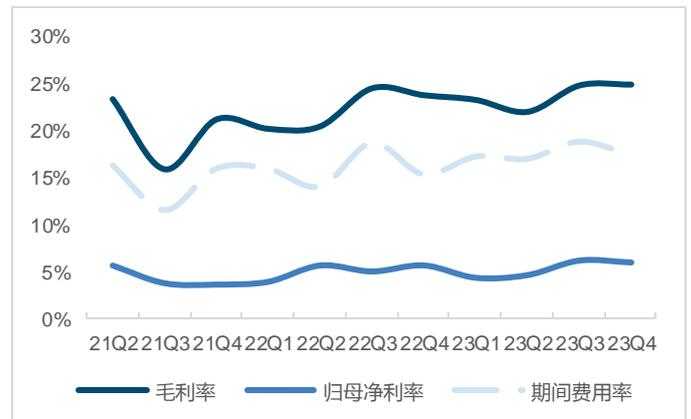
公司 23 年毛利率 23.8%，同比+1.5pct，剔除亏损塑胶产品业务，盈利能力提升显著。公司 23 年归母净利率 5.2%，同比+0.1pct，全年信用减值计提 3782 万，资产减值计提 1046 万。

图表6: 2023年毛利率及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

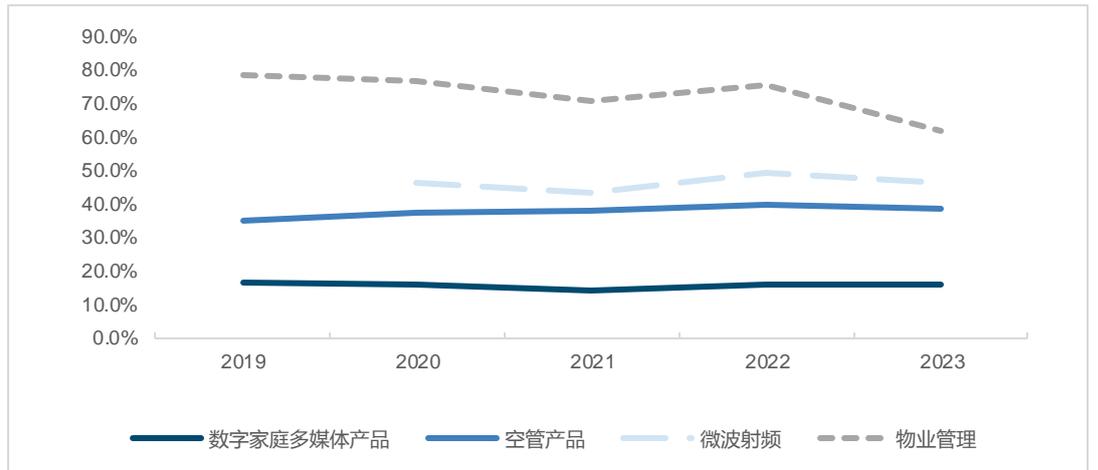
图表7: 2023Q4 毛利率及净利率



来源: wind, 国金证券研究所

公司 2023 年数字家庭多媒体产品毛利率 15.8%，同比+0.1pct；空管产品毛利率 38.6%，同比-1.2pct；微波射频毛利率 46.2%，同比-3.2pct。空管产品与微波射频业务毛利率有所下滑，或受到军品价格调整影响。

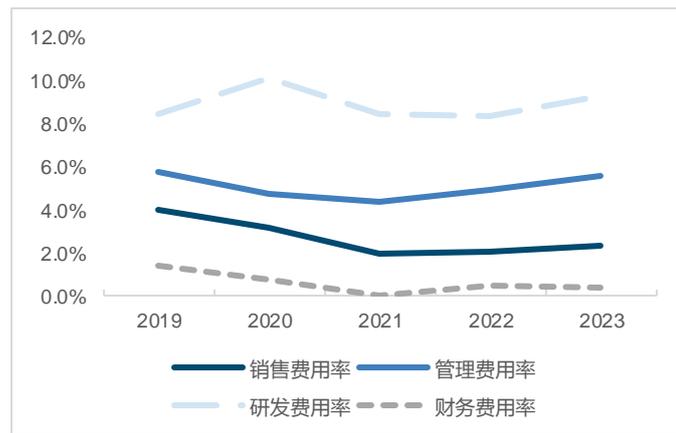
图表8: 2023年分业务毛利率



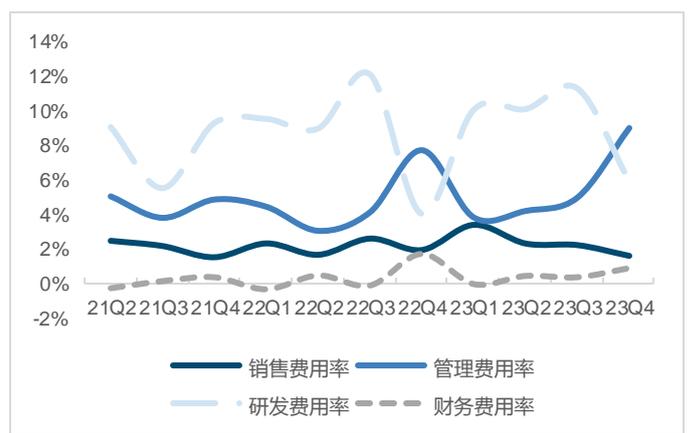
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年 2023 期间费用率 17.6%(同比+1.7pct), 其中销售费用率 2.3%(同比+0.3pct), 管理费用率 5.5%(同比+0.6pct), 研发费用率 9.3%(同比+0.9pct); 财务费用率 0.4%(同比-0.1pct), 研发投入力度加大, 研发费用率提升明显。

图表9: 2023年各项费用率



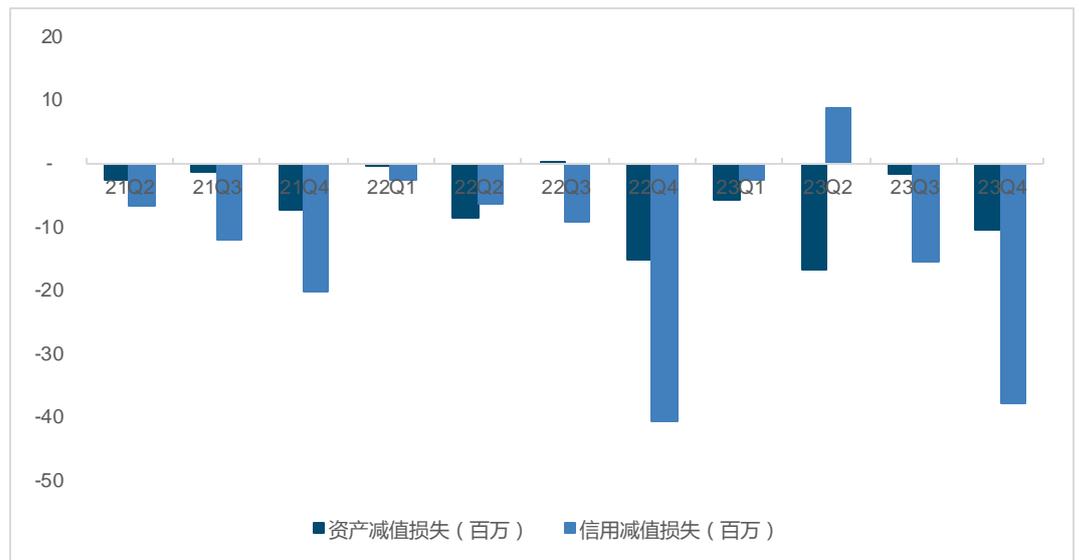
图表10: 2023Q4 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

图表11: 2023Q4 资产减值及信用减值

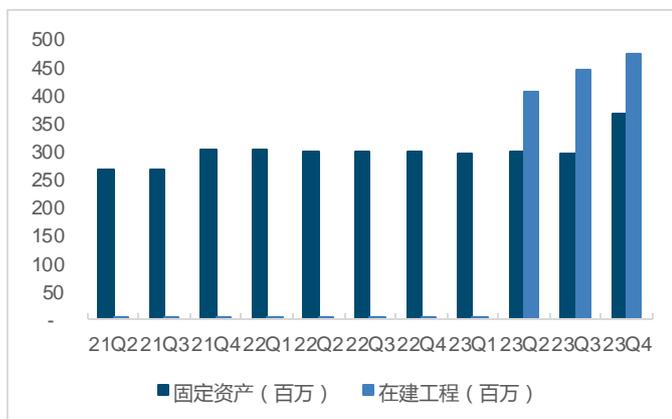


来源: wind, 国金证券研究所

### 重点工程逐步转固产能释放, 产品有序交付

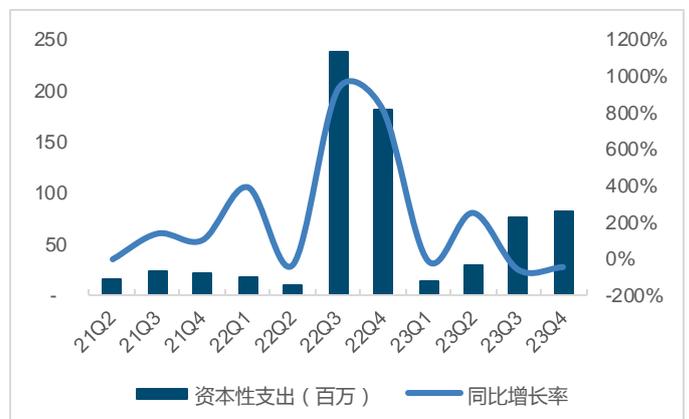
公司 23 年固定资产 3.7 亿元, 较期初+22.4%; 在建工程 4.7 亿元, 较期初大幅增长, 主要系本年度按计划持续推进成都创新中心房产尾款支付、产权办理及场地装修工作; 资本性支出 2.0 亿元, 同比-55.0%。

图表12: 2023Q4 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

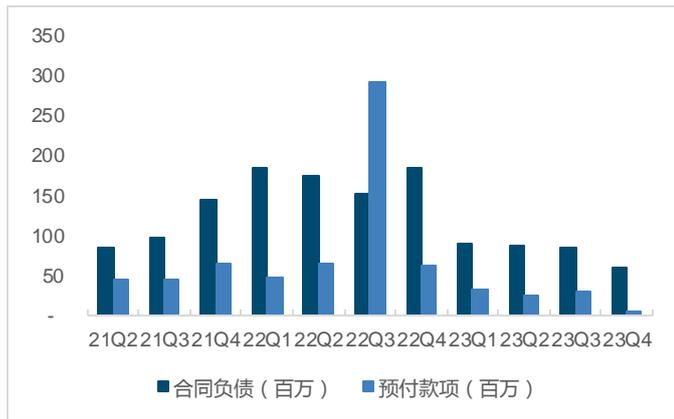
图表13: 2023Q4 资本性支出及同比增速



来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年合同负债 0.6 亿元, 较期初-68.1%; 存货 6.5 亿元, 较期初-19.3%, 或表明公司产品交付较为顺利, 订单逐步结转收入。

图表14: 2023Q4 合同负债与预付款项变化



图表15: 2023Q4 存货及周转天数

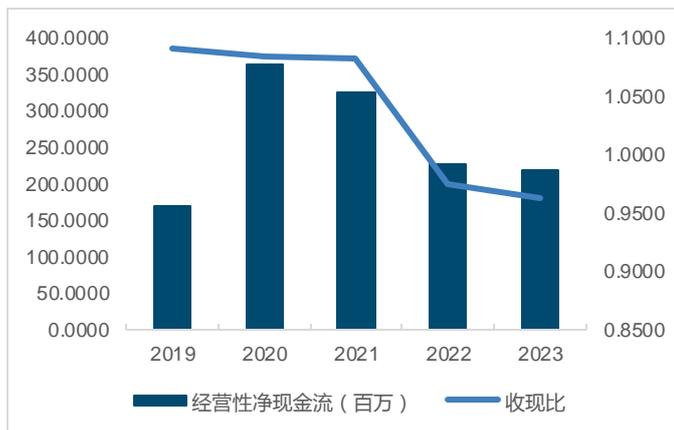


来源: wind, 国金证券研究所

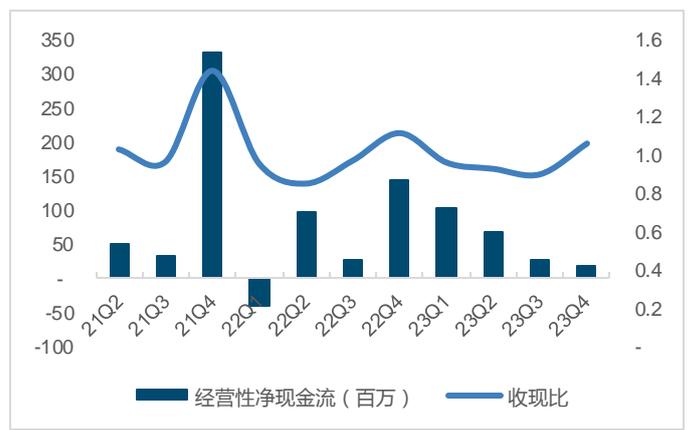
来源: wind, 国金证券研究所

公司 23 年经营性净现金流 2.2 亿元, 较去年同期减少 95.7 万元; 收现比 0.96, 现金回款情况维持较好水平。

图表16: 2023 年经营性净现金流



图表17: 2023Q4 经营性净现金流



来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

## 投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.5/3.4/4.4 亿, 同比增长 26%、34%、28%, 对应 PE 分别为 53/40/31 倍; 备考净利润分别为 4.0/6.1/8.1 亿, 同比增长 46%、51%、34%, 对应 PE 分别为 33/22/17 倍。维持“买入”评级。

## 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)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
<b>主营业务收入</b>	<b>3,544</b>	<b>3,885</b>	<b>3,832</b>	<b>4,768</b>	<b>5,920</b>	<b>7,122</b>	货币资金	1,265	551	870	1,301	1,878	2,245	
增长率	9.6%	-1.4%	24.4%	24.2%	20.3%		应收款项	2,066	2,523	2,968	3,314	3,840	4,296	
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,836</b>	<b>-3,018</b>	<b>-2,920</b>	<b>-3,558</b>	<b>-4,378</b>	<b>-5,214</b>	存货	937	807	651	926	993	1,017	
%销售收入	80.0%	77.7%	76.2%	74.6%	74.0%	73.2%	其他流动资产	634	926	673	640	366	383	
<b>毛利</b>	<b>708</b>	<b>867</b>	<b>912</b>	<b>1,210</b>	<b>1,542</b>	<b>1,908</b>	流动资产	4,903	4,806	5,161	6,181	7,078	7,941	
%销售收入	20.0%	22.3%	23.8%	25.4%	26.0%	26.8%	%总资产	89.5%	81.8%	76.9%	80.3%	82.4%	83.9%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-12</b>	<b>-15</b>	<b>-24</b>	<b>-24</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	长期投资	163	180	170	170	170	170	
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	303	301	841	1,299	1,296	1,304	
<b>销售费用</b>	<b>-72</b>	<b>-79</b>	<b>-89</b>	<b>-114</b>	<b>-163</b>	<b>-214</b>	%总资产	5.5%	5.1%	12.5%	16.9%	15.1%	13.8%	
%销售收入	2.0%	2.0%	2.3%	2.4%	3.0%	3.0%	无形资产	32	31	30	32	35	37	
<b>管理费用</b>	<b>-154</b>	<b>-191</b>	<b>-213</b>	<b>-238</b>	<b>-284</b>	<b>-342</b>	非流动资产	577	1,066	1,554	1,512	1,510	1,520	
%销售收入	4.4%	4.9%	5.5%	5.0%	4.8%	4.8%	%总资产	10.5%	18.2%	23.1%	19.7%	17.6%	16.1%	
<b>研发费用</b>	<b>-298</b>	<b>-325</b>	<b>-356</b>	<b>-429</b>	<b>-545</b>	<b>-655</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,479</b>	<b>5,872</b>	<b>6,715</b>	<b>7,693</b>	<b>8,588</b>	<b>9,462</b>	
%销售收入	8.4%	8.4%	9.3%	9.0%	9.2%	9.2%	短期借款	199	235	665	1,207	1,285	1,230	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>172</b>	<b>256</b>	<b>230</b>	<b>404</b>	<b>521</b>	<b>662</b>	应付款项	1,747	1,896	2,319	2,506	2,964	3,460	
%销售收入	4.8%	6.6%	6.0%	8.5%	8.8%	9.3%	其他流动负债	306	406	307	343	426	511	
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-20</b>	<b>-16</b>	<b>-39</b>	<b>-51</b>	<b>-47</b>	流动负债	2,253	2,537	3,291	4,056	4,675	5,201	
%销售收入	0.0%	0.5%	0.4%	0.8%	0.9%	0.7%	长期贷款	130	72	66	66	66	66	
<b>资产减值损失</b>	<b>-57</b>	<b>-83</b>	<b>-82</b>	<b>-77</b>	<b>-75</b>	<b>-84</b>	其他长期负债	150	136	109	130	129	128	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	2,532	2,745	3,466	4,252	4,870	5,395	
<b>投资收益</b>	<b>14</b>	<b>24</b>	<b>29</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>10</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>2,708</b>	<b>2,860</b>	<b>2,959</b>	<b>3,093</b>	<b>3,296</b>	<b>3,558</b>	
%税前利润	8.3%	10.4%	12.0%	6.1%	4.6%	1.8%	其中：股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023	
<b>营业利润</b>	<b>170</b>	<b>233</b>	<b>243</b>	<b>327</b>	<b>434</b>	<b>551</b>	未分配利润	1,294	1,427	1,516	1,668	1,871	2,132	
营业利润率	4.8%	6.0%	6.4%	6.9%	7.3%	7.7%	少数股东权益	239	266	290	348	422	509	
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,479</b>	<b>5,872</b>	<b>6,715</b>	<b>7,693</b>	<b>8,588</b>	<b>9,462</b>	
<b>税前利润</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>244</b>	<b>327</b>	<b>434</b>	<b>551</b>	<b>比率分析</b>		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	4.9%	6.0%	6.4%	6.9%	7.3%	7.7%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>2</b>	<b>-16</b>	<b>-22</b>	<b>-28</b>	每股收益	0.142	0.194	0.196	0.247	0.332	0.426	
所得税率	-4.5%	-3.5%	-1.0%	5.0%	5.0%	5.0%	每股净资产	2.647	2.797	2.893	3.024	3.223	3.478	
<b>净利润</b>	<b>181</b>	<b>241</b>	<b>246</b>	<b>311</b>	<b>412</b>	<b>523</b>	每股经营现金净流	0.318	0.222	0.213	0.089	0.720	0.723	
少数股东损益	36	43	46	58	73	88	每股股利	0.000	0.026	0.051	0.099	0.133	0.170	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>145</b>	<b>198</b>	<b>200</b>	<b>253</b>	<b>339</b>	<b>436</b>	<b>回报率</b>							
净利率	4.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.7%	6.1%	净资产收益率	5.35%	6.92%	6.77%	8.18%	10.29%	12.25%	
							总资产收益率	2.65%	3.37%	2.98%	3.29%	3.95%	4.60%	
							投入资本收益率	5.47%	7.71%	5.84%	8.14%	9.76%	11.73%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	7.40%	9.61%	-1.36%	24.44%	24.16%	20.30%	
							EBIT增长率	83.30%	49.23%	-10.14%	75.54%	28.98%	27.09%	
							净利润增长率	88.76%	36.55%	1.23%	26.28%	34.05%	28.43%	
							总资产增长率	9.04%	7.16%	14.37%	14.56%	11.64%	10.17%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	168.3	171.7	210.7	220.0	205.0	190.0	
							存货周转天数	109.3	105.5	91.1	100.0	90.0	80.0	
							应付账款周转天数	128.8	146.2	170.6	180.0	170.0	165.0	
							固定资产周转天数	31.1	28.2	35.0	32.6	47.6	38.5	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-50.34%	-15.53%	-12.53%	-8.63%	-21.39%	-29.95%	
							EBIT利息保障倍数	129.9	12.5	14.1	10.4	10.2	14.1	
							资产负债率	46.22%	46.75%	51.61%	55.27%	56.71%	57.02%	

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
买入	0	1	1	4	6
增持	0	0	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.67	1.33	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2024-01-20	买入	8.38	10.00~15.00

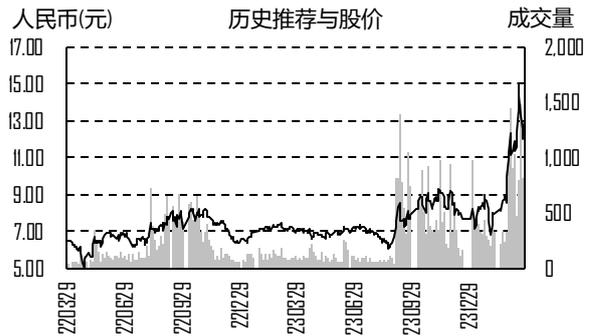
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806