

2024年03月30日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 空管龙头受益于低空经济，拟收购拓展电子对抗业务

## —四川九洲（000801.SZ）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：宝幼琛 S1050521110002

✉ baoyc@cfsc.com.cn

分析师：任春阳 S1050521110006

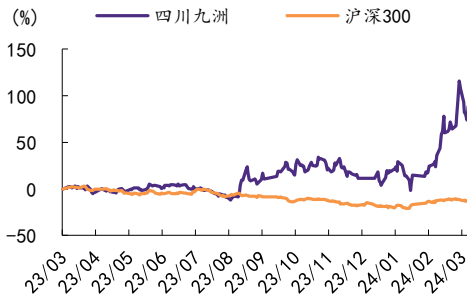
✉ rency@cfsc.com.cn

### 基本数据

2024-03-29

当前股价（元）	13.1
总市值（亿元）	134
总股本（百万股）	1023
流通股本（百万股）	1023
52周价格范围（元）	6.1-14.95
日均成交额（百万元）	271.52

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

3月28日晚公司发布2023年年报：报告期内公司实现营业收入38.32亿元，同比减少1.36%，实现归母净利润2.00亿元，同比增长1.23%，实现扣非归母净利润1.16亿元，同比减少20.29%。同时每10股派发现金红利1.00元（含税）。对此，我们点评如下：

### 投资要点

#### ■ 缩减塑胶原料业务，毛利率有所提升

2023年公司实现营业收入38.32亿元，同比减少1.36%，实现归母净利润2.00亿元，同比增长1.23%，实现扣非归母净利润1.16亿元，同比减少20.29%。分业务来看，智能终端业务营收22.27亿元，同比增长16.09%，毛利率15.82%，同比提高0.17pct；空管产品业务营收11.13亿元，同比增长11.20%，毛利率38.63%，同比减少1.16pct；微波射频业务营收2.16亿元，同比增长17.33%，毛利率46.24%，同比减少3.19pct；公司三大核心业务稳步增长，总体营收同比略微减少主要是因为塑胶原料业务营收同比减少98.46%。公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为2.32%/5.55%/0.43%/9.29%，分别同比增加同比增加0.29%/0.62%/-0.10%/0.92pct。公司的综合毛利率为23.80%，同比提高1.48pct，盈利能力有所提升。

#### ■ 聚焦三大主业，业绩稳步增长

公司是四川九洲投资控股集团有限公司旗下专业从事包括智能终端、空管产品、微波射频的技术研发、产品制造、销售等业务的高新技术企业：1) 智能终端领域，公司在海内外具有较高知名度，有线机顶盒市场占有率位居行业前列；2) 空管领域，公司建有“民航航空监视与机载防撞工程技术研究中心”和“四川省空中目标探测与识别工程技术研究中心”，是国内唯一的“国家空管监视与通信系统工程技术研究中心”实施载体，是国内最早从事空中交通管理及相关航电生产研制生产的单位；3) 微波射频领域，公司拥有多年的微波射频器件研发和生产经验，建立了完善的产品系列体系。公司总营收由2019年的29.89亿元增长到2023年的

38.32 亿元，CAGR 为 6.41%，对应的归母净利润从 2716 万元增长到 2 亿元，CAGR 为 64.81%，业绩稳步增长。

## ■ 低空经济政策东风至，公司有望乘风起

2023 年 12 月，中央经济工作会议提出要打造包括低空经济在内的若干战略性新兴产业，2024 年全国两会低空经济首次出现在政府工作报告中，2024 年 3 月 27 日，工信部等四部门印发《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030 年）》，低空经济顶层文件出台。各地也陆续出台了低空经济的政策，低空经济迎来发展良机。中国民用航空局发布的数据显示，到 2025 年，中国低空经济的市场规模预计将达到 1.5 万亿，到 2035 年更是有望达到 3.5 万亿元。

公司是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，是国内空管系统市场的重要供应商。主要从事空中交通管理及相关航电设备的研发、制造和销售，产品主要集中于空管、监视、通信、导航等业务范围，已形成 6 个系列 100 余种具有自主知识产权的空管领域产品，具体产品为空管二次雷达、机载防撞系统、S 模式应答机、ADS-B 系统、西方体制监视识别系统等，产品系列丰富，覆盖飞机起飞、爬升、巡航、下降、着陆全过程。公司有望充分受益于低空经济的行业东风。

## ■ 拟收购志良电子，布局电子对抗业务

2024 年 1 月 5 日，公司公告拟以 6.57 元/股的价格向九洲电器、上海塔玉、上海唐众发行股份购买其持有的志良电子 100% 股权，同时拟发行股份募集配套资金。志良电子作为军工电子领域优质的成长型企业，也是国内少数具有雷达对抗系统级和全产业链条配套合作能力的企业，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；公司现有微波射频业务产品可应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，两者具有产业链协同效应，若收购成功将进一步提升公司的市场竞争力。

## ■ 盈利预测

我们看好公司在空管行业的市场地位以及在低空经济行业的发展前景。暂不考虑收购的影响，预计公司 2024-2026 年净利润分别为 2.59、3.34、4.19 亿元，EPS 分别为 0.25、0.33、0.41 元，当前股价对应 PE 分别为 52、40、32 倍，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

## ■ 风险提示

低空经济发展低于预期的风险、订单获取及执行低于预期的风险、市场竞争加剧的风险、收购不能顺利完成风险、协同效应低于预期风险、宏观经济下行风险等。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万元)	3,832	4,462	5,155	5,913
增长率 (%)	-1.4%	16.4%	15.6%	14.7%
归母净利润 (百万元)	200	259	334	419
增长率 (%)	1.2%	29.4%	28.9%	25.3%
摊薄每股收益 (元)	0.20	0.25	0.33	0.41
ROE (%)	6.2%	7.5%	9.1%	10.5%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	870	943	1,181	1,663
应收款	2,651	2,934	3,107	3,159
存货	651	651	703	728
其他流动资产	990	1,015	1,102	1,172
流动资产合计	5,161	5,542	6,094	6,723
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	269	301	329	344
固定资产	368	804	724	651
在建工程	473	0	0	0
无形资产	26	27	28	27
长期股权投资	32	34	37	42
其他非流动资产	655	655	655	655
非流动资产合计	1,554	1,520	1,443	1,376
资产总计	6,715	7,062	7,537	8,098
<b>流动负债:</b>				
短期借款	578	524	556	618
应付账款、票据	2,092	2,258	2,430	2,586
其他流动负债	561	561	561	561
流动负债合计	3,291	3,429	3,632	3,862
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	66	87	117	145
其他非流动负债	109	109	109	109
非流动负债合计	175	196	226	254
负债合计	3,466	3,625	3,858	4,116
<b>所有者权益</b>				
股本	1,023	1,023	1,023	1,023
股东权益	3,250	3,437	3,679	3,983
负债和所有者权益	6,715	7,062	7,537	8,098

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	246	317	409	513
少数股东权益	46	58	75	94
折旧摊销	54	38	82	74
公允价值变动	1	1	1	1
营运资金变动	-130	-83	-115	37
经营活动现金净流量	218	332	451	718
投资活动现金净流量	-300	3	49	52
筹资活动现金净流量	157	-163	-105	-119
现金流量净额	74	172	396	651

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,832	4,462	5,155	5,913
营业成本	2,920	3,370	3,866	4,404
营业税金及附加	24	22	24	27
销售费用	89	98	108	118
管理费用	213	236	268	302
财务费用	16	15	17	18
研发费用	356	410	474	544
费用合计	674	761	867	982
资产减值损失	-47	-45	-48	-50
公允价值变动	1	1	1	1
投资收益	29	30	32	33
营业利润	243	316	407	510
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	1	1	1	1
利润总额	244	316	407	510
所得税费用	-2	-2	-2	-3
净利润	246	317	409	513
少数股东损益	46	58	75	94
归母净利润	200	259	334	419

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-1.4%	16.4%	15.6%	14.7%
归母净利润增长率	1.2%	29.4%	28.9%	25.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	23.8%	24.5%	25.0%	25.5%
四项费用/营收	17.6%	17.0%	16.8%	16.6%
净利率	6.4%	7.1%	7.9%	8.7%
ROE	6.2%	7.5%	9.1%	10.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.6%	51.3%	51.2%	50.8%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	1.4	1.5	1.7	1.9
存货周转率	4.5	5.2	5.5	6.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.20	0.25	0.33	0.41
P/E	66.9	51.7	40.1	32.0
P/S	3.5	3.0	2.6	2.3
P/B	4.5	4.3	4.1	3.9

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 计算机&中小盘组介绍

**宝幼琛：**本硕毕业于上海交通大学，多次新财富、水晶球最佳分析师团队成员，7年证券从业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，目前主要负责计算机与中小盘行业上市公司研究。擅长领域包括：云计算、网络安全、人工智能、区块链等。

**任春阳：**华东师范大学经济学硕士，6年证券行业经验，2021年11月加盟华鑫证券研究所，从事计算机与中小盘行业上市公司研究

**许思琪：**澳大利亚国立大学硕士。

**周文龙：**澳大利亚莫纳什大学金融硕士

**张敏：**清华大学理学博士

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。