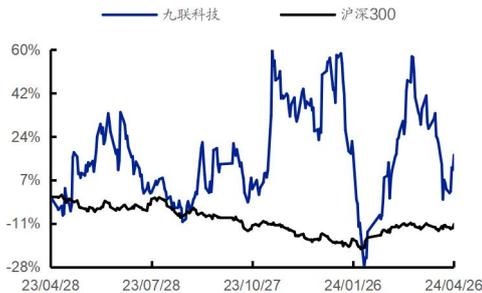


研究所：  
 证券分析师：刘熹 S0350523040001  
 liux10@ghzq.com.cn

## 业绩短暂承压，“运营商+鸿蒙+信安”引领增长 ——九联科技（688609）科创板公司动态研究

### 最近一年走势



### 相对沪深 300 表现

| 表现     | 1M     | 3M    | 12M   |
|--------|--------|-------|-------|
| 九联科技   | -12.1% | -0.5% | 24.3% |
| 沪深 300 | 1.1%   | 7.5%  | -9.5% |

### 市场数据

| 当前价格(元)     | 10.33      |
|-------------|------------|
| 52 周价格区间(元) | 5.80-16.03 |
| 总市值(百万)     | 5,165.00   |
| 流通市值(百万)    | 5,165.00   |
| 总股本(万股)     | 50,000.00  |
| 流通股本(万股)    | 50,000.00  |
| 日均成交额(百万)   | 223.39     |
| 近一月换手(%)    | 77.53      |

### 相关报告

《九联科技（688609）科创板公司深度研究：智慧互联综合服务商，“鸿蒙+”助力再腾飞（增持）\* 黑色家电\*刘熹》——2023-12-25

### 事件：

2024 年 4 月 26 日，九联科技发布 2023 年年度报告及 2024 年一季度报：

2023 年公司营收 21.71 亿元，同比-9.65%；归母净利润-1.99 亿元，同比-429.78%；扣非后归母净利润为-1.93 亿元，同比-413.81%；

2024Q1 公司营收 6.62 亿元，同比+22.51%；归母净利润 0.05 亿元，同比-48.34%；扣非后归母净利润为 0.03 亿元，同比-71.03%。

### 投资要点：

#### ■ 受宏观及半导体行业周期影响，业绩短暂承压

2023 年公司销售毛利率为 11.58%，同比-8.99pct；销售/管理/研发费用率为 7.88%/4.4%/7.51%，同比+0.55/+1.41/+0.52pct。收入及毛利率下滑的主要原因系受宏观经济+半导体下行周期影响，叠加招投标制下各厂商投标报价和中标价格有所下降。

2024Q1 公司销售毛利率为 14.99%，同比-3.14pct；销售/管理/研发费用率为 4.67%/3.43%/6.3%，同比-1.68/+0.55/-0.26pct。2024Q1 公司营收增长的主要原因系受到智慧城市业务收入增长驱动，同时经营活动现金流净额为 0.8 亿元，较去年同期-0.49 亿元有明显改善。

#### ■ 智能终端业务有望加速恢复，通信模块+运营服务业务高增

1) **智能终端**：2023 年营收 16.4 亿元，同比-22.36%；收入下滑的主要原因系中国移动等主要通信运营商受公共卫生事件以及市场消费需求不足等影响；2024 年以来公司市场拓展持续向好，中标捷报频发，3 月中标中国移动智能家庭网关产品集采项目，金额超 11 亿元，预计将驱动公司智能终端业务收入重回高增长通道。

2) **通信模块及行业应用解决方案**：2023 年营收 3.8 亿元，同比+88.72%。业务收入增长较快，公司将保持在蜂窝物联网模组领域的持续投入，市占率稳定提升，2023 年销量达 3182 万台，同比+58.87%。

3) **运营服务**：2023 年营收 0.88 亿元，同比 129.79%；在智慧城市领域公司已成长为惠州区域内领军企业，同时打磨自主可控的产品生态，新发布 5 款智慧城市领域软件产品，以产品为基石快速布局省外市场。

#### ■ 鸿蒙生态加速拓展，合作信通院加速 G 端移动信息安全布局

1) **鸿蒙生态**：2023 年公司在鸿蒙生态收入占公司总营收比重已超

10%，主要来源于通信模块及行业应用解决方案业务。公司鸿蒙产业目前已拥有开发板、发行版、终端设备（机顶盒、摄像头）等产品，当前基于鸿蒙操作系统的摄像头、超高清视频操作系统、NB-IoT 模组、物联网操作系统、智能机顶盒、智能门锁等智能终端和通信模组产品已在能源、金融及医疗等行业垂直领域进行商用落地。

**2) 信息安全产品：**2023 年公司加大对移动信息安全产品的投入，投资并成立了控股子公司专门从事信息安全类产品研发与销售工作。2024 年 3 月公司与中国信通院签署《合作框架协议》，双方共建数字安全服务平台，并基于平台向政府机构、事业单位与国有企业提供政务办公所涉及的即时通信、音视频通话、音视频会议、邮件、OA 等业务场景下的数字安全服务。

- **盈利预测和投资评级：**2024 年公司中标捷报频发，智能终端业务有望迎来快速恢复；同时公司深入参与鸿蒙生态产业的构建，持续推动产品互联与行业纵深。我们预计 2024-2026 年公司营收为 30.86/41.72/55.52 亿元，归母净利润分别为 1.28/2.01/3.02 亿元，EPS 分别为 0.26/0.40/0.60 元/股，对应 2024-2026 年 PE 分别为 40/26/17X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济影响下游需求、市场竞争加剧、中美博弈加剧、物联网行业发展不及预期、大客户订单不及预期。

| 预测指标       | 2023A  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）  | 2171   | 3086  | 4172  | 5552  |
| 增长率(%)     | -10    | 42    | 35    | 33    |
| 归母净利润（百万元） | -199   | 128   | 201   | 302   |
| 增长率(%)     | -430   | 164   | 56    | 50    |
| 摊薄每股收益（元）  | -0.40  | 0.26  | 0.40  | 0.60  |
| ROE(%)     | -19    | 11    | 15    | 19    |
| P/E        | —      | 40.26 | 25.74 | 17.12 |
| P/B        | 6.44   | 4.56  | 3.94  | 3.25  |
| P/S        | 3.04   | 1.67  | 1.24  | 0.93  |
| EV/EBITDA  | -46.26 | 31.26 | 21.54 | 14.22 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：九联科技盈利预测表

| 证券代码:              | 688609       |              |              |              | 股价:                | 10.33        |              | 投资评级:        | 增持           |  | 日期: | 2024/04/26 |  |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|-----|------------|--|
| 财务指标               | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        | 每股指标与估值            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |  |     |            |  |
| <b>盈利能力</b>        |              |              |              |              | <b>每股指标</b>        |              |              |              |              |  |     |            |  |
| ROE                | -19%         | 11%          | 15%          | 19%          | EPS                | -0.40        | 0.26         | 0.40         | 0.60         |  |     |            |  |
| 毛利率                | 12%          | 20%          | 21%          | 21%          | BVPS               | 2.05         | 2.27         | 2.62         | 3.18         |  |     |            |  |
| 期间费率               | 14%          | 10%          | 10%          | 10%          | <b>估值</b>          |              |              |              |              |  |     |            |  |
| 销售净利率              | -9%          | 4%           | 5%           | 5%           | P/E                | —            | 40.26        | 25.74        | 17.12        |  |     |            |  |
| <b>成长能力</b>        |              |              |              |              | P/B                | 6.44         | 4.56         | 3.94         | 3.25         |  |     |            |  |
| 收入增长率              | -10%         | 42%          | 35%          | 33%          | P/S                | 3.04         | 1.67         | 1.24         | 0.93         |  |     |            |  |
| 利润增长率              | -430%        | 164%         | 56%          | 50%          |                    |              |              |              |              |  |     |            |  |
| <b>营运能力</b>        |              |              |              |              | <b>利润表 (百万元)</b>   | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |  |     |            |  |
| 总资产周转率             | 0.75         | 0.97         | 1.15         | 1.31         | 营业收入               | 2171         | 3086         | 4172         | 5552         |  |     |            |  |
| 应收账款周转率            | 2.68         | 3.25         | 3.64         | 4.39         | 营业成本               | 1919         | 2456         | 3307         | 4394         |  |     |            |  |
| 存货周转率              | 3.32         | 4.13         | 4.95         | 5.55         | 营业税金及附加            | 8            | 16           | 14           | 18           |  |     |            |  |
| <b>偿债能力</b>        |              |              |              |              | 销售费用               | 171          | 191          | 263          | 353          |  |     |            |  |
| 资产负债率              | 66%          | 66%          | 67%          | 66%          | 管理费用               | 95           | 71           | 120          | 150          |  |     |            |  |
| 流动比                | 1.24         | 1.24         | 1.26         | 1.31         | 财务费用               | 32           | 46           | 49           | 49           |  |     |            |  |
| 速动比                | 0.80         | 0.84         | 0.87         | 0.93         | 其他费用/(-收入)         | 163          | 210          | 287          | 366          |  |     |            |  |
|                    |              |              |              |              | <b>营业利润</b>        | <b>-238</b>  | <b>145</b>   | <b>222</b>   | <b>348</b>   |  |     |            |  |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | 营业外净收支             | -8           | -4           | -1           | -2           |  |     |            |  |
| 现金及现金等价物           | 273          | 228          | 425          | 773          | <b>利润总额</b>        | <b>-247</b>  | <b>141</b>   | <b>221</b>   | <b>345</b>   |  |     |            |  |
| 应收款项               | 924          | 1235         | 1410         | 1531         | 所得税费用              | -41          | 15           | 23           | 43           |  |     |            |  |
| 存货净额               | 581          | 609          | 727          | 856          | <b>净利润</b>         | <b>-205</b>  | <b>127</b>   | <b>198</b>   | <b>302</b>   |  |     |            |  |
| 其他流动资产             | 176          | 195          | 233          | 279          | 少数股东损益             | -6           | -2           | -2           | 0            |  |     |            |  |
| <b>流动资产合计</b>      | <b>1953</b>  | <b>2267</b>  | <b>2796</b>  | <b>3439</b>  | <b>归属于母公司净利润</b>   | <b>-199</b>  | <b>128</b>   | <b>201</b>   | <b>302</b>   |  |     |            |  |
| 固定资产               | 610          | 618          | 625          | 630          |                    |              |              |              |              |  |     |            |  |
| 在建工程               | 150          | 128          | 109          | 92           | <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2023A</b> | <b>2024E</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> |  |     |            |  |
| 无形资产及其他            | 263          | 318          | 370          | 411          | 经营活动现金流            | -200         | -75          | 227          | 400          |  |     |            |  |
| 长期股权投资             | 15           | 15           | 15           | 15           | 净利润                | -199         | 128          | 201          | 302          |  |     |            |  |
| <b>资产总计</b>        | <b>2991</b>  | <b>3345</b>  | <b>3914</b>  | <b>4587</b>  | 少数股东损益             | -6           | -2           | -2           | 0            |  |     |            |  |
| 短期借款               | 717          | 798          | 867          | 901          | 折旧摊销               | 45           | 12           | 12           | 12           |  |     |            |  |
| 应付款项               | 599          | 755          | 1052         | 1389         | 公允价值变动             | 2            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 合同负债               | 39           | 52           | 72           | 95           | 营运资金变动             | -68          | -257         | -8           | 66           |  |     |            |  |
| 其他流动负债             | 223          | 228          | 235          | 237          | <b>投资活动现金流</b>     | <b>-192</b>  | <b>-46</b>   | <b>-23</b>   | <b>-7</b>    |  |     |            |  |
| <b>流动负债合计</b>      | <b>1578</b>  | <b>1834</b>  | <b>2226</b>  | <b>2622</b>  | 资本支出               | -191         | -17          | -52          | -44          |  |     |            |  |
| 长期借款及应付债券          | 355          | 324          | 325          | 325          | 长期投资               | -2           | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 其他长期负债             | 39           | 62           | 62           | 62           | 其他                 | 0            | -28          | 28           | 37           |  |     |            |  |
| <b>长期负债合计</b>      | <b>395</b>   | <b>387</b>   | <b>387</b>   | <b>388</b>   | <b>筹资活动现金流</b>     | <b>398</b>   | <b>76</b>    | <b>-6</b>    | <b>-46</b>   |  |     |            |  |
| <b>负债合计</b>        | <b>1973</b>  | <b>2220</b>  | <b>2613</b>  | <b>3009</b>  | 债务融资               | 509          | 147          | 69           | 35           |  |     |            |  |
| 股本                 | 500          | 500          | 500          | 500          | 权益融资               | 3            | 0            | 0            | 0            |  |     |            |  |
| 股东权益               | 1019         | 1125         | 1301         | 1578         | 其它                 | -113         | -71          | -75          | -80          |  |     |            |  |
| <b>负债和股东权益总计</b>   | <b>2991</b>  | <b>3345</b>  | <b>3914</b>  | <b>4587</b>  | <b>现金净增加额</b>      | <b>8</b>     | <b>-45</b>   | <b>197</b>   | <b>348</b>   |  |     |            |  |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【计算机小组介绍】

刘熹，计算机行业首席分析师，上海交通大学硕士，多年计算机行业研究经验，致力于做前瞻性深度研究，挖掘投资机会。新浪金麒麟新锐分析师、Wind 金牌分析师团队核心成员。

## 【分析师承诺】

刘熹，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。