

四川九洲 (000801.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

合同负债高增，低空助力腾飞

事件

2024年10月30日，公司发布2024年三季度报告。公司24Q1-Q3营业收入27.22亿(同比-3.8%)，实现归母净利润1.20亿(同比-15.1%)。其中24Q3营业收入9.65亿(同比+5.9%，环比+10.7%)，实现归母净利润0.52亿(同比-6.4%，环比+66.6%)。公司24Q3业绩环比显著修复。

点评

业绩环比修复，或因需求有所恢复。下游军民赛道需求有所恢复，公司24Q3实现归母净利润0.52亿(同比-6.4%，环比+66.6%)。公司24Q3业绩环比显著修复。

毛利率保持稳定，环比小幅提升。24Q1-Q3毛利率22.4%(同比-1.0pct)，归母净利率4.4%(同比-0.6pct)；24Q3毛利率23.7%(同比-1.2pct，环比+1.4pct)，归母净利率5.4%(同比-0.7pct，环比+1.8pct)。24Q3公司毛利率保持稳定。

合同负债显著提升，景气拐点已至。截至24Q3末，公司合同负债0.95亿元，较24H1末+63.73%，主要系本期收到的合同预付款增加，或预示景气拐点已至，有望驱动公司业绩增长。

盈利预测、估值与评级

公司作为国内空管系统龙头，受益低空经济发展，智能终端产品以及微波射频增长前景广阔。预计公司2024-2026年归母净利润1.99亿/2.43亿/2.92亿元，同比-1%/+22%/+20%，对应PE为70/57/48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、低空经济建设进度低于预期、智能终端业务增速不及预期、应收账款偏高。

军工组

分析师：杨晨 (执业 S1130522060001)

yangchen@gjzq.com.cn

分析师：温晓 (执业 S1130524060001)

wenxiao@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：13.60 元

相关报告：

- 《四川九洲：上半年业绩承压，低空业务搭建商业闭环》，2024.8.27
- 《四川九洲公司点评：所得税扰动实际经营优于表观，空管龙头深度受...》，2024.4.26
- 《四川九洲公司点评：主业稳健增长，低空经济助力腾飞》，2024.3.29



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	3,777	4,506	5,374
营业收入增长率	9.61%	-1.36%	-1.44%	19.31%	19.26%
归母净利润(百万元)	198	200	199	243	292
归母净利润增长率	36.55%	1.23%	-0.80%	22.28%	20.09%
摊薄每股收益(元)	0.194	0.196	0.194	0.238	0.285
每股经营性现金流净额	0.22	0.21	0.32	0.66	0.53
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.92%	6.77%	6.50%	7.58%	8.63%
P/E	33.69	39.31	69.98	57.23	47.65
P/B	2.33	2.66	4.55	4.34	4.11

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

事件说明.....	3
业绩环比修复，或因需求有所恢复.....	3
毛利率保持稳定，环比小幅提升.....	3
合同负债显著提升，景气拐点已至.....	4
投资建议.....	5
风险提示.....	5

图表目录

图表 1： 2024Q3 营收及同比、环比增速.....	3
图表 2： 2024Q3 归母净利润及同比、环比增速.....	3
图表 3： 2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率.....	3
图表 4： 2024Q3 各项费用率.....	4
图表 5： 2024Q3 资产减值及信用减值.....	4
图表 6： 2024Q3 固定资产和在建工程变化.....	4
图表 7： 2024Q3 资本性支出及同比增速.....	4
图表 8： 2024Q3 合同负债与预付款项变化.....	4
图表 9： 2024Q3 存货及周转天数.....	4
图表 10： 2024Q3 经营性净现金流及收现比.....	5

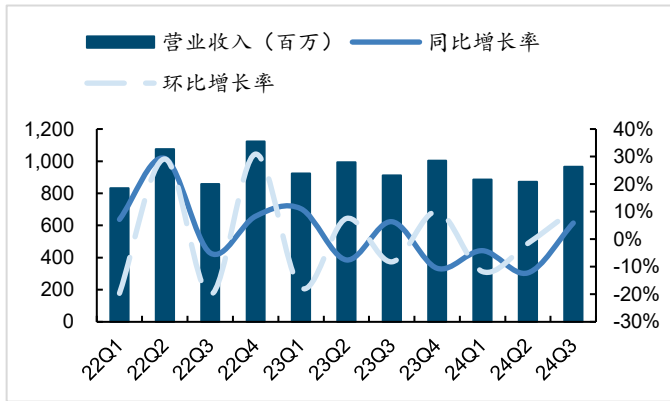
事件说明

公司 24Q1-Q3 营业收入 27.22 亿 (同比-3.8%)，实现归母净利润 1.20 亿 (同比-15.1%)。其中 24Q3 营业收入 9.65 亿 (同比+5.9%，环比+10.7%)，实现归母净利润 0.52 亿 (同比-6.4%，环比+66.6%)。公司 24Q3 业绩环比显著修复。

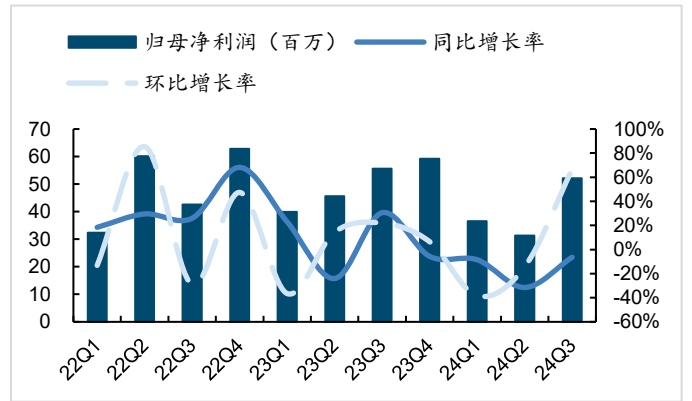
业绩环比修复，或因需求有所恢复

公司 24Q1-Q3 实现营业收入 27.22 亿 (同比-3.8%)，实现归母净利润 1.20 亿 (同比-15.1%)，其中 24 年三季度实现营业收入 9.65 亿 (同比+5.9%，环比+10.7%)。下游军民赛道需求有所恢复，公司 24Q3 实现归母净利润 0.52 亿 (同比-6.4%，环比+66.6%)。公司 24Q3 业绩环比显著修复。

图表1：2024Q3 营收及同比、环比增速



图表2：2024Q3 归母净利润及同比、环比增速



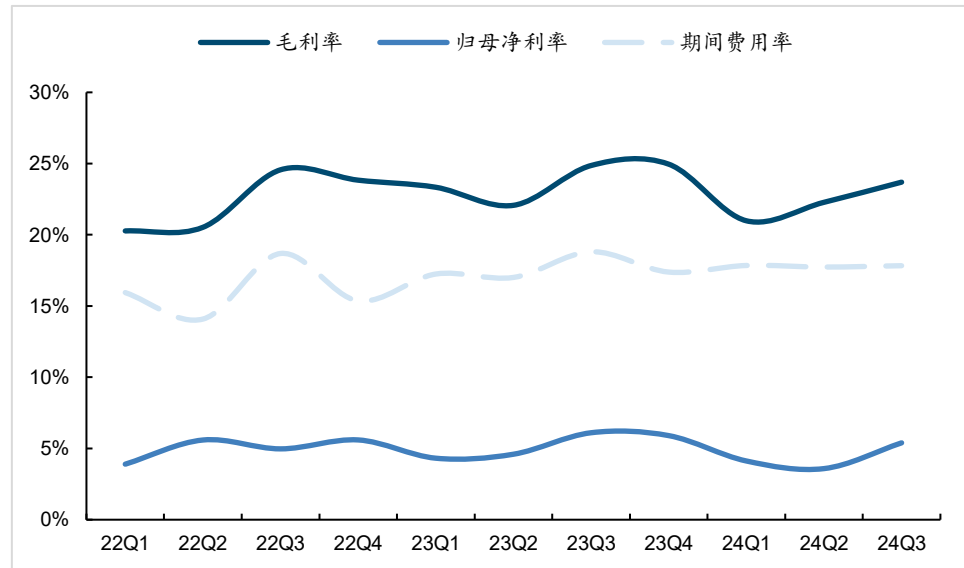
来源: wind, 国金证券研究所

来源: wind, 国金证券研究所

毛利率保持稳定，环比小幅提升

公司 24Q1-Q3 毛利率 22.4% (同比-1.0pct)，归母净利率 4.4% (同比-0.6pct)；24Q3 毛利率 23.7% (同比-1.2pct，环比+1.4pct)，归母净利率 5.4% (同比-0.7pct，环比+1.8pct)。24Q3 公司毛利率保持稳定。

图表3：2024Q3 毛利率、净利率以及期间费用率

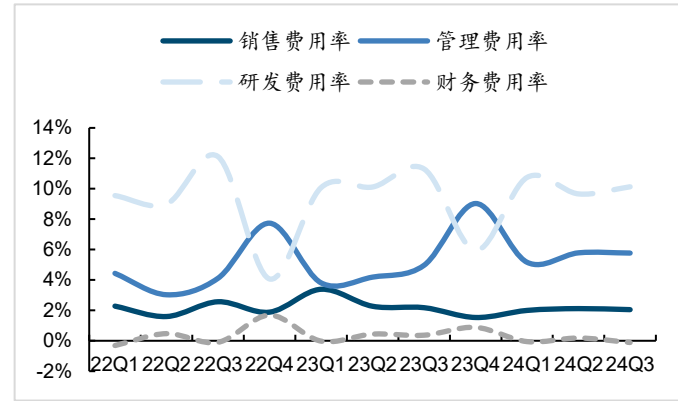


来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q1-Q3 期间费用率 17.8%，同比+0.1pct；其中销售费用率 2.1%，同比-0.5pct，主要系市场开拓费减少所致；管理费用率 5.6%，同比+1.3pct；研发费用率 10.2%，同比-0.3pct；财务费用率 0.0%，同比-0.3pct。Q3 期间费用率 17.8%，同比-1.0pct，环比+0.1pct；其中销售费用率 2.0%，同比-0.2pct，环比-0.1pct；管理费用率 5.8%，同比+0.8pct，环比+0pct；研发费用率 10.1%，同比-1.2pct，环比+0.4pct；财务费用率-0.1%，同比-0.5pct，

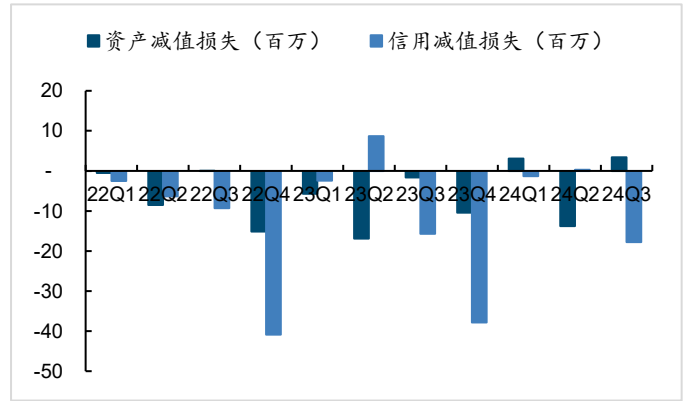
环比-0.3pct。24Q1-Q3 共计提资产减值损失-736 万元，信用减值损失-1874 万元。

图表4: 2024Q3 各项费用率



来源: wind, 国金证券研究所

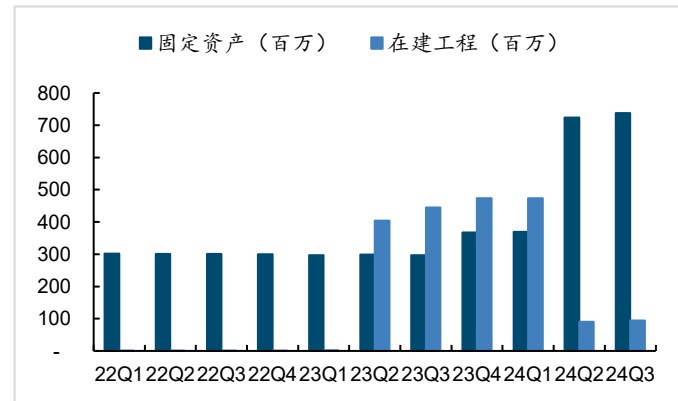
图表5: 2024Q3 资产减值及信用减值



来源: wind, 国金证券研究所

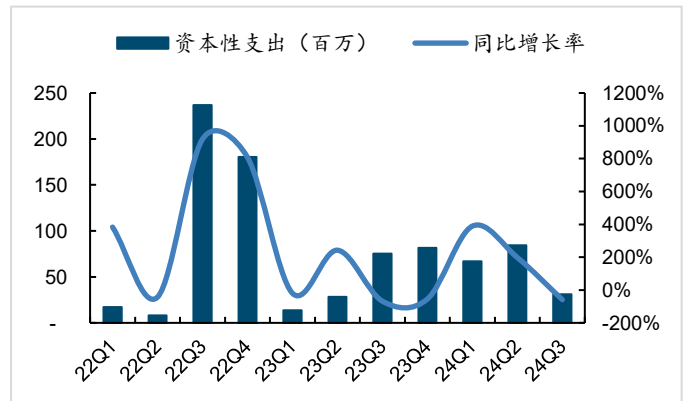
截至 24 年 Q3 末，公司固定资产 7.37 亿元，较期初+1.80%；在建工程 0.9 亿元，较期初无变化。公司 24Q1-Q3 资本性支出 1.82 亿元，同比+55.5%，Q3 资本性支出 0.31 亿元，同比-58.8%，环比-63.3pct。

图表6: 2024Q3 固定资产和在建工程变化



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 2024Q3 资本性支出及同比增速

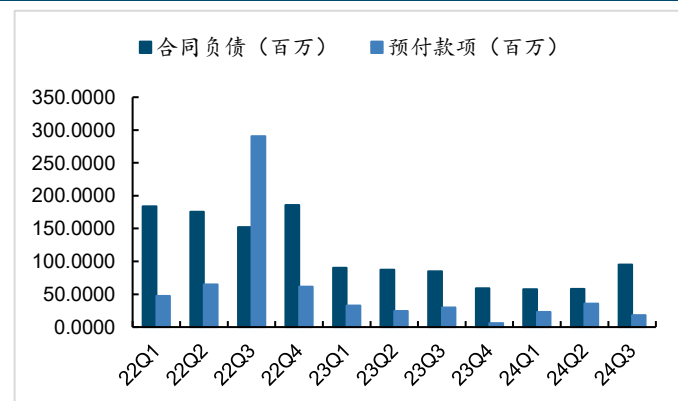


来源: wind, 国金证券研究所

合同负债显著提升，景气拐点已至

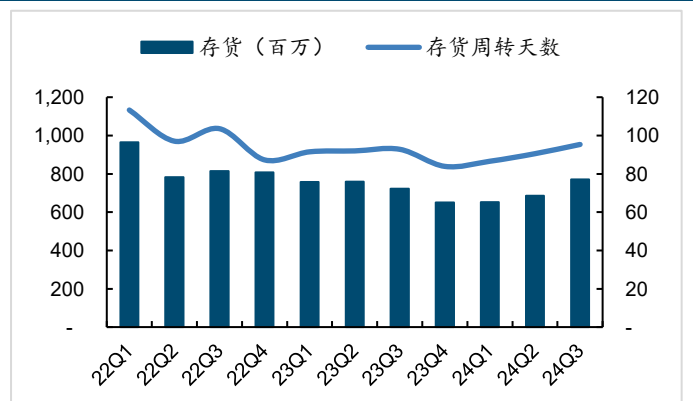
公司 24Q2 合同负债 0.58 亿元，较期初-1.91%；预付款项 0.36 亿元，较期初+504.77%；存货 6.85 亿元，较期初+5.28%。截至 24Q3 末，公司合同负债 0.95 亿元，较 24H1 末+63.73%，主要系本期收到的合同预付款增加，或预示景气拐点已至，有望驱动公司业绩增长。

图表8: 2024Q3 合同负债与预付款项变化



来源: wind, 国金证券研究所

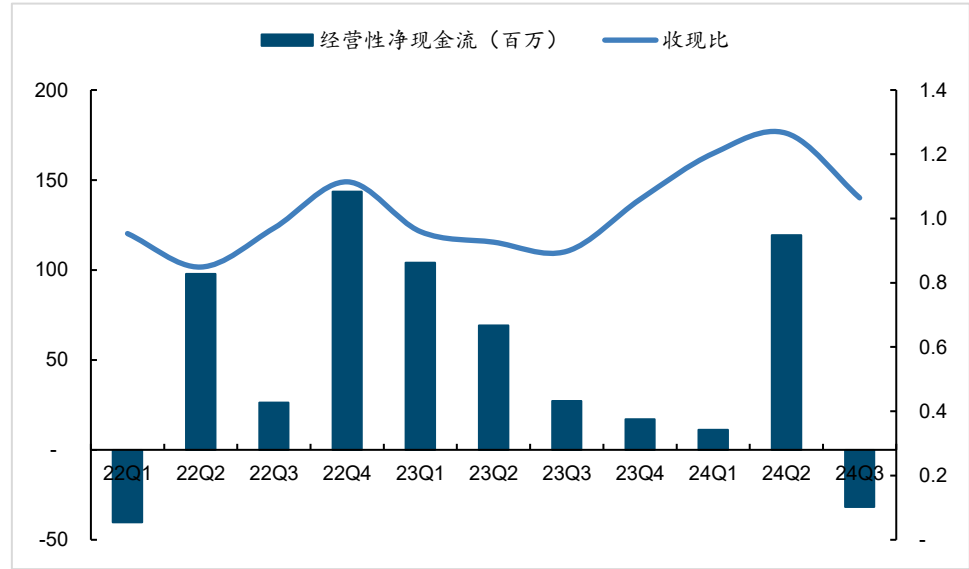
图表9: 2024Q3 存货及周转天数



来源: wind, 国金证券研究所

公司 24Q2 经营性净现金流 1.2 亿元，较去年同期增加 0.5 亿元；收现比 1.3，较去年同期增加 0.4。

图表10：2024Q3 经营性净现金流及收现比



来源：wind，国金证券研究所

投资建议

公司作为国内空管系统龙头，受益低空经济发展，智能终端产品以及微波射频增长前景广阔。预计公司 2024-2026 年归母净利润 1.99 亿/2.43 亿/2.92 亿元，同比-1%/+22%/+20%，对应 PE 为 70/57/48 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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	3,544	3,885	3,832	3,777	4,506	5,374
增长率		9.6%	-1.4%	-1.4%	19.3%	19.3%
主营业务成本	-2,836	-3,018	-2,920	-2,850	-3,414	-4,059
%销售收入	80.0%	77.7%	76.2%	75.5%	75.8%	75.5%
毛利	708	867	912	926	1,092	1,315
%销售收入	20.0%	22.3%	23.8%	24.5%	24.2%	24.5%
营业税金及附加	-12	-15	-24	-19	-23	-27
%销售收入	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-72	-79	-89	-87	-104	-124
%销售收入	2.0%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
管理费用	-154	-191	-213	-189	-225	-269
%销售收入	4.4%	4.9%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-298	-325	-356	-340	-406	-484
%销售收入	8.4%	8.4%	9.3%	9.0%	9.0%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	172	256	230	292	335	412
%销售收入	4.8%	6.6%	6.0%	7.7%	7.4%	7.7%
财务费用	-1	-20	-16	-27	-23	-16
%销售收入	0.0%	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-57	-83	-82	-62	-56	-64
公允价值变动收益	2	0	1	0	0	0
投资收益	14	24	29	20	20	10
%税前利润	8.3%	10.4%	12.0%	8.2%	6.8%	2.8%
营业利润	170	233	243	243	295	352
营业利润率	4.8%	6.0%	6.4%	6.4%	6.6%	6.5%
营业外收支	3	1	1	0	0	0
税前利润	173	233	244	243	295	352
利润率	4.9%	6.0%	6.4%	6.4%	6.6%	6.5%
所得税	8	8	2	2	3	4
所得税率	-4.5%	-3.5%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
净利润	181	241	246	246	298	355
少数股东损益	36	43	46	47	55	63
归属于母公司的净利润	145	198	200	199	243	292
净利率	4.1%	5.1%	5.2%	5.3%	5.4%	5.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	181	241	246	246	298	355
少数股东损益	36	43	46	47	55	63
非现金支出	105	141	132	106	112	138
非经营收益	-28	-23	-22	96	16	22
营运资金变动	67	-132	-139	-122	247	30
经营活动现金净流	325	227	218	326	673	545
资本开支	-61	-442	-199	-82	-54	-84
投资	-118	-383	-130	0	0	0
其他	30	24	28	20	20	10
投资活动现金净流	-149	-801	-300	-62	-34	-74
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-56	28	211	34	-97	-51
其他	-2	11	206	-134	-133	-149
筹资活动现金净流	-57	40	416	-100	-230	-199
现金净流量	117	-534	324	164	409	271

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,265	551	870	1,032	1,439	1,710
应收款项	2,066	2,523	2,968	2,625	2,923	3,241
存货	937	807	651	742	774	792
其他流动资产	634	926	673	626	347	360
流动资产	4,903	4,806	5,161	5,024	5,484	6,103
%总资产	89.5%	81.8%	76.9%	76.9%	78.4%	80.1%
长期投资	163	180	170	170	170	170
固定资产	303	301	841	1,299	1,296	1,304
%总资产	5.5%	5.1%	12.5%	19.9%	18.5%	17.1%
无形资产	32	31	30	32	35	37
非流动资产	577	1,066	1,554	1,512	1,510	1,520
%总资产	10.5%	18.2%	23.1%	23.1%	21.6%	19.9%
资产总计	5,479	5,872	6,715	6,536	6,994	7,623
短期借款	199	235	665	667	570	519
应付款项	1,747	1,896	2,319	2,006	2,310	2,690
其他流动负债	306	406	307	269	321	382
流动负债	2,253	2,537	3,291	2,942	3,201	3,592
长期贷款	130	72	66	66	66	66
其他长期负债	150	136	109	130	129	128
负债	2,532	2,745	3,466	3,139	3,396	3,786
普通股股东权益	2,708	2,860	2,959	3,060	3,206	3,381
其中：股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023
未分配利润	1,294	1,427	1,516	1,635	1,781	1,956
少数股东权益	239	266	290	337	393	456
负债股东权益合计	5,479	5,872	6,715	6,536	6,994	7,623

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.142	0.194	0.196	0.194	0.238	0.285
每股净资产	2.647	2.797	2.893	2.992	3.135	3.306
每股经营现金净流	0.318	0.222	0.213	0.319	0.658	0.533
每股股利	0.000	0.026	0.051	0.078	0.095	0.114
回报率						
净资产收益率	5.35%	6.92%	6.77%	6.50%	7.58%	8.63%
总资产收益率	2.65%	3.37%	2.98%	3.04%	3.48%	3.83%
投入资本收益率	5.47%	7.71%	5.84%	7.14%	7.99%	9.41%
增长率						
主营业务收入增长率	7.40%	9.61%	-1.36%	-1.44%	19.31%	19.26%
EBIT 增长率	83.30%	49.23%	-10.14%	26.92%	14.72%	23.01%
净利润增长率	88.76%	36.55%	1.23%	-0.80%	22.28%	20.09%
总资产增长率	9.04%	7.16%	14.37%	-2.67%	7.01%	8.99%
资产管理能力						
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	41.2	62.6	51.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.34%	-15.53%	-12.53%	-16.69%	-29.79%	-36.30%
EBIT 利息保障倍数	129.9	12.5	14.1	11.0	14.3	25.3
资产负债率	46.22%	46.75%	51.61%	48.02%	48.55%	49.67%

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	0	0	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	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
2	2024-03-29	买入	13.11	N/A
3	2024-04-26	买入	14.75	N/A
4	2024-08-27	买入	9.03	N/A

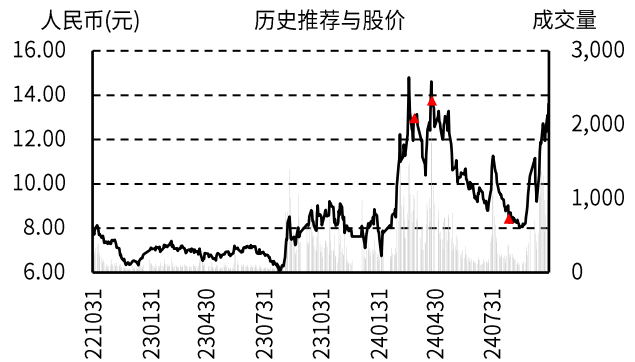
来源：国金证券研究所

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