

四川九洲 (000801.SZ)

空管龙头有望借低空与智能终端出海进入发展快车道

核心观点:

- **三大基石业务稳健发展，布局低空赋能新增长。**公司是我国雷达系统主板研制领军企业、空管系统科研生产基地、国内领先的数字电视设备和通信终端制造商。公司业务涵盖空管、智能终端、微波射频三大领域，其中空管和微波射频业务主要面向军方市场，空管逐渐拓展民用市场；智能终端业务面向民品及海外市场。公司经营业绩稳健，营业收入呈现稳健增长态势，近五年 CAGR 为 6.93%；净利润稳定增长。
- **低空经济：立足空管深厚积累布局低空，加强民品市场拓展力度。**公司从上游硬件设备研制到下游增值服务的拓展，形成了完整的低空经济业务链条，持续巩固其在低空经济领域的竞争优势。**1.上游硬件：**公司旗下九洲空管形成了品类齐全、技术领先的硬件产品线。**2.中游软件：**公司提供的低空解决方案全面覆盖了飞行器从起飞到着陆的全过程。**3.下游增值服务：**公司打造了“设备研制-飞行测试-增值服务”完整产业链，自主建设的北川永昌机场的低空试验测试中心能够为通航企业提供全面的飞行测试与认证服务。
- **智能终端：促消费推动国内业务企稳，出海打开增长空间。**24H2，国补等消费刺激政策的陆续出台推动 24 年家电行业内销市场持续回暖。此外近年来公司积极投身海外市场，21-24 年公司智能终端海外收入 CAGR 达 26.66%。受益于此，公司智能终端业务有望保持稳健增长。
- **盈利预测与投资建议。**考虑到公司作为我国技术领先的电子信息集团，有望持续受益于低空经济的发展、军航投入的增长以及智能终端出海的起量，预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.23/0.27/0.31 元/股，考虑到可比公司估值和公司历史估值，给予 25 年 80x PE，合理价值为 18.07 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧风险，技术迭代与研发风险，下游客户需求释放不及预期风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3832	4178	4763	5395	6088
增长率 (%)	-1.4%	9.0%	14.0%	13.3%	12.8%
EBITDA (百万元)	293	304	413	477	534
归母净利润 (百万元)	200	194	231	276	322
增长率 (%)	1.2%	-3.0%	18.8%	19.4%	16.6%
EPS (元/股)	0.20	0.19	0.23	0.27	0.31
市盈率 (P/E)	39.31	75.28	72.21	60.46	51.84
ROE (%)	6.8%	6.4%	7.3%	8.4%	9.3%
EV/EBITDA	26.41	48.24	40.66	35.13	31.01

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

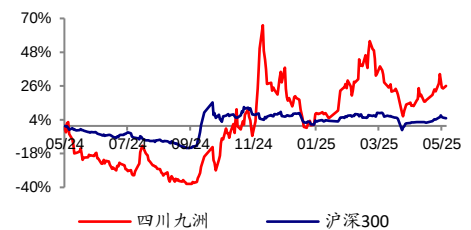
买入

当前价格	16.31 元
合理价值	18.07 元
报告日期	2025-05-19

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1022.81/1022.81
总市值/流通市值 (百万元)	16681/16681
一年内最高/最低 (元)	21.43/8.06
30 日日均成交量/成交额 (百万)	40.00/639.89
近 3 个月/6 个月涨跌幅 (%)	2.64/11.41

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002



SFC CE No. BNX004



021-38003675



gflinuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

李婉云



SAC 执证号: S0260522120002



liwanyun@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001



SFC CE No. BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

请注意，李婉云并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

目录索引

一、三大基石业务稳健发展，布局低空赋能新增长.....	4
（一）深耕电子信息领域六十余载，多领域领航行业前沿技术.....	4
（二）股权结构稳固，核心团队赋能发展.....	4
（三）军民融合扩宽市场，三大业务领航未来.....	5
（四）营收与利润稳健增长，运营优化助力发展.....	7
二、低空经济：立足空管深厚积累布局低空，加强民品市场拓展力度	11
（一）国家战略引领，政策协同推进	11
（二）产业链多领域融合，促成新兴增长引擎.....	12
（三）公司已实现低空经济全产业链布局，空管系统业务协同发展.....	18
三、智能终端：促消费推动国内业务企稳，借出海打开增长空间.....	20
（一）政策红利持续释放，家电内销借势腾飞.....	20
（二）公司海外业务增长强劲，智能终端全球化战略深化	21
（三）家电市场海外需求增长，市场空间广阔.....	22
四、盈利预测和投资建议.....	23
五、风险提示	26
（一）市场竞争加剧风险	26
（二）技术迭代与研发风险.....	26
（三）下游客户需求释放不及预期风险	26

图表索引

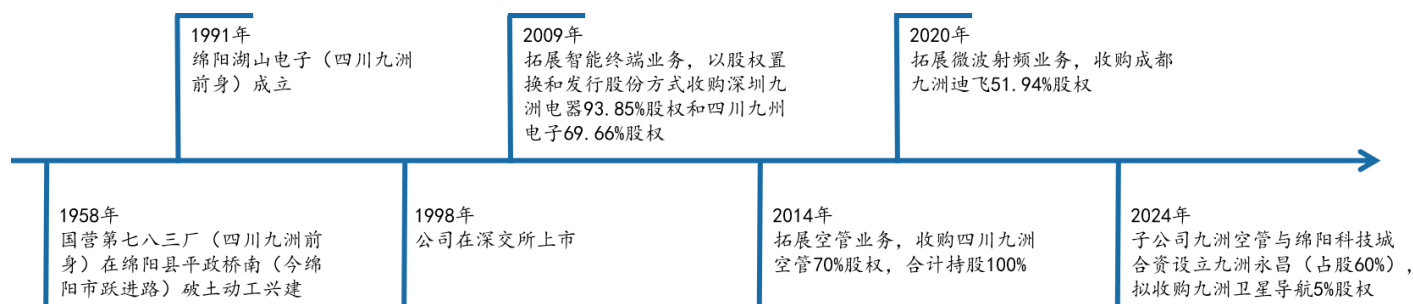
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构	5
图 3: 公司业务收入构成	6
图 4: 公司三大主营业务毛利率	6
图 5: 公司主要产品矩阵	7
图 6: 公司近五年收入规模及增速	7
图 7: 公司近五年归母净利润及扣非净利润规模及增速	8
图 8: 公司近五年毛利率及净利率水平	8
图 9: 公司近五年期间费用率变化	9
图 10: 公司近五年研发费用与研发费用率	9
图 11: 公司近五年存货及增长率	10
图 12: 国家空域基础分类示意图	13
图 13: 低空经济产业链	13
图 14: 2022-2035 年中国低空经济市场规模及预测 (单位: 亿元)	13
图 15: 空管系统组成架构	15
图 16: 智能融合低空系统设施的四张网	16
图 17: 低空智联网整体架构视图	16
图 18: 公司低空智能感知与协同管控系统	19
图 19: 2024 年以旧换新国补对家电拉动情况	21
图 20: 2023-2024 年限额以上企业家用电器和音像器材类商品零售额 (亿元)	21
图 21: 2020-2024 年公司智能终端业务境外营业收入	22
图 22: 美洲移动-端到端解决方案	22
图 23: 四川九洲 PE-BAND (单位: 元)	25
表 1: 近五年来低空经济相关政策梳理	11
表 2: 低空经济三类场景代表型订单梳理	14
表 3: 2024 年下半年至今国补等消费刺激政策梳理	20
表 4: 收入拆分	23
表 5: 可比公司估值	24

一、三大基石业务稳健发展，布局低空赋能新增长

（一）深耕电子信息领域六十余载，多领域领航行业前沿技术

四川九洲1958年始建，作为国家“一五”156项重点工程之一，历经60余年发展成为电子信息产业大型高科技企业集团，是我国雷达系统主板研制领军企业、空管系统科研生产基地、国内领先的数字电视设备和通信终端制造商。集团明确“整体第一，整体至上，资源协同、资源共享”的发展思路，成立软件与数据智能军团、光电军团、射频军团、视听军团，旗下二次雷达、空中交通管理、低空超低空目标监测与防御、5G通信、数字音视频、导航与位置服务等产业企业，是行业领域的领军型企业和头部企业，光器件封装、光通信装备、微型电机马达等产品市场占有率位居全球前列。

图 1：公司发展历程



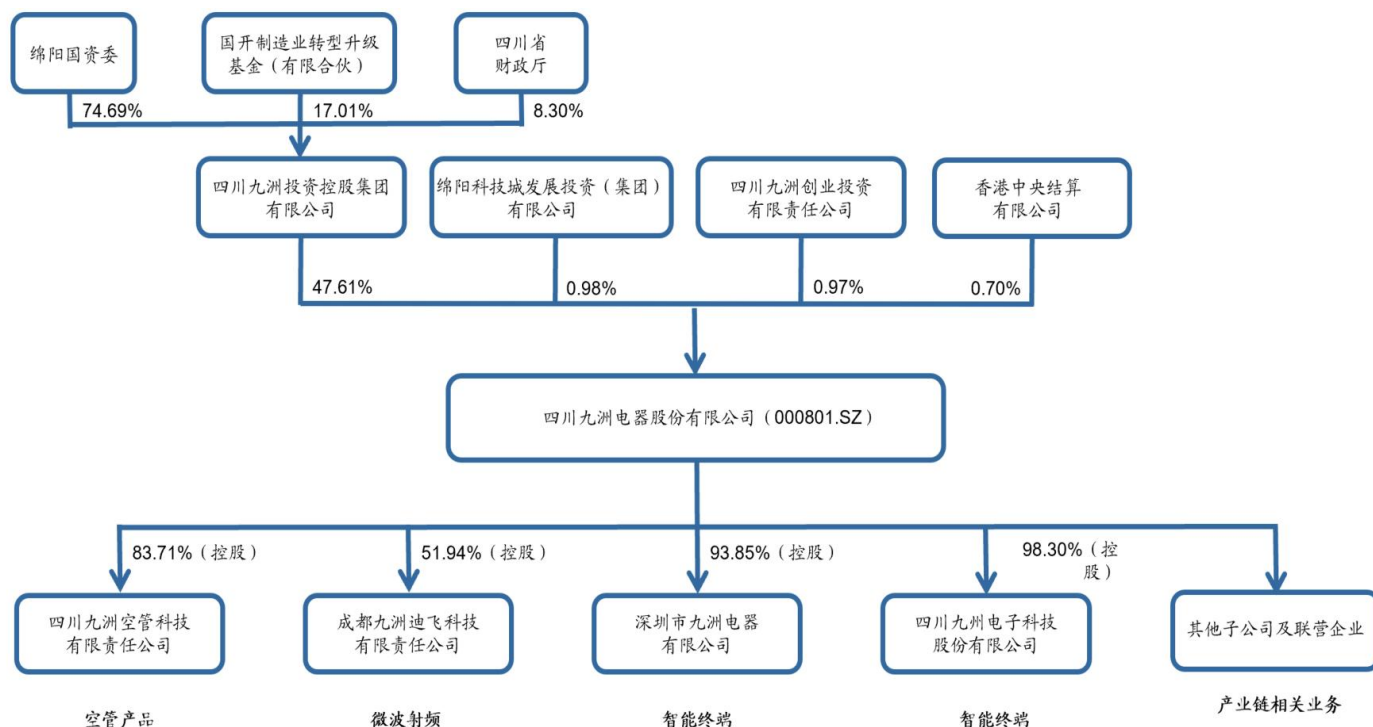
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

（二）股权结构稳固，核心团队赋能发展

1. 股权结构稳定锚定发展，子公司聚焦核心业务布局

公司股权结构稳定，实际控制人为绵阳国资委。公司第一大股东为四川九洲投资控股集团有限公司，持股比例47.61%，绵阳国资委为其实际控制人。公司其他主要股东以机构法人为主，股权结构稳定。目前公司核心业务主要由四个子公司覆盖，其中九洲空管主要经营空管产品，九洲迪飞主要经营微波射频业务，深九电器和九洲科技主要经营智能终端业务。

图 2：公司股权结构



数据来源：2024 年年度报告，iFinD、广发证券发展研究中心

2. 管理融合技术，共筑核心团队

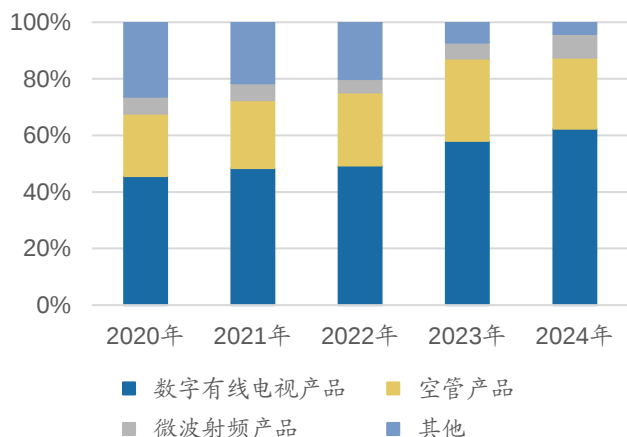
公司管理层融合资深管理经验与前沿技术专长，形成兼具战略决策力与科技创新力的核心团队，为把握行业趋势及持续发展奠定坚实基础。

- (1) 杨保平（党委书记、董事长）：**管理学背景，历任绵阳市金融工作局局长、江油市副市长等职，现任九洲投资控股集团及九洲电器股份公司董事长。
- (2) 程旗（董事）：**工学学士，正高级工程师，深耕四川九洲技术与管理层，现任国家企业技术中心主任，九洲投资控股集团党委委员、董事、常务副总经理以及九洲电器股份公司董事。

（三）军民融合拓宽市场，三大业务领航未来

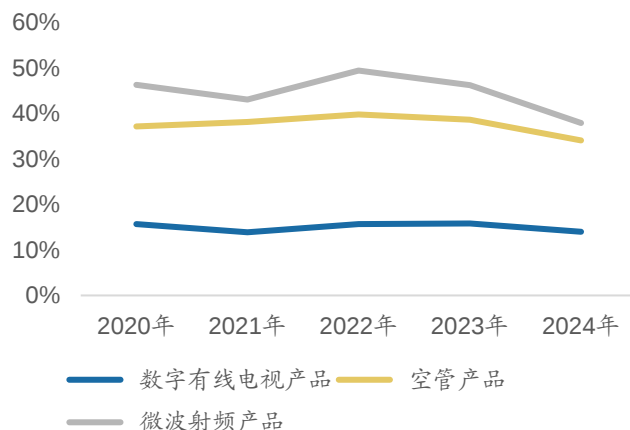
公司目前业务涵盖空管、智能终端、微波射频三大领域，其中空管和微波射频业务主要面向军方市场；智能终端业务面向民品及海外市场。公司在主营业务领域均掌握了领先的关键技术，具有良好的市场业绩和市场口碑，三大业务之间的协同发展，有助于公司资源的优化配置和整体竞争力的提升。

图3：公司业务收入构成



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图4：公司三大主营业务毛利率



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

1.智能终端：业务核心涵盖数字音视频终端与数据通信终端，具备全产业链产品与系统解决方案能力

数字音视频终端业务涵盖广电领域、通信领域及行业应用领域；数据通信终端包括：光网络终端、智能组网终端、CableModem（电缆调制解调器终端）、有线宽带DSL终端等。2024年，公司持续巩固广电领域优势，深耕核心客户需求，同时加速推进通信业务，完成多省市场布局，重点推广WiFi6路由器及泛智能终端，强化运营商合作，同步拓展企业客户合作规模与领域。

2.空管产品：公司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，是军民航空管系统设备和服务提供商

公司聚焦空管监视、通信、导航及信息化领域，采用研产销一体化模式提供设备及综合解决方案，覆盖飞行全流程的6大系列100余种自主知识产权产品，适配多业务场景差异化需求。作为国内首家、全球第四家掌握机载防撞系统核心技术的企业，公司空管产品线在巩固和发展军工业务的同时，对标国际民航标准，业务拓展至民航、通航、低空、机载及地面等多元场景，兼具军工底蕴与民用市场竞争力。

3.微波射频：公司深耕微波射频组件、模块、分系统等产品的研发、生产及销售，形成以射频技术为核心的产品体系

该业务在军用领域覆盖航空、航天、电子、兵器、船舶等行业的通讯、雷达、电子对抗、测控等高成长性场景；在民用领域聚焦无线通信、汽车毫米波雷达等我国中上游基础器件与技术中自主可控、需求强烈赛道。通过定制化、联合开发及预研模式强化技术储备，在微波无源组件、微波放大器、接收及变频、射频微波控制、频率合成器等微波无源组件、微波放大器、接收及变频、射频微波控制、频率合成器等细分领域具备显著竞争优势。

2024年，公司加强传统业务核心技术，拓展SIP基础能力，积极向上游拓展芯片级微系统封装技术，向下游延伸至航管、雷达、电子对抗及弹载等应用场景，同步布局舰载相控阵系统、大无人机载荷、弹载、卫星通信等新兴市场，加速技术成果产业化。

图5：公司主要产品矩阵



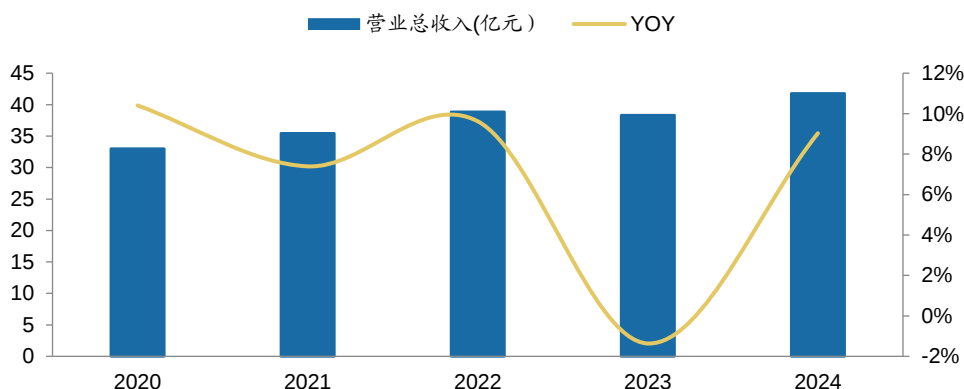
数据来源：公司官网，2024 年年度报告，广发证券发展研究中心

（四）营收与利润稳健增长，运营优化助力发展

1. 营业收入稳健增长，布局低空经济新增长极

近五年公司营业收入呈现增长态势，近五年CAGR为6.93%，增速受内外部因素影响有所波动。2020年营业收入达33亿元，同比+10.40%，得益于空管业务拓展与微波射频业务增长。2023年营收38.32亿元，同比-1.36%，主系塑胶原料、物业管理等其他业务的剥离。23年智能终端、空管产品和微波射频三大主业营收同比分别增长16.09%、11.2%和17.33%，合计占比从79.9%升至92.8%，主业聚焦战略初现成效。2024年营收41.78亿元，同比+9.05%，主要由智能终端和微波射频业务拉动，分别同比分别增长17.05%和62.27%，同期空管产品同比-5.74%。

图6：公司近五年收入规模及增速

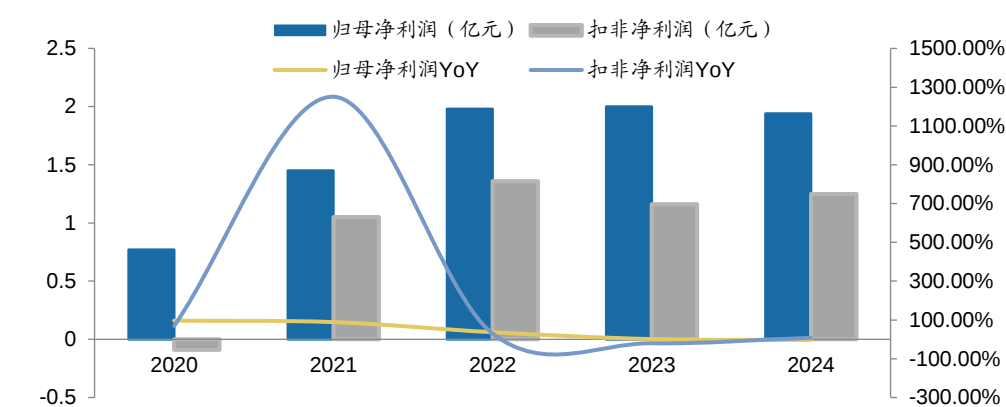


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

2.盈利增长显韧性，结构调整影响短期

近五年公司净利润呈增长态势，业务结构调整及外部环境变化影响增速。2020年归母净利润同比大幅增长185.19%至0.77亿元，扣非归母净利润由19年同期的-0.30亿元收窄至-0.09亿元，主要受益于空管和微波射频业务的快速扩张。2021年扣非归母净利润扭亏为盈并于2022年增至1.36亿元，反映主业盈利能力显著增强。2023年归母净利润小幅增长至2亿元，同比上升1.23%，而扣非归母净利润增速为-20.29%，显示非核心业务的剥离（塑胶原料等）对盈利形成阶段性压制。2024年归母净利润1.94亿元，同比下降3%，主要系非经常性损益项目中当期政府补助同比减少26.21%所致，而扣非归母净利润1.25亿元，同比上升7.81%，表明公司在核心业务上的盈利能力有所提升。

图7：公司近五年归母净利润及扣非净利润规模及增速

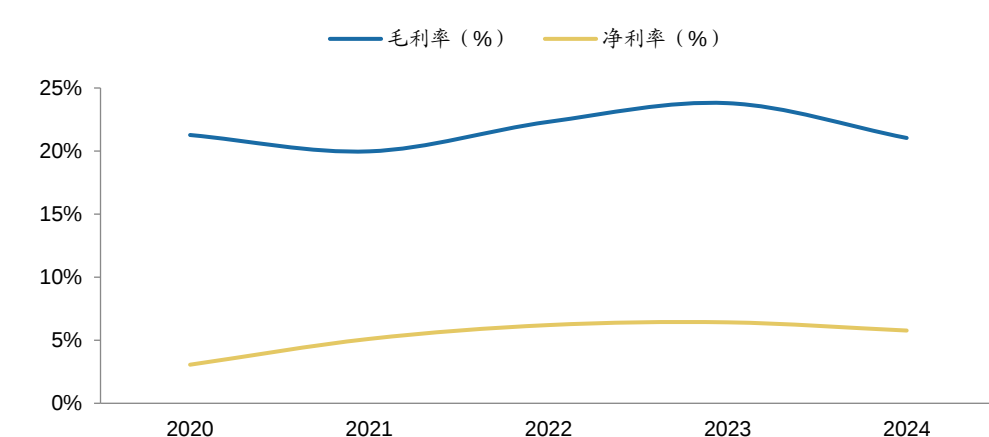


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

3.毛利率稳健，净利率提升

公司盈利能力呈现“毛利率稳健、净利率爬升”的特征。近五年毛利率在20%-24%区间内窄幅波动，2023年达23.80%阶段高点。公司净利率则从2020年3.06%逐渐提升至2023年6.43%，2024年降至5.77%。随着公司在低空领域的布局逐渐完善，相关业务逐渐成熟，有望带动公司整体毛利率企稳回升。

图8：公司近五年毛利率及净利率水平

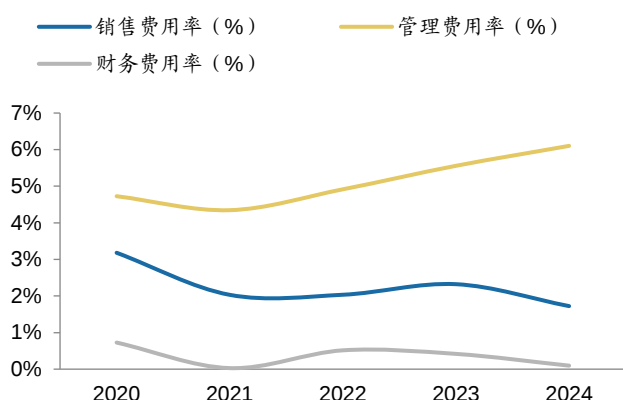


数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

4. 期间费用分化显著，研发优化支撑创新

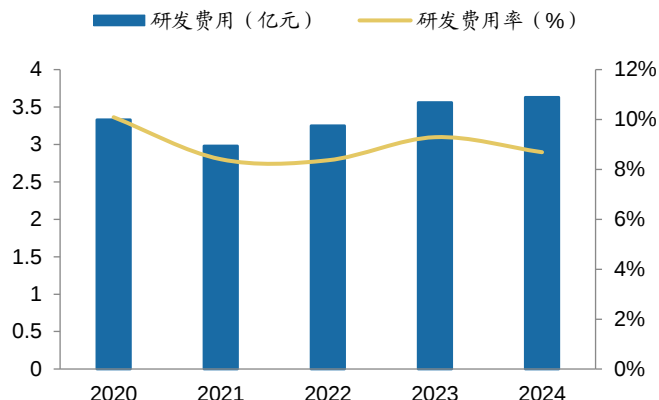
2024年，公司期间费用呈现分化趋势。公司销售费用较上年减少1735.53万元，降幅达19.50%，主要由于返利及佣金、职工薪酬费用的减少，公司在销售端的成本控制成效显著。管理费用则增加4268.36万元，增幅为20.08%，主要源于职工薪酬及固定资产折旧、摊销的增加，公司在人力资本层面的投入力度加大。财务费用大幅减少1283.58万元，降幅达78.50%，主要得益于本期承兑汇票贴息及汇兑损失的显著减少。整体来看，公司在销售费用上实现有效控制，同时加大管理投入以支持业务发展，并通过优化资金管理降低财务成本，期间费用的变化体现了公司在不同领域的战略调整与资源分配的平衡。

图9：公司近五年期间费用率变化



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图10：公司近五年研发费用与研发费用率



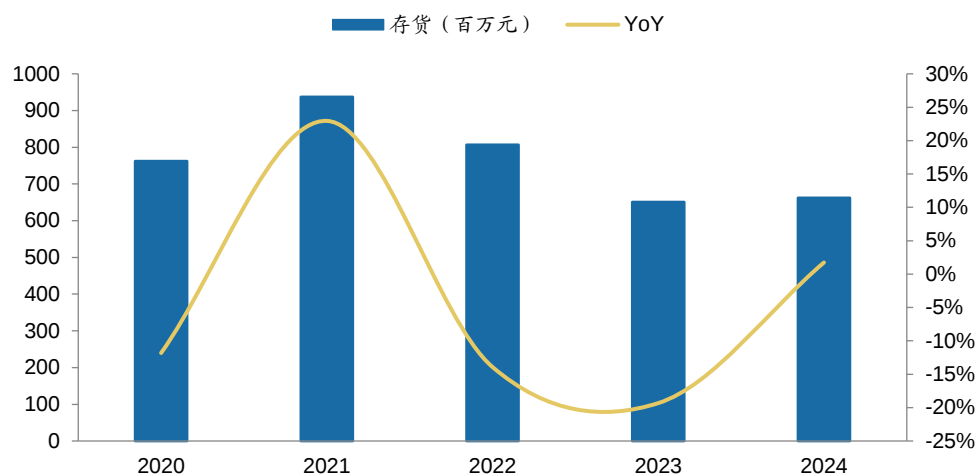
数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

研发费用的稳定增长与团队结构优化为公司技术创新提供支撑。2020年至2024年，公司研发费用从3.33亿元增至3.63亿元，年均增长约2.18%，尽管2024年研发费用率从9.29%下降至8.70%，但研发人员数量从2023年的767人增至2024年的866人，同比增长12.91%。本科和硕士研发人员分别同比增长14.77%和13.96%，学历结构进一步优化。此外，30岁以下研发人员从284人增长至351人，同比增长23.59%。公司在扩大业务规模的同时，通过扩充高学历年轻研发团队，实现研发效率与创新能力的双重提升，为长期技术竞争力奠定基础。

5. 库存承压波动，优化应对策略

近年来，公司库存管理面临一定压力。2020-2024年，公司存货金额波动变化，2020年较2019年下降11.82%，2021年大幅增长22.95%，2022年减少13.92%，2023年继续下降19.32%，2024年略有回升，增长1.74%。存货金额的波动反映出公司在库存管理上受到市场需求变化的影响，部分存货周转较慢，对资金占用形成一定压力。为应对库存管理挑战，公司需进一步优化库存管理策略，加强市场需求预测和生产计划的精准性，提升库存周转率，降低库存资金占用。

图11: 公司近五年存货及增长率



数据来源: iFinD, 广发证券发展研究中心

二、低空经济：立足空管深厚积累布局低空，加强民品市场拓展力度

（一）国家战略引领，政策协同推进

我国注重低空的经济属性，将低空经济作为战略性新兴产业。通过对低空经济政策脉络的梳理可以看到，自2021年“低空经济”首次被纳入《国家综合立体交通网规划纲要》后，相关政策支持力度持续强化，2023年成为关键转折点，中央经济工作会议将其列为战略性新兴产业，低空经济战略地位显著提升，政策细则同步加速完善，工信部、交通部等密集出台《通用航空装备创新应用实施方案》等实操性文件，系统性破解技术、空域、产业等瓶颈；地方层面紧随其后，北京、广东等22个省（区、市）围绕空域管理、运行标准、应用场景等出台专项政策，推动低空经济从顶层设计向全产业链落地延伸。

表1：近五年来低空经济相关政策梳理

时间	发布单位	政策名称	主要内容
2021年2月	中共中央、国务院	《国家综合立体交通网规划纲要》	“低空经济”概念首次被写入国家规划，提出发展交通运输平台经济、枢纽经济、通道经济、低空经济。
2021年10月	民航局	《民用无人驾驶航空器系统适航审定管理程序（征求意见稿）》	规范和指导中型与大型民用无人机系统在设计、生产和运营批准方面的活动。
2021年12月	民航局	《“十四五”民用航空发展规划》	提出构建运输航空和通用航空体两翼、覆盖广泛、多元高效的航空服务体系。到“十四五”末通航国家数量70个，无人机业务创新发展。
2022年1月	国务院	《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》	提出有序推进通用机场规划建设，构建区域短途运输网络，探索通用航空与低空旅游、应急救援、医疗救护、警务航空等融合发展。
2022年3月	民航局	《城市场景物流电动多旋翼无人驾驶航空器（轻小型）系统技术要求》	国内首个针对城市内应用的物流无人机体系的技术行业标准。
2022年11月	工信部	《民用无人驾驶航空器产品安全要求》	强制性规定了民用无人驾驶航空器的安全要求。
2023年6月	国务院、中央军委	《无人驾驶航空器飞行管理暂行条例》	构建无人驾驶航空器生产制造、登记注册、运行管理等全链条管理体系。
2023年10月	工信部等四部	《绿色航空制造业发展纲要（2023-2035年）》	构建协同高效的绿色技术创新体系、开放融合的绿色航空产业体系、市场导向的绿色示范应用体系、安全有效的服务保障体系。
2023年12月	中共中央、国务院	中央经济工作会议	将低空经济明确为国家战略性新兴产业。

院			
2023年12月	民航局	《国家空域基础分类方法》	依据多个要素将空域进行分类。
2024年1月	交通运输部	《民用无人驾驶航空器运行安全管理规则》	规范民用无人驾驶航空器的运行安全管理工作。
2024年3月	工信部等四部	《通用航空装备创新应用实施方案（2024-2030年）》	提出到2030年，通用航空装备全面融入人民生活各领域，成为低空经济增长的强大推动力，形成万亿级市场规模。
2024年3月	国务院	全国两会《政府工作报告》	首次写入“低空经济”。
2024年7月	中共中央	二十届三中全会审议通过的《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	明确“发展通用航空和低空经济”。
2025年2月	民航局	《民用无人驾驶航空器系统运行识别规范（征求意见稿）》	规定民用无人驾驶航空器系统运行识别的信息内容、信息格式，发送、接收与处理及相关系统的功能性能要求，并描述了对应的证实方法。
2025年2月	工信部	《雷达无线电管理规定（试行）》	规定雷达设备的频率使用范围、技术指标及管理程序，涵盖航空雷达、气象雷达等近20种雷达类型，明确研产销多环节要求。

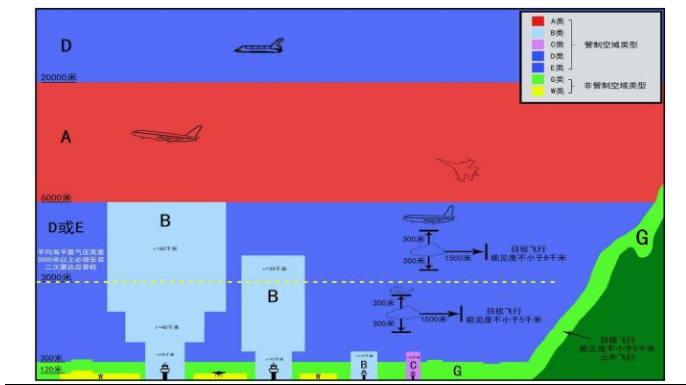
数据来源：中国低空经济产业网，中国工信部、低空经济资源网、广发证券发展研究中心

（二）产业链多领域融合，促成新兴增长引擎

1. 产业链

低空经济是一种以低空飞行活动为核心的综合性新型经济形态，具有产业链长、技术密集、应用广泛的特点，并在多领域展现出显著的经济价值。目前，低空领域以3000米以下非管制空域为主，覆盖通用直升机、eVTOL、无人机等飞行器。低空产业涵盖低空基础设施、低空飞行器制造、低空运营服务及低空飞行保障等多个领域。通过信息化和数字化管理技术的赋能，低空经济不仅融合了传统通用航空业态，还以无人机为支撑，推动了低空生产服务方式的创新，并与物流、农业、旅游、环境监测、公共安全等多个经济社会领域深度融合，形成了多领域协调发展的综合性经济形态。

图12：国家空域基础分类示意图



数据来源：中国民用航空网，广发证券发展研究中心

图13：低空经济产业链

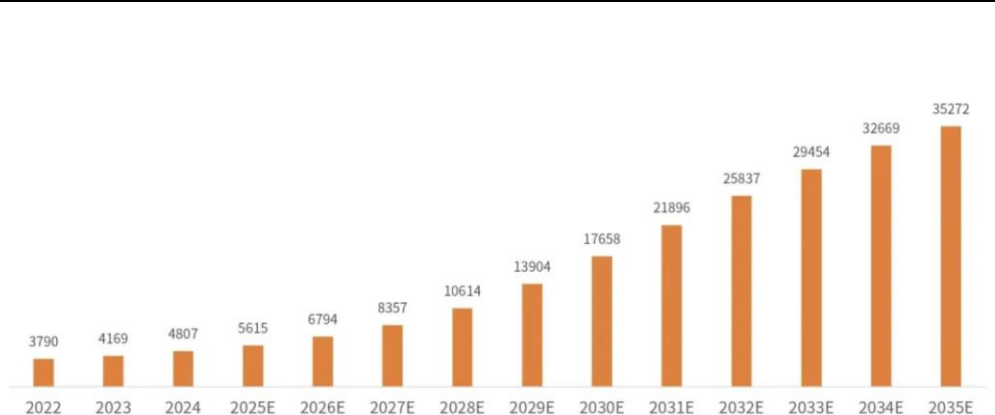


数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

2.低空经济行业规模处于快速增长阶段，目前已达千亿规模

中国低空经济正处于快速成长阶段，已成为推动国民经济增长的重要力量。2024年，作为低空经济发展的元年，随着中央出台的利好政策落实，以及各地低空飞行试点工作、基础设施建设等相关措施的不断落地，低空经济领域的创新活力被充分激发，将在未来呈现较快增长趋势。根据艾媒咨询数据，2022-2024年中国低空经济市场规模数据呈现稳步上升趋势。在此强劲增长态势下，2025年中国低空经济市场规模预计达5615亿元。随着低空物流、低空旅游等应用场景的进一步拓展，以及5G、人工智能等前沿技术与低空经济的深度融合，预测2035年市场规模有望突破3.5万亿元，为经济高质量发展注入源源不断的新动能。

图14：2022-2035年中国低空经济市场规模及预测（单位：亿元）



数据来源：艾媒咨询，广发证券发展研究中心

低空经济的订单主要分为三大类：作业类、安全类和出行类。作业类场景涵盖工业巡检、农业植保、测绘地理和物流运输等领域，通过无人机或其他低空飞行设备提高作业效率和安全性，解决传统作业方式中的高危、低效和覆盖不足等问题。安全类场景包括应急通讯、森林防灭火、应急照明和高空灭火等，主要用于自然灾害、火

灾等紧急情况下的应急响应和公共安全保障。出行类场景则以空中巴士和低空旅游为主，通过短途客运和特色景点的空中游览，优化城市交通和提升旅游体验。这些应用场景体现了低空经济在多个经济社会领域的深度融合，形成了多领域协调发展的综合性经济形态。

表2：低空经济三类场景代表型订单梳理

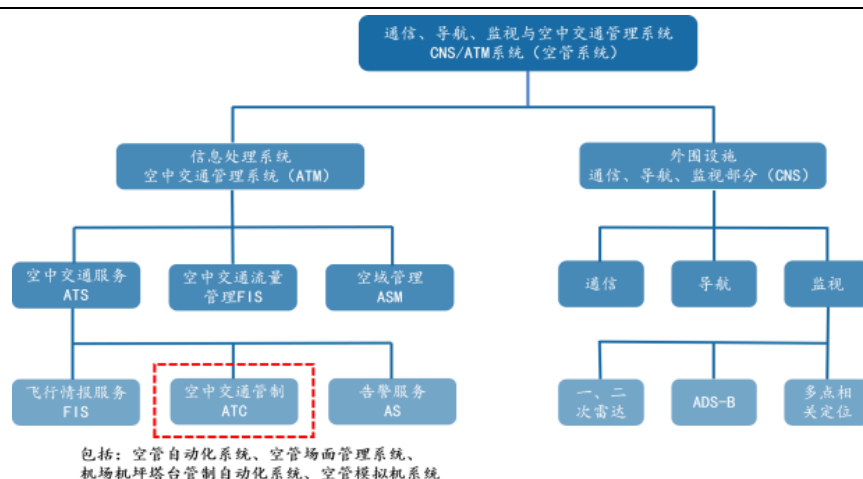
类型	时间	招标单位	金额（万元）	中标单位	备注
作业类	25年4月12日	深圳城市安全监测预警科技有限公司	19.4	深圳市鹏锦科技有限公司	1.在服务范围内有不低于2套智能无人机机库，配套无人机，满足7*24小时随时起飞要求。 2.对服务范围内的在建工地进行巡查，巡查内容包括安全施工及文明施工，服务期内提供不低于960个次的工地巡查且每个工地每次巡查时间不低于5分钟。
	25年4月11日	中核第四研究设计工程有限公司	200	湖北楚天通用航空有限责任公司	2025年度鄂尔多斯盆地航空物探测量飞行测量服务。需要机型：适航固定翼飞机1架，暂定工作量：航空磁放测量有效测线2万千米，预计飞行结束日期：2025年7月31日。
安全类	25年4月2日	安阳市公安局	803.9	中国联合网络通信有限公司安阳市分公司	需使用智能化警用无人机监管平台进行管理，并与其他已购单兵无人机进行统一纳管
	25年4月12日	大同市云州区林业局	49	大同中德通用航空有限公司	对全区重点林区开展飞机低空巡护监测服务，确保森林防火特险期内全区森林资源的安全
出行类	25年4月24日	温州市洞头旅游文化发展有限公司	390	华彬东部通用航空（宜兴）有限公司	洞头区低空旅游项目

数据来源：招标网，广发证券发展研究中心

3.竞争格局

空管系统位于低空经济产业链的中游，承担连接上游硬件设备与下游应用场景的枢纽功能。空管系统作为确保航空交通有序、安全、高效运行的关键环节，其产业链涵盖了上游的雷达、导航及通信等航空电子设备供应商，中游的空管系统研发与集成商，以及下游的航空公司、航空器运营商、军方等空中交通使用者及机场运营商。空管系统稳定且高效的运行，是低空经济稳健前行的关键保障。在实际运行过程中，空管系统凭借对空域资源的合理规划，以及对飞行秩序的严格管控，全方位保障了航空运输安全。从产业生态角度来看，空管系统的健康发展为低空经济全产业链的延伸和拓展，提供了有力的支持，是驱动低空经济实现高质量发展的核心动力。

图15：空管系统组成架构



数据来源：观研报告网，广发证券发展研究中心

海外公司经验丰富，国产化进程加速推进。海外空管系统市场参与者主要是欧美的大型电子系统制造商，目前，包括法国泰雷兹(Thales)、西班牙英德拉(Indra)、美国霍尼韦尔(Honeywell)等。国内方面，多家公司通过自主研发并生产通信、导航和监视硬件设备以及提供信息处理系统服务，逐步提升市场竞争力，在空中管制（ATC）系统中，空管自动化系统和场面管理系统基本上已经实现国产化。

我国空管雷达等关键设备的国产化均取得重大突破并逐步在空管得到应用，其中空管ADS-B系统国产化率已经达到100%（资料来源：中国政府网）。

4.低空经济发展趋势

随着低空经济进入战略化过渡阶段，构建低空智能融合基础设施（SILAS）已成为产业升级的必然趋势。该系统通过设施网、空联网、航路网、服务网四大核心架构，形成支撑低空经济的完整生态体系。其中，设施网作为物理底座，提供起降站、能源站等实体支撑；空域网依托通信、导航、监视等技术实现实现低空空域和飞行器信息的数字化；航路网作为数字化空域管理的核心，优化空域使用效率；服务网则为多元主体搭建应用服务平台。四网协同不仅提升了低空资源利用效率和安全管控水平，更有效降低了行业准入门槛，为低空经济的规范化发展奠定基础。

图16: 智能融合低空系统设施的四张网



数据来源:《IDEA 低空经济发展白皮书》,广发证券发展研究中心

在基础架构日趋完善的背景下,要真正释放低空经济潜力,还需强化**五维技术基座**——即**低空通信网、导航网、感知网、气象网、算力网**的技术融合。这五张技术网络构成智能融合系统的神经网络:通信网实现广域组网传输,导航网建立多源融合定位,感知网构建协同监控平台,气象网提供动态气候支持,算力网支撑智能决策中枢。五网技术基座与四网系统架构的深度耦合,正在形成“架构承载-技术驱动”的双轮效应。

图17: 低空智联网整体架构视图



数据来源:《低空智联网发展研究报告》,广发证券发展研究中心

- (1) **低空通信网：5G-A赋能低空通信，推动网络架构向立体化、宽带化发展。**当前低空通信以视距范围内的点对点通信为主，非授权频段通信技术基本能够满足需求。未来，低空通信网将综合采用5G、WiFi、卫星通信等多种技术手段，打造立体、多层次的网络架构。5G-A技术将通过其高数据速率和低延迟特性，实现大范围组网和高精度感知，满足不同飞行范围和应用场景的业务需求。此外，低空通信网还将融合毫米波技术，进一步提升通信容量和覆盖范围。（数据来源：《低空智联网发展研究报告》）
- (2) **低空导航网：北斗高精度定位与多源导航融合技术推动导航网向高精度、高可靠性迈进。**当前低空导航网主要以GPS、北斗等卫星导航系统为主，逐步融合惯性导航、视觉导航等能力，但在城市或山区等复杂地形环境中存在信号覆盖盲区，导航的精度和可靠性有待提升。未来，低空导航网将以高精度北斗卫星定位系统为基础，融合惯性导航、视觉导航等辅助定位手段，实现高精度定位导航体系。通过构建多源融合导航方案，如PPP-RTK技术，实现厘米级定位精度，满足差异化低空环境的导航需求。（数据来源：《低空智联网发展研究报告》）
- (3) **低空感知网：多源感知融合技术引领低空感知网向广域化、精细化发展。**当前低空感知网处于起步阶段，多种感知方式（如雷达、光电、ADS-B、5G-A通感）并存，但尚未形成明确的技术方案及大范围部署，感知数据存在“数据孤岛”现象。未来，低空感知网将综合运用雷达、光电、ADS-B、5G-A通感等多种技术，构建多源感知能力融合感知体系。通过融合ADS-B技术，实现对低空飞行器的高精度监测和实时跟踪，结合机器学习、数字孪生、大数据等工具，打造多源感知能力协同平台，实现对感知数据的深度挖掘和智能分析。（数据来源：《低空智联网发展研究报告》）
- (4) **低空气象网：智能化与协同化观测技术驱动低空气象网向高效、精准方向发展。**传统气象网在低空飞行气象观测方面存在分辨率不够精细、缺乏低空层次观测数据和实时观测能力等问题，难以满足低空飞行的需求。未来，低空气象网将着重于观测设备的标准化升级和智能化应用，通过优化观测技术和完善数据管理，推动低空气象观测网向高效、自动化方向发展。应用人工智能和大数据分析，发展基于雷达回波的短时邻近降水预报系统，提升暴雨预警预报水平，同时利用激光雷达和声雷达等先进设备，加强对低空层的大气温湿结构、风场等要素的监测。（数据来源：《低空智联网发展研究报告》）
- (5) **低空算力网：边缘计算与分布式计算技术助力低空算力网实现高效、智能的算力供给。**当前低空算力网主要由低空飞行器本身携带的终端算力支撑，通常在飞行器自带终端上完成分析，或者飞行完任务后由后台进行处理，难以满足未来大规模、高密度、跨区域、多元化任务的低空飞行需求。未来，低空算力网将以算网协同为重点，发展弹性计算、分布式计算、边缘卸载等技术，实现算力的高效利用。通过将计算任务下沉到网络边缘，减少数据传输的时延，确保低空业务的高效稳定运行。同时，利用低空飞行器采集的导航、感知、通信、气象等数据，建立面向特定场景的小模型及行业大模型，提升低空飞行治理、低空飞行智能决策等重点场景服务的智能化水平。（数据来源：《低空智联网

发展研究报告》)

(三) 公司已实现低空经济全产业链布局，空管系统业务协同发展

公司从上游硬件设备研制到下游增值服务的拓展，形成了完整的低空经济业务链条，持续巩固其在低空经济领域的竞争优势。

1.上游：硬件产品品类齐全、技术领先

公司通过全资收购九洲空管科技集团拓展空管系统业务，形成了品类齐全、技术领先的硬件产品线。作为国内最早从事空管系统及相关航电研制生产的单位，九洲空管产品覆盖通信、导航、监视等系统，在空管二次雷达、空中防相撞系统、广播式自动监视设备等领域具备行业领先优势。根据全景网显示,作为C919大型客机一级供应商,公司承担了其客舱广播内话子系统的研制与交付任务,彰显高端硬件供应能力。

根据公司24年年度报告，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研制生产的单位，技术壁垒突出。2024年，公司积极响应中央经济工作会议关于打造商业航天、低空经济等若干战略性新兴产业的号召，公司参与研制的星基ADS-B全球飞行监视和面向智慧空管的复杂场景评估决策关键技术及应用分别获得中国航空学会技术发明一等奖和科技进步二等奖，进一步巩固了其在低空经济硬件赛道的领先地位。

2.中游：软件解决方案丰富，覆盖飞行器从起飞到着陆的全过程

公司在软件业务领域持续创新，强化低空经济数字化支撑。根据全景网公司投资者问答，公司提供的低空产品及解决方案涵盖低空智能管控、无人机反制、低空协同管理运行等多个方面，其中软件部分包括低空协同运行中心、飞行服务站、低空管控系统等，全面覆盖了飞行器从起飞到着陆的全过程，为低空经济的数字化转型提供了坚实的技术支撑。参与国内珠海、法库、镇江等多个通航服务站、靖边无人机机场建设任务，围绕智慧机场概念，完成南郊机场远程塔台试点建设，基于绵阳北川永昌机场打造西南唯一低空测试试验中心。

2024年7月，四川九洲发布的国内首创低空智能感知与协同管控系统，作为低空飞行的“智慧大脑”，具备智能感知、分布式组网、智能决策、协同控制等能力，由机载智能任务规划端机和地面云服务平台构成，有效解决了低空空域交通复杂环境的适应性、异构高密度的管控以及空地交通协同等难题。该系统突破了抗干扰自组网、协同感知、智能任务规划、运行推演与实时控制等关键技术，填补了国内技术空白，核心指标达到国际先进水平。（资料来源：绵阳国资公众号）

图18: 公司低空智能感知与协同管控系统



数据来源：绵阳国资微信公众号，广发证券发展研究中心

3. 下游测试及增值服务拓展

公司积极拓展下游测试及增值服务，完善全产业链布局。2024年7月，四川九洲通过控股子公司九洲空管与绵阳科技城合作，共同成立九洲永昌检测公司，依托永昌机场开展低空飞行测试业务，成功打造了“设备研制-飞行测试-增值服务”完整产业链。这一布局不仅整合了永昌机场及川协4号、川协7号空域资源，还依托国家空管工程中心的创新平台技术优势，自主建设了北川永昌机场的低空试验测试中心。该中心能够为通航企业提供全面的飞行测试与认证服务，包括低空飞行商业化场景模拟测试、地理测绘、应急救援与培训服务等，有效满足了市场对低空飞行测试及增值服务的迫切需求。随着低空经济政策红利的释放和市场需求的持续增长，公司在航空服务领域的设备研制能力和机场运营经验将形成显著的协同效应。

三、智能终端：促消费推动国内业务企稳，借出海打开增长空间

（一）政策红利持续释放，家电内销借势腾飞

自2024年下半年起，我国政府持续加大消费刺激力度。2024年，中央政府推动相关方案落地，与地方政府协同开展消费品以旧换新工作，投入1500亿元特别国债资金专项支持消费品补贴，精准覆盖家电、汽车等领域，有效激发了市场活力。年底召开的中央经济工作会议明确提出将提振消费作为重点工作之一。2025年，政策支持力度进一步加大，全国两会政府工作报告提出将特别国债投入增至3000亿元，不仅在资金上给予强力支持，还通过促进居民增收、创新消费场景、完善消费统计制度等多项举措，推动消费提质升级，强化内需对经济的支撑作用，为经济高质量发展注入强劲动力。

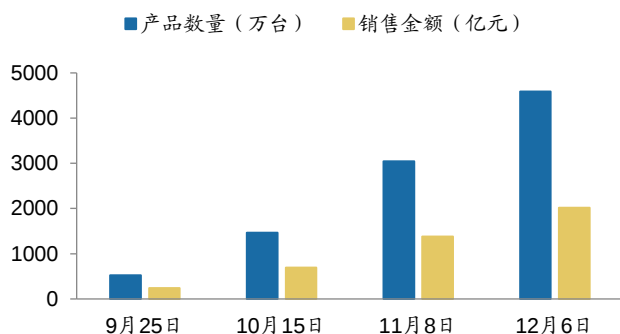
表3：2024年下半年至今国补等消费刺激政策梳理

时间	发布单位	政策/文件名称	主要内容
2024年7月	国家发改委、财政部	《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》	安排 3000 亿特别国债，1500 亿用于消费品补贴，含家电、汽车等换新。
2024年8月	商务部等4部门	《关于进一步做好家电以旧换新工作的通知》	推动中央与地方政策协同。
2024年12月	中共中央、国务院	中央经济工作会议	将扩大内需列为重点，提振消费。
2025年3月	国务院	两会上政府工作报告	安排 3000 亿特别国债支持消费品以旧换新，提振消费，强化对家电消费的支撑。

数据来源：中国政府网，人民网，广发证券发展研究中心

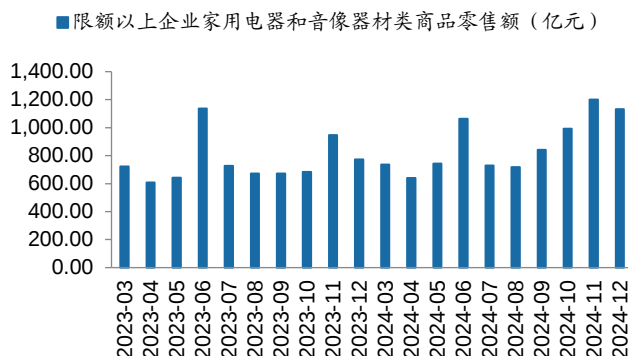
在以旧换新政策推动下，2024年家电行业内销市场从年初的低位徘徊，迅速升温，全年实现了正增长。根据商务部的数据，2024年共有超过3700万名消费者购买八大类家电产品6200多万台，销售额达到2700亿元。（资料来源：中国家用电器协会）从9月份开始，限额以上家电和音像器材零售额增速连续4个月保持在20%以上，全年同比增长12.3%。根据国家统计局数据，2024年中国限额以上企业家电零售市场规模达10307亿元，同比增长12.3%。（资料来源：中国政府网）

图19：2024年以旧换新国补对家电拉动情况



数据来源：商务部，中国政府网，南方网，经济参考报，广发证券发展研究中心

图20：2023-2024年限额以上企业家用电器和音像器材类商品零售额（亿元）



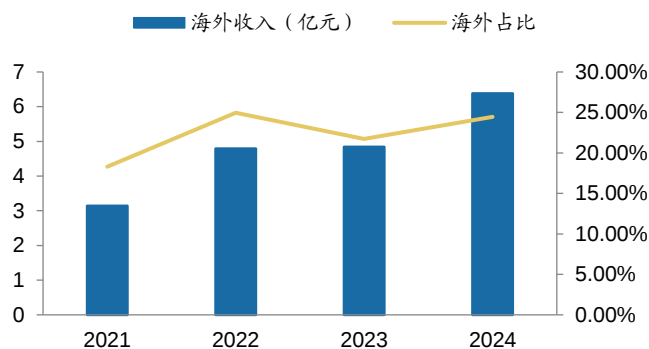
数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

（二）公司海外业务增长强劲，智能终端全球化战略深化

公司积极投身海外市场，智能终端业务增长稳健。2021-2024年，公司智能终端海外收入从3.14亿元攀升至6.38亿元，年复合增长率达26.66%，国际化战略成效显著。2023年增速阶段性放缓，同比增长1.0%，系公司持续调整出口货物结构以应对当前国际政治及经济环境；2024年重回高增轨道，同比增幅达31.8%，反映海外市场渗透力进一步强化。从收入结构看，海外占比呈波动上升趋势：2021年占比18.3%，2022年跃升至24.96%，2023年占比回落至21.73%，2024年占比回升至24.47%，表明海外市场仍是公司重要增长极。未来，若公司持续优化全球布局、强化本土化运营能力，海外业务有望进一步打开增长空间，为营收结构多元化提供长期支撑。

旗下深圳九洲电器子公司境外业务覆盖广、出货量领先。根据公司官网，深圳九洲电器公司主要负责境外业务，其产品已成功销往全球70多个国家和地区，覆盖亚太、欧洲、南美洲、非洲等区域，为亿万海外家庭提供服务，尤其在面向海外电信运营商的业务中表现突出。数字电视产品累计出货量超7000万台，位居行业前三。在产品布局上，数字音视频终端涵盖卫星、有线、地面和互联网全系列数字电视产品，如8K Android TV智能机顶盒和ATSC3.0标准机顶盒等；数据通信终端领域积极开拓，开发出CM、PLC、ONU、CPE、Wi-Fi MESH等产品。公司拥有深圳沙井、光明及四川绵阳三大生产基地，并设有海外合作加工厂，为产品生产提供有力保障。未来，公司将紧跟人工智能、物联网等前沿技术发展趋势，推进技术融合创新，开发融入AI智能语音、智能推荐算法的智能终端产品，同时深耕现有市场，针对不同区域用户需求定制产品与服务，提升市场占有率，并积极开拓非洲、中东等新兴市场，借助国际展会等平台强化品牌建设，提升品牌在全球的知名度与美誉度。

图21：2020-2024年公司智能终端业务境外营业收入



数据来源：iFinD，广发证券发展研究中心

图22：美洲移动-端到端解决方案



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）家电市场海外需求增长，市场空间广阔

中国家电及智能终端海外需求呈现增长态势。根据中国机电商会发布的《2024年中国家电（白电）出口年度报告》显示，2024年我家电产品（白电）累计出口1286.4亿美元，同比增长14.8%，连续四年超过千亿美元。（资料来源：中国机电商会发布《2024年中国家电（白电）出口年度报告》）

中国家电企业在全球化进程中，首先受益于新兴市场的快速增长。根据Gfk，预计3年内全球大家电市场规模的总体增长率将在4-6%之间，而中东及非洲市场的增速预计高达28%。这一趋势为中国家电企业提供了广阔的市场空间。同时，产品升级换代需求持续，科技进步促使消费者追求新功能产品，且全球消费市场多样化，中国企业可通过创新满足不同需求，进一步拓展市场。（资料来源：腾讯调研云）

四、盈利预测和投资建议

1. 收入及利润率预测

我们对公司营收和毛利率做出如下预测：

- (1) **智能终端业务：**2024年新版《产业结构调整指导目录》将人工智能与数字创意设备制造、新一代网络通信设备研发等列入鼓励类产业，同时明确新设数字经济重点专项，通过税收优惠和产业化基金重点支持智能终端、5G通信模组等关键产品研发。公司具备涵盖前端、传输、终端到行业应用全系列产品及系统解决方案，开展了包括超高清音视频解码、超高带宽数据通信、广电TVOS操作系统、云平台等相关技术研发，具备良好的市场和技术优势。随着国补等消费刺激政策的持续出台以及公司出海战略的持续推进，我们预计25-27年该业务收入分别同比+15%/+12%/+11%。毛利率方面，由于智能终端市场竞争依然激烈，预计该业务毛利率持续微降，分别为13.8%/13.1%/12.3%。
- (2) **空管产品：**我国军航空管装备升级换代和智能化装备发展需求明显，低空经济亦快速发展。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研制生产的单位，是C919大型客机一级供应商。因此我们预计25-27年该业务收入分别同比+20%/+19%/+18%。由于军航投入逐渐加大以及低空订单逐渐释放，预计该业务毛利率将企稳回升，预计25-27年毛利率分别为34.8%/35.6%/36.2%。
- (3) **微波射频产品：**随着国防信息化加快推进，5G通信应用落地以及军工行业国产化要求逐渐提高，微波射频关键性技术及市场规模呈现明显增长态势。2024年该业务营收也实现了快速增长。因此我们预计25-27年该业务收入分别同比+20%/+18%/+17%。由于竞争依然激烈，因此该业务毛利率仍将微降，分别为36.1%/35.1%/34.1%。

表4：收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）					
智能终端	2227	2607	2998	3358	3727
空管产品	1113	1049	1259	1498	1768
微波射频产品	216	350	420	496	580
其他	276	172	86	43	13
营收增速（%）					
智能终端	16%	17%	15%	12%	11%
空管产品	11%	-6%	20%	19%	18%
微波射频产品	17%	62%	20%	18%	17%
其他	-65%	-38%	-50%	-50%	-70%
毛利率（%）					
智能终端	15.8%	14.0%	13.8%	13.1%	12.3%
空管产品	38.6%	34.1%	34.8%	35.6%	36.2%
微波射频产品	46.2%	37.9%	36.1%	35.1%	34.1%
其他	10.9%	14.5%	14.1%	13.5%	13.2%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

2.期间费用

- (1) **销售费用**：考虑到公司将加大市场推广力度以获取更多市场份额，尤其是低空经济领域，我们预计25-27年销售费用分别同比+6.3%/+6.2%/+6.1%，销售费用率分别为1.6%/1.5%/1.4%。
- (2) **管理费用**：考虑到公司持续加强费用管控，我们预计25-27年管理费用分别同比+13.8%/+11.4%/+11.0%，管理费用率分别为6.1%/6.0%/5.9%。
- (3) **研发费用**：考虑到公司将保持对低空、微波射频等新兴技术的研发投入，我们预计25-27年研发费用分别同比+11.4%/+11.1%/+11.0%，研发费用率分别为8.5%/8.3%/8.2%。

综上，我们预计公司25-27年营收分别为47.63/53.95/60.88亿元，分别同比14.0%/+13.3%/+12.8%；归母净利润分别为2.31/2.76/3.22亿元，分别同比+18.8%/+19.4%/+16.6%。

2.估值

可比公司情况：

- (1) **莱斯信息**：公司作为民用指挥信息系统整体解决方案提供商，在民航空中交通管理领域，公司以空中交通管理指挥控制技术为核心，面向民航局、空管局及其下属机构，机场集团及其下属公司等用户，主要提供包括空管自动化系统、空管场面管理系统、机场机坪塔台管制自动化系统、空管模拟机系统及空管流量管理系统等核心产品，保障空中交通运行的安全、有序和高效。公司打造了低空“莱斯”整体解决方案，发布了以低空飞行服务管理平台为核心的“天牧”系列产品。（资料来源：wind）
- (2) **深城交**：公司以“技术创新重塑城市交通网络，让出行更智慧、城市更宜居”为目标，以“新一代城市交通智能产品、建设与运营科技公司”为定位，聚焦低空经济、智能网联、交能融合等城市交通新质赛道领域，以数字化咨询为引领，以智能化产品与新基建工程为支撑，以商业化运营为闭环，提供新一代城市交通整体解决方案与全周期服务，实现城市交通更加高效、便捷、绿色、经济、安全、韧性。（资料来源：wind）
- (3) **恒拓开源**：公司主要为航空公司、机场及民航保障企业提供安全自主可控的软件服务及整体解决方案。在民用航空信息化领域，公司主要产品分为智慧航空公司系列产品和智慧机场系列产品两大类。（资料来源：wind）

表5：可比公司估值

公司名称	公司代码	业务类型	市值（亿元）	净利润（百万元）			PE估值水平		
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
莱斯信息	688631.SH	低空经济公司	128	1.29	1.65	2.19	99.5	77.8	58.6
深城交	301091.SZ	低空经济公司	145	1.06	2.11	2.75	136.8	68.7	52.7
恒拓开源	834415.BJ	低空经济公司	26	0.17	0.25	0.32	151.1	102.7	80.3

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：收盘市值为2025年5月19日，莱斯信息、深城交、恒拓开源盈利预测来自Wind一致预测。

考虑到公司作为我国技术领先的电子信息集团，有望持续受益于低空经济的发展、军航投入的增长以及智能终端出海的起量，预计25-27年公司EPS分别为0.23/0.27/0.31元/股，考虑到可比公司估值和公司历史估值，给予25年80x PE，合理价值为18.07元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

图23：四川九洲PE-BAND（单位：元）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

五、风险提示

（一）市场竞争加剧风险

公司在智能终端领域面临广电设备企业、通信设备企业及互联网跨界企业的全方位竞争，空管领域则需应对国际厂商的技术优势及行业门槛降低带来的新竞争者压力。若公司无法持续提升产品创新能力和成本控制能力，市场份额可能被挤压。

（二）技术迭代与研发风险

低空经济相关技术（如空管雷达、无人机检测）更新速度快，若公司未能及时跟进技术升级或适航审定标准变化，可能导致产品竞争力下降。此外，军工电子领域的技术壁垒较高，研发投入不足或方向偏差将影响长期增长潜力。

（三）下游客户需求释放不及预期风险

军工领域订单受国防预算执行进度及装备列装节奏影响可能延迟，同时低空经济相关空管系统需求若因政策落地缓慢或基建投资缩减，可能导致项目延期或订单规模不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,161	5,141	5,303	5,611	5,772
货币资金	870	696	474	449	640
应收及预付	2,628	3,026	3,310	3,568	3,488
存货	651	662	664	683	697
其他流动资产	1,013	757	854	912	946
非流动资产	1,554	1,858	1,989	2,118	2,257
长期股权投资	32	28	24	19	14
固定资产	368	613	579	540	496
在建工程	473	18	198	388	588
无形资产	26	23	19	16	13
其他长期资产	655	1,176	1,170	1,155	1,146
资产总计	6,715	6,999	7,293	7,729	8,029
流动负债	3,283	3,328	3,419	3,628	3,668
短期借款	578	420	270	170	120
应付及预收	2,092	2,322	2,550	2,769	2,994
其他流动负债	612	586	598	689	554
非流动负债	183	291	330	360	390
长期借款	66	187	217	247	277
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	117	103	113	113	113
负债合计	3,466	3,619	3,749	3,988	4,058
股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023
资本公积	304	305	305	305	305
留存收益	1,611	1,703	1,812	1,943	2,095
归属母公司股东权益	2,959	3,054	3,163	3,293	3,446
少数股东权益	290	326	382	448	525
负债和股东权益	6,715	6,999	7,293	7,729	8,029

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3832	4178	4763	5395	6088
营业成本	2920	3299	3748	4242	4790
营业税金及附加	24	20	23	26	29
销售费用	89	72	76	81	86
管理费用	213	255	291	324	359
研发费用	356	363	405	450	499
财务费用	16	4	7	9	8
资产减值损失	-35	-14	-12	-12	-10
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资净收益	29	32	36	38	37
营业利润	243	245	290	346	403
营业外收支	1	-2	-1	-1	-1
利润总额	244	243	289	345	403
所得税	-2	2	3	3	4
净利润	246	241	286	342	399
少数股东损益	46	46	55	66	77
归属母公司净利润	200	194	231	276	322
EBITDA	293	304	413	477	534
EPS (元)	0.20	0.19	0.23	0.27	0.31

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	218	-102	349	502	693
净利润	246	241	286	342	399
折旧摊销	64	88	118	123	123
营运资金变动	-139	-449	-75	24	162
其它	46	17	19	12	10
投资活动现金流	-300	-165	-316	-294	-296
资本支出	-199	-231	-236	-246	-257
投资变动	-130	48	-96	-76	-65
其他	28	18	16	28	27
筹资活动现金流	416	122	-254	-233	-207
银行借款	394	-37	-120	-70	-20
股权融资	0	14	0	0	0
其他	22	146	-134	-163	-187
现金净增加额	324	-148	-221	-26	191
期初现金余额	464	788	639	418	393
期末现金余额	788	639	418	393	584

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-1.4%	9.0%	14.0%	13.3%	12.8%
营业利润	4.6%	0.7%	18.4%	19.3%	16.6%
归母净利润	1.2%	-3.0%	18.8%	19.4%	16.6%
获利能力					
毛利率	23.8%	21.1%	21.3%	21.4%	21.3%
净利率	6.4%	5.8%	6.0%	6.3%	6.5%
ROE	6.8%	6.4%	7.3%	8.4%	9.3%
ROIC	5.8%	5.2%	7.1%	8.2%	9.1%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	51.7%	51.4%	51.6%	50.5%
净负债比率	106.6%	107.1%	105.8%	106.6%	102.2%
流动比率	1.57	1.54	1.55	1.55	1.57
速动比率	1.25	1.30	1.32	1.33	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.61	0.67	0.72	0.77
应收账款周转率	1.73	1.59	1.58	1.64	1.81
存货周转率	4.01	5.02	5.65	6.30	6.94
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.19	0.23	0.27	0.31
每股经营现金流	0.21	-0.10	0.34	0.49	0.68
每股净资产	2.89	2.99	3.09	3.22	3.37
估值比率					
P/E	39.31	75.28	72.21	60.46	51.84
P/B	2.66	4.79	5.27	5.07	4.84
EV/EBITDA	26.41	48.24	40.66	35.13	31.01

广发计算机行业研究小组

- 刘雪峰：首席分析师，东南大学工学士，中国人民大学经济学硕士，1997年起先后在数家IT行业跨国公司从事技术、运营与全球项目管理工作。2010年就职于招商证券研究发展中心负责计算机组行业研究工作，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 吴祖鹏：资深分析师，中南大学材料工程学士，复旦大学经济学硕士，曾先后任职于华泰证券、华西证券，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李婉云：资深分析师，西南财经大学金融学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 周源：资深分析师，慕尼黑工业大学硕士，2021年加入广发证券，曾任职于TUMCREATE自动驾驶科技公司，负责大数据相关工作。
- 王钰翔：研究员，哥伦比亚大学运筹学硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。
- 戴亚敏：研究员，北京大学金融硕士，2024年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。