2025 年 08 月 26 日

四川九洲（000801.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

Q2 业绩大幅增长，低空领域持续突破

业绩简评

2025 年 8 月 26 日，公司发布 2025 年中报，公司 25H1 实现营收 18.54 亿（同比+5.5%），实现归母净利润 0.73 亿（同比+7.8%）；25Q2 实现营收 10.41 亿（同比+19.4%，环比+28.1%），归母净利润 0.51 亿（同比+63.8%，环比+134.3%）。

经营分析

抢抓市场需求，业绩稳健增长：1）25H1 各业务抢抓市场需求扩充、产品技术升级换代机遇，加快技术创新与产品更替，进一步提升公司产品在相关领域的市场份额，业绩实现稳健增长。2）25H1 计提存货减值 493 万，转回坏账准备 915 万。

盈利能力环比提升，费用率管控良好：1）25H1 公司实现毛利率 20.7%（-0.9pct）；归母净利率 3.9%（+0.1pct）；25Q2 公司实现毛利率 22.9%，同比+0.6pct，环比+5.0pct；实现归母净利率 4.9%，同比+1.3pct，环比+2.2pct。2）25H1 期间费率 17.0%（-0.8pct）；25Q2 期间费率 17.3%，同比-0.4pct，环比+0.7pct。

主营业务巩固优势，低空领域持续突破：1）智能终端：进一步夯实优势市场根基，广电业务稳中有进，通信业务完成多个省份市场占位和布局，实现营收 11.82 亿（+3.72%），毛利率 11.46%（-3.42pct）。2）空管：推出全国首个无人机混合物流运营系统，参股成立绵阳科技城低空产业发展有限公司，实现营收 4.61 亿（+10.07%），毛利率 35.21%（+3.71pct）。3）微波射频：依托空管优势，积极开拓机载卫星通信、遥控遥测、气象雷达、弹载、系统集成等领域市场，与产业链重要企业达成战略合作，实现营收 1.72 亿（+0.82%），毛利率 42.76%（+4.03pct）

在手订单增长，技改提升批产能力：1）截至 25Q2 末，合同负债 0.55 亿，较 25Q1 末+70.99%，公司预收货款增加；预付款项 0.38 亿，较 25Q1 末+120%，主要系预付材料、设备款。2）25Q2 末固定资产 6.17 亿，较 25Q1 末+0.32%；在建工程 0.23 亿，较 25Q1 末+35.88%，公司持续推进生产能力建设。

盈利预测、估值与评级

预计公司 2025-2027 年实现营业收入 47.77/55.90/67.83 亿，同比增长 14.3%、17.0%、21.3%；实现归母净利润 2.34/2.92/3.75 亿，同比增长 20.6%、24.5%、28.4%，对应 PE 分别为 79/64/50 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。

军工组

分析师：杨晨（执业 S1130522060001）

yangchen@gjzq.com.cn

联系人：冯茗馨

fengmingxin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：18.14 元

相关报告：

1.《四川九洲公司点评：合同负债高增，低空助力腾飞》，2024.10.30

2.《四川九洲：上半年业绩承压，低空业务搭建商业闭环》，2024.8.27

公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,832	4,178	4,777	5,590	6,783
营业收入增长率	-1.36%	9.05%	14.32%	17.02%	21.34%
归母净利润(百万元)	200	194	234	292	375
归母净利润增长率	1.23%	-2.97%	20.58%	24.50%	28.39%
摊薄每股收益(元)	0.196	0.190	0.229	0.285	0.366
每股经营性现金流净额	0.21	-0.10	0.39	0.41	0.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.77%	6.37%	7.38%	8.71%	10.48%
P/E	39.31	75.28	79.14	63.57	49.51
P/B	2.66	4.79	5.84	5.53	5.19

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
盈利能力环比提升，费用率管控良好 3
重点工程逐步转固产能释放，产品有序交付 5
投资建议 6
风险提示 6

图表目录

图表 1： 2025Q2 营收及同比、环比增速 3
图表 2： 2025Q2 归母净利润及同比、环比增速 3
图表 3： 2025Q2 分业务收入及同比增速 3
图表 4： 2025Q2 毛利率、净利率以及期间费用率 4
图表 5： 2025Q2 年分业务毛利率 4
图表 6： 2025Q2 各项费用率 5
图表 7： 2025Q2 资产减值及信用减值 5
图表 8： 2025Q2 固定资产和在建工程变化 5
图表 9： 2025Q2 资本性支出及同比增速 5
图表 10： 2025Q2 合同负债与预付款项变化 5
图表 11： 2025Q2 存货及增速 5
图表 12： 2025Q2 经营性现金流及收现比 6

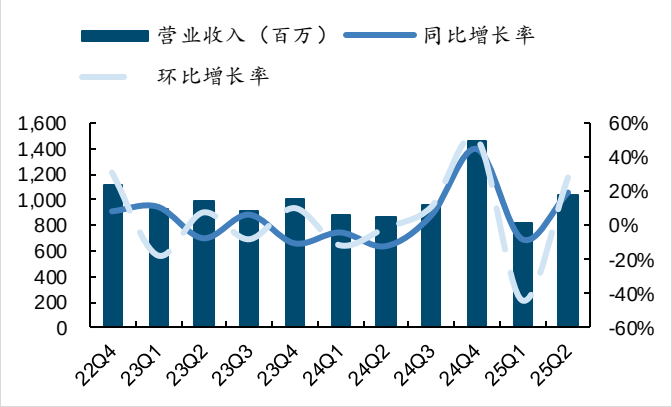
事件说明

2025 年 8 月 26 日，公司发布 25 年中报，公司 25H1 实现营收 18.54 亿（同比+5.5%），实现归母净利润 0.73 亿（同比+7.8%），25Q2 实现营收 10.41 亿（同比+19.4%，环比+28.1%），实现归母净利润 0.51 亿（同比+63.8%，环比+134.3%）。

聚焦三大主业，业绩稳健增长

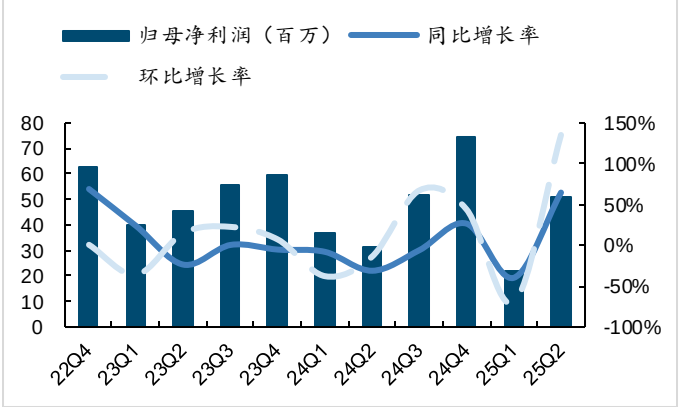
公司 25H1 实现营收 18.54 亿（同比+5.5%），实现归母净利润 0.73 亿（同比+7.8%），25Q2 实现营收 10.41 亿（同比+19.4%，环比+28.1%），实现归母净利润 0.51 亿（同比+63.8%，环比+134.3%）。在低空业务领域，公司已与蜀道交通服务集团有限责任公司、中国移动通信集团四川有限公司绵阳分公司、丰翼科技（深圳）有限公司等多家企业签订战略协议，积极参与了深圳、东台、建德、绵阳等多地的低空管理、防控、协同监视、测试等示范建设，在手订单呈稳定增长态势。

图表1：2025Q2 营收及同比、环比增速



来源：wind，国金证券研究所

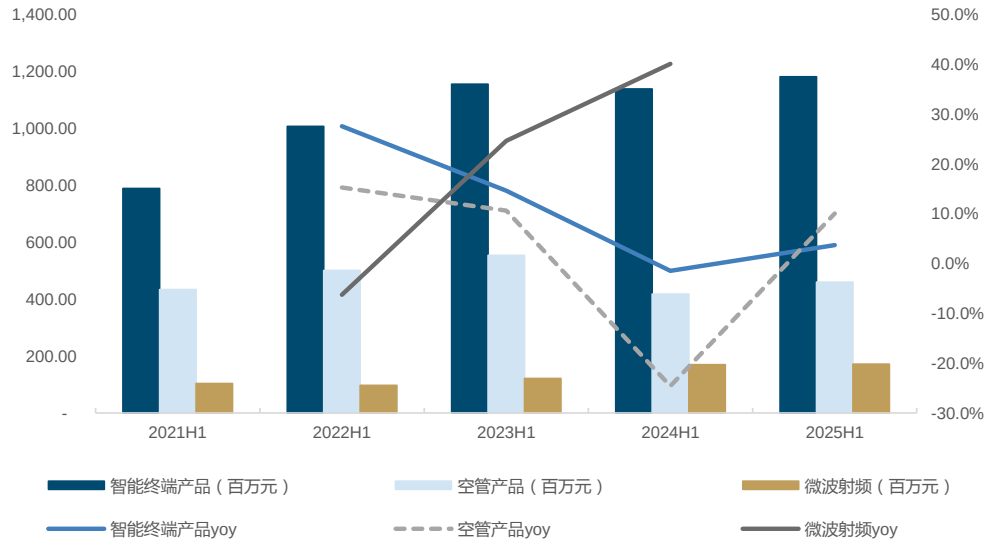
图表2：2025Q2 归母净利润及同比、环比增速



来源：wind，国金证券研究所

2025 年公司智能终端产品实现营收 11.82 亿，同比+3.7%；空管产品实现营收 4.61 亿，同比+10.1%；微波射频实现营收 1.72 亿，同比+0.8%。公司聚焦主业，实现收入稳健增长。

图表3：2025Q2 分业务收入及同比增速



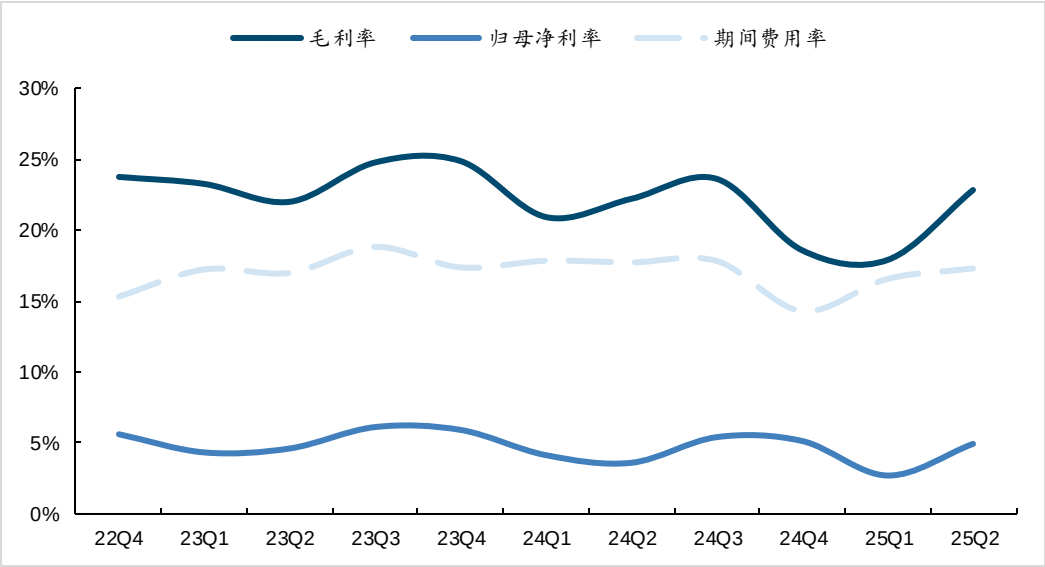
来源：iFinD，国金证券研究所

盈利能力环比提升，费用率管控良好

25H1 实现毛利率 20.7%（同比-0.9pct），归母净利率 3.9%（同比+0.1pct）；25Q2 毛利率

22.9%（同比+0.6pct，环比+5.0pct），归母净利率 4.9%（同比+1.3pct，环比+2.2pct）。

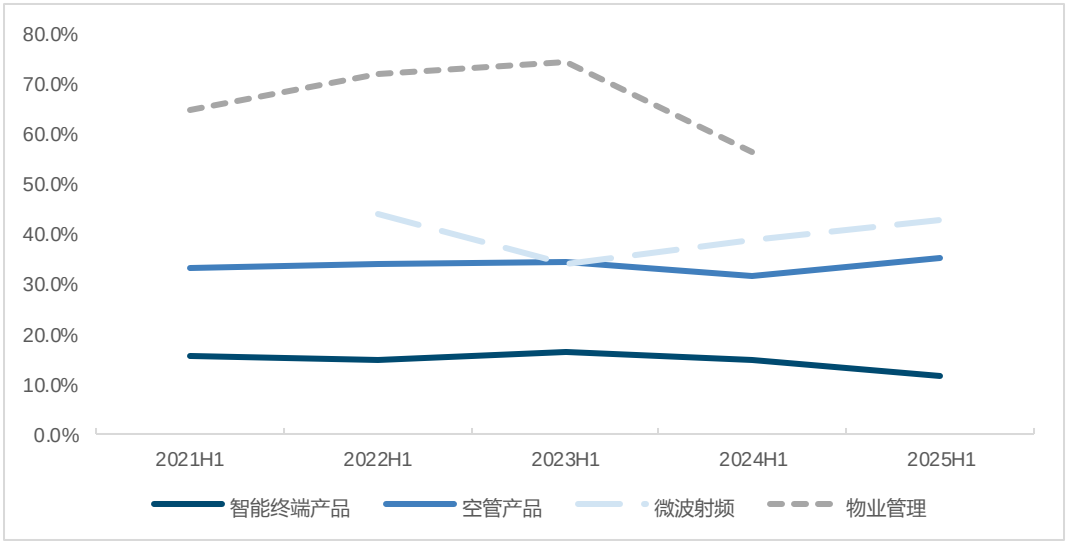
图表4：2025Q2 毛利率、净利率以及期间费用率



来源：wind，国金证券研究所

公司 25H1 智能终端产品毛利率 11.5%，同比-3.4pct；空管产品毛利率 35.2%，同比+3.7pct；微波射频毛利率 42.8%，同比+4.0pct。

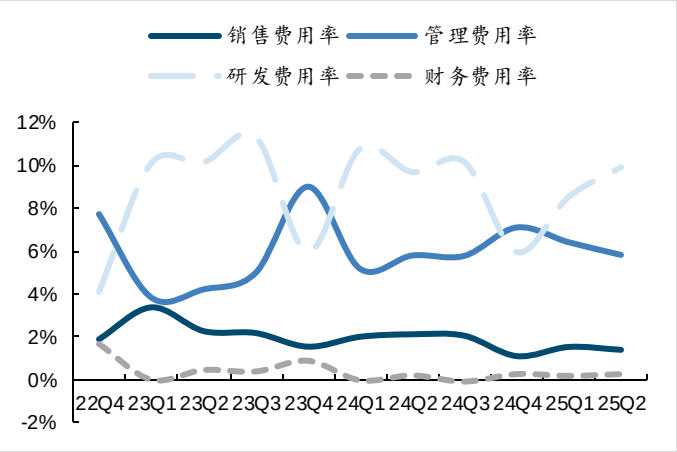
图表5：2025Q2 年分业务毛利率



来源：wind，国金证券研究所

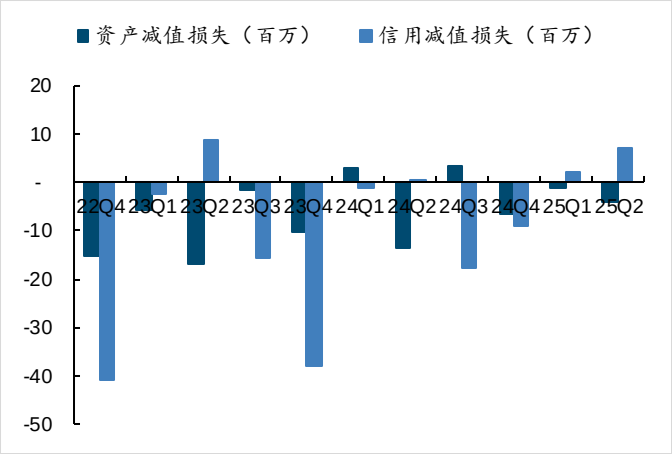
公司 25 年上半年期间费用率 17.0%，同比-0.8pct；其中管理费用率 6.1%，同比+0.6pct；销售费用率 1.4%，同比-0.6pct；研发费用率 9.3%，同比-0.9pct；财务费用率 0.2%，同比+0.1pct。Q2 期间费用率 17.3%，同比-0.4pct，环比+0.7pct；其中管理费用率 5.8%，同比+0.03pct，环比-0.6pct；销售费用率 1.4%，同比-0.7pct，环比-0.1pct；研发费用率 9.9%，同比+0.2pct，环比+1.4pct；财务费用率 0.24%，同比+0.1pct，环比+0.08pct。25 年上半年共计提资产减值损失 493 万元，转回信用减值损失 915 万元。

图表6：2025Q2 各项费用率



来源：wind，国金证券研究所

图表7：2025Q2 资产减值及信用减值

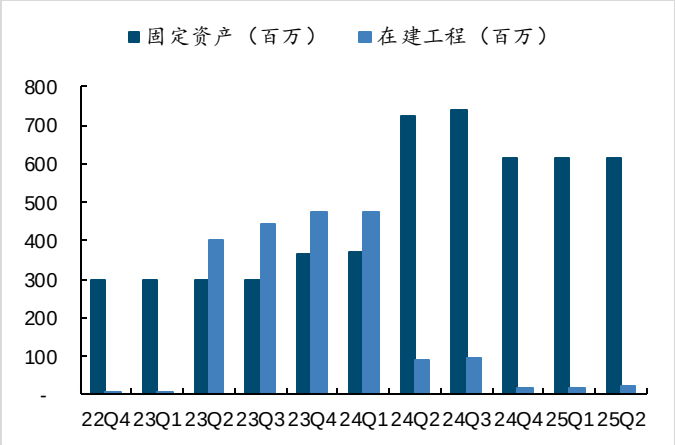


来源：wind，国金证券研究所

重点工程逐步转固产能释放，产品有序交付

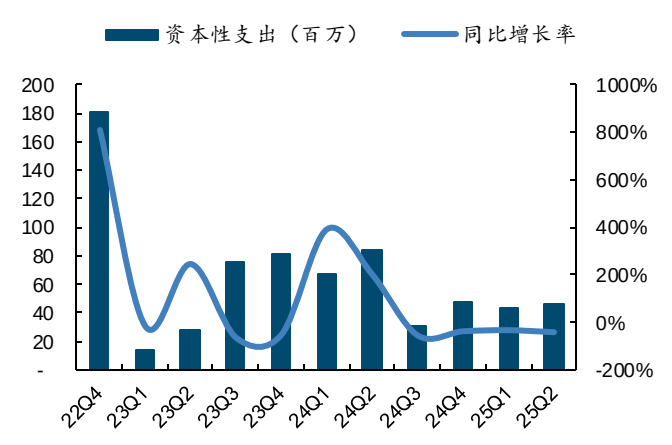
截至 25Q2 末，公司固定资产 6.17 亿元，较 25Q1 末+0.32%；在建工程 0.23 亿元，较 25Q1 末+35.88%，公司持续推进生产能力建设。资本性支出 0.89 亿元，同比-41.1%。

图表8：2025Q2 固定资产和在建工程变化



来源：wind，国金证券研究所

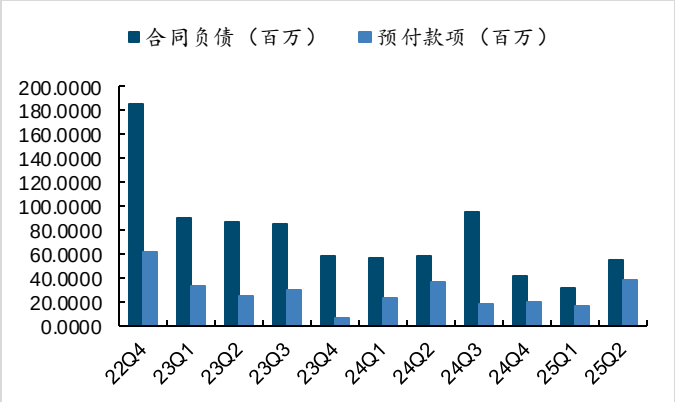
图表9：2025Q2 资本性支出及同比增速



来源：wind，国金证券研究所

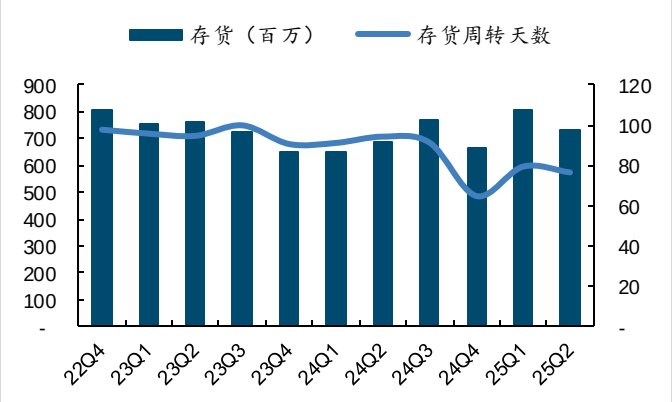
截至 25Q2 末，公司合同负债 0.55 亿元，较 25Q1 末+70.99%，主要系本期预收货款增加；存货 7.31 亿元，较 25Q1 末-9.70%。

图表10：2025Q2 合同负债与预付款项变化



来源：wind，国金证券研究所

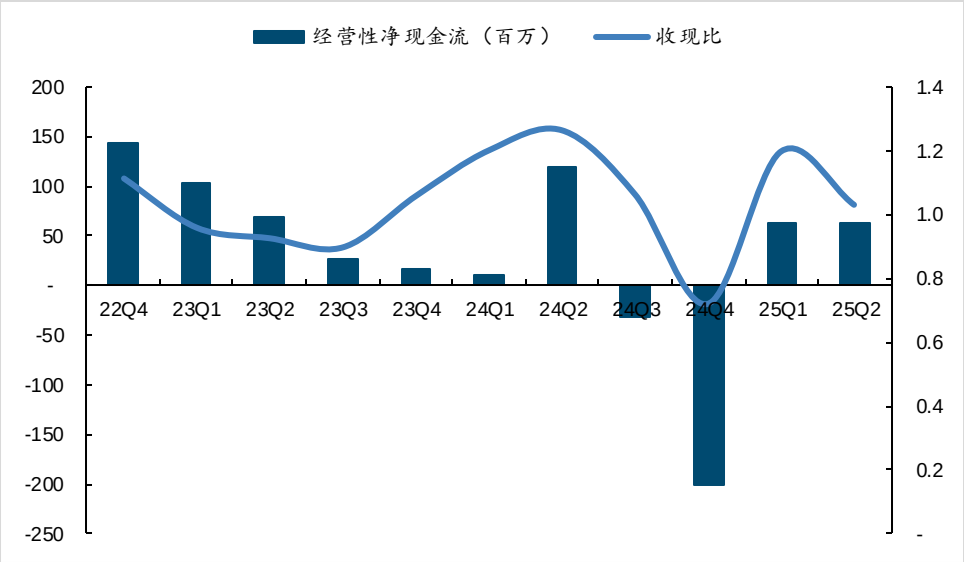
图表11：2025Q2 存货及增速



来源：wind，国金证券研究所

公司 25H1 经营性净现金流 1.3 亿元，较去年同期持平，其中 25Q2 为 0.6 亿。收现比 0.8，现金回款情况维持较好水平。

图表 12：2025Q2 经营性现金流及收现比



来源：wind，国金证券研究所

投资建议

预计公司 2025-2027 年实现营业收入 47.77/55.90/67.83 亿，同比增长 14.3%、17.0%、21.3%；实现归母净利润 2.34/2.92/3.75 亿，同比增长 20.6%、24.5%、28.4%，对应 PE 分别为 79/64/50 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。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**3,885**	**3,832**	**4,178**	**4,777**	**5,590**	**6,783**
增长率		-1.4%	9.0%	14.3%	17.0%	21.3%
主营业务成本	-3,018	-2,920	-3,299	-3,725	-4,321	-5,190
%销售收入	77.7%	76.2%	78.9%	78.0%	77.3%	76.5%
毛利	867	912	880	1,052	1,269	1,592
%销售收入	22.3%	23.8%	21.1%	22.0%	22.7%	23.5%
营业税金及附加	-15	-24	-20	-23	-27	-33
%销售收入	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-79	-89	-72	-84	-101	-129
%销售收入	2.0%	2.3%	1.7%	1.8%	1.8%	1.9%
管理费用	-191	-213	-255	-291	-335	-404
%销售收入	4.9%	5.5%	6.1%	6.1%	6.0%	6.0%
研发费用	-325	-356	-363	-432	-497	-600
%销售收入	8.4%	9.3%	8.7%	9.1%	8.9%	8.9%
息税前利润（EBIT）	256	230	170	222	309	427
%销售收入	6.6%	6.0%	4.1%	4.6%	5.5%	6.3%
财务费用	-20	-16	-4	-7	-7	-7
%销售收入	0.5%	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-83	-82	-42	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	0
投资收益	24	29	32	20	15	10
%税前利润	10.4%	12.0%	13.1%	6.6%	4.0%	2.1%
营业利润	233	243	245	305	377	480
营业利润率	6.0%	6.4%	5.9%	6.4%	6.7%	7.1%
营业外收支	1	1	-2	0	0	0
税前利润	233	244	243	305	377	480
利润率	6.0%	6.4%	5.8%	6.4%	6.7%	7.1%
所得税	8	2	-2	-12	-15	-19
所得税率	-3.5%	-1.0%	1.0%	4.0%	4.0%	4.0%
净利润	241	246	241	293	362	461
少数股东损益	43	46	46	58	70	86
归属于母公司的净利润	**198**	**200**	**194**	**234**	**292**	**375**
净利率	5.1%	5.2%	4.7%	4.9%	5.2%	5.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	241	246	241	293	362	461
少数股东损益	43	46	46	58	70	86
非现金支出	141	132	130	89	98	108
非经营收益	-23	-22	-25	3	2	11
营运资金变动	-132	-139	-449	19	-39	-3
经营活动现金净流	**227**	**218**	**-102**	**404**	**422**	**578**
资本开支	-442	-199	-231	-119	-147	-192
投资	-383	-130	48	0	0	0
其他	24	28	18	20	15	10
投资活动现金净流	**-801**	**-300**	**-165**	**-99**	**-132**	**-182**
股权募资	0	0	14	0	0	0
债权募资	28	211	217	-22	190	210
其他	11	206	-109	-125	-134	-171
筹资活动现金净流	**40**	**416**	**122**	**-147**	**56**	**39**
现金净流量	**-534**	**324**	**-148**	**158**	**346**	**435**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	551	870	696	851	1,196	1,629
应收款项	2,523	2,968	3,336	3,287	3,617	4,110
存货	807	651	662	765	829	924
其他流动资产	926	673	447	427	413	402
流动资产	4,806	5,161	5,141	5,331	6,055	7,066
%总资产	81.8%	76.9%	73.5%	73.9%	75.8%	77.8%
长期投资	180	170	474	474	474	474
固定资产	301	841	631	643	686	759
	5.1%	12.5%	9.0%	8.9%	8.6%	8.4%
无形资产	31	30	67	69	76	87
非流动资产	1,066	1,554	1,858	1,880	1,929	2,013
%总资产	18.2%	23.1%	26.5%	26.1%	24.2%	22.2%
资产总计	**5,872**	**6,715**	**6,999**	**7,210**	**7,984**	**9,078**
短期借款	235	665	530	473	663	873
应付款项	1,896	2,319	2,536	2,622	2,923	3,441
其他流动负债	406	307	262	235	274	331
流动负债	2,537	3,291	3,328	3,331	3,860	4,645
长期贷款	72	66	187	187	187	187
其他长期负债	136	109	103	131	129	128
负债	2,745	3,466	3,619	3,648	4,176	4,960
普通股股东权益	2,860	2,959	3,054	3,177	3,353	3,577
其中：股本	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023	1,023
未分配利润	1,427	1,516	1,598	1,739	1,914	2,139
少数股东权益	266	290	326	385	455	541
负债股东权益合计	**5,872**	**6,715**	**6,999**	**7,210**	**7,984**	**9,078**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.194	0.196	0.190	0.229	0.285	0.366
每股净资产	2.797	2.893	2.986	3.107	3.278	3.498
每股经营现金净流	0.222	0.213	-0.100	0.395	0.413	0.565
每股股利	0.000	0.026	0.051	0.092	0.114	0.147
回报率						
净资产收益率	6.92%	6.77%	6.37%	7.38%	8.71%	10.48%
总资产收益率	3.37%	2.98%	2.78%	3.25%	3.66%	4.13%
投入资本收益率	7.71%	5.84%	4.10%	5.04%	6.36%	7.92%
增长率						
主营业务收入增长率	9.61%	-1.36%	9.05%	14.32%	17.02%	21.34%
EBIT增长率	49.23%	-10.14%	-26.26%	30.73%	39.24%	38.32%
净利润增长率	36.55%	1.23%	-2.97%	20.58%	24.50%	28.39%
总资产增长率	7.16%	14.37%	4.22%	3.02%	10.72%	13.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	171.7	210.7	229.4	220.0	205.0	190.0
存货周转天数	105.5	91.1	72.6	75.0	70.0	65.0
应付账款周转天数	146.2	170.6	175.5	180.0	170.0	165.0
固定资产周转天数	28.2	35.0	53.6	46.3	39.1	31.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-15.53%	-12.53%	-7.93%	-13.49%	-16.69%	-20.87%
EBIT利息保障倍数	12.5	14.1	48.3	31.9	47.1	65.1
资产负债率	46.75%	51.61%	51.70%	50.60%	52.31%	54.63%

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	0	1
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**	**0.00**	**1.00**

来源：聚源数据

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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**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
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究