

拟收购射频资产组，微系统延伸强化核心竞争力

—— 四川九洲点评报告

2025 年 12 月 19 日

核心观点

- **事件：**12 月 19 日发布公告，公司拟收购九洲电器旗下射频业务资产组。
- **补链军工电子，夯实微波产业核心竞争力：**根据公告，公司拟新设子公司九洲芯辰，并以 7.57 亿元现金购买九洲电器旗下射频业务资产组合，对应静态收购 PE/PB 为 49x/1.55x。考虑到该资产组后续较高的成长性，本次收购价值较为合理。此外，现金收购模式也将最大化增厚上市公司 EPS，投资价值凸显。
 - **强链补链，夯实核心竞争力：**标的资产主要从事微波射频、电源及相关系统产品的研制，收购完成后，叠加公司现有的九洲迪飞微波资产，公司业务布局有望从射频模组及器件向射频子系统、微系统级的整体解决方案延伸，实现强链补链。此外，标的资产与公司空管业务及其他业务板块存在明显协同效应，将显著夯实公司核心竞争力。
 - **盈利水平大幅提升：**根据公告，标的资产 2024 年营收 5.93 亿元，净利润 0.15 亿元，预计 2025 年收入和净利润分别为 6.37 亿元和 0.50 亿元，分别占上市公司 2025 年预测营收和净利的 14.2%和 29.1%，本次收购将显著提升公司盈利水平。另外，九洲电器承诺该资产组 2026 至 2028 年净利润分别为 0.52/0.74/0.83 亿元，同比增速为 3.8%/42.7%/13.0%，三年合计 2.09 亿元。随着 2026 年资质和业务承接的顺利过渡，标的资产 2027 年有望迎来高速增长。
 - **资产质地较优，助力上市公司盈利能力提升：**根据公告，标的资产 25 年至 28 年净利润率分别为 7.8%、9.5%、11.2%和 11.5%，相较于公司近年来 6%左右的净利润率提升明显。
- **设立全资子公司，整合微波射频业务：**为布局微波射频子系统、微系统等高价值细分市场，公司拟设立全资子公司九洲芯辰，注册资本 1 亿元。以该子公司为业务整合平台，公司将落地“芯-组-阵”的产品发展布局，构建覆盖综合航电、相控阵电子系统、射频前端的一体化解决方案能力，进一步强化在微波射频领域的系统级产品交付能力与市场竞争力。未来，新公司将加大对外部业务的开拓，瞄准雷达、通信及某系统业务领域，重点发力机载、弹载、无人及车载等平台市场，积极布局无线通信、汽车毫米波雷达等民品市场。
- **低空经济“卖铲人”，聚焦上游低空测试和信息基建：**控股子公司九洲空管是中国低空经济联盟的副理事长单位，凭借在空管系统领域的头部地位，持续输出低空基础设施建设硬件、飞行安全运控整体解决方案及创新应用场景，深度参与行业标准构建与生态培育。2024 年，九洲空管合资设立九洲永昌测试公司，开展低空飞行测试相关业务。2025 年 12 月，九洲空管联合九洲集团等共同发起设立低空经济股权投资基金，重点投向低空检测认定、适航审定测试、低空管控系统集成与保障服务等型基础设施领域。此外，九洲空管积极探索基于低轨卫星星座的空管监视技术，星基 ADS-B 载荷已搭载“空事卫星一号”在轨验证，发展前景向好。
- **扩展民航市场，受益于大飞机国产化进程：**公司深耕空管领域多年，具备雄厚的行业积淀和领先的整体解决方案能力。公司作为 C919 大型客机的一级供应商，是国内首家、全球第四家掌握机载防撞系统核心技术，并具备研制、生产及改装全链条能力的空管领军企业。随着 C919 进入批量交付与产能爬坡阶

四川九洲（股票代码：000801）

推荐 首次评级

分析师

李良

☎：010-80927657

✉：liliang_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515090001

胡浩森

☎：010-80927657

✉：huhao_miao_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130521100001

市场数据

2025 年 12 月 18 日

股票代码	000801
A 股收盘价(元)	17.08
上证指数	3,876.37
总股本(万股)	101,632
实际流通 A 股(万股)	101,632
流通 A 股市值(亿元)	174

相对沪深 300 表现图

2025 年 12 月 18 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河军工李良】公司点评报告_国防军工_四川九洲_收购志良电子 100%股权，军品业务布局更加完善

段，公司有望凭借在空管领域多年的深厚积累和覆盖最广、品类最全的产品体系，持续释放业绩弹性，成为大飞机国产化加速推进的核心受益者。

- **智能终端业务稳健增长，持续贡献收入：**公司智能终端业务聚焦民品与海外市场，依托西南地区最大的智能终端生产基地及自动化精益制造能力，面向运营商提供应急广播、公共服务智慧平台等场景化解决方案，面向车载等领域承接智能光显、智能座舱、智能车控等业务。当前广电业务稳居行业前列，通信业务加速拓展，公司与企业客户合作持续深入，产品规模和合作领域不断扩大。
- **国企改革持续推进，集团资产证券化率提升可期：**2020 年，集团旗下九洲迪飞 51.9% 股权完成注入，同年，筹划收购九洲防控 80% 股权，后取消；2023 年，集团筹划志良电子注入，后续终止；2025 年 12 月，集团启动射频业务资产重组。近年来，集团积极贯彻国有企业改革部署，着力提升上市公司经营质量，并持续优化产业布局和资产结构。
 - **集团资产证券化提升空间尚存。**九洲集团 2024 年收入和净资产分别为 440.0/161.4 亿，旗下 4 家上市公司合计收入/净资产为 81.9/73.3 亿，对应资产证券化率 18.6%/45.4%，考虑本次收购后，集团收入、净资产口径的资产证券化率分别为 20.0%/48.2%。九洲集团 2035 年远景目标计划资产证券化率将超过 60%，空间尚存。
 - **公司有望受益于集团资产证券化进程。**据集团官网披露，集团布局五大业务板块，其中，电子系统装备、通信与智能终端与上市公司业务协同性较高，公司与集团旗下多家优质企业皆有业务往来，如低空空域探测和防御系统研制企业九洲防控；软件国产化应用、信息安全、无人机反制系统供应商九强通信和北斗卫星导航装备供应商九洲星熠。其中，九洲防控研制了国内首套小微无人机探测雷达，构建的反无探测系统应用于机场无人机综合防控，实现了国内首套反无人机系统出口。作为九洲集团装备类核心上市平台，公司有望在集团提升资产证券化率进程中，优先承接优质资源注入，进一步强化产业协同与竞争力。
 - **关联交易金额大幅调增。**2026 年，预计销售和提供劳务的关联交易额 12.8 亿元，同比 2025 年 7.48 亿增长 70.6%，其中对九洲电器的关联交易销售增长 68.2%，基本反映了本次并购的增量和原业务的稳增长预期。
- **投资建议：**预计公司 2025-2027 净利润分别为 1.72/2.15/2.74 亿元，EPS 为 0.17/0.21/0.27 元，当前股价对应 PE 为 102/82/64 倍。假设标的 26 年并表，预计 2026/2027 备考收入为 56.86 亿元（YoY+11.3%）和 67.85 亿元（YoY+19.3%），备考净利润分别为 2.67 亿元（YoY+20.2%）和 3.48 亿元（YoY+30.4%），备考 EPS 分别为 0.26 和 0.34 元，对应 PE 为 66 倍和 51 倍。此次收购完成后，凭借“芯-组-阵”产品发展布局，公司微波业务发展空间将打开，叠加低空业务的快速牵引，公司发展前景可期，首次给予“推荐”评级。
- **风险提示：**并购进度不及预期的风险；主业收入下滑的风险；下游需求波动的风险；毛利率下降的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,178	4,474	5,141	6,125
收入增长率%	9.05	7.07	14.91	19.14
归母净利润(百万元)	194	172	215	274
利润增长率%	-2.97	-11.58	25.17	27.53
分红率%	52.61	51.77	51.81	52.06
毛利率%	21.06	20.20	20.40	20.40
摊薄 EPS(元)	0.19	0.17	0.21	0.27
PE	90.43	102.28	81.71	64.07
PB	5.76	5.63	5.41	5.15
PS	4.21	3.93	3.42	2.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

一、四川九洲：军民空管龙头，深入布局低空+民航

四川九洲目前业务涵盖空管、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。四川九洲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。

1.智能终端

公司专注数字音视频终端、数据通信终端及行业应用服务，发挥既有优势，持续加大市场开拓力度，进一步夯实公司优势市场根基。广电业务稳中有进，聚焦优势核心客户，深挖市场潜力，继续保持广电行业领先地位；通信业务加速推进，通信产品完成多个省份市场占位和布局，积极推广Wi-Fi6路由器及泛智能终端，与通信运营商合作关系持续巩固。公司与企业客户合作持续深入，产品规模和合作领域不断扩大；建有西南地区最大的智能终端生产基地，在精密制造、电子装配、仓储及物流关键环节实现自动化。

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。

表1：空管产品

产品类别	主要产品	用途或功能
地面设备	空管二次监视雷达	空管二次雷达主要解决对飞行器“看得见”的问题，监视范围超 470 公里，可同时处理 1200 批目标，是安全高效管理空中交通的基础和前提。
机载设备	空管机载防撞系统	通过对空域内的飞机进行跟踪监视，航迹建立，威胁评估，为飞行员提供了空中交通状况的有关安全信息能够解决飞机与其他军民航飞机空中防相撞的问题，同时增强飞行员对空域飞机的飞行态势感知能力。
信息服务平台	低空空域管理系统	低空空域管理系统是服务低空通航、无人机飞行等低空空域活动的空地一体化公共信息服务平台。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司在空管领域具有丰富的行业经验和较强的整体方案解决能力。公司拥有深厚军工底蕴，是国内第一家、全球第四家掌握机载防撞系统核心技术并具备研制生产改装能力的单位，也是国内空管产品涉及范围最广、品类最齐全的空管系统专业企业。公司积极响应“一带一路”、“民航强国”等国家战略部署，深入贯彻习近平总书记关于发展新质生产力的重要论述，在巩固和发展国内防务和出口业务的同时，已拓展民航、低空等新兴市场。为快速适应低空市场需求，公司组建了低空业务专业团队，积极参与低空新基建、加快孵化低空应用场景、布局低空产品研制和技术突破。

3.微波射频产品

公司主要从事微波射频组件、模块、分系统等产品的开发、生产及销售，产品在军用领域主要应用于航空、航天、电子、兵器、船舶等行业的通讯、雷达、电子对抗、测控等方面，属于军工行业成长性较好的子领域；在民用领域，微波组件主要应用在无线通信、汽车毫米波雷达等方面，属于我国中上游基础器件与技术中自主可控、需求强烈的子领域。

表2：微波射频产品

产品类别	主要产品	用途或功能
单元组件	射频类功能 SIP 及组件、微波无源组件、放大器、合成器、频率合成器、移相等	信号收发放大、移相衰减或混频处理等功能
功能模组	射频信道类收发及 T/R 模组	信号的功率收发及控制
子系统/整机	射频前端分系统/整机	信号的接收、传输

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司扎根微波射频领域多年，积累了丰富的产品研发、制造、测试及多领域运行的技术和经验。报告期内，公司强化了传统业务的核心技术，拓展了 SIP 基础能力，积极向上游开拓芯片级微系统封装技术，向下游延伸微波射频技术在航管、识别、雷达、电子对抗、弹载等领域的具体应用，持续加快研发成果的应用转化。同时，围绕市场需求和产业发展趋势，公司拓展了舰载相控阵系统、大无人机载荷、弹载、卫星通信等领域的市场，持续开拓外部市场。

4.军民空管龙头，深入布局低空+民航

低空经济“卖铲人”，聚焦上游低空测试和信息基建：控股子公司九洲空管是中国低空经济联盟的副理事长单位，凭借在空管系统领域的头部地位，持续输出低空基础设施建设硬件、飞行安全运控整体解决方案及创新应用场景，深度参与行业标准构建与生态培育。2024 年，九洲空管合资设立九洲永昌测试公司，开展低空飞行测试相关业务。2025 年 12 月，九洲空管联合九洲集团等共同发起设立低空经济股权投资基金，重点投向低空检测认定、适航审定测试、低空管控系统集成与保障服务等型基础设施领域。此外，九洲空管积极探索基于低轨卫星星座的空管监视技术，星基 ADS-B 载荷已搭载“空事卫星一号”在轨验证，发展前景向好。

扩展民航市场，受益于大飞机国产化进程：公司深耕空管领域多年，具备雄厚的行业积淀和领先的整体解决方案能力。公司作为 C919 大型客机的一级供应商，是国内首家、全球第四家掌握机载防撞系统核心技术，并具备研制、生产及改装全链条能力的空管领军企业。随着 C919 进入批量交付与产能爬坡阶段，公司有望凭借在空管领域多年的深厚积累和覆盖最广、品类最全的产品体系，持续释放业绩弹性，成为大飞机国产化加速推进的核心受益者。

智能终端业务稳健增长，持续贡献收入：公司智能终端业务聚焦民品与海外市场，依托西南地区最大的智能终端生产基地及自动化精益制造能力，面向运营商提供应急广播、公共服务智慧平台等场景化解决方案，面向车载等领域承接智能光显、智能座舱、智能车控等业务。当前广电业务稳居行业前列，通信业务加速拓展，公司与企业客户合作持续深入，产品规模和合作领域不断扩大。

二、收购射频资产组，微系统延伸强化核心竞争力

收购射频资产组，补链军工电子：2025 年 12 月 19 日，公司于绵阳市与九洲电器签署了《四川九洲电器股份有限公司与四川九洲电器集团有限责任公司之资产业务购买协议》《四川九洲电器股份有限公司与四川九洲电器集团有限责任公司之业绩承诺补偿协议》。本次交易标的系公司的关联方九洲电器旗下射频业务相关的资产组合，涵盖九洲电器旗下与射频业务相关的资产、负债、业务以及人员等，交易的对价为 75,710.00 万元。根据公告，公司拟新设子公司九洲芯辰，并以 7.57 亿元现金购买九洲电器旗下射频业务资产组合，对应静态收购 PE/PB 为 49x/1.55x。考虑到该资产组后续较高的成长性，本次收购价值较为合理。此外，现金收购模式也将最大化增厚上市公司 EPS，投资价值凸显。

射频业务资产组主要从事微波射频、电源及相关系统产品的研发、生产和销售。产品主要包括某综合航电通用模块、雷达微波信道模块、遥感遥测通信分系统、微波测试系统、电源模块和电源分系统等。截至目前，射频业务资产组获授权的专利共计 66 项，其中，发明专利 28 项，另有正在申请的专利共 20 项，此外，射频业务资产组支撑的某系统荣获了国防科技进步一等奖，在射频领域荣获了四川省科学技术进步二等奖等重大奖项。

强链补链，夯实核心竞争力：标的资产主要从事微波射频、电源及相关系统产品的研制，收购完成后，叠加公司现有的九洲迪飞微波资产，公司业务布局有望从射频模组及器件向射频子系统、微系统级的整体解决方案延伸，实现强链补链。此外，标的资产与公司空管业务及其他业务板块存在明显协同效应，将显著夯实公司核心竞争力。

盈利水平大幅提升：根据公告，标的资产 2024 年营收 5.93 亿元，净利润 0.15 亿元，预计 2025 年收入和净利润分别为 6.37 亿元和 0.50 亿元，分别占上市公司 2025 年预测营收和净利的 14.2%和 29.1%，本次收购将显著提升公司盈利水平。另外，九洲电器承诺该资产组 2026 至 2028 年净利润分别为 0.52/0.74/0.83 亿元，同比增速为 3.8%/42.7%/13.0%，三年合计 2.09 亿元。随着 2026 年资质和业务承接的顺利过渡，标的资产 2027 年有望迎来高速增长。

表3：射频业务资产组经审计的简要财务数据（万元）

科目	2025 年 1-9 月	2024 年度
资产总额	52,257.30	48,771.66
负债总额	3,540.66	4,350.60
净资产	48,716.64	44,421.06
科目	2025 年 9 月末	2024 年末
营业收入	51,814.39	59,287.18
营业成本	36,913.93	42,209.29
净利润	4,295.58	1,547.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资产质地较优，助力上市公司盈利能力提升：根据公告，标的资产 25 年至 28 年净利率率分别为 7.8%、9.5%、11.2%和 11.5%，相较于公司近年来 6%左右的净利率率提升明显。

表4：收益法下射频业务资产组相关的资产与负债的盈利预测（万元）

项目	2025 年 10-12 月	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年	2030 年	永续年
营业收入	11,842.71	54,510.44	65,994.03	72,345.57	75,157.56	76,345.93	76,345.93
营业成本	8,622.40	38,651.25	46,744.94	51,354.83	53,365.83	54,257.66	54,257.66
净利润	680.58	5,162.81	7,368.34	8,325.99	8,742.06	8,741.29	8,741.29

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

设立全资子公司，整合微波射频业务：为布局微波射频子系统、微系统等高价值细分市场，公司拟设立全资子公司九洲芯辰，注册资本 1 亿元。以该子公司为业务整合平台，公司将落地“芯-组-阵”的产品发展布局，构建覆盖综合航电、相控阵电子系统、射频前端的一体化解决方案能力，进一步强化在微波射频领域的系统级产品交付能力与市场竞争力。未来，新公司将加大对外部业务的开拓，瞄准雷达、通信及某系统业务领域，重点发力机载、弹载、无人及车载等平台市场，积极布局无线通信、汽车毫米波雷达等民品市场。

关联交易金额大幅调增。2026 年，预计销售和提供劳务的关联交易额 12.8 亿元，同比 2025 年 7.48 亿增长 70.6%，其中对九洲电器的关联交易销售增长 68.2%，基本反映了本次并购的增量和原业务的稳增长预期。

三、国企改革持续推进，集团资产证券化率提升可期

国企改革持续推进，集团资产证券化率提升可期：2020 年，集团旗下九洲迪飞 51.9% 股权完成注入，同年，筹划收购九洲防控 80% 股权，后取消；2023 年，集团筹划志良电子注入，后续终止；2025 年 12 月，集团启动射频业务资产重组。近年来，集团积极贯彻国有企业改革部署，着力提升上市公司经营质量，并持续优化产业布局和资产结构。

集团资产证券化提升空间尚存。九洲集团 2024 年收入和净资产分别为 440.0/161.4 亿，旗下 4 家上市公司合计收入/净资产为 81.9/73.3 亿，对应资产证券化率 18.6%/45.4%，考虑本次收购后，集团收入、净资产口径的资产证券化率分别为 20.0%/48.2%。九洲集团 2035 年远景目标计划资产证券化率将超过 60%，空间尚存。

公司有望受益于集团资产证券化进程。据集团官网披露，集团布局五大业务板块，其中，电子系统装备、通信与智能终端与上市公司业务协同性较高，公司与集团旗下多家优质企业皆有业务往来，如低空空域探测和防御系统研制企业九洲防控；软件国产化应用、信息安全、无人机反制系统供应商九强通信和北斗卫星导航装备供应商九洲星熠。其中，九洲防控研制了国内首套小微无人机探测雷达，构建的反无探测系统应用于机场无人机综合防控，实现了国内首套反无人机系统出口。作为九洲集团装备类核心上市平台，公司有望在集团提升资产证券化率进程中，优先承接优质资源注入，进一步强化产业协同与竞争力。

表5：集团业务和骨干企业

业务	骨干企业				
电子系统装备					
	四川九洲电路集团有限责任公司	四川九洲空管科技有限责任公司	四川九强通信科技有限公司	重庆九洲星熠导航设备有限公司	四川长九光电科技有限责任公司
					
	成都九洲迪飞科技有限责任公司	上海志良电子科技有限公司	四川九洲防控科技有限责任公司		
通信与智能终端					
	四川九洲电子科技股份有限公司	深圳市九洲电器有限公司	四川九洲光电科技股份有限公司	深圳市九洲光电科技有限公司	四川湖山电器股份有限公司
软件与数据智能					
	四川九洲软件有限公司	四川科瑞软件有限责任公司	成都九洲电子信息系统工程股份有限公司	四川九洲视讯科技有限责任公司	四川九洲北斗导航与位置服务有限公司

高端元器件	 四川安和精密电器股份有限公司	 四川九州线缆有限责任公司	 成都微精电机股份有限公司	 广东依顿电子科技股份有限公司	 四川九州光电技术有限公司
汽车电子与装备	 重庆九州智造科技有限公司	 重庆九州隆邻科技有限公司			

资料来源：九州集团官网，中国银河证券研究院

四、投资建议

预计公司 2025-2027 净利润分别为 1.72/2.15/2.74 亿元，EPS 为 0.17/0.21/0.27 元，当前股价对应 PE 为 102/82/64 倍。假设标的 26 年并表，预计 2026/2027 备考收入为 56.86 亿元 (YoY+11.3%) 和 67.85 亿元 (YoY+19.3%)，备考净利润分别为 2.67 亿元 (YoY+20.2%) 和 3.48 亿元 (YoY+30.4%)，备考 EPS 分别为 0.26 和 0.34 元，对应 PE 为 66 倍和 51 倍。此次收购完成后，凭借“芯-组-阵”产品发展布局，公司微波业务发展空间将打开，叠加低空业务的快速牵引，公司发展前景可期，首次给予“推荐”评级。

表6：主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,178	4,474	5,141	6,125
收入增长率%	9.05	7.07	14.91	19.14
归母净利润(百万元)	194	172	215	274
利润增长率%	-2.97	-11.58	25.17	27.53
分红率%	52.61	51.77	51.81	52.06
毛利率%	21.06	20.20	20.40	20.40
摊薄 EPS(元)	0.19	0.17	0.21	0.27
PE	90.43	102.28	81.71	64.07
PB	5.76	5.63	5.41	5.15
PS	4.21	3.93	3.42	2.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

五、风险提示

并购进度不及预期的风险；主业收入下滑的风险；下游需求波动的风险；毛利率下降的风险。

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,141	5,537	6,360	7,307
现金	696	701	1,376	2,065
应收账款	2,883	3,082	3,070	3,063
其它应收款	22	30	33	38
预付账款	20	34	24	35
存货	662	822	892	1,055
其他	858	867	965	1,052
非流动资产	1,858	1,751	1,643	1,535
长期投资	28	28	28	28
固定资产	613	516	415	311
无形资产	23	23	22	22
其他	1,194	1,183	1,178	1,174
资产总计	6,999	7,287	8,003	8,841
流动负债	3,328	3,503	4,042	4,655
短期借款	420	420	420	420
应付账款	1,692	1,707	2,043	2,422
其他	1,217	1,377	1,579	1,813
非流动负债	291	293	294	293
长期借款	187	187	187	187
其他	103	106	107	106
负债总计	3,619	3,796	4,336	4,948
少数股东权益	326	366	416	480
归属母公司股东权益	3,054	3,125	3,251	3,414
负债和股东权益	6,999	7,287	8,003	8,841

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-102	73	727	759
净利润	241	211	265	339
折旧摊销	88	109	110	110
财务费用	16	0	0	0
投资损失	-32	-32	-38	-46
营运资金变动	-413	-230	349	316
其他	-3	15	41	40
投资活动现金流	-165	30	36	43
资本支出	-231	-2	-2	-2
长期投资	48	0	0	0
其他	18	32	38	46
筹资活动现金流	122	-98	-88	-113
短期借款	-158	0	0	0
长期借款	121	0	0	0
其他	160	-98	-88	-113
现金净增加额	-148	5	675	689

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,178	4,474	5,141	6,125
营业成本	3,299	3,570	4,092	4,876
税金及附加	20	22	26	31
销售费用	72	89	98	110
管理费用	255	273	308	368
研发费用	363	396	452	533
财务费用	4	-14	-14	-28
资产减值损失	-14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益及其他	92	77	90	107
营业利润	245	214	269	343
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	243	213	268	342
所得税	2	2	3	3
净利润	241	211	265	339
少数股东损益	46	39	50	64
归属母公司净利润	194	172	215	274
EBITDA	335	309	364	424
EPS（元）	0.19	0.17	0.21	0.27

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	9.0%	7.1%	14.9%	19.1%
营业利润增长率	0.7%	-12.7%	25.6%	27.6%
归母净利润增长率	-3.0%	-11.6%	25.2%	27.5%
毛利率	21.1%	20.2%	20.4%	20.4%
净利率	5.8%	4.7%	5.2%	5.5%
ROE	6.4%	5.5%	6.6%	8.0%
ROIC	6.0%	4.7%	5.7%	6.7%
资产负债率	51.7%	52.1%	54.2%	56.0%
净资产负债率	107.1%	108.8%	118.2%	127.1%
流动比率	1.54	1.58	1.57	1.57
速动比率	1.30	1.30	1.31	1.31
总资产周转率	0.61	0.63	0.67	0.73
应收账款周转率	1.59	1.50	1.67	2.00
应付账款周转率	2.08	2.10	2.18	2.18
每股收益	0.19	0.17	0.21	0.27
每股经营现金流	-0.10	0.07	0.72	0.75
每股净资产	3.00	3.07	3.20	3.36
P/E	90.43	102.28	81.71	64.07
P/B	5.76	5.63	5.41	5.15
EV/EBITDA	52.59	57.04	46.58	38.28
PS	4.21	3.93	3.42	2.87

图表目录

表 1: 空管产品	4
表 2: 微波射频产品	4
表 3: 射频业务资产组经审计的简要财务数据	6
表 4: 收益法下射频业务资产组相关的资产与负债的盈利预测	6
表 5: 集团业务和骨干企业	7
表 6: 主要财务指标预测	8

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

李良：制造组组长&军工行业首席分析师。证券从业 12 年，清华大学工商管理硕士，曾供职于中航证券，2015 年加入银河证券。曾获 2021EMIS&CEIC 卓越影响力分析师，2019 年新浪财经金麒麟军工行业新锐分析师第二名，2019 年金融界《慧眼》国防军工行业第一名，2015 年新财富军工团队第四名等荣誉。

胡浩森：军工行业分析师。证券从业 6 年，曾供职于长城证券和东兴证券，2021 年加入银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院	机构请致电：	
深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层	深广地区：	苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn 程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层	上海地区：	林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦	北京地区：	田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
公司网址：www.chinastock.com.cn		