

2025 年 12 月 21 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

四川九洲（000801）

事件点评：集团资产证券化持续推进，完善微波射频

业务版图

报告摘要

◆ 事件：公司 12 月 19 日公告，拟通过新设全资子公司“四川九洲芯辰微波科技有限公司”，并以现金方式收购控股股东九洲电器旗下射频业务资产组，本次收购采用收益法评估，交易对价为 7.57 亿元。

◆ 标的资产面向定型装备配套，是集团优质微波射频资产。标的资产主要从事微波射频、电源及相关系统产品的研发、生产和销售，核心产品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、电源分系统，相关产品已定型并批产于某系统平台。标的资产拥有授权专利 66 项（含发明专利 28 项），支撑项目获国防科技进步一等奖，在射频领域获四川省科学技术进步二等奖等重大奖项。截至 2025 年 9 月 30 日，标的净资产 4.87 亿元，资产基础法评估值 5.79 亿元（增值 18.92%），收益法评估值 7.57 亿元（增值 55.41%），最终采用收益法评估交易。

◆ 业绩承诺约定净利润下限，预计将进一步增厚上市公司业绩。2024 年及 2025 年 1-9 月，标的资产营收分别为 5.93 及 5.18 亿元，净利润分别为 0.15 及 0.43 亿元。九洲电器对标的资产在业绩承诺期内的净利润实现情况作出承诺，并约定补偿机制。根据评估报告预测，标的资产在业绩承诺期内累计实现的净利润不低于以下金额：2026/2027/2028 年净利润下限分别为 0.52/0.74/0.83 亿元，三年合计增厚净利润 2.09 亿元。

◆ 本次收购将进一步提升射频系统配套层级，强化上下游业务协同。本次交易旨在实现公司由射频器件向子系统整体解决方案延伸，提升射频系统配套层级，强链、延链、补链，避免未来潜在同业竞争，提升公司竞争力。射频资产组技术积淀深厚但长期为内部配套，交易后将独立市场化运营，增强公司技术能力。此外，此次交易还将推动公司空管、相控阵等业

投资评级

买入

维持评级

2025 年 12 月 19 日

收盘价(元): 17.30

目标价(元): 25.00

公司基本数据

总股本(百万股)	1,016.32
总市值(百万)	17,582.42
流通股本(百万股)	1,016.32
流通市值(百万)	17,582.42
12 月最高/最低价(元)	21.10/12.54
资产负债率(%)	55.30
每股净资产(元)	2.88
市盈率(TTM)	101.98
市净率(PB)	6.01
净资产收益率(%)	3.32

股价走势图



作者

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568
邮箱：zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师
SAC 执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

闫政圆 分析师
SAC 执业证书：S0640525080002
联系电话：

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

务上下游协同，加快新技术研发与产品迭代，增强公司在微波射频领域的核心竞争力；同时避免未来潜在同业竞争。

◆ **军民用空管装备领军企业，拓展优化低空及微波射频业务。**公司聚焦“数字有线电视业务”、“空管装备业务”及“微波射频业务”的布局和发展。在数字有线电视领域，公司以九洲电器及九洲电子科技为业务主体，产品包括数字音视频终端、数据通信终端、数字融合终端等；在空管业务方面，公司是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，下属九洲空管主营空管系统及相关航电设备的研制生产。在微波射频领域，公司下属九洲迪飞主要从事微波射频器件、组件及整机等产品的研制生产，面向雷达、航天通信、电子对抗等领域。

◆ **联合设立低空投资基金，完善低空检测服务及相关布局。**公司子公司九洲空管拟与控股股东九洲集团及其全资孙公司九洲君合共同设立规模为0.50亿元的“四川九洲低空经济股权投资基金合伙企业(有限合伙)”，其中九洲空管/九洲集团/九洲君合分别占比 49.99%/49.99%/0.02%。该基金聚焦低空检测认定、适航审定测试、低空管控系统集成等方向，旨在把握国家战略机遇，提升公司低空经济业务布局。

◆ **回购提升股东回报与获得感，增强投资者信心。**公司自 2025 年 4 月起启动以集中竞价方式回购股份方案，拟回购资金总额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，回购价格不超过 26.27 元/股。至 2025 年 10 月 10 日回购成交总金额为 1.00 亿。2025 年 10 月 17 日完成回购股份的注销工作，本次注销股份数量为 648.19 万股（占注销前总股本的 0.63%）。此次回购注销旨在优化资本结构、提升每股收益与净资产收益率，增强投资者信心。

◆ **国防信息化建设推升微波射频行业景气，公司立足打造领军企业。**微波射频系统是利用微波射频频段电磁波实现信号发射、接收、调制解调与传输处理的核心电子系统，是国防装备的“神经中枢”与“感知触角”，直接决定雷达探测、电子对抗、卫星通信、精确制导等关键作战功能的效能，是现代武器装备信息化、智能化作战能力的基石。近年来受益于武器装备信息化建设，微波射频市场价值和市场规模迅速攀升，已成为军工行业成长性较好的赛道。

公司相关业务深耕军品研发与制造，参与了军队多个科研重点项目，积累了丰富的军品研发经验与市场订单渠道，在超宽带接收、多路 TR 设计数字相控阵处理等多项技术处于行业领先水平，产品主要应用于航空、航天、电子、兵器、船舶等行业的通讯、雷达、电子对抗、测控等领域，未来有

邮箱：

相关研究报告

2025 年中报点评：军民空管装备领军企业，积极布局低空经济新赛道 —2025-09-25

2023 年中报点评：H1 营收创下新高，微波射频业务增长明显 —2023-10-13

望受益于下游整机增量替代以及装备信息化率提升。根据公司公告，2024年全国微波射频行业 CR10 仅 8.2%，市场高度分散。本次交易有助于四川九洲在行业专业化整合期抢占先机，向“国内微波射频行业领军者”目标迈进。

◆ **发展低空经济基建先行，公司凭借空管等业务积累精准卡位。**低空经济是构建现代化产业体系、培育经济增长新动能的重要组成部分，已被纳入国家战略层面加速推进，成为国家推动新质生产力发展的重要方向。我国低空经济市场关注度持续攀升，中央及地方支持政策密集出台，相关低空制造、运营、服务及保障等能力建设正有序推进，相关低空基础设施布局亟待完善。

公司在低空领域具备显著的技术优势与前期积累，依托在空管二次雷达、机载防撞系统、广播式自动相关监视等核心产品的行业领先技术，构建了覆盖空管监视、通信、导航、信息化的完整能力体系，并作为国内最早从事空中交通管理及航电研制的单位，拥有深厚军工底蕴和全链条研发制造能力。公司率先推出全国首个无人机混合物流运营系统，突破多元感知避让、智能化测试等低空关键核心技术，深度参与绵阳低空飞行服务保障平台及地面基础设施建设，并通过参股成立绵阳科技城低空产业发展有限公司，系统性布局低空经济生态。同时，公司已与蜀道交通、中国移动绵阳分公司、丰翼科技等企业签订战略合作协议，积极参与深圳、东台、建德、绵阳等地低空管理与协同监视示范项目建设，在手订单稳定增长，形成了“技术+场景+平台+生态”的综合竞争优势。

◆ **九洲集团资产证券化率指引明确，关注公司后续资产注入预期。**九洲集团预计 2035 年资产证券化率超过 60%。根据绵阳市人民政府，截至 2024 年底，九洲集团资产规模约 522 亿元，上市平台四川九洲及依顿电子总资产分别为 70 亿元和 56 亿元，则可估算 2024 年底九洲集团资产证券化率约 24%，此次收购资产 2024 年底总资产为 4.87 亿元，交易完成后，集团资产证券化率将提升至 25%，距集团规划目标仍有较大提升空间，后续集团资产注入情况值得重点关注。

◆ **投资建议：**公司是国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地，在智能终端产品市场份额多年位居市场前列，同时公司基于军品研制经验及客户资源积累切入低空赛道，本次通过收购资产优化微波射频业务产业链布局，有望提升企业利润。具体投资建议如下：

- 1、公司对智能终端产品结构进行优化并加大市场拓展力度，进一步夯实优势市场根基，对应业务后续仍是公司重要增长点；
- 2、公司是国内空管系统市场的重要供应商，在低空领域持续前瞻布局，空管业务将同步受益；
- 3、在微波射频领域，公司超宽带接收、多路 TR 设计数字相控阵处理等技术处于行业领先水平，资产收购完成，将进一步完善企业微博板块布局，有望分享电子对抗及雷达市场发展红利；
- 4、九洲集团预计 2035 年资产证券化率超过 60%，公司背靠九洲集团，或受益于资产证券化率提升。

预测假设 2026 年完成收购交易，则将对 2026、2027 年公司业绩表现产生积极影响，我们预计公司 2025-2027 年的营业收入分别为 44.57 亿、58.47 亿元和 69.26 亿元，归母净利润分别为 2.06 亿元、3.09 亿元和 3.84 亿元，EPS 分别为 0.20 元、0.30 元和 0.38 元，我们维持“买入”评级，目标价 25.00 元。

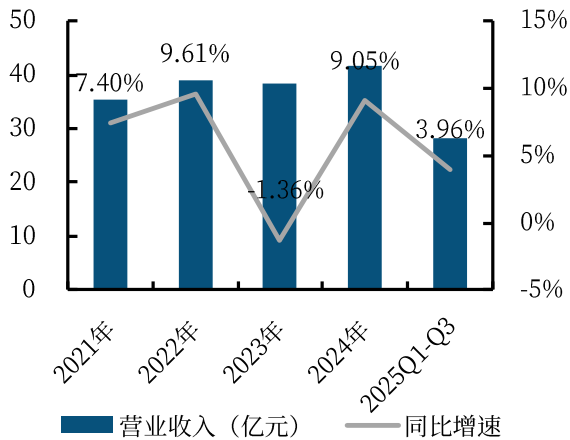
◆ **风险提示：**资产收购不及预期风险，收购资产业绩波动，产品价格波动，下游需求波动等。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	3831.74	4178.50	4456.79	5846.70	6926.38
增长率（%）	-1.36	9.05	6.66	31.19	18.47
归母净利润（百万元）	200.37	194.42	205.93	309.05	384.35
增长率（%）	1.23	-2.97	5.92	50.07	24.37
毛利率（%）	23.80	21.06	20.88	21.96	22.35
每股收益	0.20	0.19	0.20	0.30	0.38
市盈率 PE	87.75	90.43	85.38	56.89	45.75
市净率 PB	5.94	5.76	5.57	5.31	5.02
净资产收益率 ROE（%）	6.77	6.37	6.52	9.33	10.97

资料来源：iFind，中航证券研究所

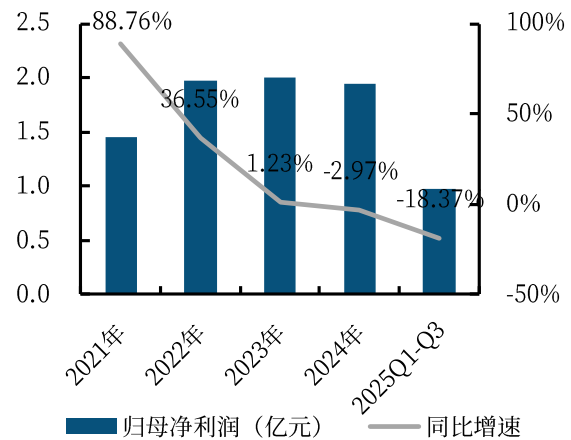
● 2021-2025Q3 公司主要财务数据

图1 公司营业收入及增速情况



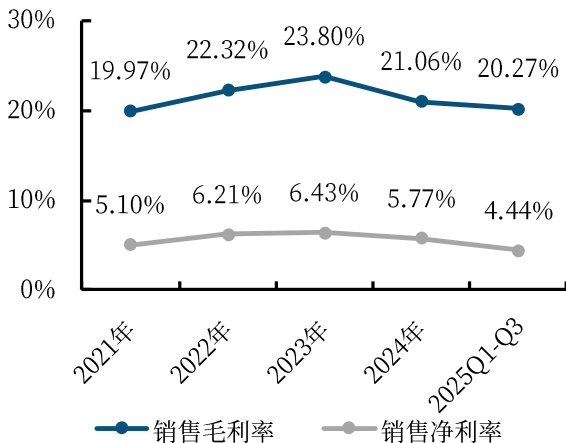
资料来源：Wind，中航证券研究所

图2 公司归母净利润及增速情况



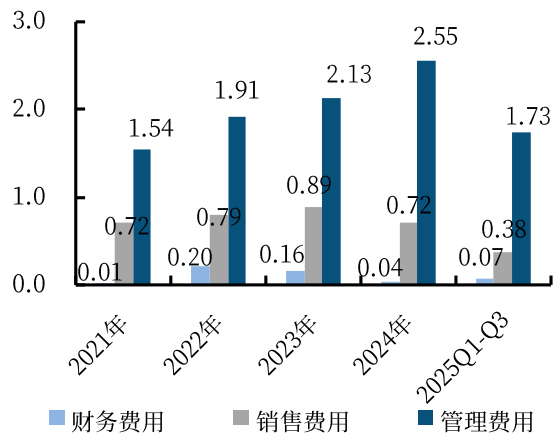
资料来源：Wind，中航证券研究所

图3 公司毛利率及净利率情况



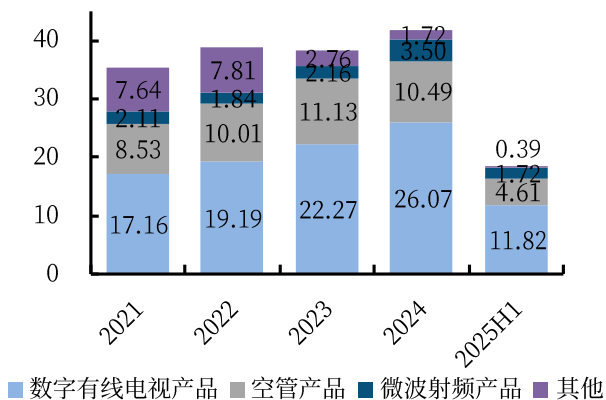
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 公司三费情况（单位：亿元）



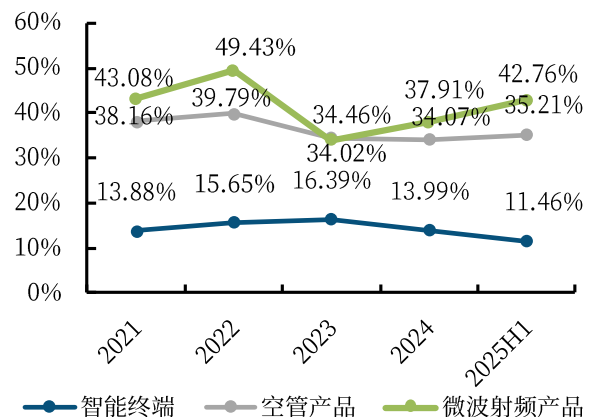
资料来源：Wind，中航证券研究所

图5：公司分业务营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，中航证券研究所

图6：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，中航证券研究所

财务报表与财务指标

报表预测						
会计年度	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
单位: 百万元						
利润表						
营业收入	3,884.60	3,831.74	4,178.50	4,456.79	5,846.70	6,926.38
减: 营业成本	3,017.68	2,919.96	3,298.58	3,526.41	4,563.03	5,378.12
税金及附加	14.99	24.05	19.96	22.28	29.23	34.63
主营业务利润	851.92	887.73	859.96	908.09	1,254.44	1,513.63
减: 销售费用	79.16	89.02	71.66	60.17	78.35	92.81
管理费用	191.35	212.57	255.26	296.38	380.04	450.21
研发费用	325.41	356.10	363.41	369.91	461.89	533.33
财务费用	20.46	16.35	3.52	14.90	16.78	15.65
经营性利润	235.53	213.69	166.11	166.73	317.39	421.62
加: 资产减值损失	-24.11	-34.78	-13.97	-14.26	-18.12	-20.78
信用减值损失	-58.97	-47.27	-27.74	4.46	-17.54	-27.71
其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
投资收益	24.21	29.24	31.95	26.30	25.00	28.75
公允价值变动损益	-0.25	1.01	0.50	1.21	1.34	1.77
资产处置收益	-0.14	0.08	0.15	0.05	0.05	0.05
其他收益	56.44	81.36	88.02	73.94	80.90	80.75
营业利润	232.72	243.34	245.02	258.43	389.02	484.46
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	1.16	1.13	0.31	0.74	0.64	0.53
减: 营业外支出	0.57	0.58	2.00	0.87	1.00	1.21
利润总额	233.31	243.89	243.33	258.29	388.65	483.78
减: 所得税	-8.12	-2.41	2.42	5.17	7.77	9.68
净利润	241.43	246.30	240.91	253.13	380.88	474.10
减: 少数股东损益	43.49	45.93	46.48	47.19	71.83	89.75
归属母公司股东净利润	197.94	200.37	194.42	205.93	309.05	384.35
资产负债表						
货币资金	550.72	869.60	695.58	984.75	534.26	550.95
交易性金融资产	241.67	268.92	289.74	136.35	0.00	0.00
应收票据	242.18	253.05	122.63	146.52	192.22	227.72
应收账款	2,250.82	2,686.95	3,191.80	3,479.96	3,844.40	4,174.80
预付账款	61.72	5.94	20.20	21.54	28.26	33.48
其他应收款	29.75	28.14	21.83	29.63	37.08	41.83
存货	806.71	650.83	662.17	869.53	937.61	957.75
其他流动资产	622.24	397.96	137.22	26.74	29.23	31.17
长期股权投资	33.97	31.65	27.85	37.05	43.60	44.76
金融资产投资	2.40	2.40	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	143.55	136.31	446.43	441.52	436.61	431.70
固定资产和在建工程	308.14	851.72	644.67	700.48	722.40	726.07
无形资产和开发支出	27.42	26.32	23.09	22.21	25.25	26.17
其他非流动资产	550.25	505.70	715.87	726.27	1,482.00	1,564.00
资产总计	5,871.53	6,715.50	6,999.08	7,622.55	8,312.93	8,810.40
短期借款	178.40	578.13	420.08	337.58	354.15	211.64
交易性金融负债	0.71	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	464.76	612.80	630.16	772.91	875.10	884.07
应付账款	1,250.52	1,479.52	1,691.70	1,787.36	2,000.23	2,210.19
预收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合同负债	185.91	59.27	41.58	89.14	58.47	69.26
其他应付款	383.10	466.25	430.49	434.76	562.56	663.06
长期借款	73.05	73.18	195.00	453.00	453.00	453.00
其他负债	208.39	196.53	209.84	217.41	252.67	280.50
负债合计	2,744.85	3,465.69	3,618.85	4,092.16	4,556.18	4,771.73
股本	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81	1,022.81
资本公积	301.84	303.89	305.49	305.49	305.49	305.49
留存收益	1,535.69	1,632.75	1,725.50	1,828.47	1,982.99	2,175.16
归属母公司股东权益	2,860.34	2,959.45	3,053.79	3,156.76	3,311.28	3,503.46
少数股东权益	266.34	290.35	326.44	373.63	445.46	535.22
股东权益合计	3,126.68	3,249.81	3,380.23	3,530.39	3,756.75	4,038.68
负债和股东权益合计	5,871.53	6,715.50	6,999.08	7,622.55	8,312.93	8,810.40
投入资本(IC)	3,134.78	3,449.92	3,705.57	4,002.10	4,563.90	4,703.32
现金流量表						
经营性现金净流量	227.20	217.51	-102.47	220.26	432.98	514.82
投资性现金净流量	-801.35	-300.39	-165.22	11.27	-728.74	-147.80
筹资性现金净流量	39.67	416.12	122.39	57.63	-154.73	-350.33
现金流量净额	-534.25	323.83	-148.31	289.17	-450.49	16.69

数据来源: iFind, 中航证券研究所 (预测假设 2026 年完成收购交易, 则将对 2026、2027 年公司业绩表现产生积极影响)

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637