

四川九洲 (000801.SZ)

公司收购射频业务资产组，增厚高附加值业务

核心观点:

- **事件:** 根据公司 12 月 20 日公告, 公司拟设立全资子公司四川九州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。交易作价 7.6 亿元, 以 2025 年 9 月 30 日为评估基准日。
- **我们认为本次收购有助于公司进一步完善其在射频业务方面的布局, 竞争力得到提高。** 公司本就具备射频业务, 深耕微波射频组件、模块、分系统等产品的研发、生产及销售, 并形成了以射频技术为核心的产品体系。本次收购属于公司向下游射频子系统领域的延伸, 符合公司“下展小系统整机市场”的战略目标。
- **从行业角度出发, 射频行业集中度低、参与者众多的同时, 竞争也较为激烈。** 根据中研普华数据, 射频行业整体市场规模约 2,650 亿元, 2024 年 CR10 仅为 8.2%。在这样的市场中, 大体量且具备完善资源的公司有望获得先机, 而本次收购增强了公司在行业中的综合竞争力。
- **射频业务覆盖面广, 无论是军用或是民用的需求都较强, 因此产品的完善有望加速业绩增长。** 伴随公司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, 公司射频业务有望进一步打开新的成长空间。
- **盈利预测与投资建议。** 根据公司 12 月 20 日公告信息, 射频业务 26 年净利润为 5163 万元, 28 年净利润达 8326 万元, CAGR 为 27%。从估值角度出发, 27% 的增速对应 26 年净利润的 15X PE 较为合理。由于收购事宜尚未完全落定, 因此本文盈利预测未包含其业绩。 估值方面, 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发展、军航投入增长以及智能终端出海的起量, 参考可比公司估值, 给予 25 年 90x PE, 合理价值为 21.03 元/股, 维持“买入”评级。
- **风险提示。** 本次收购仍存在不确定性; 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:

单位:人民币百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,832	4,178	4,763	5,395	6,088
增长率 (%)	-1.4%	9.0%	14.0%	13.3%	12.8%
EBITDA	375	346	388	447	511
归母净利润	200	194	238	286	335
增长率 (%)	1.2%	-3.0%	22.2%	20.3%	17.3%
EPS (元/股)	0.20	0.19	0.23	0.28	0.33
市盈率 (P/E)	39.3	75.3	74.0	61.5	52.4
ROE (%)	6.8%	6.4%	7.2%	8.0%	8.6%
EV/EBITDA	20.4	42.1	45.0	39.0	33.8

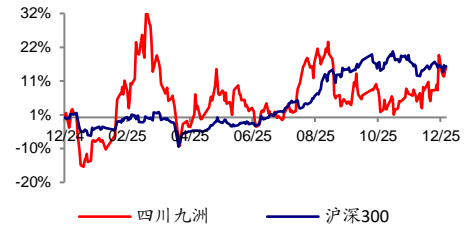
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	17.30 元
合理价值	21.03 元
前次评级	买入
报告日期	2025-12-21

相对市场表现



分析师:

刘雪峰



SAC 执证号: S0260514030002

SFC CE No. BNX004



021-38003675



gfliuxuefeng@gf.com.cn

分析师:

袁雨辰



SAC 执证号: S0260517110001

SFC CE No. BNV055



021-38003640



yuanyuchen@gf.com.cn

相关研究:

四川九洲 (000801.SZ) :空 2025-05-19
管龙头有望借低空与智能终端出海进入发展快车道

联系人:

王钰翔 021-38003529

wangyuxiang@gf.com.cn

目录索引

一、公司收购射频业务资产组，进一步夯实业务基石	4
二、盈利预测和投资建议	6
三、风险提示	7
（一）本次收购仍存在不确定性	7
（二）技术迭代与研发风险	7
（三）下游客户需求释放不及预期风险	7

图表索引

图 1: 公司应收账款 (单位: 亿元)	5
表 1: 射频业务资产组简要财务数据 (单位: 万元)	4
表 2: 收益法下射频业务资产组相关的资产与负债的盈利预测结果 (单位: 万元)	4
表 3: 可比公司 PE 估值情况 (市值统计截止 2025.12.19 收盘)	6

一、公司收购射频业务资产组，进一步夯实业务基石

1. 事件:

根据公司12月20日公告，公司拟设立全资子公司四川九州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。交易作价7.6亿元，以2025年9月30日为评估基准日，采用收益法评估结果为定价依据。支付方式为分期付款：协议生效后5日内支付30%（2.3亿元），资产交割后5日内支付50%（3.8亿元），交割后3个月内支付剩余20%（1.5亿元）。

从具体主营业务来看，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。

表 1：射频业务资产组简要财务数据（单位：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：公司关于收购射频业务资产组暨关联交易的公告，广发证券发展研究中心

从收益法的盈利预测评估来看，射频业务资产组26年至28年的净利润分别为5163万元、7368万元、8326万元。该资产评估价值为7.57亿元，对应26年净利润约为15xPE。

表 2：收益法下射频业务资产组相关的资产与负债的盈利预测结果（单位：万元）

项目	25年10-12月	2026年	2027年	2028年	2029年	2030年	永续年
营业收入	11,843	54,510	65,994	72,346	75,158	76,346	76,346
营业成本	8,622	38,651	46,745	51,355	53,366	54,258	54,258
净利润	681	5,163	7,368	8,326	8,742	8,741	8,741

资料来源：公司关于收购射频业务资产组暨关联交易的公告，广发证券发展研究中心

补偿协议及减值补偿:

本次收购还包含利润承诺，标的资产需在三年内达到三年合计净利润2.1亿元。若是业绩承诺期中无法达成，则业绩承诺方应当以现金方式对受让方进行补偿，补偿金额为“（承诺净利润-实际净利润）/承诺净利润X交易对价”业绩承诺期满后还将进行减值测试，若期末减值额超过已补偿金额，九洲电器需另行现金补充，补偿数额为“标的资产减值额-已补充金额”。

2. 简评:

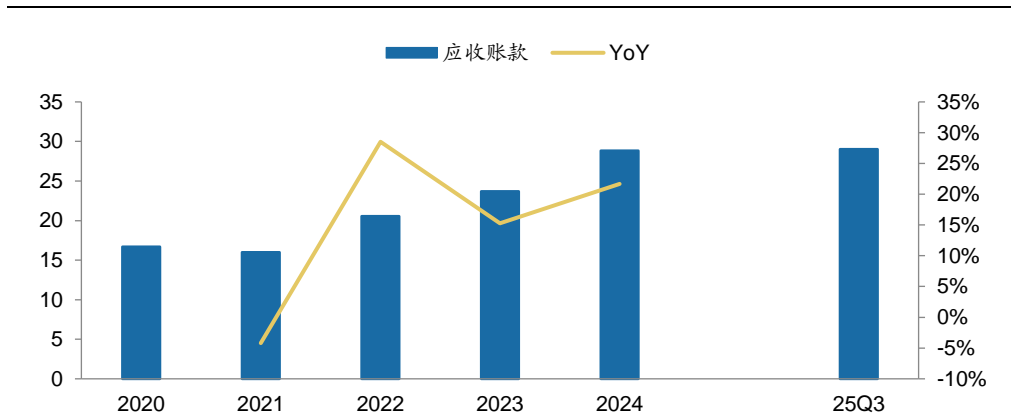
我们认为本次收购有助于公司进一步完善其在射频业务方面的布局，竞争力得到提高。公司本就具备射频业务，深耕微波射频组件、模块、分系统等产品的研发、生产及销售，并形成了以射频技术为核心的产品体系。本次收购属于公司向下游射频子系统领域的延伸，符合公司“下展小系统整机市场”的战略目标。交易完成后，公司将具备微波射频组件、业务子系统级别整体解决方案的能力，完善公司微波射频业务产业链布局。

从行业角度出发，射频行业集中度低、参与者众多的同时，竞争也较为激烈。根据中研普华数据，射频行业整体市场规模约2,650亿元，2024年CR10仅为8.2%。在这样的市场中，大体量且具备完善资源的公司有望获得先机，而本次收购进一步增强了公司在行业中的综合竞争力。

射频业务覆盖面广，无论是军用或是民用的需求都较强，因此产品的完善有望加速业绩增长。射频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。伴随公司拓展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，公司射频业务有望进一步打开新的成长空间。

此外，我们认为需要持续关注公司应收账款以及经营性活动现金流净额等指标的表现。公司应收账款增长较快，占总资产比重由2023年的35.28%升至2024年的41.20%。应收账款的增长主要系公司客户主要为政府和事业单位，而受财政预算管理影响，客户回款周期变长。考虑到客户属性为政府及事业单位，坏账大多为小概率事件，但仍需持续关注公司的经营性活动现金流净额。

图 1: 公司应收账款 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测和投资建议

若是收购后续进展较为顺利，通过与公司现有主营业务开展有效的协同及整合有望显著提升公司的经营业绩。根据公司12月20日公告信息，射频业务26年净利润为5163万元，28年净利润达8326万元，CAGR为27%。从估值角度出发，27%的增速对应26年净利润的15X PE较为合理。

由于本次收购事项为拟收购，因此本次盈利预测暂不将该部分业绩纳入。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2.4/2.9/3.4亿元，分别同比+22.2%/+20.3%/+17.3%。

我们选取莱斯信息以及深城交作为公司的可比公司。深圳低空经济政策频出，深城交因其为深圳低空数字化领军企业而享有更高溢价。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，考虑到可比公司估值，给予25年90x PE，合理价值为21.03元/股，维持“买入”评级。

表 3: 可比公司PE估值情况 (市值统计截止2025.12.19收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值 (百万元)	EPS (元/股)		PE	
				2025E	2026E	2025E	2026E
莱斯信息	688631.SH	低空经济公司	10,413	0.92	1.28	69.4	49.7
深城交	301091.SZ	低空经济公司	13,804	0.23	0.29	112.3	89.9

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 可比公司盈利预测来自 WIND 一致预期

三、风险提示

（一）本次收购仍存在不确定性

公司全资子公司处于筹备设立阶段，尚需完成工商登记和国资监管部门备案。同时关联资产收购事宜尚需提交公司股东会审议，因此全资子公司设立及关联资产收购仍存在一定的不确定性。

（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:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产总额	5,161	5,141	5,413	5,786	6,251
货币资金	870	696	588	586	701
应收及预付	2,628	3,026	3,295	3,582	3,873
存货	651	662	677	707	732
其他	1,013	757	854	912	946
非流动资产总额	1,554	1,858	1,989	2,129	2,277
长期股权投资	32	28	28	28	28
固定资产	368	613	567	517	465
在建工程	473	18	198	388	588
使用权资产	11	14	14	14	14
无形资产	26	23	22	22	23
其他	644	1,162	1,161	1,160	1,159
资产总额	6,715	6,999	7,402	7,915	8,528
流动负债总额	3,291	3,328	3,404	3,533	3,701
短期借款	578	420	270	170	120
应付及预收	2,152	2,363	2,598	2,823	3,055
其他	561	545	536	540	526
非流动负债总额	175	291	330	360	390
长期借款	66	187	217	247	277
应付债券	0	0	0	0	0
其他	109	103	113	113	113
负债总额	3,466	3,619	3,734	3,893	4,091
股本	1,023	1,023	1,016	1,016	1,016
其他	1,937	2,031	2,269	2,554	2,890
归母权益合计	2,959	3,054	3,285	3,571	3,906
少数股东权益	290	326	383	452	532
负债和股东权益	6,715	6,999	7,402	7,915	8,528

利润表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,832	4,178	4,763	5,395	6,088
营业成本	2,920	3,299	3,748	4,242	4,790
营业税金及附加	24	20	23	26	29
销售费用	89	72	76	81	85
管理费用	213	255	291	324	359
研发费用	356	363	400	448	493
财务费用	16	4	4	2	0
资产信用减值损失	-82	-42	-33	-32	-33
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	29	32	36	38	37
营业利润	243	245	298	358	420
营业外收支	1	-2	-1	-1	-1
利润总额	244	243	297	358	420
所得税费用	-2	2	3	4	4
合并净利润	246	241	294	354	416
少数股东损益	46	46	57	68	80
归母净利润	200	194	238	286	335
EPS (元/股)	0.20	0.19	0.23	0.28	0.33

现金流量表

单位:人民币百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	218	-102	324	368	435
合并净利润	246	241	294	354	416
折旧摊销	64	88	89	92	95
营运资金变动	-106	-413	-73	-86	-84
其他	0	0	29	39	49
投资活动现金流净额	-300	-165	-242	-286	-287
资本性开支	-199	-231	-234	-244	-254
投资	-130	48	-100	-80	-70
其他	28	18	92	38	37
融资活动现金流净额	416	122	-135	-84	-32
股本融资	0	14	0	0	0
债权融资	211	217	-121	-70	-20
股利分配与偿付利息	-140	-141	-17	-14	-12
其他	346	32	3	0	0
现金净增加额	324	-148	-52	-2	115
期初现金余额	464	788	639	588	586
期末现金余额	788	639	588	586	701

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率	-1.4%	9.0%	14.0%	13.3%	12.8%
营业利润增长率	4.6%	0.7%	21.7%	20.2%	17.3%
归母净利增长率	1.2%	-3.0%	22.2%	20.3%	17.3%
获利能力					
毛利率	23.8%	21.1%	21.3%	21.4%	21.3%
净利率	6.4%	5.8%	6.2%	6.6%	6.8%
ROE	6.8%	6.4%	7.2%	8.0%	8.6%
偿债能力					
资产负债率	51.6%	51.7%	50.4%	49.2%	48.0%
有息负债率	9.6%	8.7%	6.6%	5.3%	4.7%
流动比率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
利息保障倍数	23.1	19.4	18.0	25.8	33.6
营运能力					
应收账款周转率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
存货周转率	4.5	5.0	5.5	6.0	6.5
应付账款周转率	2.0	1.9	2.0	2.1	2.1
每股指标					
每股收益	0.20	0.19	0.23	0.28	0.33
每股净资产	2.89	2.99	3.23	3.51	3.84
每股经营现金流	0.21	-0.10	0.32	0.36	0.43
估值比率					
PE	39.3	75.3	74.0	61.5	52.4
PB	2.7	4.8	5.4	4.9	4.5
EV/EBITDA	20.4	42.1	45.0	39.0	33.8

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。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。

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：高级研究员，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：高级研究员，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，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，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。