

# 四川九洲 (000801.SZ)

## 1Q23 归母净利润同比增长 23%，毛利率同比提升 3.1pct

**买入**

### 核心观点

**2022 年营收同比增长 9.6%，归母净利润同比增长 36.6%。**公司 2022 年营收 38.85 亿元 (YoY +9.6%)，归母净利润 1.98 亿元 (YoY +36.6%)，毛利率 22.32% (YoY +2.35pct)，期间费用率 15.87% (YoY +1.04pct)。22 年公司业绩同比增长主要得益于：1) 智能终端业务发挥既有优势，持续加大市场开拓力度，进一步夯实竞争优势；2) 空管业务受益于国内空管系统投资额的增加；3) 公司强调创新要素，推进产业协同，不断提升发展质量。1Q23 公司业绩延续增长态势，实现营收 9.24 亿元 (YoY +11.0%)，归母净利润 0.40 亿元 (YoY +23.0%)，毛利率 23.34% (YoY +3.07pct)，期间费用率 17.25% (YoY +1.30pct)。

**2022 年智能终端产品营收同比增长 11.8%。**2022 年公司智能终端产品营收 19.19 亿元 (YoY +11.8%)，占公司营收比例为 49.4% (YoY +1.0pct)，毛利率 15.7% (YoY +1.8pct)；2022 年公司智能终端销量 1561.5 万台 (YoY +3.69%)。公司专注数字音视频终端、数据通信终端及行业应用服务，公司广电业务稳中有进，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，公司 WiFi6 路由器保持稳定出货，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。

**2022 年空管产品营收同比增长 17.3%。**2022 年公司空管产品营收 10.01 亿元 (YoY +17.3%)，占公司营收比例为 25.8% (YoY +1.7pct)，毛利率 39.8% (YoY +1.6pct)。2022 年公司机载综合防撞系统设备通过四川省重大技术装备首台套认定，JZDFJ01 型多普勒甚高频全向信标取得中国民用航空局颁发的民航临时使用许可证，“空天一体化低空空域协同运行管理系统项目”荣获 2022 年度中国电子学会科技进步二等奖，科研创新成果转化成效显著。

**2022 年微波射频营收同比下降 13.0%。**2022 年公司微波射频营收 1.84 亿元 (YoY -13.0%)，占公司营收比例为 4.7% (YoY -1.2pct)，毛利率 49.4% (YoY +6.4pct)。公司微波射频产品在军用领域主要应用于雷达、电子对抗、航天通信等方面，在民用领域主要应用在无线通信、汽车毫米波雷达等方面。公司微波射频业务有望伴随“十四五”国防装备跨越式发展实现快速放量，同时公司技术实力较为深厚，具备“军转民”技术基础。

**投资建议：**我们预计 23-25 年营收 43.43、49.46、56.46 亿元，同比增速 11.8%、13.9%、14.1%，归母净利润 2.48、3.00、3.52 亿元，同比增速 25.5%、20.9%、17.0%，对应 PE 为 29.0、24.0、20.5 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**智能终端需求不及预期，市场竞争加剧，政策推进效果不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,544	3,885	4,343	4,946	5,646
(+/-%)	7.4%	9.6%	11.8%	13.9%	14.1%
净利润(百万元)	145	198	248	300	352
(+/-%)	88.8%	36.6%	25.5%	20.9%	17.0%
每股收益(元)	0.14	0.19	0.24	0.29	0.34
EBIT Margin	4.8%	6.6%	7.1%	7.6%	8.0%
净资产收益率 (ROE)	5.4%	6.9%	8.2%	9.4%	10.3%
市盈率 (PE)	49.7	36.4	29.0	24.0	20.5
EV/EBITDA	45.4	32.7	28.9	24.6	21.3
市净率 (PB)	2.66	2.52	2.39	2.25	2.11

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 电子·其他电子 II

**证券分析师：胡剑**

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

**证券分析师：周靖翔**

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

**证券分析师：叶子**

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

**联系人：李书颖**

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

**证券分析师：胡慧**

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

**证券分析师：李梓澎**

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

**联系人：詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	
收盘价	7.04 元
总市值/流通市值	7201/7201 百万元
52 周最高价/最低价	8.68/5.58 元
近 3 个月日均成交额	72.11 百万元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

**智能终端产品：**2020-2022 年公司智能终端产品营收 15.04/17.16/19.19 亿元，对应毛利率分别为 15.7%/13.9%/15.7%。我们看好国内三大运营商重启机顶盒招标、4K/8K 高清化升级、人工智能应用场景加持带动公司数字机顶盒业务延续增长态势，同时看好公司在汽车电子、数字经济等领域智能终端产品的布局。基于此，我们预计 2023-2025 年公司智能终端产品营收同比增长 11.2%/15.4%/15.4% 至 21.34/24.62/28.42 亿元，对应毛利率预计为 15.5%/15.5%/15.7%。

**空管产品：**2020-2022 年公司空管产品营收 7.30/8.53/10.01 亿元，对应毛利率分别为 37.1%/38.2%/39.8%。后疫情时代新建机场数量、机队规模、民航空中交通流量等的增长将带动公司空管业务需求，同时公司是国产 C919 大型客机的一级供应商，未来二十年国产大飞机千亿市场即将开启，公司将充分受益。我们预计 23-25 年公司空管产品营收同比增长 17.6%/17.3%/17.4% 至 11.77/13.80/16.20 亿元，对应毛利率预计为 39.4%/39.8%/40.2%。

**微波射频：**2020-2022 年公司微波射频营收 1.97/2.11/1.84 亿元，对应毛利率为 46.3%/43.1%/49.4%。公司微波射频业务作为导弹等各类跨越式武器装备的底层支撑，有望伴随“十四五”国防装备跨越式发展实现快速放量；同时，公司技术实力较为深厚，具备“军转民”技术基础。我们预计 23-25 年微波射频营收同比增长 15.0%/15.0%/15.0% 至 2.11/2.43/2.80 亿元，预计毛利率为 48.9%/49.4%/49.9%。

**塑胶原料：**2020-2022 年公司塑胶原料营收 3.37/4.46/3.75 亿元，对应毛利率为 1.2%/2.2%/1.1%。我们预计 23-25 年塑胶原料营收同比增长 5.0%/5.0%/5.0% 至 3.94/4.14/4.34 亿元，毛利率维持为 1.1%。

表1：公司营业收入及毛利率预测

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入(亿元)</b>	<b>33.00</b>	<b>35.44</b>	<b>38.85</b>	<b>43.43</b>	<b>49.46</b>	<b>56.46</b>
智能终端产品	15.04	17.16	19.19	21.34	24.62	28.42
空管产品	7.30	8.53	10.01	11.77	13.80	16.20
微波射频	1.97	2.11	1.84	2.11	2.43	2.80
塑胶原料	3.37	4.46	3.75	3.94	4.14	4.34
信息系统产品	1.45					
其他	3.87	3.17	4.06	4.27	4.48	4.70
<b>同比增速(%)</b>	<b>10.4%</b>	<b>7.4%</b>	<b>9.6%</b>	<b>11.8%</b>	<b>13.9%</b>	<b>14.1%</b>
智能终端产品	-2.6%	14.1%	11.8%	11.2%	15.4%	15.4%
空管产品	18.5%	16.9%	17.3%	17.6%	17.3%	17.4%
微波射频	24.2%	7.1%	-13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
塑胶原料		32.6%	-16.0%	5.0%	5.0%	5.0%
信息系统产品	-67.6%					
其他	73.8%	-18.1%	28.1%	5.0%	5.0%	5.0%
<b>毛利率(%)</b>	<b>21.3%</b>	<b>20.0%</b>	<b>22.3%</b>	<b>22.5%</b>	<b>23.0%</b>	<b>23.5%</b>
智能终端产品	15.7%	13.9%	15.7%	15.5%	15.5%	15.7%
空管产品	37.1%	38.2%	39.8%	39.4%	39.8%	40.2%
微波射频	46.3%	43.1%	49.4%	48.9%	49.4%	49.9%
塑胶原料	1.2%	2.2%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
信息系统产品	20.7%					
其他	18.1%	13.6%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

综上所述，我们预计 23-25 年公司营业收入分别同比增长 11.8%/13.9%/14.1%至 43.43/49.46/56.46 亿元，对应综合毛利率为 22.5%/23.0%/23.5%。我们预计 23-25 年公司期间费用率为 15.04%/14.94%/15.03%；预计 23-25 年公司归母净利润分别同比增长 25.5%/20.9%/17.0%至 2.48/3.00/3.52 亿元。

表2：公司未来 3 年盈利预测表（单位：亿元）

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33.00	35.44	38.85	43.43	49.46	56.46
营业成本	25.98	28.36	30.18	33.64	38.10	43.21
销售费用	1.05	0.72	0.79	0.89	1.03	1.19
管理费用	1.56	1.54	1.91	2.05	2.33	2.73
研发费用	3.33	2.98	3.25	3.60	4.06	4.59
财务费用	0.24	0.01	0.20	-0.01	-0.03	-0.02
营业利润	1.00	1.70	2.33	2.96	3.53	4.15
利润总额	1.03	1.73	2.33	2.98	3.55	4.17
归母净利润	0.77	1.45	1.98	2.48	3.00	3.52
EPS（元）	0.08	0.14	0.19	0.24	0.29	0.34
ROE（%）	2.97%	5.35%	6.92%	8.24%	9.39%	10.29%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理及预测

## 盈利预测情景分析

**中性情形：**我们预计公司 23-25 年归母净利润同比增长 25.5%/20.9%/17.0%至 2.48/3.00/3.52 亿元。

**悲观情形：**若行业及公司出现不可预知的负面变化，我们假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形下降 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形上升 5%，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 0.78/1.01/1.19 亿元 (YoY -60.4%/28.8%/17.7%)，较我们中性情形下的归母净利润预测 2.48/3.00/3.52 亿元低出 68.4%/66.4%/66.2%。

**乐观情形：**若行业及公司出现不可预知的正面变化，我们假设公司营收增长率、股利分配比率较中性情形上升 5%，营业成本占比、管理费用率、研发费用率、销售费用率、营业税及附加占比、所得税税率较中性情形下降 5%，我们预计公司 23-25 年归母净利润为 4.20/5.02/5.86 亿元 (YoY 112.0%/19.6%/16.8%)，较我们中性情形下的归母净利润预测 2.48/3.00/3.52 亿元高出 69.0%/67.1%/66.8%。

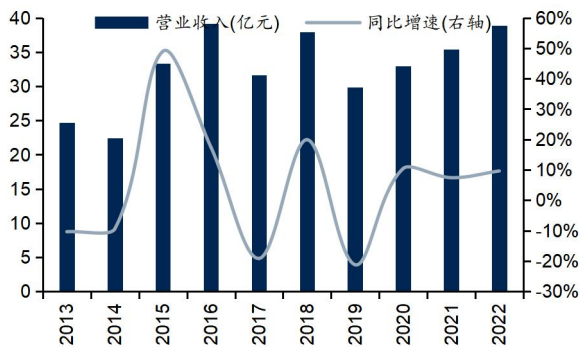
表3: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>乐观预测</b>				
营业收入(百万元)	3885	4366	5003	5746
(+/-%)	9.6%	12.4%	14.6%	14.9%
净利润(百万元)	198	420	502	586
(+/-%)	36.6%	112.0%	19.6%	16.8%
摊薄 EPS(元)	0.19	0.41	0.49	0.57
<b>中性预测</b>				
营业收入(百万元)	3885	4343	4946	5646
(+/-%)	9.6%	11.8%	13.9%	14.1%
净利润(百万元)	198	248	300	352
(+/-%)	36.6%	25.5%	20.9%	17.0%
摊薄 EPS(元)	0.19	0.24	0.29	0.34
<b>悲观预测</b>				
营业收入(百万元)	3885	4320	4890	5547
(+/-%)	9.6%	11.2%	13.2%	13.4%
净利润(百万元)	198	78	101	119
(+/-%)	36.6%	-60.4%	28.8%	17.7%
摊薄 EPS(元)	0.19	0.08	0.10	0.12

资料来源: 国信证券经济研究所预测

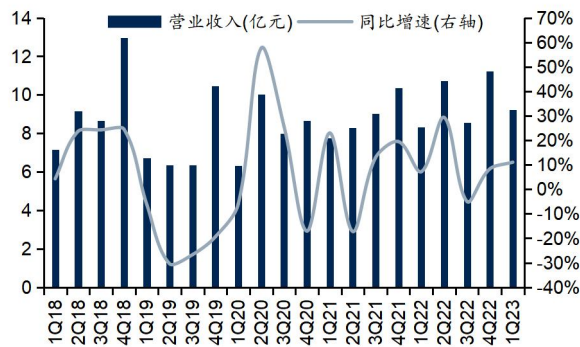
## 财务数据

图1: 公司营业收入及同比增速



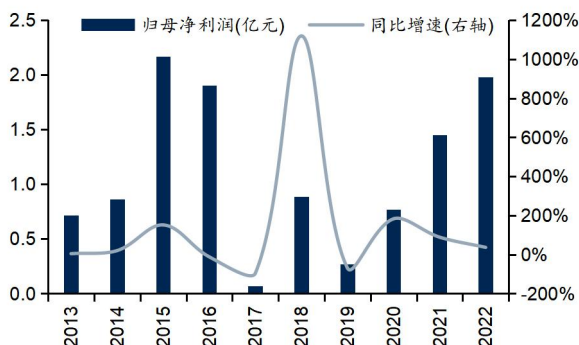
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



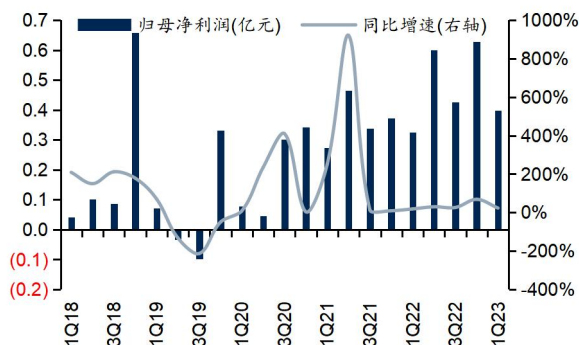
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



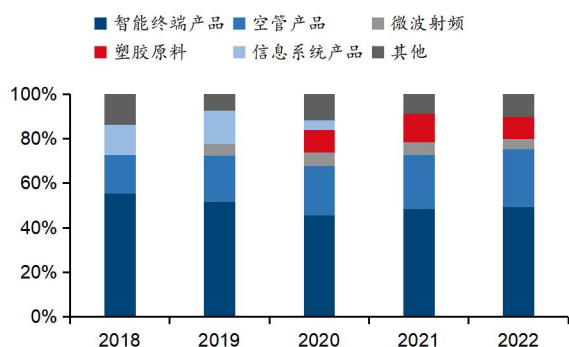
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



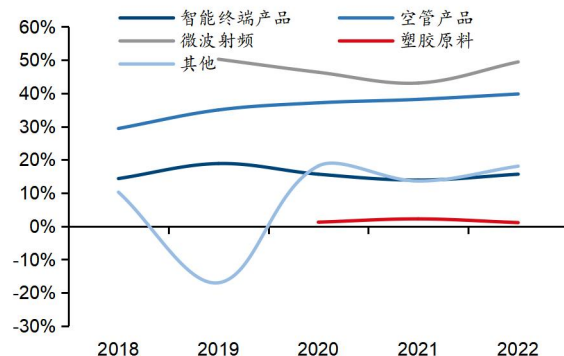
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



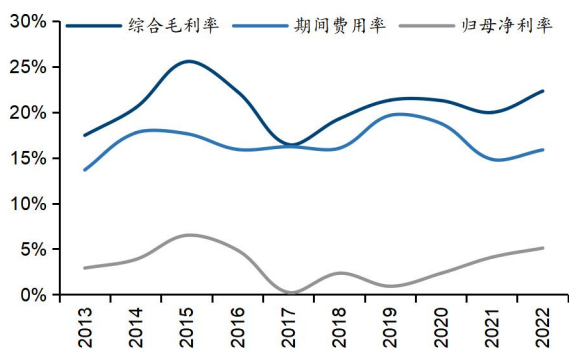
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



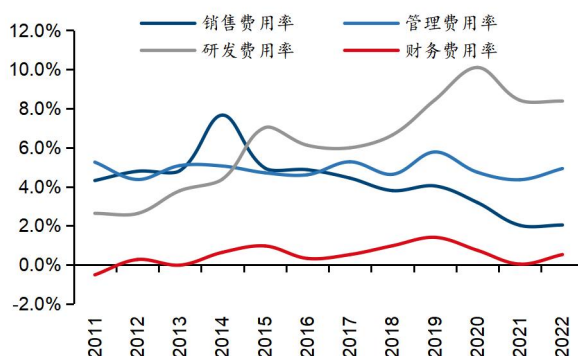
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1265	551	715	687	627	营业收入	3544	3885	4343	4946	5646
应收款项	1859	2327	2491	2798	3272	营业成本	2836	3018	3364	3810	4321
存货净额	937	807	1001	1138	1244	营业税金及附加	12	15	17	18	21
其他流动资产	842	1122	939	1111	1275	销售费用	72	79	89	103	119
<b>流动资产合计</b>	<b>4903</b>	<b>4806</b>	<b>5146</b>	<b>5733</b>	<b>6417</b>	管理费用	154	191	206	234	274
固定资产	303	301	321	348	388	研发费用	298	325	360	406	459
无形资产及其他	30	27	26	25	24	财务费用	1	20	(1)	(3)	(2)
其他长期资产	233	704	704	704	704	投资收益	14	24	16	18	20
长期股权投资	10	34	42	53	68	资产减值及公允价值变动	(10)	(24)	(18)	(22)	(28)
<b>资产总计</b>	<b>5479</b>	<b>5872</b>	<b>6239</b>	<b>6864</b>	<b>7601</b>	其他	(5)	(3)	(11)	(21)	(30)
短期借款及交易性金融负债	199	235	247	229	258	营业利润	170	233	296	353	415
应付款项	1633	1715	1844	2151	2421	营业外净收支	3	1	2	2	1
其他流动负债	420	587	590	660	784	<b>利润总额</b>	<b>173</b>	<b>233</b>	<b>298</b>	<b>355</b>	<b>417</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2253</b>	<b>2537</b>	<b>2681</b>	<b>3040</b>	<b>3462</b>	所得税费用	(8)	(8)	(6)	(12)	(12)
长期借款及应付债券	130	72	72	72	72	少数股东损益	36	43	55	66	78
其他长期负债	150	136	129	120	111	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>145</b>	<b>198</b>	<b>248</b>	<b>300</b>	<b>352</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>280</b>	<b>208</b>	<b>201</b>	<b>192</b>	<b>183</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2532</b>	<b>2745</b>	<b>2882</b>	<b>3233</b>	<b>3645</b>	净利润	181	241	304	366	429
少数股东权益	239	266	341	432	538	资产减值准备	57	83	19	23	29
股东权益	2708	2860	3016	3200	3417	折旧摊销	43	48	42	49	58
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5479</b>	<b>5872</b>	<b>6239</b>	<b>6864</b>	<b>7601</b>	公允价值变动损失	(2)	0	(1)	(1)	(1)
						财务费用	(2)	12	(1)	(3)	(2)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营运资本变动	86	(1099)	137	(269)	(406)
每股收益	0.14	0.19	0.24	0.29	0.34	其它	(39)	941	(18)	(20)	(27)
每股红利	0.05	0.08	0.09	0.11	0.13	<b>经营活动现金流</b>	<b>325</b>	<b>227</b>	<b>481</b>	<b>145</b>	<b>81</b>
每股净资产	2.65	2.80	2.95	3.13	3.34	资本开支	(61)	(443)	(61)	(75)	(96)
ROIC	19%	21%	22%	25%	26%	其它投资现金流	(88)	(359)	(195)	12	33
ROE	5%	7%	8%	9%	10%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(149)</b>	<b>(801)</b>	<b>(256)</b>	<b>(63)</b>	<b>(63)</b>
毛利率	20%	22%	23%	23%	23%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	7%	7%	8%	8%	负债净变化	130	(58)	0	0	0
EBITDA Margin	6%	8%	8%	9%	9%	支付股利、利息	(51)	(79)	(74)	(92)	(105)
收入增长	7%	10%	12%	14%	14%	其它融资现金流	(137)	177	12	(18)	28
净利润增长率	89%	37%	26%	21%	17%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(57)</b>	<b>40</b>	<b>(61)</b>	<b>(110)</b>	<b>(77)</b>
资产负债率	51%	51%	52%	53%	55%	<b>现金净变动</b>	<b>117</b>	<b>(534)</b>	<b>164</b>	<b>(28)</b>	<b>(59)</b>
息率	0.7%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	货币资金的期初余额	882	998	464	628	600
P/E	49.7	36.4	29.0	24.0	20.5	货币资金的期末余额	998	464	628	600	540
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1	企业自由现金流	247	(1229)	431	92	21
EV/EBITDA	45.4	32.7	28.9	24.6	21.3	权益自由现金流	241	(1110)	445	77	51

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032