

盈利水平提升, 迪飞超额兑现业绩承诺

四川九洲(000801)

事件概述

4 月 19 日, 公司发布 2022 年年度报告及 2023 年一季度报告:

2022 年: 公司实现营业收入 38.85 亿元, 同比+9.61%, 实现归母净利润 1.98 亿元, 同比+36.55%, 扣非归母净利润 1.36 亿元, 同比+29.87%。

对应 22Q4: 公司实现营业收入 11.22 亿元, 同比+8.35, 实现归母净利润 0.63 亿元, 同比+68.19%, 扣非归母净利润为 0.38 亿元, 同比+1.54%。

23Q1: 公司实现营业收入 9.24 亿元, 同比+11.05%, 实现归母净利润 0.4 亿元, 同比+22.97%, 扣非归母净利润 0.32 亿元, 同比+52.83%。

分析判断

► 收入端: 整体稳步增长

公司 22 年营收稳步增长, 分业务看:

智能终端产品: 22 年营收 19.19 亿元, 同比+11.78%。22 年公司广电业务稳步增长, 保持行业领先地位; 通信业务加速推进, 持续巩固与通信运营商合作关系。同时公司与企业客户合作持续深入, 扩大产品规模和合作领域。

空管产品: 22 年营收 10.01 亿元, 同比+17.35%。22 年公司保持高强度的资金投入和人力资源投入, 不断加强创新平台建设和企业核心资质获取。22 年 9 月, 国产大飞机 C919 获得中国民用航空局颁发的型号合格证, 根据公司投资者问答, 公司作为 C919 国内一级供应商, 承担了 C919 客舱广播内话子系统及飞行指挥车的研制任务, C919 后续订单量的增加, 有望对公司营收产生积极影响。

微波射频产品: 22 年营收 1.84 亿元, 同比-12.97%。22 年公司围绕市场需求和产业发展趋势, 锚定先进技术产品, 持续提高公司产品的综合竞争优势。

► 业绩端: 盈利水平稳步提升

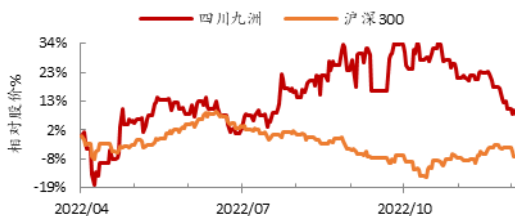
2022 年: 公司整体毛利率为 22.32%, 同比+2.4pct, 归母净利率为 5.1%, 同比+1.01pct。

对应 22Q4: 公司整体毛利率为 23.83%, 同比+2.57pct, 归母净利率为 5.6%, 同比+2.0pct。

23Q1: 公司整体毛利率为 23.34%, 同比+3.07pct, 归母净利率为 4.32%, 同比+0.42pct。

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	7.24
股票代码:	000801
52 周最高价/最低价:	8.68/5.05
总市值(亿)	74.05
自由流通市值(亿)	74.05
自由流通股数(百万)	1,022.81



分析师: 陈玉卢
邮箱: chenyl@hx168.com.cn
SAC NO: S1120522090001
联系电话:

研究助理: 喇睿萌
邮箱: larm@hx168.com.cn
SAC NO:
联系电话:

分业务看：

智能终端产品：22 年毛利率 15.65%，同比+1.77pct。22 年公司 WiFi6 路由器保持稳定出货，同时根据深圳九洲电器公众号，公司还于 22 年 9 月在荷兰 IBC 大会展出了 Android TV 智能机顶盒，RDK 机顶盒，8K 超高清机顶盒，5G CPE 等众多新品。

空管产品：22 年毛利率 39.79%，同比+1.63pct。22 年公司引入先进管理模式，持续深化卓越绩效先进管理工具应用，提升公司运营效能。

微波射频产品：22 年毛利率 49.43%，同比+6.38pct。22 年公司持续保持技术创新，深化科研能力，加快研发成果应用转化。

投资建议

公司重点布局智能终端、空管产品和微波射频三大领域。智能终端方面，海外国家正处在数字转型阶段，对数字机顶盒存在需求，公司海外收入有望进一步增长；随着我国航空市场的不断扩大及国家智慧航空相关文件的出台，新一代空管装备和系统将迎来新的发展机会，公司空管业务有望充分受益；公司拥有多年的微波射频器件研发和生产经验，武器装备的更新换代有望催化军用微波组件需求，而民用微波组件可用于无线通信、汽车毫米波雷达等方面，景气度有望提升。

我们预计 2023-2025 年公司收入分别为 43/49/56 亿元，同比分别+11.4%/+13.2%/+14.8%。预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.7/3.7/4.9 亿元，同比分别+38.1%/+35.8%/+33.1%，相应 EPS 分别为 0.27/0.36/0.48 元，以 2023 年 4 月 20 日收盘价 7.24 元计算，对应 PE 分别为 27/20/15 倍，可比公司 2023 年平均 PE 为 36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、订单获取不及预期、供应链存在不确定性、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,544	3,885	4,326	4,899	5,622
YoY (%)	7.4%	9.6%	11.4%	13.2%	14.8%
归母净利润(百万元)	145	198	273	371	494
YoY (%)	88.8%	36.6%	38.1%	35.8%	33.1%
毛利率 (%)	20.0%	22.3%	23.1%	23.7%	24.3%
每股收益 (元)	0.14	0.19	0.27	0.36	0.48
ROE	5.4%	6.9%	8.7%	10.6%	12.4%
市盈率	51.09	37.42	27.10	19.96	15.00

资料来源：Wind、华西证券研究所

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	5
4. 风险提示.....	6

图表目录

图 1 九州迪飞自主研发的机载防撞系统收发组件产品.....	5
图 2 九州迪飞 14 路数字 TR 组件产品.....	5
图 3 可比公司估值.....	6

1. 事件概述

4月19日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告：

2022年全年：公司实现营业收入38.85亿元，同比+9.61%，实现归母净利润1.98亿元，同比+36.55%，扣非归母净利润1.36亿元，同比+29.87%。

对应22Q4：公司实现营业收入11.22亿元，同比+8.35%，实现归母净利润0.63亿元，同比+68.19%，扣非归母净利润为0.38亿元，同比+1.54%。

2023Q1：公司实现营业收入9.24亿元，同比+11.05%，实现归母净利润0.4亿元，同比+22.97%，扣非归母净利润0.32亿元，同比+52.83%。

2. 分析判断

► 收入端：整体稳步增长

公司22年营收稳步增长，同比+9.61%，23Q1同比+11.05%，分业务看：

智能终端产品：22年营收19.19亿元，同比+11.78%。22年公司广电业务稳步增长，保持行业领先地位；通信业务加速推进，持续巩固与通信运营商合作关系。同时公司与企业客户合作持续深入，扩大产品规模和合作领域。

空管产品：22年营收10.01亿元，同比+17.35%。22年公司保持高强度的资金投入和人力资源投入，不断加强创新平台建设和企业核心资质获取。22年9月，国产大飞机C919获得中国民用航空局颁发的型号合格证，根据公司投资者问答，公司作为C919国内一级供应商，承担了C919客舱广播内话子系统及飞行指挥车的研制任务，C919后续订单量的增加，有望对公司营收产生积极影响。

微波射频产品：22年营收1.84亿元，同比-12.97%。22年公司围绕市场需求和产业发展趋势，锚定先进技术产品，持续提高公司产品的综合竞争优势，筑牢市场地位。

► 业绩端：盈利水平明显提升

2022年：公司整体毛利率为22.32%，同比+2.4pct，归母净利率为5.1%，同比+1.01pct。

对应22Q4：公司整体毛利率为23.83%，同比+2.57pct，归母净利率为5.6%，同比+2.0pct。

23Q1：公司整体毛利率为23.34%，同比+3.07pct，归母净利率为4.32%，同比+0.42pct。

分业务看：

智能终端产品：22年毛利率15.65%，同比+1.77pct。22年公司WiFi6路由器保持稳定出货，同时根据深圳九洲电器公众号，公司还于22年9月在荷兰IBC大会展出了Android TV智能机顶盒，RDK机顶盒，8K超高清机顶盒，5G CPE等众多新品。

空管产品：22年毛利率39.79%，同比+1.63pct。22年公司引入先进管理模式，持续深化卓越绩效先进管理工具应用，提升公司运营效能。

微波射频产品：22年毛利率49.43%，同比+6.38pct。22年公司持续保持技术创新，深化科研能力，加快研发成果应用转化。

► **公司与华为长期合作，为华为光网络终端一级供应商**

公司与华为有长期合作历史。公司于 2015 年与华为签订无源光网络（PON）产品的 ODM（原始设计制造）和 JDM（联合设计制造）生产的协议，根据公司投资者问答，公司目前为华为光网络终端产品的一级供应商。根据公司 2022 年半年报，华为为公司第一大客户，占营业收入比重为 20.14%。

► **子公司深耕微波射频产业链，关键领域实现突破**

九州迪飞业绩稳步增长，超额完成业绩承诺，九州迪飞成立于 2004 年 10 月，2020 年，四川九洲以 1.36 亿元收购九州迪飞 51.94% 股权。九州迪飞 22 年营业收入为 3.19 亿元，同比+17.30%，扣非净利润为 0.43 亿元，同比+10.51%。20 年 7 月-22 年扣非净利润总计 1.01 亿元，超额完成收购时的业绩承诺 0.71 亿元。

成立 18 年来聚焦微波射频，在飞机防撞、雷达等领域实现关键突破。根据成都商报，公司成立以来聚焦微波射频，目前已从微波射频组件和模块向前端 CBB（共通性建构基础）和芯片延伸，同时开展整机、系统业务，产业链更加完整。此外，公司在飞机防撞、雷达等领域实现关键突破，其自主研发的多通道机载综合防撞设备实现了多模式发射、任意频谱产生、脉冲快速响应、收发自适应校准等技术。未来九州迪飞立足微波射频主业，有望扩展更多的场景应用，开辟更多的增长曲线。

图 1 九州迪飞自主研发的机载防撞系统收发组件产品



资料来源：红星新闻科技圈，华西证券

图 2 九州迪飞 14 路数字 TR 组件产品



资料来源：JEZETEK 九州集团，华西证券

3. 投资建议

公司重点布局智能终端、空管产品和微波射频三大领域。智能终端方面，海外国家正处在数字转型阶段，对数字机顶盒存在需求，公司海外收入有望进一步增长；随着我国航空市场的不断扩大及国家智慧航空相关文件的出台，新一代空管装备和系统将迎来新的发展机会，公司空管业务有望充分受益；公司拥有多年的微波射频器件研发和生产经验，武器装备的更新换代有望催化军用微波组件需求，而民用微波组件可用于无线通信、汽车毫米波雷达等方面，景气度有望提升。

我们预计 23-25 年公司收入分别为 43/49/56 亿元，同比分别 +11.4%/+13.2%/+14.8%。预计 23-25 年归母净利润分别为 2.7/3.7/4.9 亿元，同比分别 +38.1%/+35.8%/+33.1%，相应 EPS 分别为 0.27/0.36/0.48 元，以 23 年 4 月 20 日收盘价 7.24 元计算，对应 PE 分别为 27/20/15 倍，可比公司 23 年平均 PE 为 36 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 3 可比公司估值

股票代码	公司	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000810.SZ	创维数字	20.6	0.92	1.12	1.32	22.3	18.39	15.65
605358.SH	立昂微	60.18	1.19	1.68	2.27	50.47	35.87	26.51
	平均值					36.39	27.13	21.08
000801.SZ	四川九洲	7.24	0.27	0.36	0.48	27.10	19.96	15.00

资料来源：公司公告、Wind、华西证券研究所，数据截止 2023 年 4 月 20 日

4. 风险提示

行业竞争加剧、订单获取不及预期、供应链存在不确定性、新技术迭代风险、行业空间测算偏差、第三方数据失真风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、客户认证不通过、汇率波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,885	4,326	4,899	5,622	净利润	241	344	461	612
YoY (%)	9.6%	11.4%	13.2%	14.8%	折旧和摊销	58	131	152	151
营业成本	3,018	3,327	3,739	4,259	营运资金变动	-132	-37	-165	-262
营业税金及附加	15	17	17	19	经营活动现金流	227	485	483	514
销售费用	79	88	98	113	资本开支	-442	-32	-38	-31
管理费用	191	208	225	242	投资	-383	-117	-121	-125
财务费用	20	0	0	0	投资活动现金流	-801	-136	-129	-121
研发费用	325	363	407	461	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-24	-17	-18	-16	债务募资	28	0	0	0
投资收益	24	13	30	35	筹资活动现金流	40	0	0	0
营业利润	233	336	444	591	现金净流量	-534	349	354	393
营业外收支	1	1	2	4					
利润总额	233	337	446	595	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	-8	-7	-15	-18	成长能力				
净利润	241	344	461	612	营业收入增长率	9.6%	11.4%	13.2%	14.8%
归属于母公司净利润	198	273	371	494	净利润增长率	36.6%	38.1%	35.8%	33.1%
YoY (%)	36.6%	38.1%	35.8%	33.1%	盈利能力				
每股收益	0.19	0.27	0.36	0.48	毛利率	22.3%	23.1%	23.7%	24.3%
					净利率	5.1%	6.3%	7.6%	8.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	3.4%	4.2%	5.1%	5.7%
货币资金	551	900	1,254	1,647	净资产收益率 ROE	6.9%	8.7%	10.6%	12.4%
预付款项	62	67	79	92	偿债能力				
存货	807	1,061	1,085	1,390	流动比率	1.89	1.94	1.96	1.95
其他流动资产	3,387	3,320	3,804	4,360	速动比率	1.31	1.31	1.40	1.40
流动资产合计	4,806	5,348	6,222	7,488	现金比率	0.22	0.33	0.40	0.43
长期股权投资	34	41	52	66	资产负债率	46.7%	46.0%	46.2%	47.1%
固定资产	300	321	332	340	经营效率				
无形资产	27	25	23	19	总资产周转率	0.68	0.70	0.71	0.71
非流动资产合计	1,066	1,084	1,093	1,100	每股指标 (元)				
资产合计	5,872	6,432	7,314	8,589	每股收益	0.19	0.27	0.36	0.48
短期借款	178	178	178	178	每股净资产	2.80	3.06	3.43	3.91
应付账款及票据	1,715	1,870	2,180	2,717	每股经营现金流	0.22	0.47	0.47	0.50
其他流动负债	643	705	816	940	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,537	2,753	3,174	3,836	估值分析				
长期借款	72	72	72	72	PE	37.42	27.10	19.96	15.00
其他长期负债	136	136	136	136	PB	2.33	2.36	2.11	1.85
非流动负债合计	208	208	208	208					
负债合计	2,745	2,961	3,383	4,044					
股本	1,023	1,023	1,023	1,023					
少数股东权益	266	337	427	546					
股东权益合计	3,127	3,471	3,932	4,544					
负债和股东权益合计	5,872	6,432	7,314	8,589					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师。

喇睿萌：家电行业研究助理，2023年3月加入华西证券，此前就职于中泰证券、东兴证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。