

四川九洲 (000801)

2023 年年报点评: 优化业务结构, 受益低空经济, 军民两端放量支撑未来业绩攀升

买入 (维持)

2024 年 03 月 31 日

证券分析师 苏立赞

执业证书: S0600521110001

sulz@dwzq.com.cn

证券分析师 许牧

执业证书: S0600523060002

xumu@dwzq.com.cn

研究助理 高正泰

执业证书: S0600123060018

gaozht@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 3,885 | 3,832 | 4,683 | 5,366 | 5,870 |
| 同比 | 9.61% | -1.36% | 22.23% | 14.58% | 9.38% |
| 归母净利润 (百万元) | 197.94 | 200.37 | 330.40 | 451.95 | 550.16 |
| 同比 | 36.56% | 1.23% | 64.90% | 36.79% | 21.73% |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.19 | 0.20 | 0.32 | 0.44 | 0.54 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 67.74 | 66.92 | 40.58 | 29.67 | 24.37 |

事件: 公司发布 2023 年度报告, 实现营业收入 38.32 亿元, 同比减少 1.36%; 归母净利润 2 亿元, 同比增长 1.23%。

投资要点

■ **营收结构优化聚焦主业, 技术研发实力不断增强:** 2023 年, 中期调整影响下游订单, 公司实现营业收入 38.32 亿元, 同比减少 1.36%; 归母净利润 2 亿元, 同比增长 1.23%。公司锚定三大主导业务领域, 多措并举优化产业结构, 智能终端、空管产品和微波射频三大主业营收同比增长分别为 16.09%、11.2%和 17.33%, 合计占总营业收入比重 92.8%, 较去年占比增长 12.92 pct。公司研发投入 3.56 亿元, 同比增长 9.43%, 研发人员同比增长 14.65%, 硕士以上学历人才同比提升 24.72%, 研发人员结构进一步年轻化, 有望更好满足客户差异化需求, 提升主业市场占有率。推动公司长期竞争力持续提升。

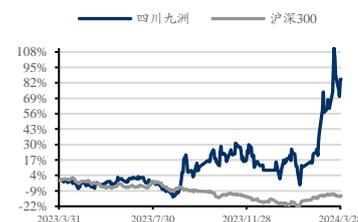
■ **收购上海志良电子新增电子对抗业务, 产业链协同强化军工布局:** 2023 年 12 月 21 日, 公司发布公告拟收购上海志良电子 100% 股权, 交易后公司将新增军用电子战领域的电子侦察、电子干扰、雷达抗干扰、“电子战”仿真训练以及嵌入式功能模块定制业务。上海志良电子是军工电子领域优质的成长型企业, 也是国内少数具有雷达对抗系统级和全产业链配套合作能力的企业, **22 年其营收和净利润分别为 1.93 亿元和 0.65 亿元, 分别同比增长 57.7%和 17.4%, 具有广阔的发展前景。**公司当前微波射频业务产品可应用于雷达、电子对抗等方面, 与上海志良电子主业处于同一产业链条, 有望进一步发挥产业链协同作用。

■ **空管龙头充分受益低空基建, 军民两端齐放量支撑业绩稳步增长:** 公司是**国内最大的军、民用空管系统及装备科研生产基地**, 是空管系统重要供应商。低空经济发展浪潮带来万亿新市场, 而以空管系统为关键的低空基础设施建设是发展低空经济的基石, 公司空管业务有望进一步深度受益低空经济发展。2024 年国防支出有力支撑我国国防信息化和智能化军事体系建设, 有望推动公司军品业务下游需求稳健增长。同时, 公司各产品民用领域广泛, 涵盖民航、无线通信、汽车毫米波雷达等多产业, **是 C919 大型客机和华为光网络终端产品一级供应商**, 下游各产业发展稳健发展为公司营收增长提供有力支撑。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司业绩符合预期, 考虑到低空经济的快速发展与志良电子的并入, 我们预计公司将取得较快发展, 上调公司 2024-2025 年归母净利润分别为 3.30/4.52 亿元 (前值 2.76/3.40 亿元), 新增 2026 年归母净利润预测值 5.50 亿元, 对应 PE 分别为 41/30/24 倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 1) 下游需求增长不及预期风险; 2) 应收账款风险; 3) 市场竞争风险; 4) 低空经济发展进度不及预期风险。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 13.10 |
| 一年最低/最高价 | 6.07/15.47 |
| 市净率(倍) | 4.53 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13,398.77 |
| 总市值(百万元) | 13,398.77 |

基础数据

| | |
|--------------|----------|
| 每股净资产(元,LF) | 2.89 |
| 资产负债率(% ,LF) | 51.61 |
| 总股本(百万股) | 1,022.81 |
| 流通 A 股(百万股) | 1,022.81 |

相关研究

《四川九洲(000801): 拥抱低空经济, 赋能电子对抗, 国企强兵军民两翼齐飞》

2024-01-16

《四川九洲(000801): 四川九洲: 业绩稳定增长, 空管系统龙头, 资产注入可期》

2016-04-30

四川九洲三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 5,161 | 5,993 | 7,509 | 8,185 | 营业总收入 | 3,832 | 4,683 | 5,366 | 5,870 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 1,139 | 1,102 | 3,072 | 2,116 | 营业成本(含金融类) | 2,920 | 3,544 | 3,963 | 4,286 |
| 经营性应收款项 | 2,946 | 3,205 | 3,219 | 4,164 | 税金及附加 | 24 | 24 | 30 | 32 |
| 存货 | 651 | 1,258 | 799 | 1,467 | 销售费用 | 89 | 102 | 121 | 130 |
| 合同资产 | 0 | 1 | 1 | 0 | 管理费用 | 213 | 245 | 289 | 312 |
| 其他流动资产 | 426 | 429 | 419 | 438 | 研发费用 | 356 | 414 | 486 | 525 |
| 非流动资产 | 1,554 | 1,539 | 1,550 | 1,550 | 财务费用 | 16 | 4 | 4 | 6 |
| 长期股权投资 | 32 | 33 | 27 | 25 | 加:其他收益 | 81 | 84 | 105 | 110 |
| 固定资产及使用权资产 | 379 | 529 | 653 | 734 | 投资净收益 | 29 | 32 | 39 | 42 |
| 在建工程 | 473 | 331 | 232 | 162 | 公允价值变动 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 26 | 24 | 23 | 21 | 减值损失 | (82) | (72) | (72) | (72) |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期待摊费用 | 4 | 4 | 4 | 4 | 营业利润 | 243 | 395 | 544 | 659 |
| 其他非流动资产 | 641 | 618 | 611 | 604 | 营业外净收支 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 资产总计 | 6,715 | 7,532 | 9,059 | 9,735 | 利润总额 | 244 | 396 | 546 | 662 |
| 流动负债 | 3,291 | 3,703 | 4,675 | 4,676 | 减:所得税 | (2) | (9) | (9) | (13) |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 665 | 857 | 1,153 | 1,398 | 净利润 | 246 | 405 | 554 | 674 |
| 经营性应付款项 | 2,092 | 2,184 | 2,791 | 2,485 | 减:少数股东损益 | 46 | 74 | 103 | 124 |
| 合同负债 | 59 | 145 | 121 | 153 | 归属母公司净利润 | 200 | 330 | 452 | 550 |
| 其他流动负债 | 474 | 516 | 609 | 641 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.20 | 0.32 | 0.44 | 0.54 |
| 非流动负债 | 175 | 175 | 175 | 175 | EBIT | 229 | 500 | 643 | 757 |
| 长期借款 | 66 | 66 | 66 | 66 | EBITDA | 293 | 677 | 819 | 938 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 23.80 | 24.33 | 26.15 | 26.99 |
| 租赁负债 | 7 | 7 | 7 | 7 | 归母净利率(%) | 5.23 | 7.05 | 8.42 | 9.37 |
| 其他非流动负债 | 102 | 102 | 102 | 102 | 收入增长率(%) | (1.36) | 22.23 | 14.58 | 9.38 |
| 负债合计 | 3,466 | 3,878 | 4,850 | 4,852 | 归母净利润增长率(%) | 1.23 | 64.90 | 36.79 | 21.73 |
| 归属母公司股东权益 | 2,959 | 3,290 | 3,742 | 4,292 | | | | | |
| 少数股东权益 | 290 | 365 | 467 | 591 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 3,250 | 3,654 | 4,209 | 4,883 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 6,715 | 7,532 | 9,059 | 9,735 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|---------|----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 218 | (63) | 1,859 | (1,024) | 每股净资产(元) | 2.89 | 3.22 | 3.66 | 4.20 |
| 投资活动现金流 | (300) | (123) | (132) | (113) | 最新发行在外股份(百万股) | 1,023 | 1,023 | 1,023 | 1,023 |
| 筹资活动现金流 | 416 | 179 | 283 | 231 | ROIC(%) | 6.24 | 11.94 | 13.04 | 13.09 |
| 现金净增加额 | 324 | (7) | 2,010 | (906) | ROE-摊薄(%) | 6.77 | 10.04 | 12.08 | 12.82 |
| 折旧和摊销 | 64 | 176 | 177 | 181 | 资产负债率(%) | 51.61 | 51.48 | 53.54 | 49.84 |
| 资本开支 | (199) | (58) | (72) | (64) | P/E(现价&最新股本摊薄) | 66.92 | 40.58 | 29.67 | 24.37 |
| 营运资本变动 | (139) | (695) | 1,084 | (1,921) | P/B(现价) | 4.53 | 4.08 | 3.58 | 3.12 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>