下载日志已记录，仅供内部参考

股票研究

公司首次覆盖

证券研究报告

空管主业稳健增长，微波射频打造第二成长曲线

■ 四川九洲首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
宋博(分析师)	010-83939829	songbo3@gtht.com	S0880522120007
杨天昊(分析师)	010-83939791	yangtianhao@gtht.com	S0880523080010

四川九洲(000801)

军工/可选消费品

首次覆盖

评级 增持

目标价格(元): 16.06

当前价格：(元)	10.67

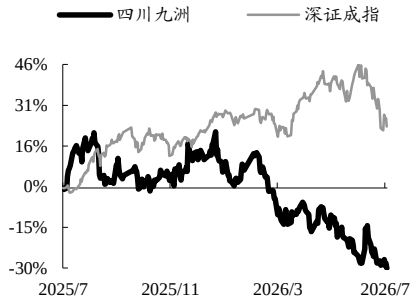
交易数据

52 周内股价区间(元)	10.67-18.51
总市值(百万元)	10,844
总股本/流通 A 股(百万股)	1,016/1,016
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	3,115
每股净资产(元)	3.07
市净率(现价)	3.5
净负债率	14.88%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-23%	-30%
相对指数	12%	-15%	-53%

本报告导读：

首次覆盖四川九洲，目标价 16.06 元，给予“增持”评级。空管业务构筑公司长期竞争优势，微波射频业务持续打开成长空间.

投资要点：

- **首次覆盖四川九洲，目标价 16.06 元，给予“增持”评级。** 我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.37/3.28/4.97 亿元，EPS 分别为 0.23/0.32/0.49 元。综合 PE 及 PB 估值方法，给予公司目标价 16.06 元，对应 2026 年 70 倍 PE 及 4.9 倍 PB，给予“增持”评级。

- **空管主业稳健增长，微波射频打造第二成长曲线。**1）公司深耕空中交通管理系统及航电设备多年，是国内空管产品覆盖范围最广、品类最齐全的企业之一，在军民航空管、航电设备等领域具备深厚技术积累。随着我国国防信息化建设持续推进以及民航设备国产化加速，公司空管业务有望保持稳健增长。2）微波射频业务持续拓展，多普勒雷达、相控阵及卫星通信等产品逐步放量，高附加值业务占比提升，有望持续改善公司盈利能力。与此同时，公司智能终端业务持续优化客户结构，海外市场及车载电子业务不断拓展，为整体收入提供稳定支撑。

- **空管龙头优势突出，盈利能力有望持续改善。**公司坚持"空管+微波射频+智能终端"三大业务协同发展，空管及微波射频业务毛利率明显高于智能终端业务，随着高毛利业务收入占比提升，公司综合毛利率有望由 2025 年的 20.63%提升至 2028 年的 25%以上，盈利能力持续改善。

- **催化剂：**空管装备需求持续释放；军工信息化建设加速。

- **风险提示：**空管装备订单落地不及预期；微波射频业务拓展不及预期。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,178	4,112	4,560	5,248	6,116
(+/-)%	9.0%	-1.6%	10.9%	15.1%	16.5%
净利润(归母)	194	179	237	328	497
(+/-)%	-3.0%	-7.9%	32.6%	38.1%	51.6%
每股净收益(元)	0.19	0.18	0.23	0.32	0.49
净资产收益率(%)	6.4%	5.8%	7.2%	9.1%	12.3%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	68.48	74.32	56.06	40.60	26.78

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	696	1,222	1,407	1,541	1,825
交易性金融资产	290	0	120	240	360
应收账款及票据	3,006	3,113	3,341	3,874	4,469
存货	662	1,007	818	1,000	1,062
其他流动资产	488	737	533	591	663
流动资产合计	**5,141**	**6,078**	**6,219**	**7,245**	**8,379**
长期投资	28	47	47	47	47
固定资产	613	571	524	479	430
在建工程	18	29	19	13	9
无形资产及商誉	23	22	20	18	17
其他非流动资产	1,176	996	1,185	1,173	1,173
非流动资产合计	**1,858**	**1,665**	**1,795**	**1,731**	**1,675**
总资产	**6,999**	**7,743**	**8,014**	**8,976**	**10,054**
短期借款	420	505	505	505	505
应付账款及票据	2,322	2,699	2,624	3,138	3,575
一年内到期的非流动负债	110	52	105	105	105
其他流动负债	476	500	516	601	692
流动负债合计	**3,328**	**3,755**	**3,750**	**4,349**	**4,878**
长期借款	187	318	318	318	318
应付债券	0	0	0	0	0
租赁负债	8	20	20	20	20
其他非流动负债	96	148	160	160	160
非流动负债合计	**291**	**486**	**499**	**499**	**499**
总负债	**3,619**	**4,242**	**4,248**	**4,848**	**5,376**
实收资本(或股本)	1,023	1,016	1,016	1,016	1,016
其他归母股东权益	2,031	2,091	2,303	2,593	3,034
归属母公司股东权益	**3,054**	**3,107**	**3,319**	**3,610**	**4,050**
少数股东权益	326	394	446	518	627
股东权益合计	**3,380**	**3,502**	**3,765**	**4,128**	**4,678**
总负债及总权益	**6,999**	**7,743**	**8,014**	**8,976**	**10,054**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	-102	383	261	331	503
投资活动现金流	-165	176	-90	-135	-138
筹资活动现金流	122	-32	11	-62	-82
汇率变动影响及其他	-3	0	4	0	0
现金净增加额	-148	527	185	133	284
折旧与摊销	88	113	96	101	93
营运资本变动	-449	85	-214	-253	-282
资本性支出	-231	-192	-26	-36	-36

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**4,178**	**4,112**	**4,560**	**5,248**	**6,116**
营业成本	3,299	3,263	3,427	3,941	4,578
税金及附加	20	29	46	52	61
销售费用	72	51	68	79	92
管理费用	255	263	319	367	367
研发费用	363	364	365	367	367
EBIT	**216**	**230**	**308**	**420**	**633**
其他收益	88	72	32	37	43
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资收益	32	27	21	21	18
财务费用	4	11	7	4	2
减值损失	-42	16	-80	-80	-80
资产处置损益	0	0	0	0	0
营业利润	**245**	**247**	**300**	**415**	**630**
营业外收支	-2	-18	1	1	1
所得税	2	9	12	16	24
净利润	**241**	**221**	**290**	**400**	**606**
少数股东损益	46	41	52	72	109
归属母公司净利润	194	179	237	328	497

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	6.4%	5.8%	7.2%	9.1%	12.3%
ROA(%)	3.5%	3.0%	3.7%	4.7%	6.4%
ROIC(%)	5.2%	5.0%	6.3%	8.0%	10.8%
销售毛利率(%)	21.1%	20.6%	24.8%	24.9%	25.1%
EBIT Margin(%)	5.2%	5.6%	6.8%	8.0%	10.3%
销售净利率(%)	5.8%	5.4%	6.4%	7.6%	9.9%
资产负债率(%)	51.7%	54.8%	53.0%	54.0%	53.5%
存货周转率(次)	5.0	3.9	3.8	4.3	4.4
应收账款周转率(次)	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
总资产周转周转率(次)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净利润现金含量	-0.5	2.1	1.1	1.0	1.0
资本支出/收入	5.5%	4.7%	0.6%	0.7%	0.6%
EV/EBITDA	48.24	49.29	31.78	24.42	17.14
P/E(现价&最新股本摊薄)	68.48	74.32	56.06	40.60	26.78
P/B(现价)	4.36	4.28	4.01	3.69	3.29
P/S(现价)	3.19	3.24	2.92	2.54	2.18
EPS-最新股本摊薄(元)	0.19	0.18	0.23	0.32	0.49
DPS-最新股本摊薄(元)	0.10	0.02	0.03	0.04	0.06
股息率(现价,%)	0.8%	0.2%	0.2%	0.3%	0.4%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 盈利预测与投资建议 4
1.1. 盈利预测 4
1.2. 估值分析 5
2. 风险提示 7

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 盈利预测与投资建议

1.1. 盈利预测

首次覆盖给予"增持"评级，我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 2.37/3.28/4.97 亿元，EPS 分别为 0.23/0.32/0.49 元，给予目标价 16.06 元，对应 2026 年 70 倍 PE 及 4.9 倍 PB。

关键假设：

- 我们认为，"十五五"期间国防信息化建设持续推进，军民航空管装备更新换代需求不断释放，公司空管产品作为核心业务有望保持稳健增长。
- 我们认为，公司持续推进"空管+微波射频+智能终端"三大主业协同发展，微波射频业务持续向相控阵、卫星通信等高附加值领域拓展，高毛利业务占比不断提升，有望带动整体盈利能力持续改善。

按产品划分：

1）智能终端产品目前仍是公司收入规模最大的业务板块，占营业收入接近 60%。近年来行业整体竞争加剧，传统广电终端需求有所承压，但随着国内运营商千兆宽带建设持续推进、海外运营商终端升级以及车载电子等创新业务快速发展，公司智能终端业务产品结构持续优化，海外业务拓展取得积极进展，未来收入有望恢复稳健增长。预计 2026-2028 年智能终端产品收入分别增长 10%/15%/15%，毛利率维持 15%左右，在产品结构持续优化及海外业务拓展推动下，盈利能力较 2025 年有所改善。

2）空管业务是公司最具核心竞争优势的业务板块，也是未来利润的重要来源之一。公司长期深耕军民航空管领域，是国内空管产品覆盖范围最广、产品体系最完整的企业之一，产品涵盖空管监视、通信、导航、航电设备等多个领域，在军航及民航空管市场均具有较高市场份额。 随着我国国防现代化建设持续推进、民航空管设备国产化率不断提升以及低空空域管理体系逐步完善，空管装备更新需求有望持续释放，公司作为国内领先的空管系统供应商，有望持续受益于行业景气提升。预计 2026-2028 年空管产品收入分别增长 10%/12%/15%，毛利率维持 40%左右，高于公司整体毛利率水平，未来仍将是利润贡献的核心来源。

3）微波射频业务近年来成长速度较快，已逐步成为公司第二增长曲线。公司持续围绕微波射频组件、模块及分系统进行研发和产业布局，产品已应用于雷达、卫星通信、电子对抗等多个领域，并积极向相控阵雷达等高端装备市场拓展。预计 2026-2028 年微波射频业务收入分别增长 20%/25%/30%，毛利率维持 40%左右，未来将成为推动公司利润增长的重要动力。

4）预计 2026-2028 年其他业务收入分别增长 5%/10%/12%，毛利率维持 8%-10%左右。物业管理业务分别增长 20%/20%/15%，毛利率维持在 70%。

盈利能力：

预计 2026-2028 年综合毛利率分别为 24.84%/24.91%/25.14%，净利率持续提升，规模效应及高毛利业务占比提升将带动公司盈利能力持续改善。

表 1：主营业务拆分

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营收	4178.5	4111.65	4559.73	5248.12	6115.93
yoy	9.05%	-1.60%	10.90%	15.10%	16.54%
毛利率	21.06%	20.63%	24.84%	24.91%	25.14%
按产品划分（营收）					
智能终端产品	2607.18	2466.83	2713.51	3120.53	3588.62

下载日志已记录，仅供内部参考

yoy	17.05%	-5.38%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	13.99%	12.55%	15.00%	15.00%	15.00%
空管产品	1048.97	1156.07	1271.68	1424.28	1637.92
yoy	-5.74%	10.21%	10.00%	12.00%	15.00%
毛利率	34.07%	33.76%	40.00%	40.00%	40.00%
微波射频	350.09	370.45	444.54	555.68	722.38
yoy	62.27%	5.82%	20.00%	25.00%	30.00%
毛利率	37.91%	32.76%	40.00%	40.00%	40.00%
其他主营业务	139.09	79.72	83.70	92.07	103.12
yoy	-40.58%	-42.69%	5.00%	10.00%	12.00%
毛利率	3.72%	7.99%	8.00%	9.00%	10.00%
物业管理	33.16	38.58	46.30	55.55	63.89
yoy	-7.97%	16.36%	20.00%	20.00%	15.00%
毛利率	59.56%	53.39%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值分析

我们采用 PE 估值法与 PB 估值法两种估值方法给予目标价。
可比公司选取：综合考虑四川九洲主营业务结构，我们选取国睿科技、国博电子、创维数字作为可比公司。

国睿科技是国内雷达及军工电子信息化领域的重要企业，长期深耕雷达装备、空管系统及电子信息装备，在军工信息化建设方面具有领先优势，与四川九洲空管产品业务具有较高可比性。

国博电子主要从事有源相控阵 T/R 组件及射频集成电路产品研发、生产和销售，是国内射频集成电路龙头企业，在微波射频领域与四川九洲存在较强业务相似性，其产品广泛应用于雷达、卫星通信及电子装备等领域。

创维数字是国内领先的数字智能终端厂商，长期服务国内外运营商，在智能终端、光网络终端及智慧家庭领域具有较高市场份额，与四川九洲智能终端业务具有较好的可比性。

PE 估值法：可比公司 2026 年平均 PE 估值 48.35 倍。考虑到四川九洲兼具空管、微波射频及智能终端三大业务，其中空管及微波射频业务具备较高技术壁垒，高毛利业务占比持续提升，未来盈利增长确定性高于传统智能终端企业，因此给予公司一定估值溢价，给予 2026 年 70 倍 PE，对应合理估值为 16.1 元。

PB 估值法：可比公司 2026 年行业平均 PB 估值 4.12 倍。考虑到四川九洲是国内空管系统龙头企业，空管及微波射频业务具备较高技术壁垒，同时公司持续推进业务结构优化和资产整合，高毛利业务收入占比不断提升，未来 ROE 仍有较大提升空间，因此给予公司高于行业平均的 4.9 倍 PB。按照 2026 年预测每股净资产 3.27 元计算，对应合理估值为 16.02 元。

综合 PE 及 PB 两种估值方法，并结合公司在空管装备、微波射频及智能终端领域的竞争优势，以及未来盈利能力持续改善预期，我们给予公司目标价 16.06 元，首次覆盖给予"增持"评级。

下载日志已记录，仅供内部参考

表1：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE			PB
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E
600562.SH	国睿科技	24.15	0.51	0.62	0.77	55.84	38.62	31.25	4.14
688375.SH	国博电子	75.30	0.85	1.05	1.35	109.34	72.02	55.68	6.55
000810.SZ	创维数字	9.84	0.16	0.29	0.35	74.77	34.40	28.01	1.68
	平均值					79.98	48.35	38.31	4.12

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2. 风险提示

空管装备订单落地不及预期风险。公司空管产品主要面向军工及民航空管领域，下游客户采购具有一定计划性，若国防装备建设节奏放缓、民航空管设备更新进度低于预期，或相关项目招标、验收及交付节奏延后，将可能导致公司空管业务收入增长低于预期，对公司整体经营业绩产生一定影响。

微波射频业务拓展不及预期风险。近年来公司持续拓展微波射频业务，并积极布局相控阵雷达、卫星通信等高端应用领域。若相关产品研发进度、客户导入或产业化推进不及预期，或市场竞争加剧导致产品价格下降，将可能影响微波射频业务盈利能力，进而影响公司整体利润水平。



下载日志已记录，仅供内部参考

本公司是本报告所述国博电子(688375)的做市券商。本报告系本公司分析师根据国博电子(688375)公开信息所做的独立判断。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666