

2024 年 01 月 09 日  
普源精电 (688337. SH)

SDIC

 **公司动态分析**

证券研究报告

仪器仪表 III

## 拟收购耐数电子，多维度协同效应显著

### 事件概述：

1 月 8 日，普源精电发布公告称，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买北京耐数电子 100% 的股权，其中 32.2581% 股权拟以 1.2 亿元现金收购，剩余 67.7419% 股权拟以发行股份的方式购买。根据公告，耐数电子主营业务为智能阵列系统的研发与应用，为遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等领域提供专业的电子测量设备及系统解决方案；2022/2023 年收入分别为 1767.55/5196.15 万元，利润分别为 410.95/1904.97 万元。

### 聚焦射频工程及测量系统，有望强化公司技术及解决方案能力

根据公告，标的公司耐数电子专注于数字阵列系统的研发与应用，其主要产品包括：智能数字阵列、数字天线平台与组件、量子测控系统和模块化阵列平台等。依托于上述产品体系，耐数电子为遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等领域的用户提供具备多通道、高集成度等特征，且能够满足各类大型复杂实验系统的阵列应用系统与测量系统解决方案。我们认为，本次收购的协同效应首先体现在技术及方案能力上，1) 技术上：标的公司对于射频工程、多通道及测量系统等技术的积累较为丰厚，公司的相应能力有望得到强化；2) 方案能力上：标的公司主要针对细分应用场景提供系统解决方案，有望助力公司实现从硬件向整体解决方案的转型升级。

### 下游集中于前沿技术领域，助力公司卡位增量研发客群

根据公告，由于耐数电子的产品主要运用在遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等前沿应用领域，所以其下游客户多为国内领先的科研院所、科技型企业等，客户质量较高，对于前端客户应用需求的把握更加前沿、精准。我们认为，一方面本次收购有助于公司扩大下游客户群体，如新增科研院所等高质量客户，从而助力公司其他高端产品，如 13GHz 示波器在遥感探测、量子信息、射电天文、微波通信等领域的导入；同时，也有助于公司进一步掌握前沿客户的应用需求，更顺畅地实现从技术到产品的转化。

### 投资建议：

公司是国内电子测量龙头，历经 20 余年发展，已在品牌、渠道、技术等方面形成领先优势。作为“卡脖子”技术之一，电子测量仪器具备可观的国产替代空间，且近年来出现政策加速、供给能力提升、资本市场赋能三大边际变化。我们看好公司在行业红利加速释放的背景下，凭借丰富的在研产品管线，在未来较长的一段时间内保持中高速增长。由于此次收购尚需满足多项条件方可完成，仍存在不确定性，

投资评级

**买入-A****维持评级**

6 个月目标价

59.5 元

股价 (2024-01-09)

40.98 元

### 交易数据

总市值(百万元)	7,586.36
流通市值(百万元)	2,445.67
总股本(百万股)	185.12
流通股本(百万股)	59.68
12 个月价格区间	38.79/110.35 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.5	-5.1	-39.5
绝对收益	-13.7	-15.7	-57.4

赵阳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001

zhaoyang1@essence.com.cn

袁子翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523050001

yuanzx@essence.com.cn

### 相关报告

业绩短期承压，13GHz 示波器为增长注入新动能	2023-10-31
13GHz 示波器发布，高端化进程再加速	2023-09-18
23Q2 增速阶段性放缓，不改国产化、高端化长期趋势	2023-08-30
业绩加速，国产替代和高端化持续兑现	2023-04-26
Q1 延续高增势头，国产替代	2023-04-16

因此我们暂不考虑收购对于公司业绩的影响,预计公司 2023-2025 年的收入分别为 7.71/10.36/13.48 亿元,归母净利润分别为 1.46/2.20/3.02 亿元,维持买入-A 的投资评级,6 个月目标价为 59.5 元,相当于 2024 年 50 倍 PE。

加速和高端化逻辑持续兑现

目 风险提示: 1) 新产品研发进展不及预期的风险; 2) 上游原材料供应受限的风险; 3) 市场、渠道开拓不及预期的风险; 4) 下游市场需求不及预期的风险; 5) 收购事项不及预期的风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	483.9	630.6	771.3	1,035.8	1,347.7
净利润	-3.9	92.5	146.3	219.8	301.5
每股收益(元)	-0.04	0.76	0.79	1.19	1.63
每股净资产(元)	8.28	21.13	14.64	15.83	17.45

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	0.00	128.13	51.87	34.52	25.16
市净率(倍)	0.00	4.62	2.80	2.59	2.35
净利润率	-0.8%	14.7%	19.0%	21.2%	22.4%
净资产收益率	-0.5%	5.6%	5.5%	7.8%	9.8%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	-1.8%	10.9%	12.6%	18.3%	24.7%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	483.9	630.6	771.3	1,035.8	1,347.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	239.1	300.2	337.0	437.7	553.5	营业收入增长率	36.6%	30.3%	22.3%	34.3%	30.1%
营业税费	5.7	4.9	6.0	8.0	10.5	营业利润增长率	-76.7%	-1833.6%	62.4%	56.8%	37.2%
销售费用	95.5	104.9	118.7	147.8	182.6	净利润增长率	85.7%	2472.9%	58.1%	50.2%	37.2%
管理费用	162.8	190.2	204.3	248.1	303.7	EBITDA增长率	242.7%	702.6%	47.6%	42.6%	35.0%
财务费用	10.0	-12.6	-5.0	-5.0	0.0	EBIT增长率	68.4%	1405.1%	41.4%	52.6%	40.5%
资产减值损失	-2.4	4.5	2.1	3.3	3.1	NOPLAT增长率	63.6%	908.0%	55.1%	46.3%	40.5%
加:公允价值变动收益	0.9	11.1	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	-8.4%	76.8%	10.2%	-7.6%	16.8%
投资和汇兑收益	8.5	29.2	32.0	30.0	20.0	净资产增长率	11.8%	240.1%	5.7%	8.1%	10.3%
<b>营业利润</b>	-5.4	93.8	152.4	238.9	327.8	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.0	5.2	0.0	0.0	0.0	毛利率	50.6%	52.4%	56.3%	57.7%	58.9%
<b>利润总额</b>	-6.4	99.0	152.4	238.9	327.8	营业利润率	-1.1%	14.9%	19.8%	23.1%	24.3%
减:所得税	-2.5	6.5	6.1	19.1	26.2	净利润率	-0.8%	14.7%	19.0%	21.2%	22.4%
<b>净利润</b>	-3.9	92.5	146.3	219.8	301.5	EBITDA/营业收入	3.1%	18.9%	22.9%	24.3%	25.2%
						EBIT/营业收入	-1.5%	15.2%	17.5%	19.9%	21.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	固定资产周转天数	182	192	203	160	130
货币资金	137.7	301.6	1,994.4	2,361.1	2,698.9	流动营业资本周转天数	163	169	117	159	119
交易性金融资产	221.7	1,589.7	0.0	0.0	0.0	流动资产周转天数	434	1264	1060	991	850
应收账款	62.3	95.6	96.7	157.8	177.0	应收账款周转天数	43	46	46	45	45
应收票据	2.5	2.5	3.0	3.6	4.3	存货周转天数	151	176	155	155	155
预付账款	7.1	8.7	10.7	12.7	15.2	总资产周转天数	652	1073	1355	1091	928
存货	119.3	169.5	116.7	254.9	215.0	投资资本周转天数	416	565	509	350	314
其他流动资产	25.0	15.9	19.4	23.1	27.6	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	-0.5%	5.6%	5.5%	7.8%	9.8%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	-0.4%	3.3%	5.0%	6.7%	8.4%
长期股权投资	0.0	10.1	0.0	0.0	0.0	ROIC	-1.8%	10.9%	12.6%	18.3%	24.7%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	248.4	415.2	442.0	466.8	494.1	销售费用率	19.7%	16.6%	15.4%	14.3%	13.5%
在建工程	7.1	4.5	0.0	0.0	0.0	管理费用率	33.6%	30.2%	26.5%	24.0%	22.5%
无形资产	22.5	25.8	20.4	14.4	7.9	财务费用率	2.1%	-2.0%	-0.6%	-0.5%	0.0%
其他非流动资产	63.2	150.0	235.4	-38.7	-41.7	三费/营业收入	55.4%	44.8%	41.2%	37.7%	36.1%
<b>资产总额</b>	916.8	2,789.0	2,938.6	3,255.7	3,598.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	19.3	2.2	1.2	1.6	2.1	资产负债率	17.8%	8.1%	7.8%	10.0%	10.2%
应付账款	73.6	107.3	100.3	166.1	171.0	负债权益比	21.6%	8.8%	8.4%	11.1%	11.4%
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	流动比率	4.16	10.82	10.92	9.30	9.14
其他流动负债	45.5	92.3	103.7	134.7	170.4	速动比率	3.30	9.98	10.35	8.46	8.51
长期借款	0.8	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-	167.03	-6498.89	3308.93	3526.00
其他非流动负债	23.9	23.5	23.5	23.5	23.5	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	163.1	225.3	228.7	326.0	367.0	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	91.0	121.3	185.1	185.1	185.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	662.7	2,442.4	2,524.8	2,744.6	3,046.1						
<b>股东权益</b>	753.7	2,563.7	2,710.0	2,929.7	3,231.2						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	-0.04	0.76	0.79	1.19	1.63
净利润	-3.9	92.5	146.3	219.8	301.5	BVPS(元)	8.28	21.13	14.64	15.83	17.45
加:折旧和摊销	21.0	23.4	41.1	45.0	49.2	PE(X)	0.00	128.13	51.87	34.52	25.16
资产减值准备	-2.4	4.5	2.1	3.3	3.1	PB(X)	0.00	4.62	2.80	2.59	2.35
公允价值变动损失	-0.9	-11.1	0.0	0.0	0.0	P/FGF	-52.71	-54.94	41.82	79.29	22.45
财务费用	10.0	-12.6	-5.0	-5.0	0.0	P/S	0.00	18.79	9.84	7.32	5.63
投资损失	-8.5	-29.2	-32.0	-30.0	-20.0	EV/EBITDA	1.35	99.29	33.77	22.49	16.27
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	CAGR(%)	-	-26.2%	275.3%	483.4%	-48.3%
营运资金的变动	46.7	36.2	-40.7	159.0	50.4	PEG	0.00	0.05	0.89	0.69	0.68
<b>经营活动产生现金流量</b>	61.9	103.6	111.9	392.1	384.3	ROIC/WACC	-0.27	1.64	1.89	2.75	3.71
<b>投资活动产生现金流量</b>	-145.0	-1,600.9	1,576.9	-30.9	-46.9	REP	-0.14	7.41	2.92	2.07	1.28
<b>融资活动产生现金流量</b>	0.3	1,657.3	4.0	5.4	0.5						

资料来源: Wind资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034