



探路者 (300005.SZ)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟并购芯片标的，夯实双主业发展

业绩简评

公司于 12 月 1 日发布公告，将分别以 3.21/3.57 亿元收购深圳贝特莱电子科技有限公司/上海通途半导体科技有限公司 51% 的股权，交易预计于 2026 年 1 月 31 日前完成。

经营分析

贝特莱电子有望在模拟及数模混合芯片市场上赋能公司。1) 贝特莱专注数模混合信号链芯片及解决方案设计，主要产品为指纹识别芯片、触控芯片及专用 MCU 芯片。2) 2025 年 1-8 月贝特莱电子实现营收 1.66 亿元，净利润 1773 万元，净利率 10.69%，净利润较 2024 全年-2519 万元实现扭亏。3) 本次交易设置业绩承诺、补偿与奖励，26-28 年净利润不低于 3370/4770/6860 万元，若假设贝特莱电子 25 全年净利润月份平均分布，26-28 年利润同比增长 26.72%/41.54%/43.82%。4) 贝特莱此次交易估值为 6.51 亿元，若按照 26 年业绩目标计算对应 PE 为 19 倍。

上海通途有望在显示驱动、视频处理等方向上赋能公司。1) 上海通途专门从事 IP 技术授权、芯片设计研发，在图像及视频处理、高清智能显示技术领域拥有创新积累和应用储备。2) 2025 年 1-8 月上海通途实现营收 1.05 亿元，净利润 1889 万元，净利率 18.06%，净利率较 2024 全年 9.88% 有较大幅度提升。3) 本次交易设置业绩承诺、补偿与奖励，26-28 年净利润累计不低于 1.5 亿元。4) 贝特莱此次交易估值为 7.03 亿元，参照贝特莱电子业绩以及未来目标，上海通途的收购估值与贝特莱电子相似。

充裕资金助力外延扩张，看好公司芯片赛道持续发力。公司现有芯片业务聚焦笔记本电脑、MiniLED 显示及红外成像等应用领域，直接客户为面板厂、LED 显示屏厂、背光模组厂等。贝特莱业务覆盖智能终端、智能穿戴、笔记本电脑、智能家居等场景；上海通途业务覆盖大、中、小尺寸的显示场景，以及机器视觉、智能驾驶等新兴场景。两家公司的客户包括电子 OEM/ODM 厂商、头部消费电子品牌商等。通过此次收购，公司覆盖的下游应用领域可延伸至更广泛的消费电子市场，同时优化客户结构，改善盈利水平，丰富产品矩阵。此外待实控人定增落地后充裕资金有望进一步助力公司芯片及户外双主业扩张。

盈利预测、估值与评级

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 0.12/0.17/0.23 元，对应 26 年估值为 68 倍，此次收购贝特莱电子/上海通途有望进一步增强公司芯片板块实力，后续实控人大规模注资亦有望促进芯片业务与户外业务的发展，维持“增持”评级。

风险提示

行业竞争加剧、芯片业务发展不及预期、定增落地进度不及预期。

国金证券研究所

分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：11.85 元

相关报告：

1. 《探路者公司深度研究：四问四答解读定增后公司未来亮点》，2025.11.20



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,391	1,592	1,581	1,839	2,134
营业收入增长率	22.10%	14.44%	-0.68%	16.36%	16.01%
归母净利润(百万元)	72	107	104	153	200
归母净利润增长率	2.68%	48.50%	-2.53%	47.63%	30.51%
摊薄每股收益(元)	0.081	0.121	0.118	0.174	0.227
每股经营性现金流净额	0.46	0.25	0.13	0.15	0.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.41%	5.47%	5.09%	7.04%	8.48%
P/E	81.48	58.10	100.76	68.25	52.29
P/B	2.78	3.18	5.13	4.80	4.44

来源：公司年报、国金证券研究所(盈利预测未考虑贝特莱/上海通途)



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,139	1,391	1,592	1,581	1,839	2,134
增长率		22.1%	14.4%	-0.7%	16.4%	16.0%
主营业务成本	-550	-720	-838	-831	-956	-1,099
%销售收入	48.3%	51.8%	52.6%	52.5%	52.0%	51.5%
毛利	589	671	754	750	884	1,034
%销售收入	51.7%	48.2%	47.4%	47.5%	48.0%	48.5%
营业税金及附加	-5	-9	-9	-9	-10	-12
%销售收入	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-322	-329	-322	-356	-395	-437
%销售收入	28.3%	23.7%	20.2%	22.5%	21.5%	20.5%
管理费用	-123	-181	-180	-179	-202	-224
%销售收入	10.8%	13.0%	11.3%	11.3%	11.0%	10.5%
研发费用	-59	-67	-81	-86	-100	-116
%销售收入	5.2%	4.8%	5.1%	5.4%	5.4%	5.4%
息税前利润 (EBIT)	80	85	162	121	176	245
%销售收入	7.0%	6.1%	10.2%	7.6%	9.6%	11.5%
财务费用	7	7	41	-15	1	-5
%销售收入	-0.6%	-0.5%	-2.6%	0.9%	-0.1%	0.2%
资产减值损失	-108	-145	-121	-7	-1	-1
公允价值变动收益	48	79	8	0	0	0
投资收益	27	15	3	0	0	0
%税前利润	45.2%	29.7%	3.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	57	49	104	99	176	239
营业利润率	5.0%	3.6%	6.5%	6.3%	9.6%	11.2%
营业外收支	3	1	0	0	0	0
税前利润	60	50	104	99	176	239
利润率	5.3%	3.6%	6.5%	6.3%	9.6%	11.2%
所得税	-6	-8	-29	-15	-27	-36
所得税率	10.2%	15.3%	28.0%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	54	43	75	84	149	203
少数股东损益	-16	-29	-32	-20	-4	3
归属于母公司的净利润	70	72	107	104	153	200
净利率	6.1%	5.2%	6.7%	6.6%	8.3%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	54	43	75	84	149	203
少数股东损益	-16	-29	-32	-20	-4	3
非现金支出	176	223	194	31	26	28
非经营收益	-66	-78	-23	37	7	10
营运资金变动	38	221	-21	-37	-46	-2
经营活动现金净流	202	409	225	114	137	239
资本开支	-79	-7	-16	-19	-36	-36
投资	249	-446	-190	0	-1,000	0
其他	-88	-9	103	0	0	0
投资活动现金净流	81	-462	-103	-19	-1,036	-36
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	-9	-5	139	-55	482	-125
其他	-98	-53	-204	-12	-22	-30
筹资活动现金净流	-107	-58	-65	-68	460	-155
现金净流量	176	-112	59	28	-440	48

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	845	764	748	774	333	380
应收款项	409	273	239	254	320	343
存货	351	333	349	331	381	439
其他流动资产	379	485	476	466	1,468	1,470
流动资产	1,984	1,855	1,811	1,825	2,502	2,631
%总资产	75.3%	70.4%	70.0%	71.1%	76.9%	77.5%
长期投资	64	110	194	194	194	194
固定资产	233	231	285	282	287	290
%总资产	8.9%	8.7%	11.0%	11.0%	8.8%	8.6%
无形资产	234	309	238	244	251	258
非流动资产	652	781	778	742	753	762
%总资产	24.7%	29.6%	30.0%	28.9%	23.1%	22.5%
资产总计	2,636	2,636	2,589	2,567	3,255	3,393
短期借款	25	25	47	0	482	357
应付款项	320	369	422	395	453	519
其他流动负债	88	105	90	79	94	110
流动负债	432	499	559	474	1,029	986
长期贷款	0	0	100	100	100	100
其他长期负债	119	32	16	5	3	2
负债	552	531	675	579	1,133	1,088
普通股股东权益	2,074	2,106	1,949	2,042	2,181	2,361
其中：股本	884	884	884	884	884	884
未分配利润	248	308	394	487	625	806
少数股东权益	10	-1	-34	-54	-58	-56
负债股东权益合计	2,636	2,636	2,589	2,567	3,255	3,393

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.079	0.081	0.121	0.118	0.174	0.227
每股净资产	2.347	2.383	2.205	2.311	2.468	2.671
每股经营现金净流	0.229	0.462	0.255	0.129	0.155	0.270
每股股利	0.000	0.024	0.012	0.012	0.017	0.023
回报率						
净资产收益率	3.37%	3.41%	5.47%	5.09%	7.04%	8.48%
总资产收益率	2.65%	2.72%	4.12%	4.05%	4.71%	5.90%
投入资本收益率	3.39%	3.37%	5.65%	4.91%	5.51%	7.53%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.35%	22.10%	14.44%	-0.68%	16.36%	16.01%
EBIT 增长率	88.31%	6.63%	90.84%	-25.30%	45.47%	39.49%
净利润增长率	28.38%	2.68%	48.50%	-2.53%	47.63%	30.51%
总资产增长率	4.39%	0.01%	-1.79%	-0.85%	26.79%	4.26%
资产管理能力						
应收账款周转天数	137.6	81.5	53.2	53.2	58.0	53.2
存货周转天数	208.2	173.4	148.6	148.6	148.6	148.6
应付账款周转天数	140.4	124.5	102.7	102.7	102.7	102.7
固定资产周转天数	74.8	60.5	49.9	48.2	41.5	35.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-55.60%	-56.23%	-54.82%	-56.46%	-56.53%	-59.49%
EBIT 利息保障倍数	-11.8	-12.4	-4.0	8.1	-128.3	49.0
资产负债率	20.93%	20.14%	26.05%	22.55%	34.80%	32.07%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	1	1	2
增持	1	4	5	7	2
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.20	2.00	2.10	2.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究