


分析师：吕伟

执业证号：S0100521110003

电话：021-80508288

邮箱：lvwei_yj@mszq.com

研究助理：赵奕豪

执业证号：S0100121050047

电话：18531168500

邮箱：zhaoyihao@mszq.com

➤ **事件概括。**2022年5月13日，中电科数字技术股份有限公司发行股份购买上海柏飞电子科技有限公司100%股权暨关联交易事项获中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核**无条件通过**。

➤ **凭借较强的技术优势，充分受益于行业发展机会。**技术层面上，柏飞电子国产化设计能力已经从板卡设计延伸到基础软件设计和整机设计，并在自主知识产权前提下构建以软件为主体的板卡级、整机级、系统级产品体系，是国内嵌入式系统关键软硬件供应商。**柏飞电子拥有百余款基于嵌入式软硬件的相关产品系列，其中近60款基于龙芯处理器，近30款基于飞腾处理器，近10款基于申威处理器。**其核心技术能力主要为高性能、高可靠的产品设计能力，面向任务系统的集成能力，软件中间件、开发环境等的开发能力等，能够实现硬件标准化、功能软件化、性能可扩展、系统可重构，产品易于升级，便于维护，实现关键软硬件全国产化。

➤ **柏飞电子是国内领先的嵌入式专用计算机数字模块和整机产品供应商。**柏飞电子作主营业务为各种专用并行计算、信号与数据处理、嵌入式软件产品的设计、研发及销售，产品形成了具备技术可靠性高、环境适用性强、电磁兼容性好、寿命保障性长等特点的多产品体系，广泛应用于工业控制、轨道交通、航空船舶、雷达通讯等行业数字化和高端电子装备领域。**2019-2021年1-10月，柏飞电子实现营收4.15亿元、4.24亿元和2.83亿元，实现归母净利润1.28亿元、1.15亿元和0.43亿元，实现扣非归母净利润1.22亿元、1.09亿元和0.43亿元，对应毛利率为66.78%、62.13%和61.69%，净利率分别为29.27%、25.73%、15.23%。**

完善产业整合，深化行业信创及国产化转型。电科数字作为中国电科在行业数字化领域的上市产业平台和金融科技牵头单位，将持续践行“数字引领、业务重塑、创新发展、和合共赢”发展战略。通过收购柏飞电子，电科数字将夯实自身在边缘计算和边缘智能的关键技术能力，在此基础上进一步拓宽行业应用的广度，不断挖掘行业智能的深度，聚焦金融科技、交通运输、智能制造等重点行业数据产生、传输、处理、应用全生命周期，打造电科数字自主安全的关键软硬件产品，构建高安全、高性能的“云-边-端”一体数字化整体解决方案，为行业客户的数字化转型赋能，根据《盈利预测补偿协议》，**电科数字承诺本次交易实施完毕后，柏飞电子的盈利预测补偿期间的净利润分别为：2021年不低于13757.84万元，2022年不低于16330.95万元，2023年不低于19747.01万元，2024年不低于23703.70万元。**

推荐
维持评级
当前价格：
25.27元
相关研究

- 1.电科数字(600850.SH)2021年报点评：聚焦行业数字化转型，业绩稳中求进
- 2.【民生计算机】电科数字(600850.SH)2021年三季报点评：业绩增长符合预期，公司结构进一步完善

投资建议：电科数字作为同时拥有中国电科集团、中国兵器装备集团两大顶级“国家队”战略股东，且地处打造世界科创中心上海的稀缺上市公司平台，无论是大股东对公司资产证券化平台定位还是主业资产质量以及聚焦行业数字化转型发展的新愿景，都有望实现飞跃性的深刻“质变”。**考虑公司收购柏飞电子已正式通过，有望打造行业数字化整体解决方案头部企业，为电科数字高质量发展将开启新篇章。考虑收购已经过会**，我们预测公司 2022-2024 年备考营业收入为 106.19、128.85、153.18 亿元，备考归母净利润为 5.47、6.26、7.02 亿元，EPS 为 1.28、1.47、1.65 元，对应 PE 为 20、17、15 倍，**维持“推荐”评级。**

风险提示：国内新冠疫情反复；公司重组进度不及预期；软件和技术服务行业竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,962	10,619	12,885	15,318
增长率(%)	10.2	18.5	21.3	18.9
归属母公司股东净利润(百万元)	323	547	626	702
增长率(%)	1.8	69.1	14.5	12.2
每股收益(元)	0.76	1.28	1.47	1.65
PE	33	20	17	15
PB	3.4	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 5 月 12 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,962	10,619	12,885	15,318
营业成本	7,605	8,947	10,833	12,946
营业税金及附加	25	29	36	41
销售费用	458	449	594	660
管理费用	218	296	430	527
研发费用	330	382	477	553
EBIT	353	516	515	591
财务费用	-22	-35	-55	-65
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
营业利润	375	657	699	808
营业外收支	4	1	0	0
利润总额	378	658	700	808
所得税	33	59	63	73
净利润	345	599	637	736
归属于母公司净利润	323	559	656	738
EBITDA	428	543	534	610

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,137	6,664	8,007	9,523
应收账款及票据	756	1,792	1,291	1,729
预付款项	756	281	266	1,212
存货	3,282	3,677	4,155	4,859
其他流动资产	941	235	226	260
流动资产合计	8,872	12,649	13,946	17,583
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	39	47	57	67
无形资产	73	55	48	43
非流动资产合计	748	741	746	752
资产合计	9,620	13,391	14,691	18,335
短期借款	21	21	21	21
应付账款及票据	1,596	2,856	3,130	3,725
其他流动负债	4,520	4,232	4,769	7,238
流动负债合计	6,137	7,109	7,920	10,984
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	354	354	354	354
非流动负债合计	354	354	354	354
负债合计	6,491	7,463	8,274	11,338
股本	427	525	525	525
少数股东权益	190	229	210	208
股东权益合计	3,129	5,928	6,417	6,996
负债和股东权益合计	9,620	13,391	14,691	18,335

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.24	18.49	21.35	18.88
EBIT 增长率	-5.07	46.21	-0.02	14.59
净利润增长率	1.84	72.94	17.33	12.49
盈利能力 (%)				
毛利率	15.14	15.74	15.93	15.49
净利润率	3.85	5.64	4.94	4.80
总资产收益率 ROA	3.36	4.18	4.47	4.02
净资产收益率 ROE	11.00	9.81	10.57	10.87
偿债能力				
流动比率	1.45	1.78	1.76	1.60
速动比率	0.66	1.22	1.20	1.05
现金比率	0.51	0.94	1.01	0.87
资产负债率 (%)	67.47	55.73	56.32	61.84
经营效率				
应收账款周转天数	27.85	56.61	31.72	36.39
存货周转天数	157.55	150.00	140.00	137.00
总资产周转率	0.93	0.79	0.88	0.84
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.31	1.54	1.73
每股净资产	7.33	13.89	15.03	16.39
每股经营现金流	2.31	3.16	3.55	3.98
每股股利	0.30	0.32	0.34	0.37
估值分析				
PE	33	19	16	15
PB	3.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.87	8.37	5.99	2.76
股息收益率 (%)	1.19	1.27	1.36	1.45

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	345	599	637	736
折旧和摊销	75	27	19	19
营运资金变动	562	722	857	943
经营活动现金流	988	1,348	1,513	1,700
资本开支	-115	-16	-20	-24
投资	4	-4	-4	-3
投资活动现金流	-111	-19	-23	-26
股权募资	0	2,336	0	0
债务募资	-5	0	0	0
筹资活动现金流	-209	2,199	-148	-158
现金净流量	661	3,527	1,342	1,516

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001