

2020年06月22日

李天凡

H70465@capital.com.tw

目标价(元)

62

公司基本资讯

产业别	通信
A 股价(2020/6/21)	54.64
深证成指(2020/6/21)	11668.13
股价 12 个月高/低	57.99/28.02
总发行股数(百万)	241.56
A 股数(百万)	125.12
A 市值(亿元)	68.37
主要股东	张天瑜 (44.77%)
每股净值(元)	5.40
股价/账面净值	10.12
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	25.7 49.5 86.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

通信模块	98.17%
其他	1.83%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.2%
一般法人	0.6%

股价相对大盘走势



广和通 (300638.SZ)

首次评级 Buy 买入

盈利能力领先，受益无线通信模块快速发展

结论与建议：

公司主营无线通信模块及其应用行业的通信解决方案的设计、研发与销售，产品包括2G、3G、4G、NB-IoT等无线通信模块以行业应用解决方案。公司在2017年上市后实现了快速增长，2016-2019年公司营收复合增速为77.23%，净利润复合增速为61.57%，2019年公司综合毛利率26.67%，净利率8.88%，盈利能力领先同业公司。

物联网属“新基建”建设项目，随着政策的推进和下游应用场景的丰富，无线通信模块将迎来发展黄金期。我们预计公司2020、2021和2022年实现净利润2.44亿元、3.32亿元和4.40亿元，同比分别增长43.39%、35.95%和32.78%，EPS分别为1.01元、1.37元和1.82元，首次评级给予“买入”评级。

■ **国内领先的蜂窝通信模块供应商：**公司产品类型丰富，涵盖GSM/GPRS（2G类别）系列、WCDMA/HSPA（3G类别）系列、LTE（4G类别）系列、NB-IoT系列等蜂窝通信模块，并提供行业应用解决方案。在全球蜂窝通信模块市场，公司市场份额由2017年的2%迅速提高到2018年的6%，竞争力增强。公司成立之初获英特尔战略投资，与英特尔始终保持技术上的紧密合作。2019年底英特尔与联发科合作开发5G基带方案，作为该解决方案的首家模块供应商，广和通将提供运营商认证和监管支持，并主导5G M.2模块的制造、销售和分销等。

■ **5G有望开启PC全互联时代，MI业务保持先发优势：**公司MI业务指应用于笔记本电脑、平板电脑、电子书等移动终端的蜂窝通信模块业务。随着无线通信技术的发展和流量费用的下降，越来越多的用户希望其PC、平板等能够随时便捷地联网。公司深耕MI业务多年，是联想、惠普、戴尔和亚马逊等知名企业的长期合作商。5G时代有望开启PC全互联时代，公司MI业务将迎来快速发展期。

■ **下游物联网应用场景不断涌现，公司在多领域布局：**政府提出“新基建”概念，5G和工业互联网等属重点建设项目。5G的低时延、高速率、大连接等特点将极大的丰富下游自动驾驶、远程医疗、工业控制等物联网应用场景，从而带动蜂窝通信模块的需求爆发式增长。公司产品应用于车联网、智能电网、移动支付、安防监控等多个领域。多元化的业务布局能保障公司的盈利能力，有望在万物互联时代分享行业红利。

■ **盈利预测：**预计公司2020、2021和2022年实现净利润2.44亿元、3.32亿元和4.40亿元，同比分别增长43.39%、35.95%和32.78%。

■ **风险提示：**市场竞争加剧的风险；物联网发展不及预期的风险；新产品开发及市场拓展不及预期的风险。

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	86.80	170.07	243.87	331.54	440.24
同比增减	%	97.90	95.93	43.39	35.95	32.78
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.72	1.40	1.01	1.37	1.82
同比增减	%	89.47	94.44	-27.89	35.95	32.78
A 股市盈率(P/E)	X	76	39	54	40	30
股利 (DPS)	RMB 元	0.25	0.40	0.40	0.50	0.50
股息率 (Yield)	%	0.46	0.73	0.73	0.92	0.92

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

一、公司概况

广和通主营无线通信模块及其应用行业的通信解决方案的设计、研发与销售，产品包括 2G、3G、4G、NB-IoT 等无线通信模块以行业应用解决方案，通过集成到各类物联网和移动互联网设备使其实现数据的互联互通和智能化。公司产品主要应用领域包括移动支付、移动互联网、车联网、智能电网、安防监控等。

根据下游应用场景的不同，公司业务分为 M2M（机器间通信）和 MI（移动互联网）两个板块。M2M 对应车联网、智能电网、移动支付、安防监控等应用领域，MI 对应移动智能终端领域，包括笔记本电脑、平板电脑、二合一电脑、电子书等消费电子产品。

表 1：公司主要产品介绍：

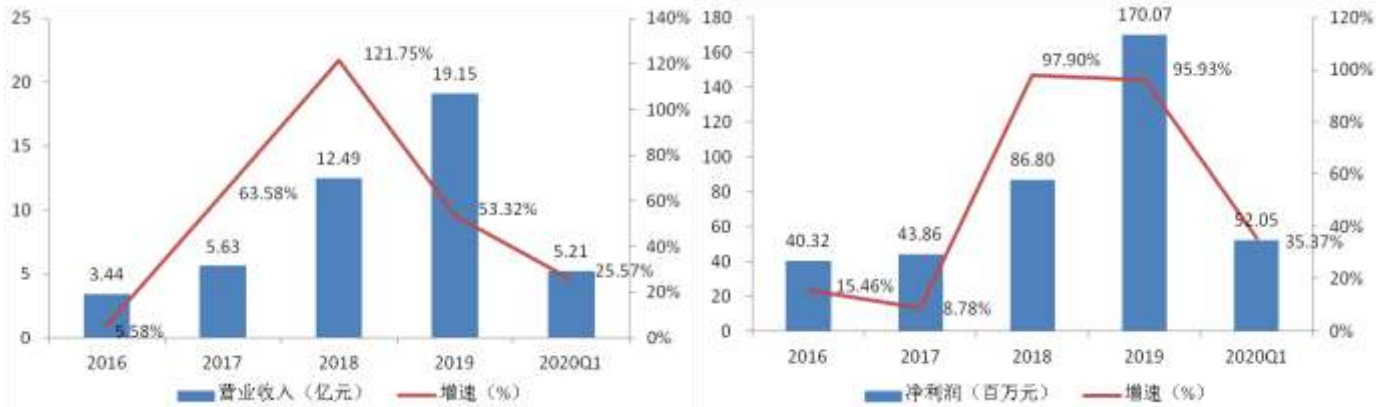
产品类型	简介	应用领域
GSM/GPRS 模块（2G 产品）	支持 GSM/GPRS 通信制式，支持 4 个频段的本地或漫游服务，内置 TCP/IP 协议栈，易于集成。	移动支付、智能电网、车联网、共享经济等。
WCDMA/HSPA+模块（3G 产品）	支持 WCDMA//HSPA（+）/UMTS 等多种通信制式，支持 2-4 个频段本地或漫游服务，网络速度 21Mbps/5.76Mbps（下行/上行），支持 Android/Window 等多个系统。	智慧安防、车载导航、移动支付、远程医疗、移动智能终端等。
LTE 模块（4G 产品）	覆盖全球主流网络，支持 TDD-LTE/FDD-LTE/WCDMA/TD-SCDMA/GSM 等多种通信制式，支持 11 个频段的本地或漫游服务，支持 FDD/TDD 混合组网的 LTE 通信网络，网络速度 150Mbps/50Mbps（下行/上行），支持 Android/Window/Linux 等多个系统，具有强大的功能及丰富的接口。	移动支付、车联网、智能电网、智慧安防、工业路由、智慧医疗、移动智能终端等。
LPWA 模块（低功耗广域网）	LPWA 技术具有广覆盖、低成本、低功耗、大连接等优势，兼容 R14 标准和 R15 频段，支持多种网络协议，易于升级。	智慧能源、智慧消防、智慧城市、智慧农业等。
5G 模组	可集成 eSIM 技术，支持 5G NR/LTE/WCDMA 等多种制式，支持 Sub-6GHz，同时支持 5G NSA 和 SA 模式，适用于视频采集、VR、4K/8K 等场景，集成多个工业标准接口。	车联网、工业控制、无人机、视频监控、智慧医疗、超高清视频、移动智能终端等。
GPS 定位模块	满足物联网产品的定位需求，高灵敏度，适用于高温高速、电磁干扰等恶劣工作环境，支持多个接口扩展。	个人追踪、导航设备、车辆追踪等。
SoC 智能模块	八核 A53 处理器，主频达 2.0GHz，支持七模全网通，支持 4K 视频编解码，可搭载 Android 7.0 系统	车载、安防、工业级 PDA、医疗等。

资料来源：公司官网，群益金鼎证券整理

受益下游需求快速增长，公司业绩实现高速增长：下游物联网应用需求迅速增长带动公司业绩高速增长。2016-2019 年，公司营收复合增速为 77.23%，净利润复合增速为 61.57%。2020 年 1Q，公司营业收入 5.21 亿元，同比增长 25.57%，主要是市场需求不断增加，公司产品和服务的市场认可度提高。净利润为 5205 万元，同比增长 35.37%，主要是毛利率同比有所提高所致。

图 1:2016-2020Q1 公司营业收入及增速

图 2: 2016-2020Q1 公司净利润及增速

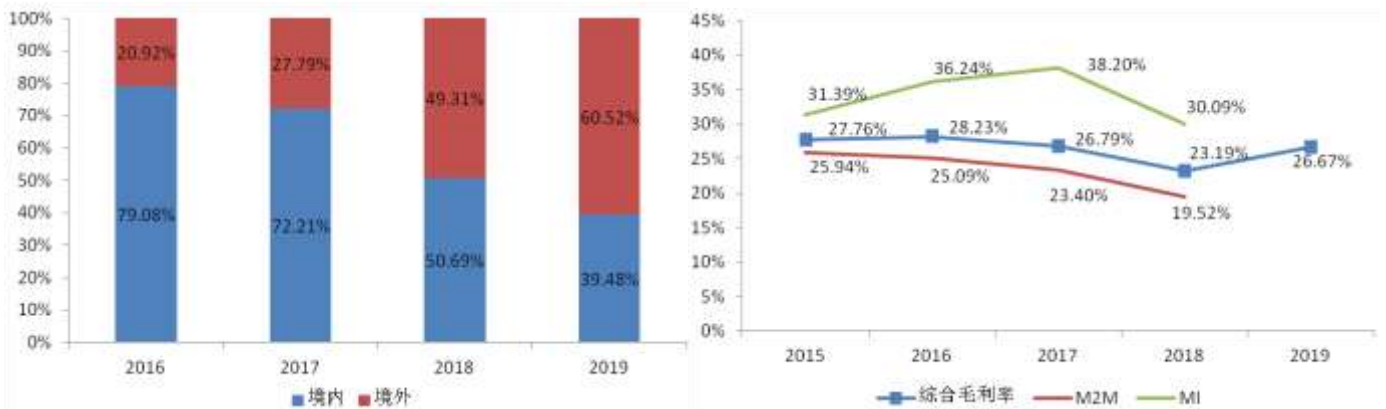


资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

海外市场不断拓展, 综合毛利率稳步提高: 公司持续完善销售体系建设, 不断拓展海外市场。海外业务营收占比由 2016 年的 20.92% 逐步提高到 2019 年的 60.52%。由于海外市场以 MI 产品为主, 毛利率高于国内产品, 加上受 4G 产品的带动, 2019 年公司综合毛利率同比提高 3.48 个百分点至 26.67%。分行业看, M2M 业务由于国内市场竞争加剧, 导致毛利率逐步下降; MI 业务毛利率一直维持在 30% 以上。公司产品结构和营收结构不断改善带动盈利能力提高。

图 3: 2016-2020 公司营收结构 (按地区)

图 4: 2015-2019 公司毛利率情况 (按行业)

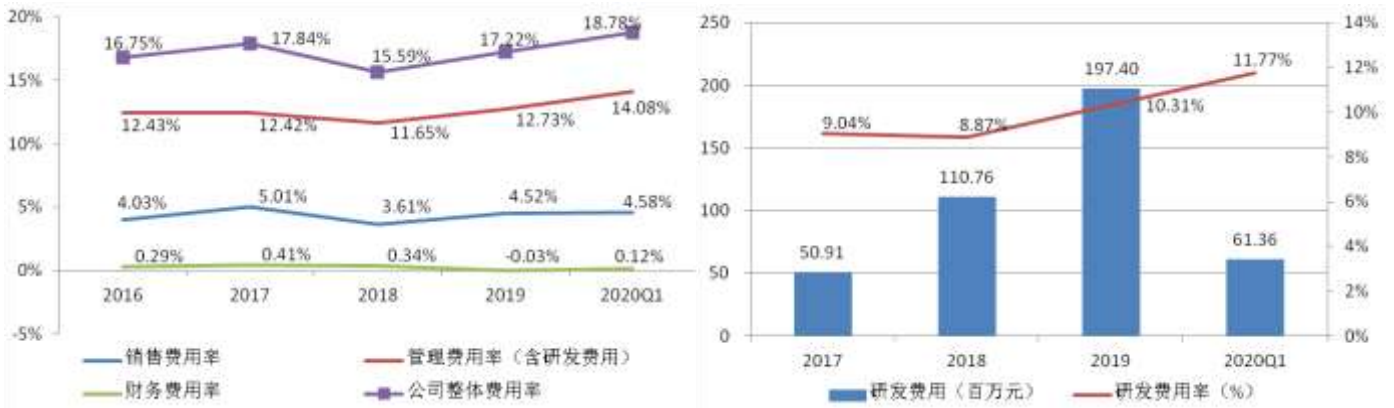


资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

19 年费用支出有所增长, 加大研发投入提升竞争力: 2019 年公司整体费用率同比提高 1.63 个百分点至 17.22%, 主要是研发费用和销售费用增长较快。20 年 1Q 公司销售费用率同比增加 1.32 个百分点, 主要是新增销售人员薪酬支出及差旅费用增加; 财务费用率同比下降 1.60 个百分点, 主要是汇兑损益影响所致。研发方面, 20 年 1Q 公司研发费用 6136 万元, 同比增长 62.43%, 研发费用率同比提高 2.67 个百分点, 主要是研发人员数量及薪酬增加。多年来公司研发团队积极与摩托罗拉、英特尔、高通等公司交流合作, 研发人员占比超过 60%。预计公司将持续加大研发投入提高竞争力, 研发费用率将保持高位。

图 5: 2016-2020Q1 公司各项费用率情况

图 6: 2017-2020Q1 公司研发费用及研发费用率



资料来源: Choice, 群益金鼎证券整理

二、无线通信模块行业介绍及公司竞争力分析

无线通信模块是连接感知层和网络层的关键硬件设备：物联网由感知层、网络层、平台层和应用层组成。无线通信模组使物联网行业的各类智能终端产品具备联网和信息传输的能力，是物联网终端智能设备的关键部件。

无线通信模块的上游主要为基带芯片、无线射频芯片、存储芯片、电阻电容电感以及 PCB 板等原材料生产行业。下游客户一般为物联网设备制造商和物联网系统集成服务商。无线通信模块对应的下游应用领域众多，包括无线支付、车联网、智慧能源、智慧城市、智能安防、远程医疗、工业应用和智慧农业等行业。

公司采购的进口原材料（基带芯片、射频芯片、记忆芯片）供应商主要为原厂高通以及经销商艾睿、大联大、品佳等。

图 7:物联网产业架构图



资料来源：中国产业信息网，群益金鼎证券整理

中国物联网市场快速发展，下游需求场景不断涌现：根据工信部数据，中国物联网产业规模从 2009 年的 1700 亿元发展到 2018 年的 1.43 万亿元，年复合增速达 26.70%，超过全球整体 17% 的增速。预计 2020 年中国物联网市场规模将突破 2 万亿元，“十三五”期间年均复合增长率达 24%。未来物联网市场上涨空间可观。

中国蜂窝通信模块按应用领域分类，目前车联网、工业物联网是出货量较大的应用场景。未来 5 年出货量复合增长率超过 50% 的应用领域包括消费物联网、健康医疗、工业物联网和公共基础设施。

图 8：2014-2020 年中国物联网市场规模统计及预测



图 9：中国蜂窝通信模块应用领域市场规模预测（百万块）



资料来源：中商产业研究院，群益金鼎证券整理资料来源：ABI Research，群益金鼎证券整理

2G/3G 逐步退出市场，LTE Cat.1 将填补市场空缺：2020 年 5 月，工信部发布《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》，要求推动 2G/3G 物联网逐步向 NB-IoT（窄带物联网）、4G（含 LTE-Cat1，即速率类别 1 的 4G 网络）和 5G 转移，以 NB-IoT 满足大部分低速率场景需求，以 LTE-Cat1 满足中等速率物联需求和话音需求，以 5G 满足更高速率、低时延联网需求。争取到 2020 年底，NB-IoT 网络实现县级以上城市主城区普遍覆盖，重点区域深度覆盖；移动物联网连接数达 12 亿。

根据研究机构 Counterpoint 数据，截至 2019 年底，国内三大运营商的物联网连接数约为 11.5 亿个，2G 模块占比约为 42%、其承载的连接数将近 5 亿。

未来 2G/3G 将逐步退出市场，LTE Cat.1 将填补中速率应用场景的空白。资讯机构 TSR 预测，LTE Cat.1 将保持高速增长，未来几年年出货量在 3000 万块以上。

表 2：未来物联网连接方式及应用场景

网络速度	应用占比	技术特点	行业应用	网络类型
高速业务 (大于 10Mbps)	10%	高速率、大带宽、低时延	自动驾驶、视频监控、远程医疗等	LTE Cat4、LTE Cat 6、5G
中速业务 (大于 1Mbps)	30%	广覆盖、低功耗、低成本、低时延	可穿戴设备、POS 机、共享经济、工业控制等	LTE Cat1、eMTC
低速业务 (小于 1Mbps)	60%	超低成本、超低功耗、海量连接、深度覆盖	智慧城市、智慧能源、智慧农业、资产追踪等	NB-IoT、LPWA

资料来源：群益金鼎证券整理

深耕 MI 业务，与英特尔紧密合作：随着无线通信技术和流量费用的下降，越来越多的用户希望其 PC、平板等能够随时便捷地接入网络。公司深耕 MI 业务多年，与全球个人电脑主要供应商惠普、联想、戴尔、微软等合作，推出 L850、L860 等多款产品，满足商务人士随时随地在线办公的需求。

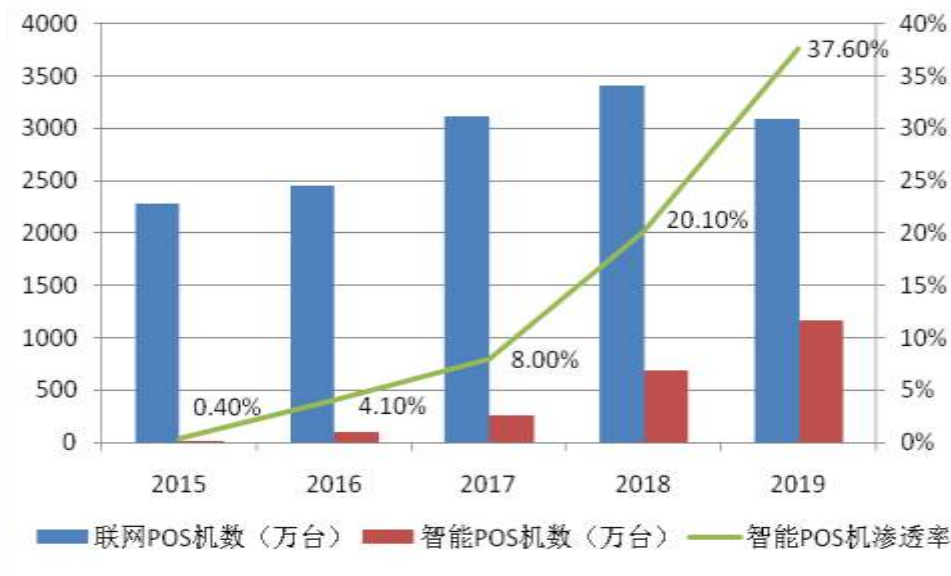
公司成立之初获英特尔战略投资，是英特尔在国内投资的唯一一家物联网无线通信解决方案供应商。截止 19 年末，英特尔已退出公司前十大股东，但公司与英特尔始终保持技术上的紧密合作。2019 年底英特尔与联发科合作开发 5G 基带方案，第一批采用联发科基带的 Intel 5G 笔记本产品计划 2021 年初上市，预计戴尔、惠普会首发。作为该解决方案的首家模块供应商，广和通将提供运营商认证和监管支持，并主导 5G M.2 模块的制造、销售和分销等。

根据 IDC 数据，2019 年笔记本电脑和平板电脑全球出货量分别为 1.66/1.37 亿台，目前支持蜂窝连接的 PC 占比仍然很低。假设未来新增全联网 PC 渗透率每年提高 3%，蜂窝通信模块的平均价格 300 元，我们预计每年 PC 蜂窝模块市场规模超 27 亿元。未来随着 5G “万物互联”时代的到来，笔记本电脑和平板电脑等智能终端联网需求将持续释放，预计公司 MI 业务将进入快速发展期。

受益智能 POS 机渗透率提升：公司在移动支付领域布局多年有先发优势，能提供 GSM/GPRS、UMTS/HSPA+ 等无线通信模块和多种开发工具，产品通过了金融支付界最严格的在线测试：连续 7 天测试中在线率高达 99.9%。

为满足支付多样化需求，移动支付正从传统 POS 机向智能 POS 机过渡，以 2G、3G 为主的物联网模块正被成本逐渐降低的 4G 模块替代。未来不仅有新增商户市场开拓，还有大量的传统联网 POS 机升级为智能 POS 机，市场前景广阔。随着智能 POS 机的渗透率不断提高，将带动公司无线通信模块出货量的增长，移动支付业务将有力支撑公司业绩。

图 10:2015-2019 年中国联网 POS 机数量及智能 POS 机渗透率



资料来源：易观数据，群益金鼎证券整理

盈利能力行业领先：受益于高毛利率的移动互联网（MI）业务发展，且近几年海外市场扩张迅速，广和通依靠产品和客户结构的优化实现了较高的毛利率，2019 年公司综合毛利率为 26.67%。

受益于毛利率提高和费用管控能力增强，近三年广和通净利率行业领先。2019 年公司净利率提高到 8.88%，领先同业竞争对手。

图 11: 2017-2019 年同业可比上市公司毛利率



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 12: 2017-2019 年同业可比上市公司净利率

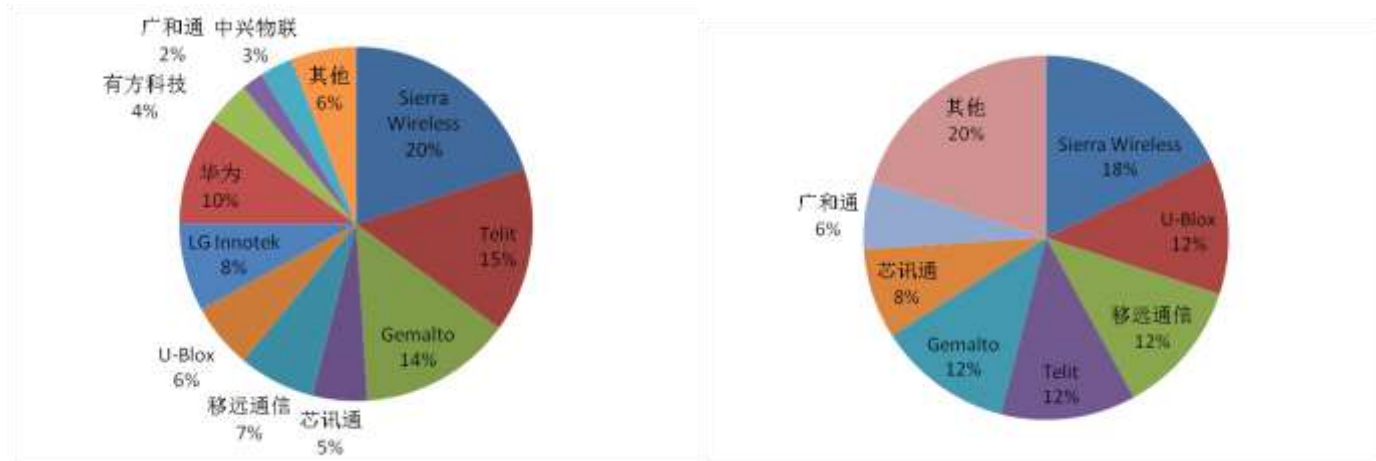


市场份额上升明显，大客户资源丰富：公司依靠产品的高性价比和 MI 业务的快速发展，不断拓展国外市场逐步扩大市场份额。根据 Techno Systems Research 的数据，广和通全球市场份额由 2017 年的 2% 迅速提高到 2018 年的 6%，市场份额上升明显。

公司深耕无线通信模块 10 多年，凭借领先的技术和丰富的产品种类，在移动支付、车联网、移动互联网等多个领域累计的大量优质客户。近几年公司根据客户需求开发定制化服务，为客户提供完整的产品和解决方案，以提升客户粘性。

图 13: 2017 年全球蜂窝通信市场份额（按销售额）

图 14: 2018 年全球蜂窝通信市场份额（按销售额）



资料来源：Techno Systems Research，群益金鼎证券整理

表 3：公司在多个领域的重要客户

业务种类	应用领域	主要客户
MI 业务	笔记本/平板电脑	联想、戴尔、惠普
	电子书	亚马逊
M2M 业务	移动支付	百富环球、Ingenico Group、新国都、新大陆
	车联网	赛格导航、博实结、比亚迪、华宝科技
	智能电网	林洋能源、海兴电力、国电南瑞、炬华科技

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

完成定增，重点布局 5G 产品：2019 年 11 月，公司完成定增募资近 7 亿元，分别用于总部基地建设、超高速通信模块以及 5G 通信技术的产业化等项目。20 年 2 月，公司发布全球首款 5G+eSIM 模组 FG150 和 FM150，采用高通骁龙 X55 芯片，支持 NSA/SA 双模，支持 5G Sub-6GHz。4 月公司 FG150/FM150 5G 系列模组在深圳移动的 SA 实网环境下，顺利完成驻网和将端到端数据业务打通，下载速率超过百兆 bps。公司 5G 产品已于 2019 年开始小批量出货，目前正积极与下游客户进行测试匹配，预计 2021 年将批量发货。

5G 已经开启大规模建设，公司重点布局 5G 新产品，有助于巩固并提升行业地位。

表 4：公司定增投资项目及当前进度

序号	项目名称	项目资金投入总额	募集资金投入金额	截止 20Q1 投资进度
1	总部基地建设项目	19,265	18,348	20.17%
2	超高速无线通信模块产业化项目	6,940	4,210	0%
3	5G 通信技术产业化项目	35,196	22,887	17.11%
4	信息化建设项目	4,875	4,643	25.20%
5	补充流动资金	19,909	19,909	92.16%
合计		86,188	70,000	

资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

三、盈利预测与估值分析

公司近几年发展迅速，在多个领域有竞争优势，同时大力研发 5G、车规级模块、SoC 智能模块等新产品，有助于进一步提升市占率，将受益物联网行业高速发展。我们预计公司 2020、2021 和 2022 年净利润分别为 2.44 亿元、3.32 亿元和 4.40 亿元，同比分别增长 43.39%、35.95%和 32.78%，EPS 分别为 1.01 元、1.37 元和 1.82 元。物联网通信模块业务方面，公司与有方科技、移远通信、日海智能等上市公司相比，盈利能力更强。我们认为广和通 2020 年 PE 为 61 倍相对合理，目标价格 62 元。

表 5：与同行业上市公司比较

公司名称	总市值（亿）	营业收入（亿）	归母净利润（亿）	毛利率（%）	2020EPS	2020PE
有方科技	50.49	7.82	0.55	24.99%	1.09	51
移远通信	200.19	41.30	1.48	21.15%	2.60	72
日海智能	60.87	46.40	0.78	20.00%	0.62	31
广和通	131.99	19.15	1.70	26.67%	1.01	54

备注：市值日期为 2020 年 06 月 19 日

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1249	1915	2682	3611	4663
营业成本	959	1404	1974	2664	3448
营业税金及附加	5	5	8	11	14
销售费用	45	87	117	151	190
管理费用	145	244	334	440	548
财务费用	4	(1)	1	2	2
资产减值损失	22	13	15	17	20
投资收益	3	0	5	5	5
营业利润	97	184	263	358	475
营业外收入	0	0	1	1	1
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	96	182	264	358	476
所得税	9	12	20	27	36
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东权益	87	170	244	332	440

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	265	650	544	779	1082
应收账款	338	548	563	722	933
存货	104	178	241	325	373
流动资产合计	911	1853	2145	2852	3637
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	22	33	60	70	70
在建工程	0	0	260	70	0
非流动资产合计	91	201	300	320	350
资产总计	1003	2054	2445	3172	3987
流动负债合计	548	748	893	1289	1663
非流动负债合计	7	3	5	5	5
负债合计	555	751	898	1294	1668
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	448	1303	1547	1879	2319
负债及股东权益合计	1003	2054	2445	3172	3987

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动产生的现金流量净额	(9)	223	188	235	303
投资活动产生的现金流量净额	56	(676)	(100)	(60)	(50)
筹资活动产生的现金流量净额	112	602	70	60	50
现金及现金等价物净增加额	169	145	158	235	303

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证；@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证；@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。