

增持

——首次

日期：2020年08月05日

行业：通信行业



分析师：张涛

Tel: 021-53516152

E-mail: zhangtao@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120023

基本数据 (2020H1)

报告日股价 (元)	77.67
12mth A 股价格区间 (元)	30.71-77.67 元
总股本 (百万股)	242
无限售 A 股/总股本	51.65%
流通市值 (亿元)	97
每股净资产 (元)	5.79
PBR (X)	13.41

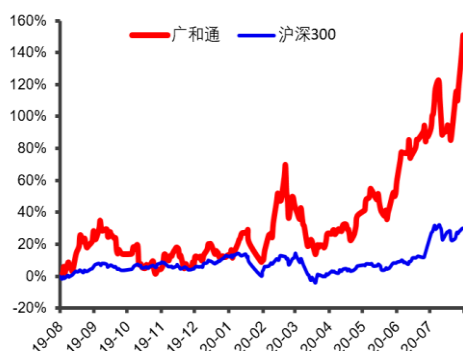
主要股东 (2020H1)

张天瑜	44.77%
云南广和创通	8.95%
应凌鹏	4.78%

收入结构 (2020H1)

IOT 无线通信模块	100%
------------	------

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期: 2020年8月4日

相关报告:

广和通 (300638)

证券研究报告/公司研究/公司深度

开启 5G 应用周期，研发与收入增长同步

■ 投资摘要

投资建议

2020年H1收入12.66亿元，同比增长47.42%，归属于上市公司股东净利润1.38亿元，同比增长70.78%，扣非后净利润1.26亿元，同比增长76.10%。我们预计2020年-2022年公司的收入增长分别为42.34%、40%和35%，2020年-2022年摊薄后每股收益分别为1.30元、1.79元和2.34元。随着5G网络的规模建设，智能终端的应用规模发展，特别是5G高速通信和NB-IOT的规模应用，公司的业绩保持稳步快速增长。同时考虑到公司在蜂窝通信智能模块的领先地位，我们给与公司“增持”评级。

核心价值：5G 物联网+车联网双轮驱动

(1) 公司M2M产品主要为工业类，应用于移动支付、智能电网、车联网、安防监控等，其特点为客户需求稳定、客户粘性相对较高，产品与行业的具体应用相结合，产品的定制化的程度较高。M2M业务保持稳步的快速增长，2014年-2018年复合增长率45.53%。考虑到物联网应用领域的多样化，物联网的连接数迅速增长，M2M业务增速有加快的趋势。

(2) 公司MI产品主要为消费电子应用，平板电脑、笔记本电脑、电子书等，市场特点为市场变动快，产品生命周期相对短，消费终端变化较快对公司MI业务造成较大的波动，2014年-2018年复合增长率40.93%。考虑到5G科技周期中，消费智能终端的多样化，高速移动通信的需求规模也迅速增长，我们认为公司MI业务仍将保持稳步快速增长的趋势。

(3) 公司加码车联网市场，增资锐凌无线，并收购Sierra Wireless的全球车载前装模块业务相关资产，收购价格不超过1.65亿美元（不超过11.54亿元）。收购后公司可为客户提供全面的车载前装解决方案，包括车载前装嵌入式蜂窝模块产品，主要终端客户包括VW（大众集团）、PSA（标致雪铁龙集团）及FCA等全球知名整车厂。

受益国内物联网的规模应用，国内厂商的市场份额迅速上升

根据智研咨询发布的《2020-2026年中国蜂窝通信模组产业运营状况及发展战略研究报告》，预计2022年蜂窝通信模组市场规模接近300亿元。在无线通信模块细分市场，全球知名的供应商包括Twelit、Sierra wireless、u-blox、而国内供应商除了公司外，主要有华为、中兴物联、移远通信、广和通和有方科技。近年来随着国内厂商的技术实力的提升，同时国内的物联网应用在智能POS、智能公用事业、智能交通等领域大量的应用，国内蜂窝通信智能通信模块厂商的市场份额不断的上升。

公司研发投入与收入的增长同步

随着物联网产业不断发展，客户需要融合感知、前端数据的处理和分析以及数据的接入和传输等复合性功能的一体化模块，公司定制化服

务与客户合作开发。公司的研发开支也会随着定制开发项目的增多而迅速增长,公司的研发开支的增长与公司的收入增长有很大的相关性,增长速度趋同。2016年-2020H1公司的研发开支的增速分别为13.16%、65.94%、117.57%、84.52%和49.20%,同期的收入增速分别为5.58%、63.58%、121.75%、53.32%和47.42%。

主要风险

(1) 5G 科技周期中,投资增速低于预期的风险

公司的蜂窝通信智能模块业务,主要受益于全球 5G 网络投资、随之的 5G 换机潮。但是由于疫情等原因影响全球的 5G 网络建设进程、5G 智能终端,随之影响公司业务增长。

(2) 集成芯片推广量产替代公司无线通信模块的风险

目前有部分半导体芯片厂商已推出带无线通信功能的集成芯片,如果此类集成芯片大规模应用于物联网设备终端,公司现有的主营业务无线通信模块产品销售将受到一定冲击。非集成应用处理功能的基带芯片是目前大部分终端设备采用的主流方案,方案具有应用处理功能较强、灵活度较高、市场响应速度较快等特点。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1915.07	2725.97	3816.35	5152.07
增长率	53.32%	42.34%	40.00%	35.00%
归属于母公司的净利润	144.11	314.90	431.63	565.76
增长率	97.45%	118.52%	37.07%	31.08%
每股收益 (元)	0.597	1.304	1.787	2.342
PER (X)	99.23	45.41	33.13	25.28

注:有关指标按最新股本摊薄

目 录

一. 估值与市场表现.....	5
1.1 公司盈利预测.....	5
1.2 给与公司“增持”评级.....	5
1.3 投资风险提示.....	5
二. 公司概况.....	7
2.1 公司基本情况.....	7
2.2 公司的股权结构.....	8
2.3 公司的业绩保持稳步增长.....	9
2.4 公司目前集中于 4G 通信模组业务.....	10
三. 物联网蜂窝通信模组市场.....	10
3.1 全球蜂窝通信模组的市场空间.....	10
3.2 物联网与移动互联网的融合发展.....	12
3.3 通信技术的不断演进，蜂窝通信模组应用领域.....	12
3.4 行业国内厂商不断崛起.....	12
四. 公司的核心价值.....	13
4.1 公司的蜂窝通信模块业务快速增长.....	13
4.2 5G 周期带来的蜂窝通信模块的大规模需求.....	14
4.3 收购 Sierra 全球车载前装模块业务.....	15
4.4 研发投入不断加大，与收入增速有高相关性.....	15
4.5 公司的业绩预测.....	18

图

图 1 公司的几个发展阶段.....	7
图 2 公司的主要产品及应用.....	8
图 3 公司的业绩发展状况 单位：百万元.....	9
图 4 公司的盈利能力状况 单位：%.....	10
图 5 公司 4G 通信模组占比不断上升 单位：万元.....	10
图 6 2016 年-2023 年全球蜂窝通信模组市场规模（百万块）	11
图 7 2015 年-2020 年全球 M2M 蜂窝连接数（百万）.....	11
图 8 4G 的蜂窝通信模块成为主流.....	12
图 9 2018 年全球主要蜂窝物联网通信模组市场份额.....	13
图 10 公司蜂窝通信模块的应用领域 单位：万元....	13
图 11 2016 年-2023 年全球蜂窝通信模组应用市场的规模（百 万块）.....	14
图 12 5G 的移动生态进全新领域.....	15
图 13 公司近年研发费用保持稳步增长.....	17
图 14 公司收入增长与研发开支增长速度趋同.....	17

表

表 1 公司业绩预测 单位：百万元.....	5
表 2 公司的可比公司及估值.....	5
表 3 公司的股权状况.....	8
表 4 公司财务数据摘要（单位：百万元）.....	18
表 5 公司三表预测摘要（单位：百万元）.....	18

一、估值与市场表现

1.1 公司盈利预测

公司 2019 年收入 19.15 亿元，同比增长 53.32%，净利润为 1.44 亿元，2020 年 H1 收入 12.66 亿元，同比增长 47.42%，整体公司业绩保持稳步快速增长。我们预计 2020 年-2022 年公司的收入增长分别为 42.34%、40% 和 35%，2020 年-2022 年摊薄后每股收益分别为 1.30 元、1.79 元和 2.34 元。

表 1 公司业绩预测 单位：百万元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1249.10	1915.07	2725.97	3816.35	5152.07
增长速度	121.75%	53.32%	42.34%	40.00%	35.00%
净利润	72.98	144.11	314.90	431.63	565.76
增长速度	84.25%	97.45%	118.52%	37.07%	31.08%
摊薄后每股 收益(元)	0.302	0.597	1.304	1.787	2.342

资料来源：上海证券研究所整理

1.2 给与公司“增持”评级

我们预计 2020 年-2022 年公司的收入增长分别为 42.34%、40% 和 35%，2020 年-2022 年摊薄后每股收益分别为 1.30 元、1.79 元和 2.34 元。我们按照可比公司估值，可比公司主要有高新兴、移远通信、移为通信、日海智能，2020 年平均 PE 为 49 倍。

随着 5G 网络的规模建设，智能终端的应用规模发展，特别是 5G 高速通信和 NB-IOT 的规模应用，公司的业绩保持稳步快速增长。同时考虑到公司在蜂窝通信智能模块的领先地位，我们给与公司“增持”评级。

表 2 公司的可比公司及估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE(倍)		
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
300098.SZ	高新兴	6.49	-0.66	0.05	0.09	-10	130	72
603236.SH	移远通信	196.36	1.66	2.46	3.97	118	80	49
300590.SZ	移为通信	30.63	0.67	0.83	1.12	46	37	27
002313.SZ	日海智能	18.19	0.25	0.5	0.76	73	36	24
688159.SH	有方科技	48.82	0.79	1.09	1.54	62	45	32
公司平均值						75	49	33

资料来源：上海证券研究所整理（剔除负值）

1.3 投资风险提示

(1) 5G 科技周期中，投资增速低于预期的风险

公司的蜂窝通信智能模块业务，主要受益于全球 5G 网络投资、随

请务必阅读尾页重要声明

之的5G换机潮。但是由于疫情等原因影响全球的5G网络建设进程、5G智能终端，随之影响公司业务增长。

（2）集成芯片推广量产替代公司无线通信模块的风险

目前有部分半导体芯片厂商已推出带无线通信功能的集成芯片，如果此类集成芯片大规模应用于物联网设备终端，公司现有的主营业务无线通信模块产品销售将受到一定冲击。非集成应用处理功能的基带芯片是目前大部分终端设备采用的主流方案，方案具有应用处理功能较强、灵活度较高、市场响应速度较快等特点。

二. 公司概况

2.1 公司基本情况

公司成立于 1999 年，公司发展经历可分为 5 个阶段：1) 1999-2007 年代理摩托罗拉模块产品并提供技术增值服务，与英飞凌战略合作；2) 2008-2011 年与摩托罗拉开展 ODM 合作，公司开始经营自主品牌 Fibocom，生产 2G 无线通信模块；3) 2012-2013 年 3G 无线模组产品上市，开拓手持支付、智能电网、车联网等领域；4) 2014-2016 年 4G 无线模组产品上市，研发物联网应用解决方案和车规级无线通信模块，向海外市场拓展，获英特尔创新基金战略投资；5) 2017 至今广和通创业板上市，成为首家上市的无线通讯模组企业。

图 1 公司的几个发展阶段



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司自成立以来主要从事于物联网与移动互联网无线通信技术和应用的推广及其解决方案的应用拓展，在通信技术、射频技术、数据传输技术、信号处理技术上形成了较强的研发实力，是无线通信技术领域拥有自主知识产权的专业产品与方案提供商。公司主要客户包括移动支付终端供应商百富环球、INGENICOGROUP、惠尔丰、新国都、新大陆；国网和南网各类细分采集设备供应商林洋能源、海兴电力、国电南瑞、炬华科技、友讯达；车载系统供应商赛格导航、博实结、华宝科技、比亚迪等以及移动互联网领域的联想、亚马逊、惠普等。

图 2 公司的主要产品及应用



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

公司在物联网产业链中处于网络层，并涉及与感知层的交叉领域，主要从事无线通信模块及其应用行业的通信解决方案的设计，研发与销售服务，主要产品包括 5G/4G/3G/2G/NB-IoT/LTE 安卓智能/车规级无线通信模组，通过与物联网终端的集成实现终端设备数据的互联互通和智能化，从而赋能千行百业的数字化转型。

公司在移动支付、移动互联网、车联网、智慧能源、智能安防、智慧城市、智慧家庭、智慧医疗、智慧农业、无线网关等领域积累了众多国内外优质客户。

2.2 公司的股权结构

公司的大股东张天瑜持股 6007.5 万股，持股比例为 44.77%，为公司的大股东。公司的机构股东主要有云南广和创通企业管理中心、睿远成长价值混合型证券投资基金、深圳前海红土并购基金合伙企业、建信(北京)投资基金管理有限责任公司、深圳市创新投资集团有限公司和华夏中证 5G 通信主题交易型开放式指数证券投资基金。

表 3 公司的股权状况

排名	股东名称	持股数量 (万股)	占股本比 (%)
1	张天瑜	6,007.50	44.77
2	云南广和创通企业管理中心	1,201.50	8.95
3	应凌鹏	640.80	4.78
4	睿远成长价值混合型证券投资基金	485.50	3.62

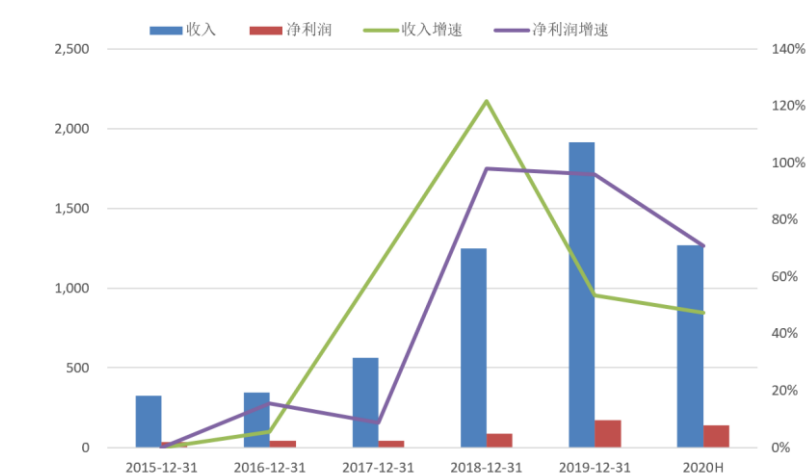
5	深圳前海红土并购基金合伙企业	365.50	2.72
6	许宁	163.70	1.22
7	建信(北京)投资基金管理有限责任公司	146.20	1.09
8	深圳市创新投资集团有限公司	146.20	1.09
9	华夏中证 5G 通信主题交易型开放式指数证券投资基金	134.32	1.00
10	李卓	128.15	0.95
	合 计	9,419.36	70.19

数据来源：公司公告，上海证券研究所

2.3 公司的业绩保持稳步增长

公司 2019 年收入 19.15 亿元，同比增长 53.32%，归属于母公司的净利润 1.70 亿元，同比增长 95.93%。2015 年-2019 年公司的收入的复合增长率为 55.67%，归属于母公司净利润的复合增长率为 48.56%。近年公司的业绩保持稳步增长。

图 3 公司的业绩发展状况 单位：百万元

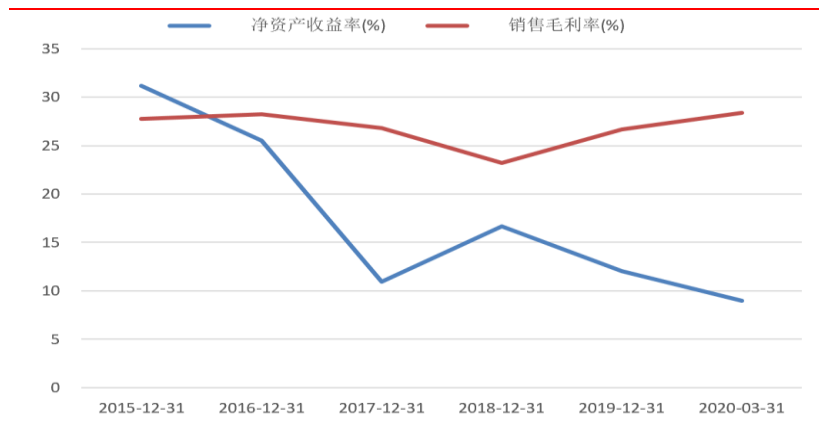


数据来源：公司年报，上海证券研究所

从公司的盈利能力看，2015 年-2019 年公司的销售毛利率整体有所波动，但是相对稳定在 25-30% 区间。公司的净资产收益率（摊薄）有所下滑，整体上由 30% 不断下滑。2020Q1 由于疫情的冲击公司的业绩，公司的净资产收益率只有 8.98%，随着疫情的消退，公司

的净资产收益率会有所恢复。

图 4 公司的盈利能力状况 单位：%

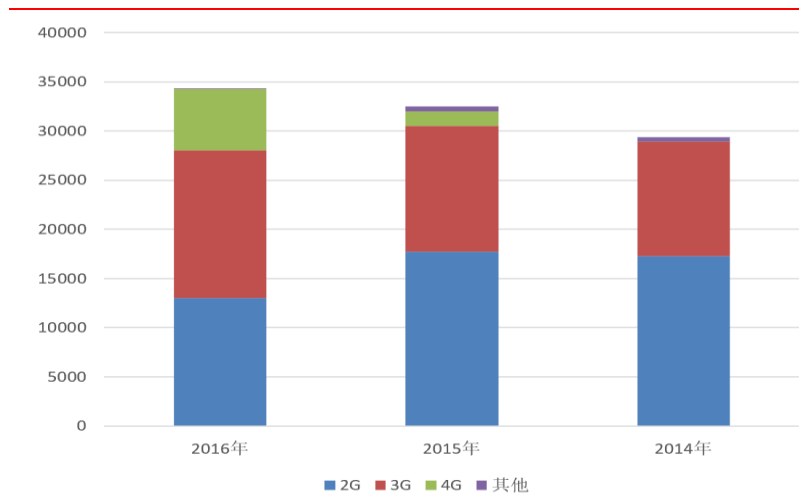


数据来源：公司公告，上海证券研究所

2.4 公司目前集中于 4G 通信模组业务

从公司业务技术的角度来看，公司目前的通信模组产品主要集中在 2G (GSM/GPRS)、3G(WCDMA/HSPA)、4G(LTE)技术标准中，公司的 2016 年收入中 4G 通信模组产品达到 6252 万元，在收入中占比达到 18.21%，4G 通信模块的占比不断上升。

图 5 公司 4G 通信模组占比不断上升 单位：万元



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

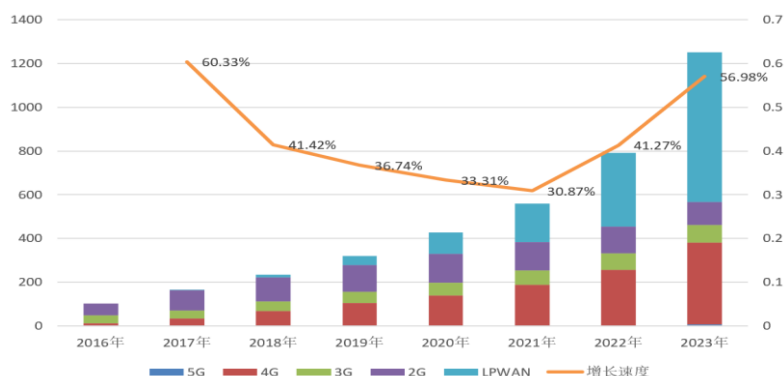
三. 物联网蜂窝通信模组市场

3.1 全球蜂窝通信模组的市场空间

根据智研咨询发布的《2020-2026 年中国蜂窝通信模组产业运营状况及发展战略研究报告》，预计 2022 年蜂窝通信模组市场规模接近 300 亿元。2023 年全球物联网蜂窝通信模组出货量将增长到 12.50 亿片，LPWAN 通信模组将是出货量增长最快的产品，在 2020

年以后逐渐对 2G 通信模组形成替代，2G 通信模组出货量也将开始萎缩。

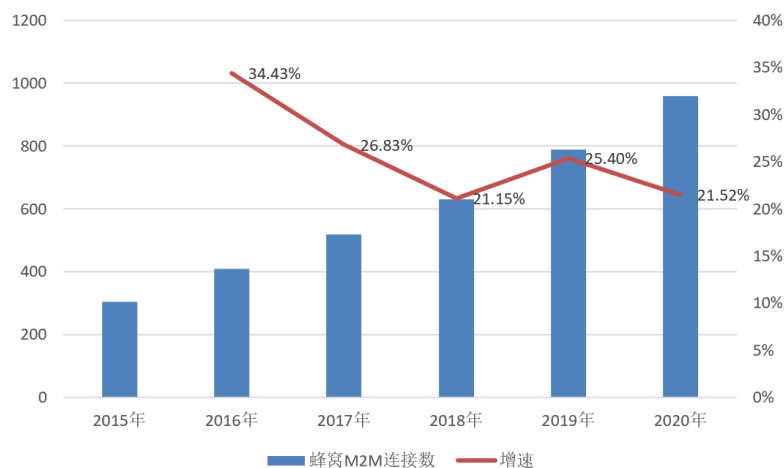
图 6 2016 年-2023 年全球蜂窝通信模组市场规模（百万块）



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

从连接数看，2018 年全球 M2M 蜂窝连接数 630 万，到 2020 年，这一数据有望达到 960 万。M2M 设备市场规模下游细分方面，数据显示，2013 年汽车与交通运输行业设备相关收入占 32.41%，是 M2M 设备应用行业中最中的应用行业。到 2024 年与汽车和运输设备连接相关的收入将增长到 370.67 亿美元，CAGR 为 52%，占总收入的 53.69%。

图 7 2015 年-2020 年全球 M2M 蜂窝连接数（百万）



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

根据 GSMA 统计数据，2019-2025 年全球物联网设备连接数仍将保持平稳较快增长，2025 年全球物联网设备（包括蜂窝和非蜂窝）联网数量将达到 252 亿，年均复合增长率约为 15.3%。

根据 ABI Research 统计数据，2018 年全球物联网模组出货量为 2.35 亿片，预计到 2023 年将增长到 15 亿片，CAGR 达到 45%。

据 Ericsson Mobility Report 预测，2025 年使用蜂窝通信的物联网终端连接数量将达到 50 亿台。

3.2 物联网与移动互联网的融合发展

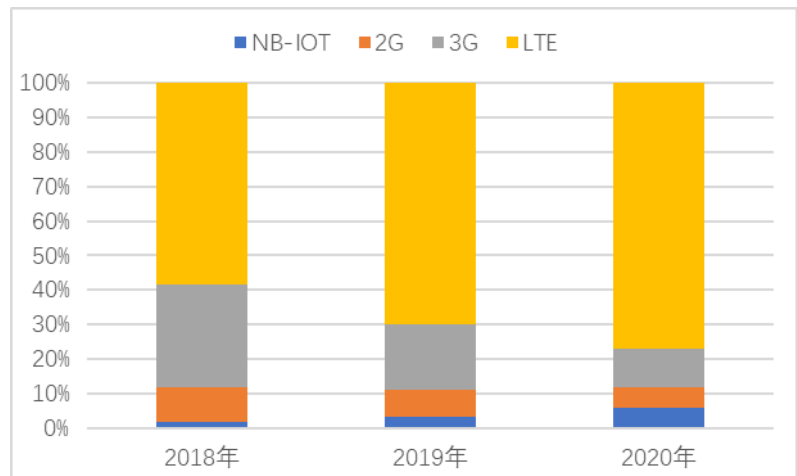
移动互联网是面向个人消费者市场，侧重于提供大众性消费、全球性的服务，主要是 To C 业务。而物联网主要是行业性、区域性的服务，主要是 To B 的业务。当前移动互联网已经进入高速普及期，成功产品和服务模式不断向其它产业领域延伸渗透，而处于起步阶段的物联网，也开始融入各行各业，移动互联网与物联网的融合成为最有潜力的市场。

物联网借鉴移动互联网的技术、模式和渠道，开始从专业行业领域向民生领域渗透，基于手机的融合应用正在不断涌现。例如，政府开放城市公用事业数据，通过手机向用户提供公共缴费、气象预警、交引导等便民信息服务。依靠移动互联网的成功经验，物联网应用将实现规模化发展。

3.3 通信技术的不断演进，蜂窝通信模组应用领域

4G 的技术逐步成为主流。根据爱立信的统计分析，到 2013 年底，全球采用 2G 的 M2M 方案占比约 64%，采用 4G LTE 仅占 1%。随着各个行业在物联网应用中对数据连接的要求越来越高，4G LTE 占比将不断上升。根据爱立信的预测，到 2019 年采用 4G LTE 的 M2M 方案将成为主流。

图 8 4G 的蜂窝通信模块成为主流

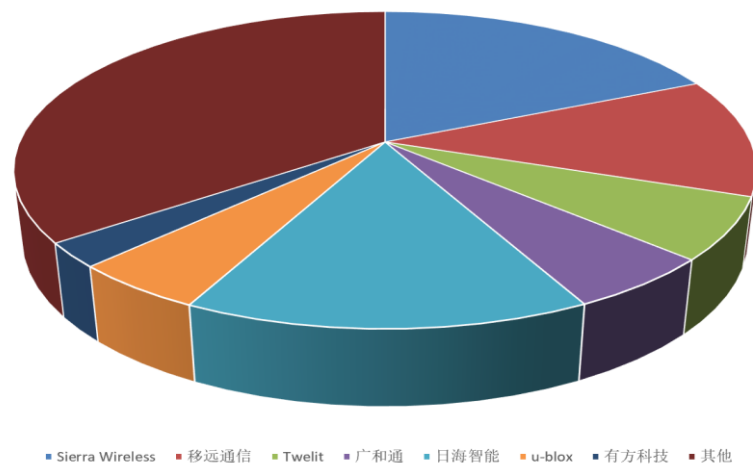


数据来源：公司年报，上海证券研究所

3.4 行业国内厂商不断崛起

在无线通信模块细分市场，全球知名的供应商包括 Twelit、Sierra wireless、u-blox、而国内供应商除了公司外，主要有华为、中兴物联、移远通信、广和通和有方科技。近年来随着国内厂商的技术实力的提升，同时国内的物联网应用在智能 POS、智能公用事业、智能交通等领域大量的应用，国内蜂窝通信智能通信模块厂商的市场份额不断的上升。

图 9 2018 年全球主要蜂窝物联网通信模组市场份额



数据来源：智研咨询，公司招股说明书，上海证券研究所

四. 公司的核心价值

4.1 公司的蜂窝通信模块业务快速增长

近年公司的蜂窝通信模块业务主要分为 M2M 和 MI。M2M 领域产品主要为工业类（移动支付、智能电网、车联网、安防监控等）应用，其市场特点为客户需求稳定、客户粘性相对较高。M2M 业务保持稳步的快速增长，2014 年-2018 年复合增长率 45.53%。考虑到物联网应用领域的多样化，物联网的连接数迅速增长，M2M 业务增速有加快的趋势。

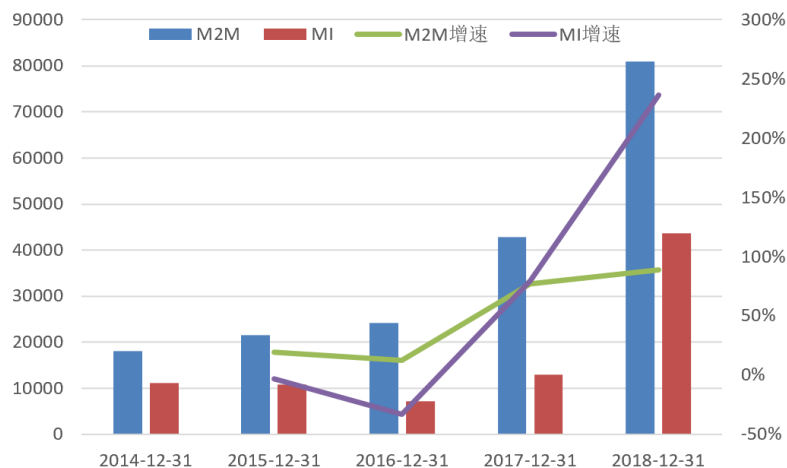
MI 领域产品主要为消费电子应用（平板电脑、二合一电脑、笔记本电脑、电子书等），其市场特点为市场变动快，产品生命周期相对短。公司 MI 领域收入增长将取决于亚马逊、联想、惠普等消费电子终端对公司产品的需求。MI 主要应用于下游消费电子，消费终端变化较快对公司 MI 业务造成较大的波动。

近年公司快速进入平板电脑、笔记本电脑和电子书等市场，公司的 MI 业务保持快速的成长，2014 年-2018 年复合增长率 40.93%。考虑到 5G 科技周期中，消费智能终端的多样化，高速移动通信的需求规模也迅速增长，我们认为公司 MI 业务仍将保持稳步快速增长的趋势。

公司的 M2M 业务，主要是应用于移动支付、智能电网、车联网、安防监控等领域。此类产品与行业的具体应用相结合，同时有具体的新需求，产品的定制化的程度较高。M2M 业务保持快速增长。

图 10 公司蜂窝通信模块的应用领域

单位：万元



数据来源：公司招股说明书，上海证券研究所

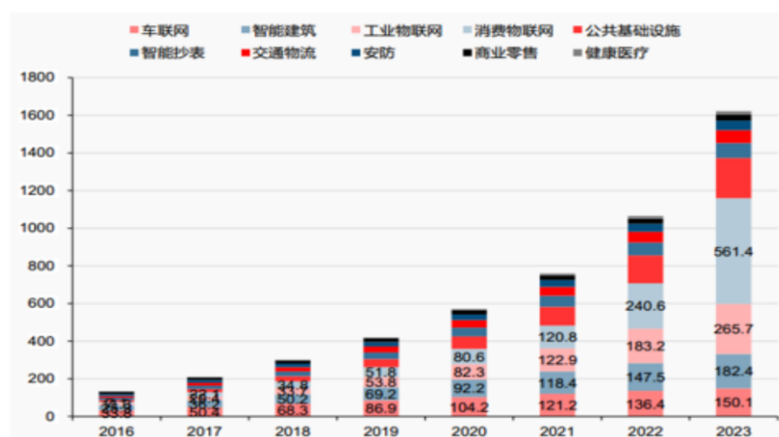
2020 年 H1 收入 12.66 亿元，同比增长 47.42%，归属于上市公司股东净利润 1.38 亿元，同比增长 70.78%，扣非后净利润 1.26 亿元，同比增长 76.10%。2020 年上半年物联网行业发展态势良好，公司积极复工复产，响应客户需求，整体收入实现快速增长。

4.2 5G 周期带来的蜂窝通信模块的大规模需求

物联网产业将在 5G 时代成为超万亿规模地巨大市场，而物联网通信模组作为物联网产业链的感知基石，将在发展初期率先起量，并伴随物联网产业演进。

从应用领域来看，目前车联网、智能建筑领域通信模组出货量相对较大，未来五年出货量复合增长率超过 50% 的应用领域包括消费物联网、工业物联网和公共基础设施。

图 11 2016 年-2023 年全球蜂窝通信模组应用市场的规模（百万块）



数据来源：智研咨询，上海证券研究所

同时随着 5G 在各垂直行业的应用落地，如高清视频直播、云办公（ACPC）、智能电网、5G 无线网关、远程医疗、智能网联汽

车、智慧交通、自动驾驶、无人机监控、机器人服务、智慧零售、智能家居、智慧能源、智慧城市等。

图 12 5G 的移动生态进全新领域



数据来源: 高通公司, 上海证券研究所

4.3 收购 Sierra 全球车载前装模块业务

公司增资锐凌无线, 并收购 Sierra Wireless 的全球车载前装模块业务相关资产, 收购价格不超过 1.65 亿美元(不超过 11.54 亿元)。Sierra Wireless 是全球领先通信模块供应商, 在无线市场提供硬件、软件和服务, 并提供从物联网设备到云的完整解决方案。

作为全球领先的无线通信模块供应商, 在嵌入式车载前装蜂窝模块领域已经积累了 15 年的行业经验, 拥有众多成功的汽车前装市场长期服务项目, 其车载前装通信模块安装量在全球位居前列。收购完成后公司可为客户提供全面的车载前装解决方案, 包括车载前装嵌入式蜂窝模块产品的设计、研发、生产、测试、市场、支持和销售业务相关的资产、负债, 主要终端客户包括 VW(大众集团)、PSA(标致雪铁龙集团)及 FCA(菲亚特克莱斯勒汽车公司)等全球知名整车厂。

4.4 研发投入不断加大, 与收入增速有高相关性

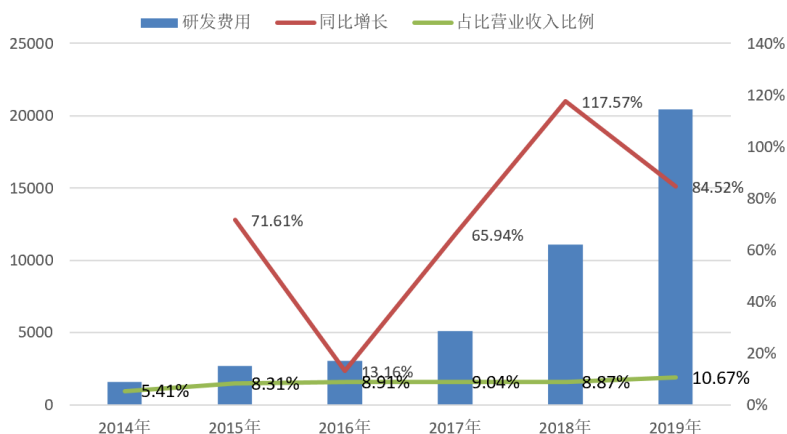
公司是专注于物联网无线通信技术和应用的推广及其解决方案的应用拓展的国家高新技术企业, 依托多年积累的行业经验与不断发展壮大的研发团队, 公司在通信技术、射频技术、数据传输技术、信号处理技术上形成了较强的研发实力和技术优势。截至 2019 年 12 月 31 日, 公司员工人数为 901 人, 其中研发人员占比达到 60% 以上。公司研发的各种不同制式的无线通信模块, 能够满足物联网对数据接入、传输过程中所必需的可靠性、及时性; 产品能够应对各种复杂的通信网络环境, 并实现智能化的网络切换和优选。

随着物联网产业不断发展, 客户已经不满足于无线通信模块仅承担物联网入口的功能; 客户需要融合感知、前端数据的处理和分析以及数据的接入和传输等复合性功能的一体化模块, 功能和技术

的融合将更加有利于降低产品成本、提高数据处理和传输的及时和有效性、降低产品功耗以及提高产品稳定性。

截至 2020H1，公司员工总人数为 1058 人，其中研发人员占比高达 60% 以上，本科及以上学历人员占比高达 80%；研发过程中已累计获得 33 项发明专利、41 项实用新型专利以及 46 项计算机软件著作权，为公司开拓更多物联网应用领域奠定良好的基础。

图 13 公司近年研发费用保持稳步增长

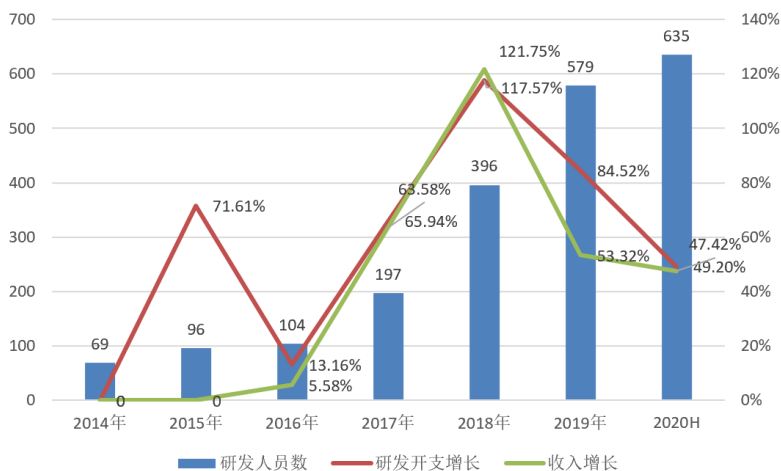


数据来源：公司年报，上海证券研究所

公司的研发骨干大多都有多年行业研发经验，并曾在世界五百强企业及国内科研院所等行业技术领先的企业工作。同时公司积极与英特尔、高通、紫光展锐、MTK 等交流合作，在技术和产品上不断创新，研发流程也不断得到提升，能够与国际先进的产品开发管理流程相接轨。

随着物联网产业不断发展，客户需要融合感知、前端数据的处理和分析以及数据的接入和传输等复合性功能的一体化模块，公司定制化服务与客户合作开发。公司的研发开支也会随着定制开发项目的增多而迅速增长，公司的研发开支的增长与公司的收入增长有很大的相关性，增长速度趋同。2016 年-2020H1 公司的研发开支的增速分别为 13.16%、65.94%、117.57%、84.52%和 49.20%，同期的收入增速分别为 5.58%、63.58%、121.75%、53.32%和 47.42%。

图 14 公司收入增长与研发开支增长速度趋同



数据来源：公司公告，上海证券研究所

4.5 公司的业绩预测

公司是全球领先的蜂窝通信智能模块服务商。公司产品主要为工业类移动支付、智能电网、车联网和安防监控等应用，其市场特点为客户需求稳定、客户粘性相对较高。另外主要为消费电子应用平板电脑、二合一电脑、笔记本电脑和电子书等，其市场特点为市场变动快。

表 4 公司财务数据摘要（单位：百万元）

财务和估值数据摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
单位:百万元					
营业收入	1249.10	1915.07	2725.97	3816.35	5152.07
增长率(%)	121.75%	53.32%	42.34%	40.00%	35.00%
归属母公司股东净利润	72.98	144.11	314.90	431.63	565.76
增长率(%)	84.25%	97.45%	118.52%	37.07%	31.08%
每股收益(EPS)	0.302	0.597	1.304	1.787	2.342
每股股利(DPS)	0.041	0.125	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	-0.049	0.918	-0.288	1.924	0.329
销售毛利率	23.19%	26.67%	28.00%	28.00%	28.00%
销售净利率	5.84%	7.52%	11.55%	11.31%	10.98%
净资产收益率(ROE)	16.28%	11.06%	19.46%	21.06%	21.63%
投入资本回报率(ROIC)	17.29%	31.46%	51.69%	41.65%	53.58%
市盈率(P/E)	195.94	99.23	45.41	33.13	25.28
市净率(P/B)	31.89	10.97	8.84	6.98	5.47
股息率(分红/股价)	0.001	0.002	0.000	0.000	0.000

数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 5 公司三表预测摘要（单位：百万元）

报表预测	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表					
营业收入	1249.10	1915.07	2725.97	3816.35	5152.07
减：营业成本	959.38	1404.35	1962.69	2747.77	3709.49
营业税金及附加	4.53	5.09	9.17	12.83	17.32
营业费用	45.04	86.51	123.14	172.40	232.73
管理费用	34.73	46.36	65.98	92.38	124.71
财务费用	4.19	-0.56	-1.45	-2.79	-3.75
资产减值损失	22.38	-12.76	5.96	5.96	5.96
加：投资收益	2.54	0.48	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.03	3.56	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-110.76	-236.57	-190.00	-280.00	-400.00
营业利润	79.66	153.56	370.47	507.80	665.60
加：其他非经营损益	-0.60	-1.14	0.00	0.00	0.00

利润总额	79.06	152.42	370.47	507.80	665.60
减：所得税	6.08	8.31	55.57	76.17	99.84
净利润	72.98	144.11	314.90	431.63	565.76
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	72.98	144.11	314.90	431.63	565.76
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	225.01	592.91	432.78	899.84	982.54
应收和预付款项	460.66	657.15	986.04	1314.42	1791.19
存货	104.23	177.53	245.90	346.90	453.38
其他流动资产	82.07	367.81	367.81	367.81	367.81
长期股权投资	0.64	1.00	1.00	1.00	1.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	22.02	33.42	22.03	10.64	-0.75
无形资产和开发支出	30.08	62.49	55.93	49.37	42.82
其他非流动资产	29.88	61.54	52.48	43.41	43.41
资产总计	954.59	1971.06	2181.17	3050.61	3698.61
短期借款	176.68	91.50	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	323.58	564.30	551.02	988.82	1071.06
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.97	11.92	11.92	11.92	11.92
负债合计	506.23	667.72	562.94	1000.74	1082.98
股本	121.19	134.22	134.22	134.22	134.22
资本公积	132.64	836.91	836.91	836.91	836.91
留存收益	194.53	332.20	647.10	1078.73	1644.49
归属母公司股东权益	448.36	1303.33	1618.23	2049.86	2615.63
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	448.36	1303.33	1618.23	2049.86	2615.63
负债和股东权益合计	954.59	1971.06	2181.17	3050.61	3698.61
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金净流量	-11.74	221.84	-69.62	464.73	79.40
投资性现金净流量	56.02	-675.76	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	112.42	601.74	-90.51	2.33	3.29
现金流量净额	165.88	143.87	-160.12	467.06	82.70

数据来源：Wind 上海证券研究所

分析师声明

张 涛

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。