

2020年12月07日

广和通 (300638.SZ)

公司分析

无线通信模组龙头，积极迎接物联网时代

投资要点

- ◆ **深耕 20 年，成为全球领先的无线通信模组厂商。**广和通主要从事主要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，处于物联网产业链中的网络层，并涉及与感知层的交叉领域。公司深耕无线通信模块 20 年，围绕无线通信模块延展，在移动互联、移动支付、车联网等多领域应用，与许多物联网行业大客户形成长期稳定的合作关系，掌握优质客户资源。公司研发人员占比高，掌握行业多项关键技术。公司股权稳定，控制权集中，2018 年曾推出股权激励计划，从 18-19 年的净利润完成情况看，效果显著。
- ◆ **经营从稳健步入高增长，通信模块贡献主要收入来源。**2019 年，公司实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 53.32%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 95.95%。公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 77.17%和 61.57%。2020 年前三季度公司实现营收 19.68 亿，同比增长 48.01%，2020 前三季度实现净利润 2.24 亿，同比增长 85.65%。营收净利增长最主要是因为物联网行业的发展拉动。毛利率稳定上升，海外毛利率较高。研发费用率有所上升，其他费率较为平稳。营收拆分来看，M2M 和 MI 是主要收入构成，2018 年 M2M 贡献了约 64.74% 的比重，但 MI 行业的占比逐年上升。按地区来看，海外营收逐渐上升。
- ◆ **万物互联催生通信模组需求放量，龙头行业优势加大。**物联网市场规模发展前景广阔，在所有领域都有巨大发展潜力，应用前景广泛，预计 2025 年全球市场规模达到 1.57 万亿美元。多项政策支持为行业发展保驾护航。随着物联网对各行各业的持续渗透以及蜂窝技术的演进，通信模组市场需求将持续增长。网络制式不断演进，在未来市场里，NB-IoT、LTE（主要是 Cat.1）和 5G 模块将占主导地位，根据 C114，预计到 2025 年，NB-IoT 连接数将占据物联网市场的 45%，成为第一，4G 连接数将达到 39%，5G 连接数将达到 10%。通信模组技术不断更新迭代，需要企业拥有技术优势和规模优势，而小公司和新公司可能难以和龙头竞争。
- ◆ **移动支付与 PC 业务稳固，积极布局车联网领域。**在消费电子领域，公司积极与 HP、Lenovo、Dell、Google、Microsoft 等 500 强 PC 企业进行技术合作开发，疫情拉动 PC 端需求，模块内置率不断提升。在移动支付领域，公司与新大陆、新国都、百富环球等 POS 终端客户形成了长期稳定的供货关系。移动支付与 PC 业务基本盘稳固。车联网领域，公司通过参股公司收购 Sierra Wireless 全球车载前装模块业务资产，实现车载前装模块布局，战略投资吉利旗下西安联乘智能科技有限公司，深入布局 C-V2X 技术。
- ◆ **投资建议：**公司作为国内资深移动通信模组厂商，赛道卡位正确，将充分享受无线通信模组行业高增长红利，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 27.83 亿元、38.9 亿元及 56.2 亿元，净利润分别为 2.69 亿元、3.91 亿元、6.32 亿元，EPS 分别为 1.11、1.62 及 2.61 元/股。公司 20-21 年 PE 对应分别为 52.6/36.2x，水平低于同业均值，我们看好公司以较强竞争力的产品线，抢占物联网+车联网赛道，

通信 | 通信终端及配件 III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2020-12-04)

58.55 元

交易数据

总市值（百万元）	14,142.53
流通市值（百万元）	8,674.17
总股本（百万股）	241.55
流通股本（百万股）	148.15
12 个月价格区间	41.68/95.72 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.43	-14.19	15.73
绝对收益	-2.51	-14.24	73.87

分析师

曾捷

 SAC 执业证书编号：S0910518110001
 zengjie@huajinsc.cn

相关报告

首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。。

◆ **风险提示：** 垂直行业需求不及预期；物联网渗透率不及预期；国内模组厂商持续价格战；公司毛利率下降风险；

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,249	1,915	2,783	3,885	5,619
YoY(%)	121.7	53.3	45.3	39.6	44.6
净利润(百万元)	87	170	269	391	632
YoY(%)	97.9	95.9	58.0	45.4	61.7
毛利率(%)	23.2	26.7	26.7	27.8	28.8
EPS(摊薄/元)	0.36	0.70	1.11	1.62	2.62
ROE(%)	19.4	13.0	17.7	21.3	26.6
P/E(倍)	162.9	83.2	52.6	36.2	22.4
P/B(倍)	31.5	10.9	9.3	7.7	6.0
净利率(%)	6.9	8.9	9.7	10.1	11.2

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、全球领先的无线通信模组厂商.....	4
(一) 公司简介	4
(二) 公司财务分析	6
1、经营从稳健步入高增长	6
2、通讯模块贡献主要营收，海外营收逐年上升	8
二、行业分析	8
(一) 万物互联正当时，市场前景广阔，应用广泛多样	9
(二) 政策支持为行业发展保驾护航	10
(三) 万物互联催生通信模组需求放量，龙头行业优势加大	11
三、移动支付与 PC 业务稳固，积极布局车联网领域	12
(一) PC 与移动支付业务地位稳固	12
(二) 多线布局高车载网领域	13
三、盈利预测及投资建议	14
四、风险提示	15

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司产品分类	5
图 3：公司主要股东持股情况	6
图 4：过往 6 年营业收入及增长率	7
图 5：过往 6 年净利润及增长率	7
图 6：过往 6 年毛利率变动	7
图 7：过往 5 年主要费用率变动	7
图 8：行业内公司毛利率对比情况	7
图 9：物联网基本架构	9
图 13：物联网国内市场预计规模	10
图 14：物联网国外市场预计规模 (十亿美元)	10
图 12：国家针对物联网部分政策	11
图 13：蜂窝物联网市场将 2G/3G 向 4G/NB 演进	12
表 1：手机散热行业市场空间广阔	10
表 6：产业链可比公司估值参考	14

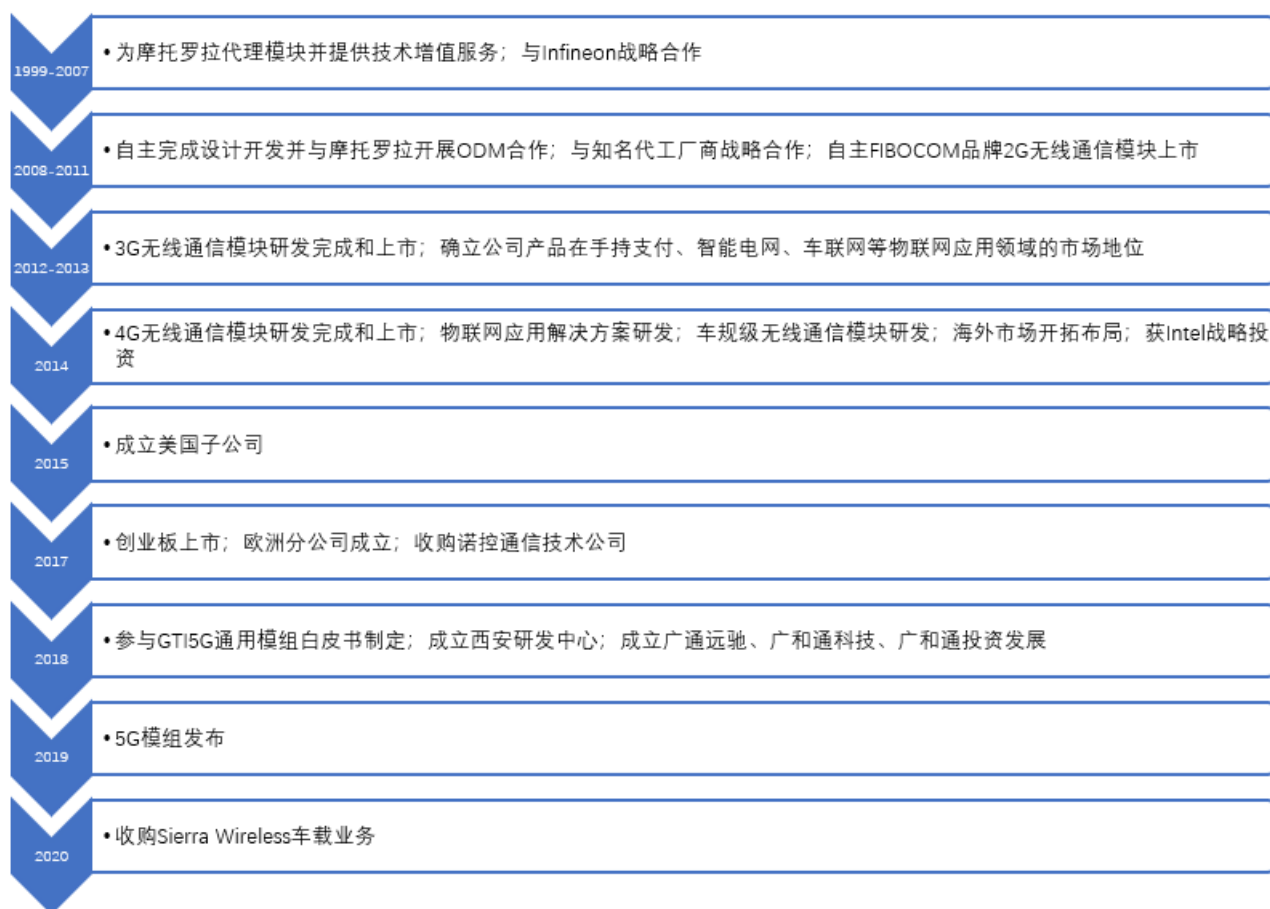
一、深耕二十年，成为全球领先的无线通信模组厂商

广和通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，业务处于物联网产业链中的网络层，并涉及与感知层的交叉领域。公司深耕无线通信模块 20 年，围绕无线通信模块延展，在移动互联、移动支付、车联网等多领域应用，与许多物联网行业大客户形成长期稳定的合作关系，掌握优质客户资源。公司研发人员占比高，掌握行业多项关键技术。公司股权稳定，控制权集中，2018 年曾推出股权激励计划，从 18-19 年的净利润完成情况看，效果显著。

（一）公司简介

成立二十载，深耕无线通信模组和解决方案。公司成立于 1999 年，主要从事无线通信模组和解决方案的设计、研发与销售。公司早先为摩托罗拉公司的模块代理商，后于 2008 年开始自主研发。自 2012 年起，公司一直处在物联网应用领域领先地位，积极成立分公司、研发中心和开拓海外市场。2014 年，公司获 Intel 首批创新基金投资战略入股，为英特尔投资的唯一一家物联网无线通信解决方案供应商。2020 年，公司收购全球领先无线模组企业 Sierra Wireless 车载前装模块业务资产，加大对全球汽车通讯模块的布局，加速进入全球汽车巨头的供应链。

图 1：公司发展历程



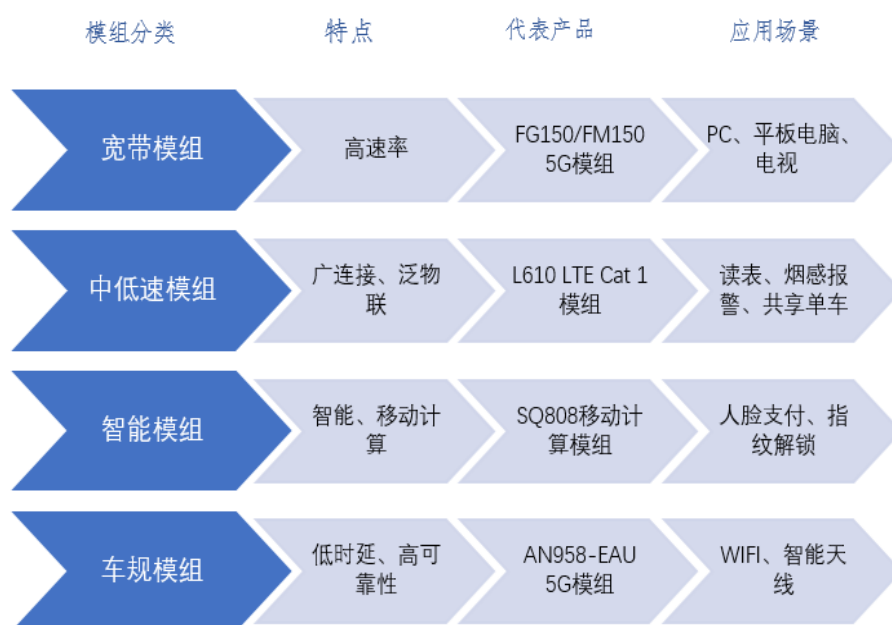
资料来源：公司公告，华金证券研究所

围绕无线通信模块延展，在移动互联、移动支付、车联网等多领域应用。公司主要从事主要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，提供包括 2G、3G、4G、5G、NB-IOT 技术的无线通信模块以及基于其行业应用的通信解决方案。公司产品主要包括 5G 模块、LTE 模块、SoC 智能模块、WCDMA/HSPA+ 模块、GSM/GPRS 模块、LPWA 模块等，按需求划分为中低速模组，宽带模组、智能模组、车规级模组。从应用领域来看，公司业务分为 MI（PC、平板等消费电子产品）和 M2M（移动支付、智能电网、车联网等）两大类。公司产品主要应用于移动互联网、移动支付、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。

与许多物联网行业大客户形成长期稳定的合作关系，掌握优质客户资源。公司深耕无线通信模块 20 年，主要客户有移动支付终端供应商百富环球、INGENICO GROUP、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，并且一直在积极开拓海内外新客户资源。

研发人员占比高，掌握行业多项关键技术。公司总员工数量 1058 人，研发人员占比达 60% 以上。公司在无线通信模块及其应用行业通信解决方案的 2G/3G/4G/5G 通信协议栈软件开发技术、产品性能实现工业级-40 到+85 度的技术、RF 校准控制技术、一体化产品开发设计技术、接口扩展技术、集成应用技术的研发过程中已已累计获得 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。相关技术的掌握使得公司产品能满足移动支付、移动互联网、车联网、智能电网、安防监控等多个领域的应用，并为公司开拓更多物联网应用领域奠定良好的基础。

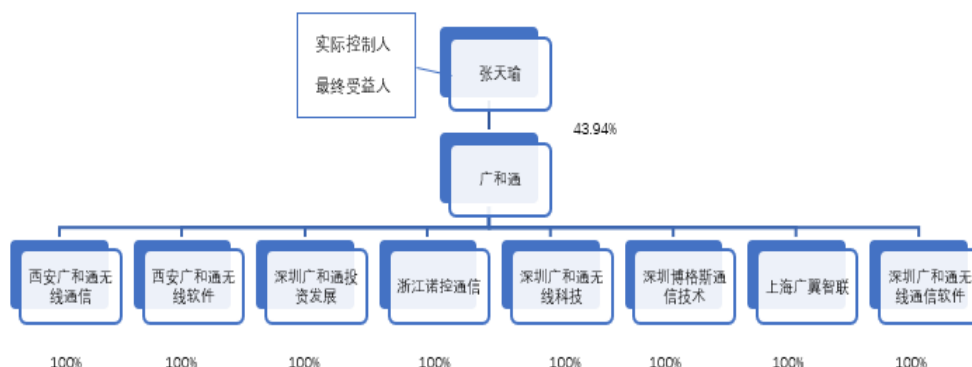
图 2：公司产品分类



资料来源：公司官网，华金证券研究所

股权稳定，控制权集中。股权结构方面，公司实际控制人为张天瑜，持股占比 43.94%，其余主要股东都为个人或者机构投资者。整体上看，公司股权结构较为稳定和集中。公司 2018 年曾推出股权激励计划，从 18-19 年的净利润完成情况看，效果显著。

图 3：公司主要股东持股情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）公司财务分析

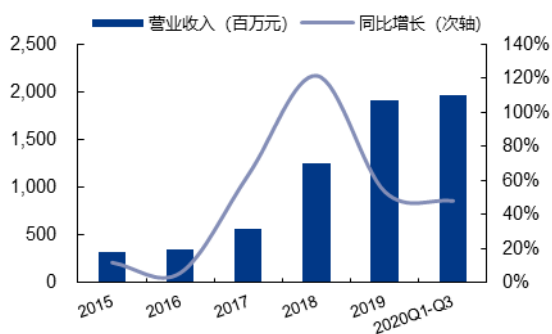
2019 年，公司实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 53.32%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 95.95%。公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 77.17%和 61.57%。2020 年前三季度公司实现营收 19.68 亿，同比增长 48.01%，2020 前三季度实现净利润 2.24 亿，同比增长 85.65%。营收净利增长最主要是因为物联网行业的发展拉动。毛利率稳定上升，海外毛利率较高。研发费用率有所上升，其他费率较为平稳。营收拆分来看，M2M 和 MI 是主要收入构成，2018 年 M2M 贡献了约 64.74% 的比重，但 MI 行业的占比逐年上升。按地区来看，海外营收逐渐上升。

1、经营从稳健步入高增长

2019 年，公司实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 53.32%，实现净利润 1.7 亿元，同比增长 95.95%，营收净利的大幅增长主要受益于物联网行业的快速发展，市场对公司产品认可度提高。2020 年前三季度公司实现营收 19.68 亿，同比增长 48.01%，公司收入实现快速增长主要是因为物联网行业发展态势良好以及公司积极复工复产，及时响应客户需求。2020 前三季度实现净利润 2.24 亿，同比增长 85.65%，其主要原因为营收的快速增长以及毛利率的提高。

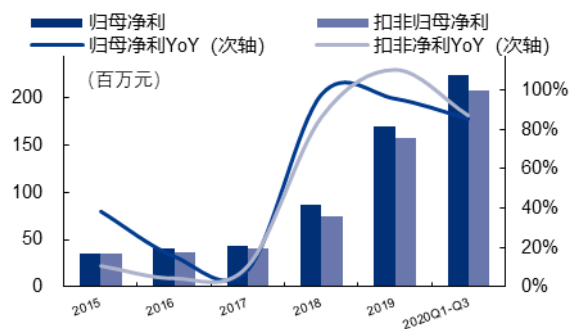
拉长来看，2015-2019 年期间，公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 77.17%和 61.57%，实现快速增长。

图 4：过往 6 年营业收入及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

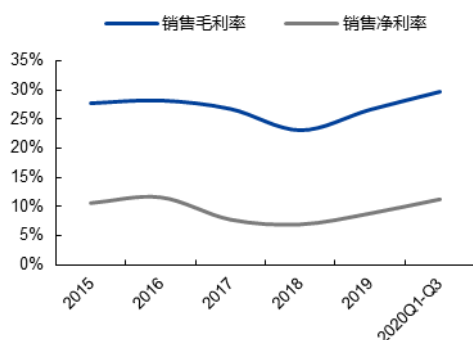
图 5：过往 6 年净利润及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

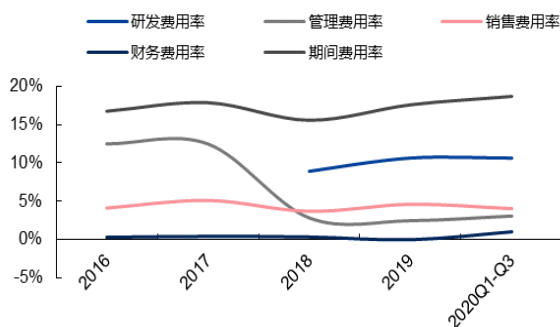
从盈利能力看，公司毛利率与净利率自 2018 年起稳定上升，这主要是公司海外业务逐年增多，海外销售毛利率较高。除此之外，公司采用毛利率较高的直销模式，并积极改善产品结构，增强客户粘性。对比行业其他公司（移远通信、有方科技、日海智能），广和通毛利率总体处于最高水平，且呈上涨趋势。费用率方面，2018 年起公司费用率稍有提升，主要原因是研发费用的增大。公司其余费率较为平稳，均处于 0%-5% 区间内。

图 6：过往 6 年毛利率变动



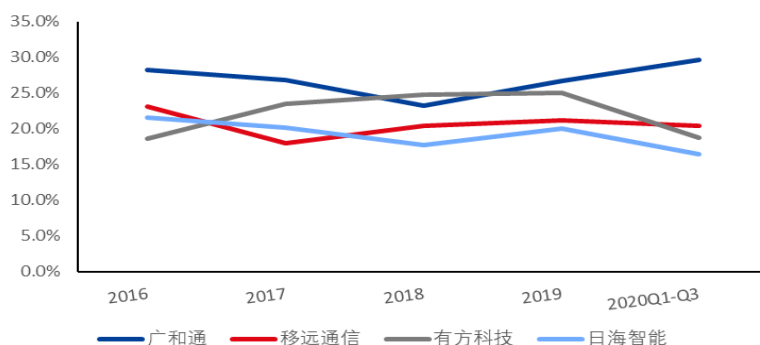
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 7：过往 5 年主要费用率变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 8：行业内公司毛利率对比情况

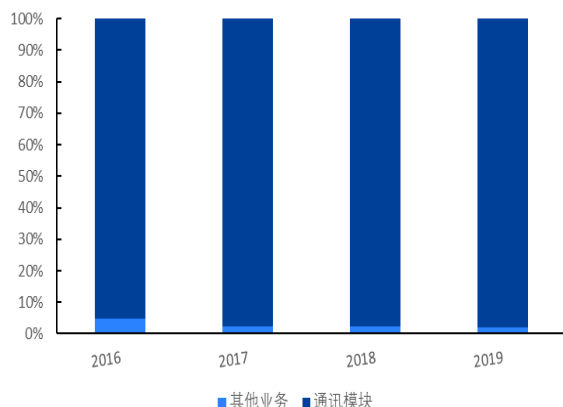


资料来源：wind, 华金证券研究所

2、通讯模块贡献主要营收，海外营收逐年上升

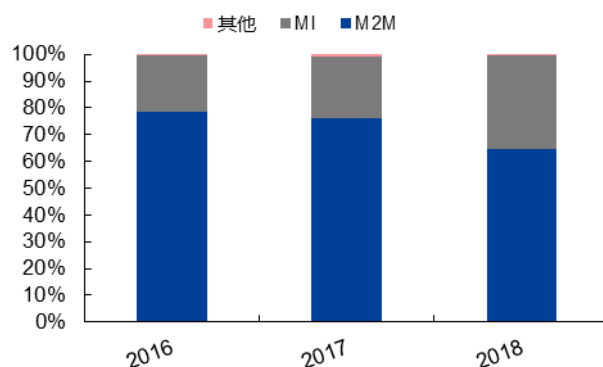
公司产品主要应用在 M2M (Machine to Machine, 机器间通信) 和 MI (Mobile Internet 领域。营业收入构成中, 分产品看, 通讯模块在公司营收中占绝对主导地位, 并且营收占比依然逐年上升。从 2016 年到 2019 年, 通讯模块分别占公司总营收 95.3%、97.6%、97.6%、98.2%。从行业分类来看, 公司营收绝大部分来自于 IOT 无线通信应用, 每年占比在 98%-99% 之间。在 IOT 无线通信应用行业里, M2M 和 MI 是主要收入构成, 2018 年 M2M 贡献了约 64.74% 的比重, 但 MI 行业的占比逐年上升。分地区看, 海外营收对总营收的贡献不断提升并且逐渐超过了国内营收, 2019 年, 海外营收占比 60.5%。

图 9: 按产品划分公司收入结构



资料来源: wind, 华金证券研究所

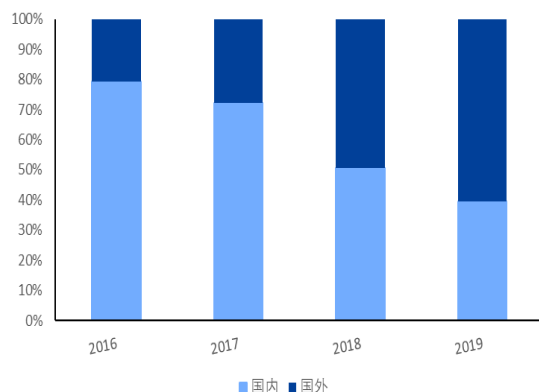
图 10: 按应用划分公司收入结构



资料来源: wind, 华金证券研究所

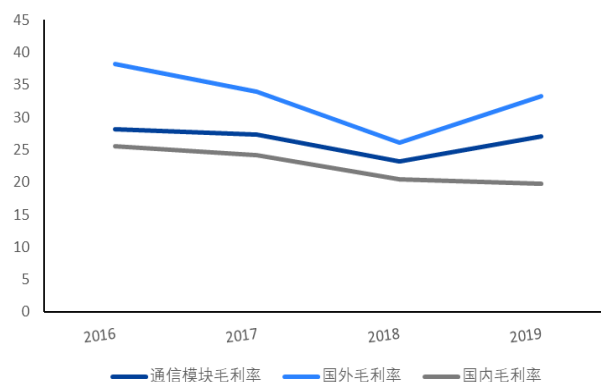
在毛利率方面, 通信模块毛利率在 2017-2018 年有所下跌, 2019 年随着公司产品结构优化, 毛利率提升。分地区来看, 海外毛利率普遍高于国内毛利率并且在 2018 年后呈上升趋势, 国内毛利率较低, 并且呈缓慢下降趋势。

图 11: 按地区划分公司收入结构



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 12: 公司毛利率拆分



资料来源: wind, 华金证券研究所

二、行业分析

物联网主要分为感知层、网络层、平台层和应用层。感知层实现对物理世界的智能感知识别、信息采集处理和自动控制，并通过通信模块将物理实体连接到网络层和应用层。网络层主要实现信息的传递、路由和控制，包括延伸网、接入网和核心网，网络层可依托公众电信网和互联网，也可以依托行业专用通信网络。平台层包括软件、全栈性能管理、开发者工具、分析工具、传感器分布网络、网络连接、信息安全、开源平台。应用层包括应用基础设施/中间件和各种物联网应用。应用基础设施/中间件为物联网应用提供信息处理、计算等通用基础服务设施、能力及资源调用接口，以此为基础实现物联网在众多领域的各种应用。其中，公司处于物联网产业链中的网络层，并涉及与感知层的交叉领域。

图 9：物联网基本架构



资料来源：锐观网数据中心,华金证券研究所

（一）万物互联正当时，市场前景广阔，应用广泛多样

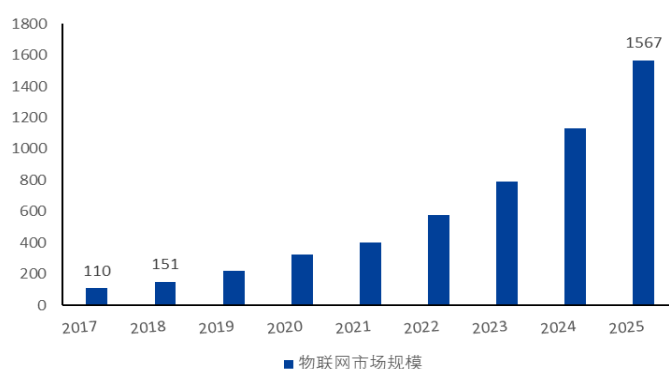
物联网市场规模发展前景广阔，预计 2025 年全球市场规模达到 1.57 万亿美元，预计 2022 年国内市场规模达到 21200 亿元。据 IoT Analytics 研究显示，2017-2025 年全球物联网市场规模复合增速为 39%，2017、2018 年市场规模分别为 1100 亿美元和 1510 亿美元，2022 年将达到将近 6000 亿美元，到 2025 年达到 1.57 万亿美元。对于国内市场规模而言，据工业协会数据显示，2013 年我国物联网市场规模为 4896.5 亿元，2018 年上升到 1.33 万亿元，年复合增长率达 22.12%，随着国家政策、经济、社会及技术等快速发展，预测到 2022 年我国物联网产业规模将超 2 万亿元。

图 10：物联网国内市场预计规模



资料来源：中国产业发展研究院，华金证券研究所

图 11：物联网国外市场预计规模（十亿美元）



资料来源：IOT Analytics，华金证券研究所制作

物联网几乎在所有领域都有巨大发展潜力，应用前景广泛。物联网目前可以主要应用的三大场景是工业、智慧城市和医疗保健。其中工业主要包括物流/供应链管理、农牧业、工业过程管理。根据物流院整理，预计 2020 年我国物联网在物流领域的市场规模将达到 2802 亿元。智慧城市主要包括智能家居/建筑、公共安全与环境检测。国内物联网在家具行业持续渗透，预计 2021 年国内智能家居行业能突破 500 亿市场规模。医疗保健主要包括疾病诊断和治疗、实时医疗直播等，预计医疗信息化市场规模能在 2021 年突破 870 亿元，年复合增长率 20%。

表 1：手机散热行业市场空间广阔

主要用途	分割	示例
工业	物流/产品生命周期管理	库存管理、货物运输
	农牧业	农业生产和养殖
	工业过程	车辆实时诊断
智慧城市	智能家居/建筑	家庭局域网、多媒体管理、电源管理
	公共安全与环境监测	环境监测
医疗保健	疾病诊断与治疗	生命体征监测、实时监测
	独立直播	紧急救援

资料来源：中国通信网，华金证券研究所

（二）政策支持为行业发展保驾护航

政府重视物联网带来的新一轮发展机遇，各项政策为物联网发展保驾护航。2013 年，国家发改委首次印发《物联网发展专项行动计划》，从专项角度出发，对 2015 年物联网行业发展制定了目标。2017 年，发改委印发《物联网十三五发展规划》，计划在 2020 年，具有国际竞争力的物联网发展体系初步形成。2020 年，工信部发表《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动互联网全面发展的通知》，加快 5G、物联网等新型基础设施建设和应用的决策部署，加速传统产业数字化转型，有力支撑制造强国和网络强国建设。未来，物联网全面发展依然会是国家发展政策的主题，这将有效推动物联网产业的快速发展。

图 12：国家针对物联网部分政策

时间	政策名称	主要内容
2017	《物联网“十三五”规划》	明确物联网发展目标。
2018	《物联网安全白皮书》	将目前物联网安全的现状、防护策略发展方向一一详细阐述。
2019	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	以 NB-IoT 与 LTECat 1 协同承接 2G/3G 物联连接，加速推进 5G 物联网应用
2020	《工业和信息化部办公厅关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	对于和国计民生相关的水/电/气/热，大趋势是采用 NB-IoT 作为技术支撑体系。尚在坚持 GFSK 和 LoRa 的用户，今年的重点工作则是转向 NB-IoT，搭建符合政府导向的基础建设。

资料来源：前瞻经济学人网,华金证券研究所

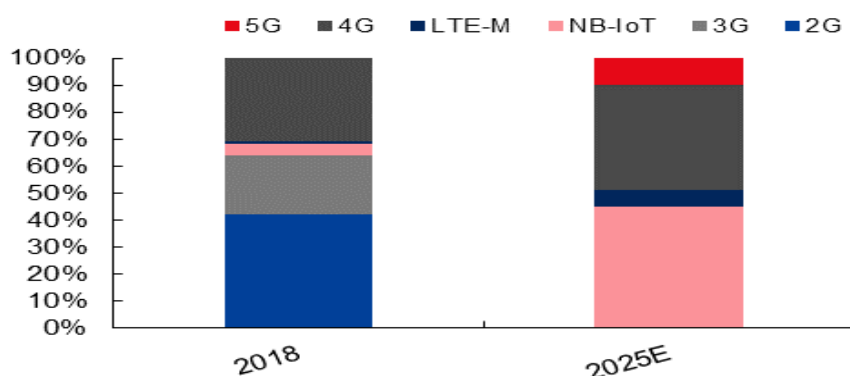
（三）万物互联催生通信模组需求放量，龙头行业优势加大

随着物联网对各行业的持续渗透以及蜂窝技术的演进，通信模组市场需求将持续增长。目前来说，国内对蜂窝通信模块的市场需求主要表现在智能水表、移动支付和智慧安防领域。未来，随着物联网的发展，通信模块将被广泛运用于车联网、医疗信息化等行业。

网络制式不断演进，NB-IoT、LTE、5G 发展前景值得关注。在低速率领域，2G 模块将被 NB-IoT 模块逐渐取代。NB-IoT 增速较快，而 2G 模块的市场空间将被持续挤压。在中速率场景，3G 模块将朝 LTE 模块（4G LTE）转化。在高速率场景，其他制式朝 4G、5G 模块转化。在未来市场里，NB-IoT、LTE（主要是 Cat.1）和 5G 模块将占主导地位，根据 C114，预计到 2025 年，NB-IoT 连接数将占据物联网市场的 45%，成为第一，4G 连接数将达到 39%，5G 连接数将达到 10%。

通信模组技术不断更新迭代，构筑行业壁垒，行业将更为集中化。随着物联网产业链不断升级，行业下游客户更加专业化，行业内企业需要深入了解客户需求，根据客户的需求对产品进行定制，并且对产品做跟进。企业可能也需要联合下游公司形成产业联盟，为下游企业提供研发服务。这需要企业拥有技术优势和规模优势，而小公司和新公司可能难以和龙头竞争。

图 13: 蜂窝物联网市场将 2G/3G 向 4G/NB 演进



资料来源: C114, 华金证券研究所

三、移动支付与 PC 业务稳固，积极布局车联网领域

在消费电子领域，公司积极与 HP、Lenovo、Dell、Google、Microsoft 等 500 强 PC 企业进行技术合作开发。在移动支付领域，公司与新大陆、新国都、百富环球等 POS 终端客户形成了长期稳定的供货关系。移动支付与 PC 业务基本盘稳固。车联网领域，公司通过参股公司收购 Sierra Wireless 全球车载前装模块业务资产，实现车载前装模块布局，战略投资吉利旗下西安联乘智能科技有限公司，深入布局 C-V2X 技术。

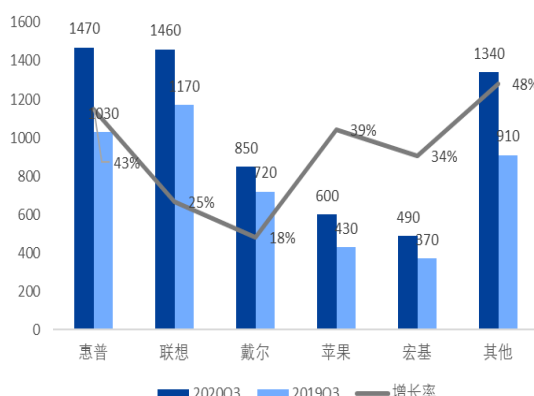
（一）PC 与移动支付业务地位稳固

在消费电子领域，公司积极与 HP、Lenovo、Dell、Google、Microsoft 等 500 强 PC 企业进行技术合作开发。公司超高速产品作为一个模块组件主要应用于 PC 等消费电子终端内部，通过无线方式连接运营商网络。公司与全球个人电脑主要供应商 HP、Lenovo、Dell、Google、MircoSoft 等展开技术合作开发，于 2017 年年初定义了 L850 高速 LTE 无线通信模块产品。后期客户提出符合超高速率的 LTE-A 和 LTE-A Pro 技术的 M.2 通信模块需求，要求产品封装尺寸、功能特性兼容现有 L850 等产品，2019 年，公司推出超高速 LTE 通信模块 L860，模块产品采用 M.2 封装设计，支持 LTE FDD/LTE TDD/WCDMA 制式，支持高阶多天线技术，可支持全球大部分移动运营商的无线通信网络。

疫情拉动远程办公、学习需求，高端商务笔记本内置率不断提高。2020 年 Q3，受疫情影响，各大品牌 PC 出货量都有大幅度增长。例如惠普较 2019 年同比增长 43%，联想较 2019 年同比增长 25%。同时，人们“随时随地”办公的需求逐渐显现，拉动 PC 通信模块内置率增长。除此之外，公司与谷歌 Probook 签订订单，由本来主做高端商务笔记本朝教育新行业（学习本）开拓。目前，PC 内置率已增长至 3%-5%。2020 年 Q4 以及 2021 年，因为公司主要营收来自海外，海外疫情受季节影响可能依然不容乐观，远程办公、远程学习需求仍在，PC 出货量有望继

持续增长，对应更多通讯模块需求，为公司创造营收空间。公司 PC 端收入毛利率较高，净利润占比大，PC 端需求增大将持续加强公司盈利能力。

图 18：2020Q3 各大品牌 PC 出货量数据



资料来源：IDC，华金证券研究所

图 19：V2X（车联网）市场规模测算



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

在移动支付领域，公司与新大陆、新国都、百富环球等 POS 终端客户形成了长期稳定的供货关系，通过对加密安全特性支持，形成行业标准化产品，获得较好的市场份额及客户认可，为公司业绩的增长提供了有力支撑。

（二）多线布局高车载网领域

车联网市场潜力大，毛利率高。根据前瞻产业研究院分析，到 2022 年，V2X（车联网）市场将达到 1650 亿美元规模。而国内市场由于 5G 的协同作用以及国家政策的支持，将在 2022 年达到 500 亿美元的规模，增速高于全球市场增速。随着车联网的发展逐渐增快，车载内置率将迅速增高，由原来的 5%-17% 到 30%-40%。除此之外，相较于 PC，车联网毛利率更高。公司通过深入布局车联网，抢占车联网市场份额，有助提升公司营收空间和毛利率。

收购 Sierra Wireless，进一步拓展海外通信模块业务。2020 年，公司通过锐凌无线技术有限公司投资约 11.54 亿元收购 Sierra Wireless 下面车载前装业务相关资产。Sierra Wireless 是全球通信模块供应商龙头，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，其主要客户有大众集团、标致雪铁龙集团、菲亚特克莱斯勒汽车公司等。公司通过这次收购，有望在车载模块技术上进行弥补，并且拿到 Sierra Wireless 的客户资源。

战略投资吉利旗下西安联乘智能科技有限公司，深入布局 C-V2X 技术。C-V2X 基于蜂窝网络技术，为实现车联网的关键性技术之一。相对于另一替代 DSRC 技术，C-V2X 目前的 4G 和 5G 网络可以复用，网络覆盖范围广，部署成本较低，成为现在国际的主流车联网技术。西安联乘是吉利亿咖通科技的全资子公司，致力于车联网 C-V2X 应用领域，依托于亿咖通科技平台具备较强的市场优势。同时，公司中标吉利 120 万台车 5G T-box 的模块，为目前国内最大车载项目。通过此次战略合作，公司和亿咖通科技将在车联网产业链协同发展、优势互补，积极参与智能网联汽车产业发展。

三、盈利预测及投资建议

公司作为国内资深移动通信模组厂商，赛道卡位正确，将充分享受无线通信模组行业高增长红利，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 27.83 亿元、38.9 亿元及 56.2 亿元，增速分别为 45.3%、39.6%、44.6%。2020-2022 年净利润分别为 2.69 亿元、3.91 亿元、6.32 亿元，EPS 分别为 1.11、1.62 及 2.62 元/股。

相对估值方面，根据我们盈利预测，公司 20-21 年 PE 分别为 52.6/36.2x，水平低于同业均值，我们看好公司以较强竞争力的产品线，抢占物联网+车联网赛道，首次覆盖，给予“买入-B”投资评级。

表 2：产业链可比公司估值参考

股票代码	公司简称	股价	总市值(亿元)	股本	净利润(亿元)			PE		
				亿股	2019A	2020 E	2021 E	2019A	2020 E	2021 E
603236.SH	移远通信	188.38	201.60	1.07	1.48	2.13	3.46	136.21	94.86	58.23
300590.SZ	移为通信	30.54	73.97	2.42	1.62	1.41	2.07	45.59	52.43	35.74
002373.SZ	千方科技	20.66	326.67	15.81	10.73	11.63	13.95	30.45	28.10	23.42
	平均							70.75	58.46	39.13
300638.SZ	广和通	58.55	141.43	2.42	1.70	2.69	3.91	83.15	52.63	36.21

资料来源：wind, 华金证券研究所

四、风险提示

垂直行业需求不及预期；物网联渗透率不及预期；国内模组厂商持续价格战；公司毛利率下降风险；

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	911	1853	2105	2914	3554	营业收入	1249	1915	2783	3885	5619
现金	265	650	743	1064	882	营业成本	959	1404	2039	2806	3999
应收票据及应收账款	416	633	892	1237	1841	营业税金及附加	5	5	9	11	17
预付账款	1	14	0	17	12	营业费用	45	87	113	167	235
存货	104	178	223	334	455	管理费用	35	46	72	98	144
其他流动资产	125	378	248	262	364	研发费用	111	197	267	386	549
非流动资产	91	201	184	206	214	财务费用	4	-1	-3	2	5
长期投资	1	1	2	2	3	资产减值损失	22	-13	24	26	16
固定资产	22	33	40	48	62	公允价值变动收益	9	4	6	5	6
无形资产	15	54	58	62	67	投资净收益	3	0	2	2	1
其他非流动资产	53	113	85	93	82	营业利润	97	184	294	424	687
资产总计	1003	2054	2290	3120	3768	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	548	748	766	1285	1389	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	177	92	134	113	124	利润总额	96	182	293	423	686
应付票据及应付账款	296	536	516	1032	1100	所得税	9	12	24	32	54
其他流动负债	75	120	116	141	165	税后利润	87	170	269	391	632
非流动负债	7	3	5	4	5	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	87	170	269	391	632
其他非流动负债	7	3	5	4	5	EBITDA	108	187	301	431	701
负债合计	555	751	771	1289	1393	主要财务比率					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	121	134	242	242	242	成长能力					
资本公积	149	849	741	741	741	营业收入(%)	121.7	53.3	45.3	39.6	44.6
留存收益	193	334	513	777	1202	营业利润(%)	103.6	89.6	60.1	44.1	62.2
归属母公司股东权益	448	1303	1518	1830	2375	归属于母公司净利润(%)	97.9	95.9	58.0	45.4	61.7
负债和股东权益	1003	2054	2290	3120	3768	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	23.2	26.7	26.7	27.8	28.8
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.9	8.9	9.7	10.1	11.2
经营活动现金流	-9	223	-88	494	-18	ROE(%)	19.4	13.0	17.7	21.3	26.6
净利润	87	170	269	391	632	ROIC(%)	14.2	11.2	15.4	19.1	24.4
折旧摊销	9	18	22	28	37	偿债能力					
财务费用	4	-1	-3	2	5	资产负债率(%)	55.3	36.6	33.7	41.3	37.0
投资损失	-3	-0	-2	-2	-1	流动比率	1.7	2.5	2.7	2.3	2.6
营运资金变动	-117	13	-377	85	-687	速动比率	1.3	2.1	2.4	1.9	2.2
其他经营现金流	11	23	3	-9	-3	营运能力					
投资活动现金流	56	-676	188	-71	-83	总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.6
筹资活动现金流	112	602	-7	-102	-82	应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
每股指标(元)						应付账款周转率	4.4	3.4	3.9	3.6	3.8
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.70	1.11	1.62	2.62	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.92	-0.36	2.05	-0.07	P/E	162.9	83.2	52.6	36.2	22.4
每股净资产(最新摊薄)	1.86	5.40	6.29	7.58	9.83	P/B	31.5	10.9	9.3	7.7	6.0
						EV/EBITDA	129.8	71.3	44.6	30.3	18.9

资料来源：贝格数据华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

曾捷声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn