

# 移远通信 (603236.SH)

## 强者恒强，模组龙头迈上新征程

**维持“买入”评级。**移远通信深耕物联网模组十余年，积累了深厚的无线通信模组行业经验，2020年公司成为全球第一大蜂窝物联网模组服务供应商。此前市场担心其模组增长空间及盈利能力能否提升？随着车联网 Design-in 进入收获期、全球渠道规模优势显现，移远有望进入全新增长阶段。

**过往复合高增长，未来毛利率有望持续回升。**公司近五年营收增速 cagr 约 93%，利润 cagr 约 132%，飞速成长，已至全球通信模组的 Top 位置。从自身壁垒看，公司多年来积累了丰富的研发、渠道、客户资源，打通了物联网模组的各个关键环节，进一步拉开和竞争对手的差距。从产品结构看，公司的 4G、5G 产品占比逐步提升，毛利率水平有望延续 2017 年来的上行趋势，公司盈利能力持续增强。

**车联网细分赛道最出彩，布局 5G 车规级产品。**在产业升级与智能化浪潮推动下，移动支付、工业、车联网等领域应用层出不穷，我们认为车联网赛道是未来最具成长爆发性的细分赛道。汽车智能化以及新能源汽车的普及，对车载通信要求增加，促进车联网模组尤其是前装 T-BOX 渗透率提升。而 5G 基础设施搭建完善后，可以满足低延迟、大带宽的要求，产业玩家纷纷布局 5G-V2X 领域。公司发布了 AG550Q、支持 5G NR 独立组网 (SA) 和非独立组网 (NSA) 模式，公司车规产品，稳定性及一致性领先同行，已导入多家大客户，是未来重要的增长点。

**冰山效应+规模效应，市场份额可持续提升。**从客户粘性角度看，物联网市场是一个只露冰山角不露冰山底的碎片化市场，众多小而不易发掘的小客户需要渠道的长期接触才能建立粘性。公司通过直销方式渗透覆盖大客户，通过经销模式满足分散化需求。全球经销商数量业内领先，“直销+经销”双管齐下，渠道竞争力显著。从规模效应角度看，作为全球第一大模组厂商，公司的规模采购上游芯片具有一定的议价能力，低成本采购有利于提升价格竞争力。我们认为这两点重要优势可助力公司进一步提升市场份额。

**投资建议：**我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.4/3.6/5.5 亿，对应 EPS 分别为 2.2/3.4/5.1 元，对应 2021 年 PE 115X，鉴于公司相比同行竞争优势显著，未来有望保持业绩高增长，作为行业龙头可享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品拓展进度不达预期；同行竞争加剧；新冠疫情影响下游需求。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2701	4130	6124	8646	12002
增长率 yoy (%)	62.7	52.9	48.3	41.2	38.8
归母净利润 (百万元)	180	148	240	360	548
增长率 yoy (%)	121.4	-18.0	62.1	49.9	52.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.69	1.38	2.24	3.36	5.12
净资产收益率 (%)	27.5	8.6	12.6	15.9	19.7
P/E (倍)	153.5	187.1	115.4	77.0	50.5
P/B (倍)	42.3	16.2	14.5	12.3	9.9

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入 (维持)

### 股票信息

行业	通信设备
前次评级	
最新收盘价	258.80
总市值(百万元)	27,695.74
总股本(百万股)	107.02
其中自由流通股(%)	66.36
30 日日均成交量(百万股)	1.64

### 股价走势



### 作者

分析师 宋嘉吉

执业证书编号: S0680519010002

邮箱: songjiaji@gszq.com

### 相关研究

- 1、《移远通信 (603236.SH) G-ESG 评级报告》2021-01-06
- 2、《移远通信 (603236.SH): 业绩略超预期，收入持续大幅增长》2020-10-30
- 3、《移远通信 (603236.SH): 收入持续增长，整体符合预期》2020-04-29

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1184	2558	2937	3735	4222
现金	283	601	737	1038	1188
应收票据及应收账款	243	481	461	556	644
其他应收款	43	36	71	94	111
预付账款	3	15	30	25	44
存货	495	724	886	1222	1383
其他流动资产	117	701	751	801	851
非流动资产	108	374	404	427	485
长期投资	0	0	2	4	11
固定资产	68	159	194	233	282
无形资产	20	54	48	42	36
其他非流动资产	20	161	161	148	155
资产总计	1292	2932	3341	4162	4707
流动负债	637	1217	1431	1905	1919
短期借款	61	237	240	455	287
应付票据及应付账款	484	851	1044	1278	1438
其他流动负债	92	130	147	173	194
非流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
负债合计	637	1217	1431	1905	1919
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	67	89	107	107	107
资本公积	283	1173	1155	1155	1155
留存收益	305	453	657	935	1380
归属母公司股东权益	655	1715	1910	2256	2788
负债和股东权益	1292	2932	3341	4162	4707

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	84	-144	275	215	480
净利润	180	148	240	360	548
折旧摊销	15	47	67	92	88
财务费用	-2	27	2	3	-0
投资损失	-0	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-130	-363	-32	-238	-155
其他经营现金流	21	-1	0	0	0
投资活动现金流	-12	-592	-96	-113	-145
资本支出	72	234	28	20	50
长期投资	60	-361	-2	0	-7
其他投资现金流	120	-719	-70	-93	-101
筹资活动现金流	58	1072	-43	-106	-17
短期借款	61	176	3	-90	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	22	18	0	0
资本公积增加	9	889	-18	0	0
其他筹资现金流	-12	-16	-46	-16	-17
现金净增加额	132	339	136	-4	318

**利润表 (百万元)**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2701	4130	6124	8646	12002
营业成本	2150	3256	4832	6851	9507
营业税金及附加	2	7	11	15	21
营业费用	123	202	303	415	564
管理费用	73	128	192	264	360
研发费用	164	362	539	744	1008
财务费用	-2	27	2	3	-0
资产减值损失	10	-4	30	20	20
其他收益	10	13	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	2	2	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	191	145	238	357	544
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	193	145	238	357	544
所得税	12	-3	-2	-3	-4
净利润	180	148	240	360	548
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	180	148	240	360	548
EBITDA	203	188	300	444	622
EPS (元/股)	1.69	1.38	2.24	3.36	5.12

**主要财务比率**

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	62.7	52.9	48.3	41.2	38.8
营业利润 (%)	109.8	-24.1	63.8	49.9	52.4
归属母公司净利润 (%)	121.4	-18.0	62.1	49.9	52.4
获利能力					
毛利率 (%)	20.4	21.2	21.1	20.8	20.8
净利率 (%)	6.7	3.6	3.9	4.2	4.6
ROE (%)	27.5	8.6	12.6	15.9	19.7
ROIC (%)	24.6	7.4	10.9	13.1	17.5
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.3	41.5	42.8	45.8	40.8
净负债比率 (%)	-34.0	-21.3	-26.0	-25.8	-32.3
流动比率	1.9	2.1	2.1	2.0	2.2
速动比率	0.9	1.2	1.1	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	2.6	2.0	2.0	2.3	2.7
应收账款周转率	14.4	11.4	13.0	17.0	20.0
应付账款周转率	5.7	4.9	5.1	5.9	7.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.69	1.38	2.24	3.36	5.12
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.79	-1.35	2.57	2.01	4.48
每股净资产 (最新摊薄)	6.12	16.02	17.85	21.08	26.05
估值比率					
P/E	153.5	187.1	115.4	77.0	50.5
P/B	42.3	16.2	14.5	12.3	9.9
EV/EBITDA	135.6	143.4	89.7	60.4	42.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 投资要件 .....	5
2. 深耕十载功渐成，模组白马急行时 .....	6
2.1 深耕物联网模组十年，全品类覆盖 .....	6
2.2 SIMCom 基因奠定技术优势，全球视野助力龙头腾飞 .....	8
2.3 营收高增、毛利向好，研发投入持续加码 .....	9
3. 物联网行业驶入快车道，通信模组迎良机 .....	12
3.1 物联网大潮起，无线通信模组成为关键桥梁 .....	12
3.2 上游芯片为关键原料，下游应用领域多样化 .....	13
3.3 工程师红利加规模效应，国内企业后发制人 .....	14
4. 模组升级加新兴需求，行业景气度上行 .....	16
4.1 4G+NB-IoT 模组正替代 2G、3G 模组 .....	16
4.2 4G 商用开拓新应用领域——智能 POS 机、车联网等 .....	17
4.3 接力 4G，5G 打开模组新天地 .....	19
5. 强者恒强，竞争优势拉升份额 .....	21
5.1 竞争优势显著，关键环节全打通 .....	21
5.2 Design-in 先发制人，备战 5G 新领域 .....	25
6. 盈利预测和估值 .....	25
7. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司历史里程碑 .....	6
图表 2: 移远通信是全球物联网模组第一大厂商（根据 2019 年出货量） .....	6
图表 3: 公司产品囊括了全部蜂窝制式 .....	7
图表 4: 公司主营业务收入的产品构成 .....	8
图表 5: 公司股权结构 .....	8
图表 6: 2019 年主营业务收入分地区情况 .....	9
图表 7: 公司全球布局进程 .....	9
图表 8: 2016 年-2019 年及 2020Q1-Q3 营收及增速 .....	9
图表 9: 2019 年可比公司营收情况对比 .....	9
图表 10: 2017 年-2019 年公司主要产品销售量（单位：万片） .....	10
图表 11: 2017 年-2019 年主要产品销售量增速 .....	10
图表 12: 公司各产品价格情况（单位：元/片） .....	10
图表 13: 2016 年-2019 年公司各系列产品毛利率情况 .....	10
图表 14: 公司研发费用拆分（单位：亿元） .....	11
图表 15: 2016 年-2020 年前三季度公司研发支出情况 .....	11
图表 16: 2016 年-2020 年前三季度公司三费情况 .....	11
图表 17: 物联网连接设备数量和非物联网连接设备数量比较（单位：10 亿个） .....	12
图表 18: 物联网网络架构 .....	13
图表 19: 无线模组的类别构成 .....	13
图表 20: 无线通信模组产业链构成 .....	14
图表 21: 蜂窝通信模组应用 .....	14
图表 22: 全球主要无线通信模组厂商业务简介 .....	15

图表 23: 2015-2019 年国内外模组厂商毛利率 .....	15
图表 24: 2015-2019 年国内外模组厂商净利率 .....	15
图表 25: 2016 年全球无线模组市场份额 (按出货量) .....	16
图表 26: 2018 年全球无线模组市场份额 (按出货量) .....	16
图表 27: 2019 年-2025 年全球物联网连接数量预测 .....	16
图表 28: LPWA 替代 2G .....	17
图表 29: NB-IoT 应用场景 .....	17
图表 30: 传统 POS 机与智能 POS 机对比 .....	18
图表 31: 中国联网智能 POS 机数量及智能 POS 机市场渗透率 (单位: 万台) .....	18
图表 32: 2017 年-2022 年全球、中国车联网市场统计规模及预测 (单位: 亿美元) .....	19
图表 33: 预期 5G 产品渗透速度 .....	19
图表 34: 全球及中国市场智能网联车渗透率情况及预测 .....	20
图表 35: 华为端到端 5G+C-V2X 解决方案 .....	20
图表 36: 汽车通信芯片国内外主要企业 .....	21
图表 37: 移远通信产品主要应用场景 .....	22
图表 38: 移远通信打通各个关键环节 .....	22
图表 39: 2019 年移远通信芯片采购金额占总金额的比例 .....	23
图表 40: 移远通信单位材料成本较低 (单位: 元) .....	23
图表 41: 移远通信直销和经销收入占比 .....	24
图表 42: 移远通信与类比公司 2016 年-2018 年经销收入占比 .....	24
图表 43: 2018 年移远通信全球各地区主营业务收入占比 .....	24
图表 44: 移远通信海外产品认证体系 .....	24
图表 45: 移远通信 5G 模组布局 .....	25
图表 46: 盈利预测 .....	26
图表 47: 可比公司估值 .....	27

## 1. 投资要件

我们区别于市场的观点：

- (1) 市场认为行业竞争加剧将导致公司毛利率不振。市场低估公司的规模效应，认为模组行业竞争加剧，会对公司盈利产生不良影响。虽然在技术逐渐成熟、市场竞争加剧的行业环境下，公司 2016-2017 年的毛利率有所下滑，但此现象系公司主动采取低价策略抢占 4G 市场份额所致。2019 年，公司 4G 产品的规模效应显现，产品成本下降，价格保持平稳，4G 产品毛利率由 2017 年的 11.4% 上升至 2019 年的 20.8%。我们认为，公司在新产品推出+高毛利率海外产品占比回升+规模优势下成本较低等趋势有利于提振毛利率。
- (2) 市场低估了公司的竞争壁垒。我们认为公司的竞争壁垒有四点：
  - 第一，冰山效应下渠道优势显著。物联网市场是一个长尾市场，有诸多不可见的小颗粒市场，可以看到的只是冰山上面的部分，而冰山下面的部分量大又难以接触，需要长期的渠道积累。公司通过直销方式渗透覆盖大客户，通过经销模式满足分散化需求。全球经销商数量业内领先，“直销+经销”双管齐下助力公司开拓全球市场，建立了非常好的客户粘性。
  - 第二，全制式产品布局。面对下游丰富多样的应用场景，公司通过销售网络积极挖掘客户新需求，产品覆盖各类制式的通信模组，确保出现新市场时可抢占先机。
  - 第三，规模优势。2019 年，公司以 18% 的营收份额位列全球第一。强大的规模优势为公司上游芯片采购的议价能力提供保障，有助于其控制成本。
  - 第四，海外资质认证壁垒。海外的认证体系严格，从产品、企业稳定性、企业管理等多个维度要求，公司在海外业务方面认证齐全。当前疫情影响线下接触，更有利于像公司这样具有存量认证资质的企业。

关键假设：

- (1) 新冠疫情下公司生产不受显著影响，将承接海外部分外溢订单。公司生产线主要位于上海和合肥，产能受疫情影响较轻。而公司主要竞争对手位于欧洲和北美，其疫情状态下的产能具备不稳定因素，公司有望承接部分外溢订单。
- (2) 车联网、移动支付、智慧城市等下游行业景气度保持上行，渗透率持续提升。在国家智慧城市建设推进下，物联网需求将迎来全面爆发期。
- (3) 公司整体毛利率保持平稳。公司 2G/3G 产品逐步退出，毛利率略微下行；4G 产品规模效应体现，毛利率略回升；5G 产品逐步放量，价格下行，毛利率同步下行。目前 4G 产品占据公司营收大头，整体产品结构合理，毛利率基本保持平稳。

股价上涨催化因素：

- (1) 受竞争影响，海外亏损竞争对手产能逐步下降
- (2) 政策利好，促进 5G 及车联网产业发展
- (3) 物联网新应用场景催生新的模组需求

**投资建议：**我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.4/3.6/5.5 亿，对应 EPS 分别为 2.2/3.4/5.1 元，对应 2021 年 PE 115X，鉴于公司相比同行竞争优势显著，未来有望保持业绩高增长，作为行业龙头可享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

**风险提示：**新产品拓展进度不达预期；同行竞争加剧；新冠疫情影响下游需求。

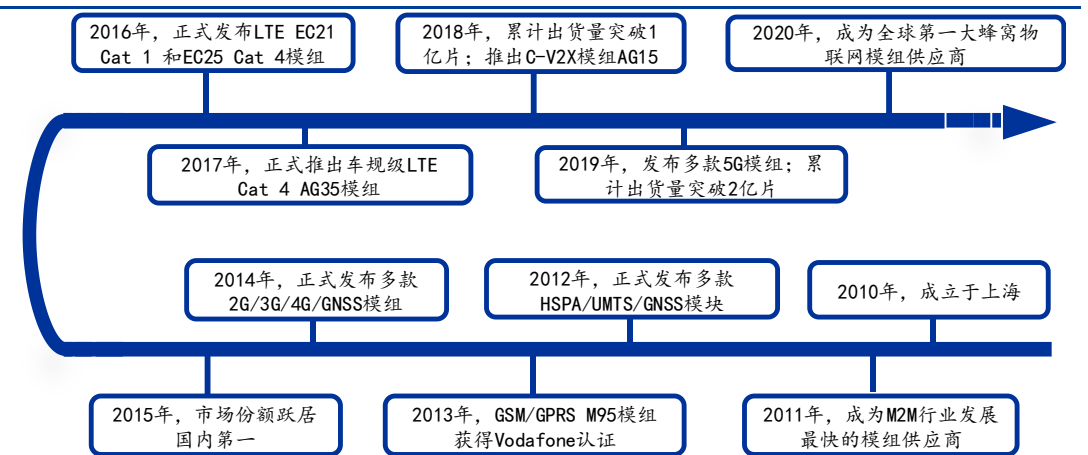


## 2. 深耕十载功渐成，模组白马急行时

### 2.1 深耕物联网模组十年，全品类覆盖

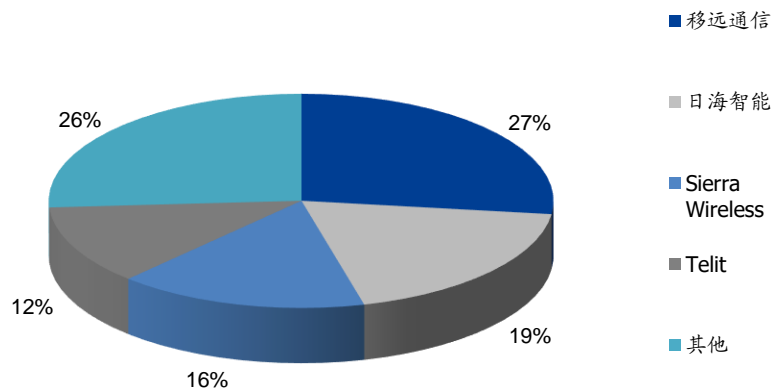
公司是全球第一大蜂窝物联网模组供应商。公司自2010年10月25日成立以来，专注于物联网领域蜂窝通信模块及其解决方案的设计、研发与销售服务。在LPWA、WCDMA/HSPA(+)、GSM/GPRS、GNSS、LTE、LTE-A、5G等通信制式实现全系列模组产品布局，公司具备成熟的产品解决方案以及丰富的行业经验，2019年7月于上交所上市。2020年公司通信模块出货量及销售金额均居国内首位，亦是全球第一大蜂窝物联网模组供应商。

图表1: 公司历史里程碑



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表2: 移远通信是全球物联网模组第一大厂商（根据2019年出货量）

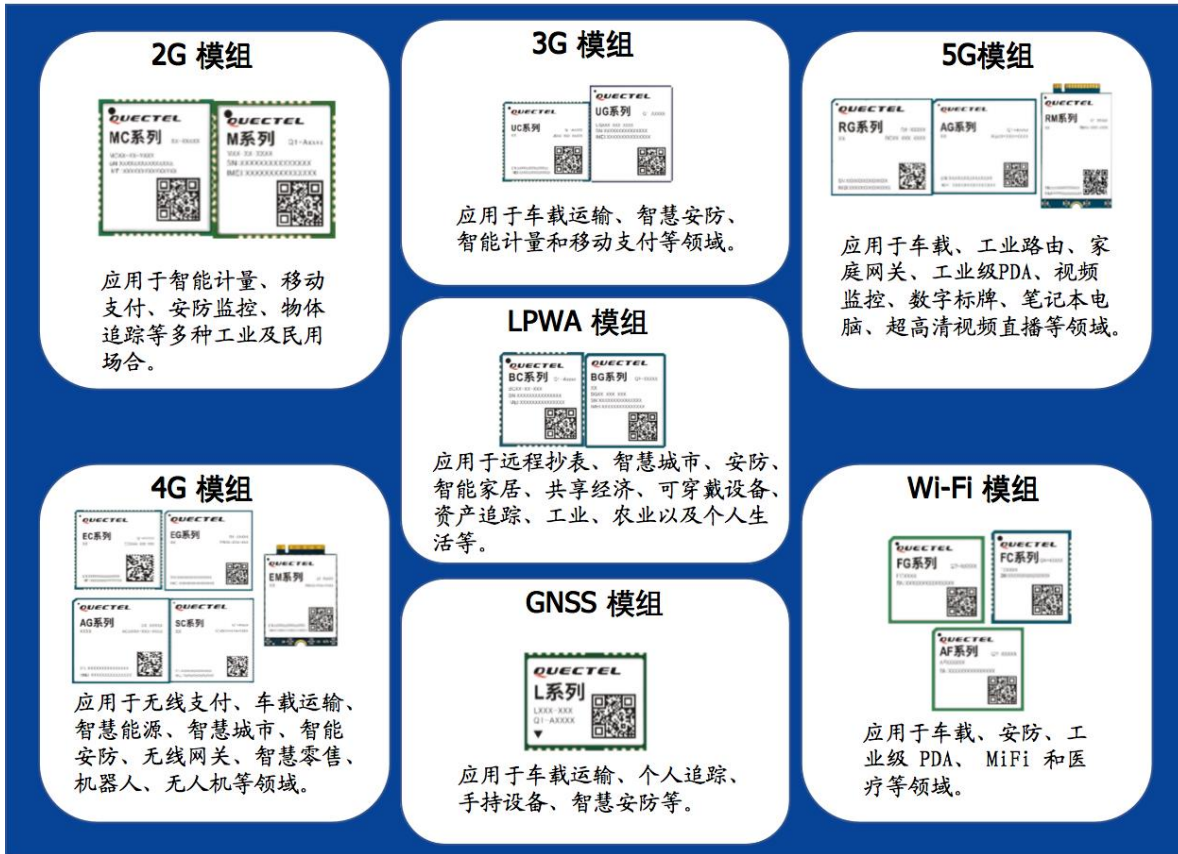


资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

公司产品M2M应用全覆盖，提供一站式服务。公司产品类型丰富，包括GSM/GPRS模组(2G模组)、WCDMA/HSPA模组(3G模组)、LTE模组(4G模组)、LPWA模组(支持NB-IoT)

和 CAT.M 通信网络)、5G 模组、GNSS 定位模组、Wi-Fi 模组以及天线等。产品根据下游需求进行定制，广泛应用于车载运输、智慧能源、无线支付、智能安防、智慧城市、无线网关、智慧工业、智慧生活、智慧农业等众多领域，是稀缺的通信模组全品类覆盖的公司。公司在物联网行业中拥有领先的 GSM/GPRS、WCDMA/HSPA、LTE、NB-IoT 模块等产品解决方案以及丰富的行业经验，提供物联网蜂窝通信模块解决方案的一站式服务。

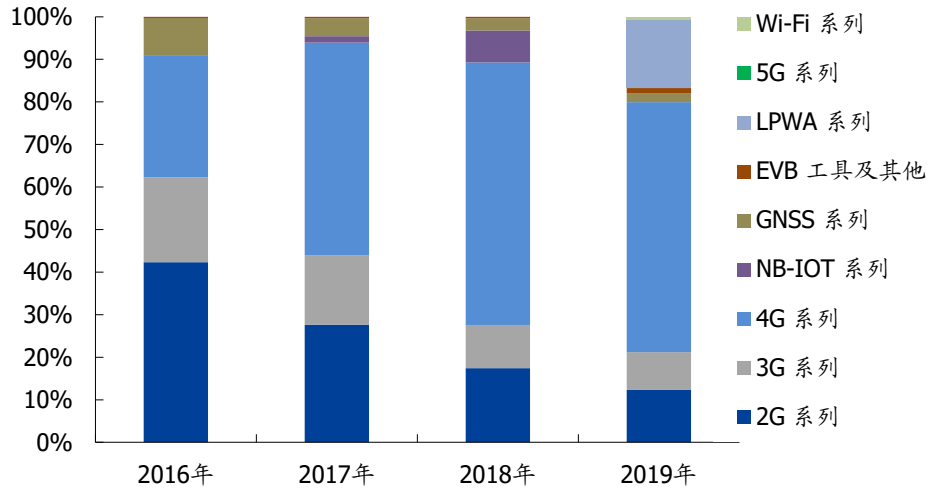
图表 3: 公司产品囊括了全部蜂窝制式



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**4G 系列占据营收大头，产品结构持续优化。**目前公司的 4G 产品占据营收大头，份额持续提升，2G、3G 产品占比逐步下行。2016-2019 年，公司对应的 4G 产品营收占比从 28.7% 上升至 58.8%，年复合增速达 27%；而 2G、3G 产品营收占比连年下降，截至 2019 年仅占总营收的 21%。低价的 2G、3G 产品将随着未来通信体制的升级进一步减少占比，同时高价的 4G 和 5G 产品占比继续增加，公司的产品结构持续升级优化。

图表4: 公司主营业务收入的产品构成

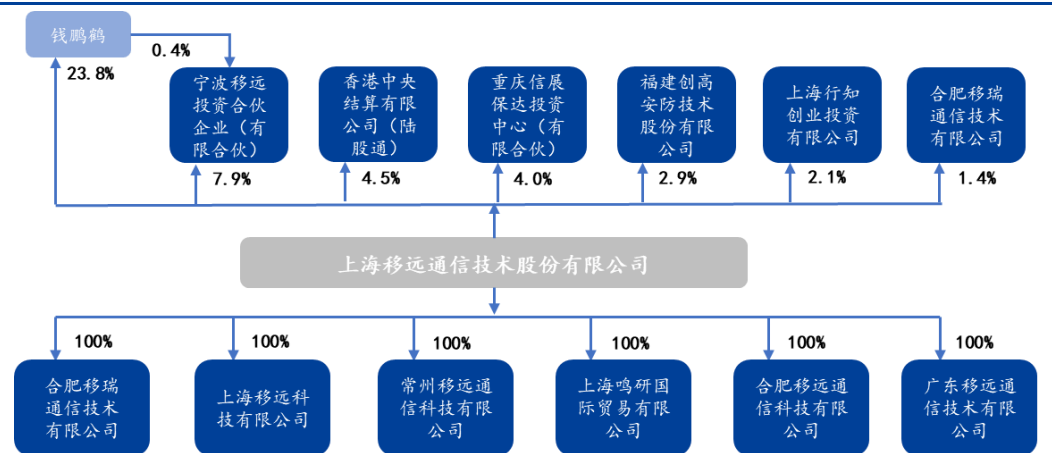


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2.2 SIMCom 基因奠定技术优势, 全球视野助力龙头腾飞

公司股权集中, 创始团队出身于 SIMCom, 研发实力强。公司实际控制人为钱鹏鹤, 直接持有公司 23.8% 的股份, 曾担任全球领先的 M2M 模块及解决方案供应商 SIMCom 公司的上海事业部研发副总。公司第二大股东宁波移远控制公司为公司的员工持股平台, 持股 7.9%。公司核心高管具备移动通信研发经验, 内部注重研发积累。自成立以来, 公司在全球多个国家均有布局办事处。到 2020 年已经成为全球第一大蜂窝物联网模组供应商, 其中公司境外主营业务收入占比已超过 50%。

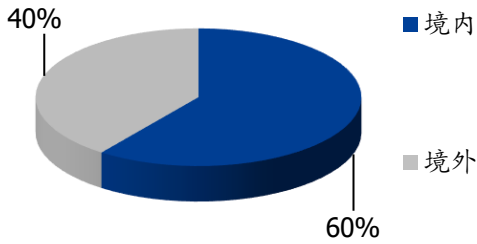
图表5: 公司股权结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所



图表6: 2019年主营业务收入分地区情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表7: 公司全球布局进程

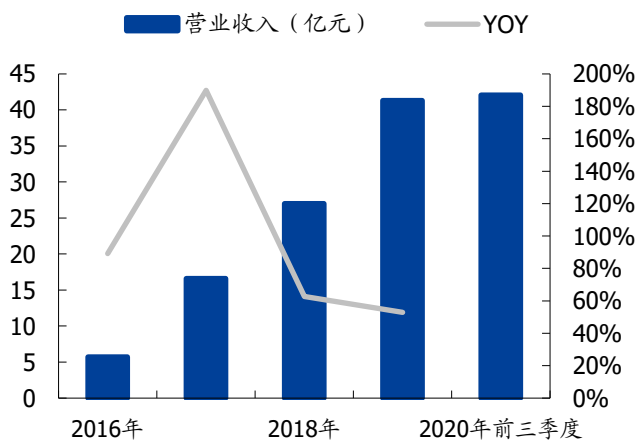
2010	成立深圳办事处
2011	设立拉丁美洲、印度、新加坡办事处
2012	设立澳大利亚、俄罗斯办事处
2013	成立芬兰、波兰和台湾办事处
2014	设立北美、巴西和丹麦办事处
2015	设立韩国、土耳其、以色列办事处
2016	设立英国、德国、澳大利亚和美国洛杉矶办事处

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

### 2.3 营收高增、毛利向好, 研发投入持续加码

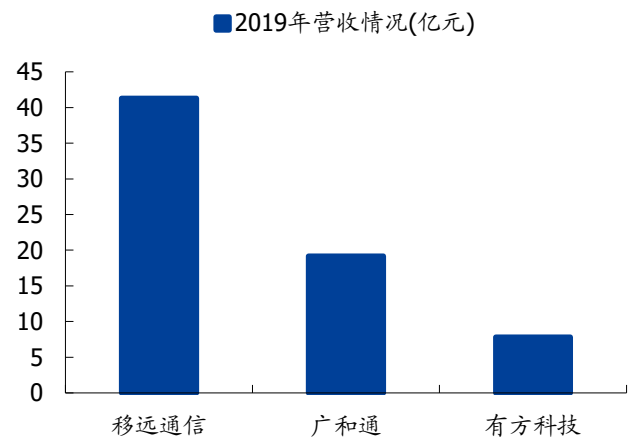
**营收利润高增长, 4G及NB-IoT产品畅销。**2020年公司预计归属于上市公司股东的净利润为2.3亿元到2.6亿元, 预计同比增加55.00%到75.00%。2016-2020年营业收入年复合增长率为120% (2020年数据为wind一致预期数据), 2016-2020年归母公司净利润年复合增长率为132% (归母净利润数据采用公司预告数据的中值), 增长势头明显。2020年公司各项产品稳步增长, 4G系列的车联网销售量增长明显, 构成公司主营业务收入增长的重要动力。五年期间公司营收高速增长, 主要原因系: 4G蜂窝模组出货量大幅增加, 政策推动NB-IoT大规模商用。4G网络应用普及拉动产业链下游端智能支付、安防监控等领域对4G系列产品的需求。虽然行业竞争加剧, 公司2G、3G、4G和NB-IoT产品价格整体呈下降趋势, 但随着4G及NB-IoT产品销量持续高景气, 高价产品占比逐步提升, 公司产品结构改善将显著拉升营收。

图表8: 2016年-2019年及2020Q1-Q3营收及增速



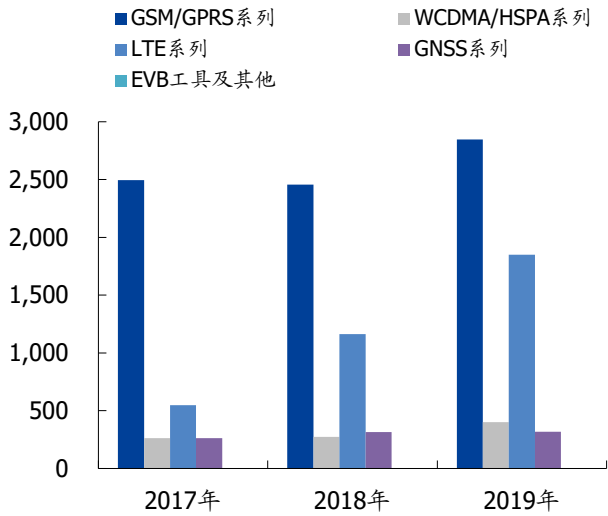
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 2019年可比公司营收情况对比



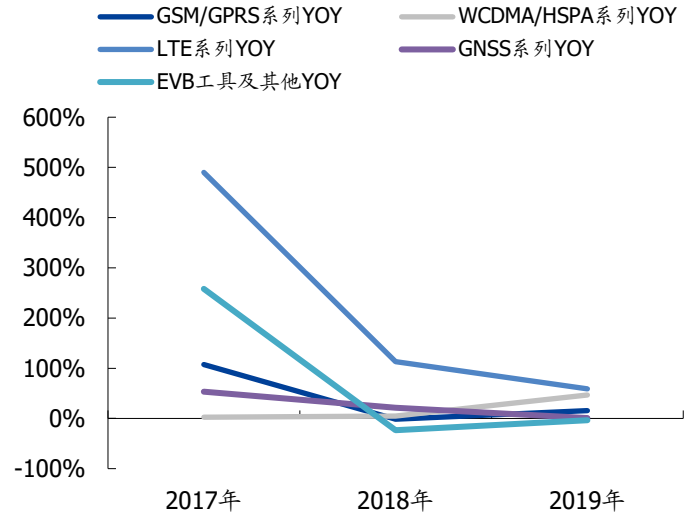
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 2017年-2019年公司主要产品销售量(单位: 万片)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

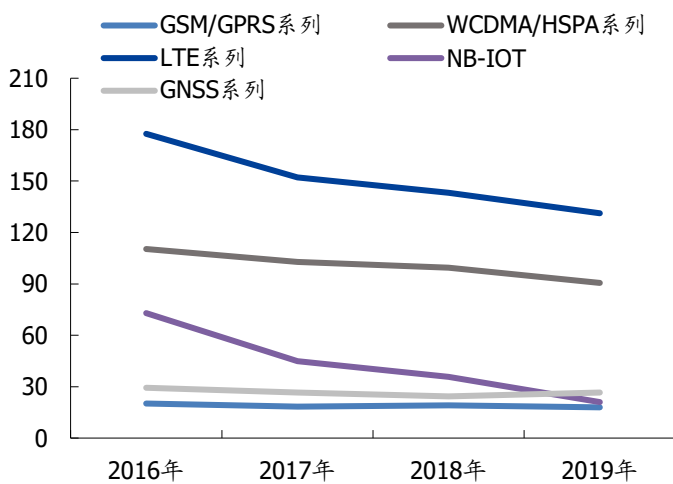
图表 11: 2017年-2019年主要产品销售量增速



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

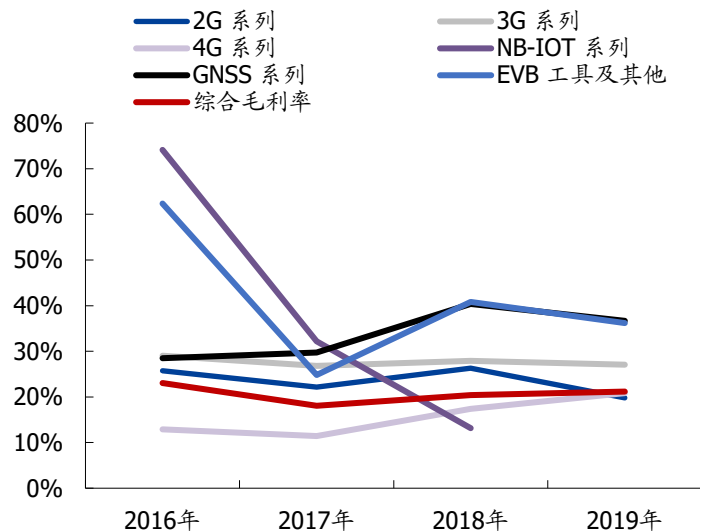
**规模效应显优势, 毛利率回升。**在技术演进、市场竞争加剧等因素的影响下, 物联网通信模组行业产品价格快速放量期间具有一定的下降趋势。2016-2017年, 公司利用低价策略抢占4G市场份额, 毛利率有一定下滑, 但公司的4G产品迅速起量。随着中小厂商退出市场, 价格趋稳, 公司4G产品规模效应显现。2019年公司毛利率由2017年的18%上升至21%。

图表 12: 公司各产品价格情况(单位: 元/片)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 2016年-2019年公司各系列产品毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

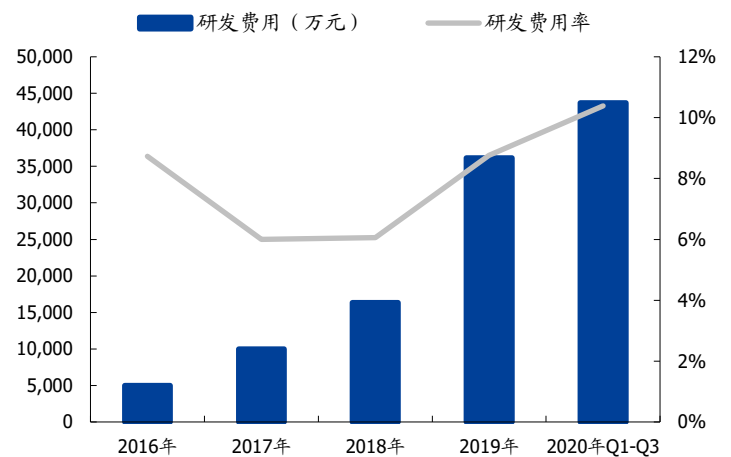
加码研发抢占 5G 高地，员工薪酬占比较高。当前行业正处于向 5G 升级的关键时期，为提前布局 5G 新产品研发、形成技术储备优势，公司研发团队由 2018 年末的 836 人扩建至 2019 年末的 1268 人，员工薪酬是研发费用里占比最大的部分。同时，2016-2019 年研发费用支出逐年增长，2020 年公司前三季度的研发费用率高达 10%，处于历史高位，主要系开发新项目投入更多的人力。公司研发人员项目开拓完成后可以复用到新项目，未来稳态时人员相关费用率将趋于回落。

图表 14: 公司研发费用拆分 (单位: 亿元)

项目	2019	2018	占比 2019	占比 2018
员工薪酬	2.93	1.35	7.1%	5.0%
固定资产折旧费用	0.25	0.08	0.6%	0.3%
直接投入	0.16	0.08	0.4%	0.3%
租赁费	0.02	0.01	0.0%	0.0%
无形资产摊销	0.05	0.01	0.1%	0.1%
认证费	0.13	0.01	0.3%	0.1%
测试费	0.02	0.03	0.1%	0.1%
长期待摊费用	0.05	0.04	0.1%	0.1%
其他	0.01	0.02	0.0%	0.1%
合计	<b>3.62</b>	<b>1.64</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.1%</b>

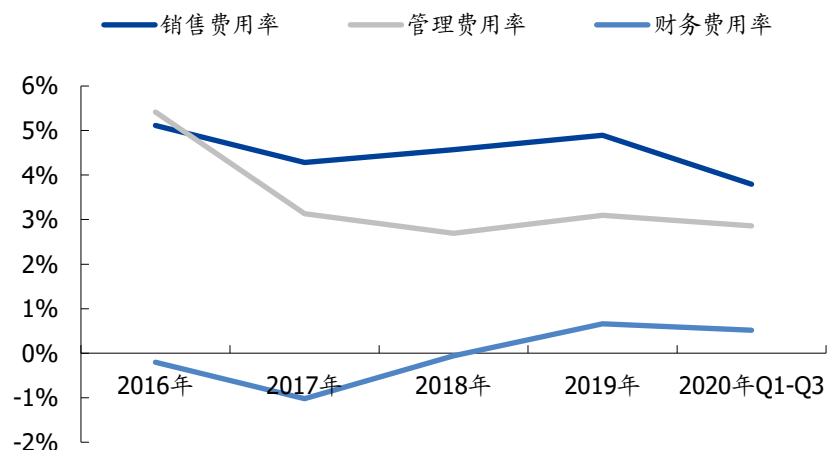
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 15: 2016 年-2020 年前三季度公司研发支出情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 16: 2016 年- 2020 年前三季度公司三费情况



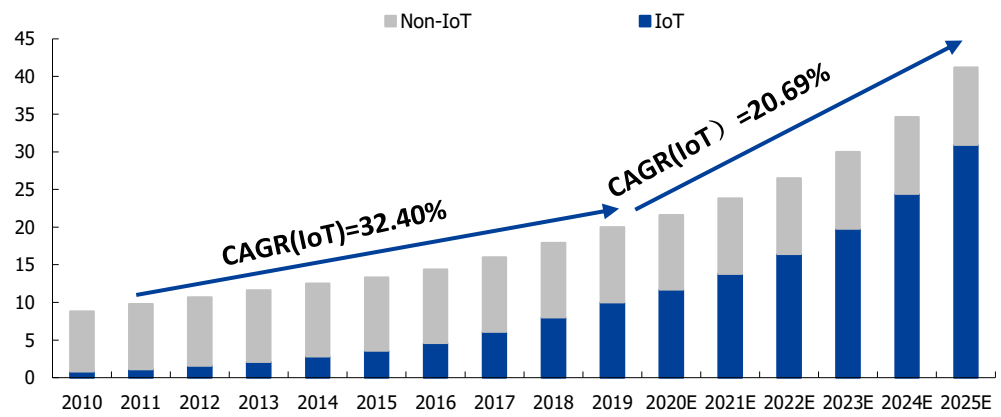
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3. 物联网行业驶入快车道，通信模组迎良机

#### 3.1 物联网大潮起，无线通信模组成为关键桥梁

物物连接高增长，物联网行业迎蓝海。物联网是通信网络的延申，它通过网络技术与智能装置，实现了人与人、人与物、物与物之间的连接。根据 IoT Analytics 数据，2021 年全球物联网连接数（例如，互联汽车、智能家居设备和互联工业设备）首次超过非物联网连接数（智能手机、笔记本电脑和计算机）。在全球 217 亿台有源连接设备中，有约 117 亿台（或 54%）在 2020 年底实现 IoT 设备连接。IoT Analytics 预计到 2025 年，物联网连接数将超过 300 亿条，平均每人将有近 4 台 IoT 设备。

图表 17: 物联网连接设备数量和非物联网连接设备数量比较(单位: 10 亿个)



资料来源: IoT Analytics, 国盛证券研究所

无线通信模组位于感知层，是连接物联网感知层和网络层的关键桥梁。物联网网络架构包括四个组成部分，分别为感知层、网络层、平台层和应用层。公司的主要产品无线通信模组位于感知层，是连接感知层与网络层的关键部分。无线通信模组使得物联网 M2M (Machine to Machine) 得以实现，成为机器与机器“对话”的工具。感知层能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，是物联网的核心，是信息采集和处理的关键部位。

图表 18: 物联网网络架构



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

无线模组主要分为通信模组和定位模组。在 M2M 应用场景下，无线通信模块目前主要指蜂窝网模块（2G/3G/4G/5G 模块）。但是随着 NB-IoT 技术的发展，未来 LPWAN 模块（Lora/NB-IoT 模块）将成为蜂窝通信模块发展的重要推动者并进行大规模推广。虽然并不是所有的物联网终端均需要有定位功能，导致通信模组的应用范围更广，但是由于定位模组（GPS、GNSS 模块）常常与蜂窝通信模块共同使用，因此二者共同被视作广义的无线通信模块。

图表 19: 无线模组的类别构成



资料来源: 中国产业信息, 国盛证券研究所

### 3.2 上游芯片为关键原料，下游应用领域多样化

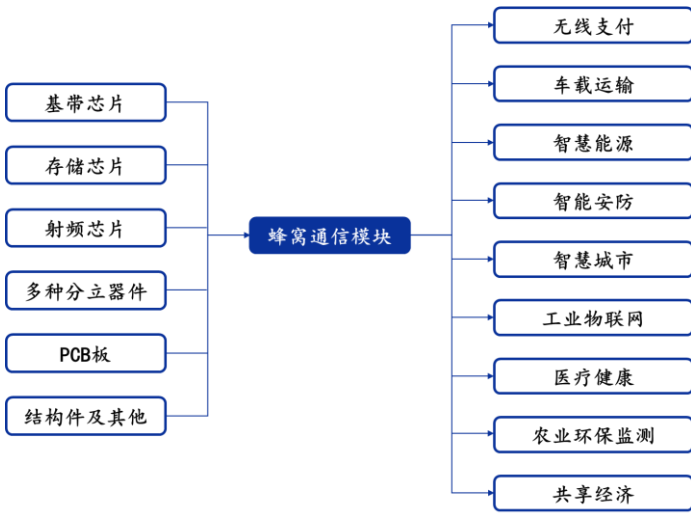
芯片为无线通信模组的主要原材料，在产品成本中占据核心位置。目前各类芯片的主要供应商为高通、联发科、三星和东芝等全球顶尖芯片制造公司，无线通信模组制造公司需要根据上游芯片厂商的技术发展情况，结合模组应用客户的特定需求，判断行业技术发展趋势，不断调整自身的技术演变路径。

无线通信模组产业链下游市场广泛，需求碎片化。主要客户群体为无线物联网服务商和



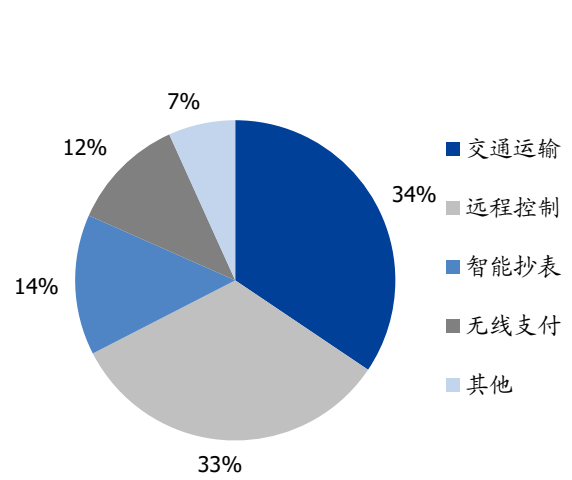
物联网终端设备制造商。无线通信模组已经进入无线支付、车载运输、智慧能源、智能安防、智慧城市、工业物联网、医疗健康、无线网关、智慧工业和农业环境等多个物联网应用领域，其中交通应用、远程控制、智能抄表占比较大。

图表 20: 无线通信模组产业链构成



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 21: 蜂窝通信模组应用



资料来源: Techno Systems Research, 国盛证券研究所

### 3.3 工程师红利加规模效应，国内企业后发制人

**通信模组市场集中度较高，竞争格局仍未固化。**通信模组市场具备全球化竞争格局，按照全球各大模组厂商的出货量份额计算，2019年市场CR4高达74%，为高集中寡占型行业（65%<CR4<75%）。根据未来智库统计，2019年全球通信模组行业市占率前四名厂商分别为移远通信、日海智能、Sierra Wireless、Telit，但头部厂商市场份额波动较大，系物联网行业整体景气度高叠加下游需求分散为小厂商提供突围机遇。通信模组下游应用的分散化也造就了一批从特定领域打开市场空间的专业厂商，如有方科技、Gemalto。总体而言，抓住时机积极研发新产品以适应下游新需求的爆发，并筑造规模优势壁垒，对赢得通信模组市场的竞争具有重要意义。

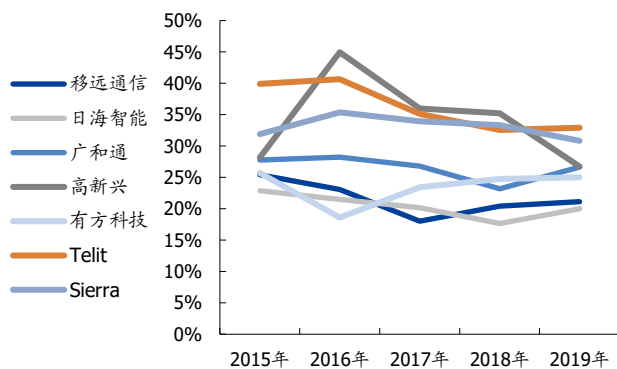
图表 22: 全球主要无线通信模组厂商业务简介

无线通信模组厂商	重点业务领域
SierraWireless	无线调制解调器、移动计算机、移动热点、无线嵌入式模组
Telit	开发和销售蜂窝、全球导航卫星系统 (GNSS)、短至远程无线模块以及移动连接服务和应用支持平台, 以将车载边缘设备连接到物联网 (IoT)
Gemalto	研发个人化的产品、数字安全软件等, 向企业和政府提供数字安全技术和服务解决方案
U-Blox	开发并销售用于汽车、工业和消费品应用的定位和无线连接芯片和模块, 还提供参考设计和软件方面的无线通信技术服务
移动通信	经营与信息通信业务相关的系统集成、漫游结算清算、技术开发、技术服务、广告业务、设备销售和进出口业务等
日海智能	研发和销售通信配套设备、无线通信设备、移动通信系统天线及基站附件等
广和通	MI: 平板、kindle M2M: 移动支付、车联网、智能电网等
有方科技	专注于提供 M2M 物联网无线通信产品和服务
中兴物联	无线通信电子模块及相关软件产品的设计开发与销售; 通信产品及电子产品的技术开发与销售

资料来源: 中国产业信息网, Wind, 国盛证券研究所

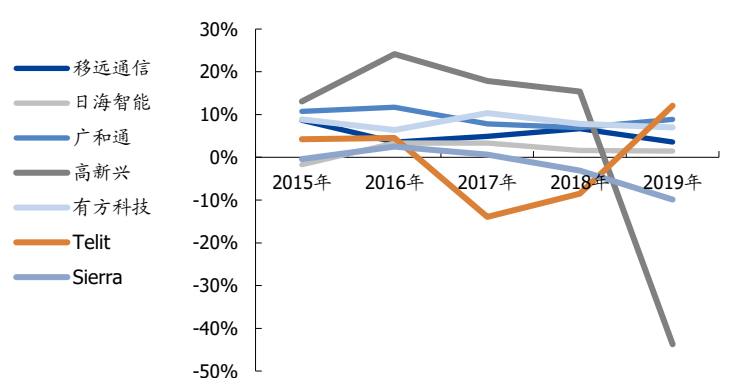
**国内厂商后发制人, 市场份额不断提高。**国内无线通信模组行业起步较晚, 海外厂商长期占据行业龙头地位。但近年来国内无线通信模组厂商凭借工程师红利、大量成熟优秀的产业工人、供应链高配合度以及贴身的定制化服务等优势, 大规模生产低成本高性价比产品, 同时海外企业近年来开始出现亏损, 国内厂商逐步抢占份额。仅从 2018 年的出货量来说, 国内无线通信模组厂商的市场份额就已经超越海外厂商, 移远通信无线模组出货量的市场份额更是增长至全球第一位, 达到 25%。反观 Sierra、Telit 等传统海外龙头企业, 近年来甚至出现营收下降的情况, 市场份额也逐渐萎缩。随着我国通信行业的发展, 国产厂商有望继续保持领先地位, 不断提升份额。

图表 23: 2015-2019 年国内外模组厂商毛利率



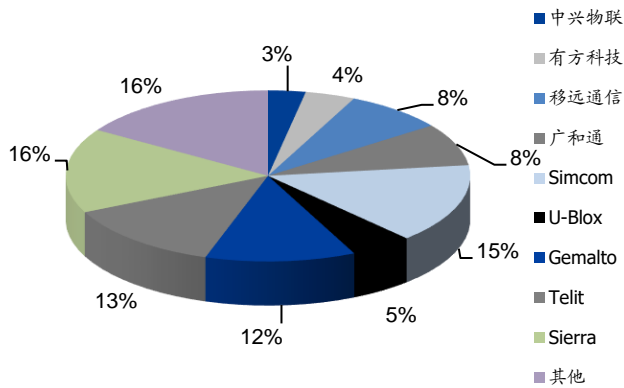
资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 24: 2015-2019 年国内外模组厂商净利率



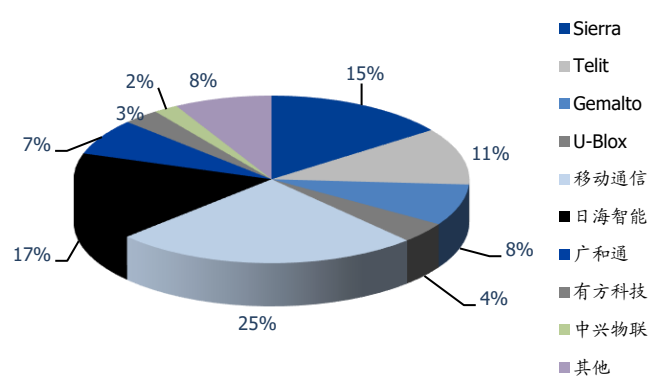
资料来源: Wind, 公司年报, 国盛证券研究所

图表 25: 2016 年全球无线模组市场份额 (按出货量)



资料来源: 锐观咨询, 国盛证券研究所

图表 26: 2018 年全球无线模组市场份额 (按出货量)

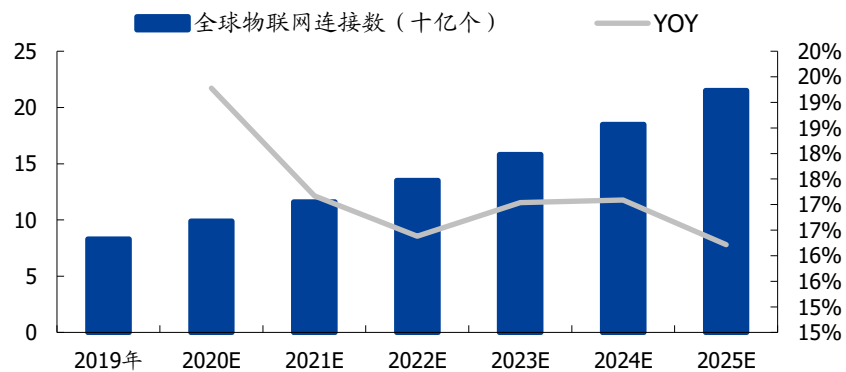


资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

## 4. 模组升级加新兴需求, 行业景气度上行

物联网赋能各行业, 第三次科技浪潮涌现。物联网赋能各行各业, 是继 PC 互联网、移动互联网后的第三次科技浪潮, 全球亿物互联正爆发。物联网未来 5 年将做大连接, 参考 Gartner、IoT Analytics、GSMA、MaChina 和 IDC 等五家咨询机构对于全球物联网连接数的预测, 预计 2025 年连接数达 215 亿以上, 5 年复合增速在 15% 以上。

图表 27: 2019 年-2025 年全球物联网连接数量预测



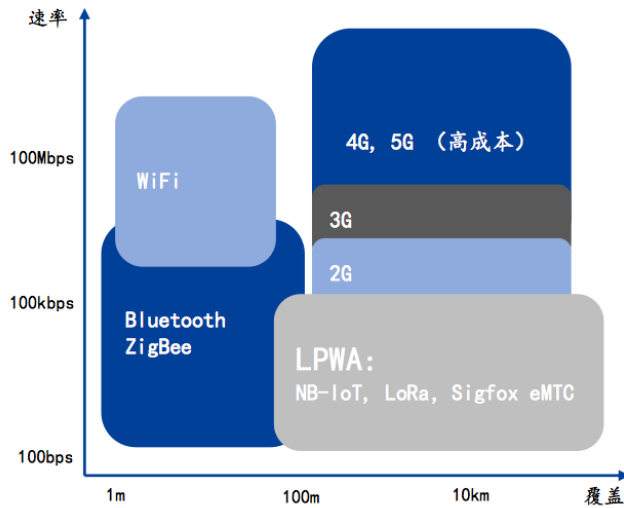
资料来源: Gartner, 国盛证券研究所

### 4.1 4G+NB-IoT 模组正替代 2G、3G 模组

2G 产品 (GSM/GPRS 系列) 应用于智能计量、车载运输等领域, 3G 产品主要用于智能 POS 机、可穿戴设备及电梯监控等领域, 其主要应用于对时延和带宽要求不高的物联网场景, 未来 2G 加速退网, 3G 逐步减频退网, 未来将逐步被 NB-IoT (Narrow Band IoT)

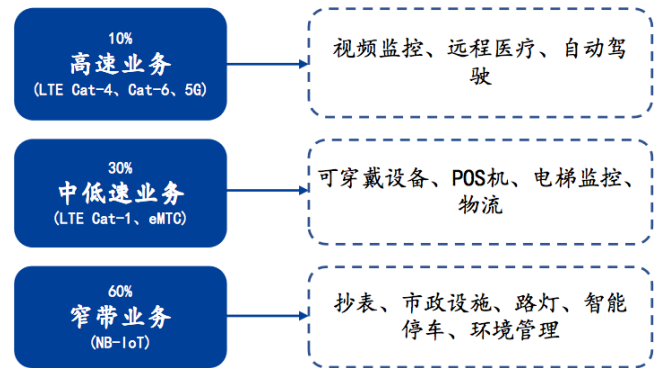
和 4G 替代。 Narrow Band IoT，也就是窄带物联网（带宽窄，速度慢），具备低功耗、广覆盖、广连接、低成本等特点，NB-IoT 可以广泛替代水电煤三表和烟感场景；拥有高带宽、低功耗和移动性的 4G-Cat.1 则可以替代 2G，应用在车载、支付、工业互联场景。

图表 28: LPWA 替代 2G



资料来源：百度，国盛证券研究所

图表 29: NB-IoT 应用场景



资料来源：百度，国盛证券研究所

## 4.2 4G 商用开拓新应用领域——智能 POS 机、车联网等

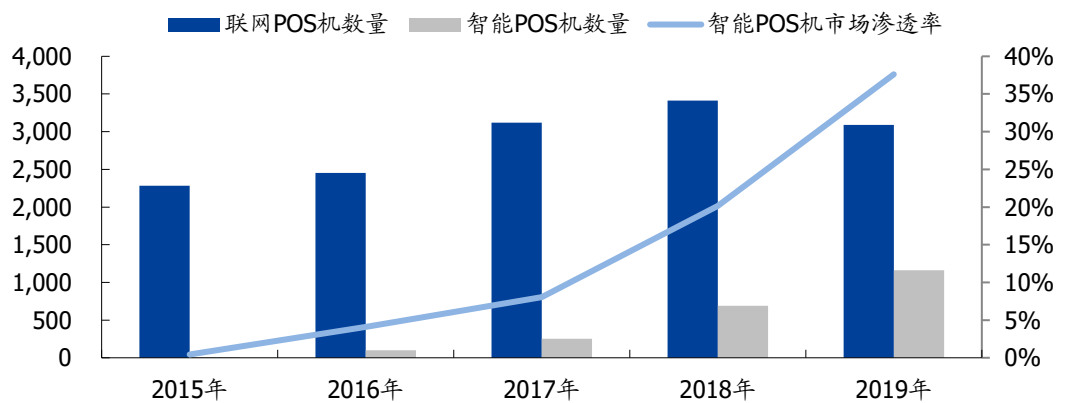
**LTE 技术成熟推动智能 POS 机渗透率持续上升。**相比于传统联网 POS 机，智能 POS 机在集成多种收款方式，提升账务处理效率的同时，能够以用户数据为基础，拓展出营销、推广、经营管理等功能。随着 LTE 技术的成熟，其多频段与多载波的特点能够增强数据传输的抗干扰能力并提升传输速率，进而推动智能 POS 机市场规模快速上升。2019 年中国智能 POS 机数量已达到 1162 万台，市场渗透率 38%。随着未来 2G 网络逐渐推出，4G 模组价格下降，以及无线支付业务生态不断完善，智能 POS 机的渗透率将进一步上升。

图表 30: 传统 POS 机与智能 POS 机对比

	传统 POS 机	智能 POS 机
开放性	封闭的, 无法与其他设备关联	开放的, 与收银系统, ERP 管理系统, 会员系统连接, 帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统和专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收款方式, 使用其他收款方式则需要增加外接设备	集所有付款方式为一体, 包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	无	业务需求覆盖周全, 可以收集客户数据等
商户体验	独立的收银体系, 升级困难, 有价格优势	使用方便, 但价格微高

资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

图表 31: 中国联网智能 POS 机数量及智能 POS 机市场渗透率 (单位: 万台)

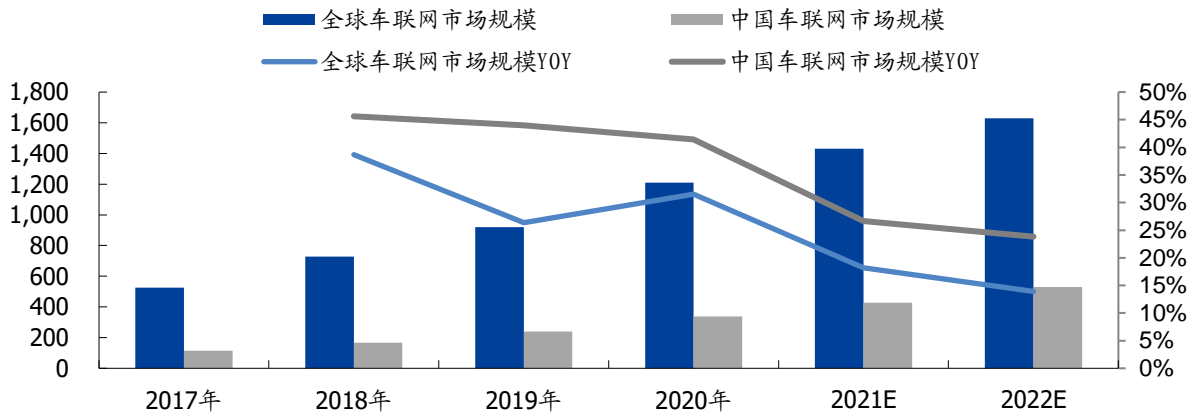


资料来源: 国家统计局, 公开资料整理, 国盛证券研究所

**LTE 制式成熟提供专网, 市场空间上千亿。**车联网产品存在前装与后装之分,“前装车联网系统”由汽车制造商进行装配,核心部件为 T-BOX 控制单元,用于处理车辆传感器数据,控制和跟踪汽车状态;“后装车联网”产品主要为后期加装的车载终端,能够获取实时车辆数据,并接入云平台进行数据处理,实现车辆风险监控、驾驶员行为分析、道路交通调度等功能。依托现有 LTE 基站搭建的 LTE-V 专网,为汽车数据对外传输提供了更高的带宽、更高的传输速率与更大的覆盖范围,促进车联网市场规模不断提升。根据中国产业信息网数据,预计 2021 年,中国车联网整体市场规模将达到 1150 亿元。



图表 32: 2017年-2022年全球、中国车联网市场统计规模及预测(单位:亿美元)



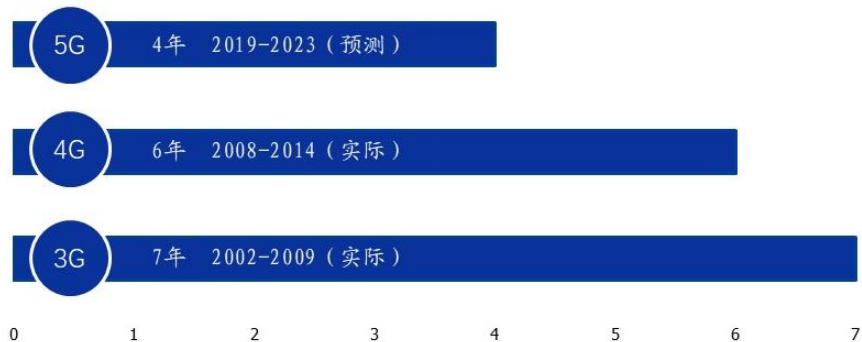
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

### 4.3 接力 4G, 5G 打开模组新天地

基础设施逐渐完善, 应用产品快速渗透, 5G 模块赋能传统行业并拓展新领域。依据中国工信部数据, 截至 2020 年底, 中国已开通的 5G 基站总数超过 71.8 万个。5G 渗透速率显著高于 4G, 依据华为《全球联接指数白皮书 2019》数据, 预计 5G 全球渗透率达到 10%的时间仅需要 4 年, 仅为 4G 下沉速度的 2/3。进入 5G 时代后, 5G 模块的一部分新需求为替代 4G 在 pos 机、消费电子等领域的应用, 另一部分为赋能开拓智慧城市、远程医疗、工业互联网、V-2X 等新领域。2020 年, 5G 产品开始出货, 预计 2023 年, 5G 模块的出货量将超过 4G 模块。

图表 33: 预期 5G 产品渗透速度

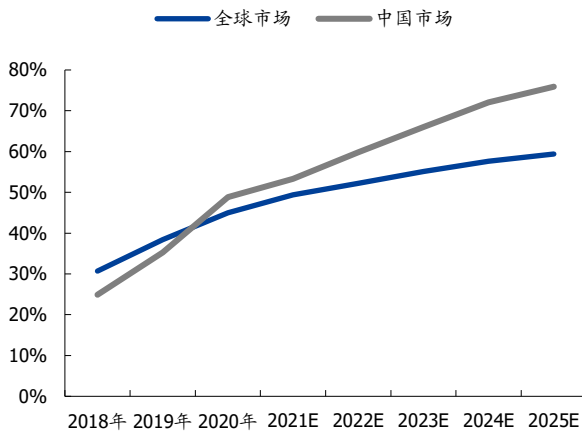
每代移动技术全球渗透率达到10%所需的时间



资料来源: 华为《全球联接指数白皮书 2019》, 国盛证券研究所

汽车垂直市场将是物联网蜂窝模块的最大消费者，显著提高 5G 物联网模组的市场份额，车联网拉开序幕。据研究机构 Gartner 预测，到 2020 年全球有 6000 万辆联网汽车，在接下来的四年内则将达到 2.2 亿辆。在 2019 年世界新能源汽车大会上，华为 5G+C-V2X 车载通信技术被评为全球新能源汽车创新技术，且基于本技术研发的全球首款 5G 车载模组 MH5000，华为的 5G CPE Pro 获得中国首个 5G 无线数据终端电信设备进网许可证，5G 车联网时代拉开序幕。

图表 34: 全球及中国市场智能网联车渗透率情况及预测



资料来源: HIS, 国盛证券研究所

图表 35: 华为端到端 5G+C-V2X 解决方案



资料来源: 搜狐, 国盛证券研究所

技术优势叠加政策扶持，V2X 市场迎来蓬勃发展。C-V2X 基于蜂窝通信技术，利用与路侧的射频单元及基站，将 V (车) 与 X (车、人、交通路侧基础设施和网络) 相连接。C-V2X 同时拥有向前兼容的 5G 演进路线，利用其大容量、低延时等特点，增加了车辆在行驶过程中位置及速度的交流。2020 世界智能网联汽车大会上，李克强总理发布并解读了《智能网联汽车技术路线图 2.0》，对我国 C-V2X 的应用提出了这样的目标：2025 年，C-V2X 终端新车装配率达到 50%；2030 年，C-V2X 终端新车装备基本普及。受益于国家对智能网联产业的支持，我国 C-V2X 领域，华为、大唐高鸿、移远通信等模组、芯片企业脱颖而出。其中，华为 5G 模组已实现上车应用；大唐高鸿的 C-V2X 车规级模组 DMD3A 顺利进行量产。根据 IHS 数据，中国 2020 年有 62.9 万辆轻型汽车配备 C-V2X 技术，并在 2024 年保持领先的态势。

图表 36: 汽车通信芯片国内外主要企业

企业	地区	主要产品	合作	备注
高通	美国	9150 C-V2X 芯片组	中兴、高新兴、移远通信	高通已经同 5G 汽车联盟建立了合作关系、通过众多实验和技术演示推动 C-V2X 全球部署
Autotalks	以色列	V2X 芯片组	奥迪、高通、大唐、意法半导体、联发科	与意法半导体合作开发 V2X 芯片组和增强全球导航定位系统
瑞萨	日本	R-CAR W2R、W2H SoC	日本、美国、欧洲客户	针对日本、美国和欧洲市场开发新型 R-Car W2H 通信处理器 SoC、R-Car W2R 5.9 GHz 频带无线通信 SoC
华为	中国	巴龙 765、巴龙 5000	奥迪、奔驰、比亚迪、上汽、奇瑞、宇通等	携手 18 家车企成立“5G 汽车生态圈”，5G 模组已实现上车应用
大唐高鸿	中国	车规级模组 DMD3A	阿尔卑斯阿尔派、是德科技	与阿尔卑斯阿尔派合作打造的 C-V2X 车规级模组 DMD3A 生产线顺利落成并投入量产

资料来源: 搜狐汽车研究室, 中国市场学会(汽车)营销专家委员会研究部, 国盛证券研究所

此外, 5G 的低延迟、大带宽, 可以更及时有效地实现通信, 在智慧城市的交通系统、医疗和急救服务、教育等领域都大有可为。

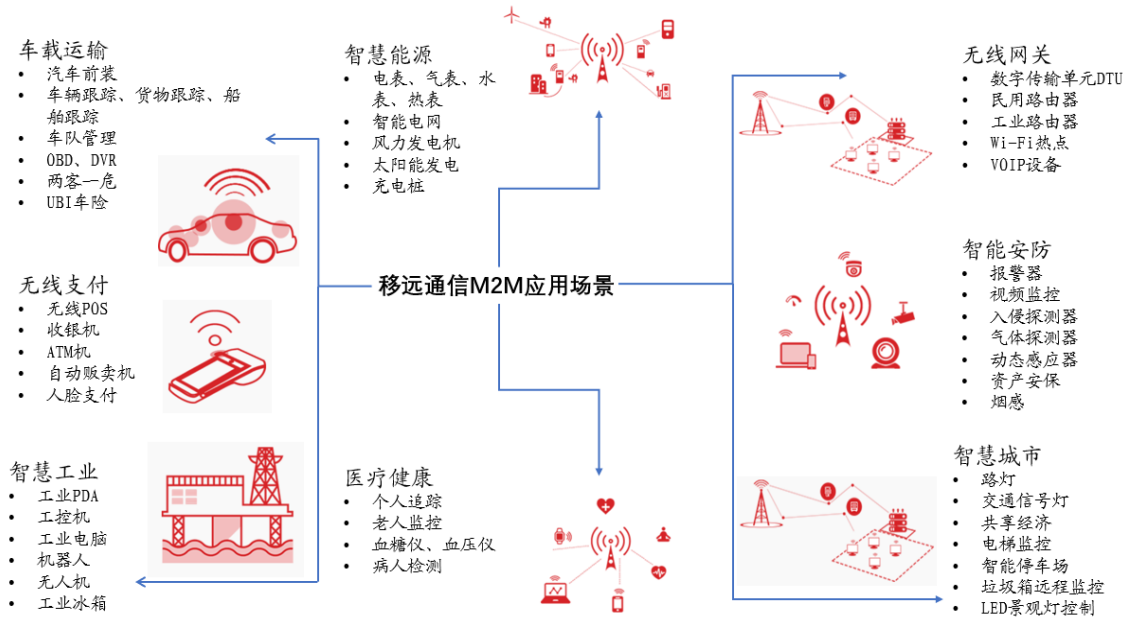
## 5. 强者恒强, 竞争优势拉升份额

### 5.1 竞争优势显著, 关键环节全打通

通信模组行业的发展, 伴随着通信制式的升级, 高阶制式产品首先会替代部分低阶制式的产品, 规模化生产后价格会有一定比例的下行。行业内企业的主要精力集中于研发和销售, 对于产品制造过程一般进行外包, 强大的研发能力保证能够快速切入新市场, 优秀的销售能力有助于促进产品市场份额提升。

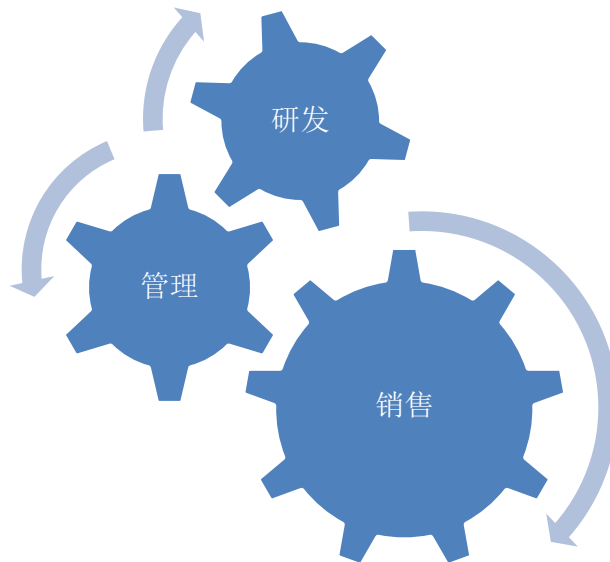
**竞争优势(1): 通过销售开源, 合理布局研发, 管理提效, 打通各个环节形成正向循环。**物联网行业是一个下游比较碎片化的行业, 具有移动支付、共享单车、自助售货终端、垃圾桶、摄像头、车联网、消费电子等市场。大颗粒的市场进入要求相对比较高, 小颗粒的市场则非常分散。因此公司需要销售部门积极挖掘新的客户需求, 研发部门不断完善技术并进行产品布局。目前移远通信是国内产品布局最完善的通信模组公司, 产品型号齐全。公司产品覆盖了通信和定位两大无线模组类别, 涵盖 600 多个产品型号, 模组出货量全球第一, 能够满足多行业客户的需求。

图表 37: 移远通信产品主要应用场景



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 38: 移远通信打通各个关键环节

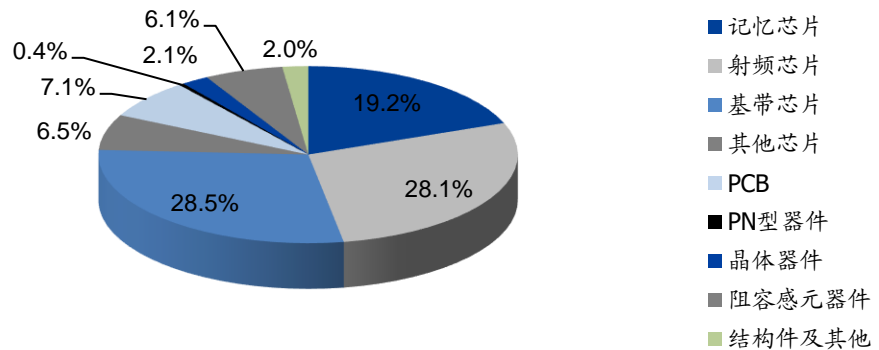


资料来源: 国盛证券研究所

**竞争优势(2): 规模效应, 单位成本优势。**公司主要竞争对手主要分为国内与海外两类。海外竞争对手包括 Sierra Wireless(加拿大, NASDAQ:SWIR), Telit(意大利, TEFG:TCP), Gemalto(荷兰, OTC:GTOMY) 三家。根据 berginsight 数据, 2019 年移远通信营收份额已达到全球第一, 近 18%。公司直接材料费用是构成主营业务成本的主要部分, 占比达到 82%。其中, 芯片采购成本是构成物联网模组成本的主要来源, 公司全球第一的市

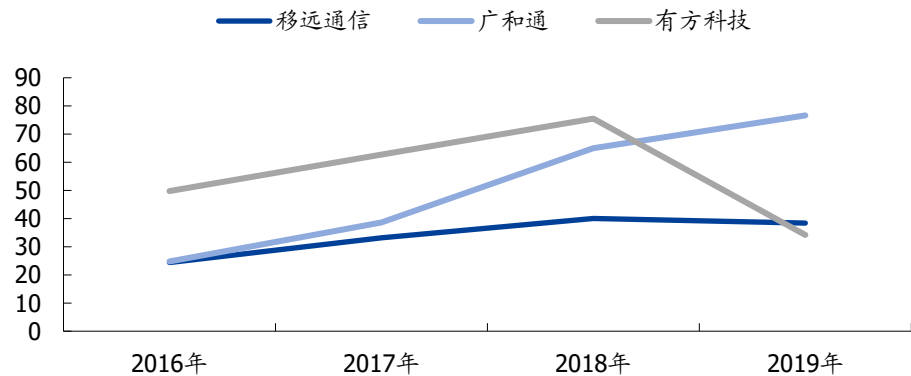
占率有利于其能以相对较低的成本采购上游芯片。对比国内竞争对手，公司有规模化生产优势，对比海外竞争对手，公司的三费率和芯片成本也较低。

图表 39: 2019 年移远通信芯片采购金额占总金额的比例



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 40: 移远通信单位材料成本较低 (单位: 元)

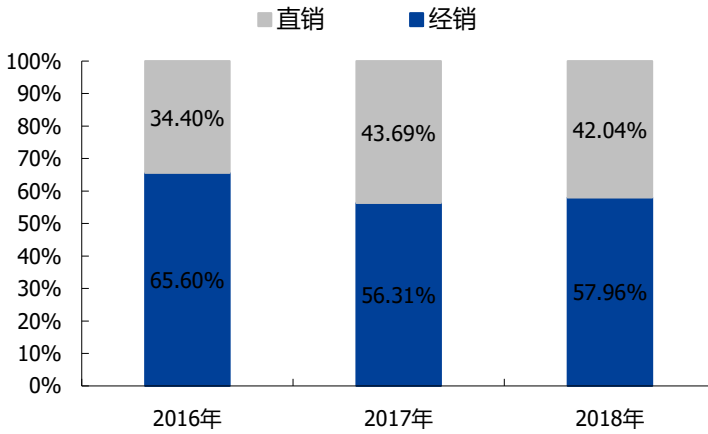


资料来源: 各公司公告, 国盛证券研究所

**竞争优势 (3): 冰山效应下, 渠道优势极具竞争力。**物联网市场是一个长尾市场, 有诸多不可见的小颗粒市场, 可以看到的只是冰山上面的部分, 而冰山下面的部分量大又难以接触, 需要长期的渠道积累。公司通过直销方式渗透覆盖大客户, 通过经销模式面对分散需求。在经销商数量方面, 公司全球经销商数量在行业内遥遥领先, 2018 年移远通信共有经销商 232 家, 远超有方科技的 14 家, 强大的经销网络使得公司在未来的销售效率将大大提高。从两个渠道的占比来看, 在 2016 年至 2018 年之间, 广和通和有方科技的直销收入占比均高于分销渠道。与可比公司不同, 2016 年公司直销和经销的比例分别为 34.4%和 65.6%, 2018 年公司直销和经销的比例分别为 42%和 58%, “直销+经销”双管齐下使得公司从两个销售渠道所获得的收入较为平衡。这种“两手抓”的销售方式更容易帮助公司开拓全球市场。

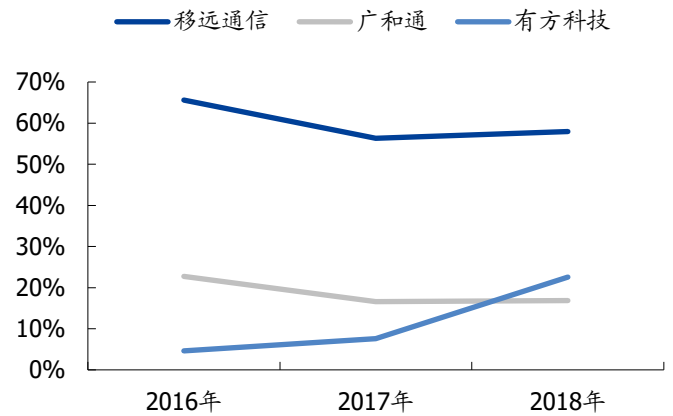


图表 41: 移远通信直销和经销收入占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

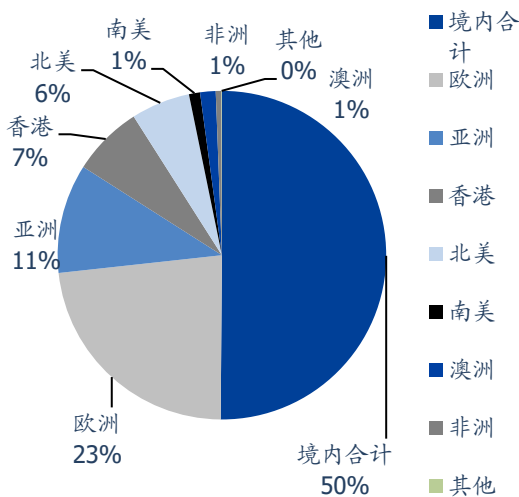
图表 42: 移远通信与类比公司 2016 年-2018 年经销收入占比



资料来源: 有方科技招股说明书, 国盛证券研究所

**竞争优势 (4): 海外资质认证壁垒。**公司前五大客户中海外客户的体量在 2016 至 2018 年有明显提升。在公司覆盖的全球多个海外市场中, 欧洲市场 (23.15%) 比例最大。全球各国对进口电子产品均实施严格的产品准入认证, 只有通过认证才能进入当地市场。海外认证分为强制性认证、一致性认证和运营商认证三类。截止 2019 年末, 在强制性认证方面, 公司产品覆盖欧盟 CE、美国 FCC、加拿大 IC 在内的几十个国家 and 地区; 在一致性认证方面, 公司产品取得了欧洲 GCF 和北美 PTCRB 的认证; 在运营商认证方面, 公司通过多家海外运营商的认证。公司积极推进海外产品认证体系, 在行业内率先形成认证体系的壁垒优势, 从而保证无线通信模组成功销往全球市场。

图表 43: 2018 年移远通信全球各地区主营业务收入占比



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

图表 44: 移远通信海外产品认证体系

强制性认证	CE、FCC、IC、IFETEL、ANATEL、RCM、ICASA、NCC、OFCA、JATE/TELEC、KC、NBTC、Declaration of conformity for Russia、UCRF、IMDA;
一致性认证	GCF、PTCRB;
运营商认证	Vodafone、Telenor、Telefonica、AT&T、Verizon、Telstra、Softbank、SKT、KT、Deutsche Telekom、TelecomItalia、Rogers、T-Mobile、Sprint、LGU+、NTTDOCOMO、KDDI、Vodacom、MTN、Telus。

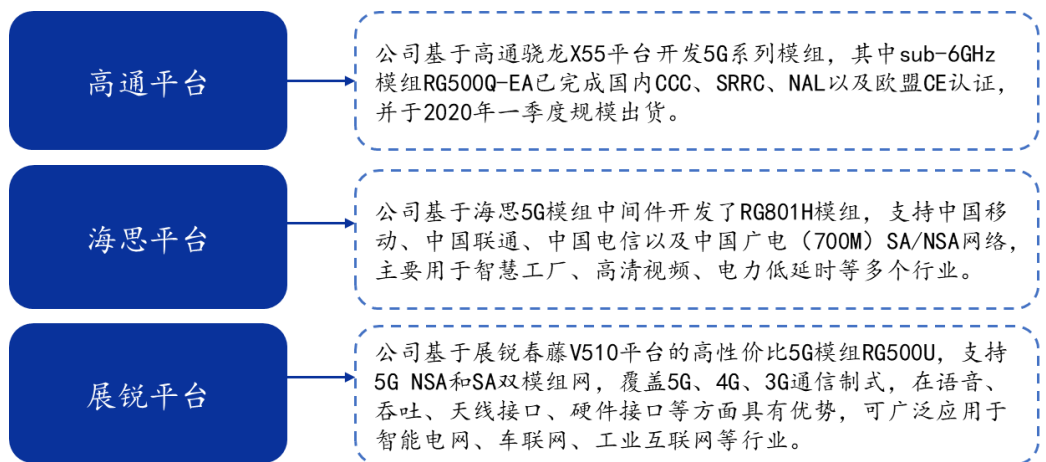
资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 5.2 Design-in 先发制人，备战 5G 新领域

公司具有极强的导入设计(Design-in)能力，通过研发为客户提供前期的技术支持，及时满足客户的定制化需求。尤其是在 5G 应用的新领域，这种能快速帮客户协同定位问题、解决问题的能力可以有效提高客户的合作粘性，有利于公司新产品的推出。

2020年4月3日，移远通信宣布，公司 5G 模组 RG500Q-EA 正式规模化出货。公司在 5G 商用节奏上开始加快进程。截至 2019 年底，公司已经和 200 多家客户合作拓展 5G 模组的应用落地。公司与高通、海思、展锐等上游芯片公司紧密联系，在行业标准、接口上合作，不少产品已经规模化生产，并应用于智慧工厂、高清视频、电力等行业。

图表 45: 移远通信 5G 模组布局



资料来源：电子发烧友，国盛证券研究所

## 6. 盈利预测和估值

公司主要业务预测拆解如下：

核心假设：

(1) 新冠疫情下公司生产不受显著影响，将承接海外部分外溢订单。公司生产线主要位于上海和合肥，产能受疫情影响较轻。而公司主要竞争对手位于欧洲和北美，其疫情状态下的产能具备不稳定因素，公司有望承接部分外溢订单。

(2) 车联网、移动支付、智慧城市等下游行业景气度保持上行，渗透率持续提升。在国家智慧城市建设推进下，物联网需求将迎来全面爆发期。

(3) 公司整体毛利率保持平稳。公司 2G/3G 产品逐步退出，需求下滑，毛利率略微下行；4G 产品规模效应体现，毛利率略回升；5G 产品开始逐步放量，价格下行，毛利率同步下行。目前 4G 产品占据公司营收大头，整体产品结构合理，毛利率基本保持平稳。

图表 46: 盈利预测

单位: 百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>主营收入</b>	4129.7	6124.5	8646.1	12001.6
LTE 系列	2427.1	3592.1	4885.2	6350.8
NB-IoT 系列	664.0	1062.4	1646.7	2470.0
GSM/GPRS 系列	510.4	530.8	557.6	586.0
WCDMA/HSPA 系列	364.2	382.4	401.5	421.6
GNSS 系列	84.6	89.7	71.8	64.6
WiFi 产品系列	24.4	102.6	205.1	348.7
5G 系列	2.3	303.9	808.4	1616.9
EVB 工具及其他	52.8	60.7	69.8	143.1
<b>营业收入增速</b>	52.9%	48.3%	41.2%	38.8%
LTE 系列	45.6%	48.0%	36.0%	30.0%
NB-IoT 系列	224.1%	60.0%	55.0%	50.0%
GSM/GPRS 系列	8.3%	4.0%	5.1%	5.1%
WCDMA/HSPA 系列	33.5%	5.0%	5.0%	5.0%
GNSS 系列	10.0%	6.0%	-20.0%	-10.0%
WiFi 产品系列	-	320.0%	100.0%	70.0%
5G 系列	-	-	166.0%	100.0%
EVB 工具及其他	523.0%	15.0%	15.0%	105.0%
<b>营业收入构成</b>	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
LTE 系列	58.8%	58.7%	56.5%	52.9%
NB-IoT 系列	16.1%	17.4%	19.0%	20.6%
GSM/GPRS 系列	12.4%	8.7%	6.5%	4.9%
WCDMA/HSPA 系列	8.8%	6.2%	4.6%	3.5%
GNSS 系列	2.1%	1.5%	0.8%	0.5%
WiFi 产品系列	0.6%	1.7%	2.4%	3.0%
5G 系列	0.1%	5.0%	9.4%	13.5%
EVB 工具及其他	1.3%	1.0%	0.8%	1.2%
<b>毛利率</b>	21.2%	21.1%	20.8%	20.8%
LTE 系列	20.8%	20.2%	19.7%	19.7%
NB-IoT 系列	16.5%	16.1%	15.8%	15.7%
GSM/GPRS 系列	19.8%	20.0%	20.0%	20.0%
WCDMA/HSPA 系列	27.1%	27.3%	27.2%	27.2%
GNSS 系列	36.7%	36.0%	36.0%	35.8%
WiFi 产品系列	32.1%	31.0%	30.0%	29.0%
5G 系列	41.8%	32.7%	30.0%	28.0%
EVB 工具及其他	36.2%	36.0%	35.0%	33.0%
<b>减: 销售费用</b>	202.1	302.5	415.0	564.1
%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%
<b>减: 管理费用</b>	127.8	192.3	263.7	360.0
%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
<b>减: 研发费用</b>	361.7	539.0	743.6	1008.1

%	8.8%	8.8%	8.6%	8.4%
减：财务费用	27.3	1.7	3.1	-0.1
%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
期间费用率	17.4%	16.9%	16.5%	16.1%
营业利润	145.4	238.1	357.0	544.2
归属于母公司净利润	148.0	239.9	359.6	548.3
销售净利率	3.6%	3.9%	4.2%	4.6%
净利润增长率	-18.0%	62.1%	49.9%	52.4%

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.4/3.6/5.5 亿，对应 EPS 分别为 2.2/3.4/5.1 元，对应 2021 年 PE 115X，鉴于公司相比同行竞争优势显著，未来有望保持业绩高增长，作为行业龙头可享受一定估值溢价，维持“买入”评级。

图表 47：可比公司估值

股票代码	公司名称	股价	EPS (万得一致预期)			PE (万得一致预期)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300638	广和通	58.82	1.21	1.72	2.33	48.61	34.20	25.24
688159	有方科技	22.88	0.10	0.95	1.36	228.80	24.08	16.82
603236	移远通信	213.65	2.24	3.36	5.12	115.4	77.0	50.5
	平均值		1.18	2.01	2.94	130.94	45.09	30.85

资料来源：Wind，国盛证券研究所

## 7. 风险提示

**(1) 新产品拓展进度不达预期**

车联网、智慧医疗等领域应用落地若放缓，或将使公司产品销量增速放缓，影响公司利润。

**(2) 同行竞争加剧**

通信模组市场竞争相对激烈，若同行使用激进的价格策略，公司毛利率可能受压制。

**(3) 新冠疫情影响下游需求。**

当前疫情对于全球经济造成冲击，制造业复工复产延迟，若下游订单需求因此下降，将对公司业绩造成不利影响。



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com