

2021年04月08日

广和通 (300638.SZ)

深度分析

深耕大颗粒市场，再添车联网之翼

投资要点

- 核心观点：**无线通信模组是未来万物互联爆发增长最先受益的环节，大颗粒赛道增长确定性和可持续性强，2021年PC市场有望实现双位数增长，移动POS机出货量继续提升，聚焦大颗粒高价值领域的公司有较高护城河。公司自成立以来专注于通信模组的研发和制造，在大颗粒PC、POS机模组赛道构筑了较深厚的盈利基本盘，公司通过收购SW前装车载模块业务加速切入车联网市场的节奏，多IoT领域布局，有望把握未来下游爆发的机会。
- 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，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。
- 万物互联通信模组先行，产业东移国内龙头受益。**物联网连接数在迅速增长，物联网将成为超万亿规模的巨大市场。作为物联网产业链前端的通信模组等迎来高景气度，且均处于产业东移的进程，国内行业龙头将充分受益。根据蜂窝模组市场需求量大小，物联网下游市场可划分为大颗粒市场和小颗粒市场，大颗粒赛道增长确定性和可持续性强，聚焦大颗粒高价值领域的公司有较高护城河。对PC赛道，根据IDC预测，2021年传统PC市场将增长18.2%，2020-2025年预测期内复合年增长率(CAGR)为2.5%，行业迎来复苏，且行业集中度提升，无线通信模组内置率增长。对移动支付赛道，移动POS机的增长和升级推动通信模组发展。对车载赛道，庞大的汽车市场带来车联网产业的巨大需求，车联网驱动车载模组的需求增长。
- 大颗粒赛道继续深耕，车联网、IoT加快拓展。**公司在笔电、POS机领域深耕已久，通过技术支持和服务深度绑定大客户，21年笔电在这类大颗粒赛道上的卡位优势有望继续保持。在车联网领域，公司20年底完成对Serria Wireless车载模组业务的收购，外延并购有利于缩短切入车载领域进程，完善公司车联网的国际化战略布局。除了大颗粒赛道外，物联网模组公司必须在多场景进行布局，才有机会抓住应用爆发增长的机会。公司在智慧能源、家居和健康、智能制造、智慧安防、智慧零售、智慧城市、智慧农业、无线网联设备多个领域的物联网场景都有布局，为捕捉应用爆发增长机遇做好准备。
- 投资建议：**我们测算广和通2020-2022年营业收入分别为28.4亿元、40.8亿元、54.6亿元，增速分别为48.2%、43.8%、33.8%，预计公司2020-2022年的净利润分别为2.84亿元、4.17亿元和5.72亿元，增速分别为66.8%、46.8%、37.3%。对应20-21年PE分别为45x、31x，对应21年增速PEG为0.67x，相比同行估值较低。从公司历史估值看，公司当前估值也处在较低水平。物联网模组是万物互

通信 | 通信终端及配件 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2021-04-08) **54.34元**

交易数据

总市值(百万元)	13,145.08
流通市值(百万元)	8,227.21
总股本(百万股)	241.90
流通股本(百万股)	151.40
12个月价格区间	41.68/87.19元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	12.74	-5.95	-4.81
绝对收益	11.17	-16.55	38.71

分析师

曾捷

 SAC执业证书编号：S0910518110001
 zengjie@huajinsec.com

相关报告

广和通：无线通信模组龙头，积极迎接物联网时代 2020-12-07

联的基础，是物联网产业链中确定性最高且率先受益环节，广和通在物联网模组大颗粒赛道和 IoT 多维赛道做了深度和广度布局，有望把握下游需求确定性增长，我们维持公司“买入-B”评级。

- ◆ **风险提示：**（一）宏观/行业层面：中美摩擦加剧，美国如果限制重要基带、射频芯片的出口，公司原材料供应受限；物联网垂直行业需求发展不及预期；PC 笔电等销量下降、蜂窝模组渗透率增长不及预期风险；行业竞争加剧，价格下降超出预期风险。（二）公司层面：与上游供应商合作稳定性变差，导致新产品质量及可靠性出现问题；高速产品验证测试放量不及预期。

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	2,839	4,084	5,463
YoY(%)	121.7	53.3	48.2	43.8	33.8
净利润(百万元)	87	170	284	417	572
YoY(%)	97.9	95.9	66.8	46.8	37.3
毛利率(%)	23.2	26.7	28.6	28.2	27.7
EPS(摊薄/元)	0.36	0.70	1.17	1.72	2.36
ROE(%)	19.4	13.0	18.5	22.3	24.3
P/E(倍)	146.8	74.9	44.9	30.6	22.3
P/B(倍)	28.4	9.8	8.3	6.8	5.4
净利率(%)	6.9	8.9	10.0	10.2	10.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、核心观点.....	5
二、深耕二十年，成为全球领先的无线通信模组厂商.....	6
1、深耕无线通信模组和解决方案的提供商.....	6
2、2017 年开始进入发展快车道.....	8
3、聚焦大颗粒赛道，盈利能力领先同行.....	9
(1) 聚焦 PC、移动支付、车联网大赛道.....	10
(2) 与行业大客户形成长期稳定的合作关系.....	10
(3) 研发实力及研发投入领先行业.....	11
(4) 积极推进海外认证，开拓海外市场.....	11
三、万物互联通信模组先行，产业东移国内龙头受益.....	12
1、联网终端快速增长，无线通信模组先发受益.....	12
2、产业持续东移，国内龙头受益.....	14
3、大颗粒赛道增长确定性和可持续性强.....	15
(1) PC：销量继续增长，行业集中度提升，无线通信模组内置率增长.....	15
(2) 移动支付：POS 机的增长和升级推动通信模组发展.....	17
(3) 车联网：驱动车载模组的需求增长.....	20
四、大颗粒赛道继续深耕，车联网、IoT 加快拓展.....	22
1、笔电+POS 机客户合作稳固，卡位优势继续保持.....	22
2、收购海外优质资产，车联网赛道双轮出击.....	24
3、IoT 多维布局，把握爆发机遇.....	26
五、盈利预测与估值评级.....	27
1、盈利预测.....	27
2、估值比较与投资评级.....	28
风险提示.....	29

图表目录

图 1：广和通投资逻辑.....	6
图 2：公司发展历程.....	7
图 3：公司产品分类.....	7
图 4：公司主要股东持股情况.....	8
图 5：过往 6 年营业收入及增长率.....	8
图 6：过往 6 年净利润及增长率.....	8
图 7：过往 6 年毛利率变动.....	9
图 8：过往 5 年主要费用率变动.....	9
图 9：行业内公司毛利率对比情况.....	9
图 10：行业内公司净利率对比情况.....	9
图 11：通信模组公司研发支出总额占营业收入比例（%）.....	11
图 12：通信模组公司研发人员数量占比（%）.....	11
图 13：蜂窝通信模组产业链.....	13
图 14：无线通信模组分类.....	13
图 15：2016-2023 年全球蜂窝通信模块市场规模预测（百万块）.....	14
图 16：移远通信模组平均价格.....	14

图 17: 全球主要通信模组厂商出货量份额变化.....	14
图 18: 国外模组厂销售毛利率平均值高于国内模组厂	15
图 19: 国内模组厂销售净利率平均值高于国外模组厂	15
图 20: 全球平板电脑面板出货量	16
图 21: 全球笔记本电脑面板出货量	16
图 22: 全球笔电市场分品牌份额情况	16
图 23: 全球平板市场分品牌份额情况	16
图 24: 全球 LTE 笔记本终端款数	17
图 25: 中国第三方支付交易规模与线下扫码支付交易规模	18
图 26: 2014-2019 年中国消费品零售总额 (亿元)	18
图 27: 全球 POS 机出货量	19
图 28: 移动 POS 机的出货量份额还有继续提升空间	19
图 29: 中国移动支付业务笔数	19
图 30: 中国联网 POS 机数	19
图 31: 智能 POS 机行业产业链示意图	20
图 32: 广义车联网	21
图 33: 全球汽车销量	21
图 34: 全球智能网联汽车出货量	21
图 35: 全球笔电市场分品牌市场份额	22
图 36: 广和通 L850 4G 无线通信模块产品	23
图 37: 广和通 L860 4G 无线通信模块产品	23
图 38: 公司与三家专业投资机构共同通过参股公司锐凌无线收购 Sierra Wireless 车载模块业务资产	24
图 39: Sierra Wireless 车载产品线财务情况	24
图 40: Dan Schieler 出任广和通参股公司锐凌无线 CEO	25
图 41: 广和通车联网模组产品	26
图 42: 公司 IoT 应用布局	26
图 43: 公司近三年 PE-band	29
表 1: 公司各领域的大客户	10
表 2: 通信模组下游市场可分为大颗粒市场和小颗粒	15
表 3: 智能 POS 和传统 POS 对比	19
表 4: 全球前十 POS 机品牌及出货量	23
表 5: 公司物联网模组在多场景的应用	26
表 6: 公司分业务收入预测	28
表 7: 可比公司估值 (2021 年 3 月 26 日收盘价为基准)	28

一、核心观点

无线通信模组是未来万物互联爆发增长最先受益的环节。公司自成立以来专注于通信模组的研发和制造，在大颗粒 PC、POS 机模组赛道构筑了较深厚的盈利基本盘，SW 前装车载模块业务加速切入车联网市场的节奏，多 IoT 领域布局，有望把握未来下游爆发的机会。

行业层面，物联网连接数在迅速增长，物联网将成为超万亿规模的巨大市场。作为物联网产业链前端的通信模组等迎来高景气度，且均处于产业东移的进程，国内行业龙头将充分受益。根据蜂窝模组市场需求量大小，物联网下游市场可划分为大颗粒市场和小颗粒市场，大颗粒赛道增长确定性和可持续性强，聚焦大颗粒高价值领域的公司有较高护城河。

公司层面，公司在笔电、POS 机领域深耕已久，通过技术支持和服务深度绑定大客户，在这类大颗粒赛道上的卡位优势有望继续保持。在车联网领域，公司 20 年底完成对 Serria Wireless 车载模组业务的收购，外延并购有利于缩短切入车载领域进程，完善公司车联网的国际化战略布局。除了大颗粒赛道外，物联网模组公司必须在多场景进行布局，才有机会抓住应用爆发增长的机会。公司在智慧能源、家居和健康、智能制造、智慧安防、智慧零售、智慧城市、智慧农业、无线网联设备多个领域的物联网场景都有布局，为捕捉应用爆发增长机遇做好准备。。

我们测算广和通 2020-2022 年营业收入分别为 28.4 亿元、40.8 亿元、54.6 亿元，增速分别为 48.2%、43.8%、33.8%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 2.84 亿元、4.17 亿元和 5.72 亿元，增速分别为 69%、45.5%、37.8%。对应 20-21 年 PE 分别为 46x、31x，对应 21 年增速 PEG 为 0.67x，相比同行估值较低。从公司历史估值看，公司当前估值也处在较低水平。

物联网模组是万物互联的基础，是物联网产业链中确定性最高且率先受益环节，广和通在物联网模组大颗粒赛道和 IoT 多维赛道做了深度和广度布局，有望把握下游需求确定性增长，我们维持公司“买入-B”评级。

图 1：广和通投资逻辑

- 行业：万物互联通信模组先行，产业东移国内龙头受益
 - 联网终端快速增长，无线通信模组先发受益
 - 产业持续东移，国内龙头受益
 - 大颗粒赛道增长确定性和可持续性强
- 公司：大颗粒赛道继续深耕，车联网、IoT加快拓展
 - 深耕二十年，成为全球领先的无线通信模组厂商
 - 笔电+POS机客户合作稳固，卡位优势继续保持
 - 收购海外优质资产，车联网赛道双轮出击
 - IoT多维布局，把握爆发机遇
- 盈利预测与估值评级
 - 2020-2022年的净利润分别为2.84亿元、4.17亿元和5.72亿元
 - 对应20-21年PE分别为44.9/30.6x，对比行业和历史估值较低

资料来源：华金证券研究所制作

二、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，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。

1、深耕无线通信模组和解决方案的提供商

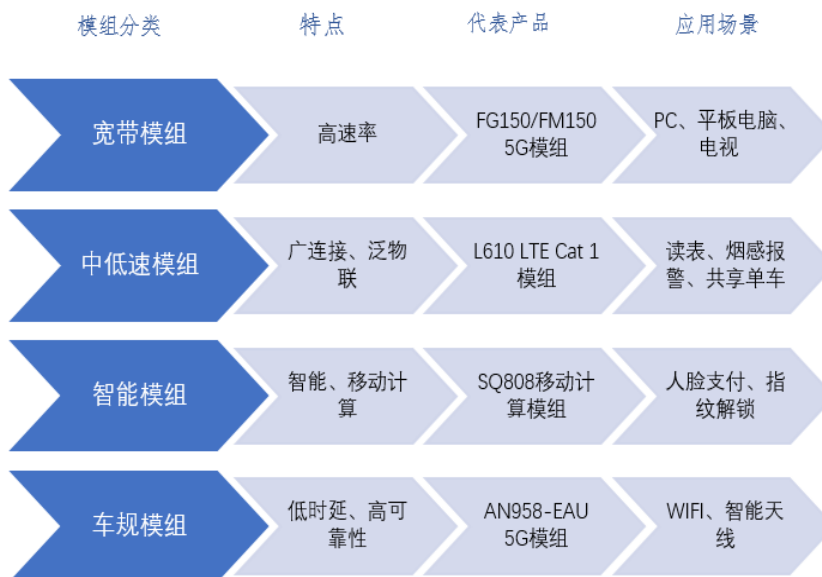
成立二十载，深耕无线通信模组和解决方案。公司成立于 1999 年，主要从事无线通信模组和解决方案的设计、研发与销售，产品主要包括 5G 模块、LTE 模块、SoC 智能模块、WCDMA/HSPA+模块、GSM/GPRS 模块、LPWA 模块等，按需求划分为中低速模组，宽带模组、智能模组、车规级模组。公司早先为摩托罗拉公司的模块代理商，后于 2008 年开始自主研发。自 2012 年起，公司一直处在物联网应用领域领先地位，积极成立分公司、研发中心和开拓海外市场。2014 年，公司获 Intel 首批创新基金投资战略入股，为英特尔投资的唯一一家物联网无线通信解决方案供应商。2017 年，公司在创业板上市。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 2: 公司发展历程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

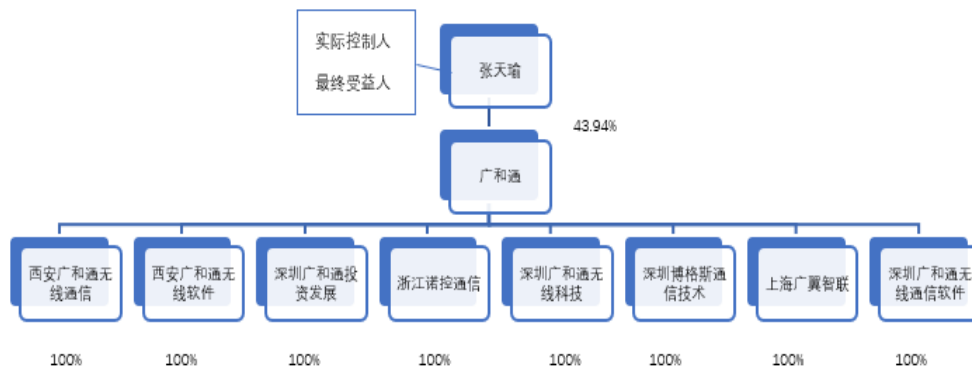
图 3: 公司产品分类



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%**。第二大股东新余广和创虹企业管理中心，为公司实际控制人与核心员工设立的持股平台，主要持股人为公司的部分高管及核心技术人员。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 4：公司主要股东持股情况

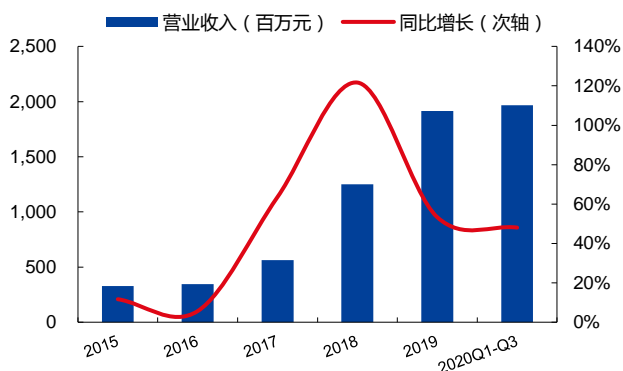


资料来源：公司公告，华金证券研究所

2、2017 年开始进入发展快车道

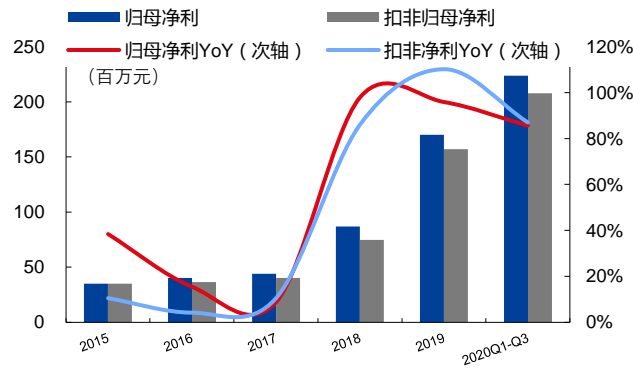
受益于物联网行业的快速发展，公司产品线的丰富、市场覆盖率提高，公司自 **2017** 年开始进入高速增期，**2017-2019** 年期间，公司营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 **77.17%**和 **61.57%**。**2019** 年，公司实现营业收入 **19.15** 亿元，同比增长 **53.32%**，实现净利润 **1.7** 亿元，同比增长 **95.95%**。**2020** 年前三季度公司实现营收 **19.68** 亿，同比增长 **48.01%**，度实现净利润 **2.24** 亿，同比增长 **85.65%**。

图 5：过往 6 年营业收入及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

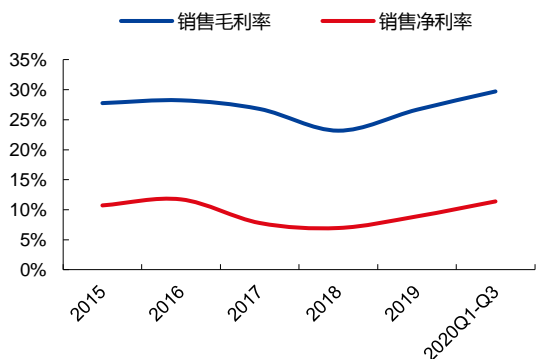
图 6：过往 6 年净利润及增长率



资料来源：wind, 华金证券研究所

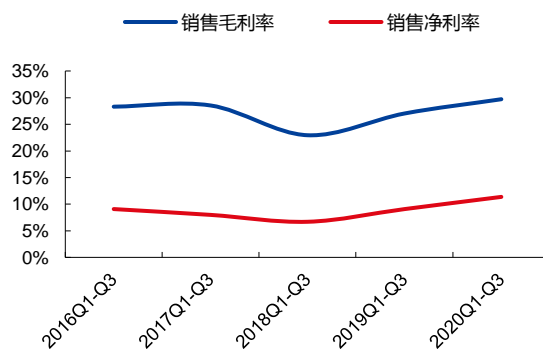
费用率方面整体平稳，近5年期间费用率区间在15.5%-17.5%之间。2017年销售费用率提升约1pct，主要系当年大力拓展欧美海外市场，销售费用提高。2019年公司研发投入增大，扩大研发人员规模，当年研发费用率提升1.8pct。20年前三季度公司期间费用率同比增长1.1pct，主要系汇兑损益导致财务费用率增长所致。

图7：过往6年毛利率变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

图8：过往5年主要费用率变动



资料来源：wind, 华金证券研究所

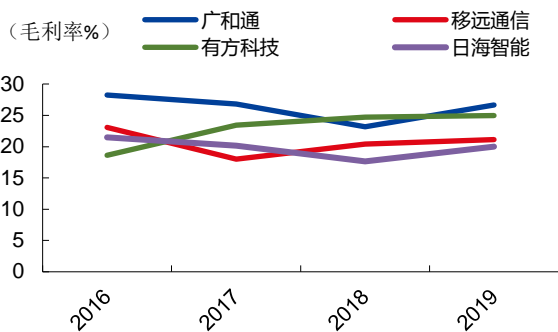
3、聚焦大颗粒赛道，盈利能力领先同行

从盈利能力看，公司毛利率与净利率在2018年触底，2019年起稳定上升，这主要是公司毛利率较高的海外业务增多，并积极改善产品结构，增强客户粘性。

跟同行相比，公司盈利能力领先。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领先水平，2016-2019，公司平均毛利率高达26.22%，2019年公司毛利率为26.7%，同行同期毛利率为24.9%。2016-2019，公司平均净利率高达8.8%，2019年公司净利率为8.9%，高于同行同期净利率。

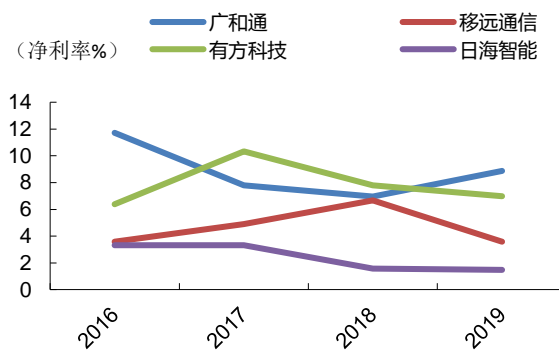
公司具备较高盈利能力的原因在于其多年专注大颗粒的移动互联网、移动支付以及车联网细分赛道，与行业大客户形成长期稳定合作关系，高研发投入的技术保证及海外市场的积极拓展。

图9：行业内公司毛利率对比情况



资料来源：wind, 华金证券研究所

图10：行业内公司净利率对比情况



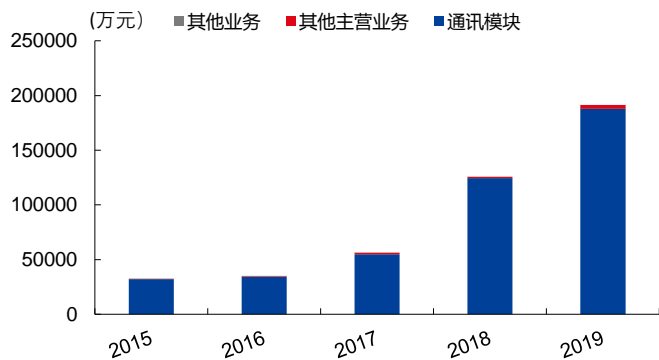
资料来源：wind, 华金证券研究所

(1) 聚焦 PC、移动支付、车联网大赛道

物联网模组公司大致有两种扩张路径，一是以移远通信和日海智能为代表的“广撒网”策略，它们产品大而全，通过低毛利、快速渠道扩张、高出销量抢占市场，以当前利润换取市场份额提升。二是以广和通和有方科技为代表的“精深耕”策略，它们在细分赛道深耕细作，巩固客户基础，从而保证较高利润率，公司所专注的领域大小，公司与客户的关系，决定了公司在该领域的成长边界。

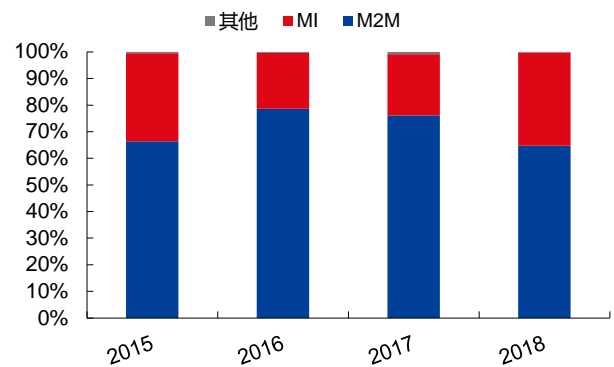
从应用领域来看，广和通业务分为 MI（PC、平板等消费电子产品）和 M2M（移动支付、智能电网、车联网等）两大类。M2M 和 MI 是主要收入构成，2018 年 M2M 贡献了约 64.74% 的营收。公司专注于移动互联网、移动支付、车联网等细分赛道，在几大赛道研发投入大，客户关系稳固，从而构筑起了自身的护城河。

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

(2) 与行业大客户形成长期稳定的合作关系

在深耕无线通信模组的 20 年里，公司与这几大赛道的主要客户构筑了紧密的客户关系。移动互联网领域，有品牌商联想、亚马逊、惠普等；移动支付方面，有终端供应商百富环球、INGENICO GROUP、惠尔丰、新国都、新大陆；车载方面，有系统供应商赛格导航、博实结、华宝科技、比亚迪等；电网方面，有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；同时公司一直在积极开拓海内外新客户资源。

表 1: 公司各领域的大客户

行业	客户
移动互联网	   
移动支付	   

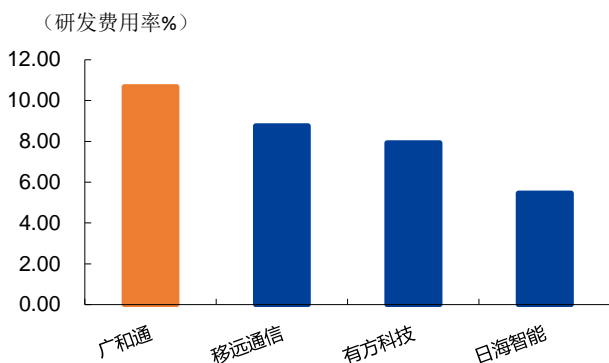
行业	客户
车载	   
电网	  

资料来源：公司公告，华金证券研究所

(3) 研发实力及研发投入领先行业

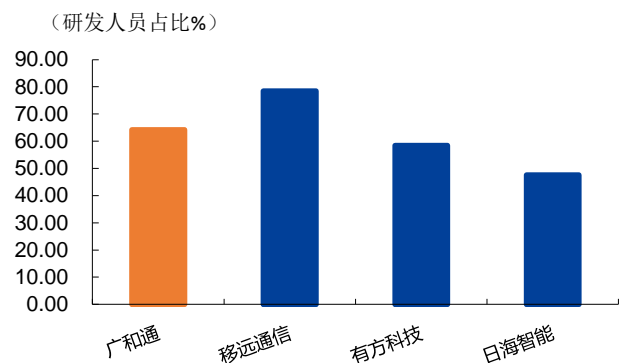
公司研发人员占比超 60%，处于行业领先地位。公司总员工数量 1058 人，研发人员占比达 60% 以上。公司在无线通信模块及其应用行业通信解决方案的 2G/3G/4G/5G 通信协议栈软件开发技术、产品性能实现工业级-40 到+85 度的技术、RF 校准控制技术、一体化产品开发设计技术、接口扩展技术、集成应用技术的研发过程中已累计获得 33 项发明专利、41 项实用新型专利以及 46 项计算机软件著作权。相关技术的掌握使得公司产品能满足移动支付、移动互联网、车联网、智能电网、安防监控等多个领域的应用，并为公司开拓更多物联网应用领域奠定良好的基础。

图 11：通信模组公司研发支出总额占营业收入比例（%）



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：通信模组公司研发人员数量占比（%）



资料来源：wind, 华金证券研究所

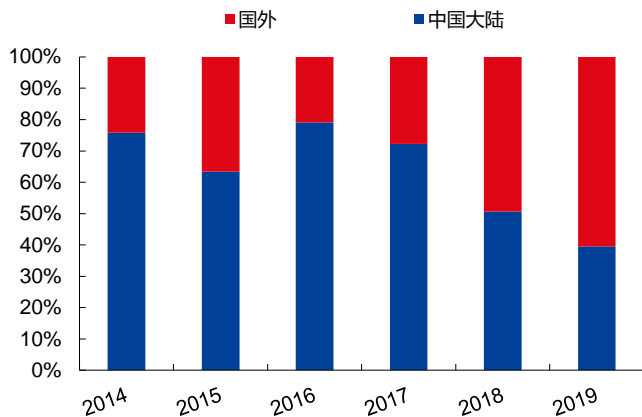
(4) 积极推进海外认证，开拓海外市场

公司 2015 年开始积极拓展海外市场，2017 年前在印度、俄罗斯、土耳其、南非、东南亚等地已有专业代理机构协同拓展市场并为客户提供技术支持服务，2017 年开始公司重点拓展欧洲和美洲市场。海外认证是通信模组出海的必须，如果是全球版本的，欧洲美洲主要的国家都得做行业认证、运营商认证还有强制认证，模组完成认证才标志着其正式具备海外供给能力，随着公司开拓海外市场战略的推进，公司产品的海外市场认证逐步增加。根据 2017 年公司公开采访，当时公司产品已经通过全球主要运营商的认证以及 80 多个国家的准入。2020 年 10 月 19 日，

广和通 5G 模组 FM150-NA 顺利完成 FCC/IC/PTCRB 认证。完成了这三项北美地区重要的强制认证，是公司 5G 模组正式登陆北美市场做好铺垫。

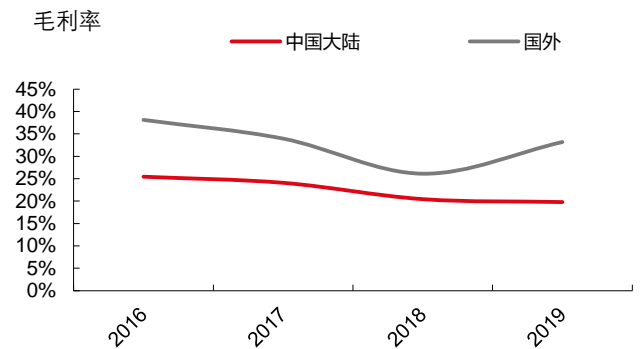
随着海外业务的拓展，公司海外业务的比重逐步上升。2019 年，海外营收占比 60.5%。在毛利率方面，通信模块毛利率在 2017-2018 年有所下跌，2019 年随着公司产品结构优化，毛利率提升。分地区来看，海外毛利率普遍高于国内毛利率并且在 2018 年后呈上升趋势，国内毛利率较低，并且呈缓慢下降趋势。

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

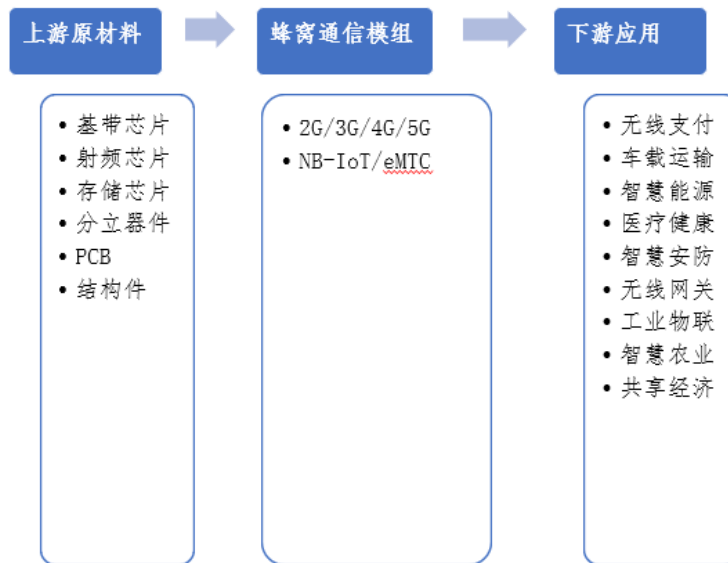
三、万物互联通信模组先行，产业东移国内龙头受益

物联网连接数在迅速增长，物联网将成为超万亿规模的巨大市场。作为物联网产业链前端的通信模组等迎来高景气度，且均处于产业东移的进程，国内行业龙头将充分受益。根据蜂窝模组市场需求量大小，物联网下游市场可划分为大颗粒市场和小颗粒市场，大颗粒赛道出货量大，增长确定性和可持续强，包括 PC、车联网、POS 机等，对定制性和聚焦大颗粒高价值领域的公司有较高护城河。对 PC 赛道，根据 IDC 预测，2021 年传统 PC 市场将增长 18.2%，2020-2025 年预测期内复合年增长率（CAGR）为 2.5%，行业迎来复苏，且行业集中度提升，无线通信模组内置率增长。对移动支付赛道，移动 POS 机的增长和升级推动通信模组发展。对车载赛道，庞大的汽车市场带来车联网产业的巨大需求，车联网驱动车载模组的需求增长。

1、联网终端快速增长，无线通信模组先发受益

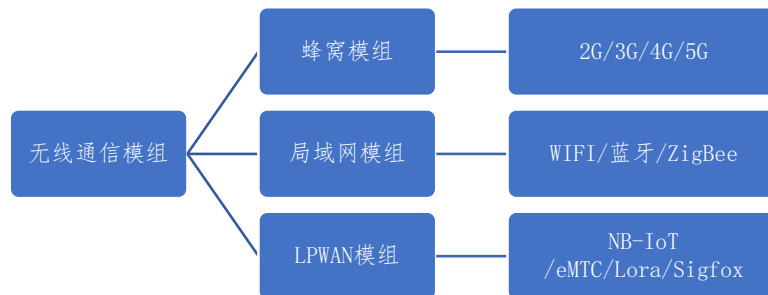
无线通信模组是物联网的基础硬件，将芯片、存储器、功放器件等集成在线路版上，并提供标准接口。借助无线模组，终端设备实现通信功能。考虑到物联网模组随连接数的放量与制式升级导致整体价格的提升，整体行业规模在未来 4 年将得到较大增长。

图 13: 蜂窝通信模组产业链



资料来源：移远通信招股书，华金证券研究所整理

图 14: 无线通信模组分类

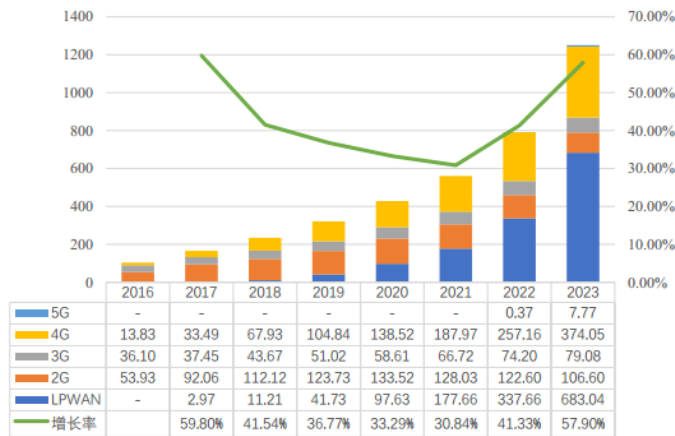


资料来源：华金证券研究所整理

出货量方面，预计通信模组未来 4 年复合增速将达到 **40.5%**。一般每增加一个物联网设备连接，将增加 1-2 个无线通信模组。根据 ABI Research，2016 年全球物联网蜂窝通信模块出货量为 1.04 亿片，预计 2023 年将增长到 12.50 亿片，2019-2023 年全球蜂窝通信模块市场出货量的复合增速将达到 40.5%。

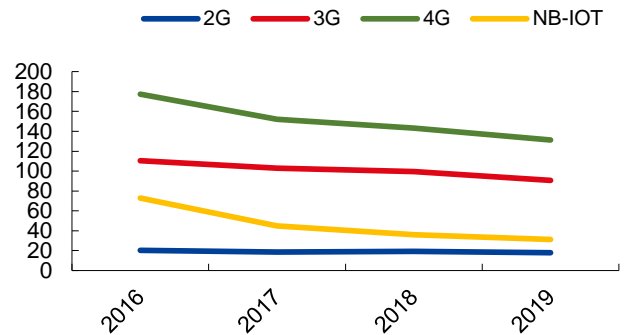
单价方面，随着通信模组的结构升级，通信模组整体单价将提高。从制式上看，目前 2G 和 4G 通信模块占比较大，3G 信模块由于应用场景限制，占比较小；由于 LPWAN (包括 NB-IoT 和 Emtc) 相对 2G 具有覆盖广、低功耗、低成本的优势，将逐渐形成在低速率场景对 2G 的全面替代。中速率场景主要为 2G、3G 向 4G Cat1 升级。高速率场景通信由 5G 模组承担。虽然同一制式下模组价格有持续下降的规律，但通信模组整体单价将随通信制式的升级得到较大提升。

图 15: 2016-2023 年全球蜂窝通信模块市场规模预测 (百万块)



资料来源: 有方科技招股书, 华金证券研究所

图 16: 移远通信模组平均价格

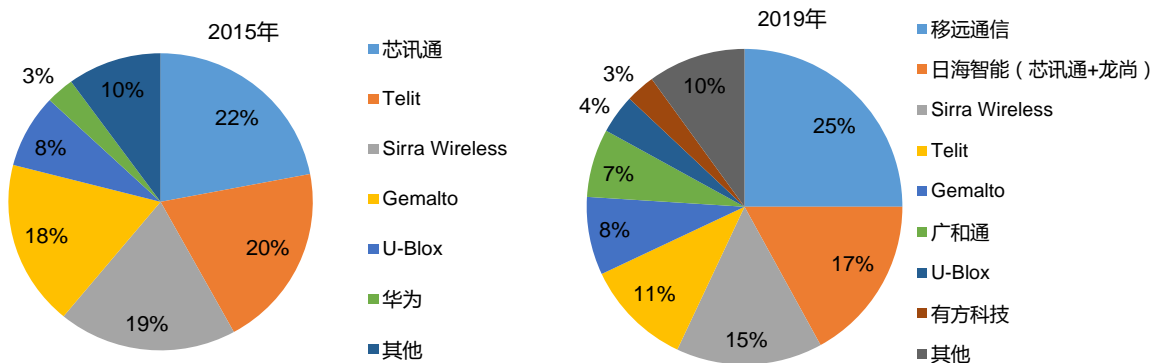


资料来源: 移远通信, 华金证券研究所

2、产业持续东移，国内龙头受益

过去几年，通信模组制造东移趋势明显。国外模组厂商有英国的 Telit、加拿大的 Sierra Wireless、荷兰的 Gemalto，它们 2015 年市场份额分别为 20%、19%、18%，分列全球二、三、四位，占据全球约 57% 的份额，但三者 2019 年市场份额分别下滑至 11%、15%、8%，主要由于中国模组厂商份额不断赶超抢占市场份额，国内较大模组厂商有移远通信、日海智能（芯讯通+尚）、广和通和有方科技，三者 2019 年的合计市场份额超过 60%。

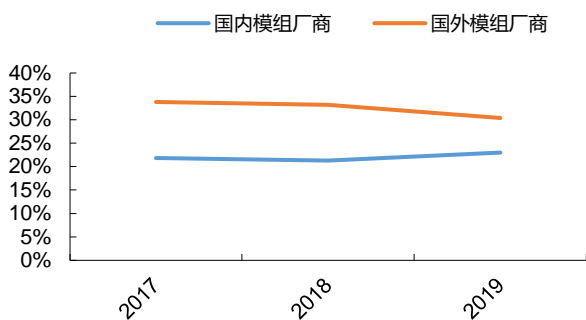
图 17: 全球主要通信模组厂商出货量份额变化



资料来源: ABI Research, 华金证券研究所

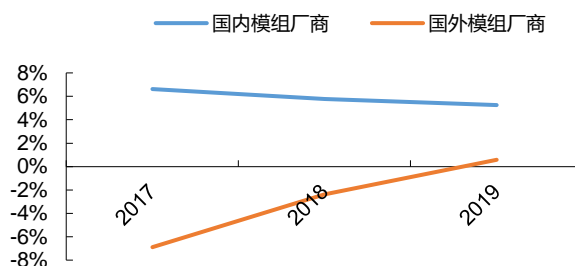
随着下游场景的丰富及终端对模块定制化需求的提升，海外模组厂商的生产成本优势进一步被挤压。我们选取 Telit、Sierra Wireless 和 Gemalto 为海外模组厂代表，选取日海智能、移远通信、广和通和有方科技为国内模组厂代表，可见国外模组厂商毛利率均值比国内模组厂高出约 10 个点，但受费用率拖累，净利率均值明显低于国内模组厂商。由于不同场景对通信模块的功能要求不同，因此随着应用场景的不断丰富，下游终端市场对通信模块定制化的需求不断提升，需要工程师全流程跟进，对于人力资源消耗越来越大。

图 18: 国外模组厂销售毛利率平均值高于国内模组厂



资料来源: wind, 公司财报, 华金证券研究所

图 19: 国内模组厂销售净利率平均值高于国外模组厂



资料来源: wind, 公司财报, 华金证券研究所

行业集中度提升, 国内龙头模组厂商受益产业东移。物联网模组行业早期经历了以价格战为主的低端竞争过程。随着未来应用场景的专业化、多元化, 国内龙头厂商的研发和成本优势将进一步扩大, 在整个产业东移进程中会带动行业集中度的进一步提升。

3、大颗粒赛道增长确定性和可持续性强

物联网连接数虽然大, 但应用场景多样化和碎片化特征也更为明显。根据蜂窝模组市场需求大小, 物联网下游市场可划分为大颗粒市场 (年需求量>1000 万片) 和小颗粒市场 (年需求量<=1000 万片)。大颗粒市场主要包括 PC、智能仪表、车联网、无线 POS 机、智能电网, 模组需求量大、价值量高、标准化程度高、适合做大收入和树立品牌。小颗粒市场包括智能停车、工业互联网、环境监测、资产追踪等, 市场需求量较小、价值分散、定制化程度较高。对 PC 赛道, 根据 IDC 预测, 2021 年传统 PC 市场将增长 18.2%, 2020-2025 年预测期内复合年增长率 (CAGR) 为 2.5%, 行业迎来复苏, 且行业集中度提升, 无线通信模组内置率增长。对移动支付赛道, 移动 POS 机的增长和升级推动通信模组发展。对车载赛道, 庞大的汽车市场带来车联网产业的巨大需求, 车联网驱动车载模组的需求增长。

表 2: 通信模组下游市场可分为大颗粒市场和小颗粒

	小颗粒市场	大颗粒市场
年出货量	<1000 万片	>=1000 万片
代表市场	智能停车、工业互联网、环境监测、资产追踪	PC、智能仪表、车联网、无线 POS 机、智能电网
特点	市场需求量较小、价值分散、定制化程度较高	模组需求量大、价值量高、标准化程度高、适合做大收入和树立品牌

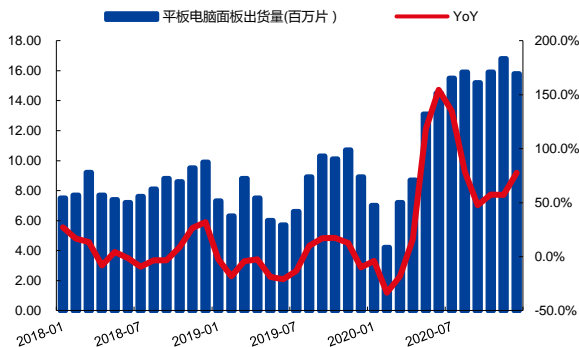
资料来源: 华金证券研究所整理

(1) PC: 销量继续增长, 行业集中度提升, 无线通信模组内置率增长

在线需求推动笔电/平板需求增长, 预计未来三年保持增长态势。全球由于疫情的影响, 居家办公、在线教育需求大幅增长带动平板、笔记本电脑等需求 20 年高增长。Canalys 预测, 2020 全年度 PC (包括台式机、笔记本电脑、平板电脑) 出货量预计达 4.58 亿台, 较去年上升 17%, 2021 全年度 PC 出货量预计同比增长 1.4%, 2020-2024 年间的预计增长率为 0.2%。IDC 预测, 2021 年传统 PC 市场将增长 18.2%, 2020-2025 年预测期内复合年增长率 (CAGR) 为 2.5%。

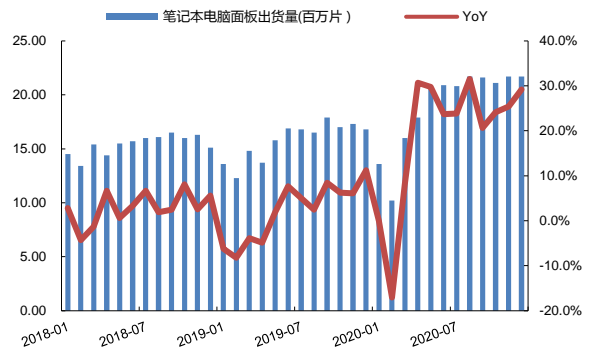
因此，在 20 年 PC 市场高增长的背景下，随着数字化转型的加速，我们预估笔记本、平板电脑销量在未来三年内保持增长态势。

图 20：全球平板电脑面板出货量



资料来源：wind, 华金证券研究所

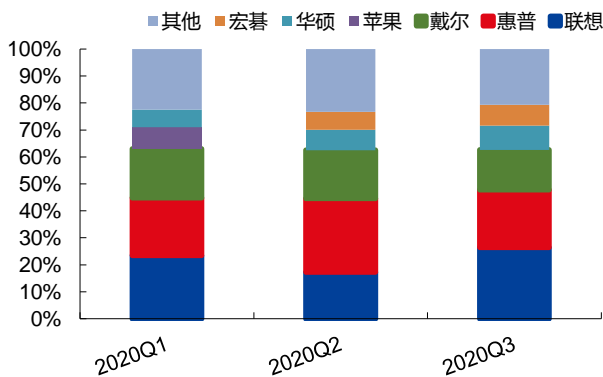
图 21：全球笔记本电脑面板出货量



资料来源：wind, 华金证券研究所

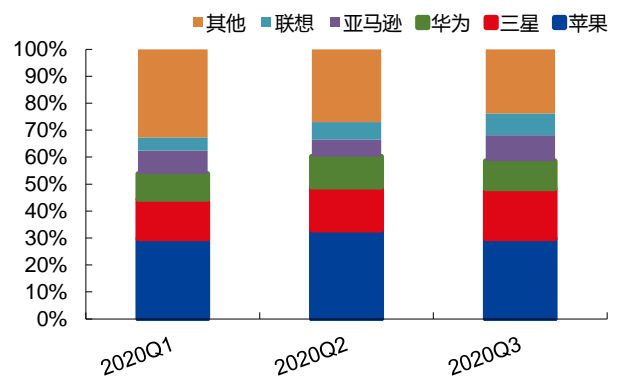
笔电和平板市场均向头部集中，模组厂商与头部客户合作十分重要。根据 StrategyAnalytics 的数据，全球笔电和平板的集中度高且出现持续集中的趋势。到 2020 年 Q3，全球笔电市场份额 79.35%集中于联想、惠普、戴尔、苹果、华硕和宏碁 6 大品牌，其中联想、惠普、戴尔前三大品牌的市占率为 62.6%，全球平板市场份额的 76.2%集中于苹果、三星、华为、亚马逊、联想 5 大品牌，其中苹果、三星、华为前三大品牌的市占率为 58.2%。

图 22：全球笔电市场分品牌份额情况



资料来源：StrategyAnalytics, 华金证券研究所

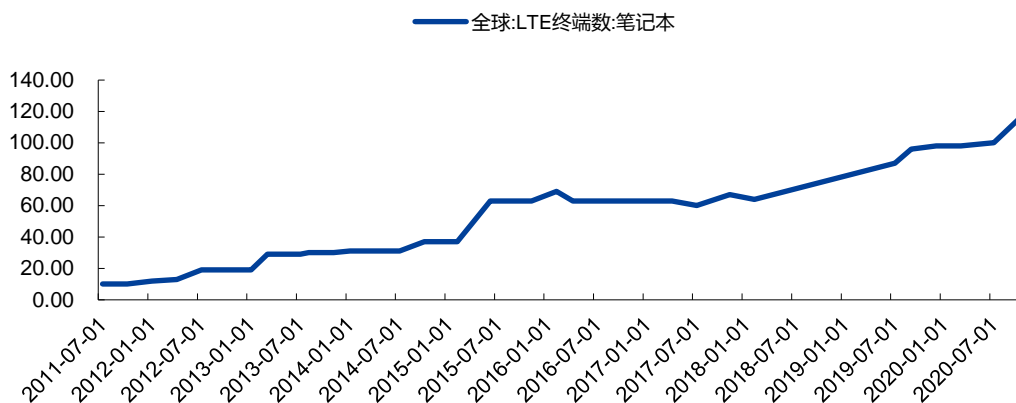
图 23：全球平板市场分品牌份额情况



资料来源：StrategyAnalytics, 华金证券研究所

笔电、平板的无线通信模组渗透率目前不到 5%，未来有望持续提升。笔记本电脑联网的主要方式是 wifi 无线、有线，平板联网的主要方式是无线。笔记本、平板内置无线通信模组，可使笔电终端跟手机一样，直接接入蜂窝通信网络，能较好弥补 wifi 网络获取不便的缺点。在根据产业调研信息，笔记本无线通信模组的内置率逐年提升，但目前整体不到 5%。根据全球移动供应商协会，全球笔记本 LTE 终端的款数从 2015 年 2 月的 37 款提升到 2020 年 10 月的 115 款，并呈现出渗透款数逐年加快的趋势。未来随着流量资费的下降、esim 卡的成熟、4G/5G 网络的部署完善，无线通信模组在笔电、平板的渗透率有望持续提升。

图 24：全球 LTE 笔记本终端款数



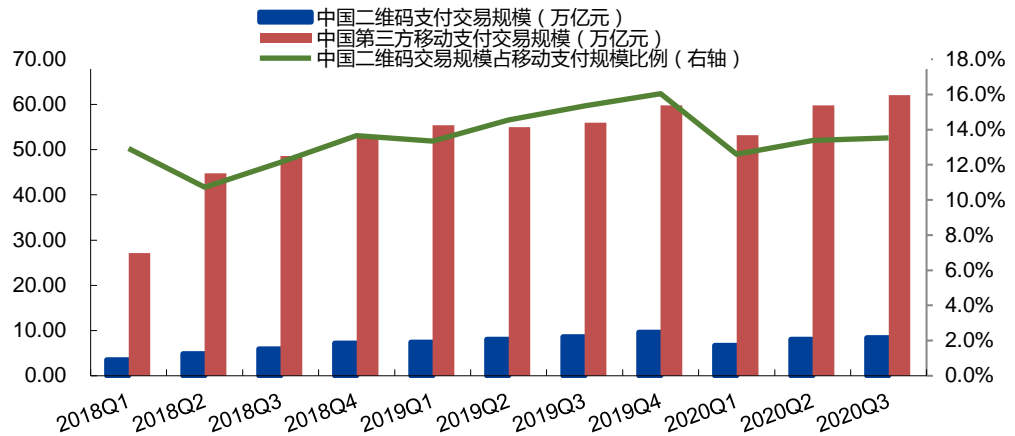
资料来源：全球移动供应商协会，华金证券研究所

(2) 移动支付：POS 机的增长和升级推动通信模组发展

全球支付行业正在向非现金支付过渡，中国增长最快。非现金支付服务提供商可分为银行及第三方支付服务提供商。第三方支付则是指非金融机构作为支付中介提供的网络支付、预付卡、银行卡收单等支付服务。移动支付是指用户使用其手机等移动终端对所消费的商品或服务进行账务支付的一种服务方式，是对现金支付和刷卡支付的替代。移动支付涵盖在第三方支付的范畴内。

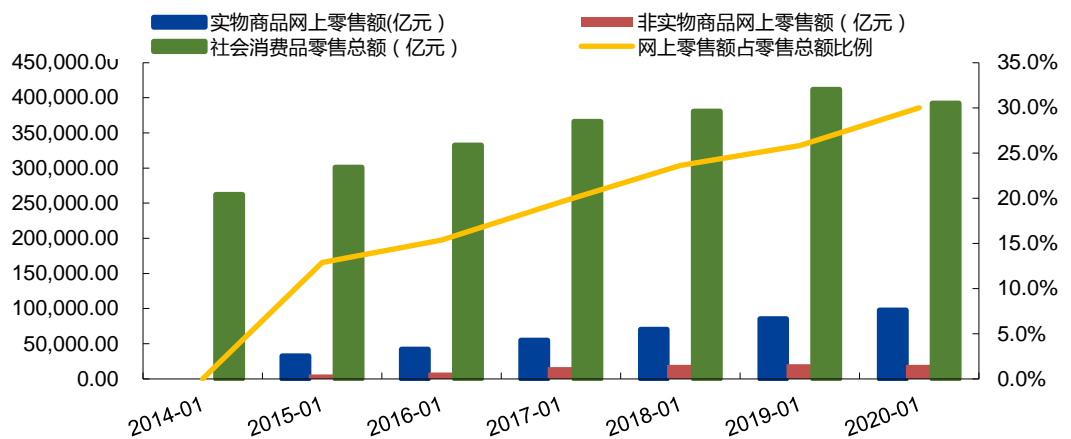
移动支付赛道庞大，随着线下场景渗透率提升继续增长。移动支付赛道庞大，随着智能手机、移动互联网基础条件的成熟，产业链环节的就绪，交易规模将保持高速增长态势，2019 年在中国行业流水超过 200 万亿。移动支付在线上渗透迅速，而在线下则有所分化，根据艾瑞咨询数据，在偏小额、低频的线下场景，如餐饮、商超、零售中，移动支付的渗透率较高，但在“大额、低频”的线下现金/银行卡支付场景，移动支付仍有渗透空间。2020Q3，我国第三方移动支付的交易规模为 62 万亿元，而线下扫码支付的交易规模为 8.4 万亿元，只占据了互联网支付的不到 14%，因此二维码交易规模占移动支付规模比例不到 14%。而到 2020 年我国线上零售消费额占消费品零售总额的 30%，即线下零售额是线上零售消费额的 2.5 倍，移动支付的 GMV 仍有一定的提升空间。

图 25: 中国第三方支付交易规模与线下扫码支付交易规模



资料来源: 艾瑞咨询, 华金证券研究所

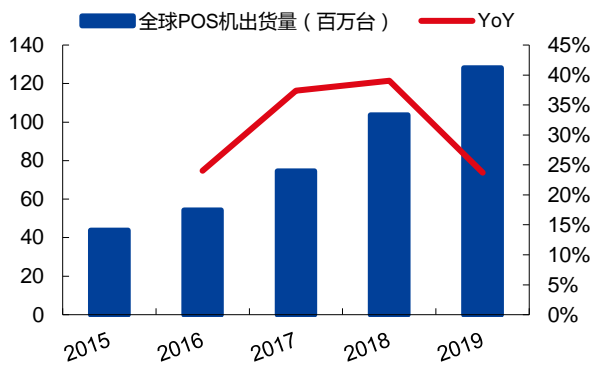
图 26: 2014-2019 年中国消费品零售总额 (亿元)



资料来源: 国家统计局, 华金证券研究所

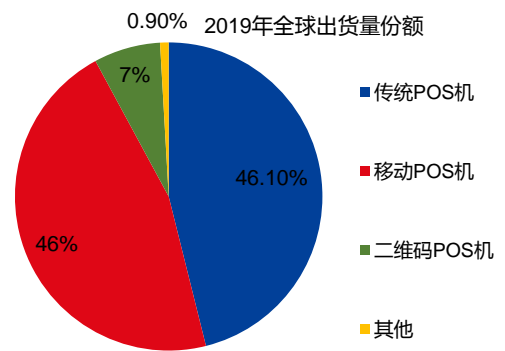
POS 机是移动支付的重要载体，支付方式丰富以及移动支付发展促进 POS 机增长。 POS 机是移动支付的重要载体，随着移动互联网的发展，电子券、二维码等等支付方式不断丰富，居民消费习惯的养成，POS 机加速普及，推动 POS 终端持续增长。根据尼尔森，2019 年全球 POS 出货量达到 1.282 亿，同比上涨 24.2%，其中移动 mPOS 设备占 46.1%，约 5920 万台，传统 POS 终端出货量占比 46%，约 5870 万台。中国作为移动支付的重要市场，联网 POS 机数从 2014 年的 1593 万台增长到 2020 年 9 月的 3359 万台。

图 27: 全球 POS 机出货量



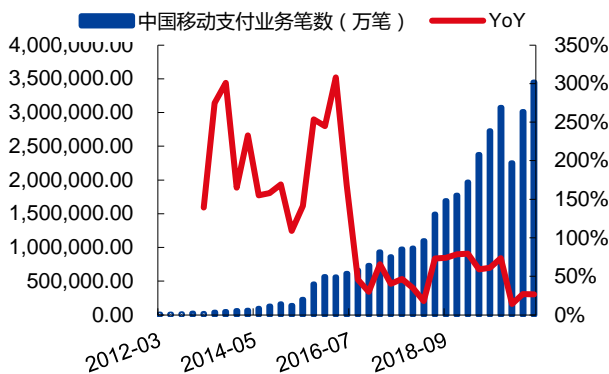
资料来源: 尼尔森, 华金证券研究所

图 28: 移动 POS 机的出货量份额还有继续提升空间



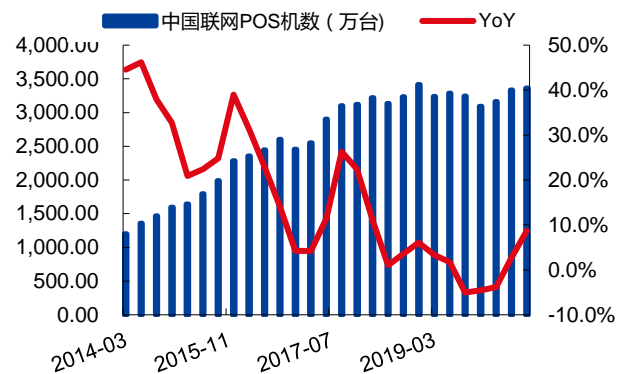
资料来源: 尼尔森, 华金证券研究所

图 29: 中国移动支付业务笔数



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 30: 中国联网 POS 机数



资料来源: wind, 华金证券研究所

POS 机向无线、智能 POS 机迭代。相对于有线 POS 机，无线 POS 机（移动支付）在使用资费上成本更低，使用环境更加灵活，无线 POS 机对有线 POS 机替代作用明显。智能 POS 是指不但能够对多种支付方式提供支持，还能够凭借机器中搭载的智能操作平台，实现商业用户在一机上订单的归集和管理、会员触达和营销以及店铺经营分析统计等功能。相较于传统 POS 机只支持银行卡刷卡支付，智能 POS 在聚合支付、操作系统、盈利模式、外部开放性以及增值服务方面，均领先于传统 POS 机，逐渐成为主流。根据华商情报网，中国智能 POS 机数量从 2015 年的 9 万台增长到 2019 年的 1162 万台，在联网 POS 机的渗透率提升显著。

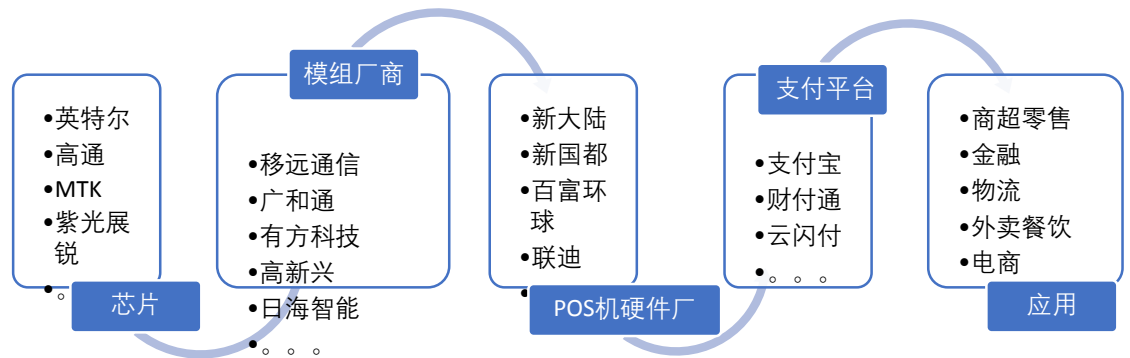
表 3: 智能 POS 和传统 POS 对比

对比项	传统 POS	智能 POS
支付功能	只支持银行卡刷卡支付	不但支持银行卡刷卡支付，还支持各种移动支付方式
操作系统	无操作系统	操作系统有多种，windows、linux、Android 等
单机价格	售价多集中在 300-600 元区间，采购价格更低	1500-3000 元不等
盈利模式	硬件一次性售出	流水分润+增值服务
开放性	无开发开放性，不可写入应用	可写入应用，应用不限于内部，向互联网商家开放
增值服务	功能较为单一，以刷卡为主	除了聚合支付方式，还提供会员管理、营销、店铺管理等多种增值服务

资料来源: 易观咨询, 华金证券研究所

4G Cat.1 模组出货量将随智能 POS 机发展而增长。传统的无线 POS 机通过 2G 或 3G 模组实现无线通信。而智能 POS 机由于除了支持多种支付方式，还能综合运营管理、财务管理、会员管理等多种功能，需要普遍搭载 4G 模组。4G Cat.1 模组成为智能 POS 机较好的选择对象，出货量将随着智能 POS 机的普及而增长。

图 31：智能 POS 机行业产业链示意图

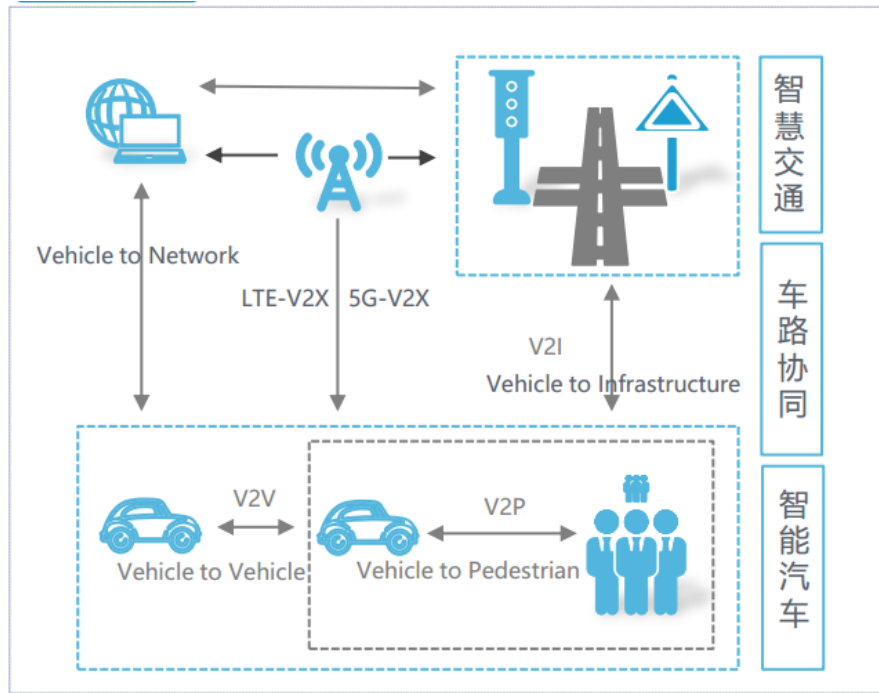


资料来源：华经情报网，华金证券研究所

（3）车联网：驱动车载模组的需求增长

车联网的定义：车联网（**Internet of Vehicles**）指按照一定的通信协议和数据交互标准，在“人-车-路-云”之间进行信息交换的网络。即首先实现汽车智能网联化，再利用各种传感技术，感知车辆状态信息，并借助无线网络与大数据分析技术实现交通的智能化管理。整体而言，车联网产业是汽车、电子、信息通信、道路运输等行业深度融合的新型产业形态。

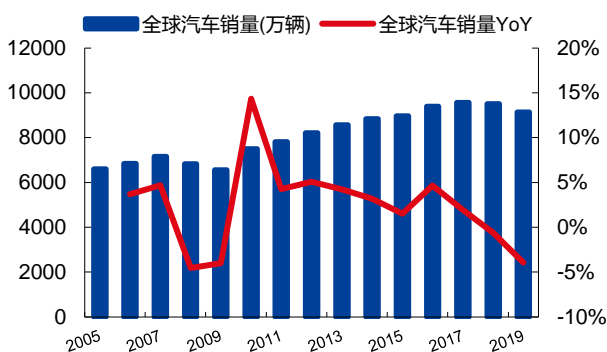
图 32: 广义车联网



资料来源: 亿欧智库, 华金证券研究所

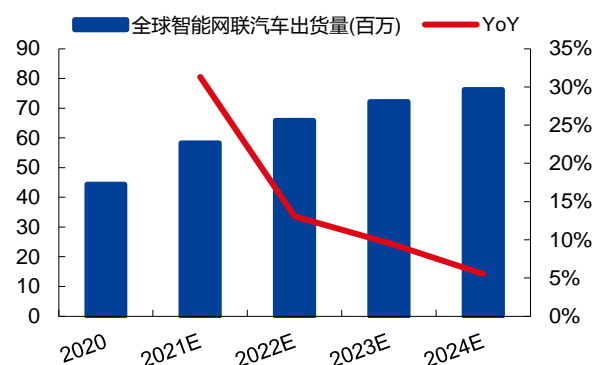
庞大的汽车市场带来车联网产业的巨大需求。根据国际汽车制造商协会, 2019 年全球汽车销量为 9127 万辆, 同比下降 4%。根据 IDC 数据, 全球智能网联汽车 2020 年出货量达到 4440 万量, 预计 2024 年有望达到 7620 万量, CAGR4 达到 14.4%。预计 2020 年全球联网汽车总量将达到 2.2 亿辆, 同时车联网市场规模将突破 6500 亿人民币; 中国车联网用户将超过 4000 万, 渗透率将超过 20%, 市场规模超过 2000 亿人民币。在汽车行业从传统机械设备朝着智能化、网联化方向发展过程中, 巨大的汽车市场为车联网的发展奠定了坚实的基础。

图 33: 全球汽车销量



资料来源: 国际汽车制造商协会, 华金证券研究所

图 34: 全球智能网联汽车出货量



资料来源: IDC, 华金证券研究所

车联网的发展驱动车载模组的需求增长。从发展趋势看, 传感器、集成电路、操作系统等厂商推动了汽车智能程度的提升, 而网络运营商、芯片与模组厂商、终端设备商等加速了汽车网联化的进程。车载通信模组是汽车感知层和网络层连接的关键环节, 所有车联网感知层终端产生的数据都需要通过无线通信模块汇聚至网络层, 进而通过云端管理平台对汽车进行远程管控。目前 LTE-V2X 通信技术的车载通信模组率先放量, 5G-V2X 通信模组发展处于起步阶段, 将随标准的

完善及测试验证的推进迎来大规模爆发。根据 ABI Research, 2019 年全球车联网模组出货量为 8886 万块, 2023 年出货量将达到 1.5 亿块, CAGR4 达到 14%。按照 100 美金/块的均价测算, 预计 2023 年车联网模组市场规模将达到 150 亿美元。

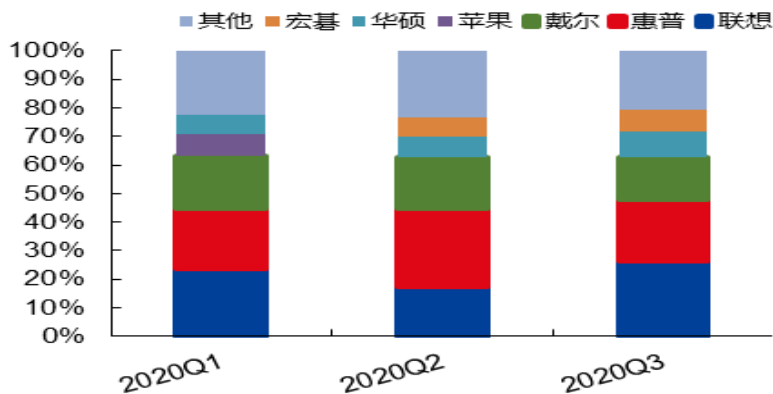
四、大颗粒赛道继续深耕, 车联网、IoT 加快拓展

公司在笔电、POS 机领域深耕已久, 通过技术支持和服务深度绑定大客户, 在这类大颗粒赛道上的卡位优势有望继续保持。在车联网领域, 公司 20 年底完成对 Serria Wireless 车载模组业务的收购, 外延并购有利于缩短切入车载领域进程, 完善公司车联网的国际化战略布局。除了大颗粒赛道外, 物联网模组公司必须在多场景进行布局, 才有机会抓住应用爆发增长的机会。公司在智慧能源、家居和健康、智能制造、智慧安防、智慧零售、智慧城市、智慧农业、无线网联网设备多个领域的物联网场景都有布局, 为捕捉应用爆发增长机遇做好准备。

1、笔电+POS 机客户合作稳固, 卡位优势继续保持

笔记本厂商份额向头部集中。根据 StrategyAnalytics 的数据, 全球前三大笔电品牌分别为联想、惠普、戴尔, 三者近两年的全球合计份额均在 60%以上, 且呈向头部集中趋势, 笔电市场呈现寡头竞争的格局。因此通信模组厂商在笔电市场要发展, 必须打进笔电大品牌的供应链。

图 35: 全球笔电市场分品牌市场份额



资料来源: StrategyAnalytics, 华金证券研究所

全球笔电前三大品牌联想、戴尔、惠普均为广和通的重要客户。广和通的模组产品已稳定供货多种高端商务笔记本, 包括联想 X1 系列、戴尔 Precision 系列、惠普 Elite 系列部分机型。2017 年年初, 公司与 HP、Lenovo、Dell, Google, MircoSoft 等展开技术合作开发, 定义了 L850 高速 LTE 无线通信模块产品, 即为基于 LTE CAT9 技术架构, 下行 450M 的数据传输速率。2018 年, PC 客户提出了符合超高速率的 LTE-A 和 LTE-A Pro 技术的 M.2 通信模块需求, 规划产品的速率支持 1Gbps, 未来最高速率可支持下行 2Gbps, 2019 年公司推出超高速 LTE 通信模块 L860。

图 36: 广和通 L850 4G 无线通信模块产品



资料来源: 驱动之家, 华金证券研究所

图 37: 广和通 L860 4G 无线通信模块产品



资料来源: 驱动之家, 华金证券研究所

POS 机市场份额集中, 且向头部厂商倾斜。全球 POS 机市场份额向龙头集中趋势明显, 且格局趋于稳定。根据尼尔森, 全球 POS 机出货量前十名厂商 2017-2019 年总体市场份额占比均超过 70%以上, 且市场份额前十名厂商较为固定。全球前 10 位 POS 终端生产商中大陆、银捷尼科、百富环球、新国都、惠尔丰、艾创电子、神州安付、升腾、魔方电子、天喻信息, 中国厂商占据了 8 席。神州安付、艾创电子、新大陆、天喻信息、百富、华智融、BBPOS、鼎合远传、新国都、魔方电子、升腾等是 mPOS 设备的主要供应商。

表 4: 全球前十 POS 机品牌及出货量

	国家	2018POS 出货量 (百万台)
新大陆	中国	14.3
银捷尼科 Ingenico	法国	11.0
百富环球	中国	10.7
新国都	中国	7.0
惠尔丰 VerFone	美国	6.3
艾创电子	中国	5.7
神州安付	中国	5.5
升腾	中国	5.2
魔方电子	中国	5.0
天喻信息	中国	4.1
合计		74.9
前十出货量占比		72.3%

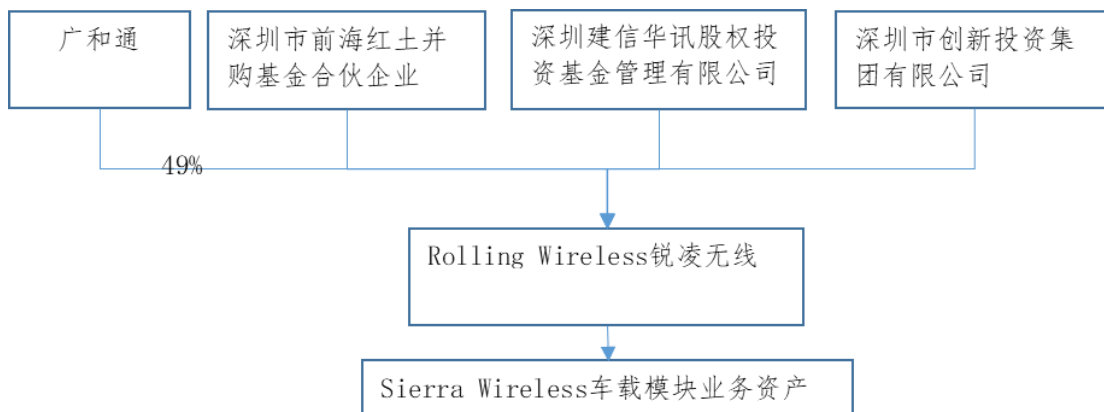
资料来源: 尼尔森, 华金证券研究所

公司在移动支付领域的客户包括百富环球、Ingenico、惠尔丰、新国都和新大陆等国内外知名企业。与下游优质客户之间稳定的供货关系有利于使公司继续保持在移动支付领域的先发优势。

2、收购海外优质资产，车联网赛道双轮出击

2020年7月24日，公司宣布将与三家专业投资机构共同对参股公司 Rolling Wireless 锐凌无线增资，并通过锐凌无线向 Sierra Wireless 以交易对价 1.65 亿美元收购全球车载模块业务资产，此次收购于 2020 年 11 月 19 日交割完成。

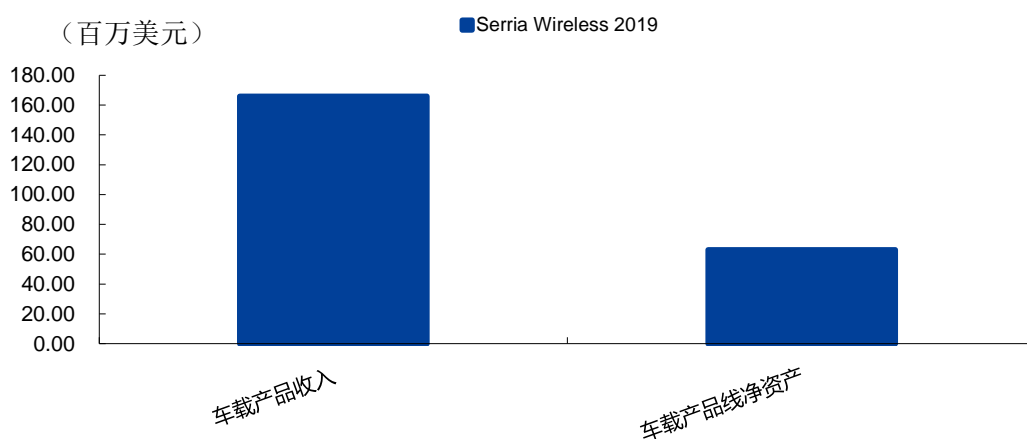
图 38：公司与三家专业投资机构共同通过参股公司锐凌无线收购 Sierra Wireless 车载模块业务资产



资料来源：公司公告，华金证券研究所

Sierra Wireless 是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。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。Sierra Wireless 的车载模块在中国研发，由 OEM 在中国制造，然后销售给全球电子公司，将其整合到在中国、欧洲和墨西哥组装的新汽车中。在此次交易中，加拿大或美国的员工、业务或资产都不会被转移。Sierra Wireless 车载前装通信模块 2019 年营业收入为 1.66 亿美元，净资产 0.63 亿美元。

图 39：Sierra Wireless 车载产品线财务情况



资料来源：Sierra Wireless，华金证券研究所

外延并购有利于缩短切入车载领域进程，完善公司车联网的国际化战略布局。公司在通信模组领域深耕多年，目前已进入长安、长城、吉利等整车厂。但由于车载模块的开发验证周期长，国外车企的切入进度较慢。对 Serria Wireless 车载模组业务的收购完成后，锐凌无线将独立运营车载前装蜂窝通信模组业务，并获得 Sierra 的优质客户和团队。员工方面，大约 150 名原 Serria Wireless 车载模块业务员工将成为锐凌无线的员工，将约有 120 名员工在中国大陆工作，另外 30 家位于欧洲或亚太地区。同时，锐凌无线的 CEO 将由之前任职于 Sierra Wireless OEM Automotive 高级副总裁兼总经理的 Schieler 先生担任，他在不同业务部门担任高级副总裁逾 15 年，领导着由研发、产品管理、销售及技术支持组成的全球团队，创造了逾 10 亿美元的总销售收入，并成功地整合过 SierraWireless 和 Wavecom 的销售和技术支持团队。此外，广和通与锐凌无线的紧密交流与合作，将提升公司在车联网领域的整体实力。

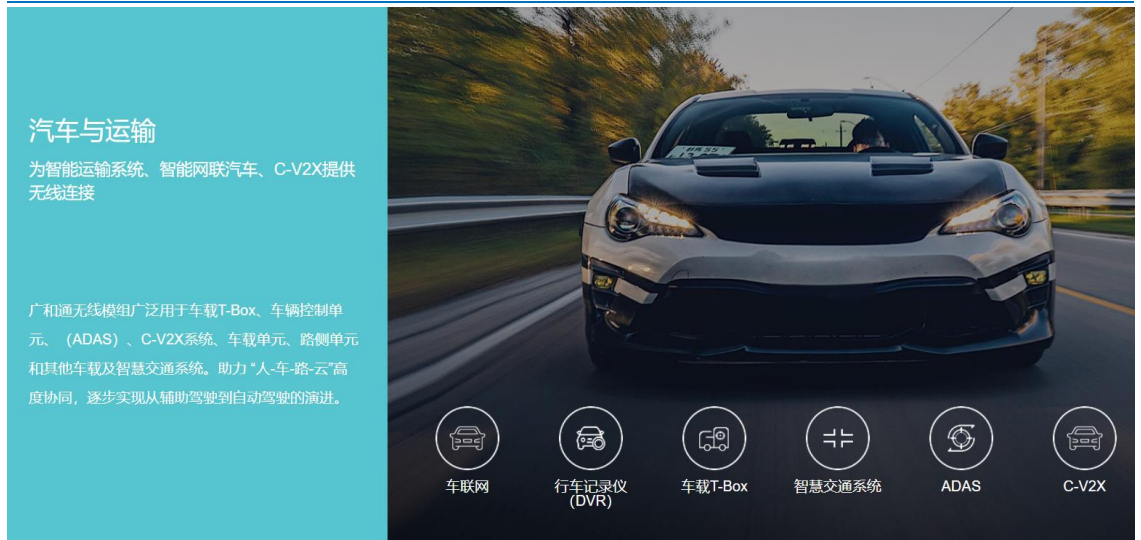
海内外并举，收获车联网赛道发展的增长红利。随着 Serria Wireless 车载模组业务收购的完成，目前，公司无线模组广泛用于车载 T-Box、车辆控制单元、(ADAS)、C-V2X 系统、车载单元、路侧单元和其他车载及智慧交通系统，为智能运输系统、智能网联汽车、C-V2X 提供无线连接，将助力“人-车-路-云”高度协同和从辅助驾驶到自动驾驶演进的逐步实现，将收获车联网赛道的增长红利。

图 40: Dan Schieler 出任广和通参股公司锐凌无线 CEO



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 41：广和通车联网模组产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

3、IoT 多维布局，把握爆发机遇

布局多个行业，捕捉应用爆发增长机遇。相比车联网、PC 这类无线联网的需求，能源、家居、工业、安防、城市、农业等场景的智慧化都依赖于联网。因此，除了大颗粒赛道外，物联网模组公司必须在多场景进行布局，才可抓住应用爆发增长的机会。公司在智慧能源、家居和健康、智能制造、智慧安防、智慧零售、智慧城市、智慧农业、无线网联设备多个领域的物联网场景都有布局，公司无线通信模组搭载于众多物联网终端，连接多类场景，赋能产业数字化转型升级。

图 42：公司 IoT 应用布局



资料来源：公司官网，华金证券研究所

表 5：公司物联网模组在多场景的应用

场景领域	嵌入设备	实现愿景	应用方式
------	------	------	------

智慧能源	水/电/气/热表; 电网智能终端	使智能水/电/气/热表的状态全感知、控制管理全在线、运营数据全管控; 使电网智能终端实现极低时延、极高安全可靠、接入灵活、双向交互的智能电网“发-输-变-配-用”全生产流程。	
家居和健康	智能家居产品、可穿戴设备、医疗设备	实现日常健康数据的便捷监控, 病人生命体征的远程监测。	
智能制造	无线网关、AGV 小车、高清监控摄像机等设备	助力生产过程的边缘监控, 设备的预测性维护, 以及柔性生产所需数据的低时延采集。	
智慧安防	门禁、摄像头	赋能实时监控图像数据的采集、甄别分析和管控, 助力建设人防、物防、技防的完整安防体系。	
智慧城市	城市基础设施	让城市基础建设具备安全、稳定的无线通讯能力	
智慧零售	移动支付设备、虚拟试衣镜、推送店内讯息的数字广告标牌、无人贩卖设备	实现消费者数据的实时上传、分析和解读	
智慧农业	嵌入田间、牧场的物联网设备	实时远程获取农作物和养殖动物数据, 实现精准灌溉、施肥、资源集约化, 农业智慧化, 养殖精细化、无人化。	
无线网联设备	无线网联设备	实现高速物联网应用	

资料来源: 公司官网, 华金证券研究所

五、盈利预测与估值评级

1、盈利预测

我们对广和通收入预测模型的关键假设如下:

M2M: 公司 M2M 业务营收主要来自移动支付、IoT、车联网。公司在移动支付、智能表计、智能电网、工业网关等领域具备一定领先优势，未来受益于相关领域连接数的增长。我们预计公司 2020-2022 年的 M2M 系列的营收增速分别为 39.5%/50.9%/46.7%。毛利率方面，随着未来 M2M 市场的通信模组制式的升级，M2M 毛利率将有所改善。

MI: 公司 MI 业务营收主要来自笔电。未来增长的关键因素在未来笔记本出货量、蜂窝通信模组在笔电渗透率的提高及公司在关键客户的份额增长情况。我们预计公司 2020-2022 年的 MI 系列的营收增速为 57.6%/37.6%/20.3%。毛利率方面，考虑到 PC 业务是大客户深度定制，我们认为 PC 业务毛利率将保持相对稳定的水平。

由此，测算广和通 2020-2022 年营业收入分别为 28.4 亿元、40.8 亿元、54.6 亿元，增速分别为 48.2%、43.8%、33.8%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 2.84 亿元、4.17 亿元和 5.72 亿元，增速分别为 66.8%、46.8%、37.3%。

表 6: 公司分业务收入预测

板块	项目	2018A	2019A	2020E	2020E	2020E
合计	收入(百万)	1249.10	1915.07	2839.07	4083.63	5462.68
	YOY	121.75%	53.32%	48.25%	43.84%	33.77%
	毛利率	23.19%	26.67%	28.56%	28.18%	27.67%
通信模块	收入(百万)	1246.01	1879.98	2786.43	4015.19	5373.71
	YOY	126.67%	50.88%	48.22%	44.10%	33.83%
	毛利率	23.20%	27.00%	28.94%	28.53%	27.99%
其他	收入(百万)	3.09	1.42	52.64	68.44	88.97
	YOY	-77.30%	-54.13%	3615.90%	30.00%	30.00%
	毛利率			8.00%	8.00%	8.00%

资料来源: wind, 华金证券研究所

2、估值比较与投资评级

我们选取 2020/2021 年 PE 作为估值指标，并选取移远通信、移为通信、有方科技三家公司作为对标。以 2021 年 4 月 6 日收盘价为基准，剔除负值后，同业公司的股价对应平均市盈率倍数为 20 年 86 倍、21 年 41 倍，广和通 20 年 46x、21 年 31x 相比同行估值较低。21 年增速对应 PEG 水平相比同业公司也处在较低水平。广和通的历史 12 个月动态市盈率在 48.2 倍至 72.1 倍之间（均值为 60 倍），当前估值处在较低水平。

物联网模组是万物互联的基础，是物联网产业链中确定性最高且率先受益环节，广和通在物联网模组大颗粒赛道和 IoT 多维赛道做了深度和广度布局，有望把握下游需求确定性增长，我们维持公司“买入-B”评级。

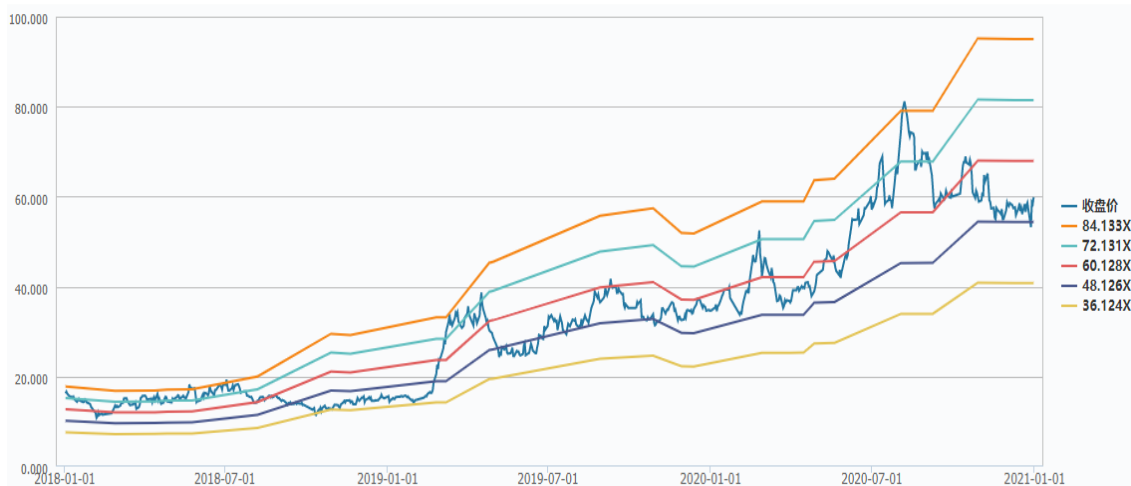
表 7: 可比公司估值 (2021 年 3 月 26 日收盘价为基准)

股票代码	公司简称	股价	总市值 (亿元)	股本 亿股	净利润(亿元)			PE			PEG
					2019A	2020 E	2021 E	2019A	2020 E	2021 E	
603236.SH	移远通信	219.50	245.45	1.12	1.48	2.30	3.82	165.85	106.72	64.25	0.97

300590.SZ	移为通信	24.77	60.00	2.42	1.62	0.98	1.72	36.97	61.22	34.88	0.46
688159.SH	有方科技	21.99	20.16	0.92	0.55	-0.68	0.87	36.95	-29.65	23.17	0.10
	平均							79.92	83.97	40.77	
300638.SZ	广和通	53.99	130.60	2.42	1.70	2.84	4.17	76.79	46.03	31.35	0.67

资料来源: wind, 华金证券研究所

图 43: 公司近三年 PE-band



资料来源: wind, 华金证券研究所

风险提示

(一) 宏观/行业层面:

- 中美摩擦加剧, 美国如果限制重要基带、射频芯片的出口, 公司原材料供应受限。
- 物联网垂直行业需求发展不及预期
- PC 笔电等销量下降、蜂窝模组渗透率增长不及预期风险
- 行业竞争加剧, 价格下降超出预期风险

(二) 公司层面:

- 与上游供应商合作稳定性变差, 导致新产品质量及可靠性出现问题
- 高速产品验证测试放量不及预期

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	2108	2993	3322	营业收入	1249	1915	2839	4084	5463
现金	265	650	716	1032	861	营业成本	959	1404	2028	2933	3951
应收票据及应收账款	416	633	922	1315	1678	营业税金及附加	5	5	9	12	16
预付账款	1	14	0	18	10	营业费用	45	87	115	175	228
存货	104	178	220	361	418	管理费用	35	46	74	103	140
其他流动资产	125	378	249	267	354	研发费用	111	197	318	447	584
非流动资产	91	201	191	249	319	财务费用	4	-1	-2	4	5
长期投资	1	1	7	43	111	资产减值损失	22	-13	25	27	16
固定资产	22	33	41	51	58	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	8	37	69
其他非流动资产	53	113	85	93	82	营业利润	97	184	310	452	622
资产总计	1003	2054	2299	3242	3641	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	548	748	760	1366	1280	营业外支出	1	1	1	1	1
短期借款	177	92	134	113	123	利润总额	96	182	309	451	621
应付票据及应付账款	296	536	510	1107	999	所得税	9	12	26	34	49
其他流动负债	75	120	116	146	158	税后利润	87	170	284	417	572
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	284	417	572
其他非流动负债	7	3	5	4	5	EBITDA	108	187	318	461	636
负债合计	555	751	765	1370	1285	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	48.2	43.8	33.8
留存收益	193	334	523	805	1189	营业利润(%)	103.6	89.6	69.0	45.5	37.8
归属母公司股东权益	448	1303	1534	1872	2356	归属于母公司净利润(%)	97.9	95.9	66.8	46.8	37.3
负债和股东权益	1003	2054	2299	3242	3641	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	23.2	26.7	28.6	28.2	27.7
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	6.9	8.9	10.0	10.2	10.5
经营活动现金流	-9	223	-114	493	-12	ROE(%)	19.4	13.0	18.5	22.3	24.3
净利润	87	170	284	417	572	ROIC(%)	14.2	11.2	16.2	20.1	22.3
折旧摊销	9	18	22	29	36	偿债能力					
财务费用	4	-1	-2	4	5	资产负债率(%)	55.3	36.6	33.3	42.3	35.3
投资损失	-3	-0	-8	-37	-69	流动比率	1.7	2.5	2.8	2.2	2.6
营运资金变动	-117	13	-413	90	-553	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	187	-73	-77	总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.5	1.6
筹资活动现金流	112	602	-7	-104	-82	应收账款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
						应付账款周转率	4.4	3.4	3.9	3.6	3.8
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.70	1.17	1.72	2.36	P/E	146.8	74.9	44.9	30.6	22.3
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.92	-0.47	2.04	-0.05	P/B	28.4	9.8	8.3	6.8	5.4
每股净资产(最新摊薄)	1.85	5.39	6.34	7.74	9.74	EV/EBITDA	116.9	63.8	37.9	25.4	18.6

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.huajinsec.cn