

毛利率短期承压，龙头地位依旧稳固

投资评级：增持

报告日期：2021-04-22

收盘价(元)	179.60
近12个月最高/最低(元)	268.00/0.00
总股本(百万股)	112
流通股本(百万股)	71
流通股比例(%)	63.51
总市值(亿元)	201
流通市值(亿元)	128

分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

相关报告

- 1.车联放量在即，公司业绩拐点初现 2021-02-01
- 2.Q3业绩稳中有进，全年有望厚积薄发 2020-10-30
- 3.定增加码自主产线，彰显未来出货信心 2020-10-12

主要观点：

● 事件回顾：

公司4月19日晚发布年报，2020年实现营收61.06亿元，同比增加47.8%；归母净利润1.89亿元，同比增加27.7%；扣非后的归母净利润1.70亿元，同比增加26.1%。营收符合预期，利润低于预期。

● 业绩预告与年报差异主要系跨期收入调整和费用少计所致。

公司4月22日晚发布公告称，未经审计的净利润2.39亿元，因收入和成本跨期调整导致净利润减少2183.25万元，同时因少计提费用（计入成本）导致净利润减少2561.63万元，最后因其他事项导致的净利润减少273.17万元，导致实际净利润减少约5000万元。

● 万物互联刚起步，移远长期逻辑确定。

2020年物联网连接数首次超越非物联网，目前仍处于万物智能网联加速渗透阶段，无线通信模组享受连接数量爆发和智能化单品价值量提升，模组行业正常情况下每年增长30-40%，全球通信模组市场东进西退格局仍在持续演化。

公司凭借持续研发创新能力、规模优势、供应链稳定和渠道优势，牢牢占据行业龙头地位，市场份额持续提升（目前全球1/3左右，目标50%以上），同时不断开拓新的客户和场景（车载、PC），增速有望高于行业平均水平（40%以上）。

● 供应链稳定，上游原材料备货充足。

公司为应对上游原材料紧张和集中交付压力，2020年底进行了战略性备货和原材料采购，2020年末存货账面价值约14亿元，同比增加98.55%，库存充足；同时，尽管公司对绝大部分存量客户拥有转嫁成本的能力，我们预计公司大概率不提价以抢占市场份额。此外，原材料备货增加以及大客户账期导致短期经营现金流承压。

● 拓展现有产品线，围绕模组复用客户资源。

除了蜂窝模组产品线，公司不断升级和拓展WiFi&BT模组、GNSS模组、天线、云服务以及ODM等。公司其他业务主要是EVB测试板、天线、云平台业务等，2020年实现营收2.91亿元，同比增加450.63%，其他业务毛利率60.60%。我们认为，公司上述业务之间（尤其模组、天线和云服务）存在协同且公司拥有超过8500家行业客户，可以复用以提升盈利能力。

● 投资建议：

考虑到芯片成本短期压力以及公司目前仍以收入份额为主要目标，我们将公司2021-2022年归母净利润预测分别从3.47、5.27亿元调整至2.44、4.06亿元，新增预测2023年归母净利润6.13亿元。对应EPS分为2.18、3.63、5.48元，当前股价对应2021-2023年PE分别为95.50X/57.46X/38.05X，调整至“增持”评级。

● **风险提示:**

1) 供应链稳定性及上游原材料涨价风险; 2) 海外市场竞争加剧, 导致公司综合毛利率持续走低; 3) 5G 芯片价格高企导致 5G 模组放量不及预期; 3) 国产芯片平台替代不及预期等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6106	8938	12550	16357
收入同比 (%)	47.8%	46.4%	40.4%	30.3%
归属母公司净利润	189	244	406	613
净利润同比 (%)	27.7%	29.2%	66.2%	51.0%
毛利率 (%)	20.2%	19.8%	20.1%	20.3%
ROE (%)	10.1%	11.5%	11.4%	14.9%
每股收益 (元)	1.69	2.18	3.63	5.48
P/E	110.60	95.50	57.46	38.05
P/B	11.19	11.01	6.55	5.66
EV/EBITDA	85.62	68.24	50.11	39.45

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3711	4089	6054	7838	营业收入	6106	8938	12550	16357
现金	611	94	351	-28	营业成本	4871	7167	10032	13031
应收账款	872	1429	2287	3458	营业税金及附加	8	11	16	20
其他应收款	42	62	87	114	销售费用	198	358	502	654
预付账款	88	58	103	159	管理费用	184	268	377	491
存货	1438	1786	2565	3476	财务费用	-41	27	7	-19
其他流动资产	660	660	660	660	资产减值损失	0	-28	-47	-63
非流动资产	890	1343	1205	1052	公允价值变动收益	30	0	0	0
长期投资	40	40	40	40	投资净收益	-4	0	0	-4
固定资产	572	1015	882	749	营业利润	173	231	384	579
无形资产	94	91	87	66	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	184	196	196	196	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	4601	5432	7259	8889	利润总额	179	231	384	579
流动负债	2643	3224	3609	4678	所得税	-10	-14	-22	-34
短期借款	873	636	0	0	净利润	189	244	406	613
应付账款	1225	1802	2523	3277	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	545	786	1086	1401	归属母公司净利润	189	244	406	613
非流动负债	89	89	89	89	EBITDA	238	402	529	682
长期借款	89	89	89	89	EPS (元)	1.69	2.18	3.63	5.48
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	2733	3314	3699	4767					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	107	128	128	128	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1164	1164	2229	2229	成长能力				
留存收益	597	826	1203	1764	营业收入	47.8%	46.4%	40.4%	30.3%
归属母公司股东权	1869	2118	3560	4122	营业利润	19.1%	33.3%	66.2%	51.0%
负债和股东权益	4601	5432	7259	8889	归属于母公司净利	27.7%	29.2%	66.2%	51.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	20.2%	19.8%	20.1%	20.3%
					净利率 (%)	3.1%	2.7%	3.2%	3.7%
					ROE (%)	10.1%	11.5%	11.4%	14.9%
					ROIC (%)	5.2%	9.0%	10.7%	13.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	59.4%	61.0%	51.0%	53.6%
					净负债比率 (%)	146.2%	156.4%	103.9%	115.7%
					流动比率	1.40	1.27	1.68	1.68
					速动比率	0.83	0.70	0.94	0.90
					营运能力				
					总资产周转率	1.33	1.65	1.73	1.84
					应收账款周转率	7.01	6.26	5.49	4.73
					应付账款周转率	3.98	3.98	3.98	3.98
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.69	2.18	3.63	5.48
					每股经营现金流	-3.56	3.24	-0.94	-2.86
					每股净资产	16.71	18.94	31.84	36.86
					估值比率				
					P/E	110.60	95.50	57.46	38.05
					P/B	11.19	11.01	6.55	5.66
					EV/EBITDA	85.62	68.24	50.11	39.45

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：张天，东华大学硕士，通信工程与技术经济复合背景，1年股权投资、2年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、IDC、主设备等

联系人：陈晶，华东师范大学金融硕士，主要覆盖物联网及5G下游应用，2020年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。