

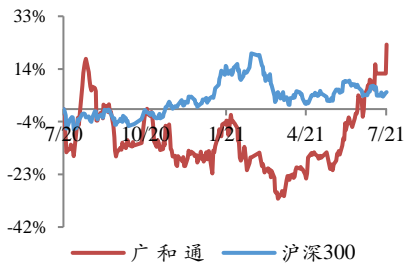
锐凌无线注入预期兑现，车载领域完成全球化布局

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-07-13

收盘价(元)	49.50
近12个月最高/最低(元)	47.49/35.93
总股本(百万股)	413
流通股本(百万股)	257
流通股比例(%)	62.27
总市值(亿元)	205
流通市值(亿元)	127

公司价格与沪深300走势比较



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. 一季报超预期，上升势头持续强劲
2021-04-23

2. 业绩符合预期，高盈利能力可持续
2021-04-19

3. 股权激励再加码，有望开启新一轮
成长周期 2021-03-22

主要观点：

● 事件回顾：

公司7月12日发布公告，拟发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金，用于购买锐凌无线剩余51%股权，配套资金用于标的公司项目建设以及补充流动资金。锐凌无线100%股权的预估值为5.17亿元，对应51%股权的预估值为2.64亿元，估值较2020年增资时增长10.23%。

具体来看，公司拟通过发行股份的方式购买前海红土和深创投合计持有的锐凌无线34%股权，向其发行519万股，发行价格为33.87元/股，折合股份对价为1.76亿元；通过支付现金的方式购买建信华讯持有的锐凌无线17%股权，向其支付现金0.88亿元。本次收购完成后，广和通将持有锐凌无线100%股权，实现并表。

● 标的资产客户资源强劲，收购帮助公司在车载领域完成全球化布局

锐凌无线(Rolling Wireless)迅速发展成为全球第五大蜂窝物联网模块供应商(Counterpoint, 2021Q1)，2019年、2020年标的资产在车载无线通信模组市场的占有率分别为17.6%、19.1%，且与LG Electronics、Marelli和Panasonic等头部一级供应商建立了长期稳定的合作关系，主要终端客户包括大众、标致雪铁龙以及菲亚特等全球知名整车厂。2019-2021Q1锐凌无线分别实现营业收入11.69亿元、16.14亿元及5.43亿元，分别实现净利润-61万元、0.69亿元和0.16亿元，净利润率在3%-4%，主要是由于海外研发人员费用占比较高，资产注入后广通远驰(国内车载业务主体)和锐凌无线在供应链、客户渠道等方面存在协同整合的空间，标的资产净利润率回升确定性强。

● 模组行业规模壁垒高企、竞争格局向好，物联网时代打开行业成长空间

过去，终端多数从芯片直接开发，模组行业在夹缝中生存。现在，模组行业规模壁垒高企、竞争格局向好，物联网时代的到来打开了行业成长空间。未来，模组行业能走多远？我们认为物联网模组行业增长高景气至少可以持续5年，未来格局是双龙多强的形式，原因是：1) 模组市场容量大；2) 模组本身介于标品和非标品之间；3) 客户集中度相对较低，不同行业渠道甚至不能通用。至于为什么不是单龙头，主要是由于：1) 规模效应做到一定程度存在边际递减；2) 上游芯片平台不希望下游客户太集中以削弱自身议价能力。因此，我们认为有1-2家龙头厂商营收规模能够达到200-300亿。

● 车联网场景量价齐升，广和通卡位黄金赛道

全球汽车销量增速2%-3%，网联汽车销量增速20-30%。T-Box前装渗透率约40%，未来有望逐步提升至80%-90%，后装渗透率约为30%，

T-Box 通信模块由单一 4G 模组向 4G+V2X、5G、5G+V2X (GNSS、WiFi) 等集成模组演进, T-Box 价值量由 500-600 元提升至 1000-2000 元不等, 通信模块占比 3-4 成, 行业成长确定性强。C-V2X 商用落地也将加速车联网模组渗透, 4G-V2X 与 5G-V2X 将形成互补并存格局。我国 2025 年 C-V2X 目标渗透率 50%, 保守预计渗透率 40%。车载模组对芯片平台安全性、稳定性要求更高, 下游运营商和车企的测试认证更严格。广和通收购完成后将完善车载领域的产品矩阵、迅速提升市场份额。

● 投资建议

广和通经营稳健、财务健康、股权激励到位, 具备后来者居上的潜质。公司在传统 PC 领域基本盘稳固, 通过锐凌无线收购 Sierra 车载前装业务谋求第二增长曲线。我们假设锐凌无线 2021Q4 实现并表, 将公司 2021-2023 年归母净利润由 4.13/5.64/6.81 亿元上调为 4.20/6.08/8.20 亿元, 对应最新 EPS 为 1.02、1.47、1.98 元, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 44.61X/30.83X/22.86X, 维持“买入”评级。

● 风险提示

1) 收购、整合不及预期; 2) 车联网进程不及预期; 3) PC 需求回落及新进入者威胁; 4) 上游芯片持续涨价、缺货。

● 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	2744	4596	7647	10549
收入同比 (%)	43.3%	67.5%	66.4%	38.0%
归属母公司净利润	284	420	608	820
净利润同比 (%)	66.8%	48.2%	44.7%	34.9%
毛利率 (%)	28.3%	26.4%	27.0%	25.9%
ROE (%)	18.2%	18.6%	22.0%	23.7%
每股收益 (元)	1.17	1.02	1.47	1.98
P/E	87.22	44.61	30.83	22.86
P/B	15.84	8.31	6.79	5.41
EV/EBITDA	42.48	47.21	28.98	21.65

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	2278	3405	5804	7165	营业收入	2744	4596	7647	10549
现金	505	626	1776	2598	营业成本	1967	3385	5586	7822
应收账款	651	1133	1886	2601	营业税金及附加	8	13	21	30
其他应收款	144	88	147	202	销售费用	101	207	344	475
预付账款	14	24	40	56	管理费用	82	129	229	316
存货	514	927	1224	857	财务费用	33	-4	3	-6
其他流动资产	450	605	731	850	资产减值损失	-7	-39	-62	-30
非流动资产	642	799	925	1029	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	269	269	269	269	投资净收益	19	46	15	21
固定资产	59	173	296	361	营业利润	307	454	657	886
无形资产	169	185	193	205	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	145	172	167	194	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	2920	4204	6729	8194	利润总额	306	454	657	886
流动负债	1353	1944	3460	4225	所得税	23	34	49	66
短期借款	75	0	0	-500	净利润	284	420	608	820
应付账款	975	1404	2542	3402	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	303	540	918	1324	归属母公司净利润	284	420	608	820
非流动负债	5	5	505	505	EBITDA	331	387	608	752
长期借款	0	0	500	500	EPS (元)	1.17	1.02	1.47	1.98
其他非流动负债	5	5	5	5					
负债合计	1358	1949	3966	4731					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	242	416	416	416					
资本公积	762	933	933	933					
留存收益	558	906	1414	2114					
归属母公司股东权益	1562	2255	2763	3463					
负债和股东权益	2920	4204	6729	8194					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	337	43	881	1549	成长能力				
净利润	284	420	608	820	营业收入	43.3%	67.5%	66.4%	38.0%
折旧摊销	32	7	6	6	营业利润	67.3%	47.8%	44.7%	34.9%
财务费用	22	2	15	19	归属于母公司净利	66.8%	48.2%	44.7%	34.9%
投资损失	-19	-46	-15	-21	获利能力				
营运资金变动	4	-379	206	695	毛利率 (%)	28.3%	26.4%	27.0%	25.9%
其他经营现金流	294	838	463	156	净利率 (%)	10.3%	9.1%	8.0%	7.8%
投资活动现金流	-133	-118	-116	-89	ROE (%)	18.2%	18.6%	22.0%	23.7%
资本支出	-196	-164	-132	-110	ROIC (%)	16.9%	15.6%	17.1%	20.0%
长期投资	47	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	16	46	15	21	资产负债率 (%)	46.5%	46.4%	58.9%	57.7%
筹资活动现金流	-97	196	385	-639	净负债比率 (%)	87.0%	86.4%	143.5%	136.6%
短期借款	-17	-75	0	-500	流动比率	1.68	1.75	1.68	1.70
长期借款	0	0	500	0	速动比率	1.29	1.26	1.31	1.48
普通股增加	108	175	0	0	营运能力				
资本公积增加	-86	171	0	0	总资产周转率	0.94	1.09	1.14	1.29
其他筹资现金流	-102	-74	-115	-139	应收账款周转率	4.21	4.06	4.06	4.06
现金净增加额	93	121	1150	822	应付账款周转率	2.02	2.41	2.20	2.30

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。