

证券研究报告

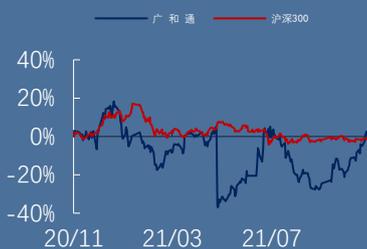
公司研究

公司点评报告

广和通(300638)

投资评级 **买入**

上次评级 **买入**



资料来源：万得，信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师

执业编号：S1500521010002

联系电话：+86 15510689144

邮箱：jiangying@cindasc.com

相关研究

《广和通(300638.SZ)：深耕高价值高成长赛道，模组白马蓄势待发》2021.10.14

《广和通(300638.SZ)：业绩表现亮眼，车载泛IoT开启成长新曲线》2021.10.16

《广和通(300638.SZ)：“车载+笔电+泛IoT”共铸物联网模组龙头》2021.11.23

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

收购锐凌无线进展顺利，车载模组龙头蓄势待发

2021年11月28日

事件：2021年11月27日，公司发布《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）（修订稿）》和《深圳交易所关于重组问询函的回复》。

点评：

公司拟发行股份及支付现金购买锐凌无线资产

根据最新公告，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，发行价格为 33.87 元/股；通过支付现金的方式购买建华开源持有的锐凌无线 17% 股权，本次交易完成后，公司将持有锐凌无线 100% 股权。本次交易按照标的公司 100% 股权作价 51700 万元计算，拟购买资产（即 51% 股权）的交易价格为 26367 万元。

公司拟采用竞价方式向合计不超过 35 名符合条件的特定对象发行股票募集配套资金，募集资金总额不超过 1.7 亿元。募集配套资金扣除发行费用及其他相关费用后，拟用于补充流动资金，及投资高性能智能车联网无线通信模组研发及产业化项目，此举措进一步完善了公司在车载模组领域的布局，加强研发能力，助力公司切入全球车载无线通信模组领域，在汽车智能网联加速渗透的行业红利下拓展更大的市场空间。

图 1：交易方案及配套募集资金的金额和用途

交易对方	交易金额 (万元)	股份对价 (万元)	发行股份数量 (股)	现金对价 (万元)
前海红土	13959	13959	4121346	-
建华开源	8789	-	-	8789
深创投	3619	3619	1068497	-
合计	26367	17578	5189843	8789

序号	项目名称	拟投入募集资金金额 (万元)	占配套募集资金总额比例	占以发行股份方式购买资产的交易价格比例
1	高性能智能车联网无线通信模组研发及产业化项目	8500	50%	48.36%
2	补充标的公司流动资金	8500	50%	48.36%
合计		17000	100%	96.71%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

重要财务指标	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	1,915.07	2,743.58	4,049.16	6,152.58	8,315.46
增长率 YoY%	53.32%	43.26%	47.59%	51.95%	35.15%
归属母公司净利润(百万元)	170.07	283.62	445.95	606.14	803.15
增长率 YoY%	95.95%	66.76%	57.23%	35.92%	32.50%
毛利率%	26.67%	28.31%	26.88%	26.37%	26.17%
净资产收益率 ROE%	13.05%	18.16%	21.17%	23.42%	25.03%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.17	1.08	1.47	1.94
市盈率 P/E(倍)	44.72	48.34	52.51	38.64	29.16
市净率 P/B(倍)	5.84	8.78	11.12	9.05	7.30

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 11 月 26 日收盘价

➤ **锐凌无线车载模组业务全球领先，与公司车载业务形成协同效应**

锐凌无线车载业务全球领先，合作客户长期稳定。根据佐思产研，2019年、2020年锐凌无线在车载无线通信模组市场的占有率分别为17.6%、19.1%。锐凌无线下游客户众多，第一大客户为LG Electronics（对应大众集团），2020全年向LG销售金额为8.56亿元，同比增加209.84%，主要是由于4G产品于2019年度正式进入规模量产阶段，在产品的量产初期，销量快速增长，2021年1-8月锐凌无线对LG销售占比超过50%，占比较高。除LG等Tier1厂商，锐凌无线下游客户还包括整车厂，合作关系长期稳定：

1) Tier1: LG Electronics、Marelli、Panasonic 等；

2) 整车厂: 大众集团、标致雪铁龙集团（PSA）、菲亚特克莱斯勒汽车公司（FCA）（2021年一月PSA与FCA合并为Stellantis）等。

图2：锐凌无线前五大客户创收占比较高，LG为第一大客户

客户名称	客户所在区域	收入地区	销售主体	2021年1-8月收入规模（万元）	所对应主要整车厂
LG Electronics Inc.	韩国	韩国、中国大陆	锐凌香港	104215.64	大众集团
Marelli	意大利	法国、中国大陆、墨西哥、西班牙	锐凌香港	4281.12	菲亚特克莱斯勒集团、标致雪铁龙集团
			锐凌法国	17655.96	
Panasonic	美国	美国	锐凌香港	18422.11	菲亚特克莱斯勒集团
Continental	德国	捷克、匈牙利、韩国、美国	锐凌法国	3900.73	雷诺日产、现代
Ficosa	西班牙	西班牙	锐凌法国	3581.09	标致雪铁龙集团
序号	客户名称	金额（万元）		占比	
1	LG Electronics	104215.64		68.10%	
2	Marelli	21937.07		14.34%	
3	Panasonic	18422.11		12.04%	
4	Continental	3900.73		2.55%	
5	Ficosa	3581.09		2.34%	
合计		152056.65		99.37%	

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

锐凌无线营收稳定，4G贡献最多。2021年1-8月，锐凌无线营收为15.30亿元，其中4G产品对营收贡献最大，占比达到86.67%，平均单价为235.61元/片，3G产品贡献营收占比13.33%，平均单价为140.18元/片。1-8月锐凌无线整体毛利率为11.69%，

锐凌无线毛利率收到上游芯片涨价影响略有下滑，未来有望恢复。2019及2020年锐凌无线毛利率保持稳定，分别为13.32%和13.43%，2021年1-8月，锐凌无线整体毛利率有所下滑，为11.69%，较2020年下降1.74个百分点，主要受到上游原材料涨价的影响，未来随着上游缺货情况进一步改善，毛利率水平有望恢复。

图3：不同制式模块毛利率有所区别

项目	2021年1-8月	2020年度	2019年度
2G产品	-	57.79%	46.33%
3G产品	16.37%	14.85%	11.90%
4G产品	10.98%	12.86%	12.63%
主营业务毛利率	11.69%	13.43%	13.32%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

锐凌无线收购完成后将于公司车载业务形成协同效应，其核心技术人员带来研发经验，其产品已通过各项认证。锐凌无线拥有经验丰富、专业领先的技术人才队伍，核心技术人员均为多年从事车载无线通信模组研发人员，加入年限均在 10 年以上且未出现核心技术人员流失及其它重大变动情况，截至目前共有 4 名核心技术人员。在产品方面，锐凌无线通信模组产品已取得 CCC（中国）、FCC（美国）、CE（欧盟）、KCC（韩国）、IC（加拿大）、Anatel（巴西）、JRF/JRA（日本）、ACMA（澳大利亚）等多个国家和地区技术认证。通过收购，公司与锐凌无线形成技术和资源上的协同效应，快速切入车载业务，有利于进一步完善车联网全球化战略布局。

图 3：公司海内外双向联动发力车载市场



资料来源：信达证券研发中心

➤ “车载+笔电+泛 IoT”共铸物联网模组龙头

三大核心看点勾勒公司长期成长曲线：1）笔电+POS 模组是公司最坚定的业务基石，笔电模组绑定大客户，流量稳定，未来需求稳中有升；2）智能网联汽车市场规模庞大，公司收购锐凌无线，深度卡位车规级模组，将打开新成长曲线；3）IoT 下游碎片化导致爆发点较多且难以把握，公司延伸布局泛 IoT，有望率先抓住物联网爆发性机遇。

➤ 盈利预测与投资评级

公司作为模组行业白马龙头，以笔电+POS 为基础，深度布局车载市场，同时在泛 IOT 行业广泛布局，未来发展空间大。不考虑并表，预计公司 2021-2023 年净利润分别为 4.46 亿元、6.06 亿元、8.03 亿元，对应 PE 为 52.51 倍、38.64 倍、29.16 倍，维持“买入”评级。

➤ 风险因素

物联网行业发展不及预期、物联网行业竞争加剧引发价格战、新冠疫情反复蔓延

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,852.80	2,278.16	3,289.34	4,627.15	6,128.01
货币资金	650.31	505.42	1,071.26	1,373.13	1,809.74
应收票据	85.53	33.43	49.34	74.97	101.33
应收账款	547.53	651.19	912.05	1,385.84	1,873.02
预付账款	13.88	14.11	21.24	32.50	44.04
存货	177.53	513.52	520.03	795.69	1,078.21
其他	91.60	195.74	289.31	439.82	594.54
非流动资产	201.36	642.31	639.34	633.09	624.99
长期股权投资	1.00	269.26	269.26	269.26	269.26
固定资产(合)	33.42	58.75	81.81	98.22	109.91
无形资产	62.49	183.47	165.12	148.61	133.75
其他	104.44	130.84	123.15	117.00	112.08
资产总计	2,054.16	2,920.47	3,928.68	5,260.24	6,753.00
流动负债	747.71	1,352.86	1,816.41	2,666.69	3,538.14
短期借款	91.50	75.00	0.00	0.00	0.00
应付票据	536.15	1,062.05	1,598.84	2,446.34	3,314.93
应付账款	1.14	2.08	3.13	4.79	6.49
其他	118.91	213.74	214.44	215.57	216.71
非流动负债	3.12	5.48	5.48	5.48	5.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.12	5.48	5.48	5.48	5.48
负债合计	750.83	1,358.34	1,821.89	2,672.17	3,543.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司	1,303.33	1,562.13	2,106.80	2,588.07	3,209.38
负债和股东权益	2,054.16	2,920.47	3,928.68	5,260.24	6,753.00

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,915.07	2,743.58	4,049.16	6,152.58	8,315.46
同比	53.32%	43.26%	47.59%	51.95%	35.15%
归属母公司净利润	170.07	283.62	445.95	606.14	803.15
同比	95.95%	66.76%	57.23%	35.92%	32.50%
毛利率(%)	26.67%	28.31%	26.88%	26.37%	26.17%
ROE%	13.05%	18.16%	21.17%	23.42%	25.03%
EPS(摊薄)(元)	1.27	1.17	1.08	1.47	1.94
P/E	44.72	48.34	52.51	38.64	29.16
P/B	5.84	8.78	11.12	9.05	7.30
EV/EBITDA	129.64	71.08	46.26	34.70	26.55

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,915.07	2,743.58	4,049.16	6,152.58	8,315.46
营业成本	1,404.35	1,966.84	2,960.93	4,530.45	6,139.03
营业税金及附加	5.09	7.69	11.35	17.24	23.30
销售费用	86.51	101.26	121.47	187.04	256.95
管理费用	46.36	81.64	121.47	203.04	257.78
研发费用	197.40	287.63	377.79	584.50	789.97
财务费用	-0.56	33.47	12.37	15.09	20.31
减值损失	-26.42	-13.96	0.00	0.00	0.00
投资净收	0.48	18.78	7.00	4.00	2.00
其他	30.05	37.21	28.15	31.81	32.39
营业利润	183.61	307.11	478.95	651.05	862.53
营业外收	-1.14	-0.81	-0.98	-0.98	-0.92
利润总额	182.47	306.30	477.97	650.07	861.61
所得税	12.40	22.68	32.03	43.93	58.45
净利润	170.07	283.62	445.95	606.14	803.15
少数股东	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司	170.07	283.62	445.95	606.14	803.15
EBITDA	190.66	353.87	534.29	712.39	930.94
EPS(当年)(元)	1.27	1.17	1.08	1.47	1.94

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	223.15	337.09	559.32	446.01	644.35
净利润	170.07	283.62	445.95	606.14	803.15
折旧摊销	18.02	32.23	42.97	46.25	48.10
财务费用	2.45	22.28	12.37	15.09	20.31
投资损失	-0.48	-18.78	-35.17	-35.82	-34.41
营运资金变	34.38	10.12	79.02	-217.97	-226.02
其它	-1.29	7.62	14.18	32.32	33.21
投资活动现金流	-	-	-4.83	-4.18	-5.59
资本支出	122.40	195.80	-40.00	-40.00	-40.00
长期投资	1.00	269.26	269.26	269.26	269.26
其他	-	62.33	35.17	35.82	34.41
筹资活动现金流	601.74	-97.40	11.35	-139.96	-202.15
吸收投资	747.60	79.97	243.88	124.87	181.84
借款	-83.32	-36.36	-75.00	0.00	0.00
支付利息或股息	-29.73	-87.16	-84.95	-139.96	-202.15
现金流净增加额	149.13	106.22	565.84	301.87	436.61

研究团队简介

蒋颖，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

石瑜捷，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

齐向阳，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售副总监(主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监(主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。