

证券研究报告

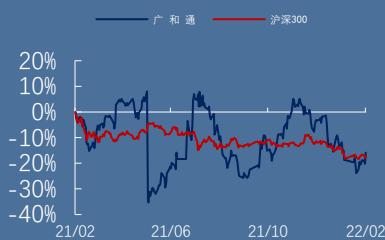
公司研究

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

石瑜捷 通信行业研究助理

联系电话：+86 17801043822

邮箱：shiyujie@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

《广和通（300638.SZ）：收购锐凌无线进展顺利，车载模组龙头蓄势待发》

2021.11.28

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

最大份额中标联通雁飞Cat1模组，彰显龙头实力

2022年02月24日

事件：2022年2月23日，中国联通公布雁飞Cat1定制模组公开招标结果，公司Cat1模组以第一份额中标，是暨2021年5月以来最大份额入围联通雁飞5G模组招标、9月全额包揽联通物联网5G数传模组采购项目后的又一次与联通深度合作。

点评：

➤ **公司多次高份额中标联通模组，充分体现了强劲的竞争实力**

公司此次中标的Cat1模组具备工业级应用品质，具有多种封装方式和接口，支持标准数传和Open CPU两种软件形式交付，支持VoLTE、Audio、Camera、Display、Keypad等功能，将进一步助力中国联通物联网相关业务的发展，共同推动物联网产业成熟。

公司与中国联通在物联网领域保持长期合作，多次高份额中标，体现了强劲竞争实力。公司于2020年成为中国联通5G应用创新联盟理事成员单位，随后双方共同发布全球首款5G+eSIM模组，2021年5月，公司以最大份额入围联通雁飞5G模组招标，同年9月，公司全额包揽联通物联网5G数传模组采购项目。展望未来，公司将携手中国联通共同推动5G规模化部署，致力于构建5G产业新生态。

图1：L610系列是公司LTE Cat-1系列工业化模组



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

| 重要财务指标 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(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% | 21.16% | 23.41% | 25.02% |
| EPS(摊薄)(元) | 1.27 | 1.17 | 1.08 | 1.46 | 1.94 |
| 市盈率 P/E(倍) | 36.86 | 39.84 | 43.37 | 31.91 | 24.08 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.81 | 7.23 | 9.18 | 7.47 | 6.02 |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2022年2月23日收盘价

➤ Cat 1 主要应用于中速率市场，优势明显

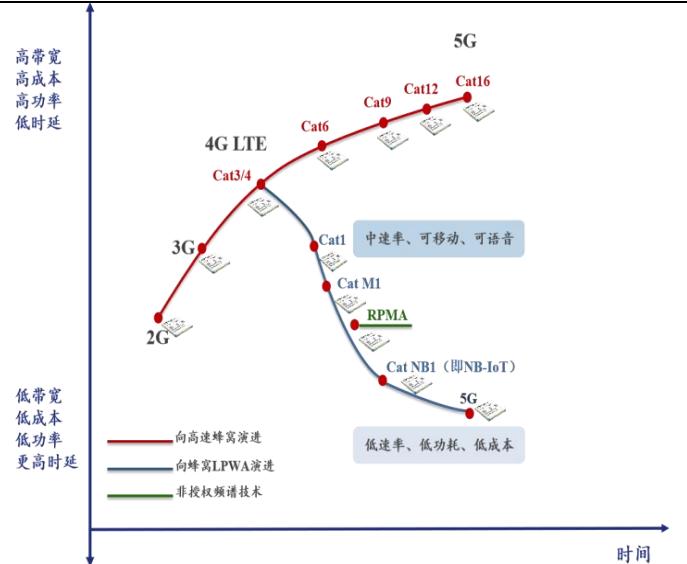
LTE-Cat 1 主要应用于中速率市场，同时具备“低成本、中速率、移动性、可语音”四大优势，解决了 NB-IoT 未涉及的移动与定位领域。LTE-Cat1 指的是终端通讯速率为 1 的 4G 网络，在成本端比 Cat4 模组更具优势，在网络覆盖、速率及时延上超过 NB-IoT，并且适配 4G 网络，适用于 POS 机等对通信速度有要求的应用场景。Cat1凭借其低成本优势，具有超越并逐步淘汰 eMTC 的趋势。在中低速率的蜂窝网络标准中，通常有 Cat1 和 Cat-M1（即 eMTC）两种标准，Cat1 相比较之下具有绝对成本优势，其终端可以直接接入现有的 4G 网络（全球 4G LTE 运营商均在最低 3GPP R8 协议版本的基础上进行部署，Cat1 同样部署在 3GPP R8 协议上），而 eMTC 的使用必须要重新建设基础设施和升级网络，成本较高。总的来说，在中低速领域，Cat1 较 eMTC 更具成本优势，较 NB 通信能力更强，可以传输更大的数据，具备移动性、实时性和语音功能，在语音数据传输业务领域起到关键作用。

图 2: Cat1 与现行 4G 网基于同一协议版本

| UE-Category | 最大上行速度 (Mbps) | 最大下行速度 (Mbps) | 3GPP release |
|-------------|------------------|------------------|-----------------|
| Category0 | 1.0 | 1.0 | Release12 |
| Category1 | 5.2 | 10.3 | Release8 |
| Category2 | 25.5 | 51.0 | Release8 |
| Category3 | 51.0 | 102.0 | Release8 |
| Category4 | 51.0 | 150.8 | Release8 |
| Category5 | 75.4 | 299.6 | Release8 |
| Category6 | 51.0 | 301.5 | Release10 |
| Category7 | 102.0 | 301.5 | Release10 |
| Category8 | 1497.8 | 2998.6 | Release10 |
| Category9 | 51.0 | 452.2 | Release11 |
| Category10 | 102.0 | 452.2 | Release11 |
| Category11 | 51.0 | 603.0 | Release12 |
| Category12 | 102.0 | 603.0 | Release12 |
| Category13 | 51.0 | 391.6 | Release12 |
| Category14 | 102.0 | 391.6 | Release12 |
| Category15 | 1497.8 | 3916.6 | Release12 |
| | | | |

资料来源：智能物联网，信达证券研发中心

图 3: Cat1 主要处理中低速业务



资料来源：智能物联网，信达证券研发中心

➤ 公司产业链全方位部署，更有利于抓住 IoT 下游爆发点

物联网下游长尾行业众多，碎片化特征明显，市场往往更为熟悉公司在笔电及车载业务的规划，但实际上公司在泛 IoT 领域也有布局，我们认为公司有望及时抓住下游应用爆发机遇。公司在泛 IoT 领域广泛布局，积极铺设下游应用领域，涉及多项业务，始终保持对下游市场发展变化的高度敏感，在爆品出现时有望第一时间抓住机遇。以此次中标的 CAT1 为例，可广泛应用于泛支付、共享、工业互联、追踪、车载后装等多种应用场景，公司在各应用场景均有布局，涉及智慧能源、智慧零售、智慧安防、云办公、智能家居、智慧城市、智慧农业等，连接众多场景，助力千行百业实现物联网革新。

图 4：广和通产品线部署领域广泛



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

➤ 以“笔电+pos”为基石，深度延伸至“车载+泛 IOT”领域，长期成长曲线清晰

我们认为公司业务具备三大看点：笔电+POS 模组是公司最坚定的业务基石，公司笔电模组绑定大客户流量稳定，未来需求稳中有升；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；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。

笔电+POS 模组基础稳固，笔电深度绑定大客户，未来需求确定性强。公司在笔电市场拥有丰富经验，绑定笔电龙头大客户，随着整个笔电市场稳步增长，头部集中趋势将进一步凸显，公司大客户优势显著，未来流量资费和 PC 价格的下降有望提升笔记本电脑模组的内置率，带动公司笔电业务保持稳中有升态势发展。

收购海外车载模组企业，深度布局车联网业务，打开未来发展空间。公司拟通过发行股份/支付现金等方式购买锐凌无线剩余 51%的股权，收购完成后，锐凌无线将成为公司全资子公司。锐凌无线是世界第一的车载前装模组厂商和北美最大无线模组厂商，在嵌入式车载前装蜂窝模块领域已经积累 15 年行业经验，通过外延并购锐凌无线深度布局车载业务，将完善公司车联网全球化战略布局。此外，公司在国内市场公司借助子公司广通远驰推出覆盖各种需求低时延、超高可靠性车规模组，纵向丰富车载产品线，未来智能网联汽车的发展有望给公司发展打开新成长曲线。

其他业务伏笔暗藏，布局泛 IoT 等风来。公司业务布局下游应用领域广泛，包含智慧能源、智慧零售、智慧安防等各行各业，目前物联网行业发展势头良好，下游垂直应用细分行业众多且具备碎片化特征，一旦爆发点出现，公司有望率先把握客户需求，快速抓住增长机遇。

➤ 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 43.37 倍、31.91 倍、24.08 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

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|---------|--|----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | | 1,852.80 | 2,278.16 | 3,290.23 | 4,628.04 | 6,128.90 |
| 货币资金 | | 650.31 | 505.42 | 1,072.15 | 1,374.02 | 1,810.63 |
| 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 | 3,929.57 | 5,261.13 | 6,753.89 |
| 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 | 2,107.69 | 2,588.96 | 3,210.27 |
| 负债和股东权益 | | 2,054.16 | 2,920.47 | 3,929.57 | 5,261.13 | 6,753.89 |

| 重要财务指标 | | | | | | 单位:百万元 |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|--------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 营业收入 | 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% | 21.16% | 23.41% | 25.02% | |
| EPS(摊薄)(元) | 1.27 | 1.17 | 1.08 | 1.46 | 1.94 | |
| P/E | 36.86 | 39.84 | 43.37 | 31.91 | 24.08 | |
| P/B | 4.81 | 7.23 | 9.18 | 7.47 | 6.02 | |
| EV/EBITDA | 108.24 | 59.55 | 38.63 | 28.97 | 22.17 | |

| 利润表 | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 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 | 1.46 | 1.94 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 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 |
| 营运资金变动 | 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 |
| 长期投资 | 1.00 | 269.26 | 269.26 | 269.26 | 269.26 |
| 其他 | - | 553.36 | 62.33 | 35.17 | 35.82 |
| 筹资活动现金流 | 601.74 | -97.40 | 12.24 | -139.96 | -202.15 |
| 吸收投资 | 747.60 | 79.97 | 244.77 | 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 |
| 现金流量净增加额 | 149.13 | 106.22 | 566.73 | 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年新浪金融麒麟“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年新浪金融麒麟“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 | hanqiyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@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 |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 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 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 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 | 刘韵 | 13620005606 | liyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 黄夕航 | 16677109908 | huangxihang@cindasc.com |
| 华南区销售 | 许锦川 | 13699765009 | xujinchuan@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； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。 | 看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。 |

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。