

广和通 (300638.SZ)

强烈推荐 (维持)

业绩增速阶段性承压，看好车载模组业务战略布局

TMT 及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 19.39 元

事件: 公司 10 月 21 日晚发布《2022 年第三季度报告》，公司实现营业收入 37.20 亿元，同比上升 30.4%；归属上市公司股东的净利润 2.86 亿元，同比下降 11.6%；归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.70 亿元，同比下降 8.9%。公司实现 EPS (基本) 0.46 元。

基础数据

总股本 (万股)	62335
已上市流通股 (万股)	40662
总市值 (亿元)	121
流通市值 (亿元)	79
每股净资产 (MRQ)	3.5
ROE (TTM)	16.6
资产负债率	57.2%
主要股东	张天瑜
主要股东持股比例	40.39%

1、营收保持较快增长，受产品结构及原材料影响利润率承压

2022Q1-Q3，公司实现营业收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 37.20 亿元、2.86 亿元和 2.70 亿元，同比分别上升 30.4%、下降 11.6%和下降 8.9%。公司在车联网、无线网联设备等市场拓展良好，收入实现增长。

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-7	-41
相对表现	-2	-1	-17

单季度来看，2022Q3，公司实现营业收入 13.03 亿元，同比上升 26.3%，环比上升 5.1%；归母净利润 0.82 亿元，同比下降 32.0%，环比下降 17.5%；扣非归母净利润 0.74 亿元，同比下降 37.8%，环比下降 24.0%。我们预计，公司利润率承压一方面与笔电业务阶段性下滑带来的收入结构调整有关，另一方面与美元阶段性升值导致进口原材料汇兑损益增加有关。



资料来源: 公司数据、招商证券

我们认为，虽然今年全球笔电出货量受经济下行等因素影响有所回落，但以企业本为主的笔电蜂窝模组内置率长期趋势向上，公司笔电业务有望逐步企稳；而车载和网关业务确定性较高，已成为公司主要新增长动力。随着笔电业务企稳，公司净利率水平有望逐渐稳定，并在收入增长的基础上稳步释放利润增量。

2、重大资产重组稳步推进，协同发展改善锐凌无线利润水平

相关报告

2022 年 10 月 14 日，深交所上市审核中心同意广和通发行股份购买锐凌无线资产。锐凌无线资产优质，今年已成功拓展某国际知名整车厂的 5G 项目并收到中标文件，发展前景可期。公司计划在完成重大资产重组后，国内海外两个车载子公司在业务、研发、供应链等各方面开展深度合作和内部协同发展，进一步优化成本费用，有望显著改善锐凌无线利润水平。

- 1、《广和通 (300638) 一并购重组获深交所通过，车载业务战略布局稳步推进》2022-10-17
- 2、《广和通 (300638) 一营收保持快速增长，车载业务发展可期》2022-08-09
- 3、《广和通 (300638) 一股权激励绑定核心骨干，彰显长期发展信心》2022-06-13

风险提示: 标的业务整合不及预期、PC 模块需求下滑、市场竞争加剧、大股东股份减持计划。

余俊 S1090518070002

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2744	4109	5416	7587	9865
同比增长	43%	50%	32%	40%	30%
营业利润(百万元)	307	414	451	612	808
同比增长	67%	35%	9%	36%	32%
归母净利润(百万元)	284	401	438	594	784
同比增长	67%	42%	9%	36%	32%
每股收益(元)	0.45	0.64	0.70	0.95	1.26
PE	42.6	30.1	27.6	20.4	15.4
PB	7.7	6.2	5.2	4.4	3.6

yujun@cmschina.com.cn

梁程加 S1090522060001

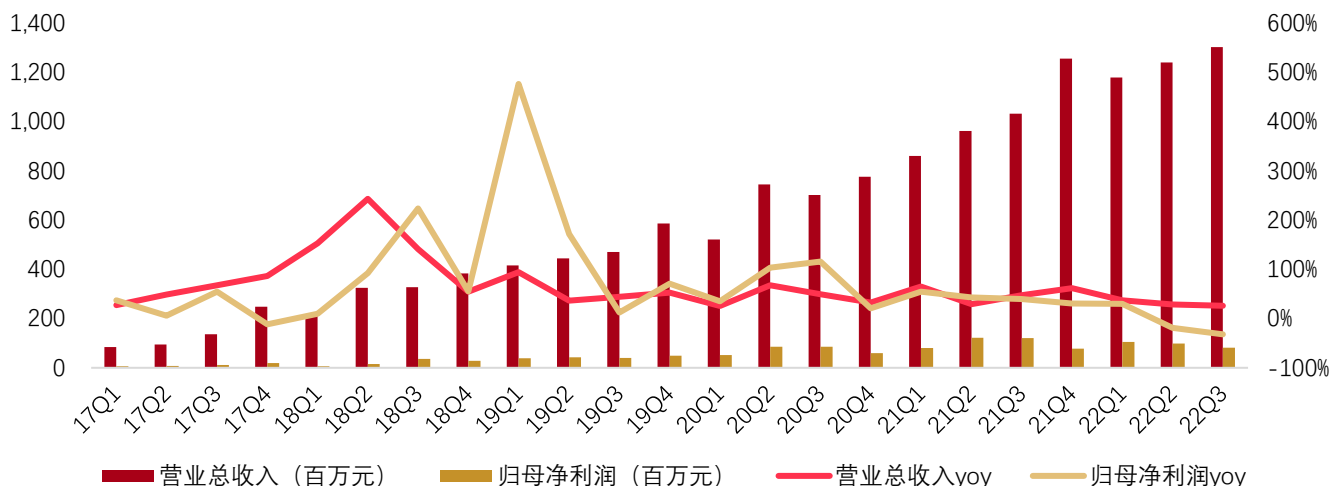
liangchengjia@cmschina.com.cn

李哲瀚 S1090522020002

lizhehan@cmschina.com.cn

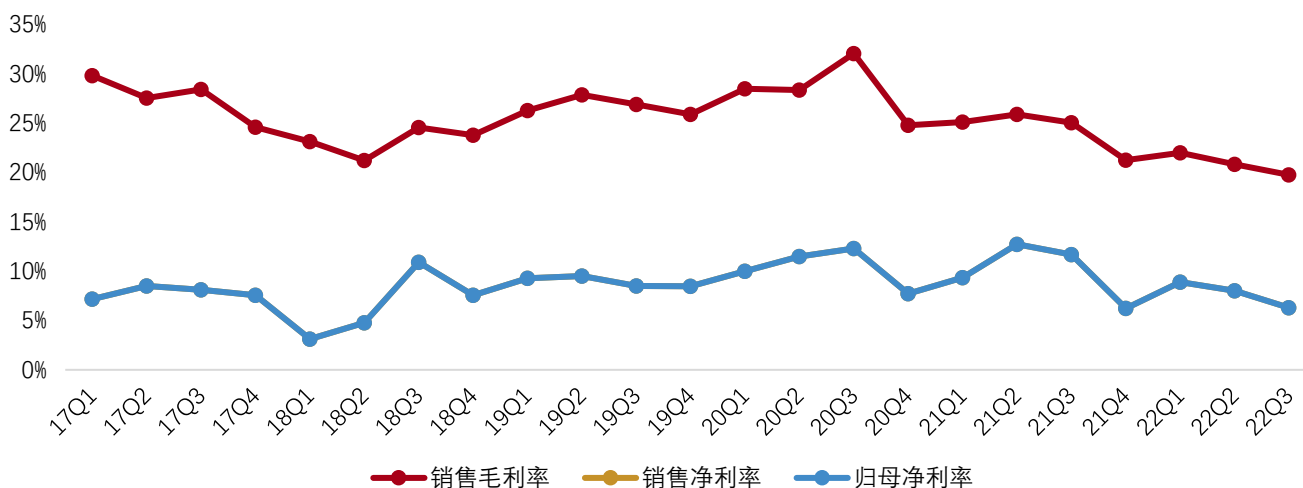
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1：公司营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、招商证券

图 2：公司毛利率和净利率情况



资料来源：Wind、招商证券

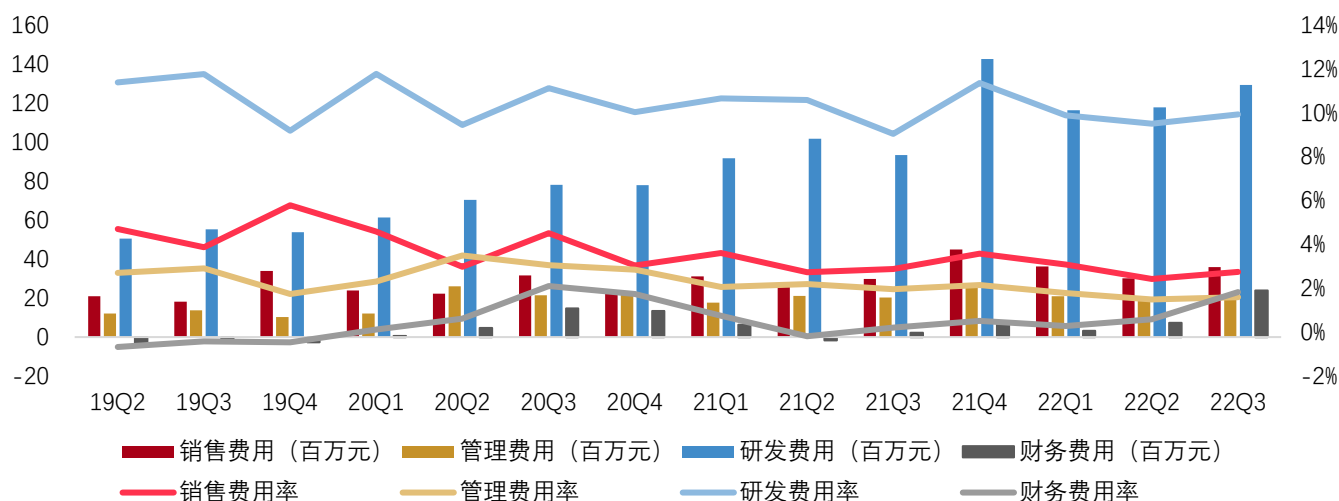
毛利率方面，2022Q1-Q3，公司销售毛利率为 20.82%，同比下降 4.53 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司毛利率分别为 22.00%、20.81%和 19.75%。2022Q3 销售毛利率同比下降 5.31 个百分点，环比下降 1.07 个百分点，我们预计与笔电业务承压导致的收入结构调整相关。

净利率方面，2022Q1-Q3，公司归母净利率为 7.68%，同比下降 3.65 个百分点。单季度来看，2022Q1/Q2/Q3 公司归母净利率分别为 8.88%、8.01%和 6.29%。2022Q3 归母净利率同比下降 5.39 个百分点，环比下降 1.72 个百分点，我们预计与毛利率承压及美元升值导致的汇兑损益增加相关。

3、财务费用受美元升值影响有所上升，综合费用率保持下降态势

2022Q1-Q3，公司综合费用率（销售+管理+研发+财务）为 15.06%，同比下降 0.35 个百分点。其中，①销售费用为 1.02 亿元，同比上升 17.4%，销售费用率为 2.75%，同比下降 0.30 个百分点；②管理费用为 0.60 亿元，同比上升 1.9%，管理费用率为 1.62%，同比下降 0.45 个百分点；③研发费用为 3.63 亿元，同比上升 26.8%，研发费用率为 9.77%，同比下降 0.28 个百分点；④财务费用为 0.34 亿元，同比上升 404.7%，财务费用率为 0.93%，同比上升 0.69 个百分点，主要系报告期内利息支出与汇兑损益增加所致。

图 3: 公司费用率变动情况



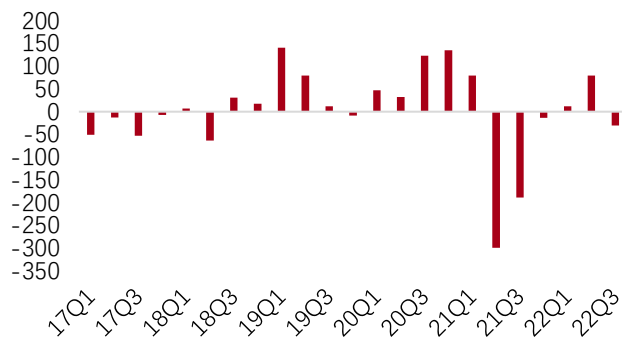
资料来源: Wind、招商证券

4、经营性现金流改善明显，适当备货迎接交付期

2022Q1-Q3，经营活动产生的现金流净额为 0.61 亿元，同比转正，主要系报告期内销售商品收回的现金及收到的税费返还增加所致，经营活动产生的现金流净额/营业收入为 1.64%。2022Q3 经营活动现金净流量为-0.30 亿元，同比减少 83.9%，环比转负。

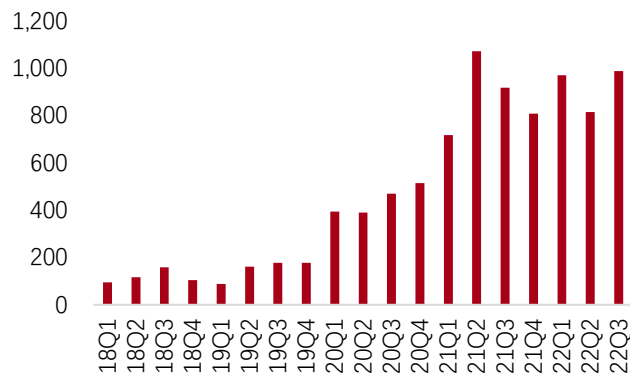
截至 2022Q3，公司存货为 9.88 亿元，环比增加 21.4%，预计与公司提前备货原材料确保四季度交付相关。

图 4: 公司经营性现金流量净额 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 5: 公司存货情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

5、国内海外协同发力，车载业务成中长期最大亮点

我们认为，车载业务是公司中长期最大亮点。两个子公司在车载业务具有领先优势：①公司全资子公司广通远驰进展迅猛，2021 年收入达 3.98 亿元，同比上升 1,190%，进入多家车厂定点名单，并发布了多款车规级模组。②锐凌无线在嵌入式车载无线通信模组领域已经积累了十余年的行业经验，车载无线通信模组安装量在全球位居前列。我们预计在本次重大资产重组完成后，广和通将尽快启动对锐凌无线的全面整合，抢占正在快速发展的全球车联网市场。届时，两个子公司将进一步实现业务协同、技术与研发协同以及采购协同，国内新秀（广通远驰）与海外老兵（锐凌无线）有望创造出显著的协同效应，持续拉动公司增长，公司增长势能长期向上。

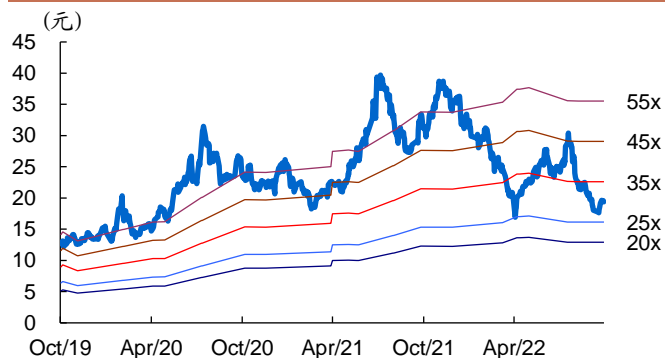
6、持续开拓并卡位大颗粒市场，边界扩张实力有待重估

公司坚持聚焦策略，但并非原地踏步，而是战略选择高价值量的大颗粒市场进攻，目前在网关、安防等新市场已实现突围。公司前期深耕移动支付以及笔电两大市场，在聚焦策略下，公司 ROE 水平一直领先同行。但公司并非安于舒适圈，在 IoT 浪潮下，公司坚持精选赛道的策略，进攻车联网、网关等高价值量的大颗粒市场。所谓高价值量不是单纯仅指销售单价，而是能够赋予客户的“value added”，不断挖掘围绕硬件模组以外的增量业务，加强与大客户的黏性的同时实现边界突围。除了大颗粒市场以外，公司还将加速完成经销网络建设，加强捕捉物联网下游新应用的敏感度。公司 2021 年在车载、网关、安防和其他 IoT 领域均取得良好突破，公司管理层精准的战略眼光以及优秀的边界扩张能力值得市场重新评估。

7、投资建议

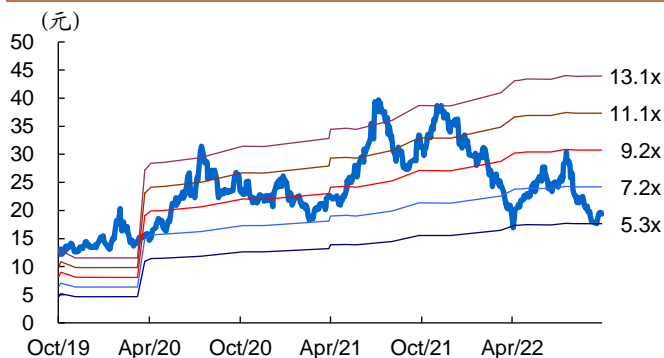
公司车载+网关+笔电“三驾马车”齐头并进，基本盘稳固。公司优秀的战略选择和精细化管理能力支撑公司长期发展，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 4.38 亿元、5.94 亿元、7.84 亿元，对应 PE 分别为 27.6、20.4 和 15.4 倍，考虑未来三年的较高成长性，公司估值仍有提升空间，维持“强烈推荐”评级。

图 6：广和通历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 7：广和通历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	2278	3288	4765	5870	7241
现金	505	482	1696	1555	1628
交易性投资	235	0	0	0	0
应收票据	33	77	137	191	249
应收款项	651	1122	1370	1919	2496
其它应收款	144	315	243	340	442
存货	514	807	891	1261	1643
其他	196	485	430	603	784
非流动资产	642	921	771	759	745
长期股权投资	269	295	295	295	295
固定资产	59	95	125	147	162
无形资产商誉	183	230	207	186	167
其他	131	301	144	131	120
资产总计	2920	4209	5537	6629	7986
流动负债	1353	2212	3185	3815	4566
短期借款	75	497	1000	900	900
应付账款	1062	1232	1721	2438	3175
预收账款	2	17	10	15	19
其他	214	465	453	463	472
长期负债	5	44	44	44	44
长期借款	0	0	0	0	0
其他	5	44	44	44	44
负债合计	1358	2255	3229	3859	4610
股本	242	414	621	621	621
资本公积金	755	625	418	418	418
留存收益	565	914	1269	1732	2338
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1562	1953	2308	2770	3376
负债及权益合计	2920	4209	5537	6629	7986

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	337	(422)	642	64	221
净利润	284	401	438	594	784
折旧摊销	32	56	67	71	72
财务费用	22	8	37	44	41
投资收益	(19)	(31)	(120)	(130)	(130)
营运资金变动	10	(839)	177	(551)	(585)
其它	8	(18)	44	36	38
投资活动现金流	(133)	27	202	71	71
资本支出	(196)	(197)	(59)	(59)	(59)
其他投资	62	224	261	130	130
筹资活动现金流	(97)	348	369	(275)	(219)
借款变动	(36)	363	489	(100)	0
普通股增加	108	172	207	0	0
资本公积增加	(81)	(131)	(207)	0	0
股利分配	(54)	(73)	(83)	(131)	(178)
其他	(34)	16	(37)	(44)	(41)
现金净增加额	106	(47)	1213	(140)	73

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2744	4109	5416	7587	9865
营业成本	1967	3119	4237	6001	7816
营业税金及附加	8	11	15	21	27
营业费用	101	132	153	181	213
管理费用	82	86	89	106	125
研发费用	288	429	554	753	965
财务费用	33	13	37	44	41
资产减值损失	(14)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	70	60	60	60
投资收益	19	31	60	70	70
营业利润	307	414	451	612	808
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	306	413	450	611	807
所得税	23	12	12	17	23
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	284	401	438	594	784

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	43%	50%	32%	40%	30%
营业利润	67%	35%	9%	36%	32%
归母净利润	67%	42%	9%	36%	32%
获利能力					
毛利率	28.3%	24.1%	21.8%	20.9%	20.8%
净利率	10.3%	9.8%	8.1%	7.8%	7.9%
ROE	19.8%	22.8%	20.5%	23.4%	25.5%
ROIC	20.7%	20.2%	16.4%	18.2%	20.7%
偿债能力					
资产负债率	46.5%	53.6%	58.3%	58.2%	57.7%
净负债比率	2.6%	12.2%	18.1%	13.6%	11.3%
流动比率	1.7	1.5	1.5	1.5	1.6
速动比率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.3
存货周转率	5.7	4.7	5.0	5.6	5.4
应收账款周转率	4.2	4.4	4.0	4.2	4.1
应付账款周转率	2.5	2.7	2.9	2.9	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.45	0.64	0.70	0.95	1.26
每股经营净现金	0.54	-0.68	1.03	0.10	0.35
每股净资产	2.51	3.13	3.70	4.44	5.42
每股股利	0.12	0.13	0.21	0.29	0.38
估值比率					
PE	42.6	30.1	27.6	20.4	15.4
PB	7.7	6.2	5.2	4.4	3.6
EV/EBITDA	38.4	30.1	24.5	18.7	14.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

余俊 招商证券通信行业首席分析师 东南大学微电子学硕士，7年民航空管通信导航方向技术及管理经验，民航局通信导航专家库成员。曾分别获得2020及2019年wind“金牌分析师”第一和第三名，2020年21世纪“金牌分析师”第三名，2020及2019年新浪金麒麟“新锐分析师”第一名和“最佳分析师”第五名；2017年金牛奖第一名，新财富第四名，保险资管最佳分析师第二重要团队成员；2016年新财富第三，水晶球第二重要团队成员。

梁程加 招商证券通信行业联席首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022年加入招商证券。

李哲瀚 招商证券通信行业分析师 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022年初加入招商证券通信团队，专注于泛物联网板块等相关领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5年港股TMT行业研究经历。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。