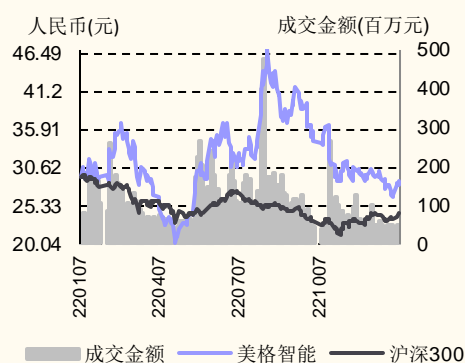


市场价格 (人民币): 28.66 元

目标价格 (人民币): 41.00 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 2.40 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 1.61 |
| 总市值(亿元) | 68.68 |
| 年内股价最高最低(元) | 47.00/20.04 |
| 沪深 300 指数 | 3981 |
| 深证成指 | 11368 |



智能模组新锐，车载+FWA+泛 IoT 引领成长

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,121 | 1,969 | 2,643 | 3,742 | 5,343 |
| 营业收入增长率 | 20.15% | 75.68% | 34.23% | 41.59% | 42.77% |
| 归母净利润(百万元) | 27 | 118 | 168 | 270 | 432 |
| 归母净利润增长率 | 12.21% | 330.54% | 42.62% | 60.32% | 60.07% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.149 | 0.640 | 0.703 | 1.127 | 1.804 |
| 每股经营性现金流净额 | 0.37 | -1.08 | 0.41 | 0.57 | 1.08 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 4.72% | 17.14% | 20.96% | 27.96% | 35.28% |
| P/E | 133.29 | 67.05 | 38.02 | 23.71 | 14.81 |
| P/B | 6.29 | 11.49 | 7.97 | 6.63 | 5.23 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **公司是全球领先的无线通信模组及解决方案提供商。**公司早期业务重心涉及手机按键制造和精密组件业务，2019年起聚焦无线通信领域，围绕 4/5G 提供无线通信模组及解决方案，深耕智能网联汽车、FWA 连接，和以新零售、移动支付为代表的泛 IoT 三大应用场景，21 年模组及终端产品实现收入 18.2 亿元，同比增长 73%。
- **智能模组+定制方案双轮驱动，助推公司跻身行业头部。**公司 21 年研发费用率 8.6%、研发人员占比超过 85%，研发驱动前瞻布局，基于高通芯片和安卓系统推出 5G 智能模组，具备先发优势。同时向物联网下游应用延伸，提供定制化解决方案，在智能座舱、新零售等大颗粒场景积累行业 know-how。公司凭借智能化+定制化策略跻身行业头部，据 Counterpoint 数据，22Q2 公司出货量占全球市场份额 5.6%，位列行业第三。公司非公开发行股票获批，批复有效期至 23 年 3 月 21 日，计划募资 6 亿元用于 5G+AIoT 模组及解决方案产业化建设，增厚公司智能模组定制化能力，巩固核心竞争力，预计项目达产后年新增收入 5.7 亿元。
- **车载模组+FWA+泛 IoT 三驾马车，驱动公司长期发展。**公司车载 5G 智能模组配套比亚迪 DiLink4.0 和 5.0 平台车型，未来随着客户整车放量叠加 5G 配置率提高，公司车载模组有望迎来量价齐升。海外运营商加速拓展 FWA 服务范围，Statista 预计 27 年全球 FWA 连接数将达 1.16 亿。公司已形成丰富的 FWA 产品序列，看好逐步承接华为为市场份额。公司深耕垂直行业定制化解决方案，伴随消费复苏，智慧零售、移动支付等泛 IoT 场景有望带动公司模组产品恢复温和增长。

投资建议与估值

- 我们看好公司智能模组+定制方案双轮驱动，卡位车载、FWA 和泛 IoT 三大场景，有望成长为提供“一站式”服务的平台型物联网厂商。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 1.68/2.70/4.32 亿元，给予公司 23 年 0.6 倍 PEG，对应市值 97 亿元，目标价为 41 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧风险；上游原材料短缺风险；信用减值损失过高风险；实控人股权质押过高风险；限售股解禁风险；汇率波动风险。

罗露

分析师 SAC 执业编号: S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 一、智能模组新锐，开启 5G 智能模组时代..... | 4 |
| 1.1 聚焦物联网行业，深耕智能算力模组..... | 4 |
| 1.2 公司业绩稳健提升，整体经营向好..... | 5 |
| 1.3 研发驱动前瞻布局智能模组，高效成本管控确保长期成长..... | 7 |
| 二、万物智联时代到来，模组迎通信制式与智能化升级..... | 9 |
| 2.1 物联网模组走向低时延 5G 与低功耗 LPWAN 制式..... | 9 |
| 2.2 智能模组自带算力算法，缩短终端厂商开发周期..... | 10 |
| 三、车载模组+FWA+泛 IoT 三驾马车，引领公司未来成长..... | 11 |
| 3.1 5G 车载智能模组具备先发优势，与头部车企绑定..... | 11 |
| 3.2 5G 催生海外 FWA 需求，国内厂商填补华为市场空缺..... | 13 |
| 3.3 以新零售+移动支付为代表的泛 IoT 智能终端应用广泛..... | 14 |
| 四、盈利预测与投资建议..... | 15 |
| 4.1 盈利预测核心假设..... | 15 |
| 4.2 估值与投资建议..... | 16 |
| 五、风险提示..... | 17 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图表 1: 公司业务转型，聚焦无线通信模组领域..... | 4 |
| 图表 2: 公司产品分为数传模组、智能模组、算力模组三大类..... | 5 |
| 图表 3: 2013-2022 三季度营收及增速..... | 5 |
| 图表 4: 公司 2013-2022 三季度归母净利润及增速..... | 5 |
| 图表 5: 通信模组业务是公司主要收入来源（亿元）..... | 6 |
| 图表 6: 公司加大海外市场开拓（亿元）..... | 6 |
| 图表 7: 公司盈利能力稳中有升..... | 6 |
| 图表 8: 费用控制能力稳定，整体费用率呈下降趋势..... | 6 |
| 图表 9: 公司三大周转率上升，营运能力向好..... | 7 |
| 图表 10: 公司研发费用率行业领先..... | 7 |
| 图表 11: 公司研发人员占比行业领先..... | 7 |
| 图表 12: 公司模组产品 ASP 高于竞争对手（元/片）..... | 8 |
| 图表 13: 公司在全球市场份额提升（按收入）..... | 8 |
| 图表 14: 公司模组业务收入增长较快（亿元）..... | 8 |
| 图表 15: 公司模组出货量增速较快（万片）..... | 8 |
| 图表 16: 公司模组业务毛利率处于行业领先..... | 8 |
| 图表 17: 公司盈利能力较好，净利润率逐步回升..... | 8 |
| 图表 18: 公司募集资金用于 5G+AIoT 模组产业化项目和研发中心项目建设..... | 9 |
| 图表 19: 无线通信技术分类..... | 9 |

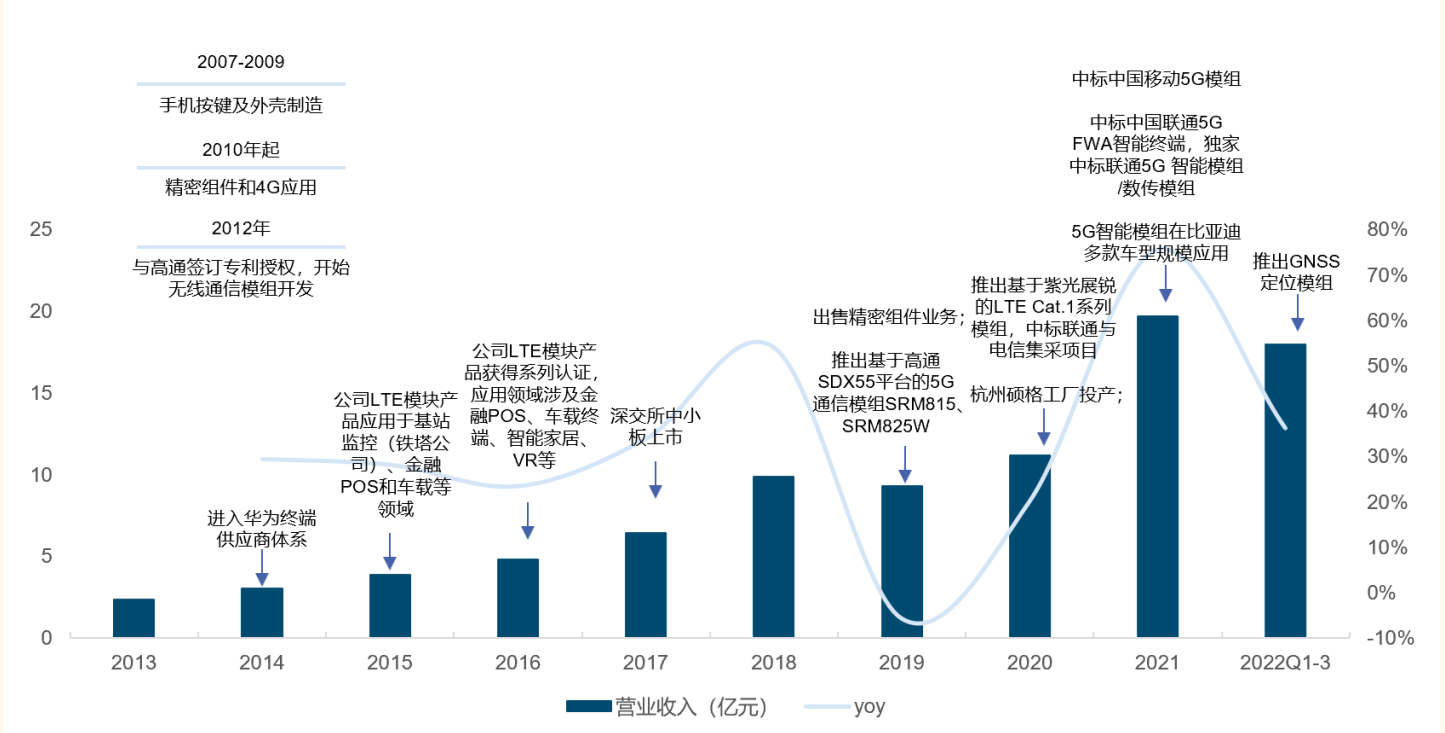
| | |
|-----------------------------------|----|
| 图表 20: 不同类别和技术的蜂窝物联网连接数量累计 (百万) | 10 |
| 图表 21: 智能模组自带操作系统与 SoC, 兼具通信与计算功能 | 10 |
| 图表 22: 公司算力模组路线图 | 11 |
| 图表 23: 全球智能网联汽车出货量 | 11 |
| 图表 24: 中国智能网联汽车出货量 | 11 |
| 图表 25: 智能模组 Vs 传统数传模组 | 12 |
| 图表 26: 车载模组单车价值量 | 12 |
| 图表 27: 比亚迪 2022 年销量实现翻倍增长(万辆) | 12 |
| 图表 28: 公司智能模组配套车型配置程度与销量 | 12 |
| 图表 29: 公司车载产品主要为智能模组, 在细分赛道具备先发优势 | 12 |
| 图表 30: FWA 与其他连接方式的比较 | 13 |
| 图表 31: 我国光纤覆盖率达 95% | 13 |
| 图表 32: 全球 5G FWA 连接数及占比提升 (百万) | 13 |
| 图表 33: 5G CPE 设备出货量维持高增 (百万台) | 14 |
| 图表 34: 中国自助售货机数量明细 (万台) | 14 |
| 图表 35: 移动 POS 支付交易规模及用户渗透率 | 15 |
| 图表 36: 中国联网 POS 机保有量 | 15 |
| 图表 37: 公司收入预测 (百万元) | 15 |
| 图表 38: 公司主营业务成本构成及毛利率预测 (亿元) | 16 |
| 图表 39: 可比公司 PEG 估值 | 17 |

一、智能模组新锐，开启 5G 智能模组时代

1.1 聚焦物联网行业，深耕智能算力模组

公司是全球领先的无线通信模组及解决方案提供商，业务转型加速发展。公司成立于 2007 年，早期主营手机按键与外壳制造，后转向精密组件加工制造。2017 年公司于深交所中小板上市，并在 2019 年出售精密组件业务，聚焦无线通信模组及解决方案。公司围绕 4G/5G 无线通信技术，为万物互联的物联网行业提供智能算力模组与解决方案。

图表 1：公司业务转型，聚焦无线通信模组领域



来源：wind，公司官网，国金证券研究所

产品引领 IoT 模组智能化趋势，应用聚焦泛 IoT、FWA 和智能网联车三大场景。公司无线通信模组产品主要分为数传模组、智能模组、算力模组三大类，其中数传模组围绕基带芯片提供蜂窝网络通信连接，智能模组则是在此基础上，进一步增加操作系统和算力功能，算力模组是高算力场景开发的智能模组产品，可提供 0.2T 到 27T 的硬件算力。车载业务：提供应用于座舱域控制器、ADAS/DMS、辅助驾驶、车载监控等环节的智能模组或数传模组。FWA 业务：为海外运营商和品牌客户提供 FWA 终端产品或解决方案，包括室内 CPE、室外 ODU、4G/5G BOX 和 4G/5G MiFi 等。泛 IoT 业务：面向新零售、金融支付、现代物流或共享经济等领域的大客户提供模组、终端和解决方案。

图表 2: 公司产品分为数传模组、智能模组、算力模组三大类

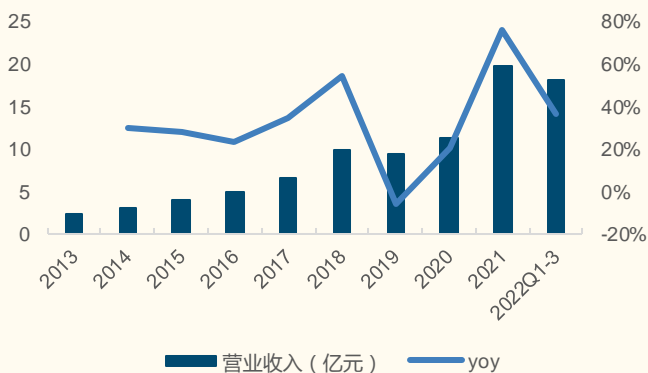
| 种类 | 数传模组 | 智能模组 | 算力模组 |
|----|---|--|---|
| 产品 |  |  |  |
| 芯片 | 5G: 高通骁龙 SDX55/X62 基带芯片 紫光展锐唐古拉 V510/V516 4G: 紫光展锐春藤 8910DM | 高通 5G SoC QCM5430 搭载 Android 11 操作系统 | 高通骁龙 800 系列 QCS8250 平台 AI 算力可达 15 Tops |
| 应用 | 4G: 工业表计、金融 POS 5G: CPE 家庭网关、AR/VR、工业路由器 | 视频记录仪、智能座舱、ADAS/DMS 辅助驾驶, 智能 POS 收银机、物流终端 | 视频会议系统、VR Camera、智能机器人 |

来源: 公司公告, 公司官网, 国金证券研究所

1.2 公司业绩稳健提升, 整体经营向好

公司营收与净利润增速维持高位。收入端, 公司受益于高景气度物联网行业对无线通信模组的需求扩大, 以及自身 5G 智能模组的差异化竞争策略, 17-21 年收入复合增速达 32.3%。22 年泛 IoT 市场增速放缓, 但公司车载模组和海外 FWA 业务增长较快, 2022 年前三季度公司实现营业收入 18.00 亿元, 同比增长 36.27%, 实现归母净利润 1.22 亿元, 同比增长 53.95%。

图表 3: 2013-2022 三季度营收及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

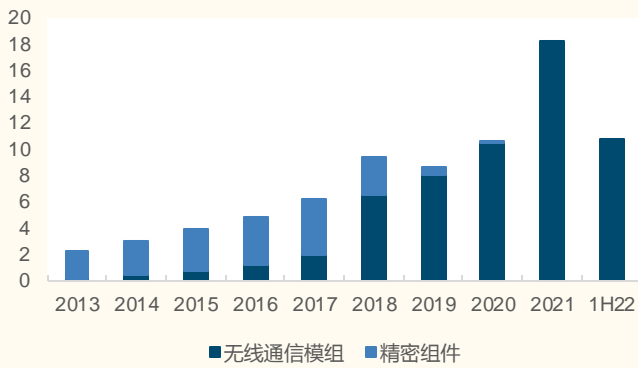
图表 4: 公司 2013-2022 三季度归母净利润及增速



来源: 公司公告, 国金证券研究所

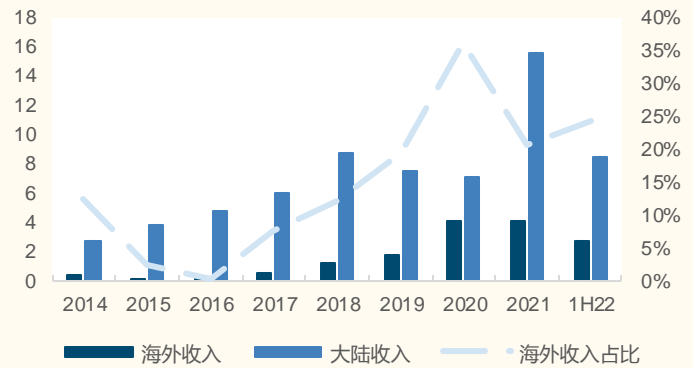
公司聚焦物联网模组赛道, 加快海外市场开拓。公司 IPO 募集资金投入“窄带物联网 (NB-IoT/eMTC) 模组与 Android 智能通信模组研发及产业化项目, 并于 2019 年出售精密组件业务, 无线通信模组成为公司核心收入来源。公司加快开拓海外市场的步伐, 针对美国、日本、欧洲、台湾等国家和地区进行重点市场开拓, 2022 上半年年海外营收 2.7 亿元, 占总营收 24%, 海外市场和海外客户比重不断上升。

图表 5: 通信模组业务是公司主要收入来源 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

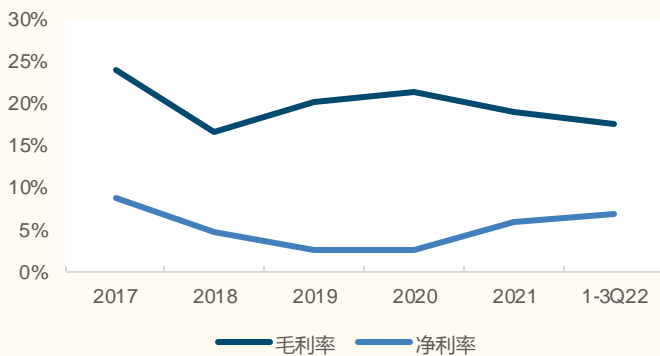
图表 6: 公司加大海外市场开拓 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

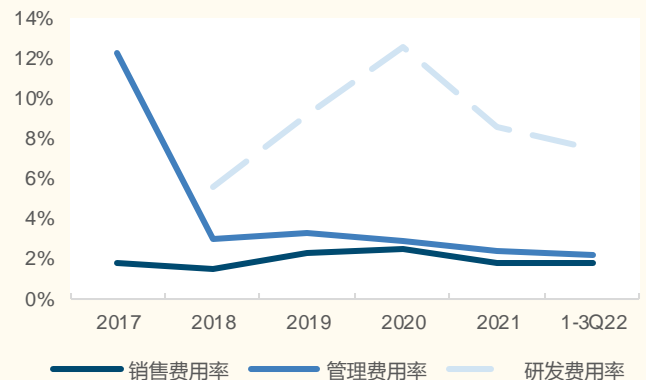
盈利能力稳中有升, 费用控制能力稳定。公司毛利率水平较为稳定, 20 年至今受上游原材料涨价影响, 毛利率有小幅下滑。2022 年前三季度毛利率 17.62%, 同比下降 1.76PP; 净利润率 6.76%, 同比增长 0.75pp, 盈利能力保持稳定增长水平。费用端, 公司销售、管理与研发费用率近两年呈现下降趋势, 体现良好的费用控制能力, 未来随着收入规模增加摊薄期间费用率, 公司盈利能力有望进一步提升。

图表 7: 公司盈利能力稳中有升



来源: wind, 国金证券研究所

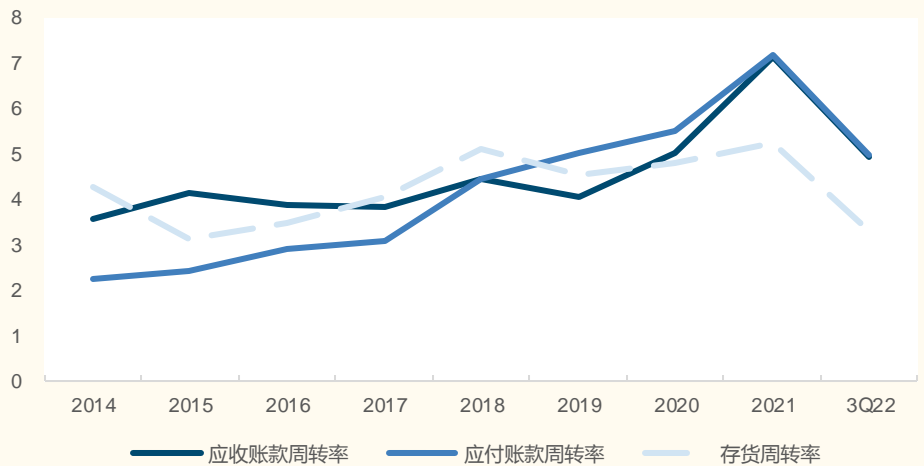
图表 8: 费用控制能力稳定, 整体费用率呈下降趋势



来源: wind, 国金证券研究所 (注: 2018 年起将研发费用从管理费用中分拆)

三大周转率上升, 整体营运能力持续向好。公司注重对存货和账款的管理, 截至 22 年三季度, 公司应收账款周转率/应付账款周转率/存货周转率分别为 4.92/4.97/3.29, 自 14 年来一直维持上行趋势, 体现公司出色的供应链管理能力和营运能力。

图表 9: 公司三大周转率上升, 营运能力向好

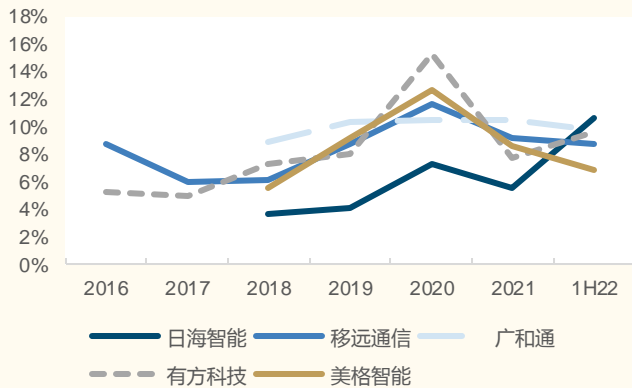


来源: wind, 国金证券研究所

1.3 研发驱动前瞻布局智能模组, 高效成本管控确保长期成长

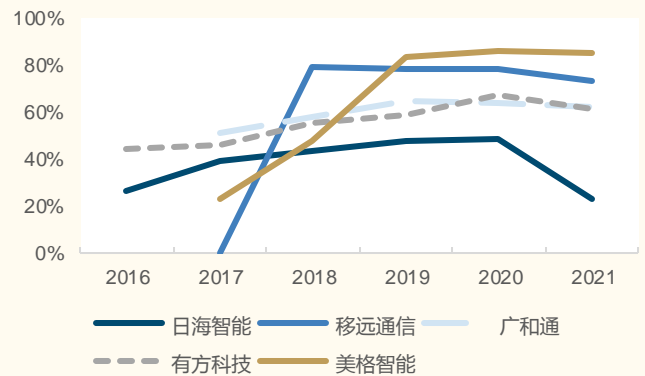
重视研发投入, 研发人数占比行业领先。1H22 公司研发支出 0.77 亿元, 研发费用率 6.8%; 研发人数占比不断提升, 2021 年研发人员达 806 人, 占公司员工人数 85% 以上, 近三年来在同行业公司保持领先水平。

图表 10: 公司研发费用率行业领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所

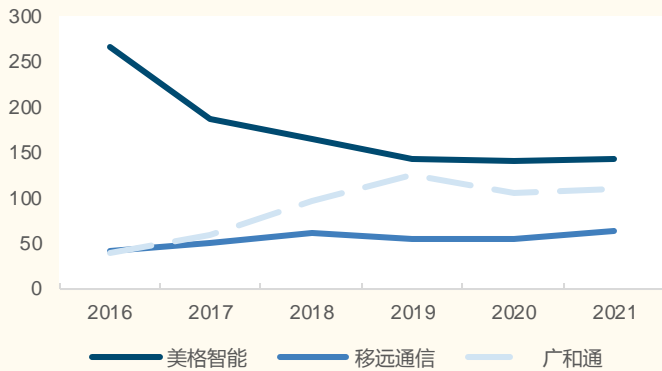
图表 11: 公司研发人员占比行业领先



来源: 公司公告, 国金证券研究所

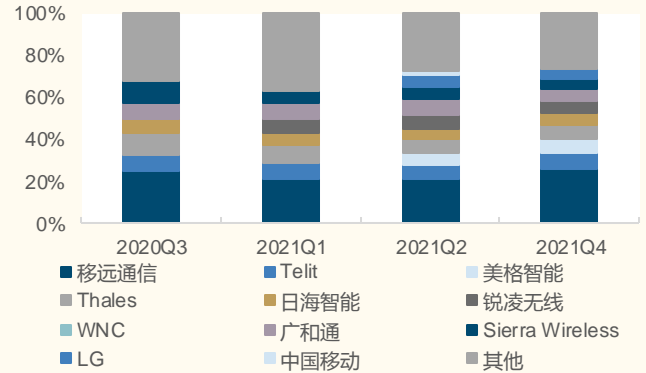
产品定位高端智能模组打开市场, 跻身全球模组厂商 TOP3。公司积极把握物联网行业数字化和智能化趋势, 深耕智能模组产品研发, 在 2020 年全球首发基于高通骁龙 690 平台的 5G 智能 AI 模组。目前已经形成了面向新零售、金融支付、智能网联车等领域的完整智能模组产品序列。公司模组产品 ASP 高于主要竞争对手, 以智能化+定制化作为竞争点打开市场, 16-21 年模组收入/出货量复合增速分别达 118%/133%。根据 Counterpoint 数据, 按销售额来看, 公司在 4Q21 全球模组厂商收入市场份额达到 6.6%, 位列第三。

图表 12: 公司模组产品 ASP 高于竞争对手 (元/片)



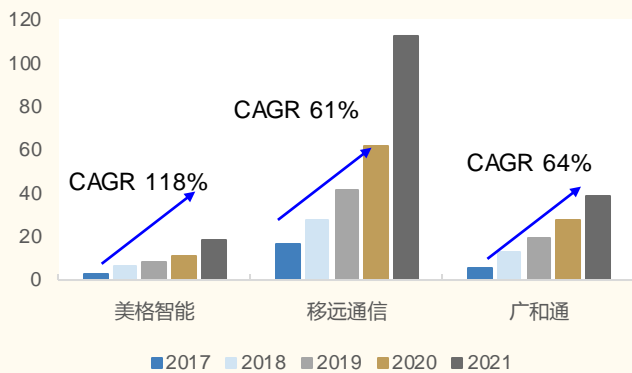
来源: 各公司年报, 各公司招股说明书, 国金证券研究所

图表 13: 公司在全球市场份额提升 (按收入)



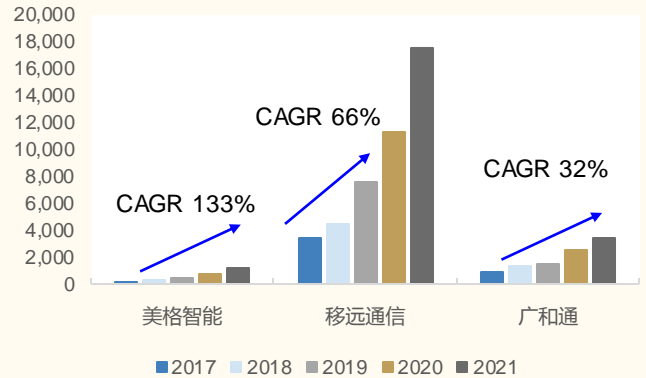
来源: counterpoint, 国金证券研究所

图表 14: 公司模组业务收入增长较快 (亿元)



来源: 各公司年报, 各公司招股说明书, 国金证券研究所

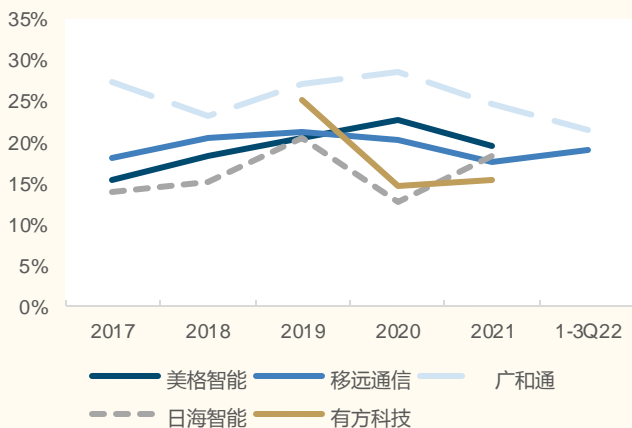
图表 15: 公司模组出货量增速较快 (万片)



来源: 各公司年报, 各公司招股说明书, 国金证券研究所

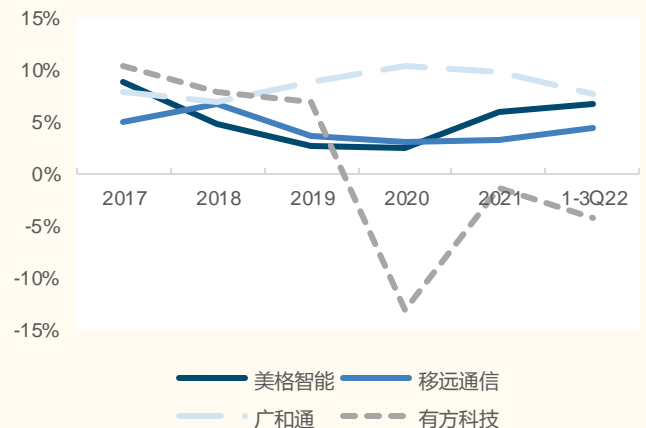
公司具备出色的获利能力和高效成本管控能力。公司管理层注重成本管理, 分项目对成本进行准确分析, 模组业务毛利率与整体净利润率水平行业领先。

图表 16: 公司模组业务毛利率处于行业领先



来源: wind, 国金证券研究所

图表 17: 公司盈利能力较好, 净利润率逐步回升



来源: wind, 国金证券研究所

募集资金建设 5G+AIoT 项目项目, 增强技术产业化转变能力。22 年 3 月 21 日, 公司非公开发行股票申请获证监会批复, 批文有效期 12 个月, 核准公司非公开发行股票不超过 5534 万股 (调整后为 7183 万股)。公司计划募集资金 6 亿元用于 5G+AIoT 模组及解决方案产业化项目, 项目建设周期两年, 预计达产后

年新增收入 5.7 亿元，新增利润 0.7 亿元。

图表 18: 公司募集资金用于 5G+AIoT 模组产业化项目和研发中心项目建设

| 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 应用方向 |
|----------------------|-------------|---|
| 5G+AIoT 模组及解决方案产业化项目 | 44,589.20 | 车载模组、新零售领域智能模组定制化解决方案 |
| 研发中心建设项目 | 7,368.20 | 5G 毫米波产品研发 (模块、ODU、工业盒子) 毫米波终端天线性能测试、5G 硬件射频系统测试 |
| 补充流动资金 | 15,000.00 | - |
| 合计 | 66,957.40 | - |

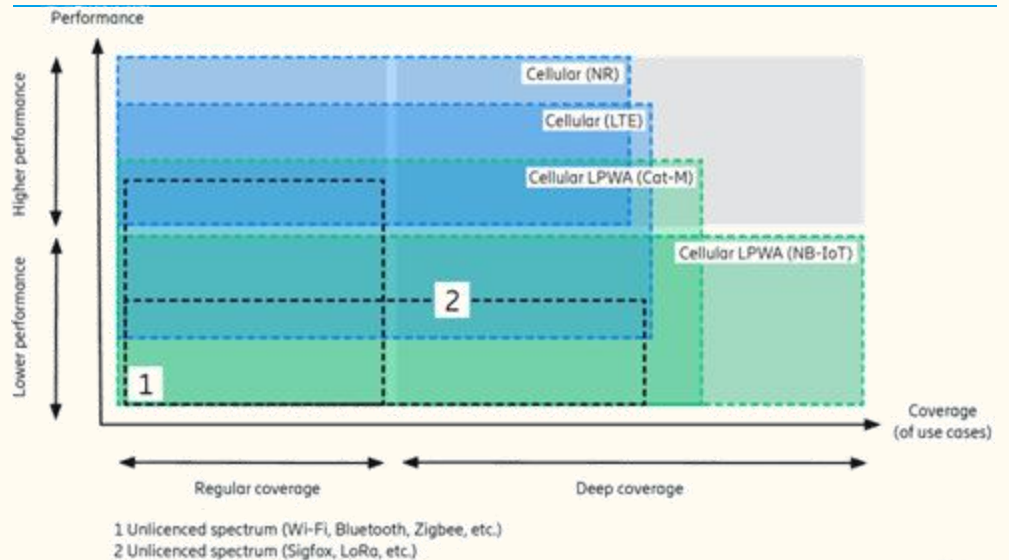
来源: 公司公告, 国金证券研究所

二、万物智联时代到来, 模组迎通信制式与智能化升级

2.1 物联网模组走向低时延 5G 与低功耗 LPWAN 制式

无线通信模组主要包括蜂窝和非蜂窝类, 可搭载多种无线通信技术。无线通信模组是将芯片、存储器和功放器件等集成于一块电路板并提供标准接口的功能模组, 主要位于物联网产业链中的感知网络层, 为设备提供网络连接和信息传输功能, 具有不可替代性。按模组搭载基带芯片支持的通信协议, 无线模组可划分为定位模组和通信模组, 其中定位模组包括 GNSS 和 GPS 模组, 通信模组包括蜂窝类 (2/3/4/5G、NB-IoT、eMTC 等) 和非蜂窝类模组 (SigFox/LoRa 等); 除按照通信协议划分外, 低功耗模组 (NB-IoT/eMTC/SigFox/LoRa) 还被归类于低功率广域无线通信模组 (LPWA)。不同的无线通信技术适用的物联网终端应用场景不同, 而无线通信模组可搭载多种无线通信技术, 支持更多的场景应用。

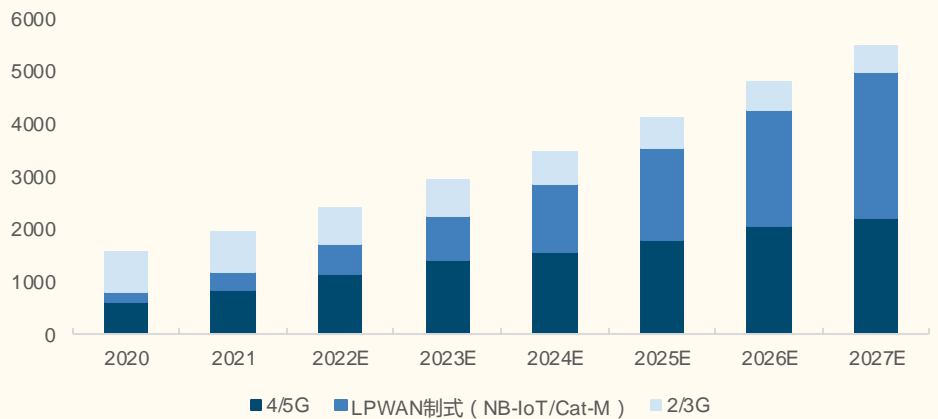
图表 19: 无线通信技术分类



来源: Ericsson, 国金证券研究所

5G 连接数提升带动模组放量。物联网通信技术将呈现: 高宽带、高速率、低时延领域向 4/5G 升级, 低宽带、低功耗、低成本领域向 LTE Cat/NB-IoT 等 LPWAN 制式转变。据爱立信预计, 到 2027 年全球物联网连接设备将达到 55 亿台, 其中 4G/5G 物联网连接设备将达到 22 亿台, NB-IoT/Cat-M 物联网连接设备将达到 28 亿台。

图表 20: 不同类别和技术的蜂窝物联网连接数量累计 (百万)

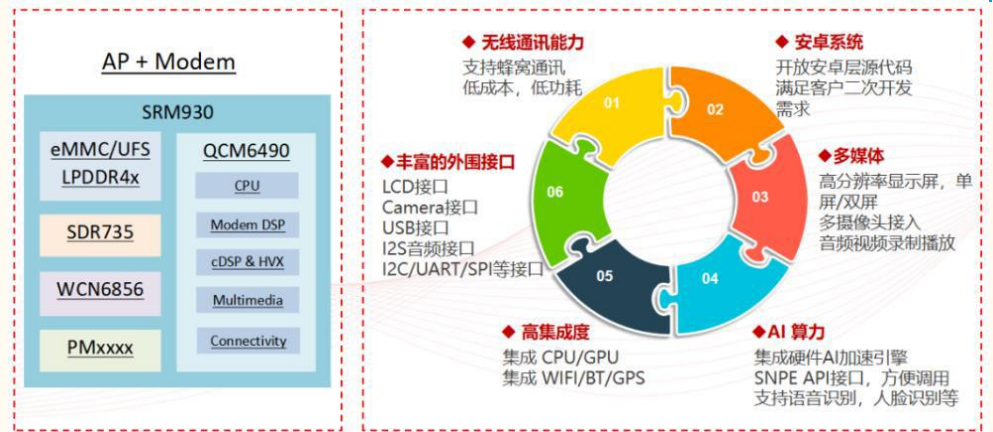


来源: 爱立信移动市场报告 2022, 国金证券研究所

2.2 智能模组自带算力算法, 缩短终端厂商开发周期

智能模组高集成度+低成本, 可替代原有“AP+Modem”方案。相较于传统的 AP+Modem 搭配方式, 智能模组的尺寸更小, 价格更有优势, 能够减少终端厂商开发周期与成本。智能模组具备通信模组特性, 支持广域网接入。同时, 自带 Android、HarmonyOS 等操作系统和 CPU、GPU 算力 SoC, 同时具备蜂窝无线通信、操作系统、智能计算三大功能。智能模组拥有丰富接口, 可扩展复杂外设, 方便终端厂商外扩传感器、NFC、扫码、指纹识别等设备。

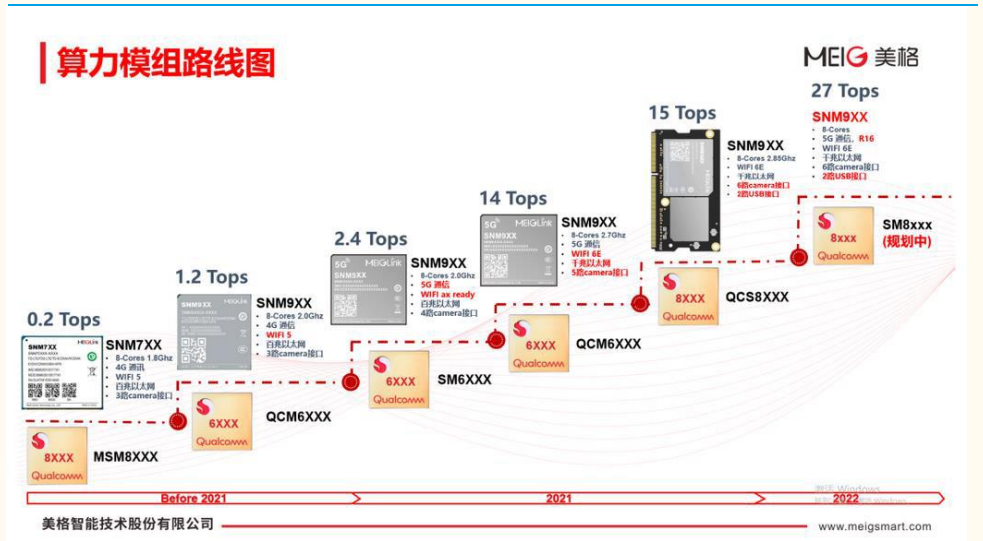
图表 21: 智能模组自带操作系统与 SoC, 兼具通信与计算功能



来源: 公司官网, 国金证券研究所

公司智能模组产品力不断跃迁引领车载产品进入摩尔定律时代。2020 年, 美格智能首次推出了 SRM900, 开拓了针对智能座舱一芯多屏的 5G 解决方案。2021 年, 推出的 SRM930 5G 高算力智能模组, 搭载高通 6 490 芯片, 支持多核 AI 引擎。可以实现“一芯多屏、多屏触控、多屏联动”, 可以支持高分辨率显示及 3D 渲染 可以接入多路摄像头信号, 能够实现倒车影像快速显示以及 360 环视拼接等应用综合 AI 算力可达 14TOPS, 较 SRM900 提升了 5 倍, 可以满足驾驶员行为检测, 车道车距确认, 交通标志及行人、障碍物识别的算力要求。

图表 22: 公司算力模组路线图



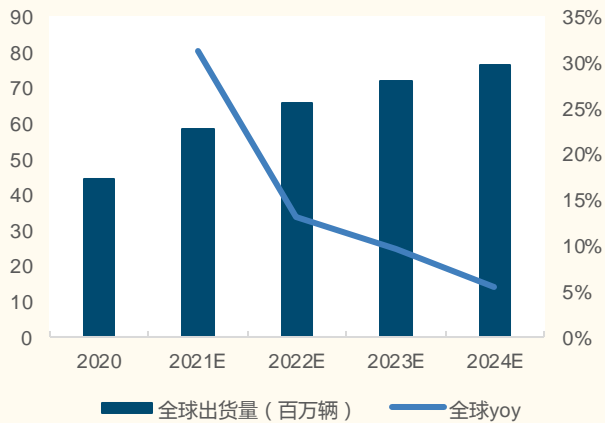
来源: 公司官网, 国金证券研究所

三、车载模组+FWA+泛 IoT 三驾马车, 引领公司未来成长

3.1 5G 车载智能模组具备先发优势, 与头部车企绑定

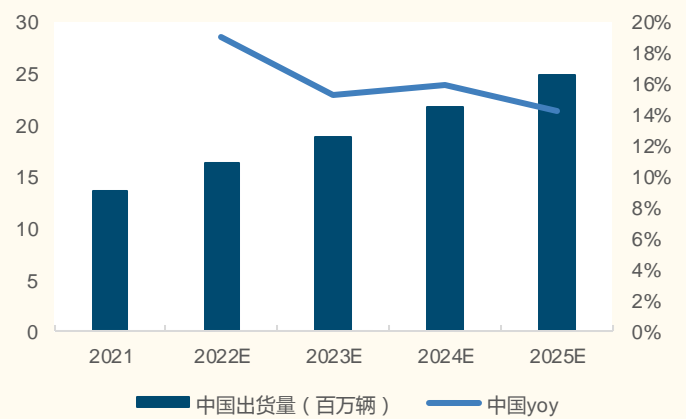
汽车网联化和智能化是汽车未来长期发展趋势, 正处于技术快速演进、产业加速布局的商业化阶段。智能网联汽车搭载车载传感器、控制器和执行器, 融合现代通信与网络技术, 实现 V2X 信息交换, 具备环境感知、智能决策、协同控制和执行等功能。据 IDC 数据, 21 年中国/全球智能网联汽车出货量分别为 1370 和 5830 万辆, 预计 24 年将达 2180/7620 万辆, 全球出货的新车中超过 71% 将搭载智能网联系统。

图表 23: 全球智能网联汽车出货量



来源: IDC, 国金证券研究所

图表 24: 中国智能网联汽车出货量



来源: IDC, 国金证券研究所

跨域集中趋势下, 集成信息传输与座舱娱乐功能的智能模组有望取代传统数传模组。传统的车载数传模组布置在 T-Box 中, 主要进行无线通信功能, 集成芯片包括基带芯片、存储芯片和射频芯片等。智能模组集成 SoC 和基带芯片, 自带操作系统和算力, 兼具智能座舱中娱乐、导航等多种功能, 模块化产品集成度高, 缩短下游车企开发周期, 有望成为智能座舱核心产品, 带来模组产品价值量提升。

图表 25: 智能模组 Vs 传统数传模组

| | 传统数传模组 | 智能模组 |
|------|-----------------|----------------|
| 集成芯片 | 基带芯片、存储芯片、射频芯片等 | SoC 芯片、基带芯片等 |
| 无线通信 | ✓ (2/3/4/5G 等) | ✓ (2/3/4/5G 等) |
| 操作系统 | × | ✓ (安卓、鸿蒙等) |
| 算法算力 | × | ✓ (CPU/GPU) |

来源: 公司官网, 国金证券研究所/注:

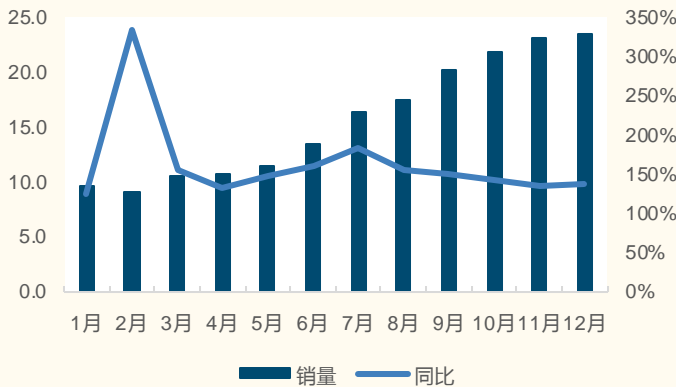
图表 26: 车载模组单车价值量

| 产品 | 单车价值量 (元) |
|--------------------------------------|-----------|
| T-Box (含 4G 模组) | 500-600 |
| 4G-V2X/5G/5G-V2X | 1000-2000 |
| 一体化集成 T-Box (含 5G、V2X、GNSS 定位和 WiFi) | 2000+ |
| 5G 智能模组 | 1000+ |

来源: 佐思汽研, 国金证券研究所

公司产品覆盖比亚迪 DiLink4.0 和 5.0 平台, 未来客户搭载车型价值量增长带动公司智能模组量价齐升。比亚迪 22 年汽车累计销售达 186.85 万辆, 同比增长 152.5%。公司的 5G 智能模组已在比亚迪 DiLink4.0 和 DiLink5.0 平台大规模量产, 其中 DiLink 4.0 于 2021 年 8 月首发, 覆盖汉、唐、宋、驱逐舰 05 和海豹车型, DiLink5.0 平台覆盖腾势 D9。

图表 27: 比亚迪 2022 年销量实现翻倍增长(万辆)



来源: 比亚迪公告, 国金证券研究所/注:

图表 28: 公司智能模组配套车型配置程度与销量

| 平台 | 车型 | 配置 | 21 年销量 | 22 年销量 |
|-----------|--------|----|--------|--------|
| Dilink4.0 | 汉 | 标配 | 11.77 | 27.4 |
| | 海豹 | 标配 | - | 5.1 |
| | 唐 | 选配 | 5.2 | 15 |
| | 宋 | 选配 | 20.2 | 47.8 |
| | 驱逐舰 05 | 选配 | - | 6.2 |
| Dilink5.0 | 腾势 D9 | 标配 | - | 0.98 |

来源: 公司公告, 比亚迪公告, 国金证券研究所

公司在车载智能模组细分赛道占据先发优势, 车载前装业务有待进一步发展。目前国内开展车载通信模组业务的公司主要包括移远通信、广和通和公司等。其中移远通信主要以传统数传模组为主要业务, 模组品类和制式覆盖全面, 主要以两轮车智能化终端产品为主, 下游客户主要涉及大部分新能源车厂和部分传统整车, 经销和直销方式并重; 广和通自从 2020 年收购 Sierra Wireless 全球车载前装通信模块业务以来, 成长速度较快, 下游客户主要包括锐凌无线 LG、大众集团、吉利、比亚迪等; 公司的车载智能模组主要应用于比亚迪“汉”、“唐”等车型, 目前在智能模组细分赛道占据先发优势, 但在整体车载业务中前装业务占比最少, 预计未来随着自动驾驶和 ADAS 领域的智能模组需求上升, 该业务还将得到进一步发展。

图表 29: 公司车载产品主要为智能模组, 在细分赛道具备先发优势

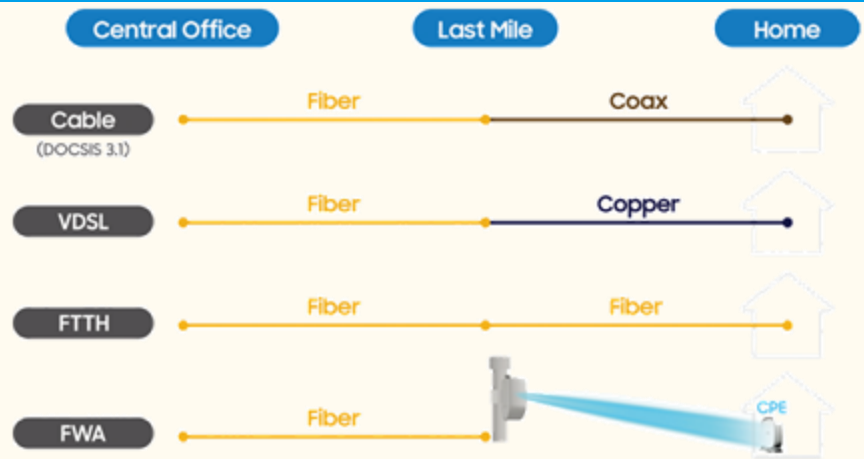
| | 2021 营收 /yoy | 2021 归母净利润 /yoy | 产品结构 | 5G 智能模组发布 | 下游客户 | 销售方式 | 自有产线情况 |
|------|--------------|-----------------|----------------------------|---------------------|----------------------|-----------|-------------------|
| 移远通信 | 112.6/84% | 3.6/89% | 数传模组为主, 全品类+全制式“模组超市” | 2021.2 发布 SG500Q-CN | 覆盖大部分新能源车厂和部分传统整车 | 经销、直销并重 | 合肥智能制造中心+常州智能制造中心 |
| 广和通 | 41.1/50% | 4.0/42% | 数传模组+智能模组, 深耕 POS 模组、PC 模组 | 2021.2 月发布 SC168 | 锐凌无线 LG、大众集团、吉利、比亚迪等 | 直销为主、经销为辅 | 委外加工为主 |
| 美格智能 | 19.7/76% | 1.2/331% | 智能模组为主 | 2020 年发布首款 5G 智能模组 | 比亚迪+其他垂直领域玩家 | 直销为主、经销为辅 | 委外加工为主 |

来源: 各公司官网, 国金证券研究所

3.2 5G 催生海外 FWA 需求，国内厂商填补华为市场空缺

5G 催生 FWA 发展新机遇，大规模商业化未来可期。FWA（固定无线接入）是指两个固定位置之间的无线互联网连接。一方面，传统的有线网络连接（电缆/电线/光纤等）在前期建设及后期维护上成本较高，而 FWA 则不仅可免去前期部署的诸多环节，还可以基于现有的网络基础设施来提供服务，据三星测算，相比在典型城市区域铺设光纤，使用 FWA 的成本最高可降低 40%。另一方面，FWA 可为由于位置和许可等造成有线网络覆盖不到的地区和客户提供服务，用于替代光纤接入最后一公里，为运营商带来增量性收入。FWA 在 3/4G 时代已经成熟，5G 技术进一步赋予无线技术大带宽高容量的能力，5G FWA 符合“第三代合作伙伴计划”（3GPP）等行业标准，加上疫情催生家庭对 FWA 的需求高涨，FWA 大规模商业化未来可期。

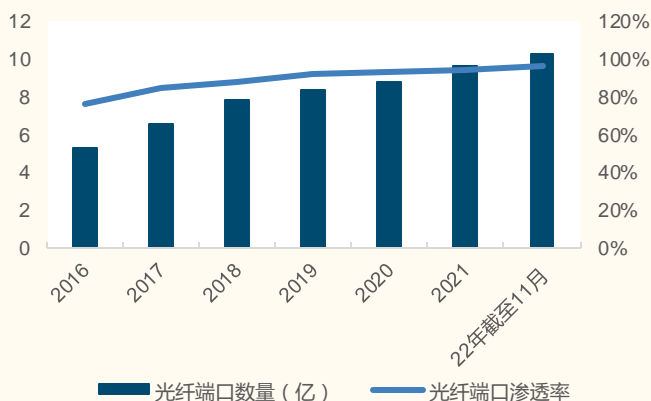
图表 30: FWA 与其他连接方式的比较



来源: Samsung, 国金证券研究所

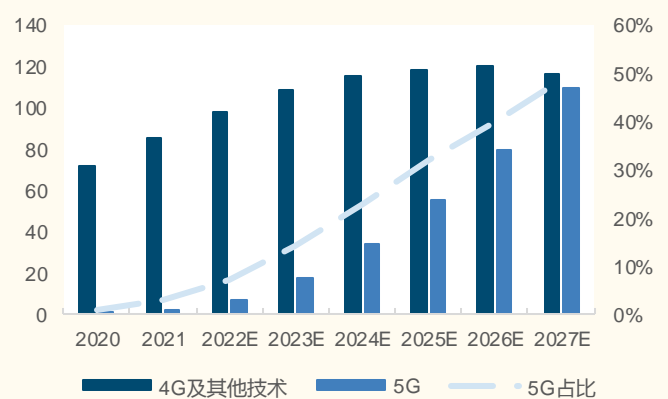
海外光纤覆盖率低，5G FWA 应用空间广阔。截至 2022 年 11 月底，我国光纤接入（FTTH/O）端口达到 10.19 亿个，光纤入户覆盖率达到 95.7%，但海外只有三分之一的家庭能够接入固定宽带。海外 5G 网络逐步完善，运营商推动 FWA 完善。据 Ericsson 统计，截至 2022 年 4 月，全球 77%（238 家）的运营商已提供 FWA 服务，其中 75 家可提供 5G FWA 服务，北美地区 60% 的运营商可提供 5G FWA 服务。据 Statista 数据，21 年 FWA 连接数约 8774 万，其中 5G FWA 占比 3%，预计 27 年全球 FWA 连接数将达 1.16 亿，5G 占比超 48%，21-27 年 5G FWA 连接数复合增长率达 86%。

图表 31: 我国光纤覆盖率达 95%



来源: 工信部, 国金证券研究所

图表 32: 全球 5G FWA 连接数及占比提升 (百万)



来源: Statista, 国金证券研究所

海外运营商扩展 FWA 客户，全球 5G CPE 出货量有望维持高增。根据 GSA 调查数据显示，受 21 年供应链短缺与 20 年高基数影响，2021 年 CPE 总出货量 2270 万台，同比下降 25%。但 2021 年 5G CPE 设备出货量达到 360 万台，

同比增速 162%。T-Mobile 在 3Q22 新增 FWA 用户 57.8 万名，累计达 200 万名，预计到 2025 年将增加至 700 万-800 万用户。我们认为，海外运营商仍在扩大 FWA 服务范围，补充光纤覆盖不足，预计 2022 年出货量将增至 760 万台，增幅将达 114%，未来也有望保持较高增速。

图表 33: 5G CPE 设备出货量维持高增 (百万台)

| | 4G 设备 | 5G 设备 | 合计 |
|-------|-------|-------|------|
| 2020 | 28.8 | 1.4 | 30.2 |
| 2021 | 19.1 | 3.6 | 22.7 |
| yoy | -34% | 162% | -25% |
| 2022E | 21.8 | 7.6 | 29.5 |
| yoy | 14% | 114% | 30% |

来源: GSA, 国金证券研究所

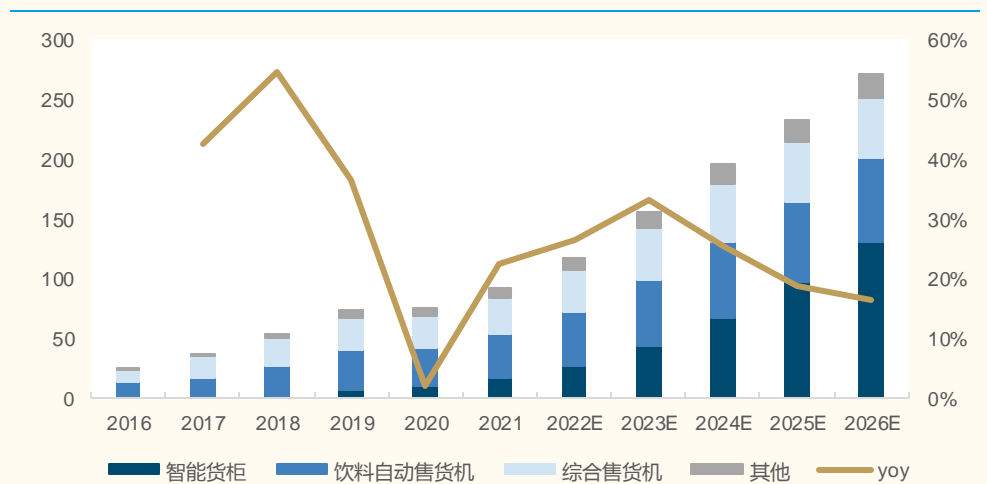
公司 2014 年起进入华为供应商体系，为华为提供 CPE 解决方案，并形成了丰富的 FWA 终端产品序列。华为过去占据近半数市场份额，但在 20 年受美国制裁，导致芯片采购与产品出海受阻，市场竞争力下降，市场份额逐渐转向中兴通讯、OPPO 与公司等国内 CPE 厂商。2019 年起，公司基于高通 X55、X62、X65 等多个平台推出不同行业应用的 5G FWA 行业解决方案，2021 年以第一候选人中标中国联通 5G FWA 智能终端项目。

3.3 以新零售+移动支付为代表的泛 IoT 智能终端应用广泛

公司基于智能模组边缘算力优势布局泛连接赛道，提供软硬件一体的 AI 智慧零售解决方案，主要包括自助售卖机、刷脸支付、智能 POS 机和 5G 工业 PDA 解决方案。

国内自助售货机市场 22-26E 预计年复合 24% 左右，同发达国家比存量仍较小。据 Frost&Sullivan 数据，预计 26 年国内自助售货机将升至 270.61 万台，22-26 年复合增长率约 24%。据中商产业研究院数据，2021 年，美国平均每 46 人就拥有一台自动售货机，日本是每 50 人一台，欧洲是每 164 人一台，而我国则是每 1429 人一台。与美国等发达国家相比，我国自助售货机存量较小，国内自助售货机市场存在较大的增长空间。

图表 34: 中国自助售货机数量明细 (万台)

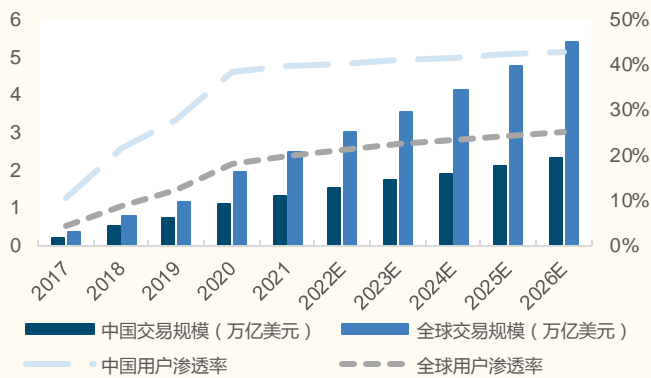


来源: Frost&Sullivan, 国金证券研究所

移动 POS 支付交易规模 17-21 年复合超 60%，带动智能 POS 机需求提升。线下扫码支付，NFC 支付的不断普及促使移动支付交易规模不断扩大，据 Statista 数据显示，中国/全球移动 POS 支付交易规模从 17 年的 0.2/0.33 万亿美元提升至 2021 年的 1.33/2.48 万亿美元。国内移动 POS 支付渗透率从 2017 年的 10.3% 升至 2021 年的 39.5%，全球则从 17 年的 4.1% 升至 21 年的 19.8%。随着二维码支付的普及，智能移动支付终端的数量呈现出井喷式的发

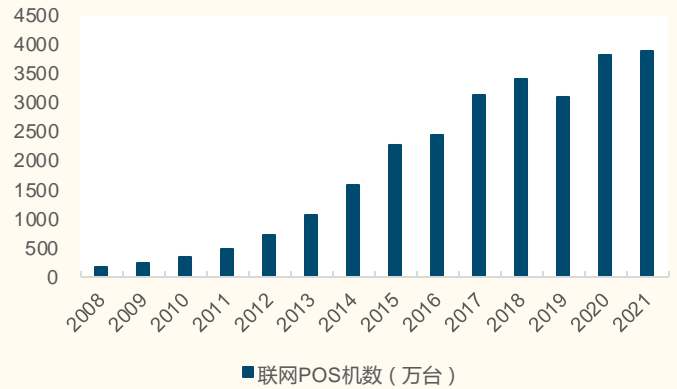
展，据中国人民银行数据，我国联网 POS 机保有量从 98 年的 185 万台上升至 21 年的 3894 万台，08-21 年复合增长率为 26.44%。预计未来随着移动支付的发展，国内联网 POS 机需求还将进一步扩大。

图表 35: 移动 POS 支付交易规模及用户渗透率



来源: Statista, 国金证券研究所

图表 36: 中国联网 POS 机保有量



来源: wind, 中国人民银行, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测核心假设

我们预计公司 22-24 年营收 26.4、37.4、53.4 亿元，同比增速分别为 34.2%、41.6%、42.8%。模组产品上游主要为基带芯片、射频芯片和存储芯片，合计占比超七成。公司向海外厂商采购上游材料，22 年受汇率波动影响毛利率有所承压，后续随着上游原材料价格回落及汇率趋稳，毛利率小幅提升，预计 22-24 年毛利率分别为 18.2%、19.1%、19.9%。

无线模组及解决方案：公司 21 年实现无线模组实现收入 18.19 亿元，同比增长 73%，泛 IoT、FWA 和车载模组三大场景收入占比约为 6:3:1。公司 21 年模组产品出货量达 1277 万片，较 20 年 749 万片提升 70.5%；5G 智能模组占比增加，带动公司产品单价由 20 年的 140.42 元/片小幅提升至 21 年 142.5 元/片，预计公司 22-24 年无线模组及终端销量分别为 1597、2092、2753 万片，5G 智能模组出货量占比提升带动公司 ASP 提升至 154/168/184 元/片。具体来看：

- 1) 泛 IoT 业务在 22 年下游需求有所减弱，公司积极布局新零售、移动支付、工业 PDA 等智能终端场景，其中高价智能模组产品出货量占比增加，带动 ASP 提升，预计 22-24 年收入 11.8/14.3/16.9 亿元，同比增速分别为 8.0%/21.5%/18.2%。
- 2) FWA 业务受益于海外市场旺盛需求，以及华为市场份额释放，未来产品出货量有望维持高速增长，整体单价保持稳定。我们预计 22-24 年 FWA 业务实现收入 7.7/11.4/16.7 亿元，同比增速分别为 48.9%/47.7%/46.6%。
- 3) 车载业务主要为比亚迪搭载 DiLink4.0 和 5.0 系统的汉、唐、海豹、腾势 D9 车型提供 5G 智能模组，均价在千元左右，也为其他车型配套部分价值量较低的数传模组，随相关车型放量以及后续 5G 搭载率增加，公司智能模组出货量迎来快速提升。此外公司智能模组逐渐获得市场认可，开始为多家 tier1 与主机厂提供后装业务。结合下游客户销量，我们预计公司 22-24 年车载模组收入 5.1/9.6/17.2 亿元，同比增速分别为 144.8%/86.1%/80.2%。

图表 37: 公司收入预测 (百万元)

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 932.8 | 1120.8 | 1969.1 | 2643.0 | 3742.3 | 5342.7 |
| yoy | 0.0% | 20.2% | 75.7% | 34.2% | 41.6% | 42.8% |
| 无线模组收入 | 795.6 | 1051.6 | 1819.2 | 2463.6 | 3527.0 | 5084.4 |

| | | | | | | |
|----------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| yoy | 0.0% | 32.2% | 73.0% | 35.4% | 43.2% | 44.2% |
| 泛 IoT 收入 | | | 1091.5 | 1179.1 | 1432.4 | 1692.6 |
| yoy | | | | 8.0% | 21.5% | 18.2% |
| FWA 收入 | | | 517.9 | 770.9 | 1138.8 | 1669.2 |
| yoy | | | | 48.9% | 47.7% | 46.6% |
| 车载模组收入 | | | 209.8 | 513.6 | 955.8 | 1722.6 |
| yoy | | | | 144.8% | 86.1% | 80.2% |
| 其他收入 | 137.3 | 69.3 | 149.9 | 179.4 | 215.3 | 258.3 |
| yoy | | -49.5% | 116.4% | 19.7% | 20.0% | 20.0% |

来源：wind，公司公告，国金证券研究所

公司主要成本是直接材料采购，22 年受汇率波动影响，直接材料成本占收入比提升，毛利率有所承压，后续随着上游原材料价格回落及汇率趋稳，毛利率有望小幅提升。同时随着大客户产品放量，公司规模化能力提升，人工费用成本有望摊薄。我们预计 22-24 年公司无线模组业务毛利率为 18.6%/19.5%/20.3%，整体毛利率为 18.2%/19.1%/19.9%。

图表 38：公司主营业务成本构成及毛利率预测（亿元）

| | 2020 年 | 2021 年 | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 综合毛利率 | 21.31% | 18.87% | 18.2% | 19.1% | 19.9% |
| 无线模组业务 | | | | | |
| 直接材料 | 7.16 | 13.11 | 17.98 | 25.47 | 36.35 |
| 占收比 | 68.1% | 72.1% | 73.0% | 72.2% | 71.5% |
| 直接人工 | 0.39 | 0.51 | 0.64 | 0.85 | 1.12 |
| 占收比 | 3.7% | 2.8% | 2.6% | 2.4% | 2.2% |
| 委外加工费 | 0.47 | 0.89 | 1.23 | 1.80 | 2.64 |
| 占收比 | 4.5% | 4.9% | 5.0% | 5.1% | 5.2% |
| 其他费用 | 0.09 | 0.15 | 0.20 | 0.28 | 0.41 |
| 占收比 | 0.9% | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 毛利率 | 22.8% | 19.4% | 18.6% | 19.5% | 20.3% |
| 其他业务 | | | | | |
| 毛利率 | 4.1% | 12.0% | 12.0% | 12.5% | 13.0% |

来源：公司年报，国金证券研究所

整体费用率在规模效应带动下将保持稳定。销售费用方面，随着公司客户群体规模不断扩大，品质和粘性不断增强，客户结构更加稳固健康，销售费用率将保持小幅上升趋势，预计 22-24 年为 1.8%/1.9%/1.9%。随着持续推动精细化管理和信息化管理，持续降本增效，预计 22-24 年公司管理费用率保持在 2.1%/2.0%/1.9%。公司坚持通过自主研发来保持技术领先性，预计未来研发投入还将进一步上升，预计公司 22-24 年研发费用率为 7.2%/7.1%/7.0%。22-24 年三大费用率合计为 11.1%/11.0%/10.8%。

综上，我们预计公司 22-24 年归母净利润 1.68/2.70/4.32 亿元，同比增速分别为 42.62%/60.32%/60.07%，对应 EPS 为 0.70/1.13/1.80 元。

4.2 估值与投资建议

我们选取移远通信、广和通、移为通信作为可比公司，考虑到公司智能模组具备前瞻性和技术领先性，可在多垂直行业提供定制化解决方案，有望成长为提供“一站式”服务的平台型物联网厂商。给予公司 2023 年 0.6 倍 PEG，对应 PE 36 倍；目标市值 97 亿元，对应目标价位 41 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 39: 可比公司 PEG 估值

| 股票代码 | 股票名称 | 当前股价对 应 23 年 PE | 归母净利润增速 | | | | | PEG | | | | |
|-----------|------|--------------------|---------|--------|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| | | | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E | 20A | 21A | 22E | 23E | 24E |
| 603236.SH | 移远通信 | 18.02 | 27.7% | 89.4% | 96.4% | 60.4% | 42.7% | 0.65 | 0.20 | 0.19 | 0.30 | 0.42 |
| 300638.SZ | 广和通 | 21.39 | 66.8% | 41.5% | 11.0% | 29.4% | 32.5% | 0.32 | 0.52 | 1.94 | 0.73 | 0.66 |
| 300590.SZ | 移为通信 | 15.38 | -44.3% | 71.9% | 46.8% | 33.7% | 34.1% | - | 0.21 | 0.33 | 0.46 | 0.45 |
| | 平均值 | 18.27 | | | | | | 0.49 | 0.31 | 0.82 | 0.49 | 0.51 |
| | 中位数 | 18.02 | | | | | | 0.49 | 0.21 | 0.33 | 0.46 | 0.45 |
| 002881.SZ | 美格智能 | 25.43 | 12.2% | 330.5% | 42.6% | 60.3% | 60.1% | 2.08 | 0.08 | 0.60 | 0.42 | 0.42 |

来源: wind, 国金证券研究所 (选取 2023 年 1 月 6 日作为估价基准日; 此处可比公司业绩选取国金证券研究所预测数据)

五、风险提示

市场竞争加剧风险。物联网行业景气度较高, 将吸引更多的竞争者进入, 导致市场竞争加剧。若公司竞争对手以更低的价格提供产品和服务, 导致公司价格、毛利率下降, 则会对公司整体经营产生不利影响。

上游芯片短缺风险。模组上游原材料主要为基带芯片、射频芯片等, 若上游元器件短缺造成价格上涨, 则会对公司业绩产生不利影响。

信用减值损失较高风险。公司 2019-2021 年信用减值损失分别为 0.23/0.31/0.38 亿元, 若保持长期保持较高水平, 则会对公司经营利润产生不利影响。

实控人股权质押较高风险。公司实控人股权质押数量占持股总数 37.08%, 存在股权质押较高风险。

限售股解禁风险。公司 2022 年 9 月有 103.19 万股权激励限售股解禁, 存在限售股解禁风险。

汇兑损失及贸易摩擦风险。公司 1H22 海外收入占比达 24%, 如果汇率波动较大或产生贸易摩擦, 可能会给公司带来损失。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 主营业务收入 | 933 | 1,121 | 1,969 | 2,643 | 3,742 | 5,343 | 货币资金 | 156 | 218 | 191 | 246 | 344 | 486 |
| 增长率 | | 20.2% | 75.7% | 34.2% | 41.6% | 42.8% | 应收账款 | 270 | 265 | 357 | 461 | 640 | 914 |
| 主营业务成本 | -746 | -882 | -1,598 | -2,163 | -3,028 | -4,277 | 存货 | 152 | 216 | 396 | 528 | 739 | 1,044 |
| %销售收入 | 80.0% | 78.7% | 81.1% | 81.8% | 80.9% | 80.1% | 其他流动资产 | 118 | 115 | 263 | 322 | 354 | 377 |
| 毛利 | 187 | 239 | 372 | 480 | 715 | 1,066 | 流动资产 | 696 | 813 | 1,207 | 1,556 | 2,078 | 2,821 |
| %销售收入 | 20.0% | 21.3% | 18.9% | 18.2% | 19.1% | 19.9% | %总资产 | 88.7% | 83.0% | 80.3% | 81.6% | 81.9% | 83.2% |
| 营业税金及附加 | -4 | -5 | -5 | -6 | -7 | -10 | 长期投资 | 24 | 80 | 135 | 227 | 319 | 411 |
| %销售收入 | 0.4% | 0.4% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 固定资产 | 16 | 21 | 26 | 30 | 36 | 44 |
| 销售费用 | -21 | -28 | -35 | -48 | -71 | -102 | %总资产 | 2.1% | 2.1% | 1.7% | 1.6% | 1.4% | 1.3% |
| %销售收入 | 2.3% | 2.5% | 1.8% | 1.8% | 1.9% | 1.9% | 无形资产 | 28 | 34 | 50 | 67 | 83 | 97 |
| 管理费用 | -30 | -32 | -46 | -56 | -75 | -102 | 非流动资产 | 89 | 166 | 296 | 351 | 458 | 571 |
| %销售收入 | 3.2% | 2.9% | 2.3% | 2.1% | 2.0% | 1.9% | %总资产 | 11.3% | 17.0% | 19.7% | 18.4% | 18.1% | 16.8% |
| 研发费用 | -85 | -141 | -169 | -190 | -266 | -374 | 资产总计 | 785 | 979 | 1,503 | 1,907 | 2,537 | 3,392 |
| %销售收入 | 9.1% | 12.6% | 8.6% | 7.2% | 7.1% | 7.0% | 短期借款 | 15 | 20 | 306 | 400 | 563 | 730 |
| 息税前利润 (EBIT) | 47 | 33 | 117 | 181 | 296 | 479 | 应付款项 | 157 | 295 | 333 | 528 | 739 | 1,044 |
| %销售收入 | 5.0% | 2.9% | 5.9% | 6.8% | 7.9% | 9.0% | 其他流动负债 | 61 | 79 | 135 | 114 | 164 | 238 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -19 | -17 | -24 | -33 | 流动负债 | 233 | 395 | 774 | 1,042 | 1,466 | 2,013 |
| %销售收入 | 0.1% | 0.1% | 0.9% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 长期贷款 | 0 | 0 | 0 | 50 | 100 | 150 |
| 资产减值损失 | -28 | -37 | -46 | -27 | -23 | -21 | 其他长期负债 | 3 | 2 | 37 | 9 | 2 | 2 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 40 | 20 | 15 | 10 | 负债 | 236 | 397 | 811 | 1,101 | 1,568 | 2,165 |
| 投资收益 | 2 | 0 | -3 | 1 | 1 | 1 | 普通股股东权益 | 549 | 582 | 689 | 804 | 966 | 1,225 |
| %税前利润 | 13.2% | 2.8% | n.a | 0.3% | 0.2% | 0.1% | 其中：股本 | 181 | 185 | 185 | 240 | 240 | 240 |
| 营业利润 | 19 | 17 | 114 | 177 | 284 | 455 | 未分配利润 | 178 | 201 | 316 | 417 | 579 | 839 |
| 营业利润率 | 2.0% | 1.5% | 5.8% | 6.7% | 7.6% | 8.5% | 少数股东权益 | 0 | 0 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外收支 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债股东权益合计 | 785 | 979 | 1,503 | 1,907 | 2,537 | 3,392 |
| 税前利润 | 19 | 15 | 114 | 177 | 284 | 455 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 2.0% | 1.3% | 5.8% | 6.7% | 7.6% | 8.5% | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 所得税 | 6 | 12 | 4 | -9 | -14 | -23 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | -29.9% | -81.9% | -3.6% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 每股收益 | 0.135 | 0.149 | 0.640 | 0.703 | 1.127 | 1.804 |
| 净利润 | 24 | 27 | 118 | 168 | 270 | 432 | 每股净资产 | 3.028 | 3.153 | 3.731 | 3.355 | 4.031 | 5.114 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股经营现金净流 | 0.170 | 0.371 | -1.081 | 0.405 | 0.574 | 1.082 |
| 归属于母公司的净利润 | 24 | 27 | 118 | 168 | 270 | 432 | 每股股利 | 0.020 | 0.020 | 0.140 | 0.281 | 0.451 | 0.722 |
| 净利率 | 2.6% | 2.4% | 6.0% | 6.4% | 7.2% | 8.1% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 4.45% | 4.72% | 17.14% | 20.96% | 27.96% | 35.28% |
| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 | 3.12% | 2.80% | 7.86% | 8.83% | 10.65% | 12.75% |
| 净利润 | 24 | 27 | 118 | 168 | 270 | 432 | 投入资本收益率 | 10.79% | 9.92% | 11.99% | 13.66% | 17.26% | 21.59% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 23 | 20 | 47 | 43 | 43 | 46 | 主营业务收入增长率 | -5.76% | 20.15% | 75.68% | 34.23% | 41.59% | 42.77% |
| 非经营收益 | -3 | -3 | -33 | 34 | 10 | 24 | EBIT增长率 | -23.24% | -29.98% | 255.22% | 54.94% | 64.09% | 61.69% |
| 营运资金变动 | -13 | 24 | -331 | -148 | -185 | -243 | 净利润增长率 | -47.59% | 12.21% | 330.54% | 42.62% | 60.32% | 60.07% |
| 经营活动现金净流 | 31 | 68 | -200 | 97 | 137 | 259 | 总资产增长率 | -12.59% | 24.72% | 53.55% | 26.92% | 33.01% | 33.74% |
| 资本开支 | -11 | -3 | 0 | -35 | -41 | -46 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | 0 | -68 | -31 | -72 | -77 | -82 | 应收账款周转天数 | 90.2 | 72.5 | 51.3 | 60.0 | 60.0 | 60.0 |
| 其他 | 90 | 36 | 0 | 1 | 1 | 1 | 存货周转天数 | 80.6 | 76.1 | 69.8 | 90.0 | 90.0 | 90.0 |
| 投资活动现金净流 | 80 | -35 | -31 | -107 | -117 | -127 | 应付账款周转天数 | 72.4 | 66.2 | 50.8 | 70.0 | 70.0 | 70.0 |
| 股权募资 | 0 | 39 | 7 | 14 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 6.3 | 6.8 | 4.8 | 4.1 | 3.5 | 3.0 |
| 债权募资 | -54 | 5 | 270 | 141 | 213 | 218 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -1 | -13 | -76 | -85 | -133 | -207 | 净负债/股东权益 | -32.04% | -33.99% | 16.66% | 25.32% | 32.91% | 32.11% |
| 筹资活动现金净流 | -55 | 31 | 202 | 70 | 80 | 10 | EBIT利息保障倍数 | 58.2 | 22.9 | 6.2 | 10.8 | 12.4 | 14.5 |
| 现金净流量 | 56 | 54 | -31 | 60 | 100 | 143 | 资产负债率 | 30.02% | 40.55% | 53.99% | 57.74% | 61.83% | 63.82% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 2 | 4 | 8 | 21 | 45 |
| 增持 | 0 | 0 | 1 | 4 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.00 | 1.00 | 1.11 | 1.16 | 1.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402