

广和通 (300638.SZ)

高质量发展的物联网模组巨头

首次覆盖，给予“买入”评级。广和通是国内物联网定制化模组龙头厂商，公司在笔电蜂窝模组和 POS 机模组市场占有领先地位。公司收购 Sierra 车载业务后有望打通海外车厂渠道，同时自研模组顺利出货国产车厂，业务线逐步贯通。未来随着笔电销量和 5G 下无线模组渗透率提升，网联汽车不断发展和疫情后 POS 机业务回暖，公司业务有望加速增长。

蜂窝模组行业高增长。全球蜂窝物联网的连接数在未来三到五年有望保持 20% 以上的增长速度，相对应的物联网模组出货量在未来有望持续增长。

份额趋于集中向中国厂商。根据 Counterpoint 数据，2017 年至 2020Q2，CR5 中国国内模组厂商在全球物联网模组出货量占比从 23% 提升至 52%。竞争格局有望进一步集中。

公司作为国内龙头模组厂商，卡位大颗粒度市场，产品竞争力充足。广和通在 2020Q2 跃升为全球第三大物联网模组供应商。在 PC/车载/POS 机等大颗粒度市场卡位明确，产品竞争力突出。

笔电模组业务：公司笔电模组业务优势突出，渠道侧公司与惠普、联想、戴尔等公司拥有长期合作关系，市场占有率长期保持较高份额。IDC 报告显示，2020 年全球 PC 销量再创新高，出货量接近 3 亿台，随着 5G 模组发布，笔记本模组渗透率有望再度提升，公司笔电模组业务有望持续发展。

车载模组业务：公司参股公司锐凌无线收购 Sierra 旗下车载模组业务后对公司车载业务提升明显。Sierra 在车载端客户覆盖知名车企，18 年模组市占率达 20%。同时公司自身的车载模组业务也取得快速进展。随着公司整合 Sierra，在汽车智能化大背景下，5GV2X 背景下前装模组渗透率不断提升，公司车载业务有望成为继笔电模组之后的又一黄金增长点。

POS 机模组业务：POS 机业务一直是公司的支柱业务之一，当下 POS 机市场呈现强者恒强和智能化渗透率持续提升的特点、公司深度绑定 POS 机龙头厂商。随着疫情褪去，POS 机行业重回增长以及智能化换代潮来临，公司 POS 机业务有望继续为公司业绩提供强劲支撑。

投资建议：公司经营稳健，收入增长持续性好，内部管理效率高，发展状况持续向好。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.8/4.1/5.4 亿元，对应当前股价 PE 分别为 46/32/24 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：PC 模组市场发展不及预期，车联网渗透率不及预期。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 1,249 | 1,915 | 2,885 | 4,200 | 5,582 |
| 增长率 yoy (%) | 121.7 | 53.3 | 50.7 | 45.6 | 32.9 |
| 归母净利润(百万元) | 87 | 170 | 284 | 411 | 539 |
| 增长率 yoy (%) | 97.9 | 95.9 | 67.0 | 44.6 | 31.2 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.36 | 0.70 | 1.17 | 1.70 | 2.23 |
| 净资产收益率 (%) | 19.4 | 13.0 | 18.5 | 22.1 | 23.3 |
| P/E (倍) | 151.1 | 77.1 | 46.2 | 31.9 | 24.3 |
| P/B (倍) | 29.2 | 10.1 | 8.5 | 7.1 | 5.7 |

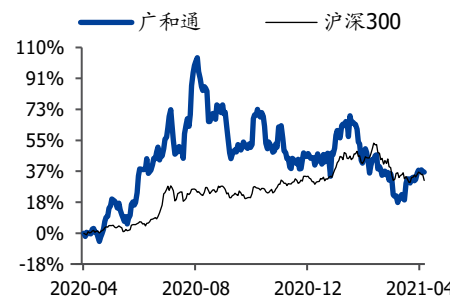
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所注：股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

| | |
|----------------|-----------|
| 行业 | 通信设备 |
| 04 月 09 日收盘价 | 54.20 |
| 总市值(百万元) | 13,111.21 |
| 总股本(百万股) | 241.90 |
| 其中自由流通股(%) | 62.59 |
| 30 日日均成交量(百万股) | 1.47 |

股价走势



作者

分析师宋嘉吉

执业证书编号：S0680519010002

邮箱：songjiayi@gszq.com

分析师黄瀚

执业证书编号：S0680519050002

邮箱：huanghan@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 911 | 1853 | 2523 | 3097 | 3766 |
| 现金 | 265 | 650 | 1062 | 1094 | 1378 |
| 应收票据及应收账款 | 416 | 633 | 709 | 971 | 1176 |
| 其他应收款 | 43 | 10 | 70 | 47 | 109 |
| 预付账款 | 1 | 14 | 9 | 24 | 20 |
| 存货 | 104 | 178 | 464 | 753 | 876 |
| 其他流动资产 | 82 | 368 | 208 | 208 | 208 |
| 非流动资产 | 91 | 201 | 216 | 232 | 243 |
| 长期投资 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 固定资产 | 22 | 33 | 47 | 62 | 73 |
| 无形资产 | 15 | 54 | 58 | 62 | 67 |
| 其他非流动资产 | 53 | 113 | 109 | 106 | 101 |
| 资产总计 | 1003 | 2054 | 2738 | 3329 | 4009 |
| 流动负债 | 548 | 748 | 1201 | 1466 | 1696 |
| 短期借款 | 177 | 92 | 244 | 244 | 244 |
| 应付票据及应付账款 | 296 | 536 | 810 | 1064 | 1264 |
| 其他流动负债 | 75 | 120 | 147 | 158 | 189 |
| 非流动负债 | 7 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 7 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债合计 | 555 | 751 | 1204 | 1469 | 1699 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 121 | 134 | 242 | 242 | 242 |
| 资本公积 | 149 | 849 | 741 | 741 | 741 |
| 留存收益 | 193 | 334 | 528 | 809 | 1178 |
| 归属母公司股东权益 | 448 | 1303 | 1534 | 1860 | 2310 |
| 负债和股东权益 | 1003 | 2054 | 2738 | 3329 | 4009 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | -9 | 223 | 189 | 167 | 424 |
| 净利润 | 87 | 170 | 284 | 411 | 539 |
| 折旧摊销 | 9 | 18 | 22 | 29 | 38 |
| 财务费用 | 4 | -1 | 0 | 5 | 2 |
| 投资损失 | -3 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -117 | 13 | -117 | -278 | -154 |
| 其他经营现金流 | 11 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | 56 | -676 | 124 | -45 | -49 |
| 资本支出 | 30 | 122 | 14 | 16 | 11 |
| 长期投资 | 83 | -553 | -0 | -0 | -0 |
| 其他投资现金流 | 169 | -1107 | 137 | -30 | -38 |
| 筹资活动现金流 | 112 | 602 | 99 | -90 | -91 |
| 短期借款 | 123 | -85 | 152 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 41 | 13 | 108 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -22 | 699 | -107 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -30 | -25 | -54 | -90 | -91 |
| 现金净增加额 | 169 | 145 | 412 | 32 | 284 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1249 | 1915 | 2885 | 4200 | 5582 |
| 营业成本 | 959 | 1404 | 2086 | 3044 | 4073 |
| 营业税金及附加 | 5 | 5 | 9 | 13 | 17 |
| 营业费用 | 45 | 87 | 115 | 168 | 223 |
| 管理费用 | 35 | 46 | 66 | 92 | 123 |
| 研发费用 | 111 | 197 | 303 | 441 | 575 |
| 财务费用 | 4 | -1 | 0 | 5 | 2 |
| 资产减值损失 | 22 | -13 | 20 | 15 | 10 |
| 其他收益 | 17 | 30 | 20 | 20 | 20 |
| 公允价值变动收益 | 9 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 3 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 97 | 184 | 305 | 442 | 579 |
| 营业外收入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 96 | 182 | 305 | 442 | 579 |
| 所得税 | 9 | 12 | 21 | 31 | 41 |
| 净利润 | 87 | 170 | 284 | 411 | 539 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 87 | 170 | 284 | 411 | 539 |
| EBITDA | 108 | 187 | 312 | 453 | 595 |
| EPS (元/股) | 0.36 | 0.70 | 1.17 | 1.70 | 2.23 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 121.7 | 53.3 | 50.7 | 45.6 | 32.9 |
| 营业利润 (%) | 103.6 | 89.6 | 66.3 | 44.6 | 31.2 |
| 归属母公司净利润 (%) | 97.9 | 95.9 | 67.0 | 44.6 | 31.2 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 23.2 | 26.7 | 27.7 | 27.5 | 27.0 |
| 净利率 (%) | 6.9 | 8.9 | 9.8 | 9.8 | 9.7 |
| ROE (%) | 19.4 | 13.0 | 18.5 | 22.1 | 23.3 |
| ROIC (%) | 14.2 | 11.2 | 15.1 | 18.7 | 20.3 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.3 | 36.6 | 44.0 | 44.1 | 42.4 |
| 净负债比率 (%) | -18.5 | -42.7 | -53.2 | -45.6 | -49.0 |
| 流动比率 | 1.7 | 2.5 | 2.1 | 2.1 | 2.2 |
| 速动比率 | 1.3 | 2.1 | 1.6 | 1.5 | 1.6 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 1.5 |
| 应收账款周转率 | 3.7 | 3.7 | 4.3 | 5.0 | 5.2 |
| 应付账款周转率 | 4.4 | 3.4 | 3.1 | 3.3 | 3.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.36 | 0.70 | 1.17 | 1.70 | 2.23 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | -0.04 | 0.92 | 0.78 | 0.69 | 1.75 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 1.85 | 5.39 | 6.34 | 7.69 | 9.55 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 151.1 | 77.1 | 46.2 | 31.9 | 24.3 |
| P/B | 29.2 | 10.1 | 8.5 | 7.1 | 5.7 |
| EV/EBITDA | 120.3 | 65.8 | 39.0 | 26.8 | 19.9 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所注: 股价为 2021 年 04 月 09 日收盘价

内容目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 投资要点..... | 5 |
| 2. 注重研发，优选赛道，定制化模组龙头快速发展..... | 7 |
| 2.1 定制化物联网模组龙头，利润率领先行业..... | 7 |
| 2.2 优选赛道，研发领先，造就高单价与高增长..... | 11 |
| 3. 物联网黄金时代来临，细分领域蓝海依旧..... | 13 |
| 3.1 5G 打开物联网黄金周期，物联网连接数超越全球总人口..... | 13 |
| 3.2 从 2G 到 4G，物联网模组换代潮来临..... | 14 |
| 3.3 东进西退，国产厂商抢占大量市场份额..... | 15 |
| 3.4 通用模组竞争较为激烈，阿尔法存在于定制市场之中..... | 17 |
| 4. 笔电模组王者，产品+客户铸就坚实壁垒..... | 18 |
| 4.1 远程办公+在线教育潮，全球笔电市场打开增长渠道..... | 20 |
| 4.2 5G 时代来临，笔记本通信模组渗透率有望再度提升..... | 21 |
| 5. POS 市场基本稳固，智能化+疫情消退助力业务回稳..... | 22 |
| 5.1 全球 POS 机市场稳健发展，智能化渗透率提升..... | 22 |
| 5.2 智能化 POS 机渗透率不断提升，带动强劲换代需求..... | 24 |
| 5.3 绑定一线大厂，公司市场地位稳固..... | 24 |
| 6. 打通渠道+产品，车载业务磨合完成，腾飞在即..... | 25 |
| 6.1 Sierra 收购+战投西安联乘，打通海内外认证渠道..... | 25 |
| 6.2 推出多款自研车规模组，规模出货 T1/T2 车厂..... | 26 |
| 6.3 汽车销量与智能化率齐声，车载模组市场前景广阔..... | 27 |
| 7. 盈利预测和估值..... | 29 |
| 8. 风险提示..... | 30 |

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 图表 1: 全球蜂窝物联网新增连接数 (单位: 百万个)..... | 5 |
| 图表 2: 公司发展历程..... | 7 |
| 图表 3: 公司主要产品及其应用场景..... | 7 |
| 图表 4: 公司股权结构..... | 8 |
| 图表 5: 公司近年营业收入及同比增速 (单位: 百万元)..... | 8 |
| 图表 6: 公司近年净利润及同比增速 (单位: 百万元)..... | 8 |
| 图表 7: 公司近年按产品划分的收入结构..... | 9 |
| 图表 8: 公司近年 M2M 和 MI 的收入结构..... | 9 |
| 图表 9: 公司近年管理费用率、销售费用率和财务费用率..... | 9 |
| 图表 10: 公司及同业公司近年销售毛利率..... | 10 |
| 图表 11: 公司及同业公司近年销售净利率..... | 10 |
| 图表 12: 公司近年经营活动现金净流量 (百万元)..... | 10 |
| 图表 13: 物联网模组公司直销比例..... | 11 |
| 图表 14: 中国大陆销售占比..... | 11 |
| 图表 15: 公司三大赛道主要头部客户..... | 12 |
| 图表 16: 物联网行业研发费用率对比..... | 12 |
| 图表 17: 5G 时代物联网将成现实..... | 13 |
| 图表 18: 中国物联网产业规模 (亿元)..... | 14 |

| | |
|---|----|
| 图表 19: 全球物联网连接数 (亿元) | 14 |
| 图表 20: NB-IOT 模组与 2G 模组功耗对比 | 15 |
| 图表 21: 不同模组的应用范围 | 15 |
| 图表 22: 江苏电信 2020 年 4 月 NB-IOT 模组集采价格 | 15 |
| 图表 23: 中国物联网产业规模 (亿元) | 16 |
| 图表 24: 5G 模组价格将持续下降 (亿元) | 16 |
| 图表 25: 2017 年全球物联网模组厂商市场份额 | 17 |
| 图表 26: 2019 年全球物联网厂商市场份额 | 17 |
| 图表 27: 定制化模组与标准模组对比 | 17 |
| 图表 28: 广和通专为笔记本产品定制的通信模组 | 18 |
| 图表 29: 2020 年十大物联网应用场景 | 18 |
| 图表 30: 广和通 MI 业务发展复盘 | 19 |
| 图表 31: 广和通 L850 模组 | 20 |
| 图表 32: 广和通 L860 模组 | 20 |
| 图表 33: 广和通 FG150/FM150 模组 | 20 |
| 图表 34: 广和通 FG150/FM150 模组 SA 上行峰值测试 | 20 |
| 图表 35: 2020Q4 及全年笔记本电脑出货量情况 | 21 |
| 图表 36: 全球首款发售的 5G 笔记本-联想 Flex5 G | 22 |
| 图表 37: 中国联网 POS 机数量 | 22 |
| 图表 38: 全球 POS 终端出货量 | 23 |
| 图表 39: 2017-2019 全球前十大 POS 机厂商出货量 (百万台) | 23 |
| 图表 40: 中国智能联网 POS 机销量及渗透率 | 24 |
| 图表 41: 广和通 L610 Cat. 1 模组 | 25 |
| 图表 42: Sierra 前装模组业务领先全球 | 25 |
| 图表 43: 广和通、吉利、亿咖通科技出席签约仪式 | 26 |
| 图表 44: 西安联乘合作伙伴 | 26 |
| 图表 45: 广和通车载模组系列产品 | 27 |
| 图表 46: 《智能网联汽车技术路线图 2.0》目标 | 27 |
| 图表 47: 2005-2019 全球与中国汽车销量 (单位: 百万辆) | 28 |
| 图表 48: 全球车联网蜂窝模组数量 (百万块) | 28 |
| 图表 49: 中国车联网蜂窝模组数量 (百万块) | 28 |
| 图表 50: 盈利预测 | 29 |
| 图表 51: 可比公司估值 | 30 |

1. 投资要点

第一， 物联网模组行业发展空间巨大。

全球蜂窝物联网的连接数在未来三到五年有望保持 20% 以上的增长速度，相对应的物联网模组出货量在未来有望持续增长。

图表 1: 全球蜂窝物联网新增连接数 (单位: 百万个)

| 产品系列 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| GSM/GPRS | 92 | 100.1 | 94.1 | 81.7 | 57.1 | 44.6 | 31.7 |
| WCDMA/HSPA | 26.4 | 19 | 14.6 | 10.3 | 6.4 | 3.9 | 1.6 |
| LTE CAT 3+ | 54.4 | 71.5 | 76.9 | 90.7 | 101.3 | 106 | 100 |
| LTE CAT 1 | 17 | 21.8 | 28.9 | 45.2 | 66.3 | 79.8 | 89.1 |
| LTE-M | 3.9 | 7.8 | 13.1 | 25.4 | 39.8 | 55.1 | 71.5 |
| NB-IoT | 23.2 | 45.1 | 68.6 | 109.3 | 143.8 | 183.6 | 230.1 |
| NR(5G) | 0 | 0 | 1.1 | 4.6 | 13.8 | 31.5 | 58.8 |
| 合计 | 216.9 | 100.1 | 297.3 | 367.2 | 428.5 | 504.5 | 582.8 |

资料来源: Telit, 国盛证券研究所

第二， 竞争格局有望趋于集中，中国头部厂商份额提升。

根据 Counterpoint 数据，2017 年至 2020Q2，CR5 中国国内模组厂商在全球物联网模组出货量占比从 23% 提升至 52%。同时，Counterpoint 预计到 2024 年，三家中国厂商（广和通、移远通信、日海智能）将在全球蜂窝物联网模块出货量中占据近 45% 的份额。广和通在 2020Q2 跃升为全球第三大物联网模组供应商。

第三， 广和通卡位大颗粒度市场，产品竞争力充足。

公司在车联网、PC、共享经济、金融支付、公用事业等多场景覆盖全面，在 PC 端公司的模组份额较高，同时，公司收购了 Sierra Wireless 的车载业务，加上公司自身的储备，在车联网领域的布局逐步完善。并且在 5G 等产品的进展也处于行业领先。

我们区别于市场的观点：

1. 市场对公司笔电模组业务的空间认识不足。市场担心公司笔电模组业务随着其它厂商的进入等影响，会受到较大阻力。但我们认为，首先 PC 模组的渗透率有望进一步提升，在增量市场的背景下更多会以良性的产品竞争维度出现；其次公司的笔记本模组业务积淀已久，积累了诸如 HP、联想、Dell 等头部客户，业务基础扎实，产品端公司品类齐全，并对客户需求进行定制化开发，与客户的绑定化程度较高，粘性较强。多方面综合实力认可保证公司在笔电市场的充分竞争力。

2. 市场对公司车载业务发展情况认识不足。市场对于公司的车载模组业务存在一定担忧。担心公司通过参股公司收购 Sierra 车载业务后，收购业务部门与公司自有车载模组之间协同性较差，车载业务发展有一定障碍。但我们认为，首先车企对于模组的稳定性、一致性等要求较高，认证时间长，进入门槛高。公司收购 Sierra 车载业务后对于公司的渠

道能力有很大提升，Sierra 客户覆盖大众，FCA, PSA 等知名车企，这些头部车企对于供应商的认证较为严格，同时帮助广和通迅速拓展海外市场并为国内市场提供更好的助力。当下从国内车载市场渠道和产品两方面来看，渠道上广和通战略投资西安联乘，打通吉利系渠道，产品上子公司广通驰远推出面向 5G 和 V2X 场景的多款模组产品，目前已经规模出货 T1/T2 车厂。因此，从海外布局，渠道经验，产品结构三方面，广和通已经在车载业务上形成了正向循环。未来随着 Sierra 车载业务进一步整合，智能网联汽车渗透率不断提升，车载模组业务有望成为公司继笔电模组外的又一强劲增长点。

关键假设：

(1) 全球笔电市场稳健增长，蜂窝模组渗透率提升。疫情带来的远程办公以及线上教育潮将主推全球笔记本出货量稳步提高。同时 5G 网络自身的广连接，高带宽，低延时特性将会给使得 5G 模组在笔记本中的渗透率进一步提升。

(2) 汽车智能化水平不断提高，车联网建设顺利。新能源车以及网联汽车发展拉动车载通讯模组需求，自动驾驶需要的云端交互，车路协同等将推进车载前装模块不断进化。

催化剂：

- 1) 笔记本模组随着全球笔记本出货量上涨，蜂窝模组渗透率提升，继续放量成长。
- 2) Sierra 资源整合顺利，公司车载模组出货量进一步提升。
- 3) 疫情消退，全球 POS 机销量重回增长，POS 机智能化带动 Cat.1 芯片放量。

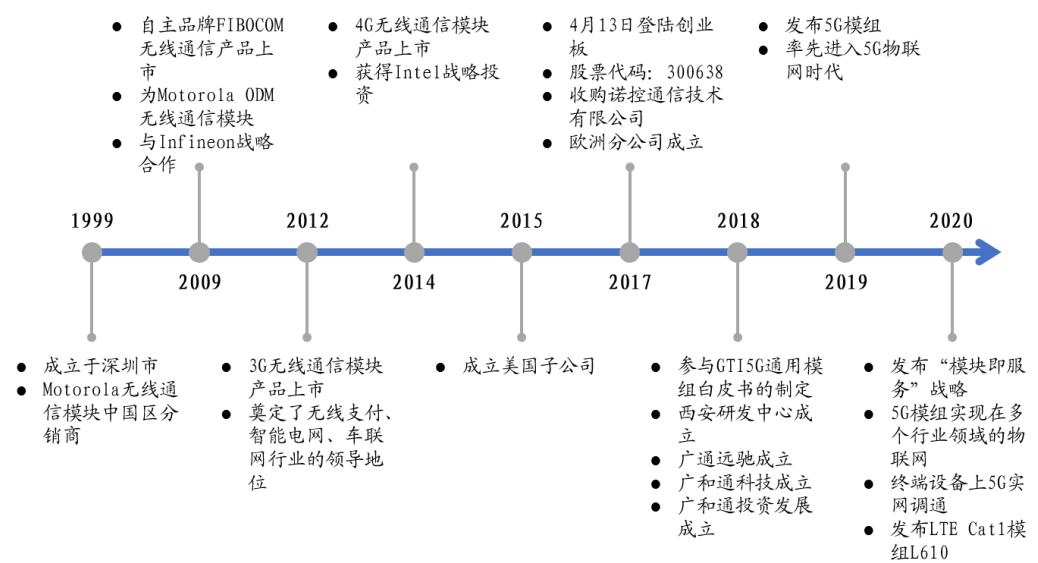
投资建议：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 2.8/4.1/5.4 亿元，对应当前股价 PE 分别为 46/32/24 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

2. 注重研发，优选赛道，定制化模组龙头快速发展

2.1 定制化物联网模组龙头，利润率领先行业

公司是全球领先的物联网无线通信模块和解决方案的供应商，也是中国第一家在A股上市的无线通信模块生产商。公司主要从事无线通信模块及其应用行业的通信解决方案的设计，研发与销售服务，主要产品包括2G、3G、4G、5G、NB-IOT技术的无线通信模块以及基于其行业应用的通信解决方案，通过集成到各类物联网设备使其实现数据的互联互通和智能化，产品主要应用于移动支付、移动互联网、车联网、智能电网、安防监控等领域，产品及服务遍及全球100多个国家和地区，相关产品和服务在处于该领域领先地位。

图表2: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司主要业务包括无线通信技术和应用的推广及其解决方案的应用拓展。公司产品可以分为宽带、高速率系列，广连接、泛物联系列，智能、移动计算机系列和低时延、超高可靠性系列。

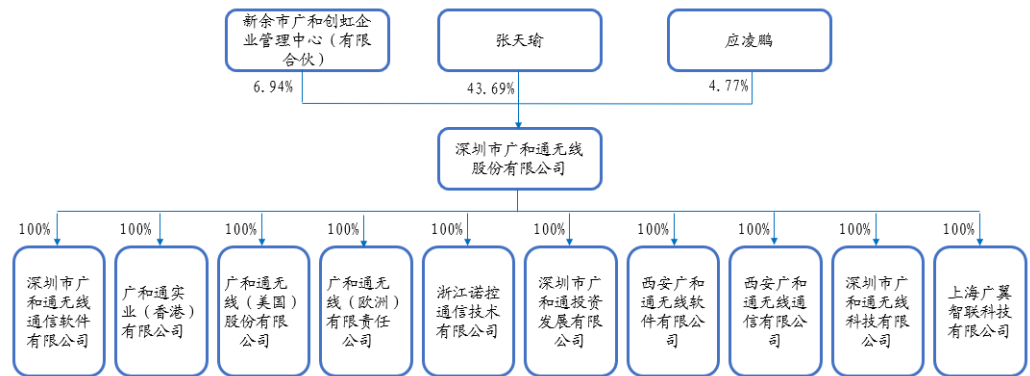
图表3: 公司主要产品及其应用场景

| 产品系列 | 基本特性 | 应用场景 |
|-------------|---|-----------------------------------|
| 宽带、高速率系列 | 5G, LTE Cat 20/ Cat 18/ Cat 16/ Cat 12/ Cat 9/ Cat 6/ Cat 4 | 网关, 工业监控, 远程医疗, 无人机, 虚拟现实, 沉浸式体验。 |
| 广连接、泛物联系列 | LET Cat1/ Cat M, NB-lo T, 3G, 2G | 泛支付, 共享, 工业互联, 追踪, 车载后装。 |
| 智能、移动计算机系列 | LTE Cat 6/ Cat 4 | 人脸支付, 辅助驾驶。 |
| 低时延、超高可靠性系列 | 5G, C-V2X, LTE Cat 4 | 智能天线, WIFI, 工业网关。 |

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

公司股权结构较为集中，高管团队拥有丰富业内经验。公司实际控制人为张天瑜，持有43.69%的股权。前三大股东还包括新余市广和创虹企业管理中心（有限合伙）以及应凌鹏，分别持有6.94%、4.77%的股权。公司旗下共有10家子公司，公司均持有100%的股权。董事长张天瑜毕业于西安电子科技大学无线电通信专业，曾任职于中国电子器材厦门公司担任销售部门经理而后创立厦门日新经营电子元器件购销业务，拥有丰富的实践经验与管理经验，对市场、行业和产品都有专业的认知力和敏锐的洞察力。

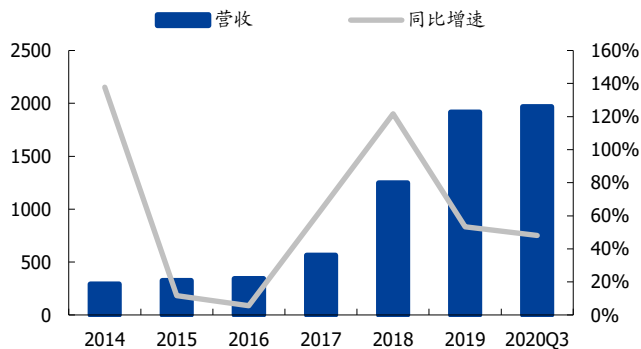
图表 4: 公司股权结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

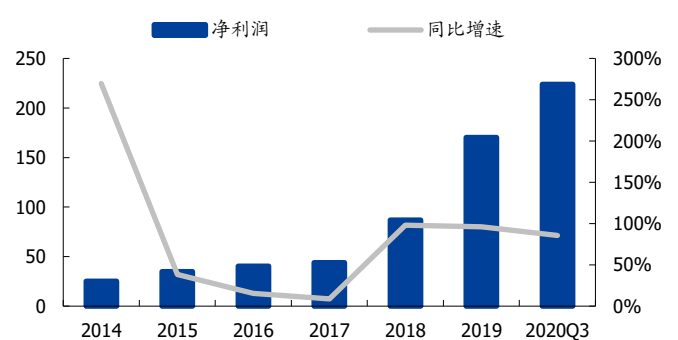
公司营收快速增长，净利润显著提升。受益于物联网行业的快速发展，公司营收持续增长，2017年上市后业务发展加快、营业收入增速提高，2017-2019年同比增速分别为64%、122%、53%。由于公司积极复工复产、响应市场需求，2020年前三季度实现总营收19.7亿元，同比增长48.01%。由于营收的快速增长及毛利率的提高，公司净利润在2018年显著提升，同比增长达98%，2020年前三季度实现净利润2.2亿元，同比增长86%。

图表 5: 公司近年营业收入及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

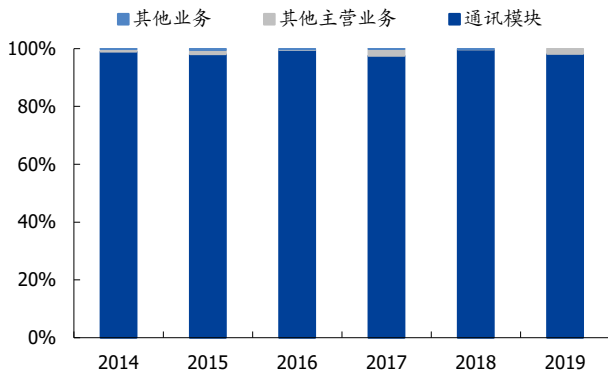
图表 6: 公司近年净利润及同比增速 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

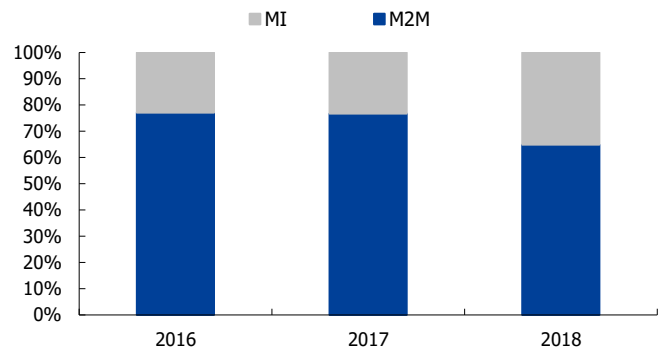
通讯模块仍是公司的主要业务，M2M 和 MI 占据主导地位。通讯模块营收占比高达 95% 以上，2019 年达到 98%。具体应用来看，M2M 和 MI 占据公司主要营收，2018 年合计贡献率达 65%，其中对应物联网领域的 M2M 业务占比较大，随着 5G 建设进程的加快、移动支付及车联网等应用的扩大，这部分业务仍有广阔的应用和市场，对应移动智能终端领域的 MI 占比呈上升趋势，公司和 Intel 的合作奠定了其在无线通讯解决方案的地位，并在与惠普、联想等大厂商确定合作关系后进一步巩固了领先地位和行业认可度。

图表 7: 公司近年按产品划分的收入结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

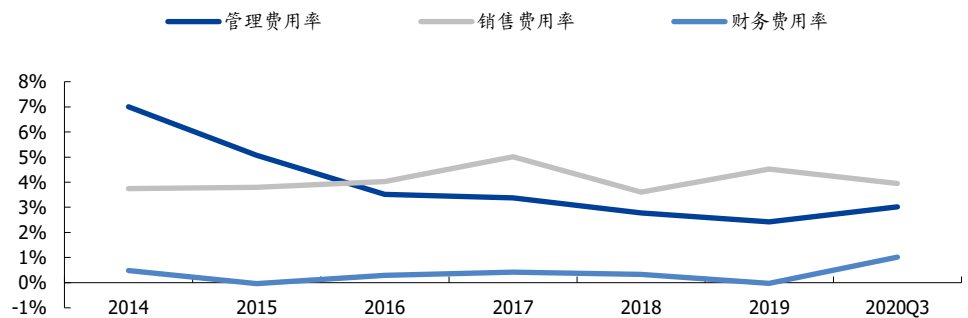
图表 8: 公司近年 M2M 和 MI 的收入结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

费用率合理，成本管控良好。公司管理费用率整体呈下降趋势，2019 年达到最低值 2.42%，2020 年前三季度略微有所上升，为 3.02%。公司销售费用率基本围绕 4% 波动，2019 年较高达到 4.52%，2020 年第三季度又降低至 3.95%。公司财务费用率较为稳定，2020 年前三季度稍有增高至 1.02%。整体来看，新的分公司成立、渠道扩张和并购业务等其他业务导致管理费用率和销售费用率上升，但三费整体趋于平稳，公司具有较好的成本管控能力。

图表 9: 公司近年管理费用率、销售费用率和财务费用率

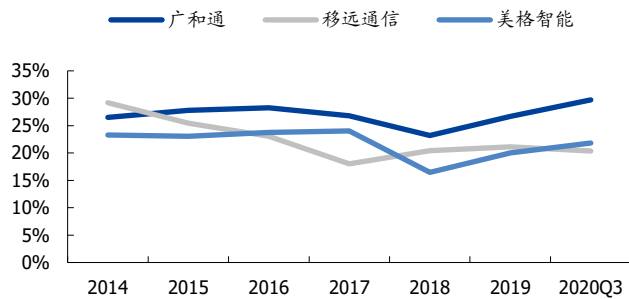


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司盈利能力高于行业平均水平。2014-2019 年期间，公司平均毛利率为 26.52%，平均净利率为 9.11%。2019 年公司净利润为 1.7 亿元，净利率为 8.88%，2020 年前三季

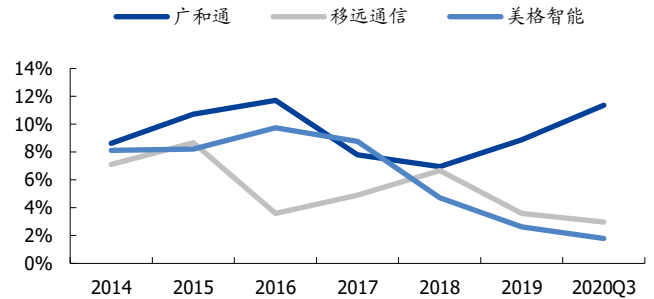
度实现净利润 22375 万元，净利率为 11.37%，超过 2019 年全年水平，保持较高的盈利能力。且在行业中保持领先地位，与同行业公司相比表现出更高的毛利率和净利率。

图表 10: 公司及同行业公司近年销售毛利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

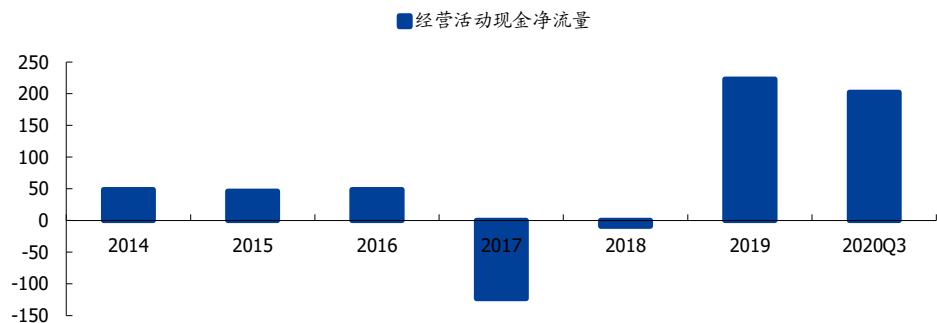
图表 11: 公司及同行业公司近年销售净利率



资料来源: wind, 国盛证券研究所

经营活动现金流大幅转正。公司近年来经营活动现金流基本保持正值，2017 年上市，由于业务扩展加速、职工薪酬增加，当年现金流压力较大。2019 年，公司经营活动现金流净额为 22315 万元，2020 年前三季度为 2 亿元。

图表 12: 公司近年经营活动现金净流量 (百万元)



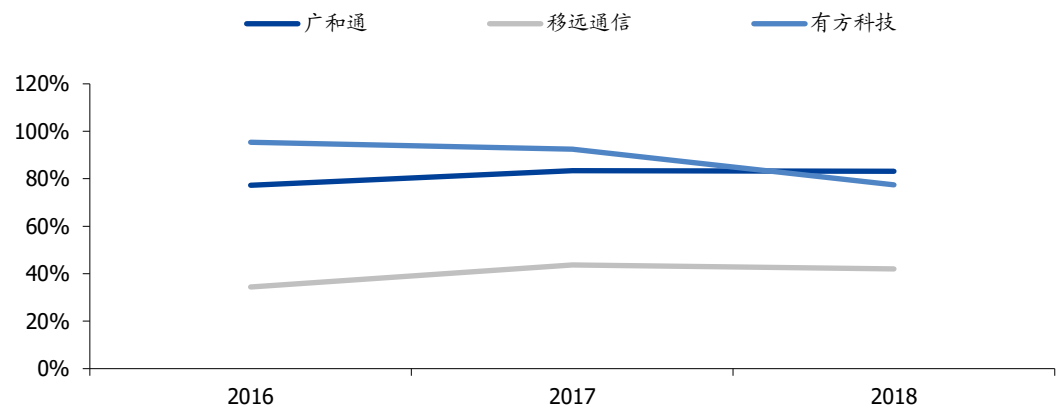
资料来源: wind, 国盛证券研究所

股权激励促进公司与员工协同成长。公司于 2018 年 9 月授予股票期权与限制性股票激励，首次授予的激励对象共计 206 人，包括公司董事、高级管理人员以及核心技术（业务）人员。其中限制性股票 157.5 万股，股票期权 142.5 万股（首次预留 45 万股）。公司通过对管理层及核心员工进行股权激励，使高管及核心技术人员的自身利益与公司利益协同一致，可以有效激发其工作的积极主动性与对公司的认可度，有利于公司实现长远稳健发展。

2.2 优选赛道，研发领先，造就高单价与高增长

公司聚焦优质赛道与头部客户，模组单价与毛利率超越同行。作为国内定制物联网模组龙头，公司战略与打法清晰独特并且成效显著。与通用模组龙头移远相反，公司聚焦于笔电、POS机、车联网三大黄金赛道。通过与优异的产品和客户建立了长期稳定的合作关系。公司国内客户采用直销为主的方式，海外客户采用直销与经销相结合的方式。根据有方科技招股说明书披露，广和通直销占比领先行业，16/17/18年直销占比为77.27%/83.41%/83.12%。

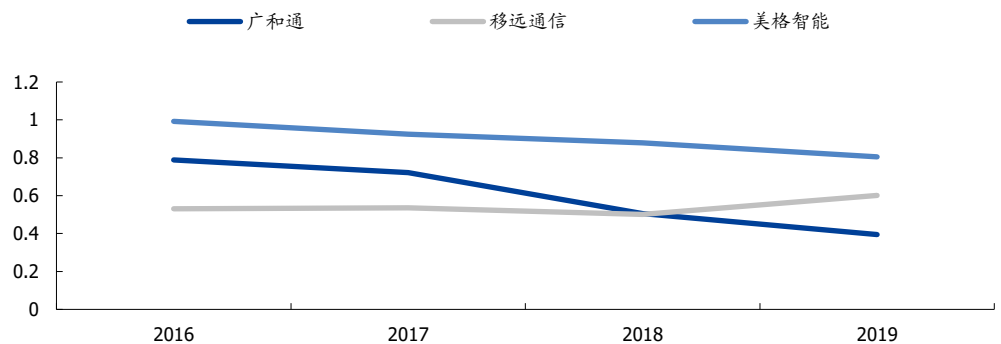
图表 13: 物联网模组公司直销比例



资料来源: Wind, 有方科技招股书, 国盛证券研究所

全球战略布局，海外收入占比远超同业。公司加大海外业务发展，中国大陆销售占比从2016年的79%下降至2019年的39%，相应地，海外业务增加了40%。相较于同业，移远通信中国大陆业务占比小幅上升，美格智能中国大陆业务占比虽呈下降趋势，但仍高达80%。公司着眼于全球战略布局，率先抢占海外市场，领先同业发展步伐。

图表 14: 中国大陆销售占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在客户方面，广和通绑定一线优质客户，以点打面，占据了所在三大细分领域的较大市场份额

- (1) 在笔电领域深入绑定惠普、联想、戴尔、谷歌、微软，单单惠普、联想、戴尔三家主要客户出货量变占据全球笔记本出货量 60%。
- (2) 在车载领域收购 Sierra 车载模组业务，Sierra 覆盖了 PSA, FCA, 大众全球前 5 大车企中的三家。2018 年在车载模组市场市占率达到 20%
- (3) 在 POS 机领域，公司与新大陆、Ingenico、环球百富、惠尔丰、新国都等都建立了长期的客户关系，POS 机市场目前呈现强者恒强局面，全球前 10 大厂商市场占比始终维持在 70%以上。

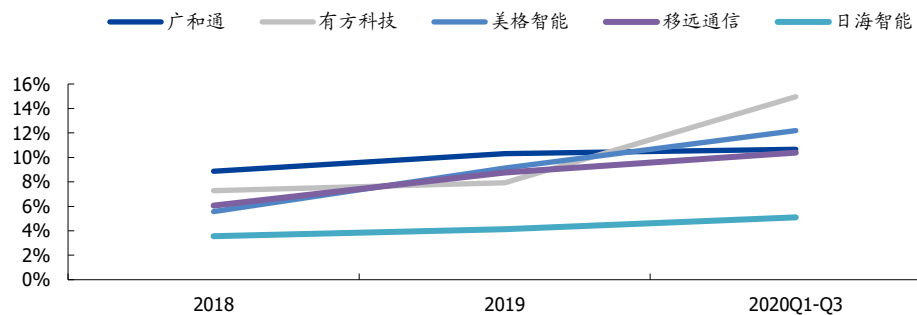
图表 15: 公司三大赛道主要头部客户



资料来源: 国盛证券研究所整理

研发投入处于领先行业，科研队伍不断壮大。公司重视技术研发，2019 年研发费用占营收比例达 10.31%，较 2018 年提升 1.44%，2020 年前三季度，研发费用占营收比例继续上升，达 10.66%。公司重视研发体系构建，研发人员占比达 60%以上，且大部分研发骨干都有多年行业研发经验，同时重视高校人才培养，积极储备新力量，不断夯实研发实力并扩大技术优势。

图表 16: 物联网行业研发费用率对比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

研发转化率高，专利技术层出不穷。截止2020年6月30日，公司累计获得33项发明专利、41项实用新型专利以及46项计算机软件著作权。公司近日新取得四项专利证书，均为自主研发的成果，分别为单片机系统更新方法和装置、保护电路及移动终端、性能测试方法、装置、电子设备和存储介质及物联网智能模块电路板。这些专利已运用在产品中，是公司的主要技术。公司加大自主研发有利于公司充分发挥知识产权优势，不断推动创新机制，并提升公司在行业内的核心竞争力。

3. 物联网黄金时代来临，细分领域蓝海依旧

3.1 5G 打开物联网黄金周期，物联网连接数超越全球总人口

万物互联的5G时代，物联网迎来高确定性黄金增长。物联网在创立之初，其最终目标便是实现万物万联，在2/3G时代，虽然物联网有一定发展，但是由于通信制式本身的能力限制，物联网能实现的功能也较为单一。而到了5G时代，5G的三大特性（高带宽、低时延、广连接）与物联网要求万物互联的特性高度贴合，随着最新的5G-R16标准的冻结和NB-IOT技术被纳入5G范围，物联网在5G时代有望在5G基建和政策赋能的双重影响下，迎来黄金发展期。

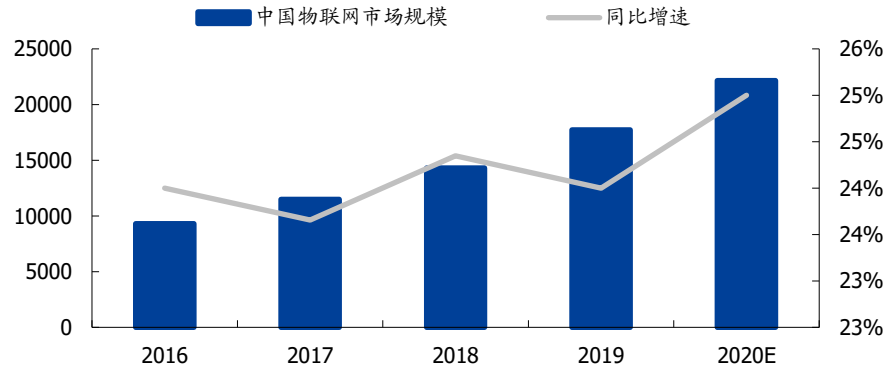
图表 17: 5G 时代物联网将成现实



资料来源: ITU, 国盛证券研究所

新基建赋能，物联网发展迅猛加速。自新基建政策提出以来，新基建所涉及的七大领域建设突飞猛进，虽然物联网并不直接被列为七大新基建之一，但物联网和新基建七大领域都存在着相互促进的深刻关系。例如5G基站，5G网络的覆盖给物联网提供了低延迟、高速率、多终端的交互能力，再到新基建中的充电桩，其统一管理和部署依赖于物联网芯片提供的分布式监控管理技术。从国内市场来看，得益于相关下游应用的高景气度，中国物联网市场也保持了较高增速。根据中商产业研究院的数据，2020年中国物联网产业规模有望超过2.2万亿，同比增长达到25%。

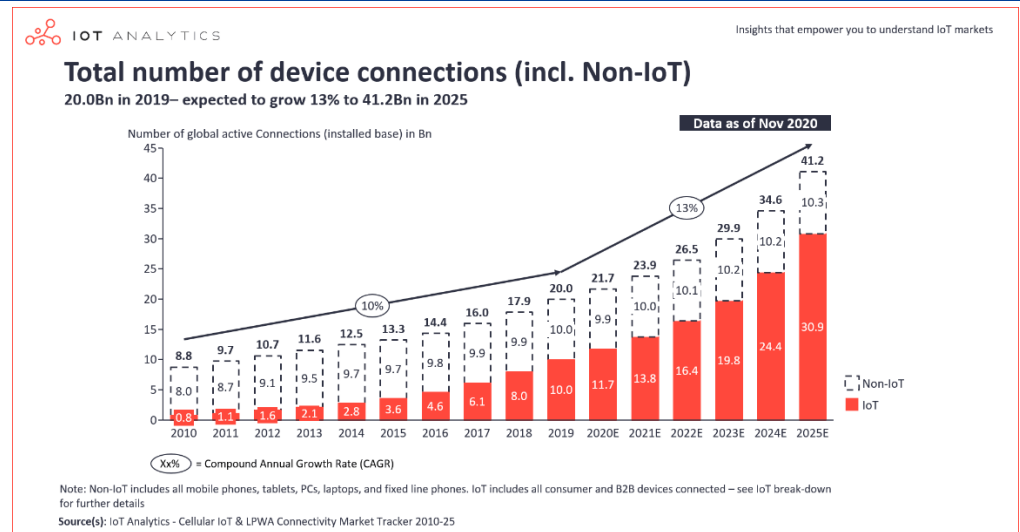
图表 18: 中国物联网产业规模 (亿元)



资料来源: 中商产业研究院, 国盛证券研究所

全球范围内, 物联网连接规模出现快速上涨, 根据 IOTAnalytics 最新数据显示, 截止 2020 年全球物联网连接数将达到 11.7 亿台, 首次超过手机, 电脑等传统联网设备。同时, IOTAnalytics 预测, 2019 年到 2025 年, 全球物联网设备连接数将保持 13% 的复合增速, 预计到 2023 年, 全球将拥有 198 亿台物联网设备, 到 2025 年, 将拥有 309 亿台物联网设备、

图表 19: 全球物联网连接数 (亿元)



资料来源: IOTAnalytics, 国盛证券研究所

3.2 从 2G 到 4G, 物联网模组换代潮来临

NB-IOT 与 Cat1 接棒 2/3G。近年来, 随着物联网芯片不断更新换代, 以及运营商和工信部开启腾退 2/3G 设备进程, NB-IOT 与 CAT1 两大明星芯片, 作为 2/3G 芯片的替代品, 迎来了快速放量。以 NB 和 CAT1 为首的两大明星芯片, 其对比旧有的 2/3G 芯片, 具有明显的功耗优势, 能在相同传输速率上, 做到更长的使用寿命。其中, NB-IOT 主要用于低速窄带设备, 如固定的水电表等, 而 Cat1 则用于中速率传输需求。

图表 20: NB-IOT 模组与 2G 模组功耗对比



资料来源: CSDN, 国盛证券研究所

图表 21: 不同模组的应用范围



资料来源: CSDN, 国盛证券研究所

NB-IOT 与 CAT1 不断成熟, 价格吸引力提高。随着 NB-IOT 模组与 CAT1 模组技术不断成熟, 相关芯片进入降价节奏。目前 NB-IOT 芯片的价格已从最初的 200 元降低至 10-20 元, 同时, CAT1 模组的价格也降低至 30-40 元。模组价格的降低, 将会使得终端用户换代以及更新的积极性放大, 从而进一步拓宽物联网设备的普及度和出货量。

图表 22: 江苏电信 2020 年 4 月 NB-IOT 模组集采价格

| 中标厂商 | 中标数量 | 含税报价 (元/个) |
|-------|------|------------|
| 高新兴物联 | 30 万 | 13.92 |
| 移远通信 | 25 万 | 14.48 |
| 九联科技 | 20 万 | 13.47 |
| 北京华弘 | 15 万 | 14.52 |
| 西博泰科 | 10 万 | 14.84 |

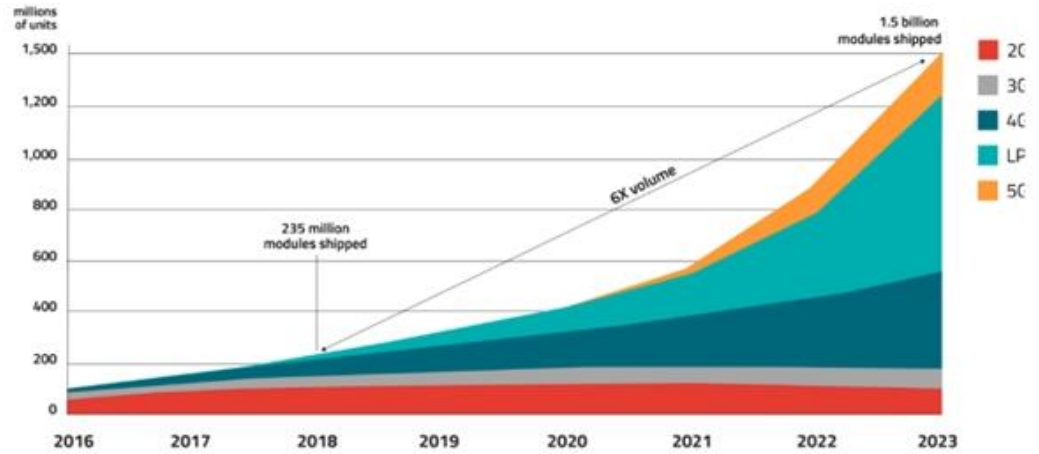
资料来源: 中国电信, 国盛证券研究所

工信部政策确定, 带来强劲换代需求。2020 年 5 月, 工信部发布《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》, 明确了物联网设备的换代时限。《通知》指出要推动新型物联网建设, 新增入网设备不再使用 2/3G 制式, 最终目标是推动 2/3G 物联网设备向 4G 迁移, 建成以 NB-IoT, 4G 和 5G 融合发展的高质量物联网。在此推动下, 国内运营商在第三季度已经出现了较为明显的推动转型升级态势。

3.3 东进西退, 国产厂商抢占大量市场份额

市场规模高速增长, 4G 量大 5G 价高。根据 ABIresearch 测算, 到 2023 年, 全球物联网模组出货量将达到 15 亿个, 其中 4G 和 LPWA 模组份额将不断扩大并据绝大部分。2-3G 模组将保持稳中有降态势, 5G 模组将逐步起量。

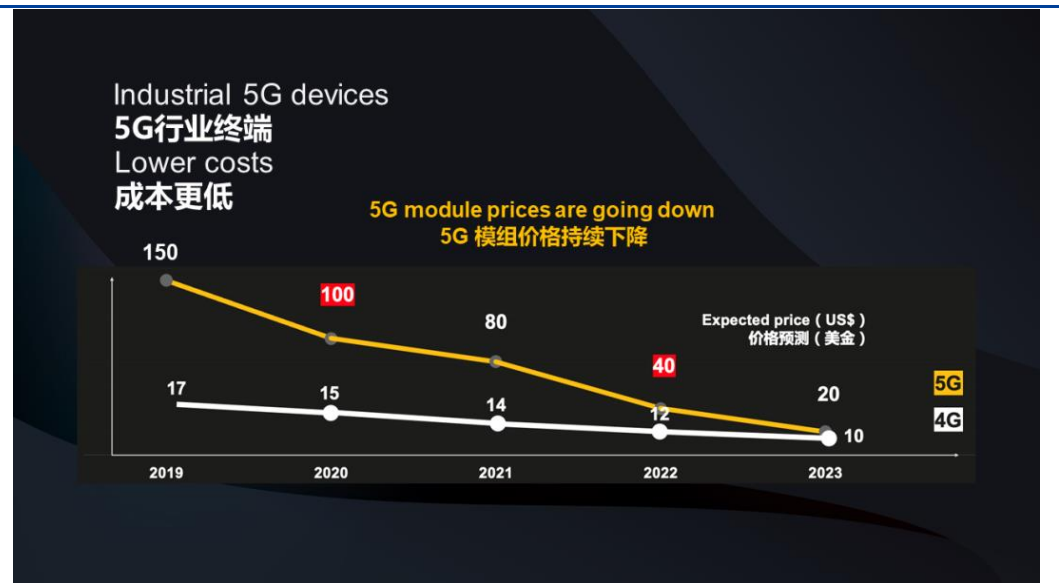
图表 23: 中国物联网产业规模 (亿元)



资料来源: ABIResearch, 国盛证券研究所

根据华为的预测, 预计到 2023 年, 全球 4G 模组均价将继续降低到 10 美金, 即 65 元人民币, 5G 模组价格将随着技术成熟不断降价, 最终在 2023 到达 20 美金, 即 130 元人民币。因此, 以 2023 年出货量测算, 2.5 亿 5G 模组将贡献 325 亿市场规模, 12.5 亿个 2-4G 模组将贡献 812.5 亿左右市场规模, 因此根据上述数据得出, 到 2023 年, 物联网模组市场的总体出货金额将在 1137.5 亿人民币。

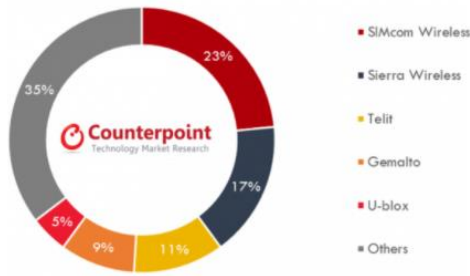
图表 24: 5G 模组价格将持续下降 (亿元)



资料来源: 华为, 国盛证券研究所

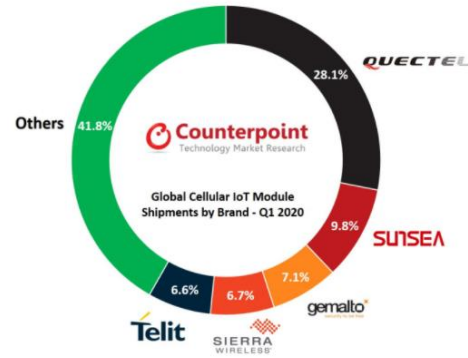
从市场格局上来看，近年物联网模组市场出现明显的东进西退态势。近年来，随着物联网模组市场规模不断扩大，竞争者不断加入，逐渐由蓝海市场变成红海市场。在过去，物联网模组的龙头主要是西方国家的企业，主要为 Sierra（加拿大）、Telit（意大利）和 Gemalto（荷兰）。随着封装技术进步以及成本优势逐渐体现，以移远、日海智能为代表的国内厂商逐步崛起。根据 IOTAnalytics 的数据，在 2017 年前 5 大物联网模组厂商仅有芯讯通一家，2020Q2，中国前五大模组厂商在全球物联网模组出货量占比已经提升至 52%。

图表 25: 2017 年全球物联网模组厂商市场份额



资料来源: 未来智库, 国盛证券研究所

图表 26: 2019 年全球物联网厂商市场份额



资料来源: 未来智库, 国盛证券研究所

3.4 通用模组竞争较为激烈，阿尔法存在于定制市场之中。

目前随着物联网行业的发展，模组逐渐发展为通用模组和定制化模组两种，定制化模组往往根据客户的产品和具体使用需求进行封装，软件层面的优化，使得效能达到最大，通用模组根据现有的通用模板进行开发，价格相对较低，具有更好的泛用性。

图表 27: 定制化模组与标准模组对比

| | 定制化模组 | 通用模组 |
|------|---------|--------------|
| 经销方式 | 直销为主 | 经销商网络为主 |
| 毛利率 | 较高 | 较低 |
| 产品价值 | 定制化，服务好 | 出货快，标准化，兼容性好 |

资料来源: 广和通, 移远通信, 国盛证券研究所

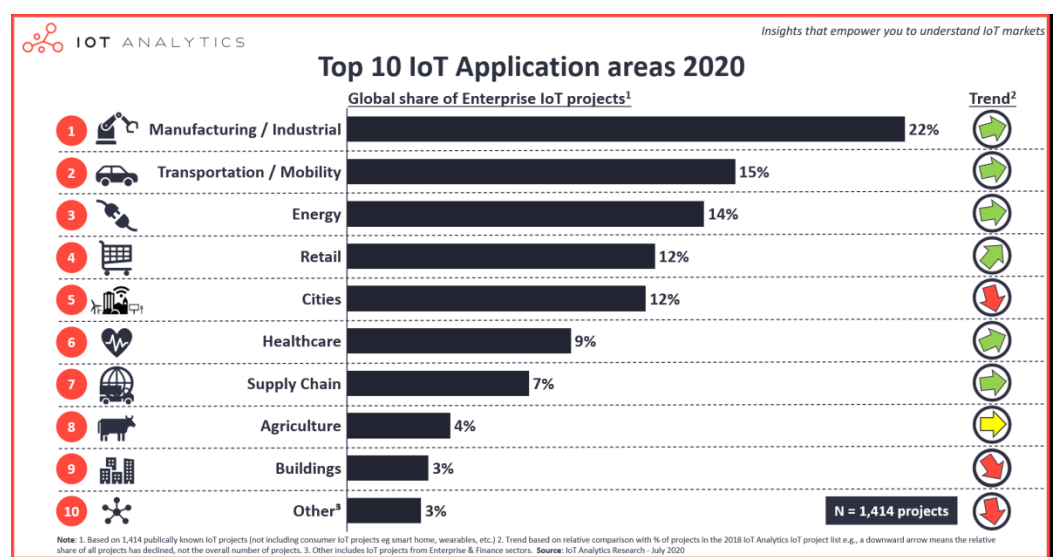
图表 28: 广和通专为笔记本产品定制的通信模组



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

随着物联网行业不断发展,物联网的细分应用领域也不断明晰,根据 IoTAnalytics 数据,目前根据 IoTAnalytics 的数据,目前主要的物联网应用范围包括了工业、汽车、能源、零售、智慧城市等细分领域。我们认为,在通用模组不断降价的背景下,具有强定制属性的细分领域将成为物联网新的蓝海,能够提供给物联网厂商新的发展空间。

图表 29: 2020 年十大物联网应用场景



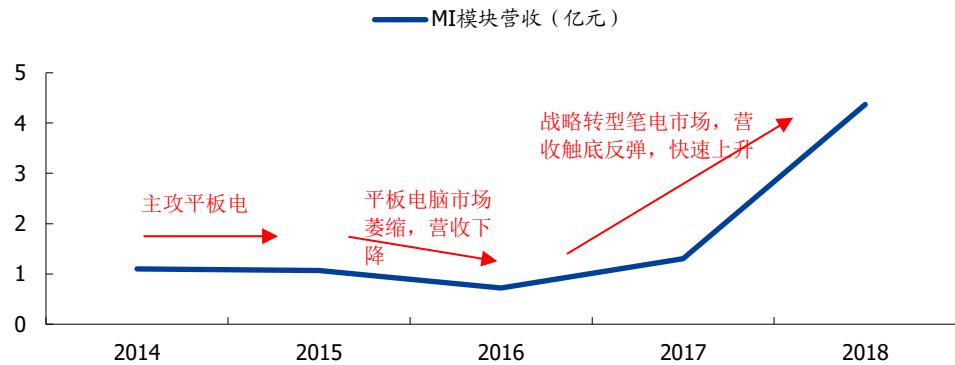
资料来源: IOTAnalytics, 国盛证券研究所

4. 笔电模组王者, 产品+客户铸就坚实壁垒

合作全球知名 PC 品牌,强技术能力铸就壁垒。公司笔电业务与 2017 年开始发力。目前公司主要合作的 PC 厂家包括了惠普、联想、戴尔、谷歌,微软等。根据 Gartner 数据显示,公司客户中的惠普、联想、戴尔三大厂家占据了全球笔记本出货量的 60%。我们认为公司在笔记本模组领域的领先身位主要来自于两大因素,深厚的行业积淀与强大的技术研发能力。

深耕客户关系：公司的蜂窝模组最早应用主要于平板电脑中，自 2015 年第四季度以来，平板电脑市场呈现萎缩趋势，管理层开始在移动互联网领域布局公司产品在电子书和笔记本电脑中的应用，并拓展了亚马逊、惠普、联想等客户，并于 2016 年底实现了对笔电客户的规模出货。经历了四年在笔电市场的耕耘，目前公司已经成为了全球笔记本电脑通信模组龙头，客户覆盖了主要的笔记本电脑厂家。从公司 MI 业务（笔记本电脑、平板电脑、二合一电脑）业务的增长轨迹中也可以看出，公司笔记本业务由平板电脑转型至笔记本和电子书之后，在 4G 高价模组加持之下实现了迅猛发展。

图表 30: 广和通 MI 业务发展复盘



资料来源：广和通，国盛证券研究所

值得一提的是，英特尔在 2017 年战略投资了广和通，直到 2019 年底，一直是广和通的第三大股东，广和通也是英特尔在国内投资的唯一一家模组上市公司。英特尔的战略投资，也一定程度上帮助公司实现了在 4G 时代快速适配笔记本厂商产品和打通渠道的能力，取得了在 4G 时代笔记本模组的领先地位。

加强技术能力：除了多年经营积累的渠道优势之外，广和通在笔记本模组的技术方面也有着极高壁垒。公司在 2017 年年初，通过与全球个人电脑主要供应商 HP、Lenovo、Dell、Google、MircoSoft 等展开技术合作开发，于 2017 年年初定义了 L850 高速 LTE 无线通信模块产品。该产品基于 LTE CAT9 技术架构，通过 3CA 载波技术，实现下行 450M 的数据传输速率；在 30*42mm 的 PCB 上，集成了全球 24 个 LTE 频段，完美实现了 One World One SKU 的全球化产品，同时，集成以 PCIe 总线为基础的，面向 WIN RS 的 MBIM 通用接口技术。

在 2019 年，公司与现有 PC、平板、Chromebook 等现有客户的合作基础上，客户提出了符合超高速率的 LTE-A 和 LTE-APro 技术的 M.2 通信模块需求，要求产品封装尺寸、功能特性兼容现有 L850 等产品。公司研发了超高速 LTE 通信模块 L860，模块产品采用 M.2 封装设计，支持 LTEFDD/LTETDD/WCDMA 制式，支持高阶多天线技术，可支持全球大部分移动运营商的无线通信网络。

图表 31: 广和通 L850 模组



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

图表 32: 广和通 L860 模组



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

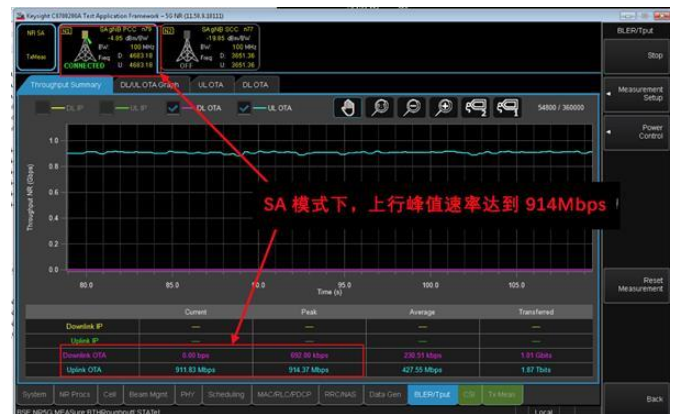
面向 5G 时代的笔记本需求, 公司同样做好了技术准备。公司于 2019 年推出了 FG150 及 FM150, 支持全球主流 5G 制式, 可集成 e-sim 技术, 兼容 NSA 和 SA。2020 年上半年, 公司的 5G 模组先后在移动, 联通的 SA 实网环境下完成驻网测试, 并成为国内首款基于高通 SDX55 的在实网 SA 下运行的 5G 模组。同时, 在 2020 年 6 月底, 公司推出了基于展锐春藤 V510 的 5G 模组 FG650, 同时兼容 SA 和 NSA, 支持 5GSuB6 和全球主流频段。

图表 33: 广和通 FG150/FM150 模组



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

图表 34: 广和通 FG150/FM150 模组 SA 上行峰值测试



资料来源: 广和通, 快科技, 国盛证券研究所

4.1 远程办公+在线教育潮, 全球笔电市场打开增长渠道

受疫情影响, 人们开始远程办公、线上教育及开展云服务, 这不仅让全球笔记本电脑的出货量大增, 也推动了笔记本电脑厂商对产品进行升级。为了提升视频会议的质量, 各笔记本电脑厂商着眼 AI、摄像头、音效、背景杂音、视频画质进行了改善升级。笔记本性能的提升也同时加大市场对新产品的需求, 进一步推动出货量的增加。

根据 TrendForce 集邦咨询，2020 年全球笔记本电脑的出货量首次超过 2 亿台，年成长率也创下了 22.5% 的新高。2021 年来临，新冠疫情依然严峻，各国都在实施边境管制甚至封城。集邦咨询预估 2021 年全球笔记本电脑的出货量仍将上涨，有望达到 2.17 亿台，同比增长 8.6%。

国际数据公司（IDC）全球季度个人计算设备追踪报告的初步结果显示，2020 年第四季度全球 PC 出货量同比增长 26.1%，达到 9,160 万台。2020 年全年，全球 PC 市场出货量同比增长 13.1%，居家办公、线上学习以及消费需求的复苏成为主要驱动因素。

图表 35: 2020Q4 及全年笔记本电脑出货量情况

| 统计期间 | 2020 | 2019 | 同比 |
|------|-------|-------|-----|
| Q4 | 9159 | 7262 | 26% |
| 全年 | 30261 | 26767 | 13% |

资料来源: IDC, 国盛证券研究所

4.2 5G 时代来临，笔记本通信模组渗透率有望再度提升

目前，由于售价差距以及流量资费原因，笔记本，平板电脑中的无线模组渗透率仍然较低。根据广和通公告显示，搭载广和通 MI 模组的联想、惠普、戴尔笔记本出货量占比是三家厂商合计出货量的 1.02%，仍然有巨大的提升空间。随着 4G 时代带来的流量降价以及网络质量提升，以及 4G 模组价格逐渐回归平稳，无线模组在笔记本中的渗透率有望继续提升。

根据 IDC 发布的 2020 年中国 PC 市场十大预测，IDC 认为随着 AIoT 在终端市场的广泛普及，电脑作为核心计算终端，其重要性不言而喻，尤其在商用办公领域，电脑占据重要地位。IDC 预计，到 2022 年，超过 15% 的电脑将通过 AI 技术更好的实现语音等新交互方式互动，超过 10% 的电脑将更加便捷地与其他终端实现互联互通。

同时，随着 5G 的网络覆盖与成熟度不断提升，搭载 5G 模组的笔记本也在陆续上市，在 2019 年 6 月的 MWC2019 上，联想发布了全球首款搭载 5G 模组的笔记本“无距”，搭载了 7nm 制程工艺的高通骁龙 8CX 移动平台和高通骁龙 X55 5G 模块。在 2021 年的 CES 展会上，搭载 5G 模组的笔记本再次成为亮点，戴尔，惠普，联想都推出了其品牌首批支持 5G 模组的笔记本。我们认为，随着 5G 模组在笔记本中的逐渐普及，5G 网络带来的低延迟，高带宽等特性，将进一步提无线模组在笔记本中的渗透率。

图表 36: 全球首款发售的 5G 笔记本-联想 Flex5 G



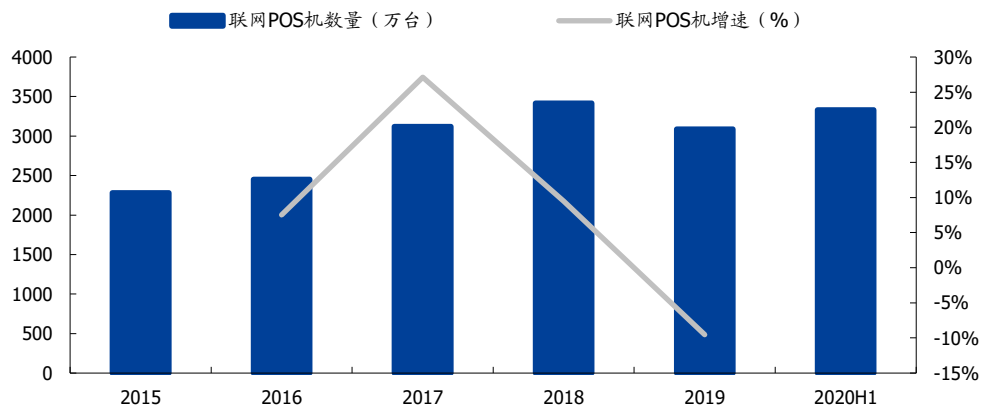
资料来源: 联想, 国盛证券研究所

5. POS 市场基本稳固, 智能化+疫情消退助力业务回稳

5.1 全球 POS 机市场稳健发展, 智能化渗透率提升

随着移动支付浪潮兴起, 自助零售终端, POS 机等等设备均迎来放量增长。根据智研咨询数据, 近年中国移动支付规模达到 109.07 万亿元。高速增长移动支付规模带动了市场对于智支付终端的需求, 根据前瞻产业研究院数据, 近年来我国的联网 POS 机总量上涨, 虽然在 2019 年受到二维码, 人脸支付新型支付方式冲击有所下降, 但截至到 2020H1, 全国联网 POS 机数量已经基本恢复到了 2018 年的最巅峰水平。

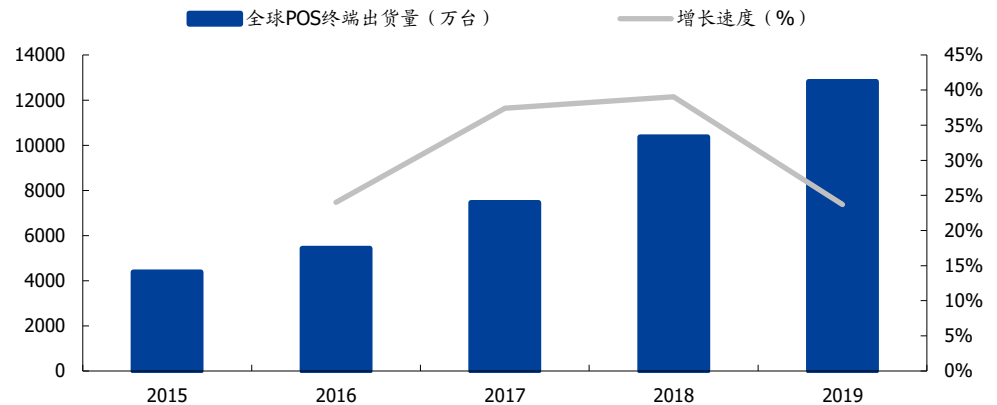
图表 37: 中国联网 POS 机数量



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

从全球范围来看，根据尼尔森数据，2019年全球POS终端出货量不断上涨，2019年达到1.28亿台，同比增长24%。同时，根据GrandViewresearch数据，全球POS机市场规模已经达到了690亿美元，并且在2020-2025年将会维持7.42%的复合增长率。

图表 38: 全球 POS 终端出货量



资料来源: 尼尔森, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

在POS机市场不断扩张的同时，POS机市场头部厂商份额基本保持稳定。根据尼尔森数据，2017-2019全球前十大POS机厂商的份额始终维持在70%之上，其中，新大陆、Ingenico、百富全球等T1厂家所占份额较其他厂商有较大的领先。

图表 39: 2017-2019 全球前十大 POS 机厂商出货量 (百万台)

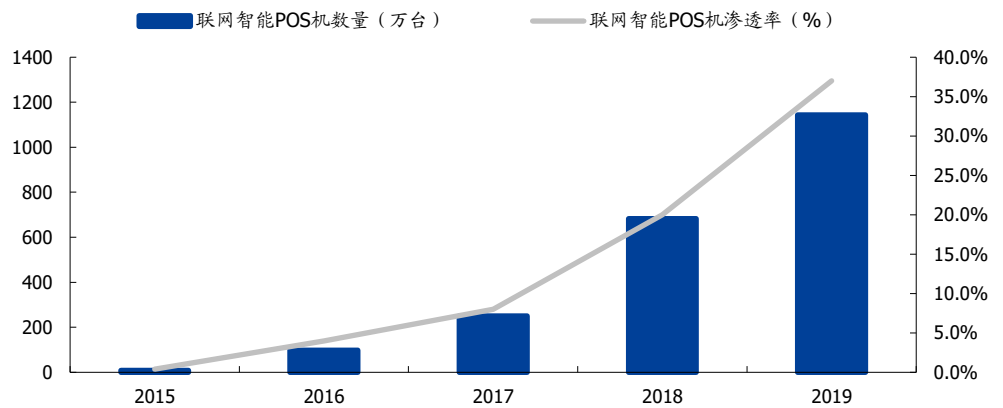
| 2017 年厂商名称及出货量 | | 2018 年厂商名称及出货量 | | 2019 年厂商名称及出货量 | |
|----------------|--------|----------------|--------|----------------|--------|
| Ingenico | 10.93% | 新大陆 | 14.30% | Ingenico | 13.79% |
| 新大陆 | 8.66% | Ingenico | 11.05% | 天喻信息 | 13.20% |
| 升腾资讯 | 7.44% | 百富环球 | 10.65% | 百富环球 | 11.02% |
| 惠尔丰 | 6.24% | 新国都 | 7.05% | 惠尔丰 | 8.88% |
| 百富环球 | 5.91% | 惠尔丰 | 6.31% | 新大陆 | 8.66% |
| 艾创电子 | 3.78% | 艾创电子 | 5.66% | 华智融 | 8.56% |
| BBPOS | 3.06% | 神州安付 | 5.52% | 新国都 | 8.02% |
| 鼎合远传 | 3.01% | 升腾资讯 | 5.22% | 魔方电子 | 7.60% |
| 新国都 | 2.22% | 魔方电子 | 5.03% | 神州安付 | 6.08% |
| 虹堡科技 | 2.00% | 天喻信息 | 4.13% | 艾创电子 | 5.62% |
| 合计市场份额 | 71.40% | | 72.30% | | 71.30% |

资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

5.2 智能化 POS 机渗透率不断提升，带动强劲换代需求

近年来，随着手机支付，人脸支付的等新型支付方式不断兴起，传统 POS 机的市场地位受到了一定冲击，为此，各大 POS 机厂商纷纷推出了支持多种支付方式的新型 POS 机产品。与传统 POS 机相比，智能 POS 机支持闪付、第三方支付、扫码支付甚至是人脸支付的等多种功能。根据前瞻产业研究院数据，目前我国的智能 POS 机渗透率已经从 2015 年的 0.4% 快速上升至 2019 年的 37%，智能 POS 机的数量也达到了 1137 万台。我们认为，未来随着扫码等新型支付方式渗透率进一步提升，智能 POS 机的占比和数量有望进一步提高，成为推动 POS 机市场增长的主力产品。

图表 40: 中国智能联网 POS 机销量及渗透率



资料来源: 尼尔森, 国盛证券研究所

随着智能 POS 机比例不断提升，传统的 2/3G POS 机也迎来了升级换代浪潮，其中最主要的区别就在于采用的模组不同，智能 POS 机绝大多数采用 4G 制式，其模组主要采用 Cat.1 模组，过去因为 Cat.1 模组价格较高，一定程度上延缓了智能 POS 机的出货以及换代速度，我们认为随着 19 年以来 Cat.1 模组价格逐渐走低，未来智能 POS 机的替换趋势有望进一步加速。

5.3 绑定一线大厂，公司市场地位稳固

长期以来，智能 POS 机业务一直是公司的支柱业务，公司公告显示，公司 M2M 业务占比一直维持在 60% 以上并保持高速增长，公司的积累了大量的头部客户，包括了新大陆、Ingenico、惠尔丰、新国都等，这几家头部厂商在 POS 机市场占据了大量的市场份额。

在产品方面，面向新的智能 POS 机时代，广和通在 Cat.1 产品的储备上也做好了准备。在 2020 年四月，搭载了紫光展锐春藤 8910DM 的广和通 L610 LTE Cat1 模组顺利完成了中国电信的测试入库，成为国内首个完成运营商入库的国产芯 Cat1 模组。根据广和通资料，L610 支持区块链功能，可以访问区块链并调动智能合约，实现“链上-云上”的全程数据可信。同时面向海外市场，广和通的 L610 也拥有 L610-EU/L610-LA 两种海外型号，支持亚洲、欧洲、拉美主要运营商的网络频段。目前，广和通的 Cat.1 系列产品已经在支付、Tracker、工业互联、公网对讲、IPC 等行业客户出货。

图表 41: 广和通 L610 Cat. 1 模组



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

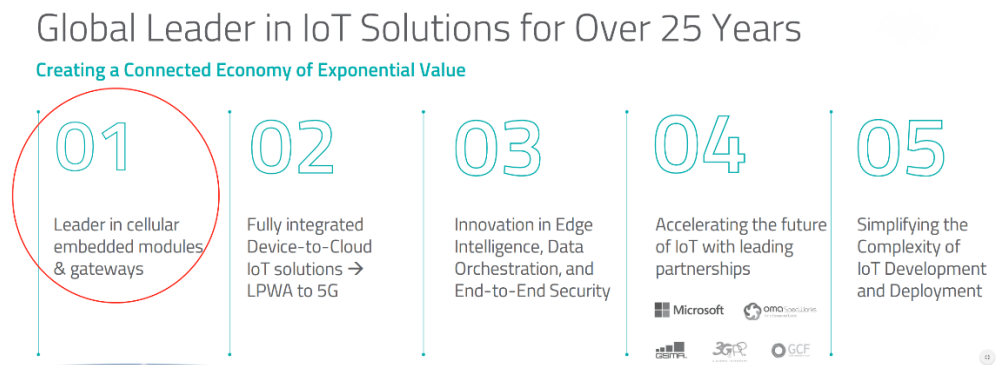
我们认为, 在全球疫情消退, POS 机智能化渗透率不断提升的当下, POS 机市场销量和单价有望实现双增长, 广和通具有面向智能 POS 机的完整产品布局以及和头部客户长期合作的关系, 公司的 POS 机业务有望迎来新的增长。

6. 打通渠道+产品, 车载业务磨合完成, 腾飞在即

6.1 Sierra 收购+战投西安联乘, 打通海内外认证渠道。

2020年7月24日, 广和通发布公告, 宣布将增资并通过参股公司锐凌无线收购 SierraWireless 的车载模组业务。Sierra 是北美最大的无线模组厂商, 是世界第一的前装模组厂商, 其在车载业务领域拥有 15 年的专业经验, 在全球范围内交付了超过一千万个车载模块。Sierra 的车载业务拥有众多优质头部客户, 包括了大众, 标志雪铁龙和菲亚特克莱斯勒。Sierra 车载模组业务 2019 年营收为 1.66 亿美元。2020 年 11 月 19 日, 锐凌无线正式完成了对 SierraWireless 车载业务的标的资产的交割。

图表 42: Sierra 前装模组业务领先全球



资料来源: Sierra, 国盛证券研究所

车载模组验证周期长，收购打通渠道优势。车载前装市场客户认证和导入周期较长，通常需要1~2年，海外整车厂对技术要求更加严苛，资质认证周期需要3年左右。目前车载前装市场行业领导者主要为Sierra Wireless、LGE、Continental、华为、Gemalto、Telit等头部企业。根据Sierra提供的信息，2018年，Sierra在车载模组领域的市占率为20%。广和通车载业务起步较晚，我们认为，本次收购Sierrawireless的车载前装业务能够帮助广和通增加在一线车厂认证及服务方面的能力，更好的帮助公司的车载前装模组实现规模出货。

战略投资西安联乘，加快上车认证布局。2020年7月，广和通投资公司与西安联乘智能科技有限公司（以下简称“西安联乘”）之母公司浙江亿咖通科技有限公司签订《关于西安联乘智能科技有限公司之增资扩股协议书》，本公司增资4,000万元持有西安联乘40.00%的股权。西安联乘是一家致力于智能网联汽车前装模块的公司，目前公司的主要客户包括了吉利，沃尔沃的等一线汽车厂商和德赛西威，高兴新等下游客户。

图表 43: 广和通、吉利、亿咖通科技出席签约仪式



资料来源：广和通，国盛证券研究所

图表 44: 西安联乘合作伙伴



资料来源：西安联乘，国盛证券研究所

6.2 推出多款自研车规模组，规模出货 T1/T2 车厂

目前，广和通旗下的子公司广东驰远已经推出了覆盖多种需求的车联网模组。**(1) 在 5G 领域**，广通远驰推出了 5G 车载模组 AN958，兼容 LTE、WCDMA、TD-SCDMA 和 GSM 制式，专门为汽车前装应用而设计。在硬件设计上，这款 5G 模组可经受严苛环境的测试，具有优越的防静电和防电磁干扰能力，为汽车行业等特殊环境应用领域提高解决方案。基于 Sub6 频段，AN958 支持全频段，可满足全球各区域市场 5G 车载通信的需求。

(2) 在 C-V2X 领域，广通远驰推出了 AX168 模组，基于 3GPP Rel.15 技术，兼容 LTE-V2X 直接通信，在统一的 5.9GHz ITS 频段上支持车对车 (V2V)、车对基础设施 (V2I) 和车对人 (V2P) 通信，以低时延、高可靠性和高吞吐量满足车辆通信要求。AX168 可支持全球 V2X 通信，满足增强型驾驶安全、自动驾驶、智能交通系统 (ITS) 和先进的驾驶辅助系统 (ADAS) 的应用需求。**(3) 广通远驰在车载智能模组**，车载 Wi-fi 模组上也均有布局，可以支持智能中控，车载设备和车载安防等相关应用。

图表 45: 广和通车载模组系列产品



资料来源: 广和通, 国盛证券研究所

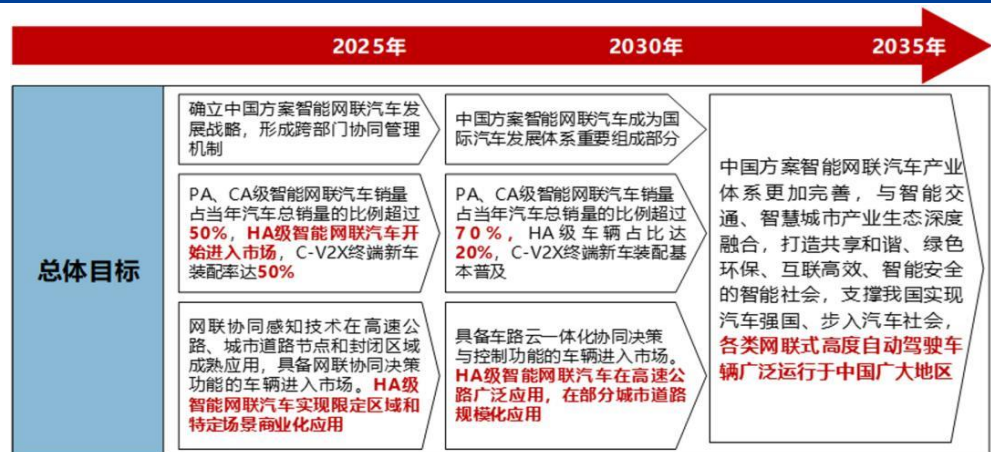
我们认为, 随着收购 SierraWireless 车载模组业务, 战略投资西安联乘打通海内外高端车厂渠道, 子公司广通驰远各系列车载模组推出并顺利出货, 公司车载产品线已经基本打通, 有望在将来随汽车网联化趋势加深而迅速放量。

6.3 汽车销量与智能化率齐声, 车载模组市场前景广阔

R16 催化 V2X 加速成熟, 车载模组新市场酝酿中。2020 年 3 月 20 日, 5G R16 标准正式冻结, 其中包含了免许可频谱, 5G 定位在内的新技术, 并同时增强了 5G 的超可靠低延迟通信 (URLLC) 的性能, 极大的推进了 V2X 的落地进度。根据前瞻产业研究院的数据测算, 我国车联网市场规模在 2025 年有望达到 2162 亿美元, 占到全球市场的 1/4, 2020-2025 平均复合增长率将达到 44.9%。

11 月 11 日, 《智能网联汽车技术路线图 2.0》正式发布相对于 1.0 版本的路线图, 本次路线图将计划拓展到 2035 年, 提出要在 2025 年使得 PA、CA 级智能网联汽车销售占比超过 50%, C-V2X 新车装配率达到 50%。到 2035 年要 PA、CA 比例超过 70%, C-V2X 在新车商基本普及。同时, 路线图还强调, 到 2030 年具备云车路一体化协同决策与控制功能的车辆进入市场。

图表 46: 《智能网联汽车技术路线图 2.0》目标

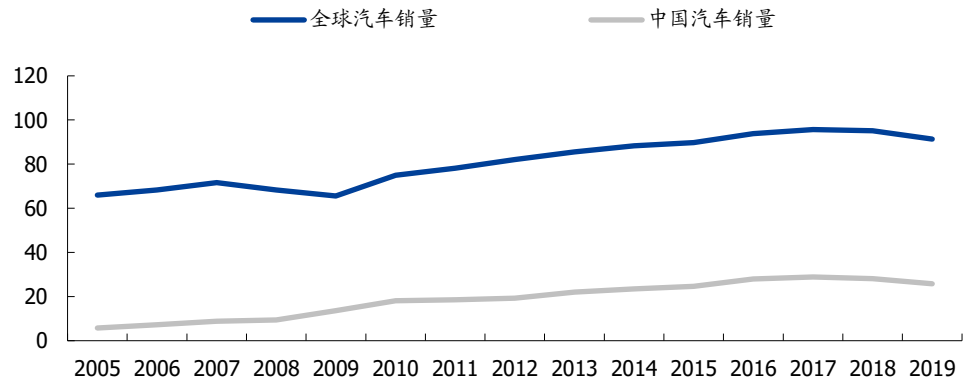


资料来源: 《智能网联汽车技术路线图 2.0》, 国盛证券研究所

汽车销量复苏强劲，为车载模组提供强劲基本盘

近年来，汽车销量一直保持着较高的增长速度，全国汽车销量稳定在 2500 万台以上，全球汽车销量稳定在 9000 万台以上。随着新能源车的加速普及，未来几年内，汽车销量依然会维持在一个较高的水平。

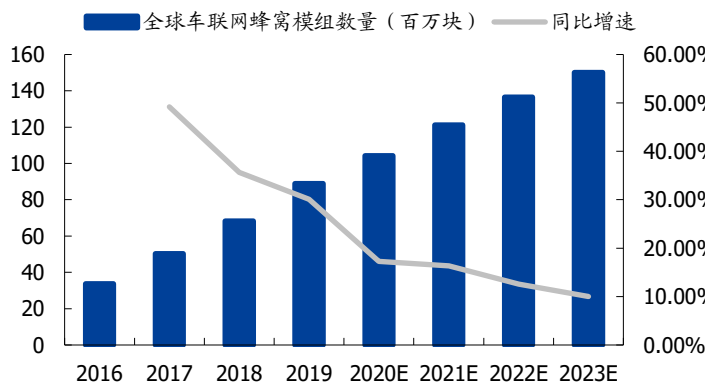
图表 47: 2005-2019 全球与中国汽车销量 (单位: 百万辆)



资料来源: 《智能网联汽车技术路线图 2.0》, 国盛证券研究所

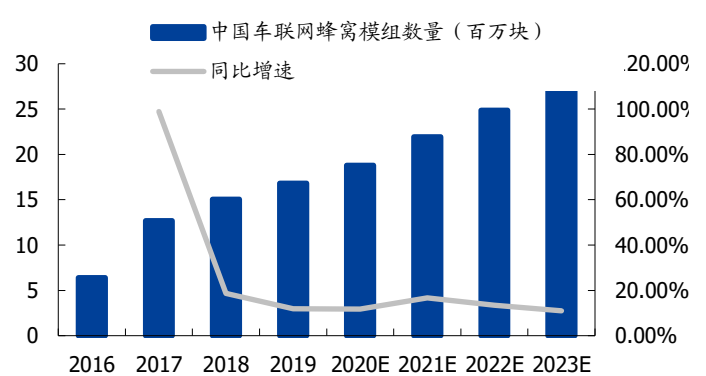
随着疫情冲击的逐渐结束，未来全球汽车产量依然会保持在较高的水平。同时随着智慧生活的普及以及智能时代的到来，汽车智能化渗透率未来将不断提升。因此，这两个方面决定了未来车载模组的运用数量将会大幅增加，相应的车载模组市场将愈发广阔。

图表 48: 全球车联网蜂窝模组数量 (百万块)



资料来源: ABIResearch, 国盛证券研究所

图表 49: 中国车联网蜂窝模组数量 (百万块)



资料来源: ABIResearch, 国盛证券研究所

7. 盈利预测和估值

公司3月19日发布公告，拟开展2021年新一轮激励计划，授予对象总人数346人（股票期权147人、限制性股票199人）。股权激励的业绩考核目标为2021/2022/2023年净利润较2020年基数增长率分别不低于35%/70%/110%。较之前一期股权激励的覆盖人数更广，激励目标也更高，彰显了公司对于未来发展的信心。

核心假设：

- (1) 疫情之下笔记本，平板出货量增加，蜂窝模组渗透率逐步提升，我们预计公司2020年MI业务营收为10.35亿元，后续随笔记本市场空间平稳增长，MI业务将保持持续增长，2021/2022年营收预计为15.32亿/19.91亿元。
- (2) 公司M2M业务受到疫情下海外POS机业务放缓影响，我们预计2020年营收为18.15亿元，后续受益Cat.1规模出货以及POS机市场重回增长和智能化升级，公司M2M业务21/22年营收预计为26.32/35.53亿元。
- (3) 公司MI业务毛利率受到21/22年5G模组起量影响，预计将会呈现出先生后降趋势，预计20/21/22年毛利率为32%/35%/34%。
- (4) 公司M2M毛利率受到产品结构调整影响（Cat.1模组等出货规模扩大）等，预计会有小幅减少，20/21/22年毛利率为25%/23%/23%。
- (5) 报表暂未考虑Sierra车载业务并表后增厚公司业绩的影响。

图表 50: 盈利预测

| 单位：百万元 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入 | 1915.1 | 2885.2 | 4200.2 | 5581.7 |
| M2M | / | 1815.2 | 2632.0 | 3553.3 |
| MI | / | 1035.0 | 1531.8 | 1991.3 |
| 其他业务 | 35.0 | 35.0 | 36.4 | 37.1 |
| 营业收入增速 | 53.3% | 50.7% | 45.8% | 42.7% |
| M2M | / | / | 45% | 35% |
| MI | / | / | 48% | 30% |
| 其他业务 | 0% | 2% | 4% | 2% |
| 毛利率 | 26.7% | 27.7% | 27.5% | 27.0% |
| M2M | / | 25.0% | 23.0% | 23.0% |
| MI | / | 32.0% | 35.0% | 34.0% |
| 其他业务 | / | 40.0% | 40.0% | 40.0% |
| 期间费用率 | 17.2% | 16.9% | 16.7% | 16.5% |
| 归属于母公司净利润 | 170.06 | 283.97 | 410.69 | 538.75 |
| 销售净利率 | 8.9% | 9.8% | 9.8% | 9.7% |
| 净利润增长率 | 95.9% | 66.3% | 44.6% | 31.2% |

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们选取了物联网模组行业的代表性公司作为可比公司，包括了移远通信、美格智能、移为通信。公司PE估值较行业平均水平显著偏低。

我们预计公司2020-2022年营收28.85/42.00/55.82亿元，净利润2.84/4.11/5.39亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 51: 可比公司估值

| 股票代码 | 公司名称 | 2021/4/9 | EPS (万得一致预期) | | | PE (万得一致预期) | | |
|-----------|------|----------|--------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
| | | 收盘价 (元) | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 002881.SZ | 美格智能 | 19.35 | 0.16 | 0.5 | 0.77 | 120.9 | 38.7 | 25.1 |
| 300590.SZ | 移为通信 | 24.53 | 0.58 | 0.86 | 1.18 | 42.3 | 28.5 | 20.8 |
| 603236.SH | 移远通信 | 226.9 | 1.98 | 3.22 | 5.16 | 114.6 | 70.5 | 44.0 |
| | 平均 | | | | | 92.6 | 45.9 | 30.0 |
| 300638.SZ | 广和通 | 54.2 | 1.17 | 1.70 | 2.23 | 46.2 | 31.9 | 24.3 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

8. 风险提示

1. 全球笔记本出货量不及预期。

全球笔记本销量可能会受到疫情提前透支增长潜力, 全球半导体器件缺货潮影响而出现放缓或者下降。

2. 车联网渗透率不及预期。

车联网以及车载终端推进需要政策, 整车厂, 路侧设备厂商, 以及车载芯片厂商共同配合, 不确定性风险较大, 具有市场增速不如预期的可能

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com