

2022 年 01 月 10 日

广和通 (300638.SZ)

模组认证成果颇丰, 业绩实现高速增长

■**5G 模组通过沃达丰认证, LTE 模组获 CE/FCC 重要认证:** 根据公司官网, 2021 年 11 月, 广和通 5G 模组 FM150-AE 取得全球第二大移动通信运营商沃达丰认证。2022 年 1 月, 公司宣布支持 3GPP Release 16 特性的 5G Sub6 GHz 模组 FM160-CN 已进入工程送样阶段, 成为首款专为国内定制的 3GPP Release 16 工业级模组。2022 年 1 月 7 日, 在一年一度的国际消费类电子产品展 (CES) 上, 公司宣布其高性能 LTE 模组 FM101 率先取得欧洲和美洲地区重要法规认证, 包括 FM101-EAU 取得 CE 认证, FM101-NA 同步取得 FCC 认证。公司收购锐凌无线取得进一步进展, 截至 2021 年 8 月 31 日, 锐凌无线实现营业收入 15.30 亿元, 实现净利润 0.38 亿元。根据佐思产研数据, 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达 17.6%、19.1%。预计未来随着公司与锐凌无线协同效应的释放, 公司业绩将迈上新台阶。

■**业绩高速增长, 费用管控卓有成效:** 公司业绩表现优异。根据公司三季报, 2021 年前三季度公司实现营业收入 28.54 亿元, 同比增长 45.0%; 实现归母净利润 3.23 亿元, 同比增长 44.3%。其中 21 年 Q3 单季度实现营收 10.32 亿元, 同比增长 47.2%, 环比增长 7.3%; 实现归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 40.1%, 环比微降 1.2%。2021 年以来, 在毛利率出现下降的情况下, 公司净利率不断提升。2021 年前三季度公司销售毛利率为 25.4%; 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.1%、12.1%、0.2%, 分别环比下降 0.1pct、0.7pct、0.1pct; 销售净利率为 11.3%。公司持续加大研发投入和布局, 2021 年前三季度, 公司研发费用达 2.87 亿元, 研发费用率为 10.1%。截至 2021 年 H1, 公司员工总数为 1369 人, 其中研发人员占比达 60% 以上。

■**物联网行业高速发展, 预计 2025 年我国车联网渗透率将超 75%:** 全球移动通信系统协会(GSMA)统计数据显示, 2020 年全球物联网设备连接数量高达 126 亿个。根据 GSMA 预测, 2025 年全球物联网设备(包括蜂窝及非蜂窝)联网数量将达到约 246 亿个。“万物互联”将成为全球网络未来发展的重要方向。根据 Counterpoint 统计数据, 公司在 2021 年第三季度全球蜂窝物联网模组供应商中排名第二。公司 PC 业务紧抓下游大客户, 根据公司公告, 公司主要合作伙伴包括惠普、联想、戴尔、英特尔等。根据前瞻产业研究院数据, 2020 年中国车联网行业渗透率已达 48.8%, 车联网用户规模约为 1.4 亿辆。前瞻产业研究院预计 2025 年中国车联网行业渗透率将超过 75%, 用户规模将超过 3.8 亿辆。公司将乘物联网、车联网发展之风实现快速发展。

■**投资建议:** 公司业绩保持高速增长, 不断研发出新品模组, 完善自身产品矩阵。同时公司积极深化车联网领域布局, 收购锐凌无线取得有

公司动态分析

证券研究报告

网络接配及塔设

投资评级 **买入-A**

维持评级

6 个月目标价: **54.80 元**

股价 (2022-01-10) **48.67 元**

交易数据

总市值 (百万元)	19,881.04
流通市值 (百万元)	12,461.79
总股本 (百万股)	414.19
流通股本 (百万股)	259.62
12 个月价格区间	35.93/67.44 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.76	8.43	33.16
绝对收益	-13.75	9.71	25.93

张真桢

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521110001
zhangzz2@essence.com.cn

相关报告

广和通: 持续加大研发投入力度, 新产品有望带动第二成长曲线/马天诣 2021-08-23

效进展，未来将充分受益于车联网领域高速增长为公司带来的第二成长曲线。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 38.79 亿元(+41.4%)、57.37 亿元(+47.9%)、82.60 亿元 (+44.0%); 归母净利润分别为 3.96 亿元(+39.6%)、5.67 亿元(+43.2%)、7.61 亿元(+34.3%)，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，目标价 54.8 元。维持“买入-A”投资评级。

■风险提示：市场竞争加剧、汇率波动、集成芯片推广并量产替代公司主要产品无线通信模块、收购整合不利的风险

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,915.1	2,743.6	3,878.6	5,737.2	8,259.9
净利润	170.1	283.6	396.0	567.0	761.4
每股收益(元)	1.27	1.17	0.96	1.37	1.84
每股净资产(元)	3.15	3.77	4.88	5.84	7.15

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	38.4	41.5	50.9	35.6	26.5
市净率(倍)	15.5	12.9	10.0	8.3	6.8
净利率	8.9%	10.3%	10.2%	9.9%	9.2%
净资产收益率	13.0%	18.2%	19.6%	23.5%	25.7%
股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
ROIC	53.0%	90.1%	49.7%	86.0%	204.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 5G 模组通过沃达丰认证，LTE 模组获 CE/FCC 重要认证	4
2. 业绩高速增长，费用管控卓有成效	6
3. 物联网行业高速发展，预计 2025 年我国车联网渗透率将超 75%	7
4. 投资建议	9
5. 风险提示	9

图表目录

图 1: FM150-AE 模组	4
图 2: FM160-CN 模组	4
图 3: FM101 模组取得 CE/FCC 重要认证	5
图 4: FM350 5G 模组	5
图 5: 本次收购前后锐凌无线股权变化	5
图 6: 锐凌无线 2019-2021 年营业收入与净利润	6
图 7: 2019Q1-2021Q3 公司单季度营业收入	6
图 8: 2019Q1-2021Q3 公司单季度归母净利润	6
图 9: 2019Q1-2021Q1-Q3 公司销售毛利率与销售净利率	7
图 10: 2019Q1-2021Q1-Q3 公司三费率	7
图 11: 2019Q1-2021Q3 公司单季度研发费用与研发费用率	7
图 12: 2015-2020 年全球物联网设备连接数	8
图 13: 2021E-2026E 全球物联网市场规模预测	8
图 14: 车联网应用示意图	9

1. 5G 模组通过沃达丰认证，LTE 模组获 CE/FCC 重要认证

5G 模组研发与认证加速推进。根据公司官网，2021 年 11 月，广和通 5G 模组 FM150-AE 取得全球第二大移动通信运营商沃达丰认证。FM150 是广和通面向全球首发的 5G 模组，基于高通 SDX55 芯片平台开发，支持 5G SA/NSA 两种网络架构，拥有更快的传输速度，更低的网络时延。FM150 支持北美、亚洲、欧洲、澳大利亚等地区的 5G NR Sub-6GHz 频段，同时兼容 LTE 和 WCDMA 制式，加速 5G 终端设备响应落地。FM150 可广泛为网关，工业监控，远程医疗，无人机，虚拟现实和沉浸式体验（VR 和 AR）等领域客户提供完美高速体验。FM150 除已取得沃达丰认证外，还获得 T-Mobile/DT/FCC/CE/GCF/等多项认证。目前，FM150 已在多个行业终端进行产品导入，拥有强大的承载能力。

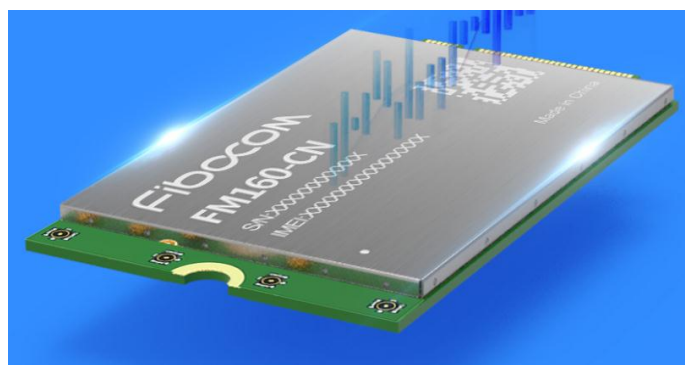
根据公司官网，2022 年 1 月，公司宣布支持 3GPP Release 16 特性的 5G Sub6 GHz 模组 FM160-CN 已进入工程送样阶段，成为首款专为国内定制的 3GPP Release 16 工业级模组。广和通 FM160-CN 模组支持 3GPP Release 16 所具有的 5G LAN、高精度定位、5G+TSN（时间敏感网络）、uRLLC 增强等特性，FM160-CN 面世将加速 5G 在工业互联、智慧电力、智慧医疗、车联网等物联网行业的高效应用。

图 1：FM150-AE 模组



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

图 2：FM160-CN 模组



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

FM101 模组取得 CE/FCC 重要认证。根据公司官网，2022 年 1 月 7 日，在一年一度的国际消费类电子产品展（CES）上，公司宣布其高性能 LTE 模组 FM101 率先取得欧洲和美洲地区重要法规认证，包括 FM101-EAU 取得 CE 认证，FM101-NA 同步取得 FCC 认证。FM101 可带来 LTE Cat6 无线网络体验，最高速率可达下行 300Mbps，上行 50Mbps，提供高性能、低时延的网络；同时支持 LTE-TDD、LTE-FDD、WCDMA 3 种网络制式，满足多种网络切换需求。双重重量级认证加身，标志着 FM101 可在亚太、欧洲及美洲大部分地区的 LTE 网络下稳定运行，为工业互联等制造领域提供可靠的无线连接服务，是公司产品迈向全球市场的重要成果。

发布 PC 5G 模组，应用于惠普笔电中。根据公司官网，2021 年 11 月 1-3 日，中国移动全球合作伙伴大会于广州举行，公司携手中国移动、惠普、联发科、英特尔合作打造创新型 5G 全互联 PC 产品—惠普星系列 14 英寸变形本 5G 版与惠普 Spectre x 360 14 英寸变形本 5G 版。这两款笔记本内置了广和通 5G 模组 FM350-GL，可顺畅支持 5G 网络，屏幕视觉设计体验感加强，语音实时畅快，适配于用户沉浸式高效办公，全栈赋能 5G PC 步入进化时代，为全球用户提供随时随地的 5G 无缝办公、在线教育、视频流媒体直播、视频广播、5G 云游戏互动。

图 3：FM101 模组取得 CE/FCC 重要认证



资料来源：广和通公众号，安信证券研究中心

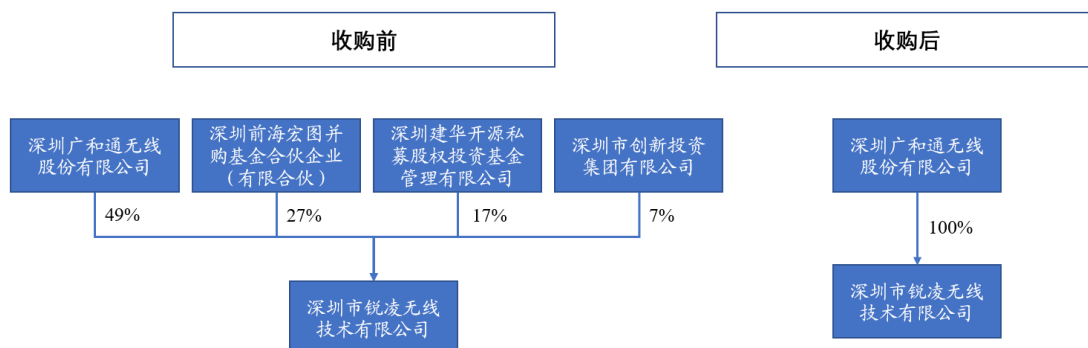
图 4：FM350 5G 模组



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

锐凌无线收购稳步推进。2020 年 7 月，公司通过参股公司锐凌无线（持股 49%）购买 Sierra Wireless, Inc 的全球车载前装模块业务相关资产。2021 年 7 月公司发布公告宣布将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，通过支付现金的方式购买建华开源（原建信华讯）持有的锐凌无线 17%股权。股票发行价格为 33.87 元/股，公司向前海红土配股 4,121,346 股，向深创投配股 1,068,497 股，向建华开源支付现金 8,789 万元。同时，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 17,000 万元，用于高性能智能车联网无线通信模组研发及产业化项目和补充锐凌无线流动资金。本次交易完成后，公司将持有锐凌无线 100%股权。

图 5：本次收购前后锐凌无线股权变化

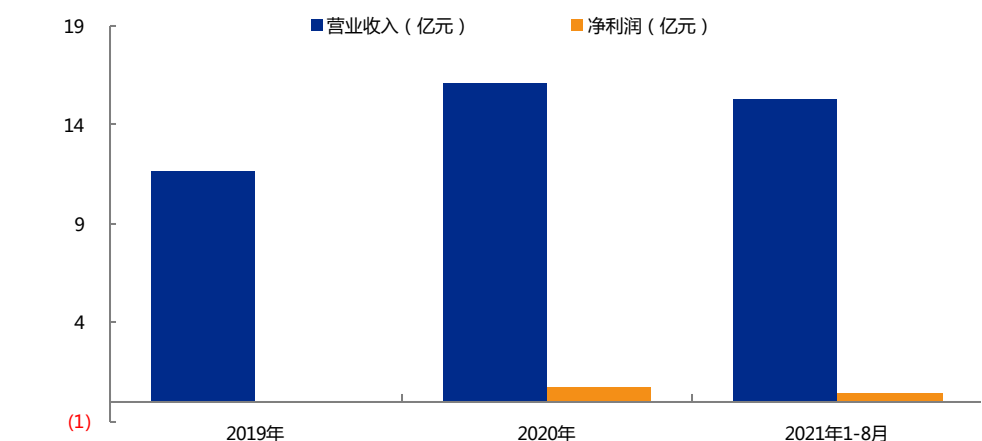


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2022 年 1 月 5 日，公司收到深圳证券交易所出具的《关于受理深圳市广和通无线股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金申请文件的通知》，标志着公司对锐凌无线的收购取再进一步。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，拥有众

多成功的汽车前装市场长期服务项目，其车载无线通信模组安装量在全球位居前列。根据佐思产研数据，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达17.6%、19.1%。锐凌无线已积累众多优质行业客户，与LG Electronics、Marelli和Panasonic等知名汽车零部件一级供应商建立了长期稳定的合作关系，主要终端客户包括大众集团、标致雪铁龙集团及菲亚特克莱斯勒汽车公司等全球知名整车厂。根据公司公告，截至2021年8月31日，锐凌无线实现营业收入15.30亿元，实现净利润0.38亿元。公司与锐凌无线在业务领域及客户资源、技术优势和原材料采购上高度互补，双方融合将创造出显著的协同效应，推动公司实现更高质量发展。预计未来随着公司与锐凌无线协同效应的释放，公司业绩将迈上新台阶。

图 6：锐凌无线 2019-2021 年营业收入与净利润

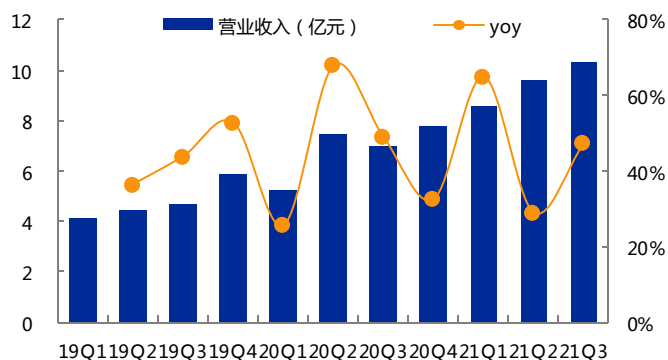


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 业绩高速增长，费用管控卓有成效

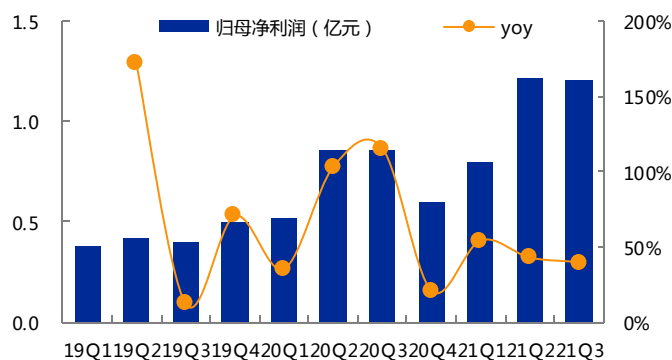
业绩保持高速增长。公司业绩逐年增长，根据公司三季报，2021年前三季度，公司实现营业收入28.54亿元，同比增长45.0%；实现归母净利润3.23亿元，同比增长44.3%。其中21年Q3单季度实现营收10.32亿元，同比增长47.2%，环比增长7.3%；实现归母净利润1.21亿元，同比增长40.1%，环比微降1.2%。公司业绩表现优异，在上游原材料涨价的影响下仍实现营收与归母净利润高速增长，整体业绩符合预期。

图 7：2019Q1-2021Q3 公司单季度营业收入



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：2019Q1-2021Q3 公司单季度归母净利润

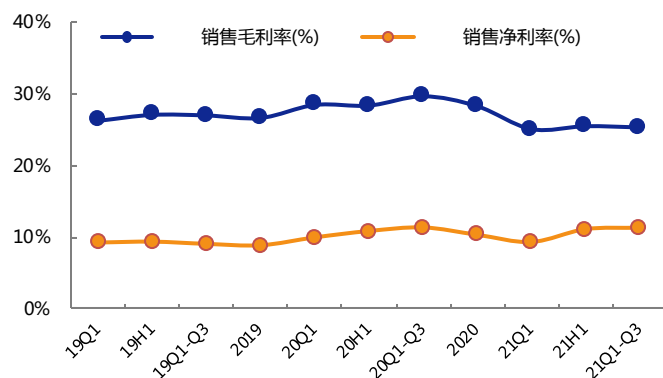


资料来源：Wind，安信证券研究中心

净利率改善，费用管控能力不断加强。2019年以来，公司毛利率保持在25%以上，净利率维持在9%以上。2021年以来，在毛利率出现下降的情况下，公司净利率不断提升。毛利率

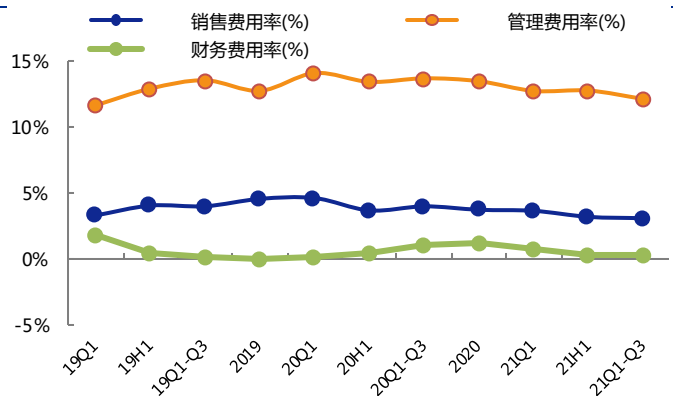
下降主要受上游原材料涨价、人民币升值、产品结构调整等因素影响。公司费用管控卓有成效，2020 年以来销售费用率、管理费用率、财务费用率均呈下降趋势。2021 年前三季度公司销售毛利率为 25.4%。2021 年前三季度公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.1%、12.1%、0.2%，分别环比下降 0.1pct、0.7pct、0.1pct。2021 年前三季度公司销售净利率为 11.3%。

图 9：2019Q1-2021Q1-Q3 公司销售毛利率与销售净利率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

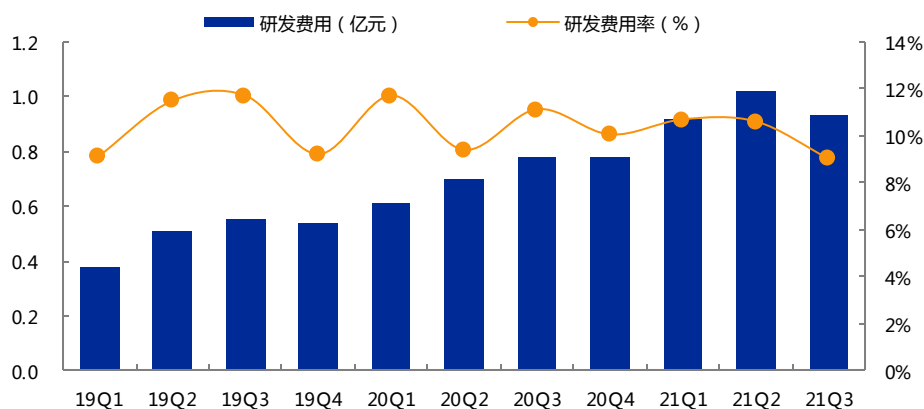
图 10：2019Q1-2021Q1-Q3 公司三费率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

公司持续加大研发投入和布局。2019 年以来公司研发费用呈逐季增长态势，研发费用率维持在 9% 以上。2021 年前三季度，公司研发费用达 2.87 亿元，研发费用率为 10.1%。截至 2021 年 H1，公司员工总数为 1369 人，其中研发人员占比达 60% 以上。公司研发骨干拥有多年行业研发经验，曾在世界五百强企业及国内科研院所等行业技术领先的企业工作。多年来公司研发团队积极与英特尔、高通、紫光展锐、MTK 等公司交流合作，研发流程不断得到提升，能够与国际先进的产品开发管理流程相接轨。截至 2021 年 H1，公司已获得 55 项发明专利、45 项实用新型专利以及 52 项计算机软件著作权。

图 11：2019Q1-2021Q3 公司单季度研发费用与研发费用率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

3. 物联网行业高速发展，预计 2025 年我国车联网渗透率将超 75%

物联网行业高景气度赋能公司持续快速发展。全球移动通信系统协会(GSMA)统计数据显示，2010-2020 年全球物联网设备数量高速增长，CAGR 达 19%。2020 年，全球物联网设备连接数量高达 126 亿个。根据 GSMA 预测，2025 年全球物联网设备(包括蜂窝及非蜂窝)联网数量将达到约 246 亿个。“万物互联”将成为全球网络未来发展的重要方向。

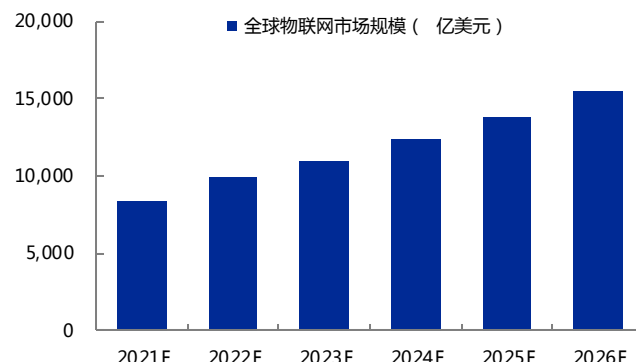
根据 IDC 数据，2020 年全球物联网市场规模为 7490 亿美元，IDC 预计 2022 年全球物联网市场规模将突破万亿美元，预计中国 2020-2025 年物联网市场规模年均复合增长率约为 13.4%，到 2025 年中国占全球比例达到 25.9%，市场规模全球第一。目前全球物联网相关的技术、标准、产业、应用、服务处于高速发展阶段。物联网核心技术持续发展，标准体系正在构建，产业体系处于建立和完善过程中。移动互联网连接和工业互联网连接是未来发展的主要趋势。

图 12：2015-2020 年全球物联网设备连接数



资料来源：GSMA，安信证券研究中心

图 13：2021E-2026E 全球物联网市场规模预测



资料来源：IDC，安信证券研究中心

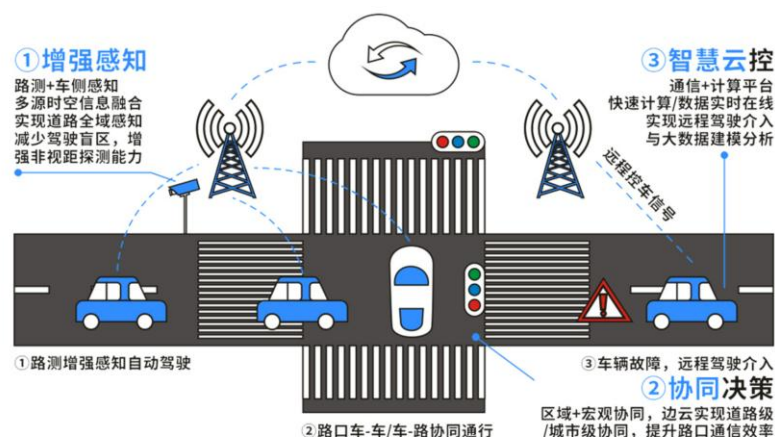
根据 Counterpoint 数据，2021 年第三季度，全球蜂窝物联网模组出货量同比增长 70%，整体收入突破 15 亿美元大关，其中 5G 模块出货量同比增长 700%。根据 Counterpoint 统计数据，公司在 2021 年第三季度全球蜂窝物联网模组供应商中排名第二，公司将乘物联网发展之风实现快速发展。

PC 模组渗透率提升。根据 Strategy Analytics 数据，2020 年由于疫情爆发，居家办公的联网需求增加，具有蜂窝功能的移动 PC 的全球出货量增长同比 70%至 1010 万台，创历史新高。根据 Strategy Analytics 数据，截至 2020 年底，全球约有超过 2600 万台的 PC 支持蜂窝联网功能。2020 年蜂窝模组在 PC 端渗透率仅占约 5%，未来仍有非常大的提升空间。随着未来流量资费持续下降、5G 技术发展成熟，蜂窝通信模组在笔电市场中的渗透率将持续提升。根据公司公告，公司 PC 业务主要合作伙伴包括惠普、联想、戴尔、英特尔等。

车联网加速发展，2025 年我国车联网渗透率将超 75%。根据前瞻产业研究院数据，2018-2020 年，中国车联网行业渗透率与用户规模均逐年上升。2020 年中国车联网行业渗透率已达 48.8%，超过全球车联网行业渗透率，车联网用户规模约为 1.4 亿辆。前瞻产业研究院预计 2025 年中国车联网行业渗透率将超过 75%，用户规模将超过 3.8 亿辆。根据前瞻产业研究院数据，2015-2020 年，中国车联网市场规模高速增长，年均复合增长率达到 29.9%。2020 年我国车联网市场规模达 1637 亿元。近年来，5G 技术迅猛发展，为车联网行业的发展注入强大的动力。随着智能交通的发展，我国车联网用户规模也将逐年提升，行业渗透率将进入加速增长阶段。根据前瞻产业研究院预测，我国车联网市场规模有望在 2026 年达到 8000 亿元，2021-2026 年平均复合增长率将达到 30.4%。

公司车联网业务加速布局。公司 5G/4G/车规模组广泛用于车载信息娱乐系统(IVI)、行车记录仪(DVR)、车载终端(T-Box)、车载网关、5G 智能天线、车辆控制单元(TCU)、高级驾驶辅助系统(ADAS)、CV2X (V2V/N2I/V2P)系统、车载单元(OBU)、路侧单元(RSU)和其他车载及智慧交通系统，为网联汽车、高精度定位、5G 车路协同、5G 车路协同无人矿卡、5G 网联代客泊车、5G 网联景区观光车等场景提供高可靠性、低时延的无线通信方案。

图 14：车联网应用示意图



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

根据公司公告，2021 年以来，公司积极推动车联网业务布局，旗下车载前装业务全资子公司广通远驰已发布了多款车规级模组，包括 LTE Cat4 模组 AL940、C-V2X 模组 AX168、智能模组 AL656S、Cat 1 模组 AL426，Wi-Fi4 模组 W100，Wi-Fi6 模组 AW916 等，满足汽车、Tier1 厂商产品升级，更新换代的需求。同时，广通远驰联合汽车产业链上下游合作伙伴，努力推动 5G+V2X 项目和各类测试，积极构建智能汽车座舱生态，加速 5G 和汽车智能座舱、自动驾驶应用场景落地。公司 5G 车规级模组 AN958-AE 是一款面向全球发布的 5G NR Sub-6 车规级通信模组，基于高通 SA515M 车规级 5G 平台开发，具备 5G 高速率、大带宽和低时延的特性，该产品在 2021 年上半年连获三证，顺利通过 CCC/SRRC/NAL 三项认证。公司在车联网领域立足车载通信模组，同时还在 OBU 车载单元、RSU 路侧单元等领域进行研发投入，为客户提供高性能、高集成的 C-V2X 解决方案。预计未来公司车联网业务将迎来高速发展。

4. 投资建议

公司业绩保持高速增长，不断研发出新品模组，完善自身产品矩阵。同时公司积极深化车联网领域布局，收购锐凌无线取得有效进展，未来将充分受益于车联网领域高速增长为公司带来的第二成长曲线。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 38.79 亿元(+41.4%)、57.37 亿元(+47.9%)、82.60 亿元 (+44.0%)；归母净利润分别为 3.96 亿元(+39.6%)、5.67 亿元(+43.2%)、7.61 亿元(+34.3%)，我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，目标价 54.8 元。维持“买入-A”投资评级。

5. 风险提示

1、市场竞争加剧的风险。物联网产业持续高速增长，无线通信模块作为实现物与物相连功能的桥梁，未来持续高速增长的市场规模将吸引更多的竞争者进入该领域，市场竞争程度将愈发激烈。公司产品价格、毛利率、市场占有率等将可能受到不利影响。

2、汇率波动的风险。近年来人民币汇率浮动范围加大。随着公司业务扩张，特别是海外业务的快速增长，将会形成多币种的外币结算方式，人民币汇率的波动对公司经营成果存在一定影响。

3、集成芯片推广并量产替代公司主要产品无线通信模块的风险。目前有部分半导体芯片厂商已推出带无线通信功能的集成芯片，如果此类集成芯片大规模应用于物联网设备终端，公

司现有的主营业务无线通信模块产品销售将受到一定冲击。

4、收购整合不利的风险。公司全资控股 Sierra Wireless 车载前装模块业务，利用 Sierra 销售渠道拓展车联网市场，若收购后整合不利，资源未能充分运用，可能对公司在车联网市场份额和地位造成不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,915.1	2,743.6	3,878.6	5,737.2	8,259.9	成长性					
减:营业成本	1,404.3	1,966.8	2,817.8	4,176.8	6,070.1	营业收入增长率	53.3%	43.3%	41.4%	47.9%	44.0%
营业税费	5.1	7.7	11.7	16.2	23.8	营业利润增长率	89.6%	67.3%	39.1%	43.1%	34.4%
销售费用	86.5	101.3	152.7	232.3	321.5	净利润增长率	95.9%	66.8%	39.6%	43.2%	34.3%
管理费用	46.4	81.6	105.7	155.3	224.4	EBITDA 增长率	123.9%	70.7%	28.2%	38.1%	32.3%
研发费用	197.4	287.6	403.2	596.4	861.1	EBIT 增长率	129.2%	68.9%	29.7%	40.5%	33.8%
财务费用	-0.6	33.5	-6.2	-20.1	-30.5	NOPLAT 增长率	87.3%	84.8%	24.0%	40.5%	33.6%
资产减值损失	-12.8	-7.3	-10.0	-8.7	-9.3	投资资本增长率	8.8%	125.0%	-18.9%	-43.8%	-180.8%
加:公允价值变动收益	3.6	0.0	4.2	2.6	2.3	净资产增长率	190.7%	19.9%	29.3%	19.7%	22.5%
投资和汇兑收益	0.5	18.8	19.3	19.8	20.3						
营业利润	183.6	307.1	427.1	611.3	821.4	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	-0.8	-0.8	-0.9	-0.9	毛利率	26.7%	28.3%	27.4%	27.2%	26.5%
利润总额	182.5	306.3	426.2	610.3	820.5	营业利润率	9.6%	11.2%	11.0%	10.7%	9.9%
减:所得税	12.4	22.7	30.3	43.3	59.1	净利润率	8.9%	10.3%	10.2%	9.9%	9.2%
净利润	170.1	283.6	396.0	567.0	761.4	EBITDA/营业收入	10.7%	12.7%	11.5%	10.8%	9.9%
						EBIT/营业收入	10.0%	11.8%	10.9%	10.3%	9.6%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	5	6	5	3	2
货币资金	650.3	505.4	1,005.9	1,660.3	2,827.6	流动营业资本周转天数	50	34	18	1	-19
交易性金融资产	290.1	234.9	243.1	251.6	260.5	流动资产周转天数	260	271	263	277	293
应收帐款	557.7	795.1	1,160.1	1,795.3	2,550.6	应收帐款周转天数	88	89	91	93	95
应收票据	85.5	33.4	10.2	-59.9	-218.9	存货周转天数	26	45	56	67	78
预付帐款	13.9	14.1	40.5	61.9	118.2	总资产周转天数	287	326	323	316	320
存货	177.5	513.5	701.0	1,432.1	2,151.7	投资资本周转天数	63	75	66	31	2
其他流动资产	77.7	181.6	231.4	281.2	331.0						
可供出售金融资产	-	-	5.6	1.9	2.5	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	13.0%	18.2%	19.6%	23.5%	25.7%
长期股权投资	1.0	269.3	269.3	269.3	269.3	ROA	8.3%	9.7%	9.8%	9.4%	8.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	53.0%	90.1%	49.7%	86.0%	204.3%
固定资产	33.4	58.7	49.1	39.5	29.8	费用率					
在建工程	-	21.6	21.6	21.6	21.6	销售费用率	4.5%	3.7%	3.9%	4.0%	3.9%
无形资产	54.4	175.4	159.0	142.6	126.2	管理费用率	2.4%	3.0%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	112.5	117.3	135.0	152.6	170.2	研发费用率	10.3%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%
资产总额	2,054.2	2,920.5	4,031.8	6,050.0	8,640.2	财务费用率	0.0%	1.2%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
短期债务	91.5	75.0	-	-	-	四费/营业收入	17.2%	18.4%	16.9%	16.8%	16.7%
应付帐款	495.7	1,087.1	1,719.5	3,239.6	5,128.4	偿债能力					
应付票据	67.4	87.3	153.6	232.1	370.0	资产负债率	36.6%	46.5%	49.9%	60.0%	65.7%
其他流动负债	93.0	103.4	133.6	156.6	176.0	负债权益比	57.6%	87.0%	99.6%	150.2%	191.7%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.48	1.68	1.69	1.49	1.41
其他非流动负债	3.1	5.5	4.7	4.0	3.3	速动比率	2.24	1.30	1.34	1.10	1.03
负债总额	750.8	1,358.3	2,011.5	3,632.4	5,677.7	利息保障倍数	-341.54	9.70	-68.45	-29.47	-25.96
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	134.2	241.9	414.2	414.2	414.2	DPS(元)	0.13	0.18	0.29	0.40	0.52
留存收益	1,182.6	1,326.1	1,606.1	2,003.4	2,548.3	分红比率	31.6%	25.6%	30.7%	29.3%	28.5%
股东权益	1,303.3	1,562.1	2,020.3	2,417.6	2,962.5	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	170.1	283.6	396.0	567.0	761.4	EPS(元)	1.27	1.17	0.96	1.37	1.84
加:折旧和摊销	18.0	32.2	26.0	26.0	26.0	BVPS(元)	3.15	3.77	4.88	5.84	7.15
资产减值准备	26.4	14.0	-	-	-	PE(X)	38.4	41.5	50.9	35.6	26.5
公允价值变动损失	3.6	-0.0	4.2	2.6	2.3	PB(X)	15.5	12.9	10.0	8.3	6.8
财务费用	2.5	22.3	-6.2	-20.1	-30.5	P/FCF	355.3	-118.3	42.9	23.8	14.3
投资损失	-0.5	-18.8	-19.3	-19.8	-20.3	P/S	10.5	7.3	5.2	3.5	2.4
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	36.5	39.3	42.0	29.3	20.7
营运资金的变动	-8.8	-74.2	103.1	237.2	605.6	CAGR(%)	49.4%	39.0%	65.9%	49.4%	39.0%
经营活动产生现金流量	223.2	337.1	503.9	793.0	1,344.6	PEG	0.8	1.1	0.8	0.7	0.7
投资活动产生现金流量	-675.8	-133.5	3.3	11.1	8.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	601.7	-97.4	-6.7	-149.7	-186.0	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034