

方正证券研究所证券研究报告

博通集成(603068)

公司研究

电子行业

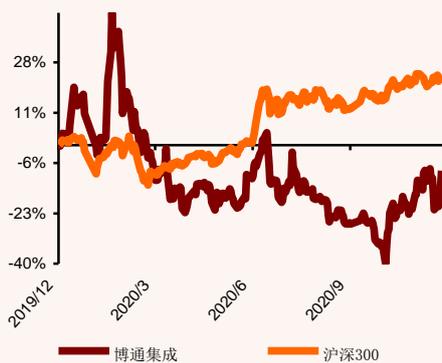
公司投资价值分析报告

2020.12.27/推荐

分析师： 陈杭
登记编号： S1220519110008

联系人： 李萌

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

无线传输芯片国内龙头，业绩有望迎来反转。博通集成是国内最大的无线传输芯片设计公司之一，主营业务为无线数传芯片和无线音频芯片。2020年前三季度因ETC市场需求放缓，相关营收较同期减少3.5亿元，展望未来，我们认为公司Wi-Fi芯片业务客户与技术持续突破，蓝牙芯片业务受益TWS需求爆发、ETC芯片业务因工信部新规再次回暖，业绩有望迎来反转。

聚焦IoT，Wi-Fi6的后起之秀。Wi-Fi在无线局域网中几乎拥有垄断地位，因此在物联网应用中也同样不可或缺。随着IoT时代到来，TSR预计2020年全球市场Wi-Fi总出货量将达到33亿颗，目前博通Wi-Fi芯片已经成功打入IoT解决方案龙头厂商涂鸦智能，出货量快速增长。展望未来，Wi-Fi6彻底解决了多用户共存时通信带宽利用效率问题，并同时实现了大容量、高速率和低延时，市场空间不断成长，预计2020年全球Wi-Fi6市场规模将超过10亿美金，仅在中国市场的规模就接近2亿美金，公司依据自身业务的优势快速推进Wi-Fi6技术的产品升级换代。

TWS耳机市场爆发，主控蓝牙芯片需求强劲。近两年由于苹果AirPods带动的TWS耳机风潮，出货量年年攀升。根据旭日大数据，2020年全球TWS出货量将达4.2亿对，2021年将增长至6.7亿对，2022将突破10亿对大关，成为继手机产品之后，全球销量第二大消费电子产品。主控蓝牙芯片作为TWS耳机最核心零部件，随着今年TWS市场火爆，对主控蓝牙芯片需求大幅增长，目前公司TWS芯片已实现量产，根据旭日大数据，博通集成也已进入全球TWS蓝牙芯片单月出货量排行榜TOP10。我们预计在当前供需格局下，TWS蓝牙芯片价格将会不断提高，公司TWS芯片业务将会进入发展快车道。

选装ETC新规发布，ETC前装或将成行业趋势。根据工信部关于调整《道路机动车辆产品准入审查要求》的通知，自2021年1月1日起，新申请产品准入的车型应选装采用直接供电方式的ETC车载装置，这代表到2021年后，ETC将会成为所有符合标准新车的一项标准自带配置，在未来2-3年，我们预计ETC前装将成行业趋势。博通作为后装市场ETC芯片的龙头，有望凭借着技术、客户优势发力前装市场，迎来业绩回暖。

投资评级与估值：公司是国内最大的无线传输芯片设计公司之一，今年因ETC芯片需求原因业绩下滑，我们认为市场对于公司其他业务成长性存在低估，预计公司2020-2022年实现营业

收入分别为 8.87、12.84 和 18.34 亿元；实现归属于母公司净利润分别为 1.08、2.55 和 4.01 亿元，给予“推荐”评级。

风险提示：5G 及 Wi-Fi6 建设不及预期；产品研发不及预期；下游终端需求不及预期；市场竞争加剧。

盈利预测：

单位/百万	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	1175	887	1284	1834
(+/-) (%)	115.09	-24.50	44.80	42.80
归母净利润	252	108	255	401
(+/-) (%)	103.67	-57.37	136.61	57.38
EPS(元)	1.98	0.78	1.84	2.89
ROE (%)	0.20	0.08	0.16	0.20
P/E	41.52	105.99	44.80	28.46
P/B	9.03	8.33	7.02	5.63

数据来源：wind 方正证券研究所

注：EPS 预测值按最新股本摊薄

1 无线传输芯片国内龙头，业绩有望迎来反转

无线传输芯片国内龙头。博通集成是国内最大的无线传输芯片设计公司之一，主营业务为无线数传芯片和无线音频芯片。公司目前产品应用类别主要包括 5.8G 产品、Wi-Fi 产品、蓝牙数传、通用无线、对讲机、广播收发、蓝牙音频、无线麦克风等。近年来，随着产品应用功能的不断完善、产品类型的不断丰富，公司芯片出货量迅速提升，已成为摩托罗拉、LG、夏普、飞利浦、雷柏科技、金溢科技、大疆无人机和阿里巴巴等国内外知名企业的芯片供应商，充分显示出市场对于公司品牌的认可。

2020 年业绩下滑。2019 年交通部出台相关政策，随着国家撤销高速公路省界收费站工作的全面推进，以及交通部门大力推广普及 ETC，公司 ETC 相关芯片产品市场需求增加，2019 全年 ETC 芯片出货量大幅增加。因 ETC 市场需求放缓，2020 年前三季度相关产品销售收入同期减少约 3.5 亿元，造成营收和利润的下滑。

2021 年有望迎来反转。2020 年前三季度，在 ETC 芯片业务大幅收缩的同时，公司蓝牙芯片及 WIFI 芯片仍保持稳定成长，同期增加销售收入约 1.3 亿元。展望未来，我们认为公司 Wi-Fi 芯片业务客户与技术持续突破，蓝牙芯片业务受益 TWS 需求爆发、ETC 芯片业务因工信部新规再次回暖，业绩有望迎来反转。

2 业绩反转的三大驱动力

2.1 聚焦 IoT, Wi-Fi6 的后起之秀

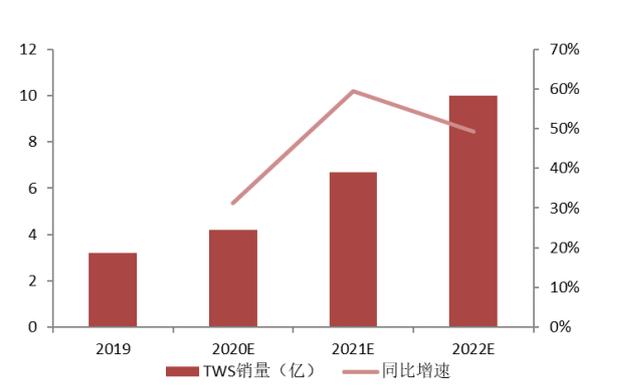
2020: Wi-Fi6 高速增长元年。Wi-Fi 在无线局域网的应用中几乎拥有垄断地位，因此 Wi-Fi 在物联网应用中也同样不可或缺。目前 Wi-Fi6 正处于导入期与高速增长期，将会从 2020 年开始，逐步替代处于成熟期的 Wi-Fi5 和已处于衰退期的 Wi-Fi4 产品，我们预计 2020 年将会是 Wi-Fi6 高速增长的元年。

图表1：中国网络无线市场规模预测



资料来源：IDC，方正证券研究所整理

图表2：全球 TWS 销量预测



资料来源：旭日大数据，方正证券研究所整理

博通集成的 Wi-Fi 产品线，经过过去三四年的研发积累，已经形成了基于 BK7231、BK7251 和 BK7271 多颗芯片的 Wi-Fi 系列产品，支持数据透传、音频视频、麦克风阵列、语音唤醒、有源消噪等各种不同复杂场景的应用，可用于广阔的物联网 IoT 终端设备，如智能家电、智能照明、智能音箱、无人机航拍和网络交互机器人等等。

聚焦 IoT，产品打入涂鸦智能。尽管 Wi-Fi6 市场现阶段被巨头围绕，面向热潮下 Wi-Fi6 在 IoT 领域的市场机会，博通集成在 Wi-Fi6 技术上的持续投入和在物联网市场的精准定位，将会进一步巩固自身的市场地位。涂鸦智能是行业领先的智能硬件平台及 AIoT 开发者平台，公司作为无线传输领域领先的芯片设计公司，涂鸦智能是公司 Wi-Fi、蓝牙芯片在物联网领域的重要客户。

2.2 TWS 耳机市场爆发，主控蓝牙芯片需求强劲

TWS 耳机市场爆发。近两年由于苹果 AirPods 带动的 TWS 耳机风潮，出货量年年攀升。根据旭日大数据，2020 年全球 TWS 出货量将达 4.2 亿对，2021 年将增长至 6.7 亿对，2022 将突破 10 亿对大关，成为继手机产品之后，全球销量第二大消费电子产品。主控蓝牙芯片作为 TWS 耳机最核心零部件，随着今年 TWS 市场火爆，对主控蓝牙芯片需求大幅增长。

公司的无线音频产品包括蓝牙音频芯片、对讲机芯片、广播收发芯片、无线麦克风芯片等。公司的无线音频芯片不仅可以在无线连接上做到很好的收发连接效果，同时也注重客户体验，部分无线音频产品已融合了主动降噪、识别、唤醒等功能。公司上一代蓝牙音频产品采用 55 纳米工艺制程，新一代蓝牙音频产品采用 28 纳米工艺制程，相关产品不会受到美国禁令影响交付。目前公司 TWS 芯片已实现量产，根据旭日大数据，博通集成也已进入全球 TWS 蓝牙芯片出货量排行榜 TOP10，我们预计在当前供需格局下，TWS 蓝牙芯片价格将会不断提高，公司 TWS 芯片业务将会进入发展快车道。

图表 3：工信部关于调整《道路机动车辆产品准入审查要求》的通知

工业和信息化部装备工业发展中心

装备中心〔2020〕40号

关于调整《道路机动车辆产品准入审查要求》

相关内容的通知

5、对于选装ETC装置的车辆，应按照GB/T 38444-2019《不停车收费系统 车载电子单元》进行相关检验检测。自2020年7月1日起，新申请产品准入的车型应在选装配置中增加ETC车载装置。

资料来源：工业和信息化部装备工业发展中心，方正证券研究所整理

2.3 选装 ETC 新规发布，ETC 前装或将成行业趋势

ETC 前装或将成行业趋势。2月11日，工业和信息化部装备工业发展中心发布关于调整《道路机动车辆产品准入审查要求》相关内容的通知，自2020年7月1日起，新申请产品准入的车型应在选装配置中增加ETC车载装置。考虑到后来明确将ETC选装设置六个月过渡期，即2020年7月1日至2021年1月1日，我们预计从2021年开始，在未来2-3年，ETC前装或将成为行业趋势。

ETC 前装 VS 后装。跟后装相比，ETC前装要考虑到整车的兼容性问题，前装产品要达到车规级，在产品形态、性能和稳定性上要求更高。车

辆出厂前进行标准化前装能有效提升 ETC 的标准化、智能化和规范性，有利于保障汽车系统的安全。

ETC 芯片领域领军者，发力 ETC 前装市场。作为国内 ETC 芯片领域的领导者，公司长期深度参与 ETC 产业发展，在 ETC 芯片领域占有主要的市场份额。公司已推出国内首款通过国际权威第三方实验室 ISE 实验室认证的 ETC 芯片，是国内首款通过此项认证的 ETCSoc 芯片，对于 ETC 从后装向前装车规市场的升级应用具有重要意义，未来车规级 ETC 芯片会为公司带来持续的业绩贡献。

3 盈利预测

核心假设一：公司无线数传类业务 2020 年由于 ETC 芯片需求放缓出现负增长，预计随着 IoT 领域 Wi-Fi 芯片出货持续提升以及 ETC 前装市场不断打开恢复高速增长，毛利率预计稳定略有下滑。

核心假设二：公司无线音频类业务受益 TWS 耳机的需求爆发，从 2021 年保持高速增长，预计随着出货量提升带来的规模效应以及中端占比不断提高，毛利率稳步提升，2020-2023 年分别为 26.70%、27.50%、28.60%。

图表 5：公司分产品收入预测（百万元）

产品线	2019	2020E	2021E	2022E
无线数传类				
销售收入	873.23	576.33	852.97	1,236.81
增长率	292.72%	-34.00%	48.00%	45.00%
毛利	348.25	227.65	332.66	480.87
毛利率	39.88%	39.50%	39.00%	38.88%
无线音频类				
销售收入	301.39	310.51	431.17	596.95
增长率	-6.91%	3.02%	38.86%	38.45%
毛利	77.58	82.91	118.57	170.73
毛利率	25.74%	26.70%	27.50%	28.60%
总计				
销售收入	1,174.62	886.84	1,284.15	1,833.76
增长率	115.09%	-24.50%	44.80%	42.80%
毛利	425.80	254.35	446.63	668.96
毛利率	36.25%	28.68%	34.78%	36.48%

资料来源：方正证券研究所

公司是国内最大的无线传输芯片设计公司之一，选取中颖电子、全志科技、圣邦股份、韦尔股份作为对标公司。

图表 6：可比公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	TTM	归母净利润(亿元)			TTM	市盈率(倍)		
				2020E	2021E	2022E		2020E	2021E	2022E
300327.SZ	中颖电子	94.2	2.0	2.1	2.8	3.6	47.2	43.9	33.4	26.0
300458.SZ	全志科技	121.3	1.6	1.6	2.2	2.8	76.2	73.9	55.5	43.5
300661.SZ	圣邦股份	412.0	2.6	2.8	4.0	5.5	158.4	146.1	102.2	75.1
603501.SH	韦尔股份	1,908.7	20.3	24.1	34.6	44.9	93.8	79.3	55.1	42.5

资料来源：Wind，方正证券研究所整理 注：可比公司数据取 Wind 一致预期

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1515	1528	1843	2340	营业总收入	1175	887	1284	1834
货币资金	843	1135	1305	1585	营业成本	749	633	838	1165
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	0	0	0	0
应收账款	311	168	243	346	销售费用	20	17	23	34
其它应收款	1	1	1	1	管理费用	28	21	31	42
预付账款	0	0	0	0	研发费用	99	112	128	183
存货	351	217	287	399	财务费用	-7	2	2	2
其他	8	8	8	8	资产减值损失	-17	0	0	0
非流动资产	84	87	91	95	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	19	28	37	投资收益	9	9	9	9
固定资产	51	45	40	34	营业利润	277	117	277	431
无形资产	21	22	22	22	营业外收入	0	0	0	0
其他	1	1	1	1	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	1598	1615	1934	2434	利润总额	275	117	277	431
流动负债	331	240	305	404	所得税	23	9	22	30
短期借款	57	57	57	57	净利润	252	108	255	401
应付账款	180	109	144	201	少数股东损益	0	0	0	0
其他	94	74	103	146	归属母公司净利润	252	108	255	401
非流动负债	6	6	6	6	EBITDA	293	127	287	432
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.98	0.78	1.84	2.89
其他	6	6	6	6					
负债合计	336	245	310	409	主要财务比率	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	139	139	139	139	营业总收入	1175	887	1284	1834
资本公积	687	687	687	687	营业利润	277	117	277	431
留存收益	436	544	798	1199	归属母公司净利润	252	108	255	401
归属母公司股东权益	1262	1370	1624	2025	获利能力				
负债和股东权益	1598	1615	1934	2434	毛利率	0.36	0.29	0.35	0.36
					净利率	0.21	0.12	0.20	0.22
					ROE	0.20	0.08	0.16	0.20
					ROIC	0.55	0.35	0.70	0.83
现金流量表	2019	2020E	2021E	2022E	偿债能力				
经营活动现金流	25	312	190	300	资产负债率	0.21	0.15	0.16	0.17
净利润	252	108	255	401	净负债比率	0.04	0.04	0.03	0.03
折旧摊销	14	23	23	23	流动比率	4.58	6.37	6.05	5.80
财务费用	-3	2	2	2	速动比率	3.52	5.47	5.11	4.81
投资损失	-9	-9	-9	-9	营运能力				
营运资金变动	-252	188	-81	-117	总资产周转率	1.10	0.55	0.72	0.84
其他	23	0	0	0	应收账款周转率	5.29	3.70	6.26	6.23
投资活动现金流	-6	-18	-18	-18	应付账款周转率	9.10	6.14	10.13	10.62
资本支出	-27	-18	-18	-18	每股指标(元)				
长期投资	11	0	0	0	每股收益	1.98	0.78	1.84	2.89
其他	9	0	0	0	每股经营现金	0.18	2.25	1.37	2.16
筹资活动现金流	636	-2	-2	-2	每股净资产	9.10	9.87	11.71	14.60
短期借款	0	0	0	0	估值比率				
长期借款	0	0	0	0	P/E	41.52	105.99	44.80	28.46
普通股增加	611	0	0	0	P/B	9.03	8.33	7.02	5.63
资本公积增加	0	-20	-20	-20	EV/EBITDA	36.27	100.73	43.92	28.55
其他	26	17	17	17					
现金净增加额	655	292	170	280					

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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保持在最新状态。同时，本公司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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。若据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告可能附带其它网站或超级链接，对于可能涉及本公司网站以外的地址或超级链接，本公司不对其内容负责。本公司提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，所链接地址的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站信息的费用或风险。

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。本报告所采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： https://www.foundersc.com	E-mail： yjzx@foundersc.com
北京	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	上海市浦东新区新上海国际大厦36层	
深圳	广东省深圳市福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼	
长沙	湖南省长沙市天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	