

## 广和通 (300638.SZ)

## 拥抱物联网政策推动红利, 5G 促通信模组迎新机遇

2020年07月02日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 增持 (首次)

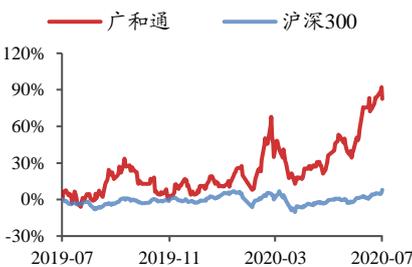
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2020/7/1
当前股价(元)	57.06
一年最高最低(元)	95.72/41.68
总市值(亿元)	137.83
流通市值(亿元)	71.40
总股本(亿股)	2.42
流通股本(亿股)	1.25
近3个月换手率(%)	206.95

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 万物互联大势所趋, 通信模组厂商强者越强, 首次覆盖给予“增持”评级

深耕无线通信模组行业二十载, 广和通提供无线通信模块、终端、平台服务及基于多行业应用的通信解决方案。公司持续增加研发及营销投入保证公司业绩持续增长, 同时公司产品结构调整致毛利率提升, 规模效应带来净利增长。无线通信模块行业是物联网中率先形成完整产业链和内在驱动力应用市场的行业, 随着物联网技术的不断发展和应用范围的拓展, 市场对于蜂窝通信模块的需求将不断增加, 带来公司业绩有望边际改善, 我们预测公司 2020/2021/2022 年营收分别为 27.83/37.54/49.77 亿元, 同增 45.3%/34.9%/32.6%, EPS 分别为 1.08/1.50/2.02 元, 对应现价 PE 分别为 53.0/38.0/28.2 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

### ● 研发费用占比较高具备核心技术竞争力提升潜力, 深耕渠道构建放量基础

研发端看, 公司逐步扩大研发相关投入, 研发费用占营收比稳定增长, 2019 年公司研发人员占总员工比例达 64.26%, 位于行业前列; 渠道端看, 公司坚持以客户为中心, 建立了以直销为主、经销为辅的销售模式, 并在国内成立华南、华东、华北和西南四大业务区域, 负责各自区域的销售管理及技术服务支持, 同时完善营销队伍建设, 加强国内外及各细分领域的营销布局, 具备产品量价提升源动力。

### ● 拥抱 AI、5G 等前沿技术, 物联网行业景气度提升, 业绩有望持续增长

随着 AI/5G 等各种最新前沿技术的融入, 接入方式多样性有望打开物联网新的市场空间。随着国民经济对物联网技术和产品的需求不断扩大, 物联网行业相关产业链呈现蓬勃发展的态势, 智慧交通、智慧家居、智慧物流、智慧城市等产业热点已初具规模, 更多物联网应用领域亦在萌芽和起步向上阶段。由于物联网本身“物”的价值量大小不一, 因此物联网产品更加重视“物美价廉”, 强者更强, 产品的规模效应将进一步推动行业集中度提升, 公司作为通信模组领先企业将优先受益, 业绩有望保持快速增长。

● **风险提示:** 疫情带来的不确定性风险、5G 建设不达预期风险、中美贸易摩擦带来的供应链风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,249	1,915	2,783	3,754	4,977
YOY(%)	121.7	53.3	45.3	34.9	32.6
归母净利润(百万元)	87	170	260	363	488
YOY(%)	97.9	95.9	52.9	39.6	34.5
毛利率(%)	23.2	26.7	26.8	27.0	27.2
净利率(%)	6.9	8.9	9.3	9.7	9.8
ROE(%)	19.4	13.0	17.2	20.4	22.9
EPS(摊薄/元)	0.36	0.70	1.08	1.50	2.02
P/E(倍)	158.8	81.0	53.0	38.0	28.2
P/B(倍)	30.7	10.6	9.1	7.8	6.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 广和通：无限通信模块领军，二十载成就卓越.....	4
1.1、 公司产品种类丰富，主要以 4G 和 NB-IoT 技术为主.....	4
1.2、 股权分布集中，核心团队完整性保障度较高.....	6
1.3、 公司营收稳定，盈利能力增强.....	6
1.4、 稳健发展，三费分布逐年优化.....	7
2、 万物互联正当时，行业整体向好趋势确定性较高.....	7
2.1、 全球物联网市场空间广阔，景气度较高.....	7
2.2、 宏观政策引导，中国物联网行业发展向好.....	9
2.3、 蜂窝通信模块助力行业升级，市场前景广阔.....	10
2.4、 NB-IoT 正在“智慧+”行业发挥重要作用.....	10
3、 公司持续构筑核心竞争优势，巩固行业领先地位.....	11
3.1、 高研发费用投入筑行业优势，技术积累充足.....	11
3.2、 公司具备渠道优势，着力布局高毛利海外业务.....	12
3.3、 定增顺利完成，重点布局 5G 通信.....	13
4、 盈利预测与投资建议.....	13
4.1、 核心假设.....	13
4.2、 盈利预测.....	14
5、 风险提示.....	14
附： 财务预测摘要.....	15

## 图表目录

图 1： 无线通信模块是连接物联网感知层和网络层的关键环节.....	5
图 2： 公司产品应用领域广阔.....	6
图 3： 公司股权结构集中.....	6
图 4： 公司盈利表现亮眼.....	7
图 5： 销售毛利率及净利率自 2018 年开始持续走高.....	7
图 6： 2016 年后公司销售费用呈上升趋势.....	7
图 7： 公司销售费用率维持在合理范围内.....	7
图 8： 2025 年物联网分类别应用场景市场规模预测（万亿美元）.....	9
图 9： 中国物联网市场规模快速增长.....	9
图 10： 我国物联网有从成长期向成熟期过渡的趋势.....	9
图 11： 蜂窝通讯模块市场前景广阔.....	10
图 12： 公司研发费用占营收比超过 10%.....	12
图 13： 公司研发人员占比同行领先.....	12
图 14： 公司海外营收增势较好.....	12
图 15： 2019 年公司海外业务营收占比超 60%.....	12
图 16： 公司定增项目金额超四成用于布局 5G 通信.....	13
表 1： 广和通成立以来屡次取得重大成就.....	4
表 2： 广和通产品种类丰富.....	5
表 3： 物联网总体可分为四层架构.....	8

---

表 4: 物联网市场空间广阔 .....	8
表 5: 国家推出多个支持物联网政策 .....	9
表 6: 三大运营商积极布局 NB-IoT.....	11
表 7: NB-LoT 广泛覆盖各行业 .....	11
表 8: 公司定向增发募集 7 亿元 .....	13
表 9: 可比公司估值: 广和通存在一定估值优势 .....	14

## 1、广和通：无限通信模块领军，二十载成就卓越

作为无线通信模块领军，广和通二十载成绩斐然。深圳市广和通无线股份有限公司成立于1999年，公司自成立以来一直致力于物联网与移动互联网无线通信技术和应用的推广及其解决方案的应用拓展，在通信技术、射频技术、数据传输技术、信号处理技术上形成了较强的研发实力，是无线通信技术领域拥有自主知识产权的专业产品与方案提供商。二十年来，公司发展了较强的技术研发能力和综合能力，在行业中积累了较强的竞争优势。

从成立至今，公司发展经历了5个阶段：1) 1999-2007年，为Motorola代理模块并提供技术增值服务，与Infineon战略合作；2) 2008-2011年，自主完成设计开发并与Motorola开展ODM合作，自主品牌Fibocom 2G无限通信板上市；3) 2012-2013年，3G无线模组产品上市，确立了无线支付、智能电网、车联网等领域市场地位；4) 2014-2016年，开发4G产品，研发物联网应用解决方案，获Intel战略投资；5) 2017年至今，公司成功在创业板上市，营收规模和业绩持续快速增长。

表1：广和通成立以来屡次取得重大成就

时间	大事件
1999年	公司成立，进入M2M无线通讯领域
2005年	建立Motorola亚太区M2M技术服务中心
2009年	2G G6系列模块成功上市中国第一批国家级高新技术企业认证
2011年	中国全球定位系统技术应用协会理事单位 深圳市电子商会理事副会长单位
2012年	3G H3系列模块上市
2013年	2G G5系列模块上市
2014年	LTE系列产品上市获得Intel首批创新基金投资
2015年	成立美国分公司
2016年	获得全球100+国家准入及20+运营商认证首款e-SIM模块商用
2017年	创业板挂牌上市
2020年	推出全球首款Cat.1区块链模组

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.1、公司产品种类丰富，主要以4G和NB-IoT技术为主

无线通信模块是连接物联网感知层和网络层的关键环节。物联网网络架构由感知层、网络层、平台层和应用层组成。感知层是物联网体系对现实世界进行感知、识别和信息采集的基础性物理网络；网络层是物联网实现无缝连接、全方位覆盖的重要保障性网络集群，担负着将感知层识别与采集的数据信息高速率、低损耗、安全、可靠地传送到应用层的使命，同时能够良好地抗击外部干扰和非法入侵。无线通信模块是连接物联网感知层和网络层的关键环节，属于底层硬件环节，具备不可替代性，无线通信模块与物联网终端存在一一对应关系。

图1: 无线通信模块是连接物联网感知层和网络层的关键环节



资料来源: 公司公告

公司产品种类丰富, 应用领域广阔。广和通在物联网产业链中处于网络层, 并涉及与感知层的交叉领域, 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、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和移动互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。

表2: 广和通产品种类丰富

标题	标题	标题	标题
5G 模块	FG150	41*44*2.75mm	5G NR/LTE/WCDMA 多种制式, Sub-6GHz SA 和 NSA
	FM150	30*52*2.30mm	5G NR/LTE/WCDMA 多种制式, Sub-6GHz SA 和 NSA
LTE 模块	Cat.1	31*28*2.4mm	支持 WiFi、蓝牙, 内置 Codec, 支持 TTS、Recording 及 VoLTE
	Cat.4	29*32*2.4mm	中国区七模全网通, 内置 GNSS, 支持 OpenLinux
	Cat.6	30*42*2.3mm	300Mbps 下行, 4G 全网通, 标准 M.2 封装
	Cat.9	30*42*2.3mm	450Mbps 极速下行, 全球认证多种 CA 频段组合
GSM/GPRS 模块		40.5*40.5*2.85mm	四核 A7 处理器, 主频 1.1GHz, 多版本支持全球应用, Android7.1
SoC 智能模块		50.95*30*3.45mm	标准 MinPCIe 封装, 工业级标准
WCDMA/HSPA+模块		18.7*16*2.25mm	GPRS&GNSS 二合一, 超低功耗 0.9mA, 10 秒内可定位

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

图2: 公司产品应用领域广阔

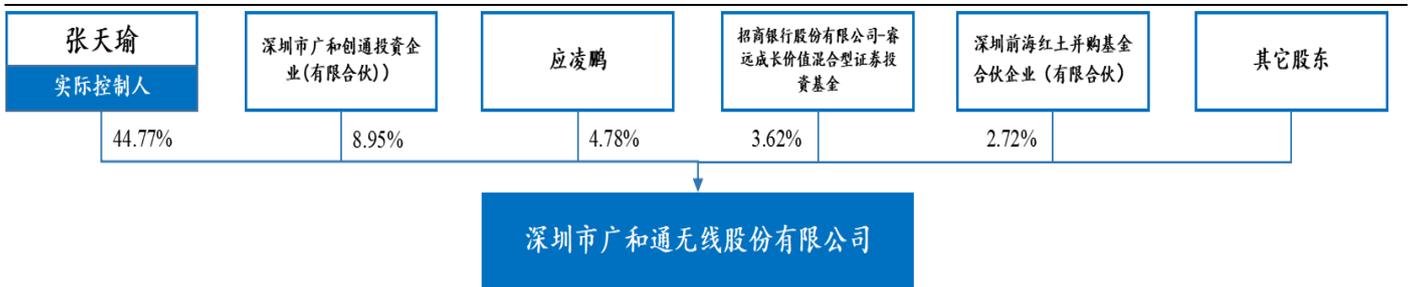


资料来源: 公司官网

### 1.2、股权分布集中，核心团队完整性保障度较高

公司股权集中清晰。公司创始人张天瑜是公司控股股东及实际控制人，为公司现任董事长，目前持股占总股本 44.77%，集中的股权结构有利于公司对于市场机遇和行业变化迅速做出反应，有助于未来公司持续发展和扩张，决策能充分体现创始人意志，决策效率高。公司第二大股东广和创通为公司实际控制人和骨干员工持股平台，持股占总股本 8.95%。公司通过股权激励及薪资福利方式保证核心团队完整，并将核心员工利益与公司利益完成绑定，规避核心技术泄露等风险。

图3: 公司股权结构集中

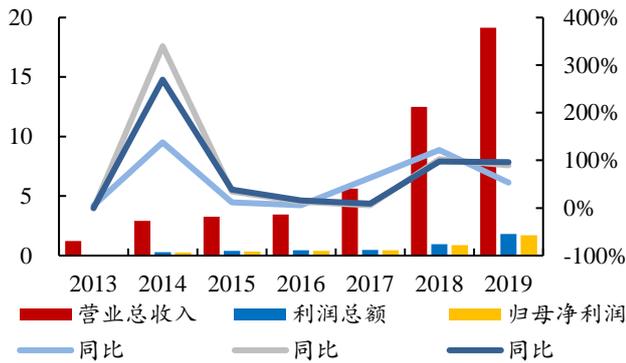


资料来源: Wind、开源证券研究所

### 1.3、公司营收稳定，盈利能力增强

公司的营业收入与利润保持增长态势，未来盈利能力增强。公司 2019 年实现营收 19.15 亿元，同比增长 53.32%；归母净利润 1.7 亿元，同比大幅增长 95.95%。2019 年公司业务结构持续优化，销售毛利率同比提升 3.55pct，达到 15.49%。2020 年第一季度，销售毛利润和净利润再创新高达到 28.34%和 10.01%。公司业绩增长的主要原因是公司持续增加研发及营销投入，加强新产品开发，积极拓展海外市场，产品和服务的市场认可度提高，主营业务发展情况较好。同时，公司销售的产品结构变化引起毛利率有所提升，规模效应带来净利增长。

图4: 公司盈利表现亮眼



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 销售毛利率及净利率自 2018 年开始持续走高

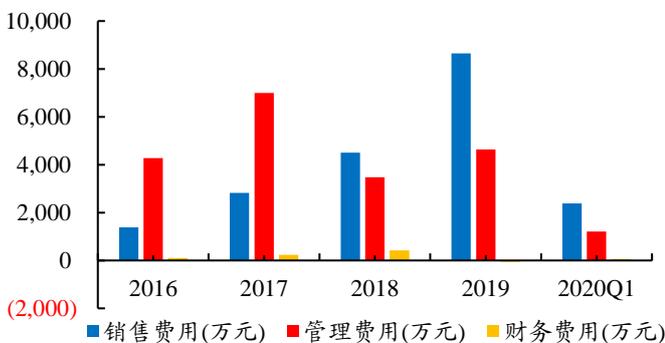


数据来源: Wind、开源证券研究所

## 1.4、稳健发展，三费分布逐年优化

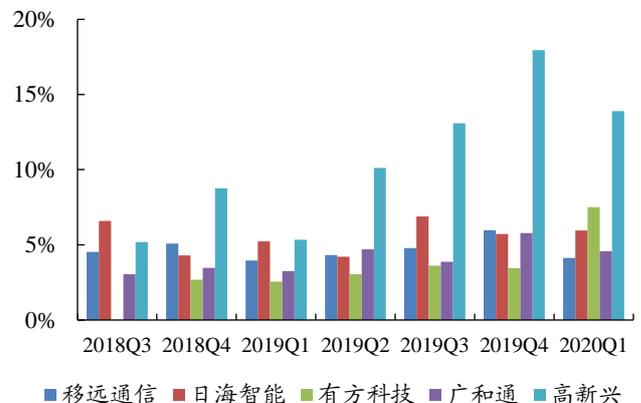
公司三费分布逐年优化，发展进入良性循环。销售费用逐年提高，主要系公司增加销售人员扩展渠道，有利于进一步打开市场空间；公司销售费用虽逐年升高，但分季度销售费用率维持 3-5% 区间，在可比公司中处于低位，结合公司营收增速较快及高研发费用率来看，目前公司正处于良性循环中。2019 年管理费用显著降低，可见在公司治理方面逐渐优化效率提高费用随之降低。财务费用为负主要系汇率的上升导致的汇兑收益的增加。

图6: 2016 年后公司销售费用呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 公司销售费用率维持在合理范围内



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、万物互联正当时，行业整体向好趋势确定性较高

### 2.1、全球物联网市场空间广阔，景气度较高

物联网的技术架构分为感知层、传输层、平台层和应用层。其核心技术包括射频识别 (RFID)、传感网、云计算等。

**表3: 物联网总体可分为四层架构**

物联网体系架构	内容
感知层	物联网核心层, 由基本感应器件和感应器组成的网络组成 核心产品: 传感器、电子标签、无线网关等
传输层/网络层	完成接入与传输功能, 包括接入网(光纤/无线/以太网/卫星接入等)和传输网(电信网/广电网/互联网/专用网等)
平台层	应用开发平台、连接管理平台、设备管理凭他、系统及软件开发等
应用层/处理层	解决信息处理和人机界面的问题, 包括物联网智能终端、系统集成应用服务等

资料来源: 中国信通院、开源证券研究所

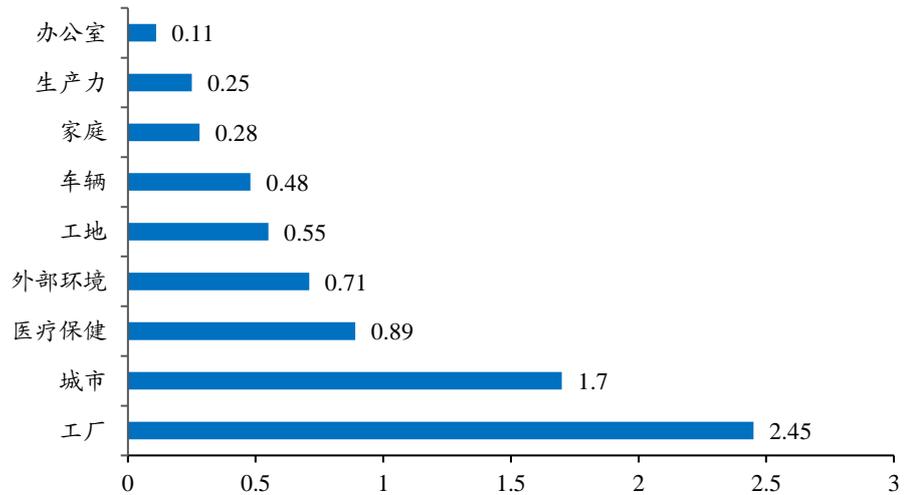
作为新兴行业, 物联网市场高度景气, 带动行业增长迅速, 市场规模得到快速发展。互联网连接增长步入动力转换阶段。全球互联网正从“人人相联”向“万物互联”迈进, 物联网作为互联网的网络延伸和应用拓展, 实现对物理世界的感知识别、实时控制、精确管理和科学决策。1) 从**连接规模**上看, 全球联网设备数量保持高速增长, 全面超越移动互联网设备数量。2) 从**应用范畴**来看, 物联网推动互联网应用从消费领域向生产领域扩展, 并逐步深入城市管理各环节。3) 从**未来发展**前景看, 物联网市场规模非常可观。预期至 2020 年, 美国和西欧物联网营收规模增速分别达到 16.1% 和 18.9%。据麦肯锡预测, 2025 年物联网对全球经济贡献将达到 11.1 万亿元, 占全球 GDP 总量的 11%。

**表4: 物联网市场空间广阔**

物联网体系架构	内容
Gartner	2020 年全球物联网设备数量将达 260 亿个, 为 2016 年规模 3 倍以上, 全球经济价值 1.9 万亿美元
华为	2025 年物联网设备数量接近 1000 亿个
IHS	全球物联网设备数将从 2015 年的 154 亿台增长到 2020 年的 307 亿台。到 2025 年, 达到 754 亿台
IDC	2020 年全球物联设备数将达 281 亿, 全球市场总量达 1.7 万亿美元
Machina Research	全球物联网设备连接数, 2022 年将达 250 亿, 释放 1.2 万亿美元全球产业机会
BI Intelligence	2025 年全球将安装超过 550 亿个物联网设备, 物联网相关投资将超过 25 万亿美元
爱立信	2025 年使用蜂窝通信的物联网终端连接数量将达到 50 亿台
GSMA	2025 年全球物联网设备(包括蜂窝及非蜂窝)联网设备将达到 252 亿个。2018 年我国物联网连接规模为 23 亿, 预计 2022 年物联网连接规模年将达到 70 亿。

资料来源: 中国信通院、开源证券研究所

图8: 2025年物联网分类别应用场景市场规模预测(万亿美元)

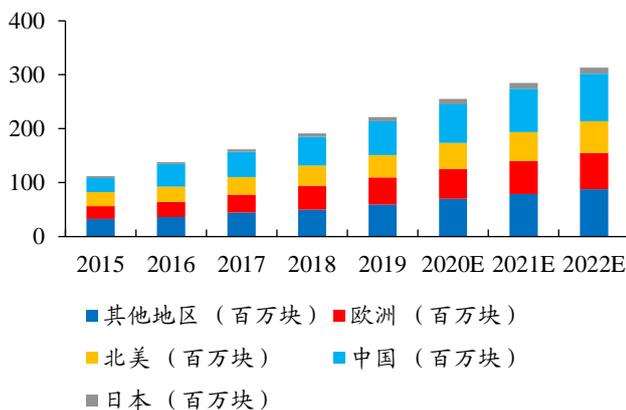


数据来源: 麦肯锡、开源证券研究所

## 2.2、宏观政策引导, 中国物联网行业发展向好

受益于政策利好, 我国物联网市场快速向成熟期过渡。虽然我国的物联网 2009 年才开始进入培育期, 起步相对较晚, 但近年来在“中国制造 2025”、“互联网+双创”等计划的带动下, 中国物联网取得长足进步, 与物联网相关的产品开始在企业、家庭和个人层面大规模使用, 整个行业有从成长期向成熟期过渡的趋势。工信部披露的信息显示, 中国物联网产业规模从 2009 年的 1,700 亿元发展到了 2016 年的 9,300 亿元, 年复合增长率达 27.48%, 远高于全球整体 17% 的增长率。

图9: 中国物联网市场规模快速增长



数据来源: Techno Systems Research、开源证券研究所

图10: 我国物联网有从成长期向成熟期过渡的趋势



数据来源: 工信部、开源证券研究所

表5: 国家推出多个支持物联网政策

时间	政策	主要内容
2009. 11	《让科技引领中国可持续发展》	“智慧地球”
2010. 10	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	物联网作为新一代信息技术里面的重要一项, 成为国家首批加快培育的七个战略新兴产业
2011. 05	《中国物联网白皮书(2011)》	系统梳理了物联网架构、关键要素、技术体系、产业体系、资源体系等内

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

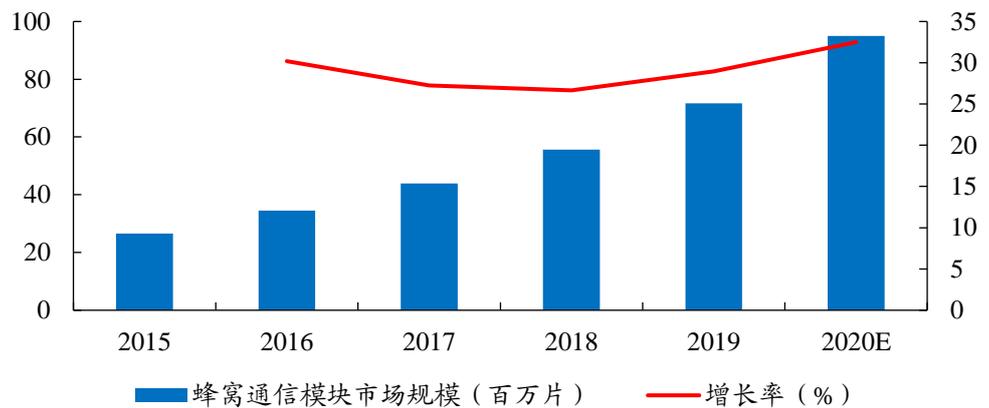
时间	政策	主要内容
		容
2013.09	《物联网发展专项行动计划》	掌握物联网核心技术，形成安全可控、具有国际竞争力的物联网产业体系
2017.01	《物联网的十三五规划（2016-2020年）》	完善技术创新体系，构建标准体系，推动物联网产业规模应用
2017.06	《关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知》	全面推进广覆盖、大连接、低功耗移动物联网（NB-IoT）建设
2017.11	《关于第五代移动通信系统使用频段相关事宜的通知》	以规划 3300-3600MHz 和 4800MHz-5000MHz 频段作为 5G 系统的工作频段
2020	《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》	提出推动 2G/3G 物联网业务迁移转网，建立 NB-IoT（窄带物联网）、4G（含 LTE-Cat1）和 5G 协同发展的移动物联网综合生态体系

资料来源：各政府官网、开源证券研究所

### 2.3、蜂窝通信模块助力行业升级，市场前景广阔

物联网蜂窝通信模块行业是物联网中率先形成完整产业链和内在驱动力的应用市场，传统产业智能化升级和规模化消费市场兴起推动物联网快速发展，成为继移动互联网后运营商纷纷加码的产业，随着蜂窝通信网络的逐步完善，远距离通信的无线支付、智慧能源、智慧城市等新兴市场崛起，下游应用多样性及复杂性推动蜂窝通信模块市场规模扩大。

图11：蜂窝通讯模块市场前景广阔



数据来源：Techno Systems Research、开源证券研究所

### 2.4、NB-IoT 正在“智慧+”行业发挥重要作用

中国三大运营商一直是 NB-IoT 发展的主力，各自也期望借助 NB-IoT 为 5G 探路，助力千行百业数字化。根据三大运营商数据统计，截至 2020 年 2 月底，国内三大运营商 NB-IoT 连接数突破 1 亿，从运营商分布看，中国电信、中国移动的 NB-IoT 连接数各自实现 4000 多万，中国联通达到 1000 万。2020 年 6 月，NB-IoT 将迎来一个标志性大事。在 6 月的 ITU IMT-2020 标准制定大会上，包括 NB-IoT 在内的 3GPP 5G 技术，将会被正式认定为 ITU 的 IMT-2020 标准。NB-IoT 作为 3GPP 5G 技术的重要组成部分，将会在万物互联世界的构建中，持续发挥作用。

**表6: 三大运营商积极布局 NB-IoT**

公司	布局情况
中国移动	已实现 346 个城市 NB-IoT 连续覆盖, 到 2020 年连接总量将超过 17.5 亿; 将提供 10 亿元 NB-IoT 模组专项补贴等; 宣布投资 400 亿建设 40 万座 NB-IoT 基站数, 2017 年底完成约 15 万座, 2018 年底全部完成
中国联通	已实现 300 个城市的 NB-IoT 连接服务, 为促进物联网产业发展, 专门成立 100 亿产业基金推动; 联合阿里巴巴、腾讯、华为等 30 多家企业打造产业联盟, 提供整体家居额方案
中国电信	已建成超过 30 万个 NB-IoT 基站, 全球第一; 拿出 3 亿元进行物联网专项补贴激励, 重点支持 NB-IoT 与 CAT1 两大类产品

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**NB-IoT 正在智慧城市、智慧医疗、智能交通等行业发挥重要作用, 加速行业应用融合发展, 进入发展加速器。**采用物联网技术将有效解决传统效率低、安全管理难度大等问题, 采用物联网技术可增加可靠性与稳定性, 实现降本增效、精细化管理。

**表7: NB-LoT 广泛覆盖各行业**

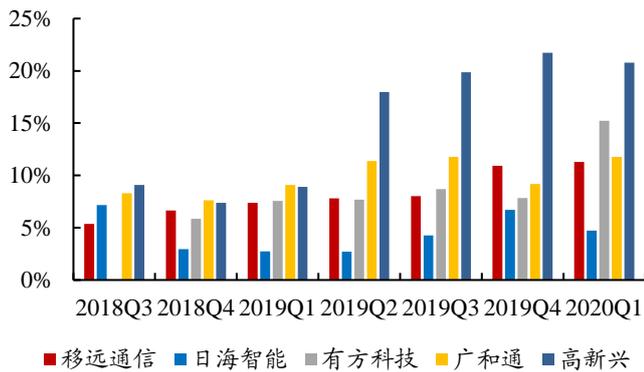
领域	场景	主要受限因素	选择	领域	场景	受限因素	选择
公共事业	智能抄表	终端地域分布广	NB-IoT	智慧城市	智慧灯杆	终端地域分布广, 对通信及频率要求高	NB-IoT
消费与医疗	智慧医疗	终端分散, 具有移动性	NB-IoT		环境管理	终端地域分布广	
	共享单车定位跟踪			城市停车			
智慧楼宇	智能烟感	无	LoRa、NB-IoT	智慧工业	环境监测	数据隐私要求高	LoRa
农业与环境	农业气候土壤检测	NB-IoT 在偏远及农村覆盖差	LoRa		机控系统检测		LoRa
智慧物流	物流	终端移动性, 地域分布广	NB-IoT		自动贩卖机	终端地域分布广	NB-IoT

资料来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

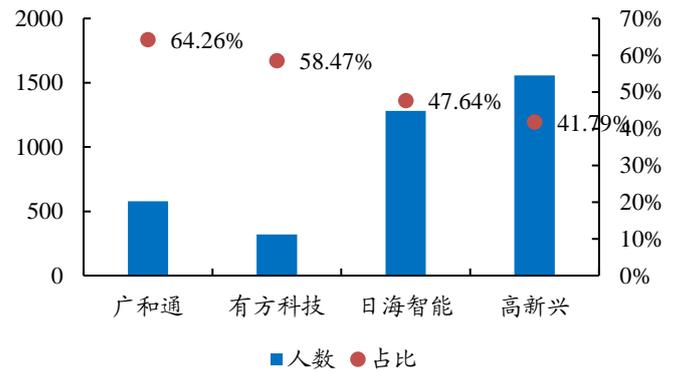
### 3、公司持续构筑核心竞争优势, 巩固行业领先地位

#### 3.1、高研发费用投入筑行业优势, 技术积累充足

公司逐步扩大研发相关投入, 研发费用占营收比稳定增长, 于 2020 年第一季度达 11.77%, 同增 29.34%; 2019 年研发费用为 1.97 亿元, 占营收比例达到 10.31%。同时, 近年来公司研发人员数量不断上升, 截至 2019 年公司研发投入人员有 579 人, 占总员工比例达 64.26%, 在行业可比公司中研发人员比例位居前列。公司研发骨干大多有数十年行业研发经验, 并曾在世界五百强企业及国内大型企业、科研院所等行业技术领先的企业工作; 同时, 公司每年积极从各大院校直接吸纳人才, 为研发团队储备新生力量。研发过程中已累计获得 29 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, 为公司开拓更多物联网应用领域奠定良好的基础。规模较大的研发团队支撑公司形成自身研发体系及核心技术结构。高研发投入有利于公司完成行业核心科技突破, 稳固公司在行业内的领先优势和主导地位, 构建公司核心竞争力。

**图12: 公司研发费用占营收比超过10%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

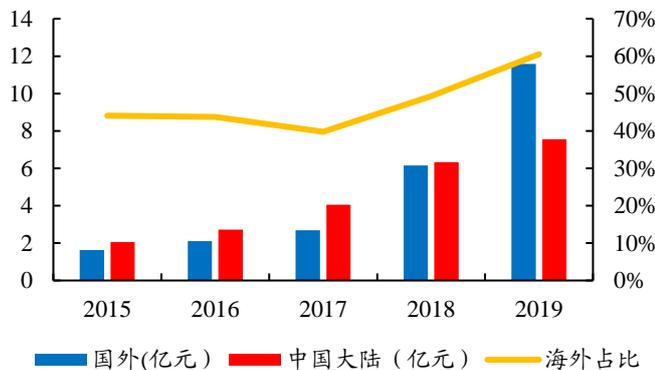
**图13: 公司研发人员占比同行领先**


数据来源: Wind、开源证券研究所

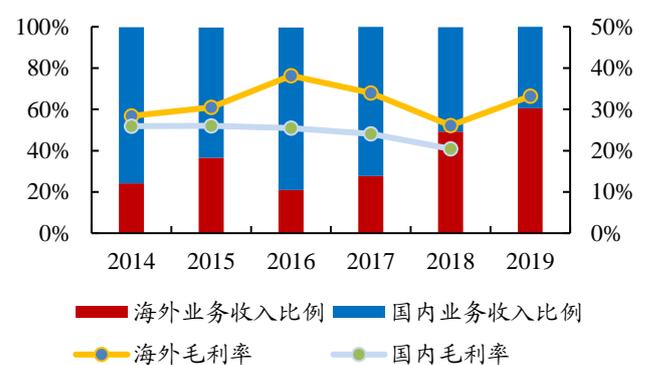
### 3.2、公司具备渠道优势，着力布局高毛利海外业务

公司坚持以客户为中心的理念，不断优化营销管理体系。随着物联网应用的爆发，新的应用场景不断涌现，公司建立了以直销为主、经销为辅的销售模式。1) 国内市场: 公司国内业务采用直销为主、经销为辅的销售模式。公司已在国内形成华南、华东、华北和西南四大业务区域，并分别在北京、南京、杭州、福州、上海、成都和青岛设立办事处，专门负责各自区域的销售管理，并为客户提供技术服务支持。2) 海外市场公司海外业务采用经销和直销两种销售模式。公司已在香港、美国和德国等地设立子公司或办事处，负责海外市场拓展业务。2019年公司进一步完善营销队伍建设，加强国内外及各细分领域的营销布局，提高产品的市场覆盖面；持续加强代理渠道的拓展，以弥补直销体系的不足。同时，公司通过产品宣讲、行业展会和新闻媒体等多种方式推广公司新技术和新产品，取得了较好的市场反响。

公司海内外业务协同发展，境外收入占比实现大幅增长。公司海外业务采用经销和直销两种销售模式，产品主要销售国家集中于国内和欧美国家，广和通已在香港、美国和德国等地设立子公司或办事处，负责海外市场拓展业务。近五年来海外营收不断增加，海外收入占比也从2017年起攀高，特别是2019年公司主营业务收入中，海外收入达11.59亿元，占比由2018年的49%提升至60.52%，海外收入占比首次超过国内收入。毛利率看，2014年后公司海外业务毛利率持续高于公司国内业务毛利率，拉动公司整体毛利率。

**图14: 公司海外营收增势较好**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 2019年公司海外业务营收占比超60%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、定增顺利完成，重点布局 5G 通信

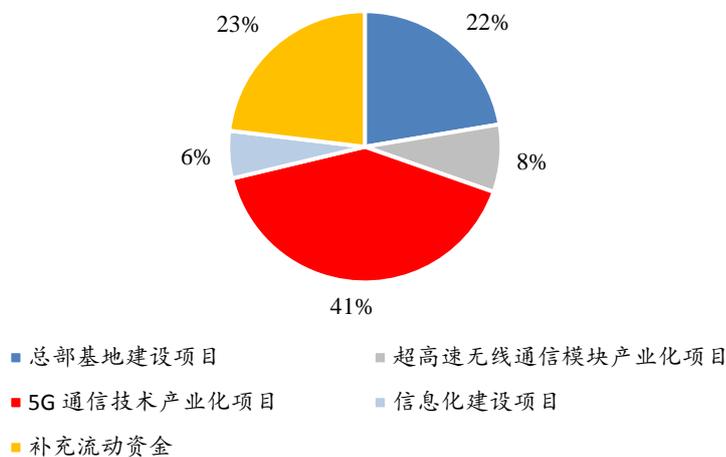
随着 5G 移动通信技术逐步成熟，公司启动了“5G 无线通信模块及 5G 智能整机产品”的研发工作，并发行定增。2019 年 11 月，广和通以定向增发的形式募集 7 亿元，实现预期发行目标。募集资金应用于超高速无线通信模块产业化、5G 通信技术产业化等顺应行业发展趋势的项目。其中，公司重点布局 5G 通信技术产业化，募集金额占比 41%，将进行为期 2 年的 5G 通信模块、5G 智能整机的产业化研究，快速打造 5G 技术通信产品的供给能力。公司根据产品业务类型划分为 M2M 和 MI 两个业务板块进行运营。目前公司 MI 业务主要销往海外，利润率高，营收增长迅速。5G 时代的到来有利于产品更新换代，提高整体蜂窝模块渗透率，公司 MI 业务有望进一步发展。

表8: 公司定向增发募集 7 亿元

募投项目名称	计划投资额(万元)
总部基地建设项目	19,265.98
超高速无线通信模块产业化项目	6,940.66
5G 通信技术产业化项目	35,196.24
信息化建设项目	4,875.15
补充流动资金	19,909.98

资料来源: Wind、开源证券研究所

图16: 公司定增项目金额超四成用于布局 5G 通信



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、核心假设

受益于整体 NB-IoT 及 4G 产品整体大规模商用趋势，叠加 5G 商用趋势不断显现，公司营收有望进一步增长，我们预测 2020/2021/2022 三年公司 2/3/4/5G 无线通信模块业务增速分别为 48%、33%、30%，NB-IoT 无线通信模块业务增速分别为 44%、35%、35%。

## 4.2、盈利预测

公司深耕于物联网行业，受益于第四轮科技浪潮万物互联大势所趋，物联网行业迎来发展新浪潮。公司作为行业领先企业，在全球范围内拥有知名度，且不断扩展新市场新领域。公司顺应潮流提早布局，将持续受益，业绩有望保持快速增长。

我们预测公司 2020/2021/2022 年总营收分别为 27.83/37.54/49.77 亿元，归母净利润分别为 2.78/4.00/5.66 亿元，EPS 为 1.08/1.50/2.02 元，对应现价 PE 分别为 53.0/38.0/28.2 倍。考虑到公司作为无线通信模组龙头企业之一且处于业务拓展期，可给予一定的估值溢价。首次覆盖，给予“增持”评级。

表9：可比公司估值：广和通存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
688080.SH	映翰通	49.41	94.24	1.37	1.81	68.79	52.07
688159.SH	有方科技	47.77	52.10	1.09	1.54	47.80	33.83
300638.SZ	移远通信	218.30	203.99	2.90	4.46	70.34	45.74
	<b>平均值</b>			<b>1.79</b>	<b>2.60</b>	<b>62.31</b>	<b>43.88</b>
300638.SH	<b>广和通</b>	137.83	57.06	1.08	1.50	53.0	38.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（映翰通、有方科技为 Wind 一致预测数据）

## 5、风险提示

**疫情带来的不确定性风险：**公司业务于海外布局较广，受疫情影响国外复工率较低，相关业务有亏损风险，进而影响公司营收及利润水平；

**5G 建设不达预期风险：**5G 行业目前整体建设逻辑为建设-应用铺设，对前期投入较高；若运营商或相应公司投入减少、合格基站数量低于目标，则 5G 建设可能会有所拖后，造成公司主营业务面临滞销风险。

**中美贸易摩擦带来的供应链风险：**芯片占成本比例较高，是公司产品核心零部件。目前公司芯片厂商主要来自于美国厂商如高通、英特尔等，若中美贸易摩擦复燃，公司供应链面临断裂风险，对公司造成较大打击。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	911	1853	2230	2674	3191
现金	265	650	862	1010	1136
应收票据及应收账款	416	633	758	874	970
其他应收款	43	10	12	25	24
预付账款	1	14	8	22	18
存货	104	178	230	282	342
其他流动资产	82	368	359	460	700
<b>非流动资产</b>	91	201	156	175	196
长期投资	1	1	1	2	2
固定资产	22	33	42	48	55
无形资产	15	54	65	76	90
其他非流动资产	53	113	48	49	49
<b>资产总计</b>	1003	2054	2386	2848	3387
<b>流动负债</b>	548	748	764	861	916
短期借款	177	92	69	53	36
应付票据及应付账款	296	536	628	702	777
其他流动负债	75	120	67	106	103
<b>非流动负债</b>	7	3	5	5	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	7	3	5	5	4
<b>负债合计</b>	555	751	769	867	920
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	121	134	242	340	472
资本公积	149	849	849	849	849
留存收益	193	334	508	753	1081
<b>归属母公司股东权益</b>	448	1303	1617	1982	2467
负债和股东权益	1003	2054	2386	2848	3387

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	-9	223	236	303	435
净利润	87	170	260	363	488
折旧摊销	9	18	22	27	34
财务费用	4	-1	2	2	0
投资损失	-3	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-117	13	-58	-81	-80
其他经营现金流	11	23	12	-8	-7
<b>投资活动现金流</b>	56	-676	-56	-138	-288
资本支出	30	122	12	11	15
长期投资	83	-553	-0	-0	-1
其他投资现金流	169	-1107	-44	-127	-273
<b>筹资活动现金流</b>	112	602	31	-17	-21
短期借款	123	-85	-23	-16	-17
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	41	13	107	98	132
资本公积增加	-22	699	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-25	-54	-99	-137
<b>现金净增加额</b>	169	145	212	148	126

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	1249	1915	2783	3754	4977
营业成本	959	1404	2037	2740	3624
营业税金及附加	5	5	9	12	15
营业费用	45	87	126	170	225
管理费用	35	46	67	91	120
研发费用	111	197	251	322	413
财务费用	4	-1	2	2	0
资产减值损失	22	-13	24	25	14
其他收益	17	30	24	27	25
公允价值变动收益	9	4	4	6	4
投资净收益	3	0	1	1	1
资产处置收益	0	0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	97	184	296	425	596
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	1	1
<b>利润总额</b>	96	182	295	425	596
所得税	9	12	35	62	107
<b>净利润</b>	87	170	260	363	488
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	87	170	260	363	488
EBITDA	108	187	299	427	600
EPS(元)	0.36	0.70	1.08	1.50	2.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	121.7	53.3	45.3	34.9	32.6
营业利润(%)	103.6	89.6	61.1	43.7	40.3
归属于母公司净利润(%)	97.9	95.9	52.9	39.6	34.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.2	26.7	26.8	27.0	27.2
净利率(%)	6.9	8.9	9.3	9.7	9.8
ROE(%)	19.4	13.0	17.2	20.4	22.9
ROIC(%)	14.2	11.2	15.4	18.7	21.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	55.3	36.6	32.2	30.4	27.2
净负债比率(%)	-18.5	-42.7	-52.3	-53.7	-51.5
流动比率	1.7	2.5	2.9	3.1	3.5
速动比率	1.3	2.1	2.6	2.8	3.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.3	1.3	1.4	1.6
应收账款周转率	3.7	3.7	4.0	4.6	5.4
应付账款周转率	4.4	3.4	3.5	4.1	4.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.70	1.08	1.50	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.04	0.92	0.98	1.25	1.80
每股净资产(最新摊薄)	1.86	5.40	6.25	7.35	8.81
<b>估值比率</b>					
P/E	158.8	81.0	53.0	38.0	28.2
P/B	30.7	10.6	9.1	7.8	6.5
EV/EBITDA	126.5	69.4	42.2	28.9	20.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告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，链接网站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的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn