

2021年07月27日

有方科技 (688159.SH)

# 深耕智慧能源模块, 加速拓展车联网市场

■深耕通信模块领域十五年, 是国内物联网模块一线供应商。有方科技成立于2006年, 2020年于科创板上市。公司着力布局和打造模块+终端+解决方案的垂直应用综合服务能力, 成立之初专注于物联网连接环节, 主要产品为无线通信模块, 后实现了由模块向下游终端产品和解决方案的延伸。公司物联网模块业务主要面向智慧能源场景, 主要客户包括国网甘肃省电力公司、三星医疗等; 通信终端业务主要面向车联网和商业零售场景, 主要客户包括国际车载产品供应商 Harman、西班牙电信运营商 Telefonica 等; 解决方案业务主要面向工业物联网、智慧城市等领域, 现有解决方案案例包括格力电器、海尔智家、贵州燃气等。

■万物互联时代到来, 模块需求爆发。通信技术的迭代和下游应用的爆发将带来对模块的需求增长, 目前行业正由2G/3G向4G/NB-IoT升级, 同时各厂商加速开发和试用5G模块, 未来对4G和LPWAN通信模块的需求将成为主要驱动力。根据IDC预测, 2020年全球物联网市场规模预计增长至1.7万亿美元, 年复合增长率达17%。根据中经社数据, 2019年我国物联网总体产业规模已经突破1.5万亿元。同时, 推进物联网感知设施规划布局, 公众网络MM连接数突破17亿, 模块需求爆发在即。

■智能表计发展迅速, 公司为模块厂商龙头。智能电表需求释放, In-Stat 研究指出, 全球至2020年智能电表渗透率将达59%, 根据Wood Mackenzie 预测, 2024年全球智能电表总量将从2017年的6.7亿只增加到12亿只以上, CAGR为8%。我国智能电表处于更新周期, 随着2G/3G退网, 以及4G网络的普及和完善, 前瞻产业研究院预计2016年至2020年, 两网公司将招标5.03亿台智能电表, 其中4.63亿台为更换需求。公司的无线通信模块产品主要应用于智慧能源中的智能表计, 在智能电网领域处于龙头地位。根据公司公告, 公司4G无线通信模块出货量占国家电网近三年智能电表招标采购总量的比例超过50%, 各类模块产品在恶劣运行环境下具有极强的抗干扰能力, 可靠性等技术优势明显。

■车联网场景具备高价值, 公司加速拓展海外OBD。车联网是物联网最具价值的细分行业之一, 产品主要包括车载前装T-BOX和车载后装OBD两大类。根据罗兰贝格的统计, 到2025年车载前装与车载后装的渗透率分别约为40%和30%。按照全球汽车年销售量8000万、车载前装/后装终端价格分别为1000元/350元计算, 2025年全球车载终端前装/后装市场规模约为320亿元和84亿元。在车载前装领域, 公

## 公司快报

证券研究报告

通信终端及配件

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价: **45.60元**  
 股价 (2021-07-28) **25.43元**

### 交易数据

总市值(百万元)	2,059.12
流通市值(百万元)	997.66
总股本(百万股)	91.68
流通股本(百万股)	44.42
12个月价格区间	21.00/50.54元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
绝对收益	-1.7%	25.3%	-42.9%
相对收益	7.7%	32.7%	-48.4%

马天诣

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521030001  
 maty@essence.com.cn

刘浩天

报告联系人

liuht1@essence.com.cn

司主要提供 4G 车规级无线通信模块，其车规级 LTE 无线通信模块属于高端模块领域，拥有一定的技术壁垒。在车载后装领域，公司自主开发的 4G 智能 OBD 产品成功解决了传统非智能 OBD 终端功能单一、无法拓展的问题。该产品主要面向海外汽车后装市场销售，以北美市场和欧洲市场为主，根据公司官网，公司已发展包括 Harman、CPON、Grupo Next 等主要海外 OBD 客户，产品覆盖包括 Sprint、AT&T、西班牙电信、VIVO、GrupoMasmovil 等全球多地运营商。

■推出有方“两朵云”，解决方案业务有望快速放量，支撑公司长期发展。公司于 2020 年第二季度推出有方管道云和有方接入云，同时提出了“多平台、全制式、全球认证、全生命周期服务”的新产品策略。有方管道云是业界首款通信优化及管理平台，能够进行物联网无线通信管道监测、优化、故障预测及远程诊断管理，解决诸多物联网无线通信问题，目前已为智慧水务、智慧燃气等行业所采用。有方接入云可对接所有主流云平台（公有云/私有云等），消除上层应用的设备差异性，实现了“一处采集，多处使用”；对所有接入设备进行统一管理，掌握实时动态；可向外应用提供灵活丰富的数据/消息业务中台能力接口。公司基于“云-管-端”能力，开展面向智慧城市领域的城域物联专网解决方案研发，将成为公司未来业务的长远驱动力。

■投资建议：我们预计公司 2021-2023 年的收入分别为 11.27 亿元(+96.5%)、16.69 亿元(+48.1%)、22.68 亿元(+35.9%)；净利润分别为 0.63 亿元(-184.3%)、1.05 亿元(+66.0%)、1.75 亿元(+67.0%)，对应的 PE 为 38/23/14。我们给予公司 2022 年 40 倍 PE，对应市值 42 亿，目标价 45.6 元。首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■风险提示：公司产品研发与产业化不及预期，行业竞争加剧，车联网推进不及预期

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	782.2	573.6	1,127.2	1,669.3	2,267.8
净利润	54.6	-75.1	63.3	105.0	175.3
每股收益(元)	0.60	-0.82	0.69	1.14	1.91
每股净资产(元)	5.59	9.19	9.71	10.57	12.00

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	44.4	-32.3	38.3	23.1	13.8
市净率(倍)	4.7	2.9	2.7	2.5	2.2
净利润率	7.0%	-13.1%	5.6%	6.3%	7.7%
净资产收益率	10.6%	-8.9%	7.1%	10.8%	15.9%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	1.1%	1.8%
ROIC	12.9%	-11.5%	10.2%	9.9%	14.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 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
<b>营业收入</b>	782.2	573.6	1,127.2	1,669.3	2,267.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	586.7	489.5	881.7	1,298.5	1,754.1	营业收入增长率	40.4%	-26.7%	96.5%	48.1%	35.9%
营业税费	2.1	1.9	3.4	5.0	6.8	营业利润增长率	32.5%	-262.1%	-174.0%	66.0%	67.0%
销售费用	25.1	41.1	45.1	58.4	68.0	净利润增长率	25.4%	-237.6%	-184.3%	66.0%	67.0%
管理费用	41.5	46.0	56.4	75.1	90.7	EBITDA 增长率	49.4%	-242.9%	-194.0%	56.5%	59.7%
研发费用	62.1	87.4	56.4	100.2	136.1	EBIT 增长率	49.0%	-258.9%	-181.1%	60.0%	62.4%
财务费用	9.2	7.4	7.7	8.1	7.7	NOPLAT 增长率	29.9%	-210.1%	-201.0%	60.0%	62.4%
资产减值损失	4.9	13.2	8.2	8.8	10.1	投资资本增长率	23.7%	14.3%	64.9%	14.0%	39.8%
加:公允价值变动收益	-	0.4	-	-	-	净资产增长率	20.2%	64.4%	5.6%	8.8%	13.6%
投资和汇兑收益	2.0	6.9	3.5	4.1	4.9	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	59.9	-97.1	71.9	119.3	199.2	毛利率	25.0%	14.7%	21.8%	22.2%	22.7%
加:营业外净收支	-0.1	-0.0	-	-	-	营业利润率	7.7%	-16.9%	6.4%	7.1%	8.8%
<b>利润总额</b>	59.8	-97.1	71.9	119.3	199.2	净利润率	7.0%	-13.1%	5.6%	6.3%	7.7%
减:所得税	5.3	-22.1	8.6	14.3	23.9	EBITDA/营业收入	8.1%	-15.8%	7.6%	8.0%	9.4%
<b>净利润</b>	54.6	-75.1	63.3	105.0	175.3	EBIT/营业收入	7.9%	-17.1%	7.1%	7.6%	9.1%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	2	62	62	43	32
货币资金	109.3	141.6	112.7	166.9	226.8	流动营业资本周转天数	176	257	202	203	204
交易性金融资产	0.0	184.0	61.3	81.8	109.0	流动资产周转天数	322	558	400	368	373
应收帐款	387.1	306.8	818.3	907.9	1,542.9	应收帐款周转天数	161	218	180	186	195
应收票据	10.8	2.2	118.9	57.2	93.0	存货周转天数	71	136	84	94	100
预付帐款	6.9	7.2	36.2	20.2	50.7	总资产周转天数	399	717	495	429	417
存货	200.8	232.4	294.9	575.0	683.9	投资资本周转天数	251	405	291	262	246
其他流动资产	74.3	116.0	70.7	87.0	91.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.6%	-8.9%	7.1%	10.8%	15.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.5%	-5.8%	3.5%	4.8%	5.7%
长期股权投资	-	20.7	20.7	20.7	20.7	ROIC	12.9%	-11.5%	10.2%	9.9%	14.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	6.0	192.0	197.5	200.5	201.8	销售费用率	3.2%	7.2%	4.0%	3.5%	3.0%
在建工程	172.9	22.5	15.8	11.0	7.7	管理费用率	5.3%	8.0%	5.0%	4.5%	4.0%
无形资产	12.4	45.6	41.0	36.5	31.9	研发费用率	7.9%	15.2%	5.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	7.7	26.7	11.9	15.3	18.0	财务费用率	1.2%	1.3%	0.7%	0.5%	0.3%
<b>资产总额</b>	988.2	1,297.8	1,800.1	2,180.1	3,077.6	四费/营业收入	17.6%	31.7%	14.7%	14.5%	13.3%
短期债务	140.6	168.0	317.0	425.6	729.7	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	239.8	201.4	431.4	547.0	840.2	资产负债率	48.1%	35.1%	50.5%	55.6%	64.2%
应付票据	-	25.5	23.5	48.7	48.8	负债权益比	92.8%	54.0%	102.2%	125.0%	179.7%
其他流动负债	29.4	30.6	25.0	27.3	27.7	流动比率	1.93	2.33	1.90	1.81	1.70
长期借款	65.7	29.3	112.9	162.5	330.8	速动比率	1.44	1.78	1.53	1.26	1.28
其他非流动负债	-	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	6.72	-13.28	10.31	15.73	26.75
<b>负债总额</b>	475.6	454.9	909.8	1,211.1	1,977.1	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.08	-	0.17	0.29	0.48
股本	68.8	91.7	91.7	91.7	91.7	分红比率	13.6%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	443.9	751.2	798.6	877.3	1,008.8	股息收益率	0.3%	0.0%	0.7%	1.1%	1.8%
<b>股东权益</b>	512.7	842.9	890.3	969.0	1,100.5						

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	54.6	-75.1	63.3	105.0	175.3	EPS(元)	0.60	-0.82	0.69	1.14	1.91
加:折旧和摊销	1.9	7.4	5.8	6.3	6.6	BVPS(元)	5.59	9.19	9.71	10.57	12.00
资产减值准备	8.2	13.2	-	-	-	PE(X)	44.4	-32.3	38.3	23.1	13.8
公允价值变动损失	-	-0.4	-	-	-	PB(X)	4.7	2.9	2.7	2.5	2.2
财务费用	6.3	9.8	7.7	8.1	7.7	P/FCF	-194.1	-14.3	-16.1	23.2	18.1
投资损失	-2.0	-6.9	-3.5	-4.1	-4.9	P/S	3.1	4.2	2.1	1.5	1.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-26.1	31.2	20.5	14.7
营运资金的变动	-120.0	-80.2	-437.4	-168.6	-523.3	CAGR(%)	24.4%	-232.7%	13.3%	24.4%	-232.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	-2.0	-91.9	-364.1	-53.3	-338.5	PEG	1.8	0.1	2.9	0.9	-0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-57.0	-268.1	126.2	-16.3	-22.4	ROIC/WACC	1.4	-1.2	1.1	1.0	1.5
<b>融资活动产生现金流量</b>	64.1	408.9	209.0	123.9	420.8	REP	-	-2.8	2.2	2.0	1.2

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

马天诣声明, 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。

## ■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777
张杨		北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
温鹏		北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
刘晓萱		北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
王帅		北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
游倬源		北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
侯宇彤		北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

## 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