

投资评级 优于大市 维持

需求分化下营收高增、利润承压，车载/FWA 表现突出

股票数据

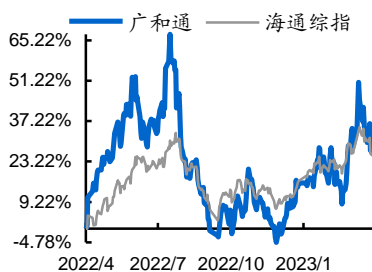
04月26日收盘价(元)	24.10
52周股价波动(元)	17.21-34.79
总股本/流通A股(百万股)	631/407
总市值/流通市值(百万元)	15219/9816

相关研究

《消费端需求下滑业绩承压，车载/网关支撑增长动力》2022.10.23

《结构调整盈利承压，车载&IOT 持续景气》2022.08.10

《再推股权激励，充分激发增长活力》2022.06.14

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.0	11.1	14.5
相对涨幅 (%)	4.6	13.6	19.8

资料来源：海通证券研究所

分析师:余伟民

Tel:(010)50949926

Email:ywm11574@haitong.com

证书:S0850517090006

分析师:杨彤昕

Tel:010-56760095

Email:ytx12741@haitong.com

证书:S0850522030004

投资要点:

- 事件:** 公司发布 22 年报&23Q1 季报。22 年实现收入 56.46 亿元 (同比+37.41%)，归母净利润 3.64 亿元 (同比-9.19%)，扣非归母净利润 3.16 亿元 (同比-15.27%)。23Q1 公司完成锐凌无线并表业绩向好，23Q1 收入 18.13 亿元 (同比 53.85%)，归母净利润 1.40 亿元 (同比+34.28%)。
- 车载/FWA 支撑核心增长动力。** 22 年公司 IOT 无线通信应用板块收入 56.00 亿元 (同比+39.97%)。22 年公司在国内车载和 FWA 行业市场拓展中取得成效，车载业务随着车联网市场需求爆发持续向好，车载新品频出，2022 年子公司广通远驰推出 5G 车载模组 AN758、子公司锐凌无线推出 LTE 智能模组 RL94xx 系列迭代产品，助力全球车载模组产业发展。根据公司 2023 年 2 月 14 日投资者关系活动记录表，公司预计 5G 家庭网关 (FWA) 市场 23-25 年仍呈增长趋势；根据公司 2022 年 11 月 16 日-11 月 17 日投资者关系活动记录表，22Q1-Q3 公司 PC 业务由于市场需求低迷出货量下降，但全球市占率保持稳定。不同业务板块分化表现带来毛利率显著波动，22 年公司 IOT 无线通信应用板块毛利率实现 20.08% (同比-4.37pct)。
- 海外营收高增，盈利承压。** 分地区来看，公司 22 年海外收入 33.78 亿元 (同比+42.00%)，毛利率 24.03% (同比-8.02pct)；华南地区收入 14.99 亿元 (同比+54.41%)，毛利率 18.04% (同比+3.11pct)；华东地区收入 6.44 亿元 (同比+4.29%)，毛利率 9.16% (同比-2.65pct)。
- 锐凌无线完成并表。** 2022 年 11 月 1 日，公司完成全球领先的无线通信模组供应商锐凌无线并表，拓宽公司车载通信领域版图。根据公司 22 年 8 月 22 日公告披露，锐凌无线 22 年 1-5 月营收 6.73 亿元，净利润 2545.90 万元，21 年营收 22.54 亿元，净利润 6914.33 万元。
- 费用管控出色，研发持续投入。** 2022 年公司销售、管理、财务费用率分别为 3.00% (-0.22pct)、1.64% (-0.46pct)、0.87% (+0.55pct)，研发费用 5.65 亿元 (+31.71%)，研发费用率 10.01% (-0.46pct)。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计公司 23-25 年营业收入预计为 95.65 亿元、120.13 亿元、149.52 亿元，归母净利润分别为 6.03 亿元、7.83 亿元和 10.08 亿元。参考可比公司估值，给予 23 年 PE 27-32x，对应合理价值区间为 25.80-30.57 元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 上游原材料整体涨价影响成本；车载业务拓展不及预期；集成芯片推广并量产形成替代。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4109	5646	9565	12013	14952
(+/-)YoY(%)	49.8%	37.4%	69.4%	25.6%	24.5%
净利润(百万元)	401	364	603	783	1008
(+/-)YoY(%)	41.5%	-9.2%	65.5%	29.8%	28.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.64	0.58	0.96	1.24	1.60
毛利率(%)	24.1%	20.2%	18.9%	19.0%	19.1%
净资产收益率(%)	20.5%	15.0%	19.9%	20.5%	20.9%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值对比

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
300098.SZ	高新兴	3.41	59	-0.16	0.05	0.09	-22	68	39
603236.SH	移远通信	87.89	166	3.30	4.58	6.49	27	19	14
002920.SZ	德赛西威	101.64	564	2.13	2.91	3.99	48	35	25
002881.SZ	美格智能	29.66	77	0.49	0.97	1.42	61	31	21
300308.SZ	中际旭创	79.45	636	1.53	1.86	2.35	52	43	34
300502.SZ	新易盛	71.20	361	1.88	1.98	2.45	38	36	29
平均							34	39	27

备注：收盘价日期为 2023 年 4 月 26 日，可比公司 EPS 采用 Wind 一致预期；
 资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 公司业务分拆 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
1、无线通信设备	5547.49	9455.70	11892.97	14819.88
收入增幅	45.16%	70.45%	25.78%	24.61%
毛利率	19.86%	18.63%	18.81%	18.98%
2、其他	98.92	108.82	119.70	131.67
收入增幅	-65.63%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	38.07%	38.07%	37.60%	37.50%
合计：营业收入	5646.42	9564.52	12012.66	14951.54
总收入增幅	37.41%	69.39%	25.60%	24.46%
整体毛利率	20.17%	18.85%	18.99%	19.14%

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	5646	9565	12013	14952
每股收益	0.58	0.96	1.24	1.60	营业成本	4507	7761	9731	12090
每股净资产	3.84	4.80	6.04	7.64	毛利率%	20.2%	18.9%	19.0%	19.1%
每股经营现金流	0.47	-0.08	0.75	0.91	营业税金及附加	13	22	28	35
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	169	234	294	366
P/E	41.76	25.23	19.43	15.10	营业费用率%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%
P/B	6.27	5.02	3.99	3.16	管理费用	92	143	180	224
P/S	2.70	1.59	1.27	1.02	管理费用率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
EV/EBITDA	28.78	25.13	19.43	15.03	EBIT	299	533	686	876
股息率%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	49	51	61	63
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.9%	0.5%	0.5%	0.4%
毛利率	20.2%	18.9%	19.0%	19.1%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利率	6.5%	6.3%	6.5%	6.7%	投资收益	47	0	0	0
净资产收益率	15.0%	19.9%	20.5%	20.9%	营业利润	356	600	773	997
资产回报率	5.7%	7.1%	7.5%	8.0%	营业外收支	-1	-1	-1	-1
投资回报率	7.9%	12.5%	13.4%	14.6%	利润总额	355	599	772	996
盈利增长 (%)					EBITDA	413	605	768	965
营业收入增长率	37.4%	69.4%	25.6%	24.5%	所得税	-9	-5	-11	-12
EBIT 增长率	-9.8%	78.1%	28.8%	27.6%	有效所得税率%	-2.6%	-0.8%	-1.4%	-1.2%
净利润增长率	-9.2%	65.5%	29.8%	28.7%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	364	603	783	1008
资产负债率	62.1%	64.3%	63.4%	61.5%					
流动比率	1.56	1.50	1.53	1.59	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.21	1.08	1.11	1.15	货币资金	864	450	850	1149
现金比率	0.27	0.10	0.15	0.17	应收账款及应收票据	2255	3820	4798	5971
经营效率指标					存货	1097	1928	2401	2990
应收账款周转天数	141.77	141.77	141.77	141.77	其它流动资产	774	827	860	900
存货周转天数	88.80	90.68	90.05	90.26	流动资产合计	4990	7025	8909	11010
总资产周转率	0.88	1.13	1.15	1.19	长期股权投资	63	63	63	63
固定资产周转率	30.66	40.21	44.36	51.27	固定资产	184	238	271	292
					在建工程	54	30	20	16
					无形资产	419	436	442	436
					非流动资产合计	1409	1473	1506	1522
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6399	8498	10415	12532
净利润	364	603	783	1008	短期借款	689	518	613	500
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	1878	3233	4054	5037
非现金支出	124	73	81	89	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-21	57	55	55	其它流动负债	634	945	1163	1403
营运资金变动	-168	-783	-445	-579	流动负债合计	3201	4696	5830	6940
经营活动现金流	300	-50	475	572	长期借款	600	600	600	600
资产	-173	-137	-116	-106	其它长期负债	171	171	171	171
投资	-66	0	0	0	非流动负债合计	771	771	771	771
其他	60	0	0	0	负债总计	3971	5467	6601	7711
投资活动现金流	-179	-137	-116	-106	实收资本	632	631	631	631
债权募资	1508	-171	95	-113	归属于母公司所有者权益	2428	3031	3814	4821
股权募资	32	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-1304	-56	-54	-54	负债和所有者权益合计	6399	8498	10415	12532
融资活动现金流	237	-227	41	-167					
现金净流量	382	-414	400	299					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余伟民 通信行业
杨彤昕 通信行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：光迅科技,中国联通,沪电股份,深南电路,大族激光,天孚通信,中国移动,锐捷网络,源杰科技,三环集团,烽火通信,亨通光电,博创科技,迪普科技,中瓷电子,长光华芯,星网锐捷,中兴通讯,光库科技,锐科激光,华测导航,拓邦股份,移远通信,亿联网络,浩瀚深度,紫光国微,紫光股份,广和通,工业富联,威胜信息

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。