

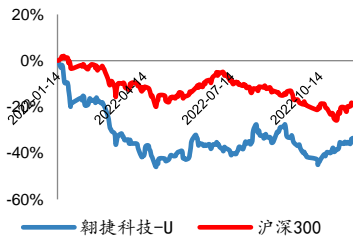
Q3 收入增长放缓，各项新品研发进展顺利

投资评级：增持（下调）

报告日期：2022-11-22

收盘价(元)	70.18
近12个月最高/最低(元)	130.11/57.89
总股本(百万股)	418
流通股本(百万股)	36
流通股比例(%)	8.61
总市值(亿元)	294
流通市值(亿元)	25

公司价格与沪深300走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

相关报告

1. 物联网基带新锐，SoC 和 IoT 芯片打开广阔空间 2022-05-24

主要观点：

● 事件：公司发布 2022 年三季报。

2022 前三季度，公司实现营收 15.83 亿元，同比增长 10.5%，实现归母净利润-1.86 亿元，同比大幅减亏 61.6%，扣非后归母净利润为-2.65 亿元，同比增长 40.8%。单三季度来看，Q3 实现营收 5.03 亿元，同比下降 9.0%，环比基本持平，考虑到国内 LTE Cat1 模组行业整体拉货动能趋缓，我们认为公司业绩符合预期。

● Cat1 市场国内增速放缓，公司依然保持优势竞争地位。

LTE-Cat1 是公司蜂窝基带芯片收入主要来源，2G/3G 退网带来的存量替换以及 Cat1 模组的高性价比优势带来了 Cat1 市场 2019 年后步入高速增长期。根据中国电信《2022 中低速 LTE Cat1 行业发展白皮书》，预计将有 40% 的 2G 用户将迁移到 LTE Cat1，100% 的 3G 用户将迁移到 LTE Cat1，而 40% 的 LTE Cat4 用户将因为成本问题迁移到 Cat1。根据白皮书数据，国内 Cat1 模组出货量 2019-2023 年分别为 500 万、1500 万、1.1 亿、1 亿、1.5 亿。2021 年由于芯片产能短缺和涨价压力，下游备货意愿强烈；2022 年受到多重因素影响，Cat1 增长势头放缓；预计 2023 后，Cat1 部署规模将恢复高速增长，尤其是替换 2G 存量以及新增创新市场的刺激。

2022 三季报，公司存货同比增长 31%，高于收入和应收账款增速，预计下游客户消化库存仍需一定时间。公司依托产品性价比优势、高集成度优势以及稳定的供应链交付能力，2019 年以来在 Cat1 市场份额一路成长为与紫光展锐并肩的全球 Cat1 芯片龙头。根据 Counterpoint 发布 22Q1 全球蜂窝物联网模组芯片组出货量显示翱捷份额 7%位列第三，考虑到单价因素，公司在全球 LTE 中低速市场已处于主导地位。

TSR2021 蜂窝宽带报告显示，公司在全球 Cat1 市场份额已达到 38%。盈利能力方面，公司三季报实现大幅扭亏，主要源于本年度芯片调价以及代工厂产能缓解，随着公司出货量继续增长以及产品结构向高端高速的演进，毛利率有望保持在 30% 以上（考虑到部分新品打开市场采取价格优惠）。同时研发端，公司已积累充分的 5G 协议栈能力和 SoC IP 模块，研发费用率将逐渐下降。

● 公司积累了丰富的通信协议栈和 SoC IP，未来有望在智能终端 SoC、5G 市场持续取得突破，远期来看具有切入手机 SoC 能力。

物联网基带芯片需要 2G 至 5G 多模通信协议栈、ADC/DAC IP 积累以及与国内少数三家同时掌握 2G-4G 基带芯片的厂商之一，自主研发基带射频一体化集成技术，进一步提升模组集成度，降低客户 BOM 成本，市场占有率稳步提高。SoC 方面，公司储备了 ISP、LPDDR、USB Phy、PCIe Phy、BLE、WiFi、NPU 等大部

分模拟和数字 IP。从下游应用来看，移动智能终端芯片在蜂窝基带芯片中收入占比持续提升，符合下游 IoT 行业对智能模组需求提升趋势，目前公司的 Cat1、Cat4 芯片如 ASR1606、ASR3601、ASR1802 已广泛应用于收款云喇叭、共享出行、儿童手表、WiFi 等。

5G 和手机 SoC 方面，公司将首先推出 5G 蜂窝物联网芯片，同时积极推进 4G 手机 SoC 导入，并积极布局 5G 智能手机芯片，目前公司 5G 物联网芯片已完成流片进入客户测试阶段，我们认为公司 4G 基带芯片竞争优势有望在 5G 物联网重现，同时在即将到来的 5G RedCap 市场也有望取得先发优势。

- **Cat1 市场爆发式增长后，公司将继续在 Cat4+、物联网芯片等持续发力取得更大份额。**

Cat1 市场爆发驱动了公司 2019-2021 的收入高速增长，考虑到高基数下增速递减，我们认为公司的收入增长动能未来将更加多元化。根据 TSR，2022 年全球蜂窝物联网连接中，数量排名前三的分别为 LTE/LTE Advanced、LTE Cat1、NB-IoT，考虑到 Cat1 和 NB 单价较低，LTE 市场仍然是市场规模最大的市场，同时 5G 市场正快速崛起。根据我们测算，2022 年全球 Cat1、Cat4+、5G 芯片市场规模分别为 31 亿、65 亿、65 亿元。目前，公司已量产了 ASR1802S、ASR1803 Cat4 系列以及 ASR1826 Cat7 系列，未来有望逐步形成对高通、MTK 等海外大厂替代。非蜂窝市场方面，公司目前拥有 Lora、WiFi MCU、WiFi 双模、BLE、多模 GNSS、安防 IPC 等芯片，上半年营收占比为 6.1%，其中 WiFi 系列芯片占比为 80%，上半年受下游消费类终端需求下降影响收入有所下降。我们认为非蜂窝物联网芯片有助于平滑产品单一的行业波动风险，并有助于验证公司在非蜂窝通讯技术的 IP 稳定性，从而为后续更大规模的 SoC 设计奠定基础。

- **投资建议**

我们认为公司作为蜂窝物联网基带龙头和物联网芯片新锐，短期营收增长受下游库存压力影响，物联网行业长期增长逻辑不变，公司有望凭借新品推出打开更大市场份额。考虑到 Cat1 市场短期增长承压以及新品推出价格策略，我们调整公司 2022-2024 盈利预测为-2.24、-1.02、0.42 亿元（前值为-0.03/2.12/4.42），下调评级为“增持”。

- **风险提示**

Cat1 物联网市场增长不及预期，4G Cat4+ 市场拓展不及预期，5G 物联网芯片量产出货时间不及预期，中美科技贸易摩擦影响供应链稳定性。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	2137	2339	2986	3899
收入同比 (%)	97.7%	9.4%	27.7%	30.6%
归属母公司净利润	-589	-224	-102	42
净利润同比 (%)	74.7%	62.1%	54.5%	141.0%
毛利率 (%)	27.1%	36.8%	34.8%	33.8%
ROE (%)	-52.1%	-23.5%	-12.0%	4.7%
每股收益 (元)	-1.57	-0.53	-0.24	0.10
P/E	—	—	—	703.34
P/B	0.00	30.92	34.62	33.00
EV/EBITDA	0.06	-459.67	506.34	150.78

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1822	1649	1953	2385	营业收入	2137	2339	2986	3899
现金	519	-4400	-4308	-4257	营业成本	1557	1477	1945	2580
应收账款	246	256	311	384	营业税金及附加	2	2	2	3
其他应收款	0	0	1	1	销售费用	26	30	33	39
预付账款	80	76	100	132	管理费用	110	122	143	164
存货	854	930	1063	1336	财务费用	4	21	34	43
其他流动资产	123	4786	4787	4788	资产减值损失	-6	-42	-3	-7
非流动资产	600	630	672	727	公允价值变动收益	0	18	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	94	90	39
固定资产	115	165	208	243	营业利润	-571	-226	-103	42
无形资产	368	348	348	368	营业外收入	1	1	1	1
其他非流动资产	116	116	116	116	营业外支出	25	1	1	1
资产总计	2422	2279	2625	3112	利润总额	-595	-226	-103	42
流动负债	1138	1187	1635	2080	所得税	-6	-2	-1	0
短期借款	447	563	833	1035	净利润	-589	-224	-102	42
应付账款	184	146	192	254	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	507	478	611	790	归属母公司净利润	-589	-224	-102	42
非流动负债	153	143	143	143	EBITDA	-375	-75	68	230
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	-1.57	-0.53	-0.24	0.10
其他非流动负债	153	143	143	143					
负债合计	1291	1329	1778	2223					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	376	418	418	418	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	4045	4045	4045	4045	成长能力				
留存收益	-3290	-3513	-3615	-3573	营业收入	97.7%	9.4%	27.7%	30.6%
归属母公司股东权益	1131	950	848	890	营业利润	75.5%	60.4%	54.5%	141.0%
负债和股东权益	2422	2279	2625	3112	归属于母公司净利	74.7%	62.1%	54.5%	141.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	27.1%	36.8%	34.8%	33.8%
					净利率 (%)	-27.6%	-9.6%	-3.4%	1.1%
					ROE (%)	-52.1%	-23.5%	-12.0%	4.7%
					ROIC (%)	-33.9%	-13.1%	-4.0%	4.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	53.3%	58.3%	67.7%	71.4%
					净负债比率 (%)	114.1%	140.0%	209.6%	249.8%
					流动比率	1.60	1.39	1.19	1.15
					速动比率	0.78	0.54	0.48	0.44
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	1.03	1.14	1.25
					应收账款周转率	8.70	9.12	9.61	10.14
					应付账款周转率	8.45	10.14	10.14	10.14
					每股指标 (元)				
					每股收益	-1.57	-0.53	-0.24	0.10
					每股经营现金流薄)	-1.53	-0.57	-0.14	0.12
					每股净资产	2.70	2.27	2.03	2.13
					估值比率				
					P/E	—	—	—	703.34
					P/B	0.00	30.92	34.62	33.00
					EV/EBITDA	0.06	-459.67	506.34	150.78

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

分析师：张天，华安战略科技团队联席负责人，4 年通信行业研究经验，主要覆盖光通信、数据中心核心科技、5G 和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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，其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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。