行业聚焦于低估值和高成长性

—2021 年通信行业年度投资策略

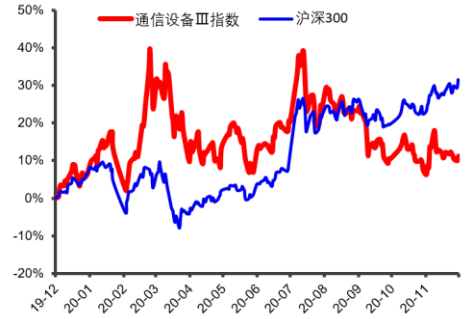
增持 ——维持

日期：2020 年 12 月 03 日

行业：通信行业

分析师： 张涛
Tel： 021-53686152
E-mail： zhangtao@shzq.com
SAC 证书编号： S0870510120023

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号：

相关报告：

■ 主要观点

三季度通信设备行业的盈利能力得到迅速恢复

据 WIND 数据，前三季度通信设备行业的收入不仅从负增长不断好转，前三季度累计的收入出现正增长。而且从销售净利润水平看，2020 年的前三个季度销售净利率指标从 1.65%上升到 4.10%，达到 2019 年 Q1 的水平，通信设备行业不仅收入出现好转，而且行业的盈利率水平也迅速恢复。

十四五规划科技创新新经济，聚焦工业互联网和云计算

十四五规划主题是构建经济发展的新格局，重点包括三个方面：内循环为核心的消费、科技创新，提高全要素生产率和绿色经济。中美科技产业链限制趋严、国内低端产业向外转移，都需要提高国内科技领域的实力，发展高端智能制造，推动中国经济由量转向质，经济发展依靠科技创新的新增长模式。在光模块市场上，2020 年疫情影响许多项目被推迟，根据 Light Counting 报告，中国光模块供应商的市场占比将超过 50%。2019 年我国工业互联网产业经济总体规模达到 2.13 万亿元，预计到 2020 年将达到 3.1 万亿元，同比增长 45.5%，其中工业互联网核心产业约为 6520 亿元，在工业互联网核心产业中，工业互联网网络产业经济规模在 2019 年达到了 651 亿元，近 3 年复合增长率达到 30.7%。

年初至今通信板块表现低于预期，后续看好行业龙头低估值和高成长

年初至今通信行业板块板块涨幅 1.86%，在所有行业中倒数第三。从行业整体的市盈率(TTM，整体法)看，通信行业 PE 为 38.6 倍，在所有行业中排名第 8。从业绩方面看，2020 年前三季度细分行业板块表现强势，物联网模组公司移远通信、广和通和东信和平；光模块新易盛、中际旭创和博创科技等；5g 产业链中兴通讯、武汉凡谷和大富科技。我们继续看好相关细分行业龙头，聚焦行业龙头的低估值或高成长性。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持通信行业“增持”评级

■ 数据预测与估值：

重点关注股票业绩预测和市盈率

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
中兴通讯	000063.SZ	34.73	1.22	1.39	1.93	28.47	24.99	17.99	3.82	增持
广和通	300638.SZ	56.99	0.78	1.30	1.79	73.06	43.84	31.84	9.21	增持

资料来源：上海证券研究所 股价数据为 2020 年 11 月 30 日收盘价

目 录

一. 通信行业的数据 4
1.1 我国通信行业的表现 4
1.2 我国电信运营商宽带快速发展 4
1.3 我国移动互联网流量的快速增长 5
二. 通信行业的三季度运营好转 6
2.1 通信设备整体业绩出现好转 6
2.2 2020 年 5G 投资的快速增长 7
2.3 2021 继续加快 5G 投资利好相关产业链 8
三. 十四五规划出台加快 5G 应用 9
3.1 十四五规划出台，聚焦科技发展 9
3.2 加速云计算市场发展 10
3.3 云计算需求旺盛，光模块市场发展加速 11
四. 工业互联网建设的机会 13
4.1 5G 确定性网络的发展 13
4.2 5G 确定性网络推动制造业升级 14
4.3 工业互联网市场的规模化发展 14
五. 行业表现及估值 15
5.1 年初至今通信行业指数涨幅居末 15
5.2 板块的估值水平 16
5.3 通信行业的风险提示 17
六. 重点关注公司 17
6.1 5G 产业链相关龙头公司 17
6.2 物联网产业链领先公司 18

图

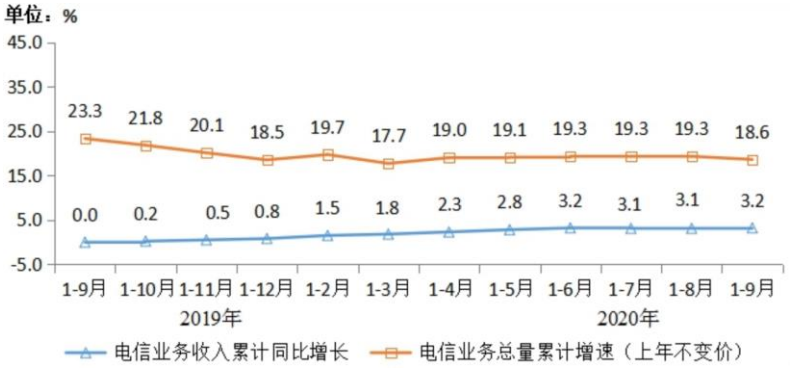
图 1 2020 年 1-9 月我国电信业务收入累计完成情况 单位：亿元 4
图 2 固定互联网宽带接入速率用户占比 5
图 3 2020 年前三季度互联网宽带接入端口数 6
图 4 通信设备行业的收入及净利润增长情况（单位：亿元） 6
图 5 从季度累计通信设备行业的收入及净利润增长情况（单位：亿元） 7
图 6 我国三大运营商的资本开支（单位：亿元） 7
图 7 我国基站的建设规模（单位：万个） 8
图 8 全球云计算市场规模（单位：亿美元） 10
图 9 中国云计算市场规模（单位：亿元） 11
图 10 全球和中国云计算市场占比（%） 11
图 11 2019-2020 年 9 月移动互联网接入月流量及户均流量（DOU）情况 12
图 12 全球光模块的销售收入 12
图 13 云计算的主要产业链 13
图 14 制造业总体发展趋势 14
图 15 工业互联网核心产业规模（单位：亿元） 15
图 16 5G 确定性网络+工业互联网各场景空间节奏 15
图 17 年初至今 SW 通信行业涨幅居末 16
图 18 年初至今通信行业重点股票 16
图 19 目前行业市盈率(TTM，整体法)比较 17

一. 通信行业的数据

1.1 我国通信行业的表现

2020 年前三季度我国电信业务收入累计完成 10228 亿元，同比增长 3.2%，增速较上半年持平。按照不变价计算电信业务总量为 10968 亿元，同比增长 18.6%。

图 1 2020 年 1-9 月我国电信业务收入累计完成情况　　单位：亿元



数据来源：工信部网站，上海证券研究所

固定资产投资持续较快增长。前三季度三家基础电信企业和中国铁塔共完成固定资产投资 2913 亿元，同比增长 16.5%，增速较上半年回落 4.6 个百分点。

固定通信业务收入较快增长，移动通信业务收入降幅收窄。前三季度三大运营商实现固定通信业务收入 3494 亿元，同比增长 11.5%，增速较上年同期提高 2.1 个百分点，占电信业务收入的比重达到 34.2%。前三季度移动通信业务收入 6734 亿元，同比下降 0.6%，降幅较上年同期和今年上半年分别收窄 3.3 个和 0.3 个百分点，占电信业务收入的比重为 65.8%。

数据及互联网业务收入平稳增长，支撑电信业务收入稳步增长。前三季度三家电信运营商完成固定和移动数据及互联网业务收入分别为 1728 亿元和 4688 亿元，同比增长 7.5%和 2.7%，在电信业务收入中占比分别为 16.9%和 45.8%，同比分别提高 0.6 个和降低 0.1 个百分点，是电信业务收入稳定增长的主要支柱。

固定增值及其他收入持续较快增长，有力推动电信业务收入增长。三家电信运营商积极发展 IPTV、互联网数据中心、大数据、云计算、人工智能等新兴业务，前三季度共完成固定增值业务收入 1308 亿元，同比增长 23.1%，在电信业务收入中占比为 12.8%，拉动电信业务收入增长 2.5 个百分点。

1.2 我国电信运营商宽带快速发展

千兆宽带用户加快发展，宽带在进行新一轮的提速。截至 9 月末三

家运营商的固定互联网宽带接入用户总数达 4.76 亿户，同比增长 5.8%，比上年末净增 2682 万户。其中光纤接入（FTTH/O）用户 4.45 亿户，占固定互联网宽带接入用户总数的 93.5%。100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 4.2 亿户，占总用户数的 88.2%，占比较上年末提高 2.8 个百分点。千兆宽带服务推广加快，1000Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户达 425 万户，比上年末净增 338 万户。

蜂窝物联网终端用户和 IPTV 用户增长较快。截至 9 月末三家运营商蜂窝物联网终端用户 10.73 亿户，同比增长 18.2%，比上年末净增 4492 万户，其中应用于智能制造、智慧交通、智慧公共事业的终端用户占比分别达 19.6%、19%、22.7%。IPTV（网络电视）总用户数达 3.1 亿户，同比增长 6%，比上年末净增 1580 万户。

图 2 固定互联网宽带接入速率用户占比



数据来源：工信部网站，上海证券研究所

1.3 我国移动互联网流量的快速增长

4G、5G 移动电话用户扩张带来用户结构不断优化，支付、视频广播等各种移动互联网应用普及，带动数据流量呈爆炸式增长。截至 9 月末全国互联网宽带接入端口数量达 9.37 亿个，同比增长 2.6%，比上年末净增 2104 万个。其中光纤接入（FTTH/O）端口达到 8.67 亿个，比上年末净增 3036 万个，占比由上年末的 91.3%提高到 92.5%。

图 3 2020 年前三季度互联网宽带接入端口数



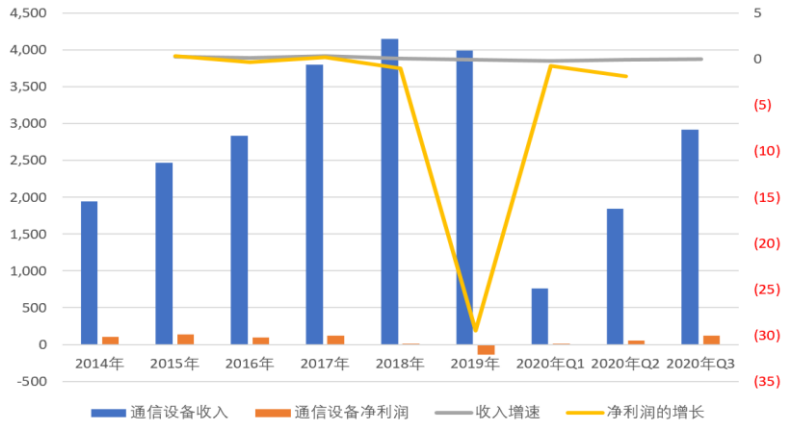
数据来源：工信部网站，上海证券研究所

二. 通信行业的三季度运营好转

2.1 通信设备整体业绩出现好转

根据 WIND 数据，通信设备行业的上市公司的收入，2012 年-2018 年通信设备收入的复合增长率为 15.64%，通信设备净利润的复合增长率 10.61%，近年通信设备行业保持稳步快速增长。2020 年由于疫情的因素，出现快速下滑，直到今年三季度收入出现正增长，净利润不断增长。

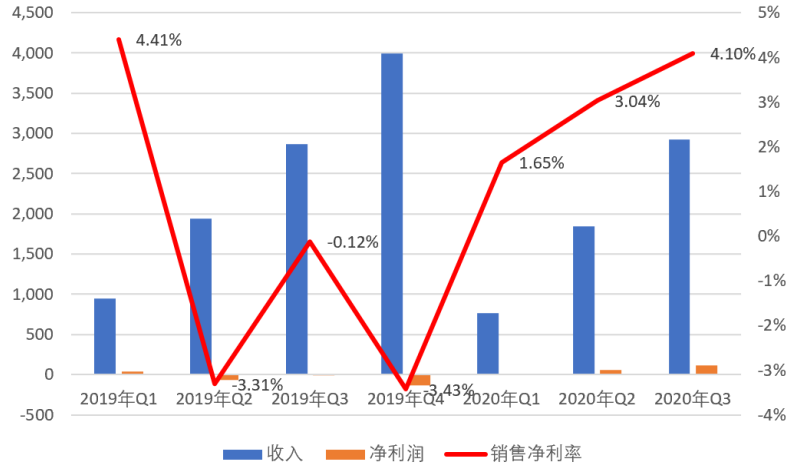
图 4 通信设备行业的收入及净利润增长情况（单位：亿元）



数据来源：WIND，上海证券研究所

从单季度累计数据看，2020 年前三季度，通信设备行业的收入不仅从负增长不断好转，前三季度累计的收入出现正增长。而且从销售净利润水平看，2020 年的前三个季度销售净利率指标从 1.65%上升到 4.10%，达到 2019 年 Q1 的水平，可以看出通信设备行业不仅收入出现好转，而且行业的盈利率水平也迅速的恢复。

图 5 从季度累计通信设备行业的收入及净利润增长情况（单位：亿元）



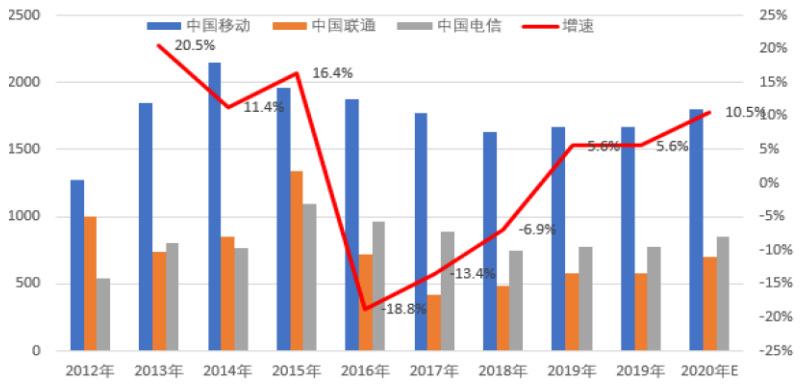
数据来源：WIND，上海证券研究所

2.2 2020 年 5G 投资的快速增长

近年三大运营商投资 4G 网络，2013 年-2015 年资本开支不断上升，投资增速分别为 20.5%、11.4%、16.4%，2015 年的资本开支达到 4386 亿元，达到历史的高位。但是之后资本开支开始下滑，2016 年到 2018 年资本开支的增速分别为-18.8%、-13.4%和-5.6%。2019 年资本开支预期同比增长 5.6%。

2020 年数据统计，2020 年三大运营商资本开支预算总额为 3348 亿元，与 5G 相关的资本开支预算 1803 亿元，占总预算的 53.9%，同比增长 337.6%。5G 基站建设是三大运营商 2020 年投资的主战场。其中中国移动 2020 年资本开支为 1798 亿元，其中 5G 相关投资约 1000 亿元，同比增长 316.7%。中国电信 2020 年资本开支预算约 850 亿元，其中 5G 资本开支约 453 亿元，同比增长 387%。中国联通 2020 年资本开支预算为 700 亿元，5G 资本开支预算约 350 亿元，同比增长 343%。

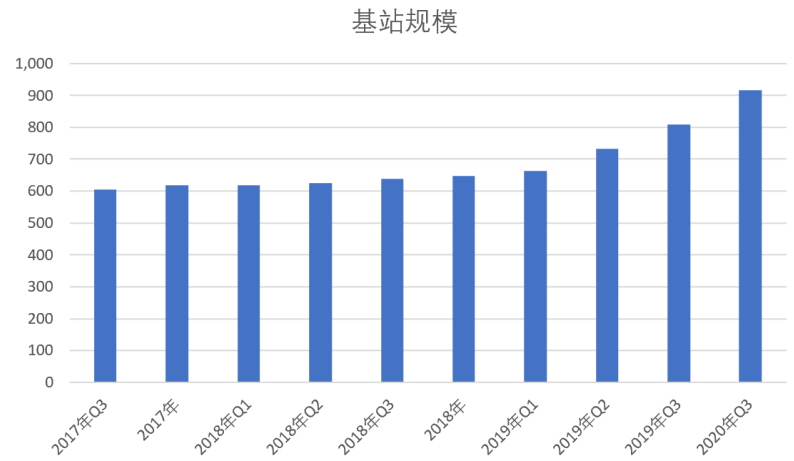
图 6 我国三大运营商的资本开支（单位：亿元）



数据来源：工信部网站，上海证券研究所

2017 年底我国移动基站规模达到 619 万个，2018 年底我国基站规模同比增长 4.68%。基站规模达到 648 万个。2019 年 9 月末我国基站规模达到 808 万个，2020 年三季度我国的基站规模达到 916 万个，同比增长 13.37%。

图 7 我国基站的建设规模（单位：万个）



数据来源：工信部网站，上海证券研究所

2.3 2021 继续加快 5G 投资利好相关产业链

2020 年 10 月 22 日，工信部通信发展司司长闻库在国新办发布会表示，未来三年中国 5g 处于上升发展阶段。截至 9 月底，5g 基站累计建设数量达到 69 万个，目前累计接入终端超过 1.6 亿用户。超高清视频、云游戏、移动云、VR 等个人应用场景逐渐丰富，医疗、能源、自动驾驶等垂直行业不断深化。

全球根据爱立信官网的数据，截至 2020 年 11 月 30 日，爱立信的商用 5G 协议已达 117 个，公开宣布的 5G 合同已达 67 个，参与建设的实时 5G 网络达到 70 个。按运营商来看，美洲有 11 家，EMEA(欧洲、中东和非洲)有 37 家，亚太 14 家，全球在加快 5G 的投资建设。

表 1 5G 基站的上下游产业链及公司

产业链阶段	行业大类	细分行业	相关企业
上游		芯片、电子元器件	信维通信
			三安光电
			麦捷科技
			紫光股份
		网络规划设计	国脉科技
			杰赛科技
中游	无线	基站天线	通宇通讯
			盛路通信
		基站射频滤波器	武汉凡谷
			大富科技

			东山精密
			春兴精工
			中兴通讯
			烽火通信
			星网锐捷
		光纤光缆	长飞光纤
			亨通光电
			中天科技
			烽火通信
			特发信息
		光模块	中际旭创
			光迅科技
			新易盛
			博创科技
			中兴通讯
			烽火通信
下游	终端侧	终端天线、滤波器	麦捷科技
			信维通信
			硕贝德
	运营商	运营商	中国联通
			鹏博士

数据来源：上海证券研究所

三. 十四五规划出台加快 5G 应用

3.1 十四五规划出台，聚焦科技发展

2020 年 11 月 3 日新华社发布了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》。作为指引未来五年最重要的规划文件。十四五规划经济增长目标预计在 5%左右，到 2035 年 GDP 再翻一番。党的十九大报告指出，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，建设现代化经济体系是跨越关口的迫切要求和战略目标。长远看，随着潜在增速的回落，会淡化经济增长目标。

十四五规划主题是构建经济发展新格局。重点包括三个方面：内循环为核心的消费、科技创新，提高全要素生产率和绿色经济。

一、以内循环为主核心的消费。过去我国经济发展依赖出口、基建投资和地产投资等固定资产投资模式。当前正在转向以消费为主的增长模式。未来五年通过改革让国内居民能消费、愿消费、敢消费，

优化收入分配的结构，改善居民消费环境，提升商品和服务的品质，不断完善社会保障体系。

二、通过加强科技创新来提高全要素的生产率。依靠提高生产要素数量驱动经济增长的外延型的经济增长方式已经过时，需要依靠科技创新将我国转变为新增长模式。从外部大环境看，中美科技产业逐渐开始脱钩、国内低端产业向外转移等问题，需要提高国内科技领域的实力，发展高端智能制造，推动中国经济由量转向质，提高我国全社会的要素生产率。

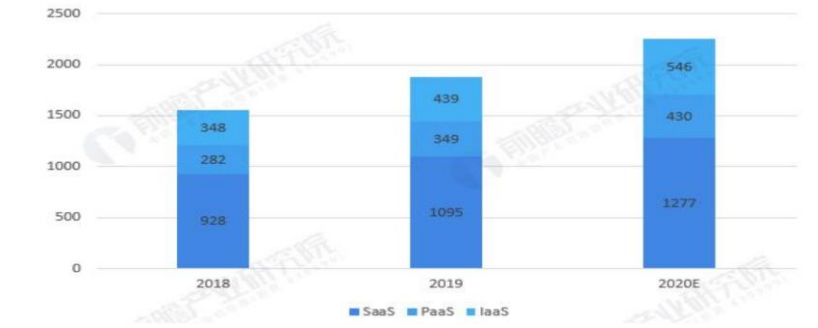
三、发展绿色经济，开启新能源革命。大力发展绿色经济，提高国内可再生能源的结构比例，促进新能源的革命，提高经济发展的质量。

3.2 加速云计算市场发展

伴随 5G、大数据、云计算、人工智能的高速发展，数字经济的发展正在驶入快车道。为了把握数字经济时代的红利，企业数字化转型的紧迫性日益凸显。在数字化转型过程中，全面上云成为大多数企业的共识。

近年全球云计算市场规模呈现稳步上升趋势。2019 年以 IaaS、PaaS 和 SaaS 为代表的全球公有云市场规模达到 1883 亿美元，同比增速 20.86%。在我国扶持政策推动与市场需求的刺激下，未来几年云市场的快速发展有望保持下去，平均增速为 18%左右，2020 年全球云计算市场规模将达到 2253 亿美元左右。

图 8 全球云计算市场规模（单位：亿美元）



数据来源：Gartner，中国信通院，上海证券研究所

目前我国云计算还处于快速增长阶段。据中国信息通信研究院披露的数据显示，2017-2019 年我国云计算行业的市场规模增速都在 30%以上，呈现出高速增长的态势。2019 年我国的云计算市场规模达 1334 亿元，同比增长 38.6%。未来十四五期间受益于我国新基建建设的推进，云计算行业仍将迎来黄金发展期。

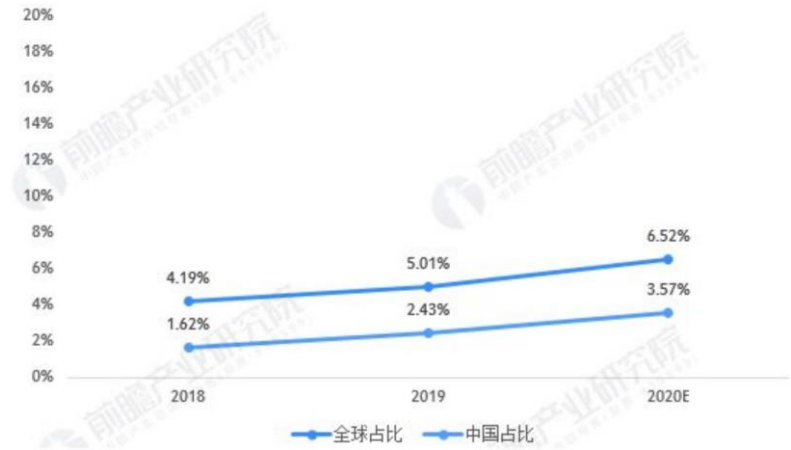
图 9 中国云计算市场规模（单位：亿元）



数据来源：中国信通院，上海证券研究所

根据全球领先的信息技术研究和顾问公司 Gartner 的预测，2020 年全球 IT 支出总额预计将达到 3.4 万亿美元，中国 IT 支出总额预计将达到 2.77 万亿人民币。从全球和中国云计算市场占 IT 支出比重来看，中国占比低于全球水平，未来中国的云计算潜在需求很大。

图 10 全球和中国云计算市场占比（%）



数据来源：Gartner 中国信通院，上海证券研究所

3.3 云计算需求旺盛，光模块市场发展加速

4G 用户迅速的增长，特别是运营商不限流量套餐的推广造成移动用户的月均用户流量消费的流量暴增。到 2020 年 9 月份，移动互联网接入月均流量达到 10.86GB。

可以预见 5G 用户的发展和应用的推广将进一步推动用户的月均流量使用量。同时移动流量的暴增相应引起云计算、IDC 的市场需求的快速增长，同时引起光传输网络容量的扩容需求。

图 11 2019-2020 年 9 月移动互联网接入月流量及户均流量（DOU）情况

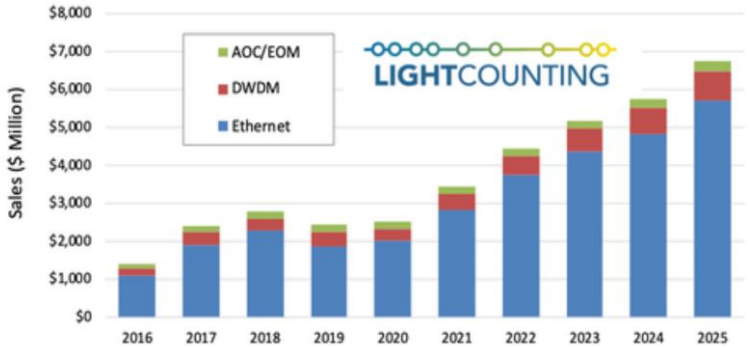


数据来源：工信部网站，上海证券研究所

在光模块市场，2018 年、2019 年云计算细分市场有所下降，主要因为云计算客户对光器件的需求开始放缓，同时 100GbE 产品价格的急剧下降。2020 年 COVID-19 大流行带来了一系列新挑战，许多项目建设被推迟,包括新建数据中心等等。例如 Facebook 将 200GbE 的部署计划推迟到 2021 年,但亚马逊和谷歌的 400GbE 部署似乎仍在按计划进行，2020 年以来以太网光模块市场整体将呈现温和增长，中国云计算公司对 100GbE 光模块的需求保持快速增长的。

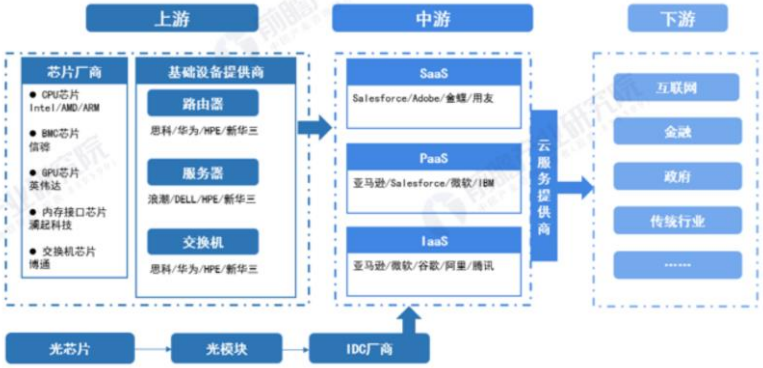
市场调研机构 LightCounting 发布一份报告指出,中国的光模块供应商将在 2020 年主导全球市场，市场占比将超过 50%。同时，这一年将首次出现 5 家中国厂商同时进入全球前十，分别是旭创、海信、光迅、华工正源和新易盛。

图 12 全球光模块的销售收入



数据来源：Lighting，上海证券研究所

图 13 云计算的主要产业链



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

四. 工业互联网建设的机会

4.1 5G 确定性网络的发展

5G 确定性网络（5GDN:5G Deterministic Networking）是指利用 5G 网络资源打造的可预期、可规划、可验证，有确定性能力的移动专网，提供差异化+确定性的业务体验。5G 确定性网络与工业、能源、多媒体、医疗、车联网等领域的融合具有广阔的前景。

5G 与工业互联网融合的主要场景有机器视觉检测、高清视频监控、AR 协作等等，这些场景对时延、带宽、可靠性等有严格的要求，此前的 4G、WiFi 等其他网络无法满足需求，从而激发了对 5G 网络的确定性需求，5G 确定性网络应运而生。

移动通信网络整体由无线接入网 RAN+传输网 TN+核心网 CN 三部分组成。5G 确定性网络的规划和建设，围绕 CORE 四要素的能力展开：C-Cloud Native 全云化、O-One Core 全融合、R-Real-Time Opera-tion 全自动、E-Edge/Enterprise 全业务。

C-Cloud Native 全云化。全云化是所有方案的基石，运营商可以通过主机组硬件 HA 隔离、虚拟资源池 VDC 或 VPC 隔离、网络切片隔离、共享资源等多级多种方式对 SLA 进行差异化的定义及动态的调整，使得整个网络更具有可靠性、灵活性，业务部署更敏捷。其次相比于运营商提供的专网，云化的基础设施提供的虚拟专网服务更加高效。

O-One Core 全融合。确定性网络中不可避免的会涉及到原有的终端和业务，5GDN 是能够支持所有接入制式的全融合网络。

R-Real-time Operation 全自动。全自动能力的体现主要在动态智能网络切片这一技术上，它是 5G 确定性网络的核心能力。运营商在传统网络中的工单式流程模式已经不能满足行业业务的高效开展，因

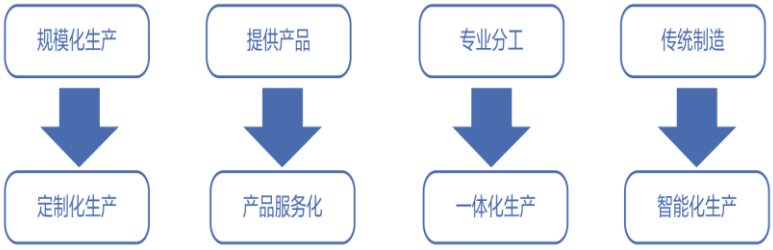
此必须通过 Portal 自助服务方式将相应的自主权交给行业客户。每个行业用户通过网上商城模式定制并购买所需要的切片，随后通过一键式开通，远程监控运维的模式对切片网络自行管理。

E-Edge/Enterprise 全业务。5GDN 需要采用 MEC 边缘部署的能力为企业行业提供差异化联接及 SLA 保障。运营商还可以进一步在 MEC 的高性能联接能力基础上，针对各行业存在的差异化业务需求及 SLA 需求提供各类联接+的能力。

4.2 5G 确定性网络推动制造业升级

新一轮的科技革命以来，世界制造业格局发生了巨大的变化，全球制造业也呈现出新的发展趋势和动向，随着科技的不断进步和消费者对产品需求的变化，制造业总体呈现以下几个发展趋势：由规模化生产向着定制化生产转变，从单纯的提供产品向着产品服务化转变，从专一的分工向着一体化生产转变，由传统生产模式向着智能化生产模式转变。

图 14 制造业总体发展趋势



数据来源：《5G 确定性网络+工业互联网融合白皮书》上海证券研究所

虽然 5G 确定性网络尚处于初期阶段，但目前工业企业的生产制造过程、供应链管理、设备资产管理、节能减排、产品生命周期管理等各个领域都有大量场景对网络确定性有明确的需求。

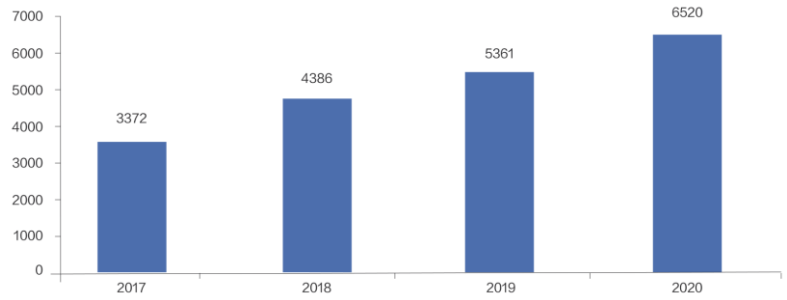
4.3 工业互联网市场的规模化发展

新一轮的科技革命以来，世界制造业格局发生了巨大的变化，全球制造业也呈现出新的发展趋势和动向，随着科技的不断进步和消费者对产品需求的变化，制造业总体呈现以下几个发展趋势：由规模化生产向着定制化生产转变，从单纯的提供产品向着产品服务化转变，从专一的分工向着一体化生产转变，由传统生产模式向着智能化生产模式转变。

《工业互联网产业经济发展报告》数据显示，2019 年我国工业互联网产业经济总体规模达到 2.13 万亿元，预计到 2020 年这一数字将达到 3.1 万亿元，同比增长 47.9%，其中工业互联网核心产业约为 6520 亿元。在工业互联网核心产业中，工业互联网网络产业经济规

模在 2019 年达到了 651 亿元，近 3 年复合增长率达到 30.7%。

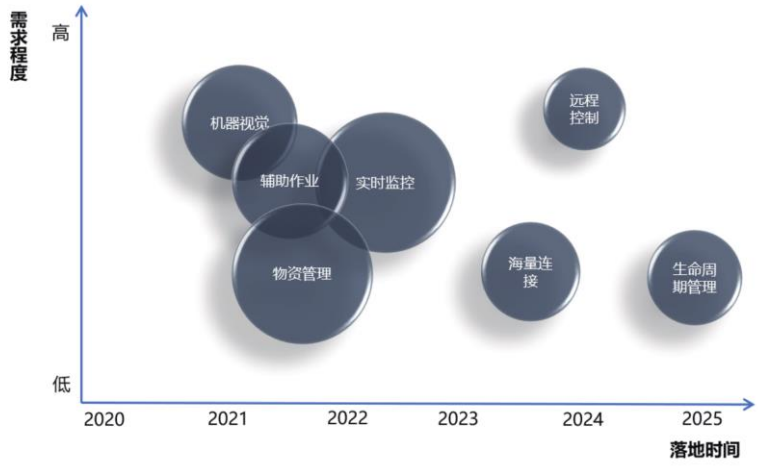
图 15 工业互联网核心产业规模（单位：亿元）



数据来源：《5G 确定性网络+工业互联网融合白皮书》，上海证券研究所

以工业互联网典型应用机器视觉为例，根据国外调研机构 Markets and Markets 预计，到 2020 年全球市场规模将达到 125 亿美元，到 2025 年年底全球市场规模将超过 192 亿美元，机器视觉未来空间巨大。当前，5G 确定性网络正在逐渐成为机器视觉在网络侧的主流方案，未来机器视觉百亿级市场背后有 5G 确定性网络的支持。

图 16 5G 确定性网络+工业互联网各场景空间节奏



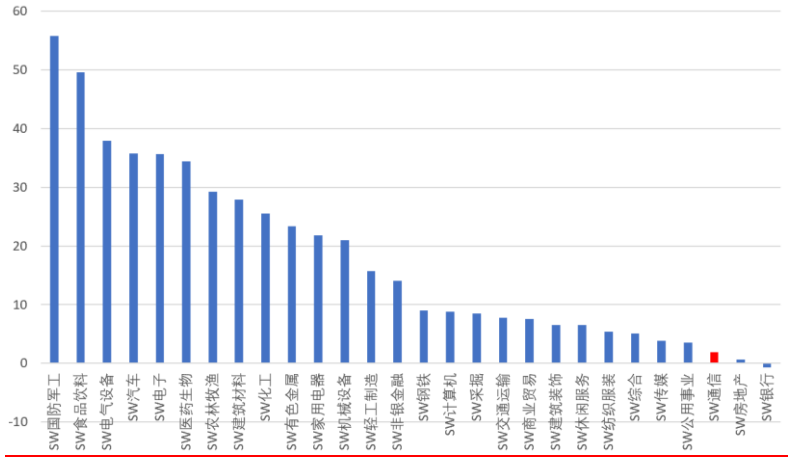
数据来源：《5G 确定性网络+工业互联网融合白皮书》，海证券研究所

五. 行业表现及估值

5.1 年初至今通信行业指数涨幅居末

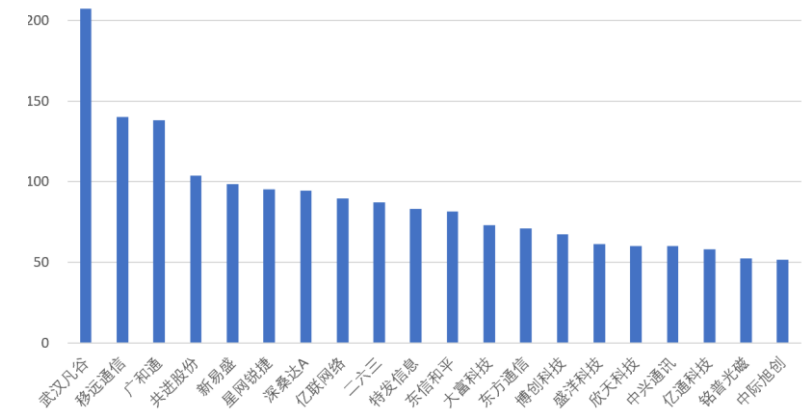
通信行业年初至今板块涨幅，在所有行业指数中居末。

图 17 年初至今 SW 通信行业涨幅居末



数据来源：WIND 资讯 ，上海证券研究所

图 18 年初至今通信行业重点股票



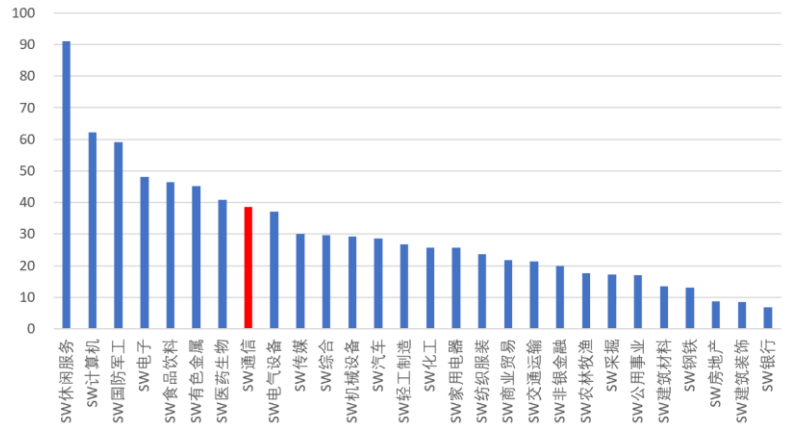
数据来源：WIND 资讯 ，上海证券研究所

可以看出，细分行业板块表现强势，物联网模组公司移远通信、广和通、东信和平；光模块新易盛、中际旭创和博创科技等；5g 产业链中兴通讯、武汉凡谷和大富科技。

5.2 板块的估值水平

横向估值比较，从行业整体的市盈率(TTM，整体法)看，通信行业 38 倍,在所有行业排名第 8。从行业估值水平看，通信行业的估值水平处于中位。

图 19 目前行业市盈率(TTM，整体法)比较



数据来源：WIND 资讯 上海证券研究所

5.3 通信行业的风险提示

2020 年通信行业，中美科技摩擦事件对整个板块影响较大，影响通信相关公司的估值水平和股票的整体表现。2021 年通信行业的主要风险：

- 虽然美国大选的落地，中美之间贸易摩擦预期有所缓和，但是如果科技领域的限制进一步加剧，将会影响相关公司的正常业务运营及海外市场营收，及股票的估值水平。
- 随着疫情的影响，国内宏观经济有所波动，同时带来的整体资本市场波动的风险。
- 国内 5G 投资进程变动的影响。

六. 重点关注公司

6.1 5G 产业链相关龙头公司

➢ 中兴通讯（000063.SZ）：5G 产业链系统设备商的龙头

公司前三季度实现营收 741.29 亿元（YOY15.39%），第三季度实现营收 269.30 亿(YOY37.18%)，环比增长 4.73%。前三季度实现归母净利润 27.12 亿元（YOY-34.30%），净利润下滑主要是公司去年第三季度一次性资产收益 26.87 亿元，剔除此部分后公司前三季度归母净利润同比增长 10.20%。前三季度公司综合毛利率为 32.14%（YOY-6.23%），毛利率下降最主要的原因是 5G 的规模建设，在运营商 5G 集采下，初期的成本难以迅速下降。我们预计 2021 年随着运营商 5G 资本迅速增长，带动 5G 建设规模，公司的成本控制迅速上升，将推动公司综合毛利率提升。

同时公司保持了较高的研发投入强度，公司前三季度研发费用达到107.9 亿元（YoY+15.30%），研发费用率为 14.56%，保持在高位水平。预计 2020/2021/2022 年收入为 1141.56、1390.88、1634.44 亿元，EPS 为 1.39、1.93、2.35 元。考虑到公司海外业务稳步发展，国内 5G 规模建设在即，公司显著受益 5G 的规模建设，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：中美之间贸易摩擦及国内 5G 建设进程。

6.2 物联网产业链领先公司

- **广和通（002313.SZ）：物联网产业链龙头**

2020 年前三季度收入 19.67 亿元（YOY48.01%），归属于上市公司股东净利润 2.24 亿元（YOY85.65%），扣非后净利润 2.08 亿元（YOY86.99%）。三季度收入增长 49.01%，净利润增长 115.64%，三季度业绩保持快速增长。三季度公司的经营活动现金净额 1.23 亿元，同比增长 946.82%。公司三季度的现金流状况迅速提升。

公司研发投入与收入的增长同步。公司的研发开支也会随着定制开发项目的增多而迅速增长，公司的研发开支的增长与公司的收入增长有很大的相关性，增长速度趋同。2016 年-2020Q1-3 公司的研发开支的增速分别为 13.16%、65.94%、117.57%、84.52%和 46.05%，同期的收入增速分别为 5.58%、63.58%、121.75%、53.32%和 48.01%。

5G 物联网+车联网双轮驱动。公司业务分为 M2M 产品和 M1 产品。M2M 业务保持稳步的快速增长，2014 年-2018 年复合增长率 45.53%。考虑到物联网应用领域的多样化，物联网的连接数迅速增长，M2M 业务增速有加快的趋势。公司 MI 业务有较大的波动，2014 年-2018 年复合增长率 40.93%。考虑到 5G 科技周期中，消费智能终端的多样化，高速移动通信的需求规模也迅速增长，我们认为公司 MI 业务仍将保持稳步快速增长的趋势。公司加码车联网市场，增资锐凌无线，并收购 Sierra Wireless 的全球车载前装模块业务相关资产。收购后公司可为客户提供全面的车载前装解决方案，包括车载前装嵌入式蜂窝模块产品，主要终端客户包括 VW（大众集团）、PSA（标致雪铁龙集团）及 FCA 等全球知名整车厂。

我们预计 2020 年-2022 年公司的收入增长分别为 42.34%、40%和 35%，2020 年-2022 年摊薄后每股收益分别为 1.30 元、1.79 元和 2.34 元。随着 5G 网络的规模建设，智能终端的应用规模发展，特别是 5G 高速通信和 NB-IOT 的规模应用，公司的业绩保持稳步快速增长。同时考虑到公司在蜂窝通信智能模块的领先地位，我们维持公司“增持”评级。

风险提示：国内 5G 建设及物联网应用推进进程。

分析师声明

张 涛

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

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、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。