

海外与无线宽带驱动规模扩张, AI模组打开成长空间

投资要点

- **事件:** 公司发布2025年年报。2025年全年, 公司实现营业收入37.47亿元, 同比增长27.39%; 归母净利润1.43亿元, 同比增长5.27%, 利润端增速明显低于收入端。盈利能力方面, 公司主营业务毛利率为13.84%, 同比下降3.47个百分点; 营业成本同比增长33.89%, 明显快于收入增速。费用端看, 公司期间费用率有所下降, 其中财务费用由上年的3254万元大幅下降至246万元, 对利润形成一定支撑。现金流方面, 公司经营活动现金流由上年净流出1.30亿元转为净流入3249万元, 销售收现明显改善。
- **收入高增但利润释放滞后, 毛利率承压为核心矛盾, 公司处于规模扩张阶段。** 2025年公司收入同比增长27%, 延续较快增长态势, 但归母净利润仅同比增长5%, 扣非利润基本持平, 利润端明显滞后于收入释放。拆解来看, 核心在于毛利率下行: 主营业务毛利率同比下降3.47个百分点至13.84%, 主要受低毛利产品, 如无线宽带/FWA及部分海外模组等产品的占比提升及存储芯片价格上涨影响; 同时营业成本增速快于收入, 进一步压制毛利增长。从结构看, 公司收入高度集中, 无线通信模组及解决方案营收占比超过95%, 报告期内海外业务同比增超过70%, 收入占比提升至约37%, 成为最主要增量来源, 驱动公司增长逻辑由“国内模组”向“海外+无线宽带”双驱动切换。整体来看, 公司当前处于以规模换增长的扩张阶段, 收入已兑现但利润尚未同步释放。
- **端侧AI与高算力模组推进, 叠加车载多场景拓展, 打开中期成长空间。** 公司持续推进高算力智能模组布局, 48TOPS产品已实现量产, 并向80TOPS级持续迭代, 同时推动生成式AI在工业视觉、智能终端、AR/VR等场景落地, 业务形态由“通信连接模组”向“连接+算力+操作系统+解决方案”升级。随着端侧AI渗透加速, 公司增长模式有望由“出货量驱动”向“量价齐升”转变, 成为中期盈利能力修复的重要支撑。车载业务方面, 虽短期受大客户采购节奏扰动, 但公司仍在推进车规级模组及智能座舱产品布局, 业务正由单一客户依赖向多客户、多产品线过渡, 车载仍为重要应用场景及能力延伸方向。
- **经营质量改善验证增长成色, 公司处于“收入兑现、利润待修复”的成长早期阶段。** 报告期内, 公司经营质量明显改善: 经营性现金流由负转正, 应收账款显著下降, 合同负债提升, 反映回款能力及订单质量优化; 但同时, 存货因存储芯片战略备货明显上升, 后续仍需关注库存消化及毛利率修复节奏。整体来看, 公司当前处于由“规模扩张”向“盈利兑现”过渡阶段: 收入端增长逻辑已得到验证, 但受产品结构阶段性下沉及成本压力影响, 盈利能力仍在修复过程中。中长期看, 随着高算力模组及端侧AI产品占比提升, 公司有望实现结构升级并带动毛利率回升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2026-2028年EPS分别为0.67元、1.03元、1.76元, 对应PE分别为54倍、35倍、20倍。公司26年规划目标积极, 改革动作持续落地, 看好全年加速成长, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 海外及无线宽带需求不及预期风险; 产品结构升级不及预期风险; 毛利率承压及成本波动风险; 库存及供应链管理风险、行业竞争加剧风险等。

指标/年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3747.13	4804.75	6379.22	8637.93
增长率	27.39%	28.22%	32.77%	35.41%
归属母公司净利润(百万元)	142.72	201.39	310.91	532.37
增长率	5.27%	41.11%	54.38%	71.23%
每股收益EPS(元)	0.47	0.67	1.03	1.76
净资产收益率ROE	8.38%	10.66%	14.35%	20.02%
PE	76	54	35	20
PB	6.39	5.81	5.07	4.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 叶泽佑
执业证号: S1250522090003
电话: 13524424436
邮箱: yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.02
流通A股(亿股)	1.82
52周内股价区间(元)	35.9-58.97
总市值(亿元)	108.78
总资产(亿元)	29.67
每股净资产(元)	6.50

相关研究

1 从通信模组到“连接+算力”的升级路径

美格智能（002881.SZ）是国内领先的无线通信模组及智能连接解决方案提供商，成立于 2007 年，并于 2017 年在深交所上市。公司以蜂窝通信技术为基础，长期深耕 4G/5G 无线通信模组领域，逐步构建起覆盖通信连接、操作系统及行业应用的产品体系，是国内较早实现规模化出货的模组厂商之一。

公司业务以无线通信模组及解决方案为核心，收入占比超过 95%，并围绕模组产品向行业应用层持续延伸，形成“通信连接+操作系统+行业解决方案”的业务结构。具体来看，公司产品涵盖智能模组、数据模组及相关解决方案，广泛应用于无线宽带（FWA）、车联网、工业物联网及智能终端等领域，其中无线宽带及海外 IoT 市场已成为近年来增长的重要驱动力。

在技术演进方面，公司正由传统通信模组厂商向高算力智能模组及端侧 AI 解决方案提供商升级：一方面持续推进 5G-A、RedCap 等新一代通信技术应用，另一方面加大高算力模组布局，推动生成式 AI 在工业视觉、智能终端及 AR/VR 等场景落地，逐步形成“连接+算力”融合能力。

从产业定位来看，公司处于物联网与智能终端产业链的关键连接环节，是连接“通信网络”与“终端应用”的核心节点之一。随着全球无线连接需求持续增长及端侧 AI 渗透加速，公司有望在无线宽带、车联网及智能终端等多场景中持续受益，并通过产品结构升级推动业务由“规模驱动”向“价值驱动”演进。

图 1：公司历史沿革



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

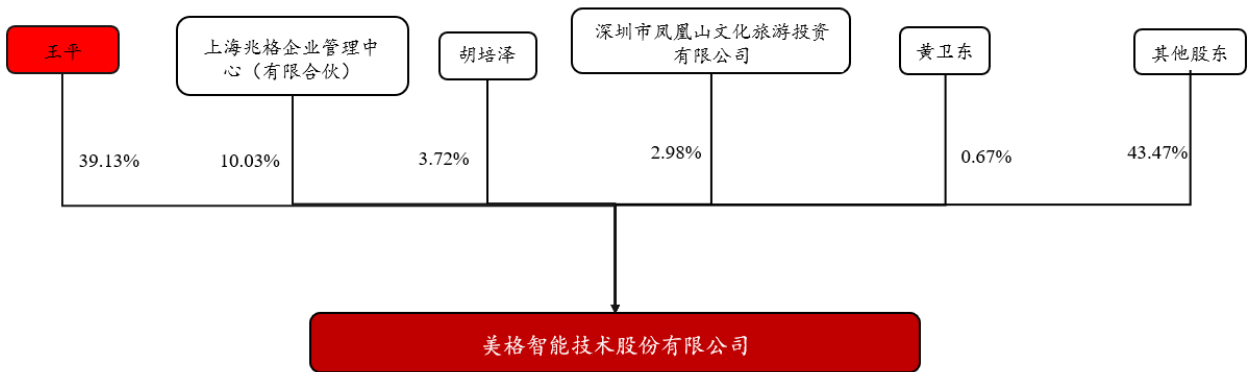
股权结构稳定，创始人控股强化长期战略执行。公司为典型的创始人主导型企业，董事长、总经理王平为控股股东及实际控制人，截至 2025 年末持股比例约 39.13%，并通过员工持股平台上海兆格企业管理中心（有限合伙）等形成稳定的控制结构。公司控制权集中且长期未发生变更，有利于保障战略决策的连续性与执行效率。

从股东结构来看，公司以创始人及管理层为核心，同时引入员工持股平台深度绑定核心团队利益。其中，上海兆格企业管理中心持股比例约 10%，作为员工持股平台，有助于实现核心骨干与公司长期利益一致。整体来看，公司形成“创始人控股+员工持股”的股权结构，有利于提升组织稳定性与长期激励效果。

与国资或运营商背景企业不同，公司不依赖外部产业资本或资源导入，更多依靠自身产品能力与市场化拓展实现增长。这种股权结构一方面保证了公司在技术路线与业务拓展上的灵活性，能够快速响应无线通信模组及 AI 应用市场变化；另一方面也意味着公司在大项目获取及产业资源协同方面需更多依赖自身能力积累。

管理层方面，公司核心团队由创始人主导，长期深耕无线通信模组领域，在产品研发、客户拓展及供应链管理方面具备丰富经验。创始人兼任董事长及总经理，决策链条扁平高效，有利于在行业技术快速迭代背景下保持战略敏捷性，为公司由“通信模组厂商”向“智能连接与端侧 AI 解决方案提供商”转型提供组织保障。

图 2：公司股权结构（截至 2026 年 4 月 4 日）



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司形成“无线通信模组为基本盘、AI 模组为核心增长引擎、行业解决方案为价值延伸”的业务结构。公司围绕无线通信与智能连接能力，构建通信模组、智能模组及行业解决方案三大业务板块，其中传统通信模组为当前收入基础，AI 模组为核心增长方向，行业解决方案处于加速拓展阶段，整体呈现“存量稳增长+增量快速放量+能力外延提升”的业务结构。

1) 无线通信模组：基本盘稳固，构筑规模与客户基础

无线通信模组业务为公司当前收入核心来源，主要包括 4G、5G 及 NB-IoT 等通信模组产品，广泛应用于车载、工业物联网、消费电子等场景。公司通过持续迭代产品性能及优化成本结构，在主流通信模组市场中保持稳定出货规模，并与头部终端厂商及行业客户建立长期合作关系。

从行业属性来看，通信模组属于标准化程度较高的硬件产品，市场竞争相对充分，行业整体呈现“量驱动”特征。公司通过产品系列化布局及客户结构优化，在保证出货规模的同时逐步提升产品结构，为后续高附加值业务拓展奠定基础。

短期来看，该业务增长与下游终端需求周期密切相关，但中长期受益于物联网渗透率提升及 5G 应用扩展，仍具备稳定增长基础。

2) AI 模组：端侧智能放量，成为核心增长引擎

AI 模组业务是公司当前最具成长性的板块。公司在传统通信模组基础上叠加 AI 算力与边缘计算能力，推出面向智能座舱、机器人、AIoT 终端等场景的智能模组产品，实现由“连接”向“连接+计算”的升级。

随着端侧 AI 需求快速增长（如智能汽车、AI 终端、工业视觉等），AI 模组产品在算力、功耗及集成度方面具备更高技术壁垒与附加值，单价及盈利能力显著高于传统通信模组。公司在高算力模组平台及软硬件协同能力方面持续投入，推动 AI 模组业务快速放量。

从产业趋势来看，AI 正由云端向端侧加速渗透，通信模组厂商具备天然入口优势。公司凭借通信能力与硬件集成经验，有望在“端侧 AI 入口”中占据重要位置。未来该业务增长核心取决于 AI 终端渗透率提升及算力需求升级。

图 3：公司智能模组产品矩阵

	数传模组	智能模组	算力模组
功能	2G到5G的蜂窝网络连接	4G/5G蜂窝通信功能、复杂操作系统（Android/HMS）和算力	针对各类对CPU/GPU/AI算力有强需求的专用场景开发的高算力智能模组
产品性能	4G/5G 不同制式和速率的数传模组产品线	通信与计算/感知/存储融合的代表性产品	提供 0.2T 到 27T 的硬件算力，并可根据需求匹配5G/WiFi/千兆以太网等各类通信方式
应用场景	基础通信场景	在新能源车 4G/5G 智能座舱、ADAS/DMS辅助驾驶、新零售等	ARM 架构服务器、云游戏、边缘测AI设备等
主要产品	SRM815 (5G) SRM825 (5G) 等	SRM930 (5G), SRM900L (5), SRM900 (5G) 等	SNM970、SNM980等

数据来源：公司官网，西南证券整理

3) 行业解决方案：能力外延，打开长期价值空间

在通信模组及 AI 模组基础上，公司逐步向行业解决方案延伸，围绕车载、工业、泛 AIoT 等场景提供软硬件一体化解决方案，实现由“模块供应商”向“平台型公司”转型。

该业务通过整合模组、操作系统、算法及应用能力，为客户提供更高附加值的产品形态，有助于提升客户粘性 & 整体盈利水平。当前该板块在收入中占比相对较低，但在核心客户中已逐步实现突破。

从发展阶段来看，行业解决方案仍处于拓展初期，但随着 AI 模组能力提升及客户需求升级，该业务有望成为公司中长期价值提升的重要抓手，推动公司商业模式由“硬件驱动”向“平台+服务驱动”升级。

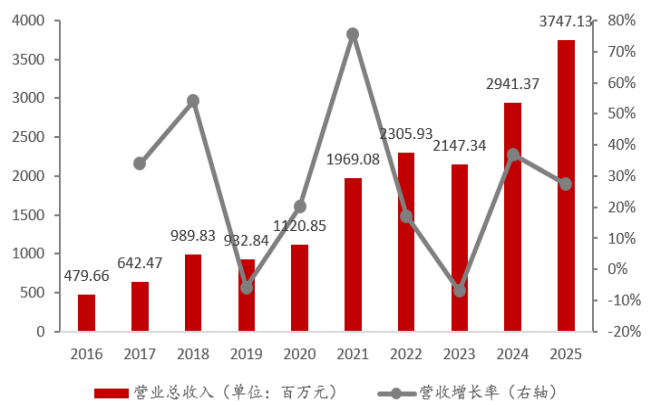
图 4：公司行业解决方案产品结构图



数据来源：公司官网，西南证券整理

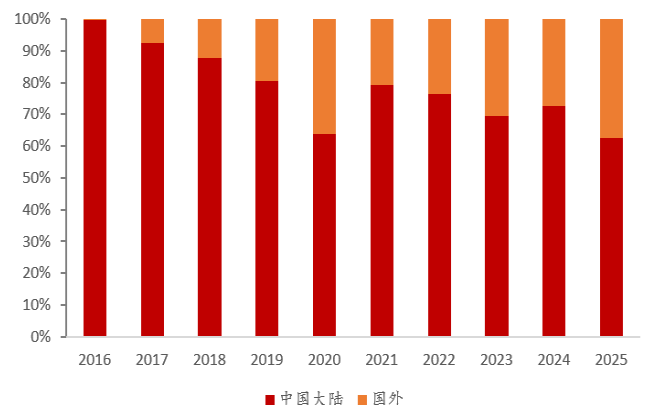
财务与经营逻辑：结构变化驱动成长路径重塑。公司近年来收入保持较快增长态势，2025 年实现营业收入 37.47 亿元，同比增长 27.39%，整体呈现稳定扩张趋势。从结构上看，公司增长驱动力正发生显著变化：由过去以国内通信模组为主，逐步转向“海外+无线宽带（FWA）”驱动。报告期内，公司海外收入同比增长超过 70%，收入占比提升至约 37%，成为最主要增量来源；与此同时，无线宽带及 IoT 模组需求快速增长，带动出货规模持续提升。整体来看，公司收入结构正由“区域驱动”向“全球化驱动”转变，增长模式更加多元，收入增长的持续性与空间均有所打开。

图 5：2016-2025 公司营收及增速



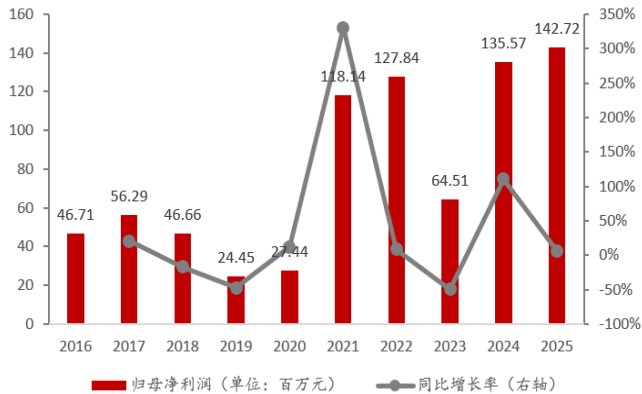
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2016-2025 公司海内外营收占比

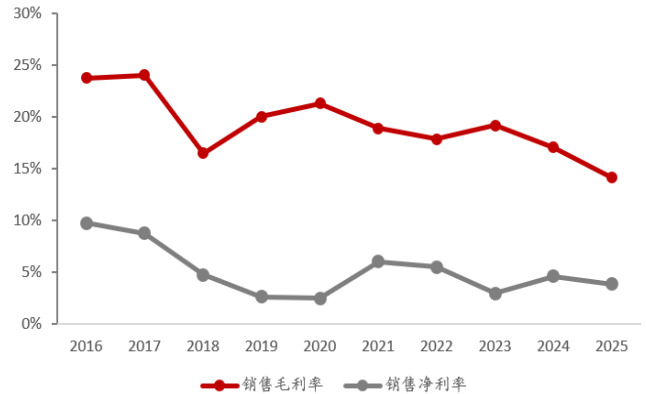


数据来源：Wind，西南证券整理

与收入端高增形成对比，公司利润端释放节奏相对滞后。2025 年归母净利润同比增长 5.27%，显著低于收入增速，扣非利润基本持平。拆解来看，核心原因在于毛利率下行：公司主营业务毛利率同比下降 3.47pp 至 13.84%，主要受低毛利产品（无线宽带/FWA 及部分海外模组）占比提升及存储芯片价格上涨影响；同时营业成本增速快于收入，进一步压制毛利增长。从本质上讲，公司当前利润表现更多反映“以规模换增长”的阶段性特征，而非需求或竞争力恶化，属于典型成长初期的结构性表现。

图 7：2016-2025 公司归母净利润及增速


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 8：2016-2025 公司销售毛利率、销售净利率


数据来源: Wind, 西南证券整理

盈利修复路径：由规模驱动向结构驱动过渡。从未来趋势看，公司盈利结构有望由“规模驱动”逐步向“结构驱动”转变。随着高算力智能模组及端侧 AI 应用逐步落地，公司产品体系由传统通信模组向“连接+算力”升级，单机价值量与技术壁垒有望提升。相比当前以 FWA 及标准化模组为主的增长结构，高算力模组及 AI 模组具备更高附加值，其占比提升将成为推动毛利率修复的核心变量。

同时，随着公司出货规模持续扩大，规模效应有望逐步显现，叠加成本端压力缓解，整体盈利能力具备改善空间。整体来看，公司当前处于“收入先行、利润滞后”的过渡阶段，未来盈利改善的关键在于产品结构升级及高附加值业务占比提升。

增长质量与关键变量：现金流改善验证基本面，但仍需跟踪结构修复节奏。在收入放量的同时，公司经营质量亦出现改善。**2025 年经营活动产生的现金流量净额为 3249.49 万元，较 2024 年的 -1.30 亿元明显改善并实现转正**，同时应收账款显著下降、合同负债提升，反映出回款能力及订单质量优化，表明当前收入增长具备一定现金流支撑，而非单纯账面扩张。从这一角度看，公司增长质量较此前有所提升。

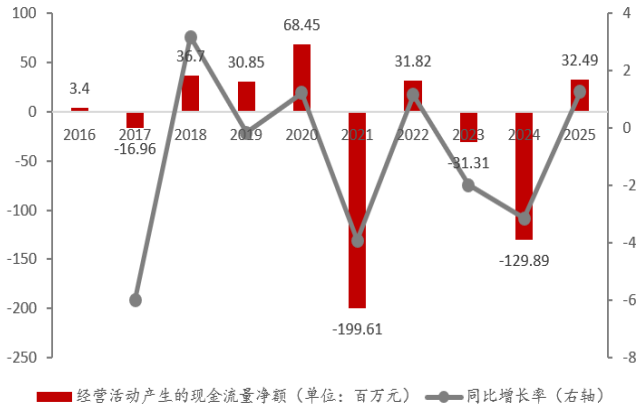
但与此同时，公司存货规模明显上升，主要系存储芯片战略备货所致。在需求持续释放背景下，该策略有助于保障交付能力，但若下游需求不及预期，可能对库存周转及现金流形成阶段性压力。此外，公司当前盈利能力仍受产品结构影响，高毛利 AI 模组占比尚未显著提升，毛利率修复节奏仍需结合产品结构变化动态观察。

从资产负债结构变化来看，公司当前扩张并非“利润驱动”，而是典型的“营运资本驱动型增长”。在公司处于规模扩张阶段的背景下，资产负债表亦呈现出一定的阶段性特征。随着海外业务及无线宽带 (FWA) 需求快速放量，公司为保障交付能力及订单承接，主动增加存货备货规模，主要集中于通信模组及核心元器件 (如存储芯片) 等关键环节，体现出一定的战略性备货特征。

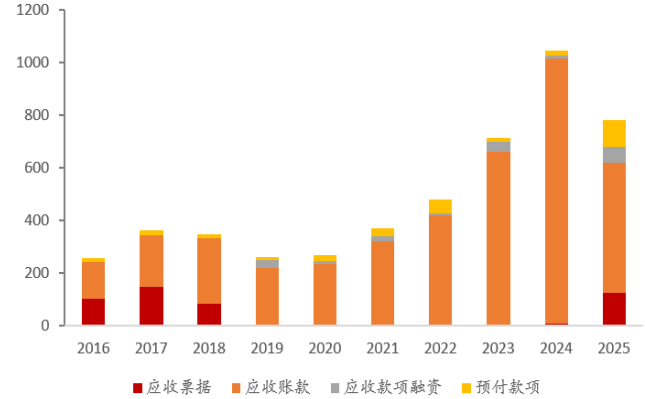
与此同时，应收及预付款项随业务规模扩张同步提升，主要反映海外客户及运营商类订单回款周期相对较长，但从经营数据来看，公司合同负债增加及经营性现金流改善，表明订单质量及回款能力整体仍在优化过程中。

在资金来源方面，公司通过阶段性增加短期借款以支持营运资本扩张，短期借款规模提升主要用于存货及应收占用的资金补充，属于业务放量阶段的正常财务安排。随着收入规模扩大及现金流逐步改善，后续短期借款占比有望逐步回落。

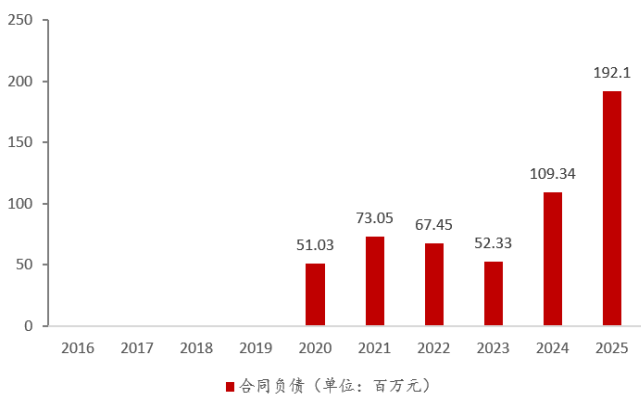
整体来看，公司当前资产负债结构变化，本质上反映“收入扩张→营运资本占用上升→融资匹配”的成长型特征，而非经营质量恶化，具备一定合理性。

图 9：2016-2025 公司经营活动产生的现金流量净额状况


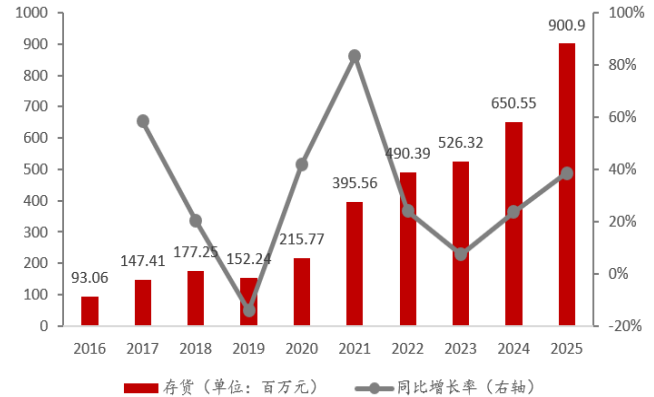
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：2016-2025 公司应收账款及应收票据状况 (单位：百万元)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016-2025 公司合同负债


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2016-2025 公司存货规模


数据来源：Wind，西南证券整理

产业定位与竞争逻辑：卡位“连接+算力”关键环节。公司位于物联网与智能终端产业链中游，是连接“通信网络”与“终端设备”的核心节点之一。随着 AI 由云端向端侧加速渗透，通信模组厂商具备天然入口优势，公司正逐步由传统通信模组厂商向“连接+算力”平台型企业升级。

从竞争维度看，行业竞争主要集中于通信能力、客户资源及产品迭代能力，而公司在高算力模组及端侧 AI 应用布局方面已具备一定先发优势。未来，公司成长弹性主要来自产品结构升级与 AI 终端渗透提升，而非单纯依赖传统模组出货增长。

公司当前处于“收入放量已兑现、盈利能力待修复”的成长早期阶段，增长逻辑已由国内模组驱动转向“海外+无线宽带”，未来核心看点在于高算力模组及端侧 AI 带来的产品结构升级与毛利率修复。

2 盈利预测与估值

基于公司当前业务结构、无线通信模组行业发展趋势及端侧 AI 渗透节奏，我们对 2026–2028 年收入与盈利能力作出如下假设。整体判断，公司正处于由传统通信模组向“连接+算力”升级的关键阶段，短期收入仍以无线通信模组为核心驱动，中长期随着高算力模组及端侧 AI 应用逐步放量，公司收入规模有望实现持续增长，盈利能力逐步修复。

关键假设：

假设 1：无线通信模组业务持续放量，构筑收入增长核心基本盘

无线通信模组及解决方案业务为公司当前绝对核心收入来源（占比 95%+），主要应用于无线宽带（FWA）、车联网及 IoT 终端等场景。受益于全球无线连接需求增长、海外市场拓展及 FWA 需求提升，公司该业务将保持较快增长。结合公司历史增长情况及当前订单结构变化，我们预计 2026–2028 年该业务收入同比增速分别为 29.0%、33.5%、36.0%。增长主要来自海外市场持续放量及无线宽带需求扩张。盈利能力方面，考虑到当前业务仍处于规模扩张阶段，低毛利产品占比较高，但随着产品结构逐步优化及规模效应显现，毛利率有望逐步修复。预计 2026–2028 年该业务毛利率分别为 14.5%、15.8%、17.0%，呈现逐年改善趋势。整体来看，该业务仍将是公司收入与现金流的核心来源，同时为新业务拓展提供基础支撑。

假设 2：其他业务稳步增长，作为结构补充贡献有限

公司其他业务规模相对较小，主要包括部分配套产品及延伸业务，对整体收入贡献有限。随着公司业务边界逐步拓展及客户结构优化，该部分业务预计将实现稳步增长。我们预计 2026–2028 年该业务同比增速分别为 8.0%、10.0%、13.0%，整体保持温和增长态势。盈利能力方面，该业务毛利率预计分别为 16.0%、18.0%、20.0%，短期受结构波动影响有所下滑，但随着业务成熟度提升及产品结构优化，中长期具备一定改善空间。整体来看，该业务作为公司收入结构的补充，对整体增长影响有限，但有助于提升业务多元化程度，对公司经营稳定性形成一定支撑。

基于以上假设，我们预测公司 2026–2028 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、增速、营业成本及毛利率

单位：百万元		2025A	2026E	2027E	2028E
合计	营业收入	3,747.1	4,804.7	6,379.2	8,637.9
	增速	27.4%	28.2%	32.8%	35.4%
	毛利率	14.1%	14.5%	15.9%	17.1%
	营业成本	3,218.0	4,105.8	5,367.7	7,163.9
无线通信模组 及解决方案	营业收入	3,608.8	4,655.3	6,214.8	8,452.2
	增速	28.5%	29.0%	33.5%	36.0%
	毛利率	13.8%	14.5%	15.8%	17.0%
	营业成本	3,109.3	3,980.3	5,232.9	7,015.3
其他业务	营业收入	138.4	149.4	164.4	185.7
	增速	4.2%	8.0%	10.0%	13.0%
	毛利率	21.4%	16.0%	18.0%	20.0%
	营业成本	108.7	125.5	134.8	148.6

数据来源：Wind, 西南证券

预计 2026–2028 年公司营业收入分别为 48.05 亿元、63.79 亿元、86.38 亿元，同比增长 28.22%、32.77%、35.41%；归母净利润分别为 2.01 亿元、3.11 亿元、5.32 亿元，每股收益（EPS）分别为 0.67 元、1.03 元和 1.76 元，对应当前股价的动态 PE 分别为 54 倍、35 倍和 20 倍。

综合美格智能在无线通信模组及端侧智能领域的产业链定位，公司核心价值不仅体现在通信模组产品能力，更体现在“连接+算力”融合能力及向行业解决方案延伸的潜力。因此，我们从**无线通信模组核心环节及下游物联网应用场景**出发，选取广和通（300638.SZ）、移远通信（603236.SH）及威胜信息（688100.SH）作为对标公司。

广和通（300638.SZ）

广和通是国内领先的无线通信模组厂商之一，主营业务涵盖 4G/5G 模组及相关解决方案，与美格智能在业务结构及客户群体方面高度相似，是最直接的可比公司。

公司在 FWA、车联网及 AIoT 等领域均有布局，与美格智能在无线宽带及海外市场拓展方向上具有较强重合度。从产业链位置看，广和通与美格智能同处无线通信模组核心环节，均属于“连接能力提供者”。

从可比角度看，广和通可作为评估美格智能在**业务模式、产品结构及盈利能力**方面的重要参考，其成长性与行业景气度高度相关，同时在端侧 AI 模组方向亦有布局，可用于对标公司未来结构升级路径。

移远通信（603236.SH）

移远通信为全球物联网模组龙头，在产品线完整性、客户覆盖及出货规模方面均处行业领先地位，业务模式与美格智能高度一致，但规模及全球化程度更高。

公司在蜂窝通信模组、GNSS 定位模组及车载模组等领域具备全面布局，是典型的“规模驱动型模组厂商”。近年来，公司持续推进高算力模组及边缘计算产品布局，与美格智能在“连接+算力”升级路径上具备较强可比性。

从可比角度看，移远通信代表行业龙头水平，可用于对标美格智能在**规模扩张、全球化能力及技术演进方向**上的发展空间，同时为估值水平提供重要参考。

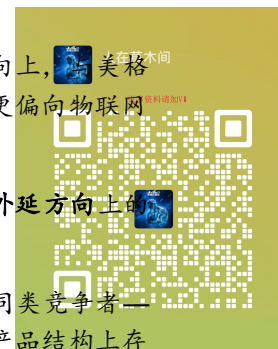
威胜信息（688100.SH）

威胜信息主要从事能源数字化及物联网解决方案业务，产品涵盖通信模块、终端设备及系统解决方案，在智慧能源及工业物联网领域具备较强竞争力。

虽然公司不以标准化通信模组为核心业务，但在“通信+应用”的融合方向上，美格智能向行业解决方案延伸的路径具有一定相似性。从产业链位置看，威胜信息更偏向物联网应用层，是连接终端与行业场景的重要参与者。

从可比角度看，威胜信息可用于对标美格智能在**行业解决方案能力及业务外延方向**上的成长潜力，有助于评估公司从“模组厂商”向“平台型公司”转型的空间。

综上，广和通、移远通信及威胜信息分别代表无线通信模组产业链中的“同类竞争者—行业龙头—应用延伸”三个关键维度。尽管三者与美格智能在业务规模及具体产品结构上存在差异，但在“业务模式—技术路径—成长驱动”维度具有较强映射关系。



相较于单纯选取通信设备厂商，上述可比公司更能从产业链视角反映无线通信模组及端侧智能行业的发展阶段及竞争格局，因此对美格智能的估值参考意义更强。需要说明的是，由于公司正处于由“通信模组”向“连接+算力+解决方案”升级阶段，不同可比公司在盈利模式及成长节奏上存在差异，估值比较需结合公司所处发展阶段综合判断。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E
300638.SZ	广和通	196.19	23.81	0.39	0.69	0.88	0.88	76.8	34.58	27.03	26.98
603236.SH	移远通信	211.52	73.49	3.44	4.34	5.68	/	21.33	16.95	12.90	/
688100.SH	威胜信息	174.55	35.50	1.36	1.72	2.08	2.54	29.00	20.61	17.05	13.97
平均值								42.38	24.05	18.99	/
002881.SZ	美格智能	108.78	36.02	0.47	0.67	1.03	1.76	76.22	54.01	34.99	20.43

数据来源：Wind，西南证券整理（股价截至 2026 年 4 月 3 日）

从估值方法选择来看，公司当前处于由传统通信模组向“连接+算力”升级的关键阶段，利润仍处于释放初期，短期盈利规模相对有限，PE 指标受分母影响较大。因此，PE 更适用于观察公司盈利释放趋势及成长兑现节奏，而非作为绝对估值水平的直接比较依据。

从 PE 角度来看，公司 2025–2028 年 PE 分别为 76.22 倍、54.01 倍、34.99 倍、20.43 倍，呈现出随盈利快速增长而显著下行的趋势。相比之下，可比公司 2026–2027 年 PE 平均水平分别为 24.05 倍、18.99 倍，公司当前估值水平整体高于行业平均，但差距呈逐步收敛趋势。

估值差异主要来源于以下几个方面：

① **成长阶段差异**：公司当前处于“规模扩张向盈利兑现过渡”阶段，收入增长较快但利润尚未完全释放，PE 短期偏高；而可比公司（如移远通信、广和通）已进入相对成熟阶段，盈利能力更稳定，估值更多基于当前业绩。

② **增长结构与弹性差异**：公司增长由海外及无线宽带驱动，并叠加高算力模组及端侧 AI 带来的结构升级预期，未来盈利弹性更高；而可比公司增长更多来自传统模组业务，成长斜率相对平缓。

③ **盈利能力与释放节奏差异**：公司当前毛利率受产品结构阶段性影响，盈利能力仍处修复过程中，导致 PE 在利润基数较低阶段被放大；随着高附加值业务占比提升，盈利能力改善有望带动估值逐步回归。

整体来看，公司当前较高的 PE 水平，本质上反映市场对其“结构升级+AI 模组成长”的前瞻性定价，而非基于当前盈利能力的静态定价。随着高算力模组及端侧 AI 业务逐步放量，公司盈利规模有望持续提升，PE 中枢亦有望随之下移，估值体系由“成长预期驱动”向“业绩驱动”逐步过渡。当前估值水平对应公司由“连接模组厂商”向“智能连接平台型公司”转型的早期阶段，具备一定成长溢价合理性。

需要说明的是，由于公司当前处于盈利释放初期阶段，PE 对利润基数变化较为敏感，短期波动较大，因此在横向对比时需结合公司成长阶段及业务结构变化综合判断，避免简单绝对比较。此外，由于部分可比公司 2025 年年报尚未披露，且当前尚无机构对 2028 年盈利作出一致预测，本次一致盈利预测数据主要覆盖至 2027 年，相关估值对比存在一定局限性，需结合产业阶段与公司个体发展情况综合判断。

投资判断

结合公司基本面与估值表现：

① 海外及无线宽带放量驱动收入高增，公司进入规模扩张阶段

2025 年公司海外业务同比增长 70%+，收入占比提升至约 37%，叠加无线宽带（FWA）需求增长，成为驱动公司收入增长的核心动力。公司增长逻辑由过去以国内模组业务为主，逐步转向“海外+无线宽带”双驱动，收入规模进入加速扩张阶段。

在全球物联网连接需求持续增长及海外市场拓展背景下，公司模组出货规模有望保持较快增长，收入端具备较强延续性。整体来看，公司增长驱动力已发生结构性变化，进入**规模扩张阶段**。

② 利润短期承压但属战略性选择，盈利能力处于修复初期

2025 年公司归母净利润同比仅增长 5%，显著低于收入增速，核心原因在于低毛利产品占比提升及成本端扰动，导致毛利率阶段性下行。从本质上看，公司当前处于“以规模换增长”阶段，通过加大海外及无线宽带业务布局实现市场份额扩张。

该阶段利润表现更多体现为结构性压制，而非需求或竞争力恶化。随着规模效应逐步显现及产品结构优化推进，公司盈利能力有望逐步修复，当前已进入**盈利改善初期阶段**。

③ 高算力模组及端侧 AI 打开中期成长空间，成为核心估值支撑

公司正由传统通信模组厂商向“连接+算力”方向升级，高算力智能模组及端侧 AI 应用逐步落地，业务形态由单纯硬件连接向“连接+计算+解决方案”演进。随着 AI 向端侧加速渗透，公司有望依托模组入口优势切入智能终端、车载及 AIoT 等场景。

相比传统模组业务，高算力模组具备更高附加值及盈利能力，其占比提升将成为未来毛利率修复及业绩弹性的核心来源。该业务处于放量初期阶段，是公司中长期成长的关键变量。

④ 经营质量改善验证增长成色，但仍需跟踪结构修复节奏

2025 年公司经营性现金流明显改善，应收账款下降、合同负债提升，反映回款能力及订单质量优化，收入增长具备一定现金流支撑，增长质量有所提升。

但与此同时，公司存货规模有所上升，叠加当前盈利能力仍受产品结构影响，高毛利业务占比尚未显著提升，毛利率修复节奏仍需结合需求释放及产品结构变化动态观察。

整体来看，公司正处于由“规模扩张”向“盈利兑现”过渡的关键阶段：一方面，海外及无线宽带业务放量驱动收入持续高增，增长逻辑已得到验证；另一方面，受产品结构阶段性下沉及成本因素影响，盈利能力仍在修复过程中。

当前较高 PE 估值水平，本质上反映市场对公司“连接+算力”转型及 AI 模组放量的前瞻性定价，而非基于当期盈利能力的静态估值。随着高算力模组及端侧 AI 业务逐步放量，公司盈利规模有望持续提升，估值体系亦有望由“预期驱动”向“业绩驱动”过渡。

公司业绩弹性已初步体现，但盈利能力尚未完全释放，后续仍需重点跟踪产品结构升级节奏及毛利率修复情况，以验证成长逻辑的持续性。审慎起见，**首次覆盖给予“持有”评级**。

3 风险提示

1) 海外及无线宽带需求不及预期风险：公司当前收入增长主要由海外市场及无线宽带（FWA）需求驱动，若全球物联网连接需求放缓、海外客户订单不及预期，或运营商投资节奏出现波动，可能对公司收入增长形成影响。

2) 产品结构升级不及预期风险：公司当前盈利能力修复依赖于高算力模组及端侧 AI 业务占比提升。若相关产品推广进度不及预期，或下游 AI 终端需求释放不及预期，公司毛利率改善及盈利能力修复节奏可能低于预期。

3) 毛利率承压及成本波动风险：公司当前处于规模扩张阶段，低毛利产品占比较高，同时受存储芯片等核心元器件价格波动影响，若成本端压力持续或产品结构未能优化，可能对毛利率及利润水平形成持续压制。

4) 库存及供应链管理风险：公司为保障交付进行一定规模备货，存货水平有所上升。若下游需求不及预期或产品迭代加快，可能对库存周转及资金占用产生压力；同时，若关键元器件供应出现波动，也可能影响生产及交付节奏。

5) 行业竞争加剧风险：无线通信模组行业竞争较为激烈，若行业龙头或其他厂商在价格、技术或客户拓展方面加大投入，可能对公司市场份额及盈利能力造成一定压力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	现金流量表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	3747.13	4804.75	6379.22	8637.93	净利润	142.72	199.31	307.26	525.89
营业成本	3217.99	4105.82	5367.69	7163.91	折旧与摊销	49.05	32.33	32.78	33.50
营业税金及附加	8.63	11.39	15.24	20.54	财务费用	2.46	6.65	16.60	9.53
销售费用	67.46	101.82	133.16	175.52	资产减值损失	-20.23	-18.29	3.00	5.00
管理费用	70.14	105.50	137.33	182.13	经营营运资本变动	-200.80	-389.51	-117.63	83.57
研发费用	226.11	255.00	397.00	550.00	其他	59.29	104.17	56.05	87.58
财务费用	2.46	6.65	16.60	9.53	经营活动现金流净额	32.49	-65.34	298.06	745.07
资产减值损失	-20.23	-18.29	3.00	5.00	资本支出	-27.02	2.28	2.09	1.71
投资收益	-9.49	-8.71	-9.10	-8.91	其他	-16.52	-19.84	-22.10	-18.05
公允价值变动损益	4.66	7.14	5.41	5.86	投资活动现金流净额	-43.54	-17.56	-20.01	-16.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	33.27	287.37	-68.45	-452.14
营业利润	155.86	205.74	323.13	549.05	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	0.03	-0.51	-0.59	-0.56	股权融资	-0.93	0.00	0.00	0.00
利润总额	155.89	205.23	322.54	548.49	支付股利	-30.20	-33.54	-36.09	-39.52
所得税	13.17	5.92	15.28	22.59	其他	-30.53	-1.89	-16.06	-11.20
净利润	142.72	199.31	307.26	525.89	筹资活动现金流净额	-28.38	251.94	-120.60	-502.86
少数股东损益	0.00	-2.08	-3.65	-6.48	现金流量净额	-32.27	169.04	157.45	225.87
归属母公司股东净利润	142.72	201.39	310.91	532.37					
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	财务分析指标	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	311.43	480.47	637.92	863.79	成长能力				
应收和预付款项	731.08	1290.49	1648.96	2156.55	销售收入增长率	27.39%	28.22%	32.77%	35.41%
存货	900.90	1146.39	1517.12	2035.02	营业利润增长率	24.19%	32.00%	57.06%	69.92%
其他流动资产	528.85	503.19	683.23	944.38	净利润增长率	6.21%	39.65%	54.16%	71.15%
长期股权投资	53.64	53.64	53.64	53.64	EBITDA 增长率	0.61%	18.01%	52.22%	58.94%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	16.12	112.61	208.66	303.99	毛利率	14.12%	14.55%	15.86%	17.06%
无形资产和开发支出	119.00	91.12	63.23	35.34	三费率	3.74%	4.45%	4.50%	4.25%
其他非流动资产	306.03	324.18	341.65	355.71	净利率	3.81%	4.15%	4.82%	6.09%
资产总计	2967.05	3485.43	3921.06	4337.19	ROE	8.38%	10.66%	14.35%	20.02%
短期借款	385.88	673.25	604.80	152.66	ROA	4.81%	4.98%	5.96%	7.79%
应付和预收款项	579.09	764.87	987.54	1319.40	ROIC	8.67%	9.15%	10.27%	12.75%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.53%	5.09%	5.84%	6.85%
其他负债	299.60	177.53	187.71	238.30	营运能力				
负债合计	1264.57	1615.65	1780.04	1710.35	总资产周转率	1.31	1.38	1.39	1.45
股本	261.76	302.01	302.01	302.01	固定资产周转率	222.13	284.91	311.03	306.24
资本公积	797.24	756.99	756.99	756.99	应收账款周转率	4.39	5.14	4.46	4.73
留存收益	691.85	859.71	1134.53	1627.38	存货周转率	3.96	3.86	3.92	3.95
归属母公司股东权益	1702.48	1871.87	2146.74	2639.04	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	1.17	—	—	—
少数股东权益	0.00	-2.08	-5.73	-12.21	资本结构				
股东权益合计	1702.48	1869.78	2141.01	2626.84	资产负债率	0.43	0.40	0.35	0.25
负债和股东权益合计	2967.05	3485.43	3921.06	4337.19	带息债务/总负债	0.31	0.42	0.34	0.09
					流动比率	2.01	2.16	2.57	3.58
					速动比率	1.28	1.44	1.70	2.37
					股利支付率	0.24	0.17	0.12	0.07
					每股指标				
					每股收益	0.47	0.67	1.03	1.76
					每股净资产	5.64	6.20	7.11	8.74
					每股经营现金	0.11	-0.22	0.99	2.47
					每股股利	0.10	0.11	0.12	0.13
业绩和估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E					
EBITDA	207.37	244.72	372.50	592.08					
PE	76.22	54.01	34.99	20.43					
PB	6.39	5.81	5.07	4.12					
PS	2.90	2.26	1.71	1.26					
EV/EBITDA	44.43	43.98	28.24	16.60					
股息率	0.22%	0.31%	0.33%	0.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱
上海	崔露文	销售岗	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	wyjf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	张方毅	销售岗	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	叶佳缘	销售岗	15800609605	yejy@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	ors@swsc.com.cn
	贾文婷	销售岗	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
毛玮琳	销售岗	18721786793	mwl@swsc.com.cn	
北京	李杨	北京销售主管兼销售岗	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售岗	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	马冰竹	销售岗	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	刘艳	销售岗	18456565475	liuyanyj@swsc.com.cn
	高欣	广深销售主管兼销售岗	13923418464	gaoxin@swsc.com.cn
	龚之涵	销售岗	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	文柳茜	销售岗	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	lzs@swsc.com.cn
	黄诗洁	销售岗	18817316880	hsj@swsc.com.cn
