

公司研究/首次覆盖

2019年11月19日

通信/通信设备制造 II

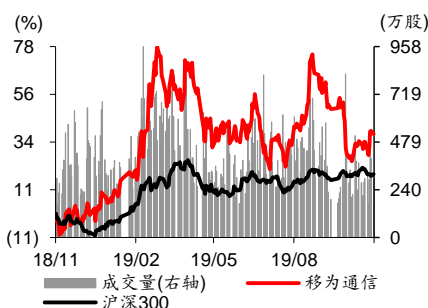
投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 33.95
合理价格区间(元): 40.00~46.25

王林 执业证书编号: S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com

赵悦媛 执业证书编号: S0570519020001
研究员 zhaoyueyuan@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

研发壁垒型企业, M2M 发力在即

移为通信(300590)

专注物联网 M2M 的研发壁垒型企业

移为通信专注于物联网中的无线 M2M 领域, 由于物联网行业碎片化的特点, 使得终端产品厂商需要具备较强的定制化能力, 对软件能力要求大幅提升, 研发壁垒属性逐步增强。公司大部分产品出口海外, 拥有较强的客户粘性和成本优势, 同时结合不断的研发积累, 实现地区和产品类别的外延, 打开未来成长空间。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.68 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

搭乘物联网行业机遇, M2M 厂商行业地位和门槛逐步提升

近年来物联网行业景气度持续提升, 万物互联, “网”、“端”先行, 在物联网连接数的大幅增长背景下, M2M 作为物联网重要组成部分迎来广阔需求。而物联网行业具有碎片化的属性, 使得各细分行业和应用场景对于终端产品的需求不一, 同时解决方案能力逐步下沉到终端厂商, 使得 M2M 厂商需要具备定制化产品和软件研发能力, 行业地位和进入门槛逐步提升。

工程师红利凸显, 构筑核心竞争力

公司客户大多为海外客户, 对产品性能要求较高, 前期需要较长周期的适配认证, 客户对供应商研发实力要求较高。公司与客户形成供应关系后粘性较强, 且客户对价格敏感性不高, 使得公司在积累客户的过程中不断形成规模收入。移为通信终端产品基于芯片自主研发设计, 区别于其他厂商需要采购通信模组, 可有效通过硬件设计能力节约采购成本, 同时提升了对定制化产品性能的延展空间, 新客户不断拓展体现了公司较高的研发实力, 截至 2018 年 12 月, 公司研发人员占比 66.67%, 毛利率处于行业较高水平, 公司属研发壁垒型企业。

开拓市场和产品创新, 双因素打开成长空间

公司在传统车载、物品追踪以及个人追踪产品的基础上, 延伸至动物溯源及共享经济领域, 其产品所涉及行业均属物联网景气度较高行业。同时, 公司实现市场区域不断拓展, 在北美、欧洲、南美等原有优势市场渗透率持续提升的同时, 不断拓展海外及国内销售市场, 业务范围有望覆盖全球。产品和市场区域的延伸为其成长打开广阔空间。

看好公司研发能力和海外客户优势, 首次覆盖给予“买入”评级

公司属于研发壁垒型企业, 通过定制化终端产品+解决方案不断突破海外优质客户, 多年积累铸就核心壁垒, 并结合其产品类别和市场区域的不断延伸, 为未来增长打开空间。我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.68 元。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 31.98 倍, 考虑到公司存量客户订单量持续增长以及新客户持续拓展, 为其营收和利润持续增长提供强劲动力, 可比公司 2019-2021 年营收和净利润平均增速水平分别为 35.81%和 32.88%, 给予公司 PE 估值为 32-37 倍, 对应目标价 40.00-46.25 元/股, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 海外存量客户的订单量不及预期, 新客户拓展存在一定周期, 毛利率持续下降的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	161.49
流通 A 股 (百万股)	98.02
52 周内股价区间 (元)	22.47-44.30
总市值 (百万元)	5,483
总资产 (百万元)	1,089
每股净资产 (元)	5.75

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	362.45	476.22	655.00	1,047	1,608
+/-%	34.16	31.39	37.54	59.77	53.62
归属母公司净利润 (百万元)	96.94	124.60	152.26	202.51	271.77
+/-%	1.75	28.54	22.19	33.01	34.20
EPS (元, 最新摊薄)	0.60	0.77	0.94	1.25	1.68
PE (倍)	56.56	44.00	36.01	27.07	20.17

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

移为通信专注物联网 M2M，研发实力筑就壁垒.....	4
搭乘物联网行业机遇，M2M 迎来广阔需求.....	7
物联网蓬勃发展，未来发展空间广阔 根据 Gartner 发布的数据及预测，2017 年全球物联网连接设备达到 83.81 亿台，预计 2020 年全球联网设备数量将达 204.12 亿台，保持年均 30%以上的高速增长。华为在 2016 年全球联接指数报告中预测，到 2025 年物联网设备数量或将达到 1000 亿台。.....	7
5G 开启万物互联新时代，M2M 迎来广阔需求.....	9
物联网呈现碎片化特点.....	11
移为通信工程师红利凸显，构筑核心竞争壁垒.....	12
工程师红利之一：基于芯片自主研发设计.....	12
工程师红利之二：具有国际品牌优势，合同持续放量.....	12
工程师红利之三：股权激励核心团队，稳固核心技术优势.....	15
开拓市场和产品创新，双因素打开成长空间.....	16
市场区域不断延伸，布局全球性销售网络.....	16
主业产品再升级，积极拓展业务外延.....	17
公司掌握核心竞争力，加速赶超头部企业.....	18
投资建议.....	21
风险提示.....	23
PE/PB - Bands.....	23

图表目录

图表 1： 物品追踪产品、车载追踪产品和个人追踪产品为公司三大传统产品.....	4
图表 2： 公司 2017 年营收增速实现反转，2019 Q1-3 增速为 42.21%.....	5
图表 3： 2018-2019Q1-3 公司归母净利润增速大幅提升.....	5
图表 4： 传统业务占据收入主要组成部分.....	5
图表 5： 2018 年和 2019H1 公司各业务收入占比情况.....	5
图表 6： 研发投入持续提升，夯实产品优势，2019 年 Q1-3 研发投入 0.42 亿元.....	6
图表 7： 移为通信股权结构（截至 2019 年 9 月）.....	6
图表 8： 物联网设备数量将迎来快速增长.....	7
图表 9： 物联网市场规模可达万亿美元.....	7
图表 10： 2018 年意大利 UBI 车险渗透率领先，但渗透率仅为 15%.....	7
图表 11： 共享经济在各领域梯次推进，共享出行率先起跑.....	8
图表 12： 全球共享经济市场规模加速提升.....	8
图表 13： 全球智能制造将迎来快速发展.....	8
图表 14： 智能可穿戴设备市场规模继续扩大.....	9
图表 15： 5G 环境下三大应用场景.....	9
图表 16： 5G 赋能各行各业.....	10

图表 17: M2M 连接设备占比最大, 增速最快	10
图表 18: 物联网多行业融合, 细分行业分散	11
图表 19: 基于芯片自主研发设计, 产品具有高附加值和成本优势	12
图表 20: 高附加值和成本优势, 维系较高利润率水平	12
图表 21: 优势明显, 毛利率处于国内行业领先水平	12
图表 22: M2M 行业存在技术门槛和客户资源门槛, 进入客户供应体系周期长	13
图表 23: 移为通信主要客户为垂直行业软件平台服务商	13
图表 24: M2M 服务商行业的运营模式	14
图表 25: 新客户拓展见成效, 预收账款明显提升	15
图表 26: 移为通信限制性股票解锁条件	15
图表 27: 欧美市场为传统主力市场, 构建全球销售网络	16
图表 28: 积极参与专业行业展会和行业峰会, 强化国际企业品牌形象	16
图表 29: 主业产品再升级, 积极布局动物追踪溯源与共享经济领域	17
图表 30: 与利德签署多项合作协议, 重点布局动物追踪溯源领域	17
图表 31: 移为通信产品应用于欧美共享滑板车	18
图表 32: 主要出口地无明显贸易保护政策, 市场化程度高	18
图表 33: CalAmp 收入规模较大, 移为通信有望抢占市场份额	19
图表 34: 移为通信具有成本优势, 净利润率显著高于 CalAmp	19
图表 35: CalAmp 聚焦欧美市场, 主要发挥欧美本地企业优势 (2018 年)	19
图表 36: 对标龙头企业, 移为通信加快赶超步伐	20
图表 37: 移为通信主营业务财务情况预测	22
图表 38: 移为通信估值同比 A 股上市公司情况 (截至 2019 年 11 月 18 日)	22
图表 39: 移为通信历史 PE-Bands	23
图表 40: 移为通信历史 PB-Bands	23

移为通信专注物联网 M2M，研发实力筑就壁垒

由于物联网行业碎片化的特点，使得终端产品厂商需要具备较强的定制化能力，对软件能力要求大幅提升，研发壁垒属性逐步增强。移为通信大部分产品出口海外，拥有较强的客户粘性和成本优势，同时结合不断的研发积累，实现地区和产品类别的外延，打开未来成长空间。预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.68 元。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 31.98 倍，考虑到公司存量客户订单量持续增长以及新客户持续拓展，为其营收和利润持续增长提供强劲动力，可比公司 2019-2021 年营收和净利润平均增速水平分别为 35.81%和 32.88%，给予公司 PE 估值为 32-37 倍，对应目标价 40.00-46.25 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

区别于市场的观点：

1. 公司产品处于物联网产业链的终端设备环节，有别于批量通用型终端产品，由于物联网行业应用场景多元化，使得终端产品厂商需要具备较强的定制化能力，且为终端产品和解决方案，对终端厂商的软件能力提出较高要求，需要不断的进行研发积累，精准把握客户需求。
2. 公司不同于其他终端厂商采购通信模组设计终端产品，而是基于芯片自主研发设计形成最后终端的模式，是研发实力的体现，在优化成本的同时，更能把握产品的定制化能力。
3. 公司客户大多为海外客户，对于物联网行业来说国内外厂商处于同一起跑线，国内厂商拥有运营和研发成本优势，更有利于抢占海外市场份额。同时，海外客户对终端产品性能和服务要求较高，且定制化产品具有较高客户粘性，公司通过快速研发响应能力不断拓展新客户，且随着客户成长，单一客户订单体量有望不断提升，形成规模效应。
4. 公司通过海外销售区域拓展，以及产品从车载追踪、物品追踪和个人追踪延伸至共享和动物溯源领域，打开成长空间。

移为通信产品属于物联网中的无线 M2M 行业，传统产品分为车联网产品、物品追踪通信产品和个人追踪通信产品，处于产业链的终端设备环节，其产品通过采集位置信息、驾驶习惯、温度信息、湿度信息等相关数据信息，通过无线网络将数据信息传送至 M2M 服务商服务器，使得客户通过平台软件分析相关数据信息，实现精细化管理或者提供个人安全服务。

三大传统产品凭借质量和服务优势获得市场认可的同时，公司也不断加大新产品的开发力度，不断更新产品的种类和功能。例如，车载追踪领域 GB100 产品是为保险应用领域打造的定位追踪设备；超长待机迷你型定位终端 GL520 为物品追踪类产品；个人追踪产品 GT301 是一款为个人设计的多功能 GSM/GPRS/GPS 定位通讯终端产品。

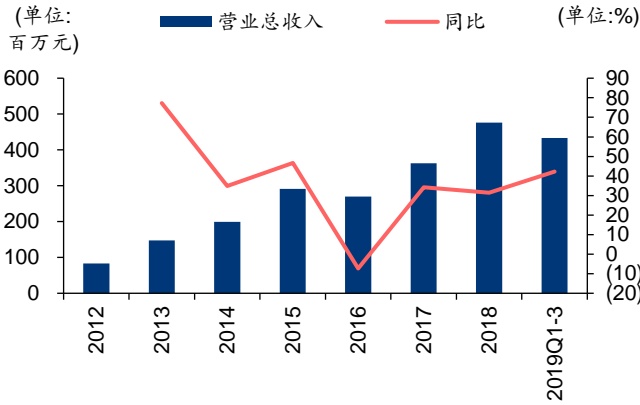
图表1：物品追踪产品、车载追踪产品和个人追踪产品为公司三大传统产品



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

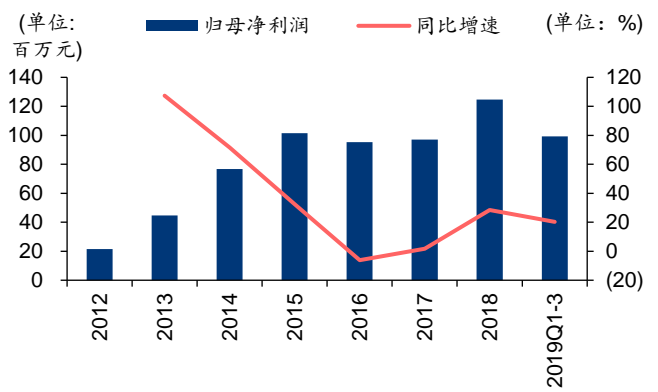
移为通信经营业绩实现稳步增长。公司近年来不断夯实自身研发能力，随着工程师红利的逐渐凸显，2017年公司营业收入增速实现底部反弹，呈现稳步增长态势。2018年实现营业总收入4.76亿元，同比增长31.39%，归母净利润为1.25亿元，同比增长28.5%。2019年前三季度公司实现营业收入4.33亿元，同比增加42.21%，实现归母净利润9,926.02万元，同比增加20.36%。

图表2：公司2016年营收位于底部



资料来源：Wind，华泰证券研究所

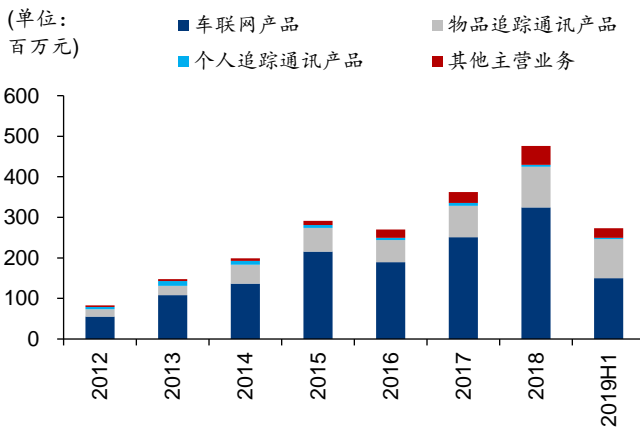
图表3：2018-2019Q1-3公司归母净利润增速大幅提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

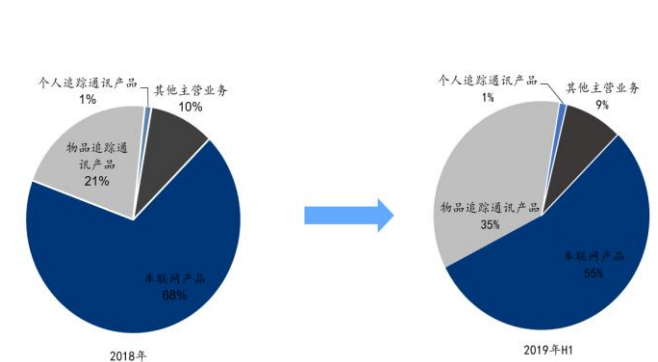
传统业务占据收入主要组成部分，为业绩增长的主要驱动力。2018年车联网产品收入占比达68.09%，物品追踪通讯产品占总收入比重为21.15%，为业绩增长的主要驱动力。2019H1公司车联网产品收入占比达54.99%，物品追踪产品增速较高，占总收入比重提升至35.19%。

图表4：传统业务占据收入主要组成部分



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

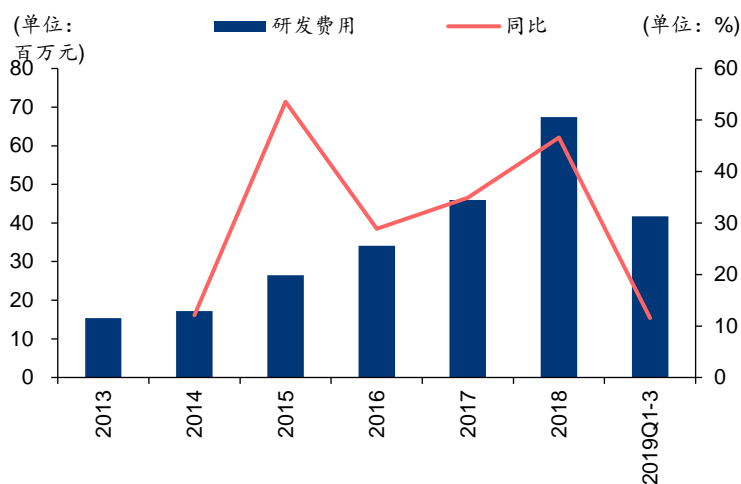
图表5：2018年和2019H1公司各业务收入占比情况



资料来源：公司年报、华泰证券研究所

持续研发投入，夯实核心竞争力，筑就行业壁垒。持续性的研发投入是公司维持竞争力的主要动能之一。2018年研发费用0.67亿元，同比增长46.60%。2019年前三季度研发费用为0.42亿元，同比增加11.54%。公司一方面不断加强相关技术的储备和研究，持续加大3G、4G等产品研发力度，进一步增强品牌效应，提升客户粘性；另一方面，公司提前布局5G技术的到来，为市场占有率的进一步提升打下基础。

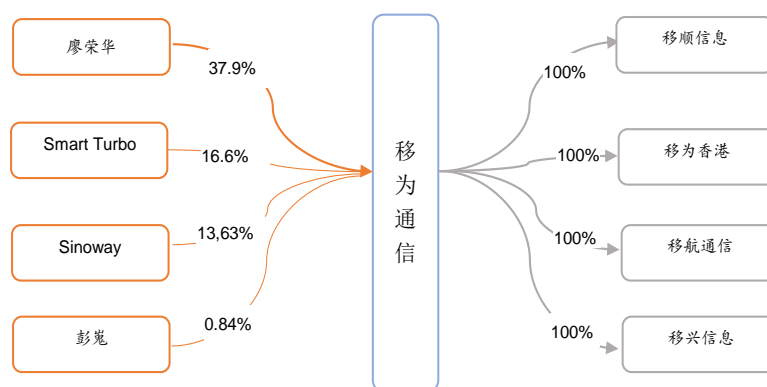
图表6：研发投入持续提升，夯实产品优势，2019年Q1-3研发投入0.42亿元



资料来源：Wind，华泰证券研究所

目前公司控股股东和实际控制人是公司创始人廖荣华，直接持股比例为 37.9%。第二大股东和第三大股东均为在香港注册的股权投资公司，不参与公司经营管理。

图表7：移为通信股权结构（截至2019年9月）

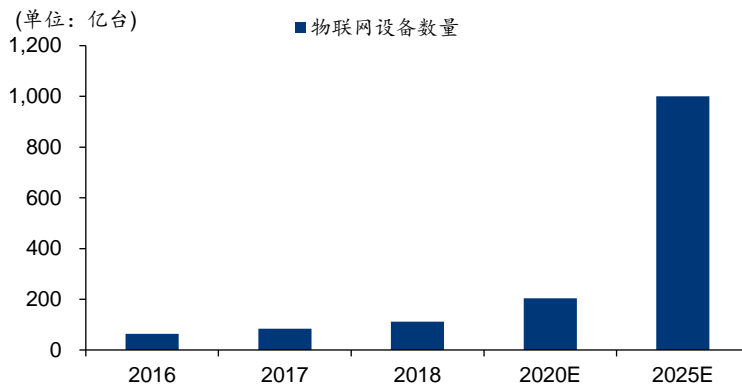


资料来源：Wind、华泰证券研究所

搭乘物联网行业机遇，M2M 迎来广阔需求 物联网蓬勃发展，未来发展空间广阔

根据 Gartner 发布的数据及预测,2017 年全球物联网连接设备达到 83.81 亿台,预计 2020 年全球物联网设备数量将达 204.12 亿台,保持年均 30%以上的高速增长。华为在 2016 年全球联接指数报告中预测,到 2025 年物联网设备数量或将达到 1000 亿台。

图表8: 物联网设备数量将迎来快速增长



资料来源: Gartner, 华为, 华泰证券研究所

物联网产业规模可观。根据 IDC 的预测,预计到 2020 年全球物联网 (IoT) 的支出规模将达到 1.3 万亿美元; Gartner 判断,2020 年物联网市场规模会达到 1.9 万亿美元。综合来看,物联网市场规模可达万亿美元。

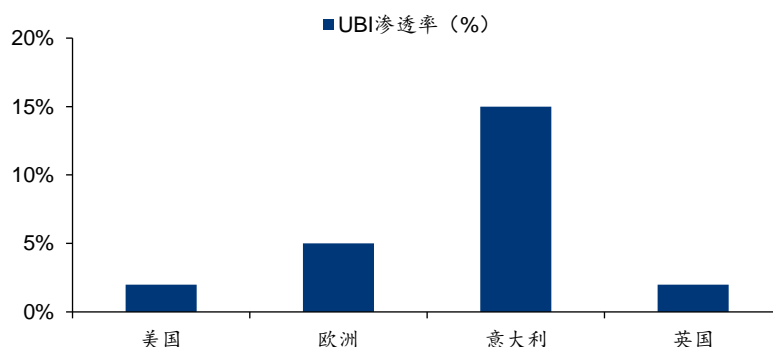
图表9: 物联网市场规模可达万亿美元

Gartner	到 2020 年,全球物联网设备数量将达 260 亿台,物联网市场规模将达 1.9 万亿美元
华为	到 2025 年物理联接将达到 1000 亿台
IHS	全球物联网设备的安装基数将从 2015 年的 154 亿台增长到 2020 年的 307 亿台,2025 年,这一数字更将达到 754 亿台
IDC	到 2020 年,物联网设备将达到 300 亿台,物联网 (IoT) 的支出规模将达到 1.3 万亿美元,其中全球 43%的数据将在边缘进行处理

资料来源: Gartner, 华为, HIS, IDC, GSMA, 华泰证券研究所

UBI 车险渗透率不断加速。从 UBI 车险来看,PTOLEMUS UBI 数据显示,2013 年全球 UBI 市场渗透率不足百分之一,伴随着 2016 年 UBI 市场增长率高达 32%,有效 UBI 车险保单达到 1400 万份;2017 年全球约有 1740 万份有效 UBI 车险保单,增速为 26%;2018 年,有效 UBI 保单数进一步增长至 2480 万,其中意大利的 UBI 渗透率最高,达到 15%。

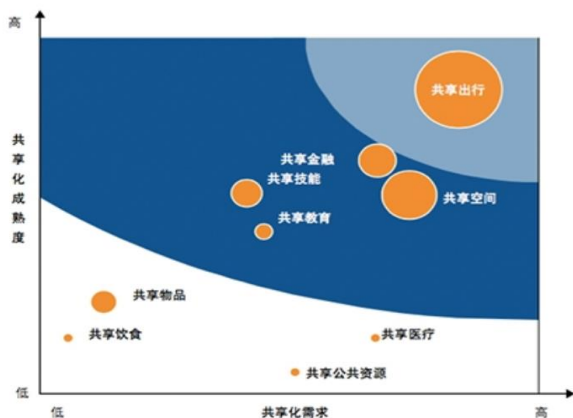
图表10: 2018 年意大利 UBI 车险渗透率领先,但渗透率仅为 15%



资料来源: PTOLEMUS UBI, 华泰证券研究所

共享经济各领域梯次推进，市场规模加速提升。2018 年被称为是共享经济的元年，各行业共享化需求呈不断增长态势。据罗兰贝格数据显示，2015 年全球共享经济总规模达 1,869 亿美元，到 2018 年增长至 5,200 亿美元；中国共享经济 2017 年规模为 625 亿美元，占全球共享经济的 33%，到 2018 年达到 2,300 亿美元，占比提升至 44%，中国成为全球共享经济的发展先锋。

图表11： 共享经济在各领域梯次推进，共享出行率先起跑



资料来源：罗兰贝格，华泰证券研究所

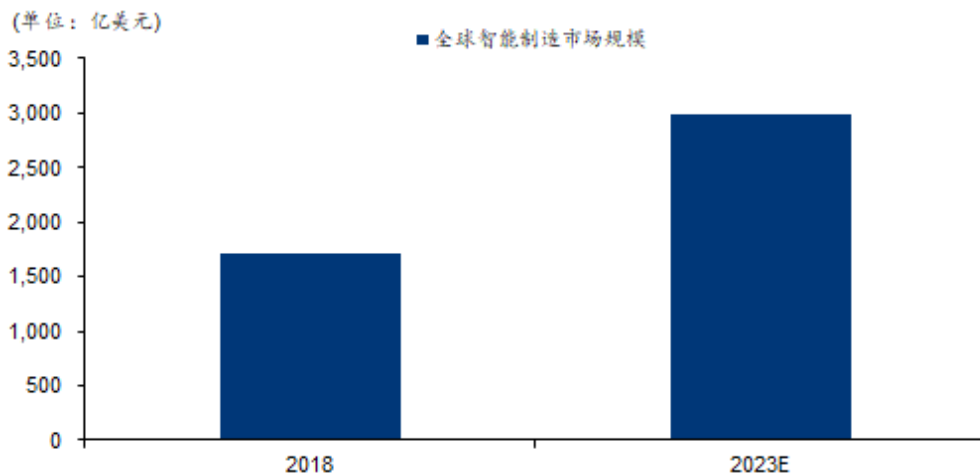
图表12： 全球共享经济市场规模加速提升



资料来源：罗兰贝格，华泰证券研究所

全球积极布局智能制造发展，行业迎来快速发展。工业 4.0 概念推动制造厂商积极转型，全球智能制造将迎来快速提升。全球第二大市场研究机构 Markets and Markets 发布的全球智慧城市发展的报告数据显示，全球智能制造市场在 2018 年将达到 1,707.8 亿美元，到 2023 年预计将增至 2,991.9 亿美元，期间复合年增长率为 11.9%。

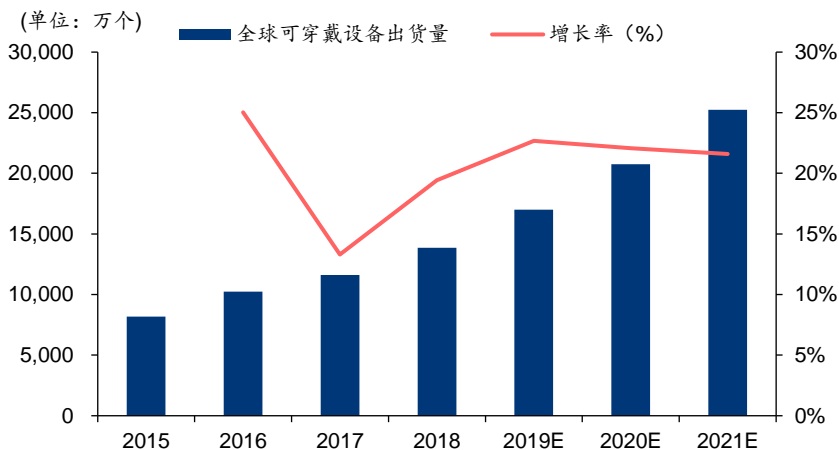
图表13： 全球智能制造将迎来快速发展



资料来源：Markets and Markets，华泰证券研究所

智能可穿戴设备市场规模继续扩大，智能手表渗透率依然处于较低水平。根据 IDC 数据显示，2016 年全球可穿戴设备出货量为 10,240 万部，同比增长 25%，到 2021 年全球可穿戴设备的出货量将达到 2.52 亿台，其中智能手表销量为 7,000 万台，市场渗透率仍不足 30%，预计到 2022 年，总出货量将超过 1.2 亿。

图表14：智能可穿戴设备市场规模继续扩大



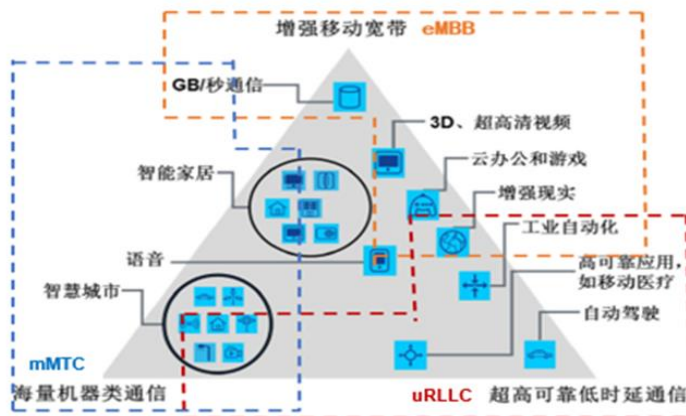
资料来源：IDC，华泰证券研究所

畜牧业检测市场显著增长。通过 M2M 硬件和软件解决方案可实现对牛、家禽、猪和马等畜牧的准确和快速跟踪及监控。据麦姆斯咨询报道，2015 年全球畜牧业监测市场为 2.858 亿美元，预计 2022 年将达到 9.527 亿美元。

5G 开启万物互联新时代，M2M 迎来广阔需求

5G 带来更丰富的应用场景。5G 的三大应用场景包括：eMbb, mMTC 和 uRLLC。5G 对物联网行业发展的推动力主要体现在两方面：一是低时延高可靠的场景助力车联网、工业控制和远程医疗等场景的实现；二是大规模的物联网对于低频传输物联网海量链接提供了网络环境。

图表15：5G 环境下三大应用场景



资料来源：ITU，华泰证券研究所

5G 助力细分行业发展，加速行业渗透率提升。5G 网络为物联网带来低能耗、大规模连接、深度覆盖的优势。随着 5G 时代到来，智能家居系统将能够承载更多的设备连接、传输更大的流量，能承载更多想象与可能。对于智能交通领域来说，5G 网络为实现无人驾驶奠定基础。对于工业领域来说，5G 时代的到来为危险环境下远程作业带来了可能，将大大降低危险指数。

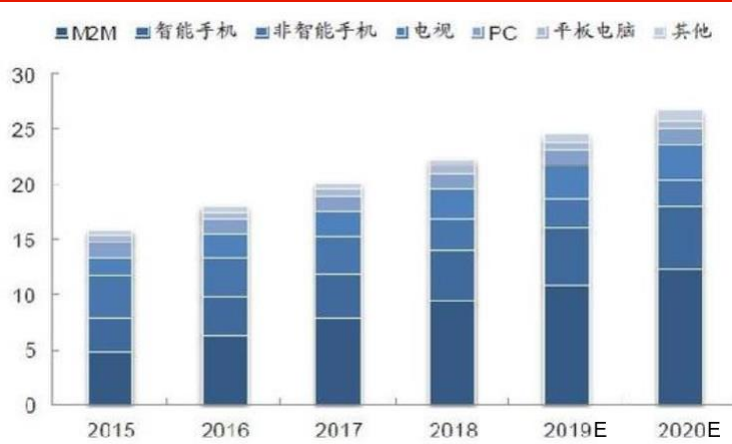
图表16： 5G 赋能各行各业



资料来源：IMT-2020 推进组《5G 技术白皮书》，华泰证券研究所

M2M 是物联网重要组成部分，连接设备迎来广阔需求。通过 Cisco 移动可视化网络指数 (VNI) 预测显示，到 2020 年，全球互联网连接设备中最大比例为 M2M 连接，其将占设备和连接总数的 46%，预计 2015 至 2020 年之间将成长 2.5 倍，我们认为物联网技术对互联网应用的影响不容忽视。

图表17： M2M 连接设备占比最大，增速最快



资料来源：Cisco，华泰证券研究所

物联网呈现碎片化特点

物联网产业四层架构，应用层覆盖多个行业。物联网的技术架构可分为四层，分别为感知层、网络层、平台层和应用层。感知层为物联网应用和发展的基础，通过芯片、传感、无线模组等技术，实现对物理世界的智能感知、识别及控制等。物联网的网络层分为网络设备、网络运营和网络架构。物联网的平台层分为物联网终端管理平台和能力支撑平台，主要用于数据的分析与处理。物联网的应用层则可覆盖各个行业，为各个行业的发展赋能。

物联网细分行业分散，呈现碎片化特点。从物联网的行业特点上来看，相对于移动互联网，物联网是一个相对碎片化的市场，根据亿欧智库《2018 物联网行业应用研究报告》显示，物联网应用已经覆盖工业、商用、消费三大领域的 20 个行业、163 个应用场景，物联网行业整体规模的扩张需要细分行业渗透率的拉动。

图表18： 物联网多行业融合，细分行业分散



资料来源：亿欧智库《2018 物联网行业应用研究报告》，华泰证券研究所

当前处于物联网发展初期阶段，网络建设和终端渗透率快速提升，而由于物联网行业碎片化的行业属性，使得各细分行业应用场景众多，对终端产品的定制化需求大幅提升，从而拥有较高研发实力和响应能力的厂商，将逐步抢占市场份额。

移为通信工程师红利凸显，构筑核心竞争壁垒

工程师红利之一：基于芯片自主研发设计

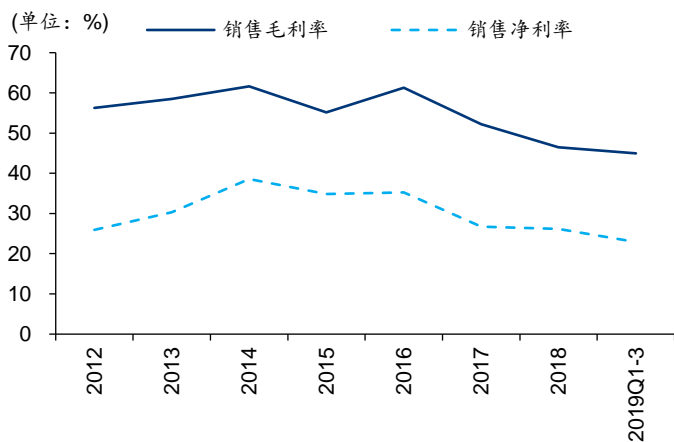
基于芯片自主研发设计，产品具有高附加值和成本优势。公司是行业内少数直接基于芯片进行硬件设计和开发的企业，相较于竞争对手直接外购通信模块和定位模块来说，公司采用基于芯片自主研发设计形成最后终端的模式。自行开发不仅可以节约外购成本，同时还更能把握产品的定制化延展能力。由于公司产品具有高附加值和成本优势，2012年至今的毛利率一直维持在40%以上水平，与国内同类业务公司毛利率相比，处于较高水平。

图表19：基于芯片自主研发设计，产品具有高附加值和成本优势



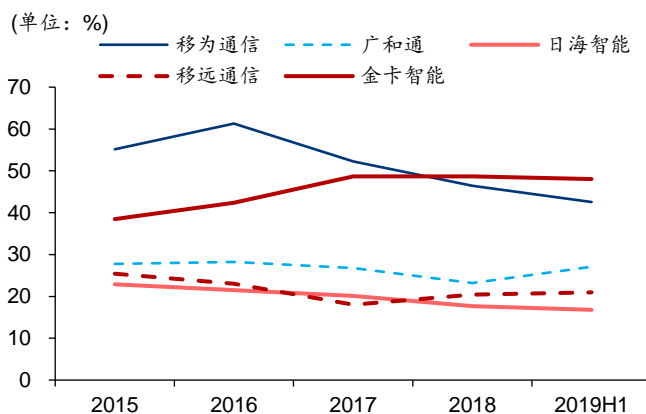
资料来源：公司招股说明书，公司年报，华泰证券研究所

图表20：高附加值和成本优势，维系较高利润率水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21：优势明显，毛利率处于国内行业领先水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

工程师红利之二：具有国际品牌优势，合同持续放量

终端产品进入客户供应体系周期长，需要较长时间的测试，并实现与平台适配。公司所处行业的研发工程师需要对基带芯片、单片机技术、电信运营网络通信、信息安全、软件工程、软硬件结合技术深入理解，同时需要拥有长期的下游行业应用积累，存在较高的技术门槛和客户资源门槛，并且海外客户一般属于质量敏感型企业，对M2M硬件技术性能、稳定性要求较高。

图表22: M2M 行业存在技术门槛和客户资源门槛, 进入客户供应体系周期长



资料来源: 招股说明书, 华泰证券研究所

海外客户黏性较高。公司下游客户主要为在车队管理、车辆保险、汽车金融、物品防盗、设备管理等领域的软件平台服务商, 且海外客户对供应商选择极为严格, 但一旦选定供应商, 通常会与供应商建立长期合作关系。公司产品具有质量稳定、性能好、故障率低等优点, 达到了行业内一流水平。同时, 公司在交货周期、售后技术支持等方面具有一定的竞争优势, 因此, 公司凭借产品及服务质量已成为客户的主要供应商, 并与主要客户建立了长期合作关系, 客户黏性较高, 为公司收入持续增长提供了基础保证。

图表23: 移为通信主要客户为垂直行业软件平台服务商

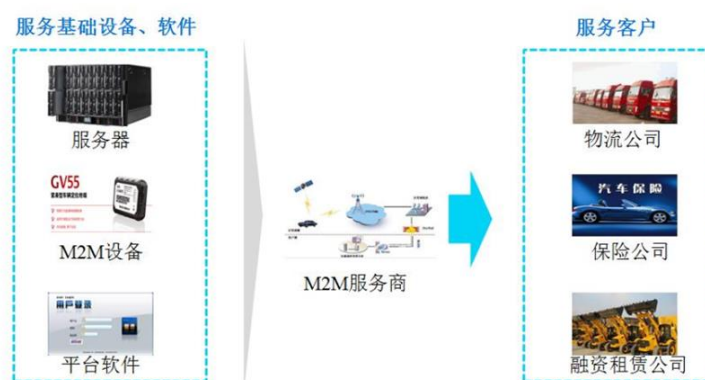
公司名称	客户情况
GpsGate	GpsGateAB 作为 GPS 追踪软件解决方案提供商, 致力于为客户开发基于 web 的创新软件解决方案, 为客户提供具有商业价值且价格合理的软件产品。
KeyTelematics	KeyTelematics 是一家致力于向全球企业提供优质资产管理软件解决方案的企业。可为客户提供基于云端技术、支持多语种、可贴牌且功能丰富的软件平台。
Gurtam	总部位于白俄罗斯明斯克, 公司的主要产品 Wialon 是一个针对车队管理和智能 GPS 追踪的软件平台。
WideTech	WideTech 是美洲领先的物流管理供应商, 总部位于哥伦比亚, 它致力于为私营和公共部门的移动资产和流动人员提供监控管理服务, 通过 GPS 和遥测技术对车队管理和外勤人员实现自动监测。
EVOGPS	是领先的车队管理解决方案设计和执行公司。
Tellu	位于挪威奥斯陆的物联网公司, 为客户提供 TelluSmartPlatform 集成、M2M、实时定位系统移动和网络技术。Tellu 适用于医疗保健、个人安全、电信和实时定位系统。此外, Tellu 也通过物流技术为挪威和欧盟的研究项目提供服务, 聚焦于为智能社区提供智能服务。
Cybermapa	致力于提供车载、物品和个人追踪解决方案的软件开发公司。
M2MAplicaciones	西班牙公司, 致力于为客户提供追踪工具和体验, 助其降低成本和提高效率。
WhiteLabelTracking	为经销商提供一个基于浏览器的车辆/资产追踪软件系统。经销商可将系统贴牌。这个资产追踪软件可与任何硬件集成, 目前已与市场上许多热门的硬件进行了集成。
GPS-Server	研发 GPS 追踪软件的公司, 为客户提供个人账户、托管软件和服务器软件。
GlobalAVL	西班牙领先的 GPS 追踪和车队自动软件解决方案提供商。
PositionLogic	是无线物联网业界领先的 B2B 位置服务及 GPS 定位追踪平台服务供应商。
NAVIXY	致力于远程信息处理解决方案的开发及 GPS 追踪设备硬件制造。
OystaTechnology	是一家通过 GPS、GSM 技术和集成网络服务, 提供远程公共管理服务的公司。
Cumulocity	致力于通过云端技术应用程序产品向客户提供便捷且可盈利的 M2M 解决方案。
GemaltoSensorLogic	为客户提供云平台, 简化和加快 M2M 和 IoT 解决方案的开发流程, 确保其安全性、可靠性以及持久性。
GARMIN	致力于 GPS 产品之设计研发, 全球卫星定位导航系统的领导品牌

资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

客户对供应商依赖度较强，公司订单具有可持续性。KeyTelematics 和 GPS-Server 是移为通信下游的典型客户。海外客户在选择供应商更看重产品性能，且供应商的集中度相对较高，移为通信是具有国际品牌口碑的公司，产品性能经过长期验证，客户对其依赖度较强。

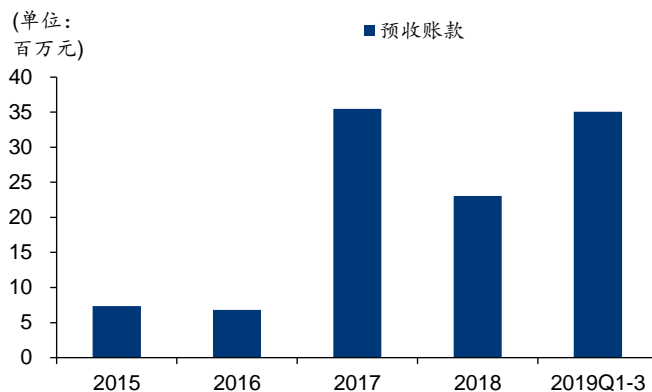
客户对产品性能与平台软件的适配性要求较高，公司有较强议价能力。公司下游客户核心成本主要来自于研发人员费用和采购无线 M2M 终端设备两部分。客户将购买的 M2M 终端设备，嵌入信息采集标的（如汽车、物品）中进行数据信息的采集和处理，并将相关信息传输至服务器中，最后通过操作平台软件对数据进行处理（大数据分析、统计、信息梳理），将有用信息提供给终端客户。我们认为，公司下游客户对无线 M2M 终端设备产品性能与自身平台的适配性要求较高，需要较高的定制化和响应能力的厂商，而对价格敏感度较低。

图表24： M2M 服务商行业的运营模式



资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

客户需求持续提升，积极拓展新客户，预收账款提升较快。一般对于首次合作的客户，公司在发货之前采取全额预收款或者收取部分预收款方式以控制收款风险。2019 年前三季度，公司预收账款为 3,505 万元，与 2018 年末预收账款 2,308 万元相比，增长明显，说明公司在 2019 年持续吸引新客户。

图表25：新客户拓展见成效，预收账款明显提升

资料来源：Wind，公司财报，华泰证券研究所

工程师红利之三：股权激励核心团队，稳固核心技术优势

创始团队经验丰富，核心技术和研发能力出众。公司创始人、董事长、实际控制人为廖荣华，曾就职于中兴通讯、希姆通以及芯讯通。2009年6月，廖荣华离开希姆通创办移为通信，组建的核心技术团队基本都是当年希姆通及芯讯通的骨干，大部分曾参与创立芯讯通的无线通信模组业务。核心技术人员均有10年以上行业积累，研发技术经验丰富。

启动股权激励计划，激励核心骨干。2018年9月27日，公司以11.66元/股授予78名激励对象（公司高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及业务骨干团队）149万股限制性股票。公司层面业绩考核要求，以2017年净利润为基数，2018-2020年净利润增长率分别不低于20%、35%、50%。公司启动股权激励计划，为达成吸引人才、激励核心骨干、促进公司经营管理等目标迈出了坚实的一步。

图表26：移为通信限制性股票解锁条件

解锁期	解锁条件-净利润	实际完成
第一期	2018年净利润较2017年增长率不低于20%，即1.16亿元	2018年净利润实际完成增加1.25亿元
第二期	2019年净利润较2017年增长率不低于35%，即1.31亿元	-
第三期	2020年净利润较2017年增长率不低于50%，即1.45亿元	-
备注	2017年度净利润基准为0.97亿元	-

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

开拓市场和产品创新，双因素打开成长空间 市场区域不断延伸，布局全球性销售网络

优势市场产品渗透率持续提升，展现海外销售渠道优势，业务范围向全球覆盖。目前公司产品主要销往北美洲、欧洲、南美洲等市场，在这些优势市场中产品渗透率持续攀升，一方面是因为传统客户产品的更新换代需求，另一方面是因为公司通过海外本地销售及技术支持为公司的产品赢得了良好的口碑，吸引了优质新客户。随着公司在全球主要国家陆续完成运营商认证以及各地产品测试认证，具有国际品牌优势，公司不断拓展非洲、印度及国内等地市场，和客户协同发展。

图表27：欧美市场为传统主力市场，构建全球销售网络



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

强化国际企业品牌形象，奠定业务拓展基础。为持续拓展国际市场，展示公司最新研发产品，公司于 2018 年积极参加了七个具国际影响力的专业行业展会和高品质影响的行业峰会，通过国内外专业的商务交流平台，充分展示了自身产品及解决方案的特色与优势，并分地区推出了适合于区域市场的产品设备，彰显了公司的研发水平和专业实力，确立了公司业界领先的研发型厂商专业形象，也进一步为后续业务拓展奠定了扎实的基础。

图表28：积极参与专业行业展会和行业峰会，强化国际企业品牌形象

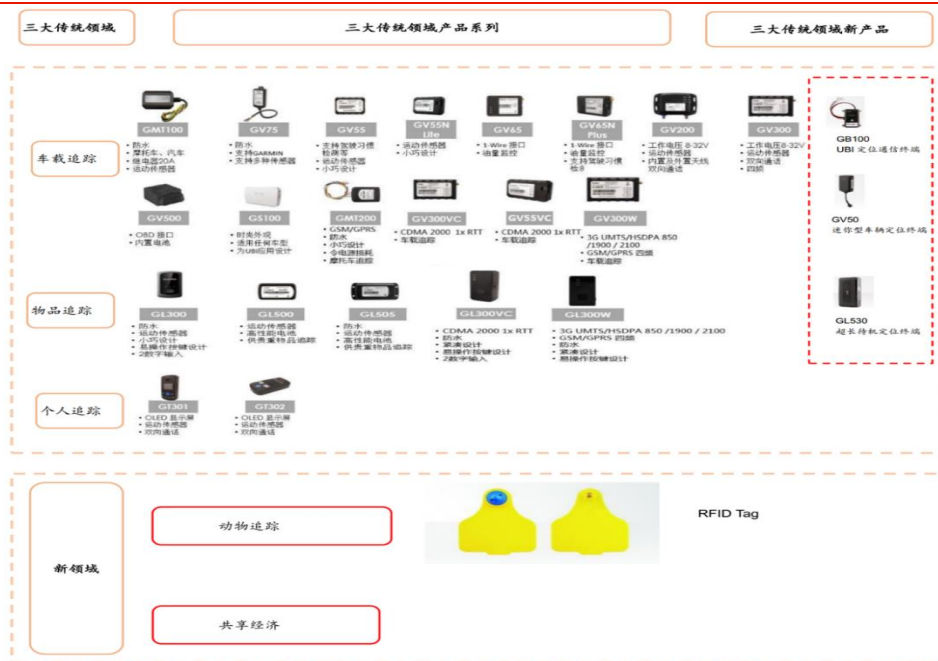
专业行业展会	2018 年 1 月	美国消费电子展
	2018 年 2 月	西班牙巴塞罗那世界移动通信大会
	2018 年 4 月	俄罗斯莫斯科车辆导航系统展
	2018 年 5 月	巴西圣保罗国际安防展
	2018 年 6 月	德国汉诺威消费电子展
	2018 年 9 月	美国洛杉矶世界移动通信大会
	2018 年 10 月	中东迪拜电子展
海外峰会	2018 年 6 月	白俄罗斯明斯克市 Gurtam 区域合作伙伴峰会
	2018 年 9 月	瑞典斯德哥尔摩 IoT 讲坛
	2018 年 10 月	西班牙巴塞罗那物联网解决方案世界大会；德国柏林第四届汽车保险远程信息处理峰会；墨西哥“IoTinBox”大会
国内峰会	2018 年 5 月	中国智能交通展览会
	2018 年 3 月	中国家电及消费电子博览会；上海物联网战略合作高峰论坛
	2018 年 4 月	第四届上海国际物联网展览会；2018 智享未来汽车技术峰会；第十届国际物联网博览会（春季展）
	2018 年 5 月	全球物联网大会南京峰会
	2018 年 6 月	第十一届亚洲国际物联网展览会
	2018 年 9 月	世界物联网博览会无锡站；2018 新能源与智能网联汽车产业发展高峰论坛

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

主业产品再升级，积极拓展业务外延

积极拓展业务外延，创造利润增长点。在传统的三大产品应用领域之外，公司持续投入研发实现业务领域外延。2018年1月17日，公司与世界领先的动物识别系统方案生产商利德制品签订合作协议。另外，公司正积极布局共享经济等领域，以创造更多的利润增长点。

图表29： 主业产品再升级，积极布局动物追踪溯源与共享经济领域



资料来源：招股说明书，公司官网，华泰证券研究所

在动物溯源领域的拓展上，利德制品授权公司独家使用其品牌及其所有知识产权进行动物追踪、追溯和识别及相关产品的开发和生产，为公司研发和生产动物追踪溯源产品创造了有利条件。利德制品是世界领先的动物识别系统方案生产商以及兽药、其他畜牧相关产品的分销商。自1948年以来，利德制品一直致力于生产和销售畜牧相关产品，在畜牧行业拥有七十年的丰富经验以及完善销售渠道。与利德合作协议的签署，一方面有利于公司在全球市场的战略布局，另一方面有利于公司扩展物联网的业务品类延伸。

图表30： 与利德签署多项合作协议，重点布局动物追踪溯源领域

时间	签署协议	合作内容
2018年1月17日	《品牌授权及合作协议》	1、利德制品授权移为公司独家使用其品牌及其所有知识产权进行动物追踪、追溯和识别及相关产品的开发和生产；
	《产品开发协议》	2、利德制品授权移为公司在全球授权区域范围内为其的独家代理商进行市场开发和产品销售；
	《生产与供应协议》	3、利德制品指定移为公司为利德制品特定动物追踪、追溯和识别产品的五年独家供应商，并承诺自协议签署生效后两年内向本公司购买产品金额不少于800万美元。

资料来源：公司年报，公司公告（2018-006），华泰证券研究所

合作红利显现，打开动物追踪溯源产品空间。根据公司2018年年报以及2019年半年报内容，自与利德制品合作以来，公司已完成超过30款产品的研发，具备了为客户提供完整解决方案的能力。公司推出的适用于牛、羊的电子耳标等相关产品通过了国际动物编码委员会(ICAR)，澳大利亚国家牲畜标识机构(NLIS)，新西兰国家动物标识和溯源机构(NAIT)等多重国际认证，为公司在全球市场开展业务奠定了良好的技术基础。与传统直销体系略有不同，公司计划搭建线上电商来进行动物溯源产品的全球销售。

在共享经济产品领域，公司主要针对欧美市场，提供共享单车和共享电动车相关的终端产品。参考 2016-2017 年共享单车在国内实现快速普及阶段，根据前瞻产业研究院发布的《共享单车行业市场前瞻与投资规划分析报告》数据显示，2017 年国内共享自行车市场规模为 102.8 亿元，较 2016 年的 12.3 亿元增长 8.36 倍，2018 年实现进一步增长，增速为 73.34%，预计 2019 年增速水平为 32.89%。目前欧美正处于共享出行发展初期阶段，是渗透率快速提升的时期，且对比国内共享单车历史发展进程，海外行业发展将更加良性，虽不会出现国内 2017 年增速水平，但仍有望实现高速增长。

图表31： 移为通信产品应用于欧美共享滑板车



资料来源：约克移动网，华泰证券研究所

公司掌握核心竞争力，加速赶超头部企业

移为通信产品出口地主要分布在北美洲、欧洲、南美洲。针对无线 M2M 终端设备，该等地区无明显贸易保护政策。无线 M2M 终端设备市场相对分散，高度市场化，无明显具备市场垄断地位的企业。欧洲地区本土企业主要有 Teltonika, Aplicom, 美洲地区主要有 CalAmp, Enfora 等。

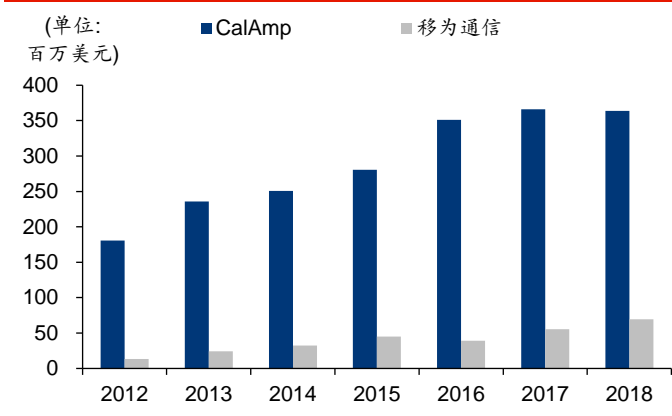
图表32： 主要出口地无明显贸易保护政策，市场化程度高

地区	监管体制	市场格局
北美地区（不包括墨西哥）	进口电子产品实施强制性安全认证，其中美国市场是按照美国联邦通信委员会认证(FCC)，加拿大实施加拿大工业部（IC）认证。	市场需求：市场化程度较高，应用成熟。车队管理、车辆保险等业务发展迅速。竞争格局：本地区主要竞争者为 CalAmp、Enfora 及其他中小型 M2M 硬件设备制造商。
欧洲	进口产品实施强制性认证，不论是欧盟内部企业生产的产品，还是其他国家生产的产品，要想在欧盟市场上自由流通，就必须加贴“CE”标志，以表明产品符合欧盟《技术协调与标准化新方法》指令的基本要求。	市场需求：市场化程度较高，应用成熟。车队管理、UBI 车辆保险等业务发展迅速。竞争格局：本地区主要竞争者为 Teltonika、Aplicom 及其他中小型 M2M 终端设备供应商。
南美地区（包括墨西哥）	多数国家参照 FCC 认证，巴西针对电信产品实施 ANATEL 认证，其中无线 M2M 终端设备属于无线电发射设备，在强制认证范围内。	市场需求：本地区市场需求驱动因素主要为车辆物品安全、防盗。车载应用领域需求增长迅速。竞争格局：本地区主要竞争者为 CalAmp、Enfora、移为通信及其他中小型 M2M 终端设备供应商。

资料来源：招股说明书，华泰证券研究所

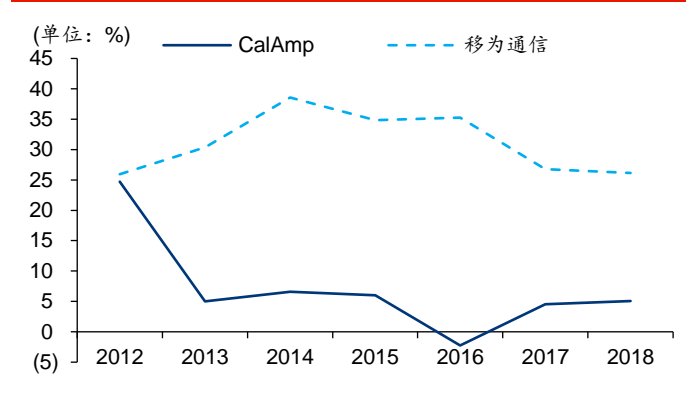
CalAmp 在欧美市场是移为通信的主要竞争对手。CalAmp 公司是一家领先的无线通信解决方案供应商，其主要业务市场为美国与欧洲，产品应用于车队运输，保险，消费品和建筑等领域，2018 年实现营业收入 3.64 亿美元，但净利润率仅为 5.06%。移为通信作为中国企业，打入海外市场具有明显的成本优势，且在全球化市场布局、产品与客户的适配性响应能力等方面均有利于快速成长，抢占市场份额。

图表33: CalAmp 收入规模较大，移为通信有望抢占市场份额



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表34: 移为通信具有成本优势，净利润率显著高于 CalAmp

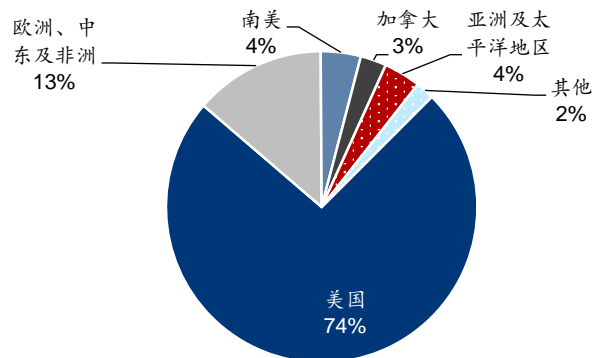


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

移为通信成本优势突显。CalAmp 的产品虽然绝大多数都是在美国设计的，但是大部分制造业务外包给位于香港、中国大陆、马来西亚和其他太平洋沿岸国家的合约制造商，以节约人力成本。移为通信作为中国企业，能够享受到中国是电子元器件制造大国的红利，且运营和人力成本均具有较大优势。

CalAmp 聚焦欧美市场，移为通信布局全球。在销售区域方面，CalAmp 主要聚焦欧美市场，通过收购 Tracker Network (UK) Limited，提高在英国的品牌知名度，以实现欧洲市场的进一步扩张。移为通信凭借产品质量稳定可靠、认证齐全、服务响应快等优势，不仅在与 CalAmp 重叠的欧美地区建立了良好的品牌效应，占据了一定市场份额，而且在持续扩大海外销售额的同时，有望大幅提升全球其他区域市场销售占比，为其发展提供广阔空间。

图表35: CalAmp 聚焦欧美市场，主要发挥欧美本地企业优势 (2018 年)



资料来源: 公司 2018 年年报, 华泰证券研究所

CalAmp 定制产品注重与自身平台服务结合，移为通信定制产品注重与客户适配。在应用领域方面，CalAmp 产品主要运用于车载和移动资产管理等领域，移为通信产品主要运用于车载信息、资产管理信息、个人安全智能和动物追踪溯源等领域。对于定制化产品来说，CalAmp 提供的车队管理高度定制化的设备仅适用于自身的 SaaS 技术，使客户能够通过 SaaS 软件应用程序进行车辆之间的无线通信。CalAmp 产品更侧重于与自身平台与服务的结合。而移为通信在定制式研发过程中，可以根据客户对产品性能、功能等方面的要求，进行灵活研发和设计，更好满足客户对公司产品性能与自身平台的适配性要求。

CalAmp 销售渠道较为传统，移为通信积极拓展线上销售渠道。在销售渠道方面，CalAmp 通过组建全球直销组织，与分销商、独立销售代表、全球认证持有者合作等方式销售产品。移为通信传统的车载信息、资产管理信息、个人安全智能领域产品采用传统直销体系，新兴领域的动物溯源产品搭建了线上电商来进行全球销售，让客户及经销商通过这一平台，即可实现快速销售。

图表36：对标龙头企业，移为通信加快赶超步伐

	上游供应	销售区域	应用领域	客户	销售渠道
CalAmp	供应链中断	聚焦欧美市场	车载和移动资产管理，定制产品注重与自身平台与服务结合	以大客户为主，客户集中度较高	组建全球直销组织，与分销商、独立销售代表和全球认证持有者合作
移为通信	供应充足	欧美为主力市场，加大国内市场拓展力度	聚焦欧美市场，定制产品注重与客户之间适配	以中小客户为主，客户集中度较为分散	传统直销体系，将搭建线上销售平台，布局自动化生产

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

投资建议

我们对公司财务预测的主要假设如下：

营业收入方面，公司业务包括车载追踪、物品追踪、个人追踪、共享经济、动物溯源和国内业务等分类。

1. 公司车联网产品大部分销售海外，2018年该业务营收增速为27.3%，2019年上半年公司车联网产品受中美贸易摩擦影响，收入增速为20.91%，下半年中美贸易摩擦阶段性好转，且公司产品目前正加速市场份额的提升，预计2019年公司车联网业务增速为30%。根据中国产业信息网数据显示，2018年全球车载M2M设备渗透率在10%左右，仍处于较低水平，随着2019年5G商用，2020年开始将带来行业景气度提升，未来2-3年均有望维持高速增长；另外，参照对标公司CalAmp 2018年营业收入为近25亿元，移为通信具有较大成长空间，随着存量客户订单提升，新客户持续开拓，结合国内厂商拓展海外市场的绝对优势，预计该业务收入在2020及2021年迎来持续提升，预计增速水平为50%。
2. 物品追踪领域，从行业来看，随着经济一体化进程推进，在全球范围对产品生产、运输、仓储、销售各环节物品流动监控和动态协调的管理水平提出迫切需求，覆盖行业包括零售、超市、服装、生鲜、物流领域，实现商品运输环境、位置信息、供应链监控等应用场景落地，且北美、欧洲、亚太地区为主流市场。公司下游客户体量逐步增大，根据2019年半年报数据，公司该业务收入较去年增长128.6%，但考虑到公司业务无季节性特征，2018年下半年收入基数较高，保守预计2019年全年增速水平为80%。考虑行业需求旺盛，以及公司对海外市场拓展逐步放量，预计该业务未来保持较高增速水平，2020及2021年收入增速分别为60%和50%。
3. 共享经济领域，2018年全年公司该业务实现营业收入5500万元，2019年上半年公司该产品受宏观因素以及下游厂商融资进度影响，订单有所递延，上半年仅实现营业收入1500万元，考虑到共享单车客户下半年融资进度加快，带动终端采购量提升，预计2019年全年实现营业收入4675万元。参考前瞻产业研究院发布的《共享单车行业市场前瞻与投资规划分析报告》数据，国内共享单车发展初期的2017年市场规模增长8.36倍，2018年增速为73.34%。目前欧美正处于共享出行发展初期阶段，是渗透率快速提升的时期，且较国内共享单车发展初期更加良性，预计公司2020至2021年该产品收入增速水平分别为100%和80%。
4. 动物溯源方面，公司与利德紧密合作，根据此前合作协议框架，公司为利德独家授权厂商，该业务产品收入将实现持续高速增长，预计2019-2021年增速水平分别为120%、150%和80%。
5. 国内业务领域，由于目前国内市场竞争较为激烈，厂商众多，公司是新进厂商，且处于市场开拓初期难度较大，故而整体增速水平相对稳健。

毛利率方面，考虑到中美贸易摩擦，以及公司持续开拓客户对产品价格有一定让利等因素影响，预计2019年公司车载追踪和物品追踪产品毛利率分别为48%和50%，2020至2021年随着客户订单量提升，价格略有让利，毛利率水平持续小幅下降。共享产品方面，由于海外共享行业处于发展初期，根据一般行业发展规律，价格有持续下降趋势，毛利率水平将有所下滑，预计2019-2021年毛利率水平分别为30%、25%和23%。动物溯源方面，根据公司与利德的合作框架显示，公司需每年向利德支付权利金从而获得独家授权，故而影响毛利率水平，且随着采购量提升，价格将有所让利，预计2019-2021年毛利率水平分别为20%、18%和17%。国内业务方面，受到竞争较为激烈的影响，毛利率维持在较低水平。综合来看，随着公司低毛利产品收入占比持续提升，综合毛利率水平将有所下滑。

费用率方面，公司2019-2020年将持续加大销售投入，通过参加展会和扩充海外销售团队等方式，加强营销能力，故而销售费用占比将显著提升，随着销售渠道逐步成熟，2021年销售费用率将有所下降。研发费用方面，2019年公司开拓5G产品，考虑到芯片采购专利费用和研发投入提升，研发费用率将提升至16.6%，2020至2021年公司在现有产品基础上，进行产品品类扩充和更新迭代，研发费用率将有所下降。管理费用方面，公司持续优化该项费用成本，预计管理费用率将有所下降。

图表37： 移为通信主营业务财务情况预测

营业收入 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
车联网产品	202.87	258.27	335.75	503.63	755.44
yoy	7.0%	27.3%	30.0%	50.0%	50.0%
物品追踪	77.21	100.72	181.30	290.07	435.11
yoy	43.2%	30.4%	80.0%	60.0%	50.0%
共享经济	40.00	55.00	46.75	93.50	168.30
yoy	-	37.5%	-15.0%	100.0%	80.0%
动物溯源	5.00	18.00	39.60	99.00	178.20
yoy	-	260.0%	120.0%	150.0%	80.0%
国内业务	8.00	10.00	11.00	12.10	13.31
yoy	-	25.0%	10.0%	10.0%	10.0%
其他	29.37	34.23	40.60	48.20	57.27
yoy	10.6%	16.5%	18.6%	18.7%	18.8%
总计	362.45	476.22	655.00	1046.50	1607.63
yoy	34.2%	31.4%	37.5%	59.8%	53.6%
毛利率 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
车联网产品	58.5%	51.0%	48.0%	47.0%	46.0%
物品追踪	57.1%	52.7%	50.0%	49.0%	48.0%
共享经济	34.6%	31.2%	30.0%	25.0%	23.0%
动物溯源	21.0%	20.0%	20.0%	18.0%	17.0%
国内业务	15.2%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
其他	35.9%	41.4%	38.6%	38.3%	38.1%
总计	52.2%	46.5%	44.4%	42.1%	40.4%
费用 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售费用	18.98	33.44	47.59	85.66	129.59
占营收比重	5.2%	7.0%	7.3%	8.2%	8.1%
管理费用	22.89	20.42	27.42	39.09	54.64
占营收比重	6.3%	4.3%	4.2%	3.7%	3.4%
研发费用	45.97	67.39	108.47	147.76	215.40
占营收比重	12.7%	14.2%	16.6%	14.1%	13.4%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

我们预计公司 2019~2021 年净利润分别为 1.52 亿、2.03 亿和 2.72 亿，EPS 分别为 0.94 元、1.25 元和 1.68 元，当前股价下对应 PE 分别为 36.01、27.07 和 20.17 倍。参考 A 股同类型公司的 2020 年 PE 估值平均水平为 31.98 倍，考虑到移为通信所处物联网行业景气度确定性高，且海外客户粘性较强，存量客户新客户订单量持续增长确定性较强，为公司营收和利润持续增长提供强劲动力，可比公司 2019-2021 年营收和净利润平均增速水平分别为 35.81% 和 32.88%，给予公司 2020 年 PE 估值为 32.37 倍，对应目标价 40.00-46.25 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表38： 移为通信估值同比 A 股上市公司情况 (截至 2019 年 11 月 18 日)

证券名称	总市值		EPS (元)			PE (X)			营收平均增速	净利润平均增速
	股价	(亿)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019-2021	2019-2021
广和通	66.0	80.0	0.72	1.45	2.13	38.52	45.53	30.98	37.95%	31.28%
日海智能	17.7	55.2	0.23	0.38	0.63	98.26	47.06	27.95	26.44%	27.10%
移远通信	148.9	132.8	2.7	2.59	4.02	63.05	57.54	37.01	43.03%	40.26%
平均	-	-	1.22	1.47	2.26	66.61	50.04	31.98	35.81%	32.88%
移为通信	34.0	54.8	0.77	0.94	1.25	44.00	36.01	27.07	56.68%	33.60%

注：可比公司的 EPS、PE、营收复合增速和净利润复合增速为万得一致预测；

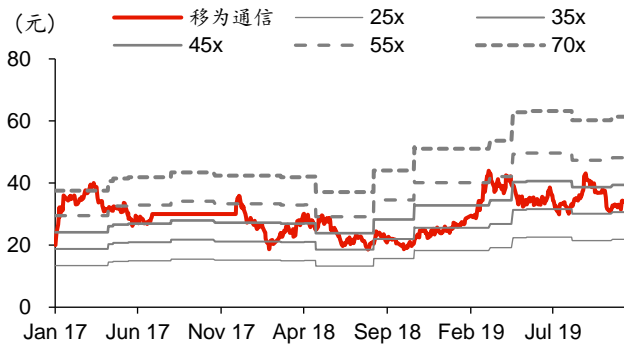
资料来源：Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、海外存量客户的订单量不及预期
公司海外客户订单量存在受到中美贸易摩擦等宏观因素影响。
- 2、新客户拓展存在一定周期
公司拓展新客户需要前期较长时间的产品测试和适配期，从开拓新客户到形成订单存在一定的时间周期。
- 3、毛利率持续下降的风险
当前公司低毛利业务收入占比持续提升，将拉动整体毛利率水。

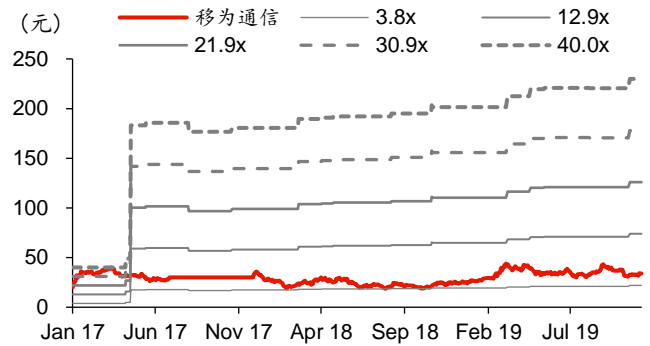
PE/PB - Bands

图表39： 移为通信历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表40： 移为通信历史 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	872.71	812.21	883.42	1,120	1,543
现金	395.65	153.86	226.26	209.30	321.53
应收账款	52.64	85.32	124.18	198.40	304.78
其他应收账款	29.76	14.62	30.61	49.59	71.36
预付账款	6.65	9.86	14.04	23.41	37.00
存货	88.01	123.24	174.11	290.00	458.54
其他流动资产	300.00	425.31	314.21	349.25	350.05
非流动资产	8.71	249.60	371.88	503.29	578.62
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	4.29	96.34	264.23	381.91	462.25
无形资产	0.07	0.00	(0.17)	(0.36)	(0.54)
其他非流动资产	4.35	153.26	107.82	121.74	116.91
资产总计	881.43	1,062	1,255	1,623	2,122
流动负债	107.66	190.68	258.04	422.21	648.89
短期借款	5.00	0.00	20.00	43.59	80.10
应付账款	48.34	103.59	163.77	272.78	431.31
其他流动负债	54.31	87.10	74.27	105.84	137.49
非流动负债	4.40	6.89	3.76	5.02	5.22
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4.40	6.89	3.76	5.02	5.22
负债合计	112.06	197.57	261.80	427.23	654.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	160.00	161.49	161.49	161.49	161.49
资本公积	435.90	454.06	454.06	454.06	454.06
留存公积	173.47	266.07	377.95	580.46	852.23
归属母公司股东权益	769.37	864.24	993.50	1,196	1,468
负债和股东权益	881.43	1,062	1,255	1,623	2,122

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	77.76	95.56	257.22	115.38	213.52
净利润	96.94	124.60	152.26	202.51	271.77
折旧摊销	2.03	14.55	30.12	51.57	68.49
财务费用	7.71	(19.45)	(5.99)	(3.12)	(0.86)
投资损失	(9.26)	(13.78)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
营运资金变动	(20.60)	(18.11)	45.67	(118.82)	(131.05)
其他经营现金	0.94	7.76	45.15	(6.76)	15.18
投资活动现金	(299.86)	(336.40)	(187.80)	(159.05)	(138.66)
资本支出	6.76	230.33	190.00	160.00	140.00
长期投资	300.00	119.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6.91	12.93	2.20	0.95	1.34
筹资活动现金	480.93	(16.61)	2.99	26.71	37.36
短期借款	5.00	(5.00)	20.00	23.59	36.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	100.00	1.49	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	434.21	18.15	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(58.28)	(31.25)	(17.01)	3.11	0.86
现金净增加额	249.31	(241.79)	72.40	(16.96)	112.23

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	362.45	476.22	655.00	1,047	1,608
营业成本	173.09	254.97	363.92	606.17	958.46
营业税金及附加	1.23	1.50	2.06	3.30	5.07
营业费用	18.99	33.44	47.59	85.66	129.59
管理费用	22.88	20.42	135.89	186.86	270.04
财务费用	7.71	(19.45)	(5.99)	(3.12)	(0.86)
资产减值损失	0.08	6.17	5.00	4.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.04	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.26	13.78	10.00	10.00	10.00
营业利润	104.07	128.95	166.52	223.63	302.33
营业外收入	6.41	6.28	6.50	6.50	6.50
营业外支出	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	110.48	135.22	173.02	230.13	308.83
所得税	13.54	10.62	20.76	27.62	37.06
净利润	96.94	124.60	152.26	202.51	271.77
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	96.94	124.60	152.26	202.51	271.77
EBITDA	113.81	124.04	190.65	272.08	369.95
EPS (元, 基本)	0.61	0.77	0.94	1.25	1.68

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	34.16	31.39	37.54	59.77	53.62
营业利润	(1.34)	23.90	29.14	34.30	35.19
归属母公司净利润	1.75	28.54	22.19	33.01	34.20
获利能力 (%)					
毛利率	52.24	46.46	44.44	42.08	40.38
净利率	26.75	26.16	23.25	19.35	16.90
ROE	12.60	14.42	15.33	16.93	18.52
ROIC	25.50	16.91	19.77	20.58	23.18
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.71	18.61	20.86	26.32	30.83
净负债比率 (%)	4.46	0	7.64	10.20	12.25
流动比率	8.11	4.26	3.42	2.65	2.38
速动比率	7.29	3.60	2.73	1.95	1.65
营运能力					
总资产周转率	0.63	0.49	0.57	0.73	0.86
应收账款周转率	6.32	6.54	5.93	6.15	6.06
应付账款周转率	3.80	3.36	2.72	2.78	2.72
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.77	0.94	1.25	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.59	1.59	0.71	1.32
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.35	6.15	7.41	9.09
估值比率					
PE (倍)	56.56	44.00	36.01	27.07	20.17
PB (倍)	7.13	6.34	5.52	4.58	3.74
EV_EBITDA (倍)	45.65	41.89	27.25	19.10	14.04

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com