

业绩恢复迅速, 公司先发优势显著

投资要点

- **业绩总结:** 公司2020年上半年营业收入为1.4亿元, 同比增长了9.2%, 归属于母公司股东的净利润为0.2亿元, 同比增长了7.9%。
- **业绩逐步恢复, 加速产品技术创新。** 公司第一季度的经营情况受到疫情影响, 但随着国内疫情得到有效防控, 全国各地复工复产, 公司生产经营情况也已经逐步恢复。公司二季度实现营收1亿元, 同比增长了16.1%, 归属于母公司股东的净利润为0.2亿元, 同比增长了37.7%。公司利润端的迅速反弹主要是因为公司持续推动技术创新, 完善布局工业互联网产品线, 加快产品升级换代进程, 工业互联网产品受到市场广泛认可, 二季度工业互联网通信产品销售收入显著增长。
- **公司加大研发投入, 坚持自主创新。** 公司上半年持续加大研发投入、坚持自主创新的经营理念, 保障公司在产品和技术方面的竞争力。公司上半年研发投入为1473万元, 同比增长了21.8%。公司研发团队同样十分强大, 公司拥有技术研发人员134人, 占公司总员工人数的37%。经过多年的技术研发, 公司已掌握了大量的先进技术, 形成大量的知识产权。在高研发投入的助推下, 公司上半年推出了多个新产品, 同时也完成了产品的升级换代。公司也在积极拓展产品的应用领域, 在智能电网、智能交通、智能零售等多个行业细分市场新增多条产品线。
- **物联网行业迅速发展, 公司先发优势明显。** 物联网是下一代信息技术产业繁荣的基础, 在全球范围内, 物联网行业正呈现快速发展的态势, 应用领域也处于快速扩张状态。而公司作为较早进入工业物联网产品研发、制造、销售的高新技术企业, 抓住了国内物联网行业的快速发展契机, 目前已经在智能电力、智能制造、智能零售、智慧城市等领域拥有了广泛的客户群, 并形成了较高的品牌知名度, 主营产品具有较强的竞争力和技术优势。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为1.13元、1.50元、2.02元, 未来三年归母净利润将达到27.1%的复合增长率。考虑到物联网行业发展迅速, 公司先发优势显著, 产品不断推陈出新, 首次覆盖, 给予“持有”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧、产品研发不及预期、海外疫情加重等。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	296.65	344.05	433.91	555.22
增长率	7.31%	15.98%	26.12%	27.96%
归属母公司净利润(百万元)	51.77	59.00	78.84	106.16
增长率	11.22%	13.98%	33.63%	34.65%
每股收益EPS(元)	0.99	1.13	1.50	2.02
净资产收益率ROE	16.72%	24.69%	9.99%	12.07%
PE	77	68	51	38
PB	12.90	16.77	5.07	4.55

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	0.52
流通A股(亿股)	0.12
52周内股价区间(元)	67.02-159.88
总市值(亿元)	39.91
总资产(亿元)	7.30
每股净资产(元)	12.13

相关研究

1 公司为工业物联网行业的领航员

公司是工业物联网通信 (M2M) 产品以及物联网领域“云+端”整体解决方案提供商, 主营业务为工业物联网技术的研发和应用。公司产品线众多, 包括工业无线路由器、无线数据终端、边缘计算网关、工业以太网交换机等工业物联网通信产品, 以及智能配电网状态监测系统产品、智能售货控制系统产品等物联网创新解决方案产品。公司希望成为工业物联网行业的领军企业, 利用物联网技术帮助行业用户有效收集和利用生产运营过程中产生的海量数据, 以提高生产效率和决策能力, 实现智能化升级。

图 1: 映翰通发展历程



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

物联网行业发展迅速, 市场快速扩张。随着 5G 时代的到来, 物联网市场规模持续扩大且快速增长, 根据中国经济信息社发布的近几年中国物联网发展年度报告显示, 我国已部署的机器到机器终端数量突破 1 亿, 2016 年物联网产业规模已超过 9400 亿元, 2017 年物联网产业规模已超过 1.2 万亿元, 年复合增长率超过 20%。预计今年我国物联网产业规模能够突破 1.8 万亿元, 映翰通作为最早涉足物联网行业的企业, 有望优先受益。

公司深耕工业物联网产业, 产品线众多, 在物联网多个细分行业市场均有布局。公司主营产品能为客户提供工业物联网通信 (M2M) 产品以及物联网 (IoT) 领域“云+端”整体解决方案。其中包括边缘计算网关、工业级路由器、车载终端、工业以太网交换机等。

图 2: 映翰通主要产品



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司在全球范围内多个行业领域拥有稳定大客户群体。公司与国家电网、南方电网、飞利浦、施耐德、中国银行等企业深度合作，在智慧城市、智能电力、智能医疗、智慧商业、商业车联网等多个行业提供物联网解决方案。同时公司通过积极开拓国内外市场，目前已经覆盖中国、美国、德国、英国、意大利等全球主要发达工业国家。

图 3：映翰通产品主要应用领域



数据来源：公司官网，西南证券整理

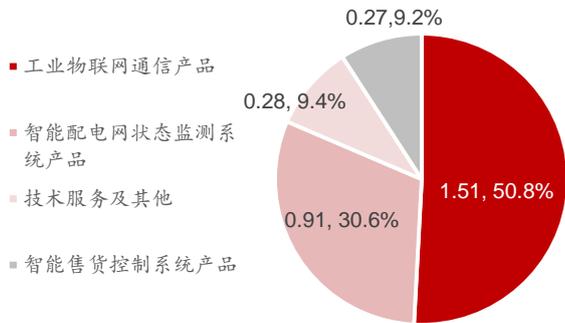
图 4：映翰通产品主要应用国家地区



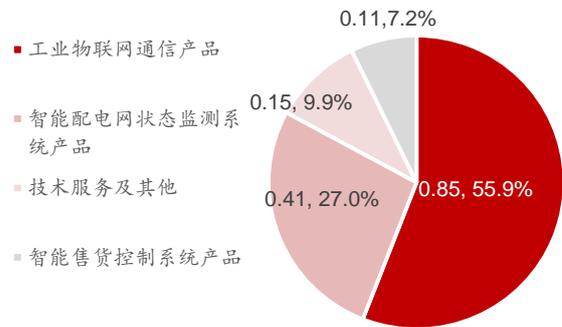
数据来源：公司官网，西南证券整理

公司产品成熟度较高，获得市场认可。经过多年的技术积累，公司已经研发出了独立自主的 INOS 网络操作系统、边缘计算技术、环网冗余保护技术，形成了自主研发的产品线，全方位的覆盖了工业物联网通信产品。同时，公司的工业物联网通信产品以稳定性强、质量可靠的特性深得客户信赖，具有较高的竞争性。

从营收结构来看，公司主要业务有工业物联网通信和智能配电网状态检测系统，2019年分别占营收比重为 50.8%、30.6%。而在公司的毛利结构中，工业物联网通信和智能配电网状态检测系统分别占总毛利比例为 55.9%、27%，工业物联网通信业务占公司营收比重最大，也贡献了大部分的毛利。

图 5：公司各业务营收占比（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：公司各业务毛利占比（亿元）


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司营收增势稳健，盈利水平逐年提升。公司近年营收增长较为稳健，从 2015 年的 1.1 亿增长到 2019 年的 3 亿，复合增长率为 28.5%，主要受益于公司持续加大研发投入并不断推动相关产品的升级换代。同时，公司近年净利润总体呈现逐年上涨态势，从 2015 年的 0.16 亿元上涨至 2019 年的 0.52 亿元，复合增长率达到 34.3%。今年公司一季度业绩受疫情影响下滑严重，二季度业绩随着公司复工复产迎来反弹。公司今年上半年营业收入为 1.4 亿元，同比增长了 9.2%，归属于母公司股东的净利润为 0.2 亿元，同比增长了 7.9%。其中二季度实现营收 1 亿元，同比增长了 16.1%，归属于母公司股东的净利润为 0.2 亿元，同比增长了 37.7%。公司利润端的迅速反弹主要是因为公司持续推动技术创新，完善布局工业互联网产品线，加快产品升级换代进程，工业互联网产品受到市场广泛认可，二季度工业物联网通信产品销售收入显著增长。

图 7：公司近 5 年营收及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：公司近 5 年归母净利润及增长情况


数据来源：Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：随着物联网行业快速发展，其应用领域扩张迅速，公司作为最早涉足物联网行业的企业，拥有大量稳定的优质客户群体。未来物联网行业发展阶段，公司将优先收益，获得大量订单。假设 2020-2022 年物联网通信产品订单量增速分别为 20%、30%、30%；

假设 2：公司主营智能电力产品，拥有一系列智能化电力配套解决方案。同时公司与国家电网、南方电网等电力企业进行深度合作，随着未来公司智能电网相关产品技术不断突破升级，订单量将实现大幅增长，2020 年该业务业绩因受疫情影响无法开展工作而增速放缓，未来海内外疫情迎来好转后预计该业务订单量将维持平稳增速，假设 2020-2022 年智能化配电网线路状态监测系统业务订单量增速为 12%、25%、30%；

假设 3：公司工业计算机和技术服务业务并非主营业务，随着公司在行业里逐渐形成规模效应且公司加速推进多个行业领域产品线布局，未来这两项业务将实现稳健增长。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年分业务收入如下表：

表 1：分业务收入

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
物联网通信产品销售收入	收入	151.2	181.4	235.8	306.6
	增速	18.5%	20.0%	30.0%	30.0%
智能化配电网线路 状态监测系统	收入	90.6	101.5	126.9	165.0
	增速	1.0%	12.0%	25.0%	30.0%
工业计算机	收入	26.9	30.2	36.2	43.4
	增速	-33.0%	12.0%	20.0%	20.0%
技术服务及其他	收入	27.6	31.0	35.0	40.2
	增速	46.2%	12.0%	13.0%	15.0%
合计	收入	296.7	344.1	433.9	555.2
	增速	7.3%	16.0%	26.1%	28.0%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值与投资建议

可比公司估值：

我们选取工业物联网行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与映翰通相似，都是以工业物联网相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 37 倍，考虑到物联网行业发展迅速，公司行业先发优势显著，产品技术取得新突破，我们认为公司估值水平应高于行业平均水平。

表 2: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
			20E	21E	20E	21E
601138.SZ	工业富联	14.54	0.99	1.15	14.58	12.58
688051.SH	佳华科技	113.81	2.37	3.61	48.62	31.92
688288.SH	鸿泉物联	46.07	0.95	1.33	48.51	34.59
平均值					37.24	26.36

数据来源: Wind, 西南证券整理

投资建议:

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.13 元、1.50 元、2.02 元, 未来三年归母净利润将达到 27.1% 的复合增长率。考虑到物联网行业发展迅速, 公司先发优势显著, 产品不断推陈出新, 首次覆盖, 给予“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	296.65	344.05	433.91	555.22	净利润	51.84	58.85	78.59	105.85
营业成本	144.43	130.74	156.21	188.77	折旧与摊销	1.16	1.22	1.22	1.22
营业税金及附加	1.46	3.10	3.04	4.44	财务费用	-1.37	3.10	3.91	5.00
销售费用	48.67	75.69	95.46	122.15	资产减值损失	-1.46	0.00	0.00	0.00
管理费用	19.58	75.69	121.50	122.15	经营营运资本变动	-21.38	-7.22	-40.94	-52.28
财务费用	-1.37	3.10	3.91	5.00	其他	2.01	-1.47	-27.47	-0.02
资产减值损失	-1.46	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	30.79	54.47	15.31	59.76
投资收益	0.05	0.00	28.00	0.00	资本支出	234.22	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-244.53	0.00	28.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-10.32	0.00	28.00	0.00
营业利润	54.56	55.74	81.81	112.71	短期借款	-6.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	4.18	13.11	10.13	11.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	58.74	68.85	91.94	123.83	股权融资	0.00	362.15	0.00	0.00
所得税	6.91	10.00	13.35	17.98	支付股利	0.00	-10.35	-11.80	-15.77
净利润	51.84	58.85	78.59	105.85	其他	-0.71	-485.41	477.57	-5.00
少数股东损益	0.07	-0.15	-0.25	-0.31	筹资活动现金流净额	-6.71	-133.61	465.77	-20.77
归属母公司股东净利润	51.77	59.00	78.84	106.16	现金流量净额	14.65	-79.14	509.08	39.00
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	122.78	203.48	552.73	591.73	成长能力				
应收和预付款项	136.90	158.01	199.25	254.50	销售收入增长率	7.31%	15.98%	26.12%	27.96%
存货	53.39	49.52	58.92	71.64	营业利润增长率	7.37%	2.15%	46.77%	37.78%
其他流动资产	19.89	6.99	8.81	11.28	净利润增长率	12.62%	13.53%	33.54%	34.69%
长期股权投资	1.33	1.33	1.33	1.33	EBITDA 增长率	5.53%	10.49%	44.76%	36.81%
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	31.58	31.34	31.09	30.85	毛利率	51.31%	62.00%	64.00%	66.00%
无形资产和开发支出	9.46	8.49	7.52	6.54	三费率	22.54%	44.90%	50.90%	44.90%
其他非流动资产	3.97	3.97	3.97	3.97	净利率	17.47%	17.10%	18.11%	19.07%
资产总计	379.31	303.29	863.61	971.83	ROE	16.72%	24.69%	9.99%	12.07%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	13.67%	19.40%	9.10%	10.89%
应付和预收款项	60.62	57.04	67.64	83.90	ROIC	24.25%	23.10%	29.56%	33.14%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	18.32%	17.45%	20.03%	21.42%
其他负债	8.70	7.91	9.38	11.25	营运能力				
负债合计	69.32	64.96	77.01	95.15	总资产周转率	0.85	1.01	0.74	0.60
股本	39.32	52.43	52.43	52.43	固定资产周转率	116.77	127.66	177.04	251.60
资本公积	94.07	398.83	398.83	398.83	应收账款周转率	2.60	2.68	2.79	2.80
留存收益	175.26	223.90	290.94	381.34	存货周转率	3.09	2.44	2.79	2.81
归属母公司股东权益	309.48	237.97	786.49	876.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.81%	—	—	—
少数股东权益	0.51	0.36	0.11	-0.20	资本结构				
股东权益合计	309.99	238.33	786.60	876.68	资产负债率	18.27%	21.42%	8.92%	9.79%
负债和股东权益合计	379.31	303.29	863.61	971.83	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.83	4.00	10.70	9.81
					速动比率	4.06	3.23	9.93	9.05
					股利支付率	0.00%	17.55%	14.97%	14.85%
					每股指标				
					每股收益	0.99	1.13	1.50	2.02
					每股净资产	5.90	4.54	15.00	16.73
					每股经营现金	0.59	1.04	0.29	1.14
					每股股利	0.00	0.20	0.23	0.30
业绩和估值指标									
EBITDA	54.35	60.05	86.93	118.92					
PE	77.10	67.65	50.63	37.60					
PB	12.90	16.77	5.07	4.55					
PS	13.45	11.60	9.20	7.19					
EV/EBITDA	52.75	49.06	28.03	20.16					
股息率	0.00%	0.26%	0.30%	0.40%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
上海	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn