

业绩短期下滑，公司未来成长空间巨大

投资要点

- **业绩总结：**公司2020年上半年营业收入为1.8亿元，同比下降了32.8%，归属于母公司股东的净利润为0.4亿元，同比下降了33.3%。
- **公司受疫情冲击，营收利润均下滑。**公司的客户主要是海外地区的外销型企业，一季度国内疫情导致的供应冲击与二季度海外疫情导致的需求冲击对公司上半年业绩造成了一定的不利影响。但随着疫情防控在国内逐渐取得成效，同时随着海外国家加速复工复产，公司持续优化配置资源、改善管理效率，公司管理层仍然坚定看好未来发展空间。公司2020年Q2实现营业收入0.9亿元，同比下降了37.4%，归属于母公司股东的净利润为0.2亿元，同比减少了36.7%。利润端的下滑主要系受到海外疫情冲击，公司在海外地区的销售收入下滑。
- **研发持续高比例投入，产品技术不断改进创新。**公司上半年研发费用为0.3亿元，占营收的16.4%。高研发投入使得公司拥有多项研发专利，公司目前已有授权专利79项，本年新增9项，其中发明专利2项；另有116项专利申请正在受理中，其中包括1项美国发明专利申请。同时，公司共有研发人员229人，技术团队发展十分稳定。公司的研发团队不仅对M2M行业核心技术拥有深入理解，还对下游行业应用具备丰富的项目积累。得益于强大的研发团队，公司在车载智能终端和个人智能终端领域不断改进产品技术，以满足客户多样化的需求。
- **M2M应用需求高速增长，公司发展空间巨大。**M2M应用需求的不断提升将有利于公司发展空间的拓展。同时，公司在市场多年的精耕细作，构建的覆盖北美洲、南美洲、欧洲、非洲、大洋洲等大洲的销售网络，也将为公司持续发展奠定了可靠的市场基础。公司未来将继续坚持内生和外延并举的经营策略，在现有快速发展的基础上，扩大公司物联网终端设备应用领域，不断丰富公司现有产品线，进一步拓展国内外市场。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.68元、0.92元、1.24元，未来三年归母净利润将达到22.9%的复合增长率。考虑到海外疫情好转后公司海外业务企稳回升，产品技术不断创新，首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、海外疫情加剧等。

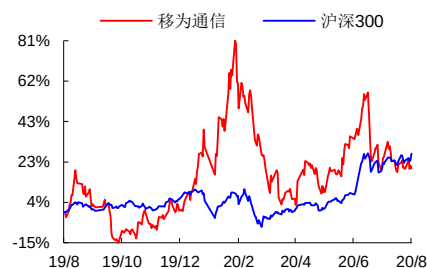
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	629.47	640.24	835.83	1095.86
增长率	32.18%	1.71%	30.55%	31.11%
归属母公司净利润(百万元)	162.27	165.90	223.07	301.38
增长率	30.23%	2.24%	34.46%	35.10%
每股收益EPS(元)	0.67	0.68	0.92	1.24
净资产收益率ROE	16.15%	25.27%	16.80%	19.02%
PE	43	42	31	23
PB	6.97	10.66	5.27	4.42

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: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	2.42
流通A股(亿股)	1.71
52周内股价区间(元)	28.43-65.16
总市值(亿元)	69.98
总资产(亿元)	11.67
每股净资产(元)	4.23

相关研究

1 公司为全球领先的物联网设备技术供应商

公司属于物联网中的无线 M2M 行业，主营业务为嵌入式无线 M2M 终端设备研发、销售业务。M2M 通信技术是指通过在机器内部嵌入通信模块，以通信网络等为接入方式，为客户提供综合信息化解决方案，以满足客户对监控、指挥调度、数据采集和测量等方面的信息化需求。公司的 M2M 终端设备，应用于车载信息、资产管理信息、个人安全三大领域。公司坚持成为全球领先的物联网设备及技术供应商的愿景，各项业务在近年来都保持着较为稳健的增长态势。

公司产品线丰富，应用场景广泛。物联网的应用场景呈现多样化的特点，要求物联网终端设备企业具备提供定制化解决方案的能力。而公司的产品线则能覆盖多个应用场景，有物品追踪、车辆追踪、个人追踪等，还可以依据客户的自定义要求进行定制化设计。并且公司的产品在稳定性、抗干扰能力、大数据分析能力、信息采集和响应后台的速度方面都具有核心竞争力。

图 1：移为通讯主要产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司销售网络遍布全球，服务质量优质。公司建立了全球销售网络，聘用众多外籍销售人员，大力开拓海外市场。目前产品销往北美洲、南美洲、欧洲、非洲等地，具备国际品牌优势。同时公司产品已经获得了多个海外安全认证：欧洲强制安全认证 CE 认证、美国强制安全认证 FCC 认证、Emark 欧盟车载认证、巴西 ANATEL 认证等。公司还拥有一系列配套服务，专门驻扎海外的外籍销售团队会不定期对客户进行回访，提供快速响应的技术服务。

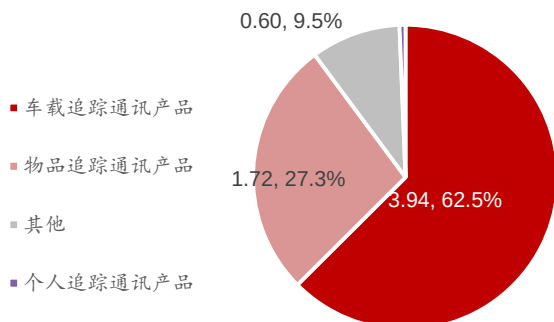
图 2：移为通讯销售网络



数据来源：公司官网，西南证券整理

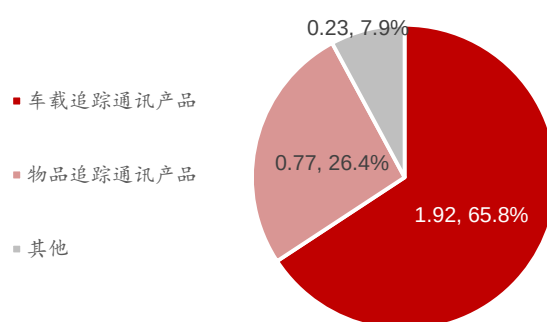
从营收结构来看，公司主要业务有车载追踪通讯、物品追踪通讯和个人追踪通讯三大块业务，2019 年分别占营收比重为 62.5%、27.3%和 0.6%。而在公司的毛利结构中，车载追踪通讯和物品追踪通讯分别占总毛利比例为 65.8%、26.4%，车载追踪通讯产品占公司营收比重最大，也贡献了大部分的毛利。

图 3：公司各业务占比（亿元）



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 4：公司各业务毛利占比（亿元）

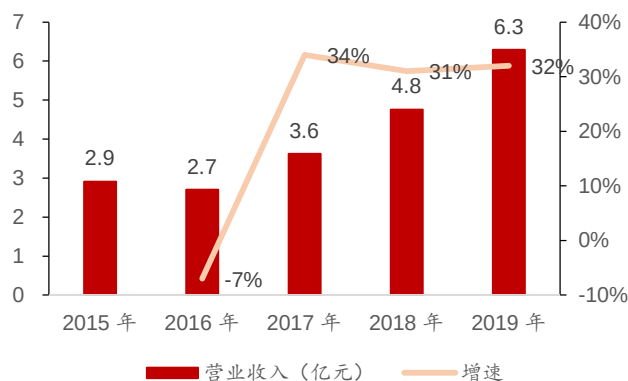


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司营收逐年上升，短期受疫情影响严重。公司在海外市场上的销售状况一直保持良好增长态势，且公司也在不断开拓国内市场，希望在国内市场建立起自己的品牌。公司近 5 年来营收的复合增长率达到了 21.4%，盈利水平也在稳健提升，归母净利润从 2015 年的 1.02 亿元增长至 2019 年的 1.62 亿元，复合增长率为 12.3%。今年由于公司的客户主要是海外地区的外销型企业，一季度国内疫情导致的供应冲击与二季度海外疫情导致的需求冲击对公司上半年业绩造成了一定的不利影响。但随着疫情防控在国内逐渐取得成效，同时随着海外国家加速复工复产，公司持续优化配置资源、改善管理效率，公司管理层仍然坚定看好未来发展空间。公司 2020 年上半年营业收入为 1.8 亿元，同比下降了 32.8%，归属于母公司股东

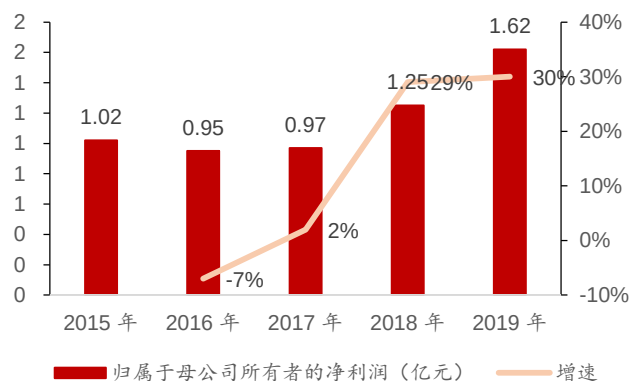
的净利润为 0.4 亿元,同比下降了 33.3%。其中 Q2 实现营业收入 0.9 亿元,同比下降了 37.4%,归属于母公司股东的净利润为 0.2 亿元,同比减少了 36.7%。利润端的下滑主要系受到海外疫情冲击,公司在海外地区的销售收入下滑。

图 5: 公司近 5 年营收及增长情况



数据来源: Wind、西南证券整理

图 6: 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: 公司车载追踪通讯产品主要是指车队管理、汽车金融、智能交通等产品,公司自 2018 年将汽车金融风控领域作为国内市场开拓的突破口以来,国内事业部持续在该领域拓展业务,并通过不断的改良优化产品和开拓新汽车应用领域市场,公司汽车追踪通讯产品逐渐获得客户认可,品牌知名度迅速提升。今年公司生产与物流受国内外疫情影响严重,我们预计今年将维持去年水平,疫情好转之后,该业务仍旧保持较高增速增长,假设 2020-2022 年车载追踪通讯产品订单量增速分别为 0%、30%、30%;

假设 2: 公司物品追踪通讯业务主要是指资产管理追踪、物品追踪等,与车载追踪通讯产品一样,由于今年疫情对公司工厂生产和物流运输的巨大冲击,今年该业务业绩预计维持去年同样水平,未来该业务保持平稳增速,假设 2020-2022 年物品追踪通讯业务订单量增速为 3%、40%、40%;

假设 3: 公司个人追踪通讯与其他业务并非主营业务,短期内受疫情影响业绩略有下滑,长期来看随着物联网行业快速发展,公司在行业里逐渐形成规模效应,未来业务将保持稳健增速。

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
车载追踪通讯	收入	393.9	393.9	512.1	665.8
	增速	21.5%	0.0%	30.0%	30.0%
物品追踪通讯	收入	171.9	177.1	247.9	347.1
	增速	70.7%	3.0%	40.0%	40.0%
个人追踪通讯	收入	3.8	3.4	3.4	3.4
	增速	-20.5%	-10.0%	0.0%	0.0%
其他业务	收入	59.9	65.8	72.4	79.7
	增速	28.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	629.5	640.2	835.8	1095.9
	增速	32.2%	1.7%	30.6%	31.1%

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：

我们选取物联网行业中的三家可比公司，三家可比公司主营业务与移为通信相似，都是以物联网相关产品技术为主。2020 年三家公司平均估值为 74 倍，考虑到物联网行业发展迅速，公司海外产品销售有望企稳反弹，产品技术取得新突破，我们认为公司估值水平相对于行业平均水平被低估。

表 4：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
688080.SH	映翰通	80.80	1.13	1.50	71.80	53.73
688051.SH	佳华科技	117.33	2.39	3.59	49.69	33.03
300454.SZ	深信服	221.48	2.18	2.94	101.32	75.04
平均值					74.27	53.93

数据来源：Wind，西南证券整理

投资建议：

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.68 元、0.92 元、1.24 元，未来三年归母净利润将达到 22.9%的复合增长率。考虑到海外疫情好转后公司海外业务企稳回升，产品技术不断创新，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）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	629.47	640.24	835.83	1095.86	净利润	162.27	165.90	223.07	301.38
营业成本	337.85	355.01	455.11	585.74	折旧与摊销	18.05	5.48	5.48	5.48
营业税金及附加	2.37	2.28	3.04	3.96	财务费用	-4.32	-1.79	-2.34	-3.07
销售费用	40.89	60.82	79.40	104.11	资产减值损失	-0.76	0.00	0.00	0.00
管理费用	24.58	44.21	57.67	75.61	经营营运资本变动	363.48	26.74	-26.33	-40.98
财务费用	-4.32	-1.79	-2.34	-3.07	其他	-427.56	-6.88	-7.82	-8.77
资产减值损失	-0.76	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	111.16	189.44	192.06	254.03
投资收益	3.90	2.43	2.56	2.99	资本支出	252.46	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	9.13	4.58	5.34	5.72	其他	-196.51	7.01	7.90	8.71
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	55.95	7.01	7.90	8.71
营业利润	170.66	186.72	250.85	338.23	短期借款	0.00	97.11	-97.11	0.00
其他非经营损益	3.38	-4.64	-7.38	-10.09	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	174.03	182.08	243.47	328.14	股权融资	8.22	0.00	0.00	0.00
所得税	11.77	16.18	20.40	26.76	支付股利	-40.37	-32.45	-33.18	-44.61
净利润	162.27	165.90	223.07	301.38	其他	-8.22	-479.69	483.82	3.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-40.37	-415.03	353.54	-41.54
归属母公司股东净利润	162.27	165.90	223.07	301.38	现金流量净额	128.74	-218.58	553.49	221.20
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	282.60	64.02	617.52	838.71	成长能力				
应收和预付款项	146.29	156.32	201.14	261.60	销售收入增长率	32.18%	1.71%	30.55%	31.11%
存货	126.10	132.46	170.27	219.78	营业利润增长率	32.35%	9.41%	34.35%	34.83%
其他流动资产	319.97	305.86	308.54	312.11	净利润增长率	30.23%	2.24%	34.46%	35.10%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	48.66%	3.26%	33.39%	34.11%
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	94.46	89.66	84.86	80.06	毛利率	46.33%	44.55%	45.55%	46.55%
无形资产和开发支出	0.25	0.17	0.09	0.01	三费率	9.72%	16.12%	16.12%	16.12%
其他非流动资产	216.57	215.97	215.37	214.77	净利率	25.78%	25.91%	26.69%	27.50%
资产总计	1186.24	964.47	1597.79	1927.04	ROE	16.15%	25.27%	16.80%	19.02%
短期借款	0.00	97.11	0.00	0.00	ROA	13.68%	17.20%	13.96%	15.64%
应付和预收款项	165.05	193.53	248.64	315.97	ROIC	34.48%	64.33%	85.26%	96.62%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	29.29%	29.74%	30.39%	31.08%
其他负债	16.65	17.32	21.27	26.43	营运能力				
负债合计	181.69	307.96	269.91	342.40	总资产周转率	0.56	0.60	0.65	0.62
股本	161.49	242.22	242.22	242.22	固定资产周转率	6.60	6.95	9.58	13.29
资本公积	462.28	382.82	382.82	382.82	应收账款周转率	5.82	4.97	5.66	5.65
留存收益	390.98	524.42	714.31	971.07	存货周转率	2.66	2.71	2.97	2.97
归属母公司股东权益	1004.55	656.51	1327.88	1584.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.98%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1004.55	656.51	1327.88	1584.64	资产负债率	15.32%	31.93%	16.89%	17.77%
负债和股东权益合计	1186.24	964.47	1597.79	1927.04	带息债务/总负债	0.00%	31.53%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.90	2.16	4.87	4.81
					速动比率	4.20	1.73	4.23	4.17
					股利支付率	24.88%	19.56%	14.87%	14.80%
					每股指标				
					每股收益	0.67	0.68	0.92	1.24
					每股净资产	4.15	2.71	5.48	6.54
					每股经营现金	0.46	0.78	0.79	1.05
					每股股利	0.17	0.13	0.14	0.18
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	184.39	190.40	253.99	340.64					
PE	43.12	42.18	31.37	23.22					
PB	6.97	10.66	5.27	4.42					
PS	11.12	10.93	8.37	6.39					
EV/EBITDA	21.02	22.01	13.94	9.74					
股息率	0.58%	0.46%	0.47%	0.64%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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
上海	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
	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
北京	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	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
	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
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn