

差异化竞争的智能物联网模组新星

投资要点

- **推荐逻辑:** 1、公司布局的智能零售、车联网、CPE、智能物流赛道均是爆发式增长赛道,公司智能物联网模组产品将享受行业高增长福利。2、公司已剥离原有低毛利率的精密组件业务,专注智能物联网模组、定制化物联网模组业务,与标准化物联网模组形成差异化竞争,2017-2019年收入复合增长率达到87.36%,未来有望延续原有路线持续成长。3、公司已与华为建立深度合作关系的长达7年,拥有健全的物联网芯片软硬件开发体系,自身研发体系行业领先。
- **优选智能零售、车联网、CPE、智能物流等高增长赛道。** 1、预计2020-2025年全球车联网规模CAGR21.7%,中国同期CAGR36.6%。2、在智能支付领域,预计我国智能POS机市场规模未来3年20%左右增长;人脸支付市场规模未来2年50%以上增长;自动售货机市场规模未来2年20%以上增长;无人货架市场规模未来3年15%以上增长;无人零售店市场规模未来2年50%以上增长。3、预计我国智能物流市场规模未来5年11%以上增长。4、预计全球CPE市场规模未来5年66%增长。
- **剥离原有低毛利业务,专注智能物联网模组,差异化竞争增长迅猛。**公司精密组件业务占比从2017年的67%下降至2020年中报的0.16%,目前专注智能物联网模组和定制化物联网模组业务。公司模组业务近年来增速迅猛,2017-2019年收入复合增长率达到87.36%,公司所做产品与标准化模组不同,采取差异化竞争方式,未来有望受益于所处行业赛道高速增长,市占率亦有望提升。
- **领先行业的物联网模组研发体系助力成长。**公司与华为建立深度合作关系的长达7年,在此过程中学习到了华为的技术,也收获了市场。5G CPE是5G的重要应用场景,也是目前热门应用场景。公司凭借自身领先行业的研发体系,在5G CPE领域走在行业前端,推出了5G室内CPE、5G室外CPE、5G BOX和5G MiFi等产品的定制化解决方案,具备先发优势,未来有望受益于行业CPE行业爆发增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2020-2022年EPS分别为0.16元、0.50元、0.77元,未来三年归母净利润将保持80%的复合增长率。给予公司2021年50倍估值,对应目标价25元,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 行业竞争加剧导致产品大幅降价风险;产品研发进度不及预期风险;疫情恢复不及预期导致下游需求疲软风险;汇率波动风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	932.84	1134.67	1563.22	2273.52
增长率	-5.76%	21.64%	37.77%	45.44%
归属母公司净利润(百万元)	24.45	29.25	92.73	142.58
增长率	-47.59%	19.60%	217.07%	53.76%
每股收益EPS(元)	0.13	0.16	0.50	0.77
净资产收益率ROE	4.45%	5.10%	14.05%	18.19%
PE	132	110	35	23
PB	5.88	5.64	4.90	4.12

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 高宇洋
执业证号: S1250520110001
电话: 021-58351812
邮箱: gyy@swsc.com.cn

分析师: 汪敏
执业证号: S1250520120001
电话: 021-58351812
邮箱: wmin@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)	1.85
流通A股(亿股)	1.07
52周内股价区间(元)	15.54-31.3
总市值(亿元)	32.26
总资产(亿元)	9.32
每股净资产(元)	3.04

相关研究

目 录

1 公司概况：无线通信模组新贵 公司治理优异技术领先	1
1.1 主营业务转移，进入高速跑道：从精密组件到无线通信模组	1
1.2 股权结构、激励措施、三费清晰且稳定	5
1.3 持续高研发投入，打造核心竞争力	7
2 行业分析：细分市场组成大蓝图，数个场景迎来爆发式成长	8
2.1 碎片化小市场，组成物联网应用大蓝图	8
2.2 多个细分场景需求爆发，前景广阔	10
3 公司分析：轻装上阵物联网，借力华为飞速成长，定制化+智能化+5G 技术建立护城河	15
3.1 拨云见月，物联网板块的增长趋势强劲	15
3.2 背靠华为，技术、市场双丰收	16
3.3 适配客户需求，智能化模组+定制化服务	17
3.4 具备前瞻意识，5G 布局快人一步	20
4 盈利预测与估值	23
4.1 盈利预测	23
4.2 相对估值	24
5 风险提示	24

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	1
图 2: 公司主营业务构成.....	2
图 3: 公司国内外收入构成.....	2
图 4: 公司产业链简析.....	3
图 5: 技术开发服务示意图.....	4
图 6: 股权结构图.....	5
图 7: 美格智能全球分支机构分布图.....	6
图 8: 美格智能三费情况.....	7
图 9: 公司及同业公司近年三项费用率比较.....	7
图 10: 同业研发费用率对比.....	8
图 11: 同业研发人员数量占比对比.....	8
图 12: 美格智能无形资产.....	8
图 13: 2025 年全球物联网应用场景价值分布.....	9
图 14: 全球连接设备分布.....	9
图 15: 四大细分场景.....	10
图 16: 车联网专利全球分布情况.....	10
图 17: C-V2X 专利全球分布情况.....	10
图 18: 全球车联网市场规模.....	11
图 19: 中国车联网市场规模.....	11
图 20: 智能零售分类.....	11
图 21: 中国智能 POS 机市场规模.....	12
图 22: 中国联网智能 POS 机渗透率.....	12
图 23: 中国 2018 到 2022 年人脸支付用户规模.....	12
图 24: 中国自动售货机数量.....	13
图 25: 中国无人货架销售额.....	13
图 26: 中国无人零售商店用户规模.....	13
图 27: 中国无人零售商店交易额.....	13
图 28: 中国智能物流市场规模.....	14
图 29: 5G CPE 原理图.....	14
图 30: 5G CPE 全球出货量.....	15
图 31: 5G CPE 全球市场规模.....	15
图 32: 三项主营业务毛利率对比.....	15
图 33: 主营业务结构情况.....	16
图 34: 总营收增长率和无线通信营收增长率.....	16
图 35: SLM790 模组.....	17
图 36: SLM758 模组.....	17
图 37: 定制化解决方案场景分类.....	18
图 38: 智能车载解决方案.....	18
图 39: 锐明技术向美格智能采购通信模组规模.....	19

图 40: 智能零售相关产品	19
图 41: 智能物流	20
图 42: 5G 毫米波整机设计	21
图 43: 美格智能 5G 模组全家福	21
图 44: 智能制造工厂	22
图 45: FWA 定制化解决方案	22

表 目 录

表 1: 美格智能产品亮点	3
表 2: 智能终端产品	4
表 3: 主要控股参股公司	6
表 4: 美格智能股权激励行权条件	6
表 5: 美格智能股权激励考评等级	7
表 6: 传统 POS 机与智能 POS 机对比	11
表 7: 分业务收入及毛利率	23
表 8: 可比公司估值	24
附表: 财务预测与估值	25

1 公司概况：无线通信模组新贵 公司治理优异技术领先

1.1 主营业务转移，进入高速跑道：从精密组件到无线通信模组

精密组件起家，2017年成功上市，上市后加快转型步伐。美格智能成立于2007年，是一家从事精密组件加工和物联网定制模组的公司。2017年企业成功上市，由于精密组件业务的技术含量以及利润率皆较低，美格智能开启了从精密组件到无线通信模组的转型之路。

图 1：公司发展历程



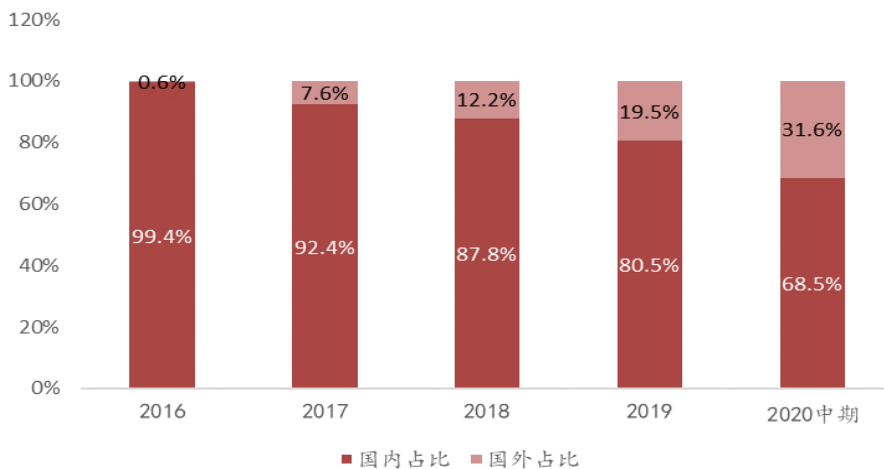
数据来源：Wind，西南证券整理

3年剥离期，2020年已基本完成转型，专注于无线通信模组及解决方案业务。从收入占比来看，2020年半年报中，无线通信模组及解决方案业务收入占比为91.1%；精密组件业务占比从2017年的67%下降至2020年半年报中的0.2%，基本完全剥离。无线通信模组及解决方案业务已经成为公司最核心的业务板块。

图 2：公司主营业务构成

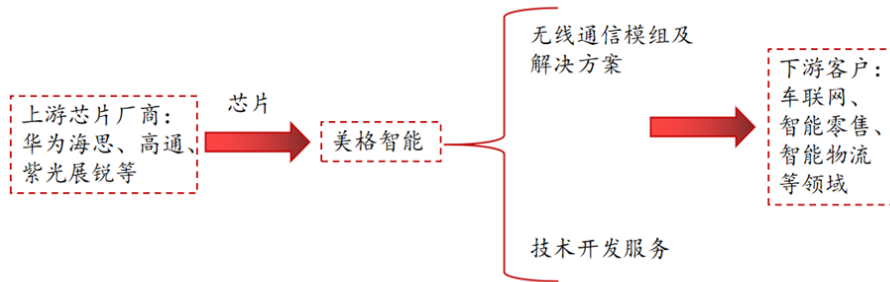

数据来源：Wind，西南证券整理

国内业务增长稳定，无线通信模组及解决方案畅销海外。从国内外收入占比来看，公司 2020 年上半年境外收入已占公司上半年营业收入的三成以上，境外营业收入同比上期增长 106.7%，主要是境外地区客户的无线通信模组及解决方案产品的增加所致，公司境外市场开拓顺利，产品在国内外都有稳定增长的订单。

图 3：公司国内外收入构成


数据来源：Wind，西南证券整理

无线通信模组及解决方案产品+技术开发服务，共筑美格智能物联网体系。无线通信模组及解决方案业务又可细分为无线通信模组及解决方案产品和技术开发服务。在模组及解决方案方面，美格智能独立设计、研发并交付实体产品。在技术开发方面，美格智能独立设计，提供解决方案，不提供生产。企业上游对接海思、高通、紫光展锐等一线芯片厂商，下游服务锐明科技、天视通等应用端客户。

图 4：公司产业链简析


数据来源：年报，西南证券整理

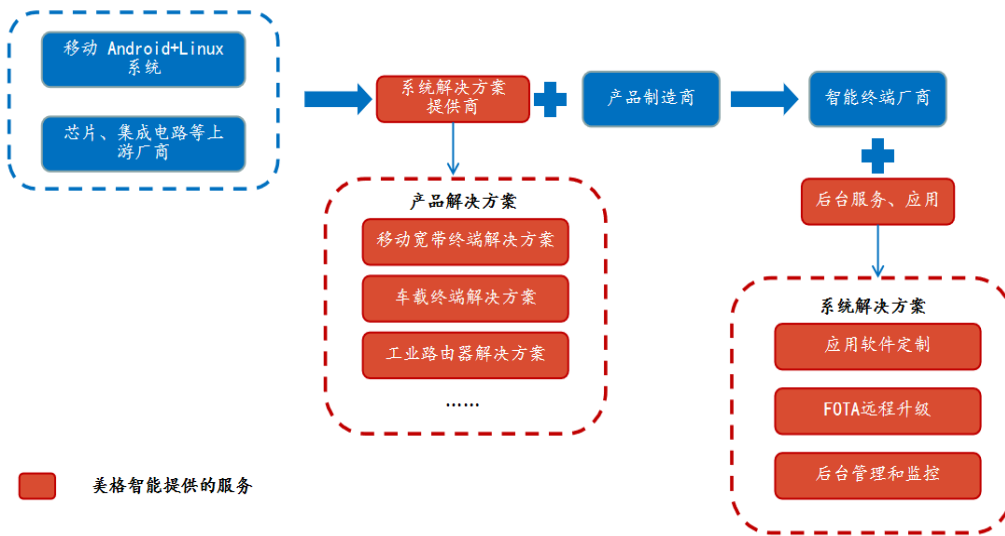
在无线通信模组及解决方案产品方面，可以分为智能模组和数传模组两大类。两种模组都具备数据传输、GPS、通用接口等基础性功能，而智能模组的最大特点是添加了操作系统，此外结合物联网具体应用领域的实际需求，有选择性的对一些功能或性能进行了升级或添加，比如：提高 GPS 准确度、增加功能性接口；添加“摄像”、“显示屏”、“触摸屏”、“音频”“短信、语音、通信簿”、“高速上网”等功能。同时，美格智能还为定制化智能模组在终端产品的应用提供整套解决设计方。值得注意的是，公司的模组产品出货中，智能模组的出货量占据绝大部分比例，数传模组占比较小。

表 1：美格智能产品亮点

升级/新增功能	介绍
提高 GPS 准确度	集成多星座 GNSS 接收机，满足不同环境下快速、精准定位的需求。
增加功能性接口	集成了更丰富的功能接口，包含 LCM、触摸屏、摄像头、麦克风、扬声器、UART 接口、USB 接口、I2C 接口、SPI 接口等，降低客户后续的研发成本。
轻量操作系统	如：SLM757 模组、SLM758 模组采用 Android7.1 操作系统。
摄像	根据应用场景的不同，支持差异化的摄像头。如：MG261 模组内置 ISP 支持 WDR,实现防抖功能；SLM500S 模组支持双 800W 的 3D 摄像或景深拍照；SLM900 模组支持双摄功能，最高可支持 4 路摄像头。
显示屏、触摸屏与音频	根据应用场景的不同，支持差异化的显示屏和触摸屏。如：MG261 模组支持外接 1080P 显示屏，并支持 HDMI 输出，音频输入输出；SLM900 模组支持双屏异显和双触摸控制，主屏最高支持 2560*1600。
短信、语音、通信簿	支持短信、语音、通信簿的功能，吻合特定场景的通讯需求。
高速上网	支持 2.4G/5G WiFi，满足高速上网的需求。

数据来源：公司官网，西南证券整理


技术开发服务主要是为客户提供基于 4G/5G 无线通信技术的各类通信终端产品的研发服务即解决方案。首先，公司接到客户项目，与客户沟通，深入了解客户需求，然后组织软硬件研发人员进行项目研发工作。研发完成后，公司向客户交付包括模具设计文件、结构设计文件、PCBA 设计文件、软件源代码、生产测试软件及作业指导书等成套软硬件设计及生产指导文件。最后，客户通过公司交付的文件可直接对产品进行批量化生产。技术开发服务所涉及的终端产品形态主要有移动宽带终端、4G 通信模组、车载终端、工业路由器、智能平板以及智能手机等。上述产品主要应用于物联网、车联网、金融支付、智能物流、智能电网、智慧交通等领域。

图 5：技术开发服务示意图


数据来源：招股说明书，年报，西南证券整理

表 2：智能终端产品

产品名称	产品概述	产品图片
追踪器 SLT188A	美格智能新一代定位器，尺寸小巧，内部集成智能算法，能够智能识别用户行为，通过算法匹配用户行为达到超长待机的目的。产品集成高通和 SKYHOOK 专业定位服务，依托高通和 SKYHOOK 全球海量定位数据库，结合美格融合定位算法，为用户带来更快、更精准、无死角优质定位服务体验。 同时引入智能 AI 的硬件设计理念，设备状态和用户行为数据实现可开放化和可编程化，用户可以根据自己的使用场景快速定制行业的应用业务。	
5G BOX SRT830	美格智能 SRT830 是一款专为车载应用所设计的 5G BOX 产品，可以实现将 5G 无线信号转换为千兆以太网、USB 3.1 和 Wi-Fi 6 信号，为车载设备及乘客提供稳定且高速的 5G 接入。可适应输入电压 8V~16V 波动，采用车载专用网口，适应振动环境，可选配两侧安装配件支持螺丝/粘胶/贴玻璃等多种固定方式，采用内置散热器设计，可实现-30°C~70°C 温度范围内正常工作，在车载复杂环境下可长时间稳定工作。	
高端 4G 智能信息采集设备	产品可支持 4G 全球频段、BT、GPS、Wi-Fi 和 NFC 等各类无线通信功能，支持 Zebra&Honeywell 专业扫码引擎，可达到 IP67 和 1.5m 跌落可靠性要求，被广泛应用于物流、快递、仓储管理、零售、医院以及各类信息采集行业。	
4G 智能收银机	美格智能收银机是行业首款采用高通八核芯片的工业控制主板，支持 4 路 USB、RJ45、RJ12、RJ11、Micro-USB、耳机等接口。采用结构光摄像头，支持活体人脸识别的生物识别技术，可支持金融人脸支付功能；支持 ESIM 卡功能，开启无卡新时代；适用于无人超市、餐饮连锁、便利商超等行业，完成自助结算、线上接单、快捷点餐、会员管理、收银管理、前台结算、库存管理等功能。	

产品名称	产品概述	产品图片
4G 智能 POS	采用高通 4G 芯片，支持安卓操作系统，支持 720P 高清屏幕和触摸屏，融合多种支付方式功能。同时，产品可通过银联安全及电信终端入网认证，可应用于餐饮零售商户，可完成金融支付、会员管理、库存管理、订单管理等综合功能。	

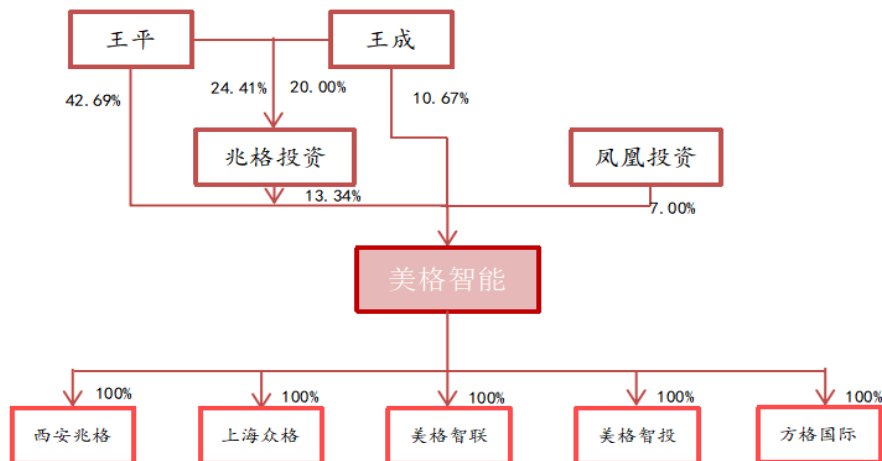
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 股权结构、激励措施、三费清晰且稳定

公司具有清晰的股权结构以及业务结构，出台了明确的激励政策，同时保持着稳定的三项费用率。较高的公司治理水平为企业的长远发展提供坚实的保障。

公司股权结构清晰且集中。截止 2021 年 2 月 2 日，董事长兼总经理王平，直接持股比例 42.69%，直接和间接共持有公司 45.95% 的股份，是公司的实际控制人。副董事长王成，直接持股比例 10.67%，直接和间接共持有公司 13.33% 的股份。同时王平与王成是兄弟关系。公司股权结构清晰且集中。

图 6：股权结构图



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务结构清晰，各个子公司分工明确，大力布局海外业务。公司下设 5 家全资子公司。西安兆格、上海众格、美格智联主要负责无线通信模组及解决方案的研发、销售、技术开发和服务；美格智投主要负责股权投资、产业并购等；方格国际主要负责境外销售、采购和融资。

为进一步拓展海外市场，美格智能推进在日本、德国等地的分支机构建设。公司以全资子公司上海众格与日本名幸于日本横滨设立合资公司，注册资本为 1 亿日元，众格智能和日本名幸各持股 50%。目前，已完成注册登记手续，新设公司名称为株式会社 MeiLink，主要从事无线通信模组和无线通信设备产品相关业务。该合作将有望拉近与客户和市场距离，拓展日本市场业务。美格智能还将在德国杜塞尔多夫市设立全资子公司 MeiG Smart Technology Europe GmbH。目标是推动公司技术和产品在欧洲物联网及运营商市场的推广和销售，同时

引进国际化优秀人才和团队，整合海外市场资源，提升公司产品在海外市场的占有率，并进一步增强公司的全球化运营能力。

表 3：主要控股参股公司

公司名称	占股比例
西安兆格	100%
上海众格	100%
美格智联	100%
美格智投	100%
方格国际	100%

数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 7：美格智能全球分支机构分布图



数据来源：Wind，西南证券整理

股权激励方案清晰、目标明确，鼓舞核心管理层及技术骨干。公司于 2020 年 7 月实施上市以来首次的股权激励政策。激励对象 199 人，包括 3 名公司高级管理人员以及 196 名公司中层及核心骨干。股权激励方案的行权条件分为公司业绩与个人考核两个部分。在公司业绩方面，第一个行权解除限售期的业绩考核目标是以公司 2019 年净利润为基数，2020 年公司净利润增长 20%。在个人考核方面，分为 S、A、B、C、D 五档，只有在上一年度考核中被评为“A”或者“S”，才能在当期按照计划数的 100%行权/解除限售，拒绝“搭便车”行为。充分激发核心管理层及技术骨干的积极性 and 创造力，达成增长目标。

表 4：美格智能股权激励行权条件

	限制性股票	预留授权的限制性股票
第一接触限售期	以公司 2019 年净利润为基数,2020 年公司净利润增长 20%。	以公司 2019 年净利润为基数,2021 年公司净利润增长 40%。
第二接触限售期	以公司 2019 年净利润为基数,2021 年公司净利润增长 40%。	以公司 2019 年净利润为基数,2022 年公司净利润增长 60%。
第三接触限售期	以公司 2019 年净利润为基数,2022 年公司净利润增长 60%。	

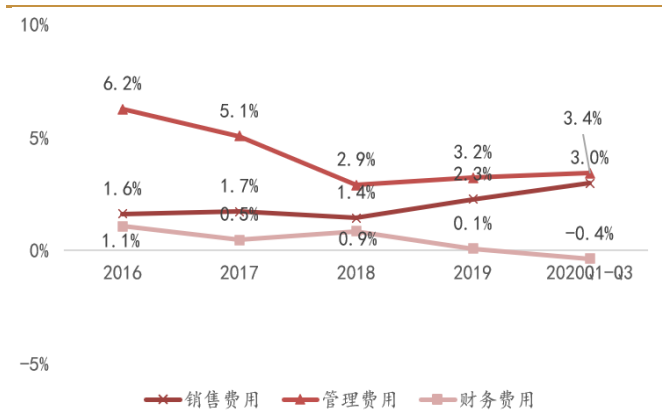
数据来源：公司公告，西南证券整理

表 5: 美格智能股权激励考评等级

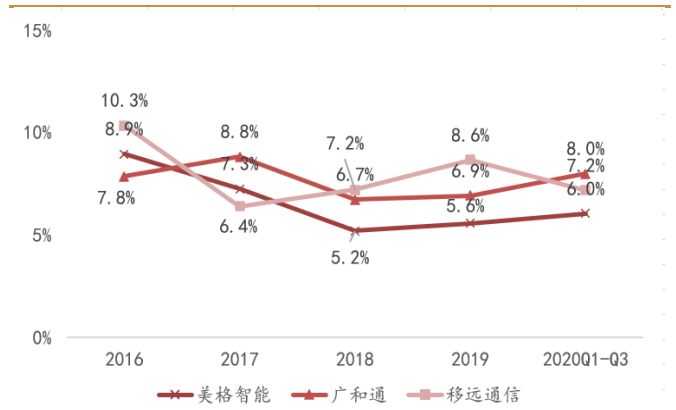
考核评分	行权/解除限售比例
出色 (S)、优良 (A)	当期按照计划数的 100% 行权/解除限售
一般 (B)	按照计划数的 80% 行权/解除限售
需改进 (C)、差 (D)	股票期权不得行权, 限制性股票不能解除限售

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

三费保持稳定, 公司治理优良, 成本管控能力佳。2020 年前三季度, 美格智能销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 3.0%、3.4% 和 -0.4%, 其中财务费用率为负是因为利息收入增加。同业对比可见, 美格智能的三项费用率低于广和通以及移远通信, 证明公司有优秀的成本管控能力。

图 8: 美格智能三费情况


数据来源: Wind, 西南证券整理

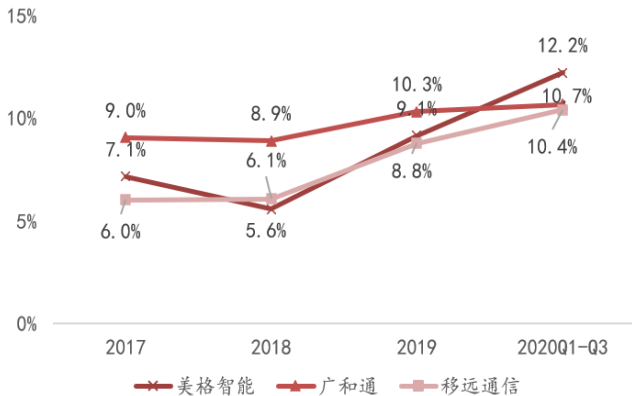
图 9: 公司及同业公司近年三项费用率比较


数据来源: Wind, 西南证券整理

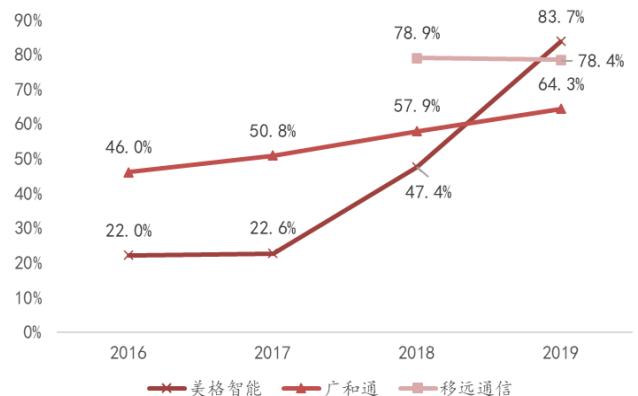
1.3 持续高研发投入, 打造核心竞争力

美格智能通过高研发投入, 高比例研发人员以及购买特许使用权打造核心竞争力。

研发投入高, 研发团队庞大, 专业水平高。在研发费用方面, 美格智能研发费用持续提高, 2019 年研发费用达到 8518 万元, 占营业收入 9.1%, 2020 年前三季度研发费用达 8399 万元, 同比增长 20.9%。同业横向对比, 2020 年前三季度, 美格智能研发费用率已超过行业龙头广和通与移远通信。在研发人员方面, 美格智能的研发团队, 由一批掌握软件开发技术的软件工程师、精通芯片开发设计的硬件工程师以及经验丰富的结构工程师构成, 为客户提供 4G/5G 无线通信技术的各类通信终端产品的研发服务。为了进一步提高研发水平, 美格智能不断招兵买马, 2019 年, 研发团队已达 740 人, 同比增长 26.9%, 占公司总人数的 83.7%。企业研发人员占比已高于行业龙头广和通以及移远通信。同时, 企业的研发人员水平较高, 超过 55% 的工程师有 5 年以上的工作经验, 均具有知名企业工作背景, 核心研发人员均有超过 10 年的通信研发经验。

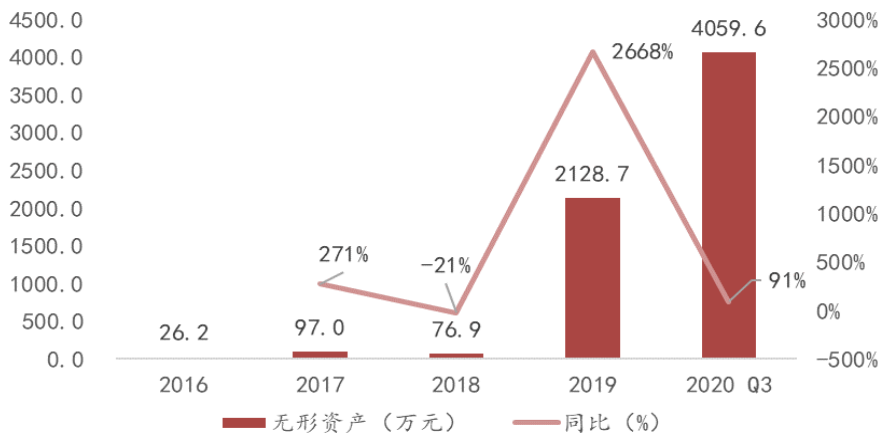
图 10: 同业研发费用率对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 11: 同业研发人员数量占比对比


数据来源: Wind, 西南证券整理

无形资产增速快, 大力购买 5G 芯片特许使用权, 为长远发展布局。2019 年企业重金购买 5G 芯片特许使用权, 无形资产比年初增加 2668.3%, 达到 2129 万元。2020 年, 公司继续发力, 第三季度报告显示无形资产比年初增加 90.7%, 达到 4060 万元。所购的特许使用权助力公司在 5G 领域的发展。

图 12: 美格智能无形资产


数据来源: Wind, 西南证券整理

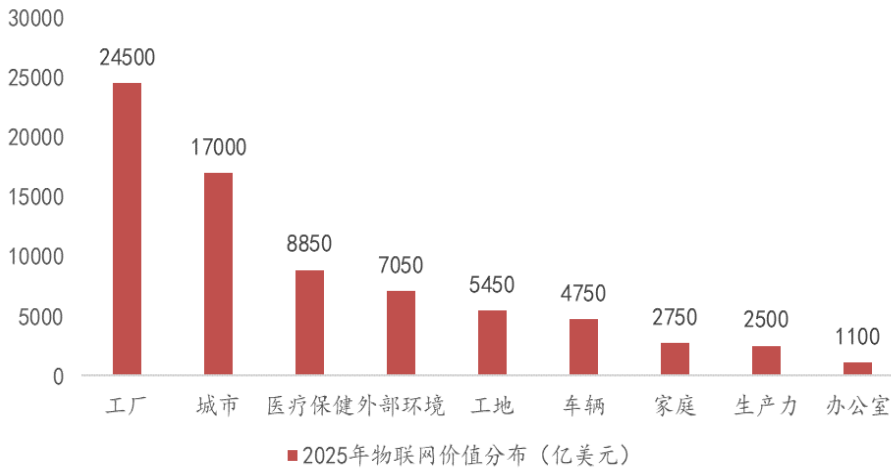
2 行业分析: 细分市场组成大蓝图, 数个场景迎来爆发式成长

2.1 碎片化小市场, 组成物联网应用大蓝图

九大应用场景, 300 余个细分小市场, 共筑物联网应用大市场。整体来看, 物联网应用可以分为工厂、城市、医疗保健、外部环境、工地、车辆、家庭、生产力和办公室, 九大应用场景, 每个应用场景下有多个细分需求, 比如: 工厂场景包括设备维护、库存优化、工人健康、安全等需求, 城市场景包括交通、公共健康和安、资源管理、服务交付等需求, 细

分应用市场超过 300 项，渗透到民商政企的各个环节。根据麦肯锡预测，2025 年，最具价值的应用场景是工厂，达到 24500 亿美元；市场价值最小的应用场景是办公室，也达到 1100 亿美元，九大场景合计价值高达 73950 亿美元。

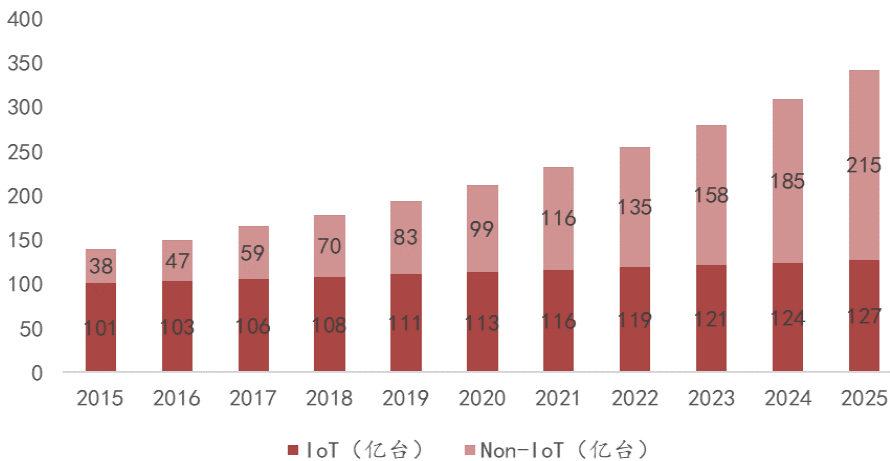
图 13：2025 年全球物联网应用场景价值分布



数据来源：麦肯锡，西南证券整理

物联网行业市场规模巨大,全球 IoT 联网节点不断创新高。根据 IoT Analytics 的数据，2019 年全球 IoT 联网终端节点数量达到 83 亿台，预计 2021 年会与 Non-IoT 联网终端节点数量持平，达到 116 亿台。到 2025 年则将达到 215 亿台，是 2019 年的两倍以上。

图 14：全球连接设备分布

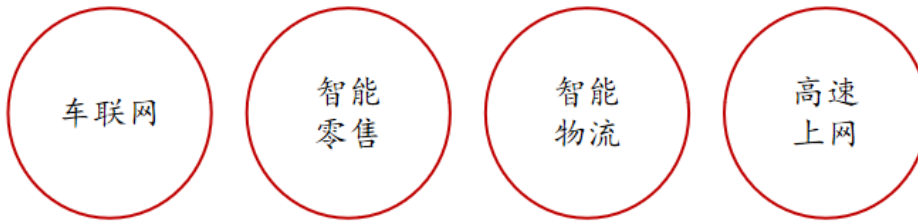


数据来源：IoT Analytics，西南证券整理

2.2 多个细分场景需求爆发，前景广阔

物联网下游细分市场的蓬勃发展，下面将对车联网、智能零售、智能物流、高速上网这四大细分场景的发展进行详细介绍。

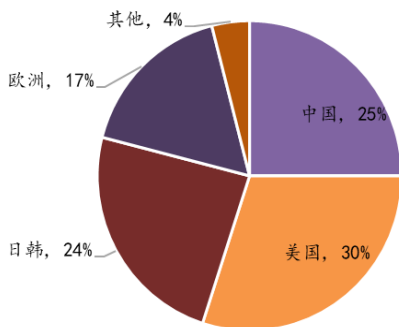
图 15：四大细分场景



数据来源：招股说明书，西南证券整理

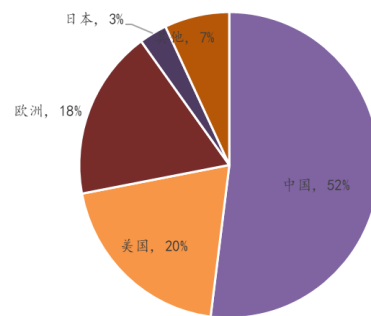
5G 技术发展，C-V2X (Cellular vehicle to everything) 技术登上国际舞台，推动车联网发展。5G 网络的发展，使得网络延时问题得到解决，5G 网络至少满足 100Mbps 下载速度、50Mbps 上传速度，网路延迟时间不超过 4 毫秒。这代表 5G 网络能够瞬时的处理大量流动数据，满足高速行驶汽车对于高速率的需求。美国联邦通信委员会 (FCC) 决定放弃 DSRC 转向 C-V2X，将 5.9 GHz 频段 (5.850-5.925GHz) 中 30MHz 带宽 (5.895-5.925GHz) 分配给 C-V2X 使用。该举动意味着由我国主推的 C-V2X 成全球车联网唯一的国际标准。值得强调的是，中国不仅在车联网专利申请上名列前茅，还是 C-V2X 技术最大的专利原创国和布局目标国。根据中国通信协会发布的《车联网知识产权白皮书》，截止到 2019 年 9 月，全球车联网领域累计专利申请 11487 件，中国以 25% 位居第二，仅次于美国。在 C-V2X 车联网通信技术方面，中国在的专利申请量占比达到 52%，远超其他国家。

图 16：车联网专利全球分布情况



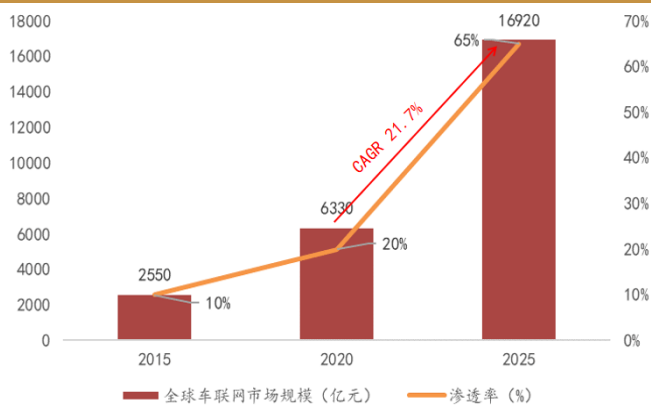
数据来源：信通院，西南证券整理

图 17：C-V2X 专利全球分布情况

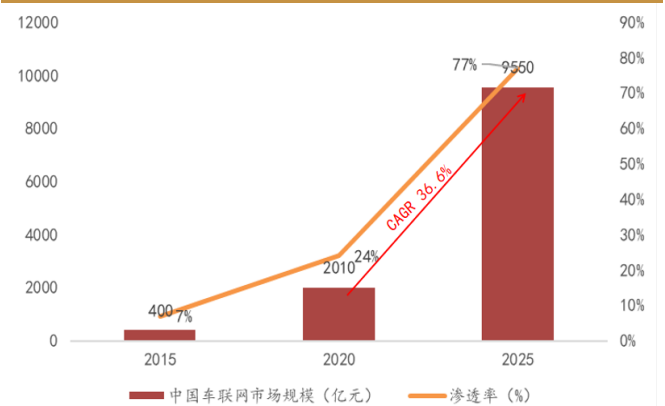


数据来源：信通院，西南证券整理

车联网市场规模增长迅猛。根据前瞻产业研究所的数据，2020 年到 2025 年全球车联网规模预计复合增长率 21.7%，在 2025 年将达到 16920 亿元的水平，渗透率达到 65%。中国同期复合增长率预计达到 36.6%，2025 年中国车联网规模预计达到 9550 亿元，渗透率达到 77%。

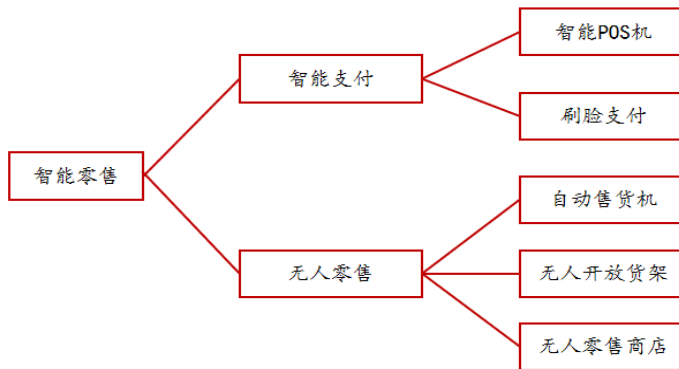
图 18: 全球车联网市场规模


数据来源: 前瞻产业研究所, 西南证券整理

图 19: 中国车联网市场规模


数据来源: 前瞻产业研究所, 西南证券整理

在智能零售方面, 智能支付与无人零售势头强劲。其中智能支付包括 (1) 智能 POS 机和 (2) 刷脸支付, (3) 无人零售包括机、架、店三大形态。

图 20: 智能零售分类


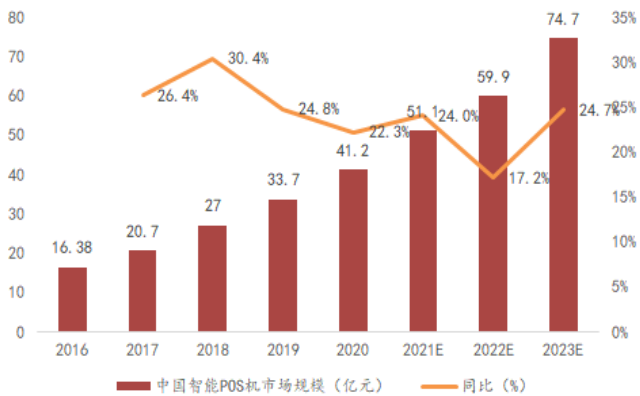
数据来源: 招股说明书, 西南证券整理

(1) 智能 POS 机功能升级, 助力智能零售, 市场广阔。与传统 POS 机相比, 智能 POS 机不仅收款方式更多样 (能实现闪付、扫码支付以及第三方支付), 更能与其他系统进行连接, 帮助商户收集整理客户支付资料, 建立数据通信, 最终提高客户购物体验。自 2015 年以来, 随着智能零售的发展, 中国联网智能 POS 机市场规模一路飙升, 预计 2023 年将达到 74.7 亿元。渗透率从 2014 年的 3% 到 2020 年的 92%, 增速迅猛。

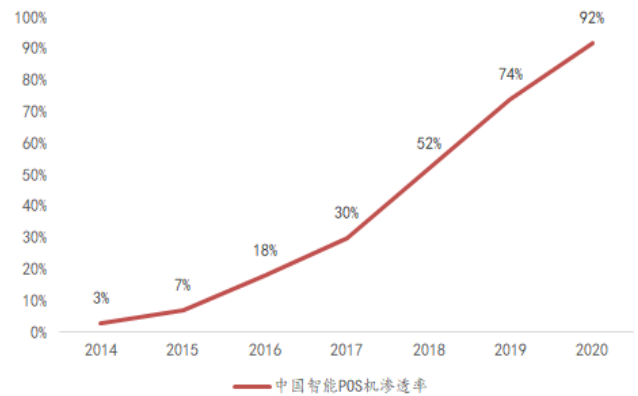
表 6: 传统 POS 机与智能 POS 机对比

特点	传统 POS 机	智能 POS 机
开放式	封闭、无法与其他设备关联	开放, 与收银系统、ERP 管理系统、会员系统连接, 帮助商户建立数据通信
搭载系统	嵌入式操作系统和专用的处理芯片	安卓通用型操作系统
收款服务	单一的刷卡收款方式, 其他收款方式需要增加外接设备	所有收款方式集为一体, 包括闪付、扫码、第三方支付等
附加功能	无	容纳商家所需的大部分业务需求, 可以收集客户数据, 线上推广店铺
商户体验	独立的收银体系, 升级困难	体积小, 使用方便

数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

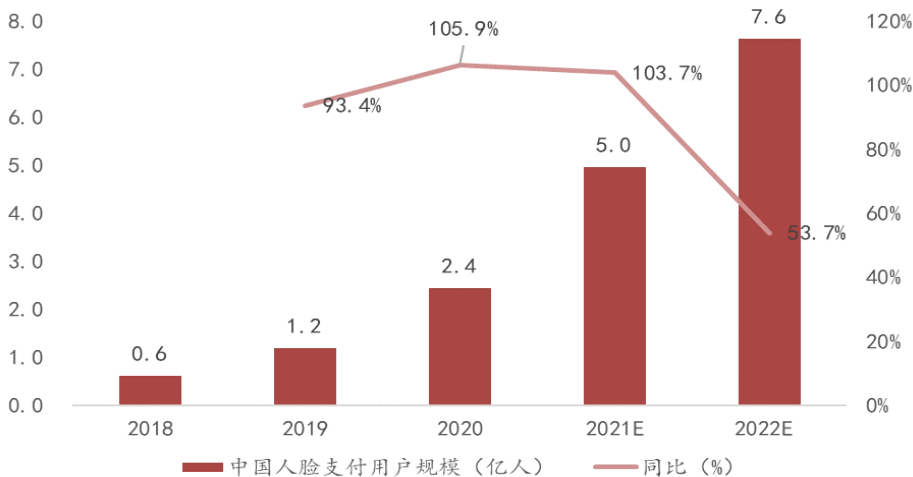
图 21: 中国智能 POS 机市场规模


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 22: 中国联网智能 POS 机渗透率


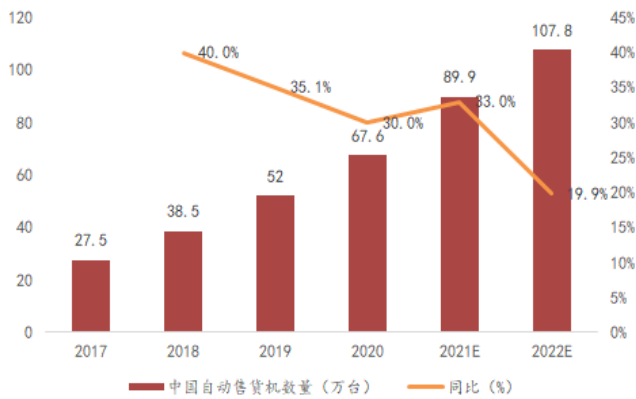
数据来源: 观研天下, 西南证券整理

(2) 刷脸支付提高客户购物体验, 用户规模不断创新高。刷脸支付无需拿出手机, 进行一系列操作, 只需要“一张脸”就可以完成支付, 进一步提高了支付的效率, 缩短了客户排队支付的时间; 同时帮顾客省去了记密码, 输密码的麻烦, 真正实现了人与钱包或银行卡的“合二为一”。根据艾媒数据, 2020 年中国人脸支付用户规模达到 2.4 亿人, 同比增长 105.9%。在商家与用户的共同作用下, 预计人脸支付用户规模将继续保持 50% 以上的高速增长, 在 2022 年达到 7.6 亿人。

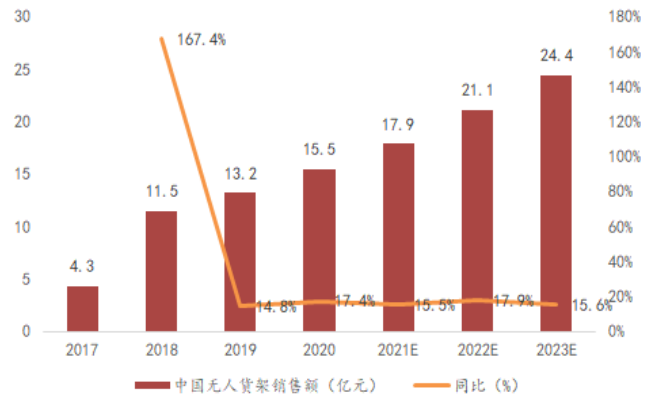
图 23: 中国 2018 到 2022 年人脸支付用户规模


数据来源: 艾媒数据, 西南证券整理

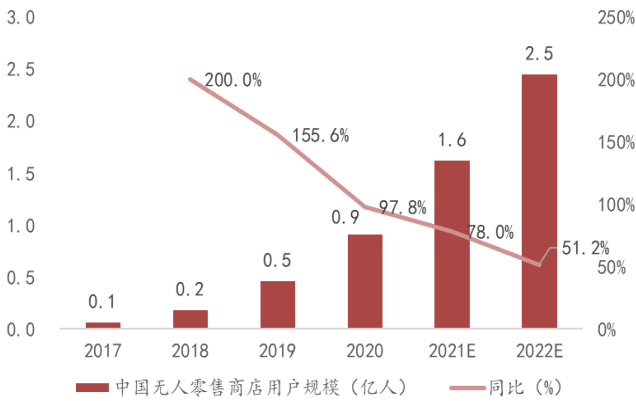
(3) 受技术进步、人工成本的大幅上涨的影响, “机+架+店”的复合业态三大场景蓬勃发展。无人零售主要分为自动售货机、无人开放货架以及无人零售商店三大业态。无人零售将购物智能化, 消费者自主下单, 自助取货, 整个流程减少了人工参与, 为商家节约了经营成本, 也为消费者带来了便利。自 2017 年中国自动售货机数量保持 30% 以上的复合增长率, 2022 年将达到 107.8 万台; 无人货架快速拓展, 预计在 2023 年达到 24.4 亿元的销售额。在无人零售商店方面, 截止至 2020 年中国无人零售商店用户规模为 9100 万, 并将继续保持 50% 以上的增长率, 预测至 2022 年中国无人零售商店用户规模可达 2.5 亿人。无人零售商店的交易额预计将从 2020 年的 4591.5 亿元上升至 2022 年的 1.8 万亿元。

图 24: 中国自动售货机数量


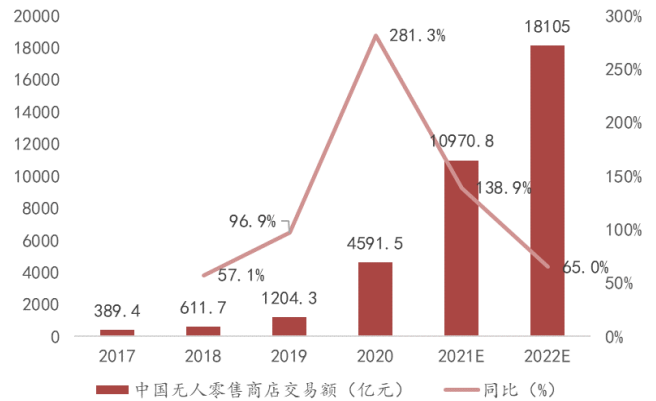
数据来源: 中研普华, 西南证券整理

图 25: 中国无人货架销售额


数据来源: 头豹研究院, 西南证券整理

图 26: 中国无人零售商店用户规模


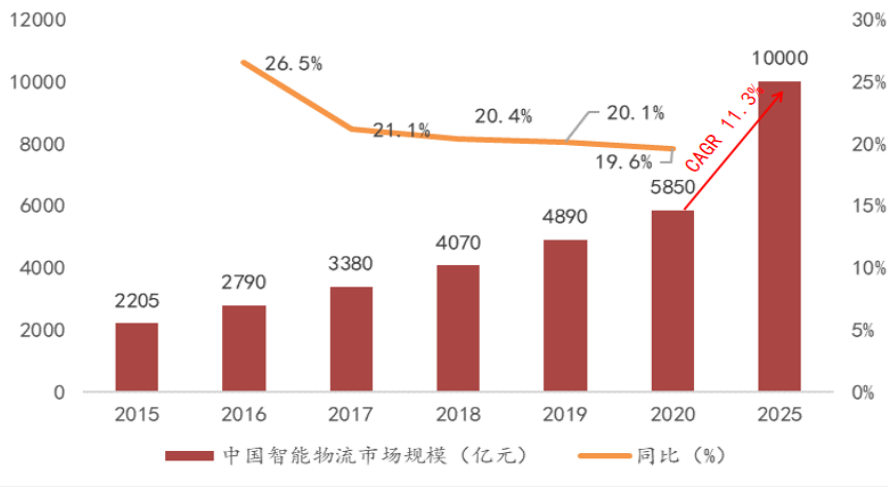
数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 27: 中国无人零售商店交易额


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

智能物流市场规模不断扩大, 降低物流成本, 提高物流运作效率。智慧物流通过智能软硬件、物联网、大数据等智慧化技术手段, 实现物流各环节精细化、动态化、可视化管理, 提高物流系统智能化分析决策和自动化操作执行能力, 提升物流运作效率的现代化物流模式。根据中国产业信息网的数据, 中国智能物流市场保持高速发展, 自 2008 年以来复合增长率在 20% 左右, 2020 年已形成 5850 亿的市场规模, 根据德勤的预测, 2025 年智能物流市场规模将突破 10000 亿元, 未来 5 年复合增长率超过 11.3%。

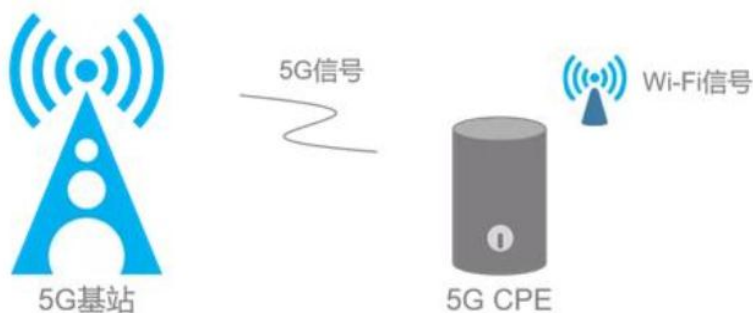
图 28: 中国智能物流市场规模



数据来源: 中国产业信息网, 德勤, 西南证券整理

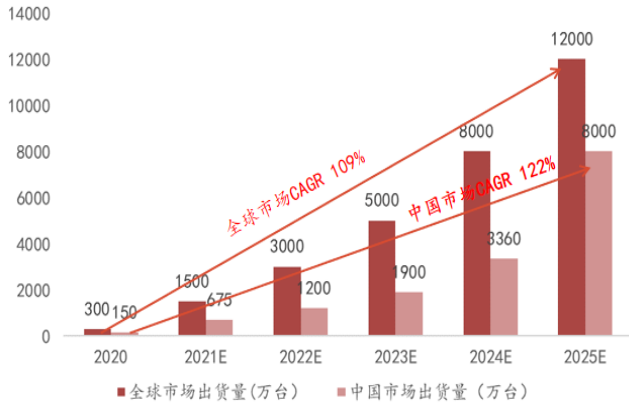
5G CPE 时代来临, FWA 市场蓬勃发展, 实现“网络地球村”。 FWA 是一种低成本、易部署的灵活宽带解决方案。相较于有线接入技术, FWA 由于无需获取路权、挖沟埋缆、穿墙打洞, 一直是很多国家和地区部署宽带的理想选择。5G 时代的来临, 更是进一步推动 FWA 的发展。5G 无线路由器 (CPE, Customer Premises Equipment, 客户终端设备) 接收运营商基站发出的 5G 信号, 然后转换成 Wi-Fi 信号或有线信号, 让更多本地设备 (手机、平板、电脑) 上网。对于运营商来说, 5G 初期用户渗透率较低, 投资难以快速变现; 而 CPE 业务则能将空闲的网络利用起来, 为运营商增加收入, 因此运营商大力推动 5G CPE 发展。2020 年, 5G CPE 全球市场规模达到 300 万台, 预计在接下来的 5 年, 5G CPE 市场规模将保持 100% 以上复合增长率, 在 2025 年达到 1.2 亿台, 市场价值 600 亿元。作为 5G CPE 的重要市场, 中国 5G CPE 市场规模在 2020 年达到 150 万台, 预计在 2025 年达到 8000 万台, 市场价值 270 亿元。

图 29: 5G CPE 原理图



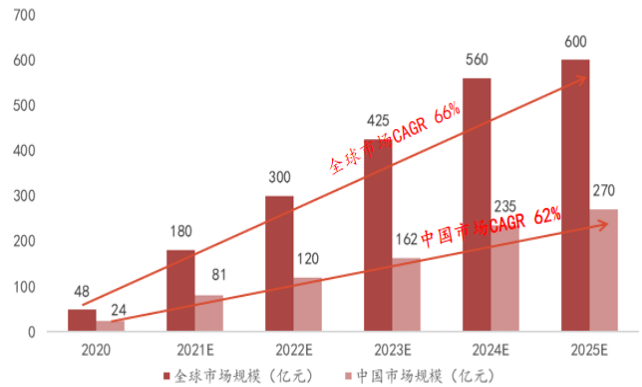
数据来源: 电子发烧友, 西南证券整理

图 30: 5G CPE 全球出货量



数据来源: 5G 物联网产业联盟, 西南证券整理

图 31: 5G CPE 全球市场规模



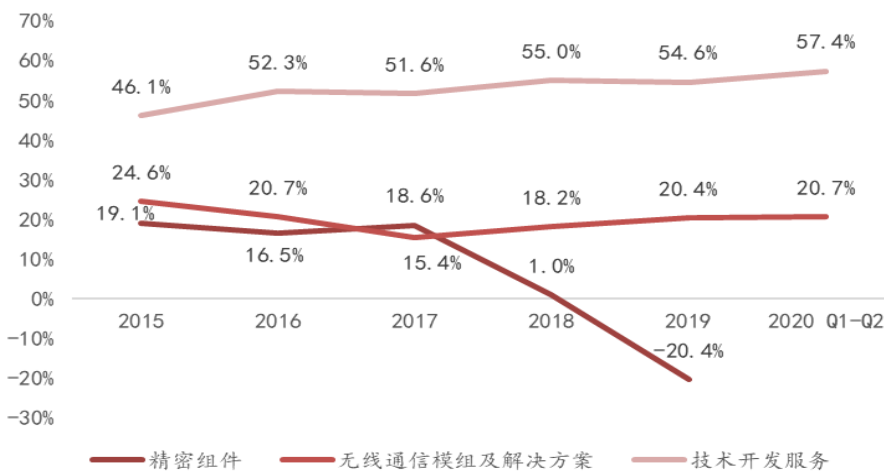
数据来源: 5G 物联网产业联盟, 西南证券整理

3 公司分析: 轻装上阵物联网, 借力华为飞速成长, 定制化+智能化+5G 技术建立护城河

3.1 拨云见月, 物联网板块的增长趋势强劲

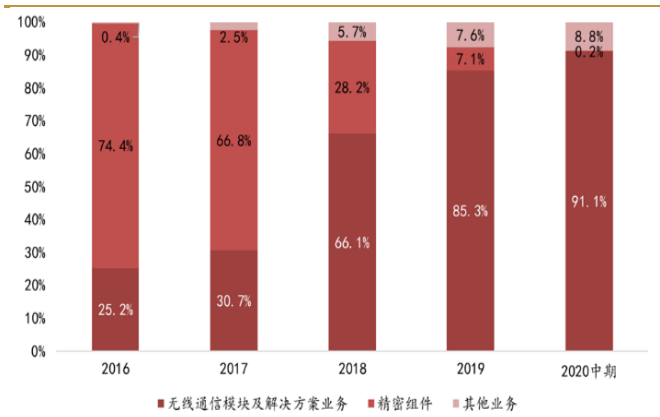
精密组件业务显现颓势, 企业及时剥离。根据企业 2018 年年报, 企业精密组件业务发展显现颓势。首先, 智能手机结构件市场不断变化, 金属和玻璃材质在结构件中的使用比例越来越高, 而企业主要生产的塑胶结构件在智能手机中的使用比例不断下降; 另外, 智能手机整体市场容量增速放缓, 精密组件市场容量也随之受到影响; 最后, 根据 2015-2020 年三项主要业务的毛利率对比, 精密组件的毛利率远低于物联网技术开发业务, 稍低于无线通信模组及解决方案业务。而随着智能手机市场的客户集中度提升, 核心客户的话语权和议价能力持续增强, 预测精密组件业务的利润空间还将进一步降低。因此, 企业在 2017 年上市后, 选择快速剥离精密组件业务。

图 32: 三项主营业务毛利率对比

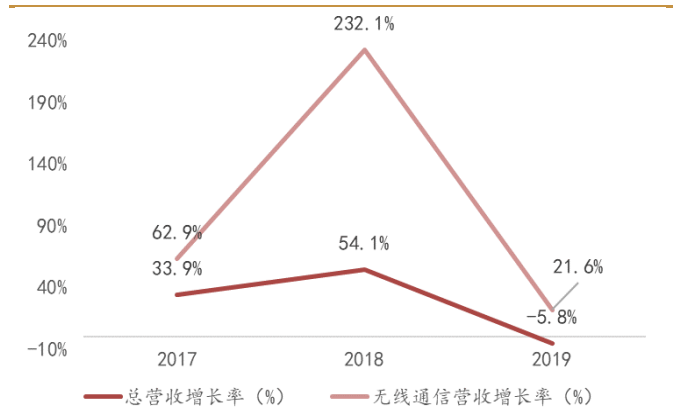


数据来源: Wind, 西南证券整理

剥离精密组件时期，营收受累，被市场低估；彻底处置精密组件业务，物联网业务增长显现于营收之中。在 2018 年前，精密组件在营收中占比高于 65%，使得美格智能在剥离期间，营业收入受损，在 2019 年甚至出现了负增长。剔除精密组件业务的影响，则会发现企业的无线通信业务增速迅猛，2017-2019 年复合增长率达到 87.4%。从 2020 年中期主营业务结构来看，企业已成功剥离精密组件业务，未来物联网业务增长将完全显现于营收之中。

图 33：主营业务结构情况


数据来源：Wind，西南证券整理

图 34：总营收增长率和无线通信营收增长率


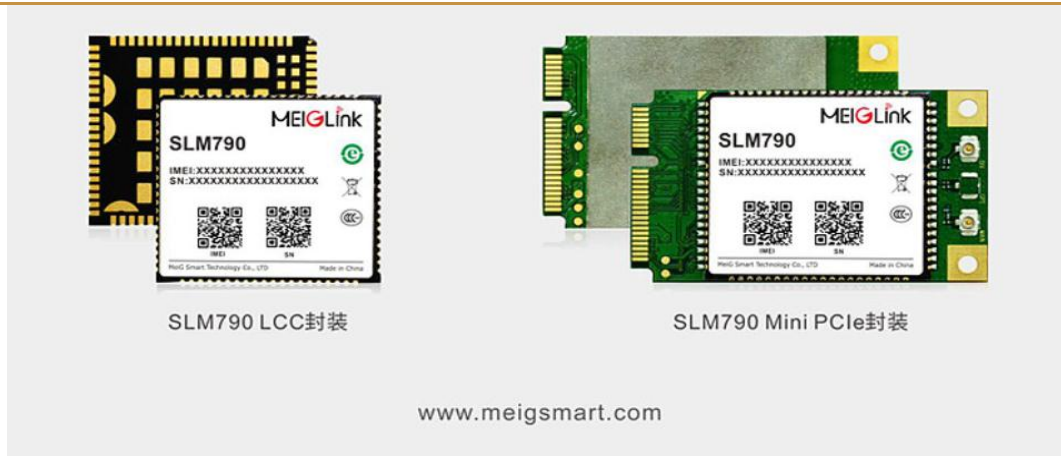
数据来源：Wind，西南证券整理

3.2 背靠华为，技术、市场双丰收

公司已与华为建立深度合作长达 7 年，已建立完善研发体系，新品快人一步。2014 年，美格智能开始为华为提供移动宽带、车载终端、数字家庭、通信模组等终端产品的技术开发服务，且绝大多数的产品都是基于华为海思芯片进行研发。2015 年、2016 年连续两年获得技术合作“十佳合作伙伴”。借助强大的开发团队，美格智能迅速推出业内首款内置海思 Balong V711 通信芯片的 LTE 无线通信模组 SLM790，目前该模组已经取得 CCC、SRRC 和 CTA 认证，并中标了部分运营商招标项目。同年 12 月，美格智能与华为海思再次深度合作推出 AI 智能模组 MG261。

推出海思芯片的匹配模组，将芯片使用者转化为企业客户。海思的芯片广泛应用与华为体系内的产品并得到全球各类行业客户的认可。以海思 Balong V711 芯片为例，该芯片平台在华为体系内已大量应用于通信模组、物联网终端、CPE 等多种形态产品，覆盖包括车联网、智慧能源、无线支付等应用领域，目前全球累计出货量超过千万颗。芯片的使用离不开模组，美格智能快速推出对应的模组 SLM790，能够帮助美格智能更好的抢占海思芯片用户市场。

图 35: SLM790 模组



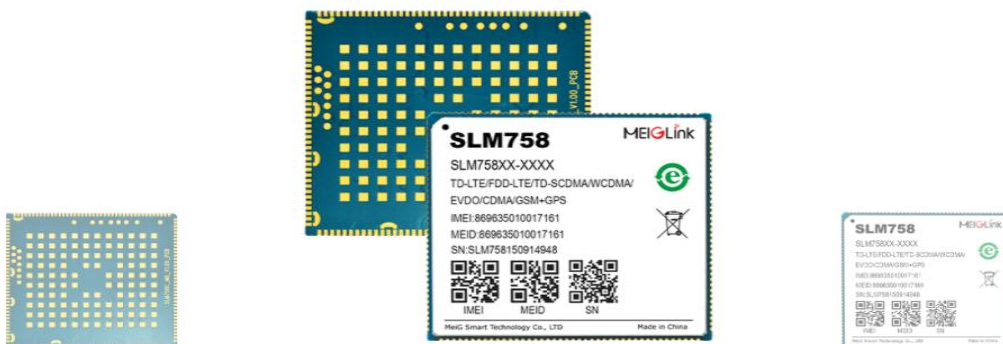
数据来源：公司官网，西南证券整理

3.3 适配客户需求，智能化模组+定制化服务

智能化模组，系统集成度高，设计难度高，能支持通信外的多项功能，适配不同行业客户的应用需求。以 SLM758 模组为例，在原有数传模组的基础上，采用高通骁龙 400 系列的 SDM450 CPU，该 CPU 采用 14nm FinFET 制成，内置 64bit ARM、8 核 Cortex A-53、主频 1.8Ghz/2.0Ghz/2.2Ghz 处理器，支持 Decode/encode 最高 4K 30fps、H.265，支持板卡内存为 16GB/32GB/64GB 的全球不同制式多模 LTE 智能通信模组。同时该智能模组可支持语音、短信、通讯簿、2.4G/5G Wi-Fi、BT 和 GPS 功能；支持双 1300W 的 3D 摄像或景深拍照，可广泛应用视频记录仪、POS 收银机、物流终端、VR Camera、智能机器人、车载设备、智能手持终端等产品。相比之下，一般模组厂商提供的普通数传模组则无法直接支持这些应用功能，适配应用端多样化的需求。

图 36: SLM758 模组

SLM758模组



数据来源：公司官网，西南证券整理

定制化解决方案服务，缩短客户产品研发周期；定制化经验覆盖多个应用场景。智能模组具备足够的算力、存储空间，支持摄影、GPS、触摸屏等系列功能，但真正将这些功能在不同的场景和产品中实现，还需进行软硬件配置以及代码设计等复杂的工作。美格智能熟悉各个场景的产品需求，具备业内领先的定制化服务能力。在提供 AI 智能模组的同时，美格还能提供针对不同应用场景的硬件设计参考板、参考电路图、软件开源代码、外围参考器件列表等详细的设计资料，客户仅需要专注于其核心业务应用的开发工作，极大提高客户研发效率。目前，美格智能在新零售、智能车载、物流、能源、智慧城市以及智能定位终端等多个应用场景都具备提供定制化解决方案的能力。

图 37：定制化解决方案场景分类



数据来源：公司官网，西南证券整理

智能车载 AI BOX 解决方案，功能齐全，获得“2019 年度物联网优秀解决方案奖”。美格智能车载 AI BOX 主动安全防控终端解决方案采用高通 SDM625 八核 A53-2.0GHz 处理器，结合 AI 算法，四路摄像头，支持 4G 全网通，拥有硬件 AI 加速引擎，具备高级驾驶辅助、驾驶员监控、人脸识别、语音识别、疲劳驾驶识别、盲区监测等系列功能。体现出美格智能在车联网领域强大的定制化设计开发能力。

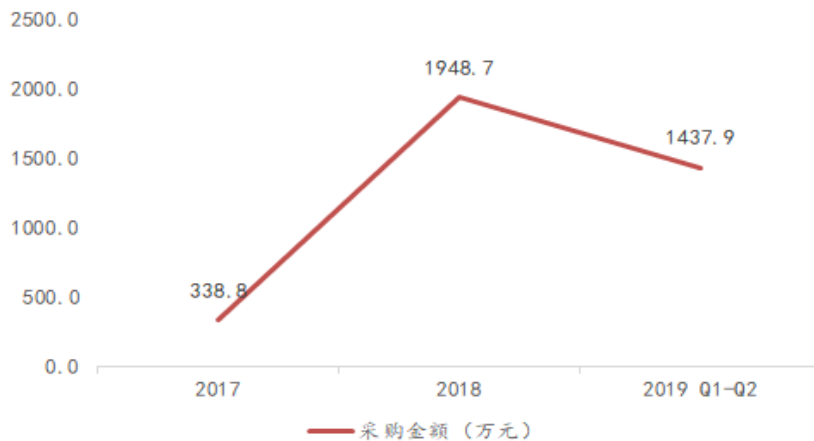
图 38：智能车载解决方案



数据来源：公司官网，西南证券整理

与智能车载龙头锐明技术合作紧密，备受认可。根据 IHS 机构报告，2017 年锐明技术在全球车载视频监控市场占有率排名第二，是当之无愧的智能车载龙头企业。根据锐明技术的招股说明书，美格智能已成为锐明技术车用通信模组的主要供应商。同时锐明技术的采购规模还在不断上升。能得到智能车载龙头的认可，也侧面反映了美格智能在定制化智能车载领域的实力。

图 39：锐明技术向美格智能采购通信模组规模



数据来源：锐明技术招股说明书，西南证券整理

智能零售解决方案，覆盖多个新零售应用场景。美格智能零售解决方案覆盖了无人售卖机、人脸支付、智能 POS 机等新零售热门场景。在无人售卖机解决方案方面，支持 1080P 双屏不同显示，支持多通道摄像头访问，它也集成了 4G，Wi-Fi，网络电缆和其他网络访问方法，使用 Android 开源系统方便客户集成应用程序。在人脸支付解决方案方面，企业具备人脸支付安全保障系统核心技术，为客户提供功能完整的标准 SDK，客户只需要专注于外观和结构的开发，帮助客户快速实现新产品项目落地。在智能 POS 机方面，支持安卓操作系统，支持 720P 高清屏幕和触摸屏，融合多种支付方式功能，并通过银联安全及电信终端入网认证。

图 40：智能零售相关产品



数据来源：公司官网，西南证券整理

智能物流解决方案,融合多项技术,提供全业务融合服务。美格智能物流方案融合 DMR、PDT、TETRA、MPT 等窄带专网技术和 4G/3G/2G、WLAN 等宽带技术,提供端到端的数据、语音、视频等功能,能实现语音调度指挥、多媒体集群、数据实时交互、协同作业等多种业务,在多种场景下实现多种网络协同工作,满足统一管理和调度的物流需求。

图 41: 智能物流

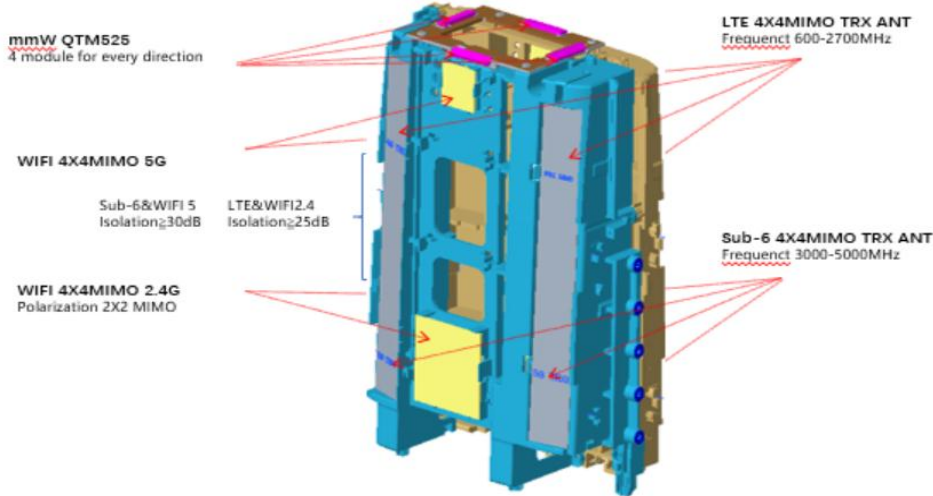


数据来源: 公司官网, 西南证券整理

3.4 具备前瞻意识, 5G 布局快人一步

在技术研发方面,美格智能是最早研发 5G 毫米波解决方案的企业之一,技术优良。研发团队中拥有二十位天线技术专家及五位热仿真专家,因此公司在 5G 整机天线及热仿真设计中都拥有较强的技术优势。公司不但保障了毫米波整机产品在高速传输情况下整机表壳温度不超过 60 度,同时通过极化设计等手段,使天线尺寸减少 28%,覆盖范围提升 15%,天线效率大于 50%,12 根天线设计可同时满足 Sub6G、毫米波及 Wi-Fi 6 的行业 OTA 指标要求。

图 42: 5G 毫米波整机设计



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

在 5G 模组方面, 美格智能是最早入局 5G 的模组企业之一, 5G 模组推出速度业内领先。美格智能从 2018 年开始进行 5G 研究。2019 年 6 月份推出 SRM815 系列 5G 工业级通信模组。2020 年美格智能率先和高通签署了骁龙 690 5G 方案授权, 是第一家拥有 5G SoC license 的物联网模组厂商, 并推出行业首款 5G 智能模组 SRM900。

图 43: 美格智能 5G 模组全家福



数据来源: 公司官网, 西南证券整理

高配置“智”造工厂, 助力 5G 模组生产。2020 年 9 月, 美格智能与杭州信息科技有限公司、杭州中实之江股权投资合伙企业合营成立硕格智能技术有限公司。硕格智能的硬件和软件实力均处于业界一流水平。目前, 硕格智能计划修建厂房面积 44000 平方米, 一期工程已建成 22000 平方米的无尘车间, 1000 平方米的可靠性测试中心, 22 条具有世界先进水平万级净化标准的 SMT 贴片 (表面组装技术)、组装、测试无尘自动化生产车间, 还有关于智能仓储与物流系统、环境 ORT、环保材料、失效分析、防水防尘、零部件可靠性等的多

个测试实验室。另外，硕格智能还专门配备了精益化 MES 管理系统和信息安全数据中心，适应 5G 模组对自动化率以及信息安全的高要求。

图 44：智能制造工厂



数据来源：公司官网，西南证券整理

美格智能乘春风，推出系列 5G FWA 产品的定制化解决方案。5G CPE 是 5G 的一大应用场景，也是目前的热门应用场景。美格智能走在行业前端，推出了 5G 室内 CPE、5G 室外 CPE、5G BOX 和 5G MiFi 产品的定制化解决方案，也为客户提供相应的 PCBA 和整机等相关解决方案，简化客户设计工作，加速客户整机产品的上市周期。

图 45：FWA 定制化解决方案

MEIG 美格

5G 敢为英雄
To be the Pioneer



5G室内CPE
SRT856W



5G室外CPE
SRT852



5G BOX
SRT830



5G室外MiFi
SRT872

www.meigsmart.com

数据来源：公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

1) 销量假设: 由于公司处于物联网高速增长赛道, 智能模组与定制化服务受到客户的欢迎, 且已做好 5G 布局, 参考前三年增速, 假设 2020 年-2022 年公司无线通信模组销量增速均为 50%。

2) 单价假设: 模组成熟产品价格历年都会有一定幅度的下滑, 参考模组历史价格情况结合产业链调研, 我们对公司的产品单价进行了假设。我们预测公司大部分的模组产品单价随着 5G 产品的逐渐应用, 单价降幅收窄, 假设 2020-2022 年平均单价分别同比增长-10%、-5%、0%。

3) 毛利率假设: 根据公司过往趋势, 同时随着公司技术的成熟、高端产品的上量, 毛利率呈现上涨趋势。假设无线通信模组及解决方案产品在 2020 年-2022 年的毛利率为 20%、20.5%和 21%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 7: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
无线通信模组 及解决方案产品	收入	701.0	946.3	1348.5	2022.8
	增速	22.8%	35.0%	42.5%	50.0%
	毛利率	20.4%	20.0%	20.5%	21.0%
技术开发服务	收入	94.6	94.6	94.6	94.6
	增速	13.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	54.6%	57.0%	57.0%	57.0%
精密组件	收入	66.2	1.4	0.0	0.0
	增速	-76.3%	-97.9%	-100.0%	-
	毛利率	-20.4%	-204.5%	0.0%	0.0%
其他业务	收入	71.1	92.4	120.1	156.2
	增速	25.6%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	7.8%	10.0%	10.0%	10.0%
合计	收入	932.8	1134.7	1563.2	2273.5
	增速	-5.8%	21.6%	37.8%	45.4%
	毛利率	20.0%	22.0%	22.3%	22.6%

数据来源: Wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取物联网模组行业中的三家主流公司，2021年三家公司平均PE为42倍，鉴于公司采取差异化竞争战略，智能物联网模组产品渗透率仍有较大提升空间，我们给予公司2021年50倍PE，对应市值46亿元，对应目标价25元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 8: 可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E
603236.SH	移远通信	211.65	1.66	2.20	3.54	5.56	87.91	95.29	59.15	37.63
300590.SZ	移为通信	25.25	1.00	0.40	0.70	0.97	36.01	60.19	34.55	25.03
300638.SZ	广和通	51.67	1.27	1.22	1.71	2.33	49.48	43.11	30.63	22.54
平均值							57.80	66.20	41.54	28.40

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 行业竞争加剧导致产品大幅降价风险;
- 产品研发进度不及预期风险;
- 疫情恢复不及预期导致下游需求疲软风险;
- 汇率波动风险。

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	932.84	1134.67	1563.22	2273.52	净利润	24.45	29.25	92.73	142.58
营业成本	746.07	885.07	1214.10	1758.98	折旧与摊销	17.68	4.78	4.78	4.78
营业税金及附加	3.58	4.35	6.00	8.72	财务费用	0.80	-0.49	-0.81	1.12
销售费用	21.10	38.58	43.77	59.11	资产减值损失	-5.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	115.22	172.70	191.03	277.84	经营营运资本变动	113.90	23.67	-123.66	-179.35
财务费用	0.80	-0.49	-0.81	1.12	其他	-120.86	-0.90	-3.01	1.41
资产减值损失	-5.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	30.85	56.31	-29.96	-29.46
投资收益	2.48	0.00	0.00	0.00	资本支出	55.44	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.24	0.12	0.14	0.15	其他	24.40	0.37	0.14	0.15
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	79.84	0.37	0.14	0.15
营业利润	19.00	34.58	109.26	167.91	短期借款	-54.49	-15.00	0.00	118.59
其他非经营损益	-0.17	-0.17	-0.17	-0.17	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	18.83	34.41	109.09	167.74	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-5.63	5.16	16.36	25.16	支付股利	-4.90	-4.89	-5.85	-18.55
净利润	24.45	29.25	92.73	142.58	其他	4.21	0.14	0.81	-1.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-55.17	-19.75	-5.04	98.93
归属母公司股东净利润	24.45	29.25	92.73	142.58	现金流量净额	56.26	36.93	-34.86	69.61
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	155.67	192.60	157.74	227.35	成长能力				
应收和预付款项	251.13	325.52	440.31	639.46	销售收入增长率	-5.76%	21.64%	37.77%	45.44%
存货	152.24	182.44	254.93	368.68	营业利润增长率	-59.42%	81.99%	215.99%	53.67%
其他流动资产	136.94	120.41	152.57	205.88	净利润增长率	-47.59%	19.60%	217.07%	53.76%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-47.77%	3.70%	191.32%	53.49%
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	16.17	15.06	13.96	12.85	毛利率	20.02%	22.00%	22.33%	22.63%
无形资产和开发支出	21.29	18.31	15.33	12.36	三费率	5.57%	18.58%	14.97%	14.87%
其他非流动资产	51.20	50.50	49.80	49.10	净利率	2.62%	2.58%	5.93%	6.27%
资产总计	784.64	904.84	1084.65	1515.68	ROE	4.45%	5.10%	14.05%	18.19%
短期借款	15.00	0.00	0.00	118.59	ROA	3.12%	3.23%	8.55%	9.41%
应付和预收款项	205.45	314.35	401.85	581.26	ROIC	5.15%	6.92%	18.52%	20.44%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.02%	3.43%	7.24%	7.64%
其他负债	15.11	17.40	22.84	31.84	营运能力				
负债合计	235.56	331.76	424.69	731.69	总资产周转率	1.11	1.34	1.57	1.75
股本	181.34	184.54	184.54	184.54	固定资产周转率	21.19	72.65	107.74	169.65
资本公积	171.50	168.30	168.30	168.30	应收账款周转率	4.05	4.59	4.73	4.90
留存收益	195.89	220.25	307.12	431.15	存货周转率	4.38	5.13	5.47	5.59
归属母公司股东权益	549.08	573.08	659.96	783.99	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.12%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	549.08	573.08	659.96	783.99	资产负债率	30.02%	36.66%	39.15%	48.27%
负债和股东权益合计	784.64	904.84	1084.65	1515.68	带息债务/总负债	6.37%	0.00%	0.00%	16.21%
					流动比率	2.99	2.50	2.38	1.98
					速动比率	2.34	1.94	1.78	1.47
					股利支付率	20.02%	16.72%	6.31%	13.01%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	37.48	38.87	113.23	173.81	每股收益	0.13	0.16	0.50	0.77
PE	132.14	110.49	34.85	22.66	每股净资产	2.98	3.11	3.58	4.25
PB	5.88	5.64	4.90	4.12	每股经营现金	0.17	0.31	-0.16	-0.16
PS	3.46	2.85	2.07	1.42	每股股利	0.03	0.03	0.03	0.10
EV/EBITDA	78.84	76.13	26.44	17.51					
股息率	0.15%	0.15%	0.18%	0.57%					

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
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
	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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn