



Research and  
Development Center

# 物联网模组龙头整装待发

—移远通信(603236)公司深度报告

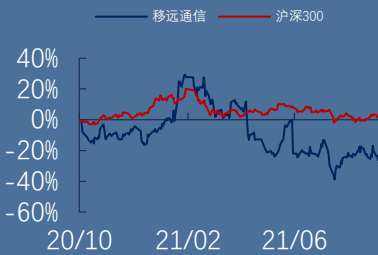
2021年10月13日

蒋颖 通信互联网首席分析师

S1500521010002

+86 15510689144

jiangying@cindasc.com

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司深度报告**
**移远通信 (603236)**
**投资评级**      **买入**
**上次评级**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价 (元)	158.31
52 周内股价波动区间 (元)	210.21-119.71
最近一月涨跌幅 (%)	-7.90
总股本 (亿股)	1.45
流通 A 股比例 (%)	67.80
总市值 (亿元)	231.21

资料来源：信达证券研发中心

蒋颖 通信行业首席分析师  
 执业编号：S1500521010002  
 联系电话：+86 15510689144  
 邮箱：jiangying@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO., LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

**移远通信：物联网模组龙头整装待发**

2021 年 10 月 13 日

**本期内容提要：**

◆**公司成立十载有余，市占率世界第一，已成为全球模组龙头企业。**公司前身移远有限公司于 2010 年 10 月设立，至今十年发展历史，目前公司模组出货量位居全球第一，龙头地位扎实。公司目前提供多品类、多制式的无线通信模组以及基于其行业应用的通信解决方案，产品广泛应用于车载运输、智慧能源、无线支付、智能安防、无线网关等众多领域。

◆**规模效应+渠道优势+研发能力夯实公司护城河，模组龙头未来可期。**公司作为模组龙头，深度掌握行业 knowhow，打造多品类、多制式的最全产品系列，作为“模组超市”享受规模优势；公司海内外渠道广泛，能够及时响应客户需求；公司研发能力及先发优势显著，车载业务市占率第一，合作车企众多，产品丰富且质量较高，稳定性及连接能力有保障，满足各类客户需求，长期成长曲线清晰。

◆**公司逐步重视精细化管理，未来在维持增速的同时有望改善盈利能力。**公司研发费用前置，随着公司新产品的推广，长期费用率具备下降空间；公司在规模扩张的同时，正逐步提高整体精细化管理能力，对于成本和费用的管控更加精细，长期具备较强规模效应，长期盈利能力有望逐步增强。

◆**投资建议：**物联网为长期黄金大赛道，移远通信作为物联网模组龙头企业，深度布局全赛道，在车载、5G 等高门槛赛道同样具备显著竞争优势，未来发展空间大。预计公司 2021-2023 年总营收分别为 87.71 亿元、120.72 亿元、166.50 亿元，对应 PS 分别为 2.6 倍、1.9 倍、1.4 倍，预计净利润分别为 3.55 亿元、5.72 亿元、8.67 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆**风险因素：**1、物联网行业发展不及预期；2、物联网行业竞争加剧引发价格战；3、新冠疫情反复蔓延

重要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	4,130	6,106	8,771	12,072	16,650
增长率 YoY %	53%	48%	44%	38%	38%
归属母公司净利润(百万元)	148	189	355	572	867
增长率 YoY%	-18.0%	27.7%	87.6%	61.3%	51.6%
毛利率%	21.2%	20.2%	20.0%	19.8%	19.7%
净资产收益率 ROE%	8.6%	10.1%	16.1%	21.4%	25.7%
EPS(摊薄)(元)	1.66	1.77	2.44	3.93	5.96
市盈率 P/E(倍)	95.84	90.05	65.19	40.43	26.67
市净率 P/B(倍)	8.27	9.11	10.48	8.65	6.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 12 日收盘价

## 目 录

一、全球领先模组厂商，布局多点开花	4
二、公司财务状况良好，未来发展前景可观	7
三、物联网为高景气赛道，通信模组兼具“率先受益+高确定性”	10
1、物联网产业链包含四大层级和两大核心驱动	10
2、模组是物联网产业链内最确定的受益环节	12
3、模组行业“东升西落”成定局，国内头部企业份额持续提升	14
四、盈利预测、估值与投资评级	16
1、盈利预测及假设	16
2、估值分析与投资评级	17
风险因素	18

## 表 目 录

表 1: 移远通信业绩预测	16
表 2: 估值对比表	17

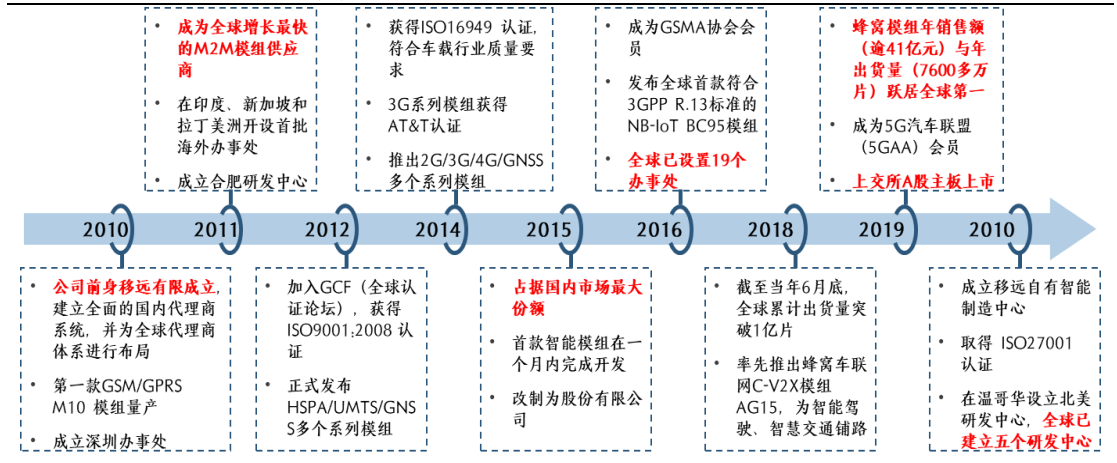
## 图 目 录

图 1: 成立十载销量跃居世界第一，全球布局多点开花	4
图 2: 公司股权架构稳定（截至 2021 年中报）	4
图 3: 公司产品主要应用场景	5
图 4: 公司覆盖产品品类众多、制式众多	5
图 5: 公司合作车企/tier1list 众多	6
图 6: 营业收入及其增速	7
图 7: 归母净利润及其增速	7
图 8: 公司营收情况（分地区）（单位：亿元）	7
图 9: 公司营收结构占比（分地区）	7
图 10: 公司毛利及毛利率情况	8
图 11: 期间费用（亿元）及期间费用率（%）	8
图 12: 公司人员分布及增长情况（个）	9
图 13: 公司各学历人员结构（个）	9
图 14: 物联网产业链全图谱	10
图 15: 物联网可分为近场通信、WLAN 无线局域网、广域网	11
图 16: 物联网下游应用三大发展阶段，驱动力各有不同	12
图 17: 4G 车载智能终端方案	12
图 18: 4G Cat1 模组方案	12
图 19: 全球蜂窝模组出货量及市场规模	13
图 20: 物联网四大层次发展顺序及价值量分布	13
图 21: 2020 年物联网连接数首次超非物联网连接数	14
图 22: 全球物联网连接数预测	14
图 23: 未来五年物联网市场规模预测（亿元）	14
图 24: 模组行业三大发展阶段及全球领先梯队模组公司一览表	15
图 25: 全球蜂窝物联网模组出货量市场份额变化	15
图 26: 2021Q2 全球蜂窝物联网模块收入份额	15

## 一、全球领先模组厂商，布局多点开花

自 2010 年成立以来，移远通信迅速成为全球发展最快的蜂窝模组供应商，现已成为全球领先的物联网解决方案供应商。公司前身移远有限于 2010 年 10 月设立，从事物联网领域的蜂窝通信模块产品的技术开发、产品开发与销售服务十余年，成为专业的物联网技术研发者和蜂窝通信模块的供应商，在行业中拥有领先的 GSM/GPRS、WCDMA/HSPA、LTE、NB-IoT 模块等产品解决方案以及丰富的行业经验，目前公司模组出货量位居全球第一，龙头地位扎实。公司始终坚持全球布局，每年持续在世界主要国家或地区建立办事处，开展科技创新与产品研发，不断提升核心竞争力，为公司快速发展提供强力支持。

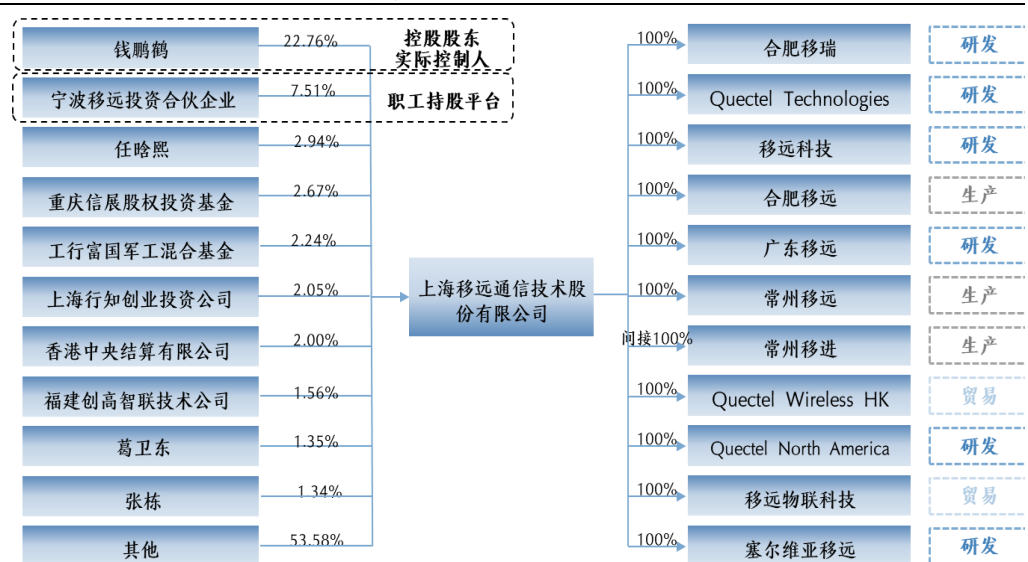
图 1：成立十载销量跃居世界第一，全球布局多点开花



资料来源：移远通信官网，信达证券研发中心

公司股权架构稳定，通过职工持股平台激励人才。公司的控股股东为钱鹏鹤先生，持有公司总股本的比例为 22.76%，为公司的控股股东。同时钱鹏鹤在股东宁波移远投资合伙企业持有 0.43% 的出资份额，宁波移远系公司的职工持股平台，由钱鹏鹤与其他公司高管作为有限合伙人拥有，持有公司 840 万股，占公司总股本的 7.51%。

图 2：公司股权架构稳定（截至 2021 年中报）



资料来源：移远通信 2021 中报，信达证券研发中心

公司主要产品包括 2/3/4/5G、LPWA 的无线通信模组以及基于其行业应用的通信解决方案，其产品广泛应用于车载运输、智慧能源、无线支付、智能安防、智慧城市、无线网关、智慧工业、智慧生活、智慧农业等众多领域。公司目前 LTE、LPWA、5G 以及车载业务快速增

长：**LTE及LTE-A系列模组**广泛运用于无线网关、车载运输、智慧工业等领域。**LPWA系列模组**广泛应用于远程抄表、智慧城市等领域，在业内得到了极大认可，市场份额领先。**5G系列**主要系公司具有先发优势，已支持1000多家终端客户项目落地。因此公司营业收入实现了快速增长。**车载模组**随着海内外智能网联汽车市场的不断发展而需求旺盛，公司为满足下游客户需求，不断提高产能。

图3：公司产品主要应用场景



资料来源：移远通信2020年报，信达证券研发中心

公司不断扩充品类打造“模组超市”，布局物联网模组各大产业线，范围囊括“全场景+全制式”。物联网下游应用场景具有碎片化特性，公司坚定拓展横向发展战略，持续深化拓各个品类下的其他细分垂直领域，截至2021年第二季度，公司产品涉及丰富的物联网细分场景并布局对应的销售体系和响应机制，覆盖车联网、移动支付、智能家居、智慧城市、无线网关、智能表记、智慧工业、智慧农业等多个领域，并且涵盖蜂窝2/3/4/5G、LPWA等多种制式，一旦下游有爆发点，公司将率先受益。

图4：公司覆盖产品品类众多、制式众多



资料来源：移远通信2020年报，信达证券研发中心整理

公司率先发力车载模组领域，合作车企众多。公司AG35LTE和AG52xRLTE-A车规级模组已支持全球30多家整车厂实现车载智能连接，积累较为丰富的量产经验，蓄力后期深度合作

作。同时，公司新闻披露，在车联网领域，公司已与全球超过 60 家主流 Tier1 供应商和 30 多家知名整车厂合作，包括联友科技、马瑞利等 Tier1 供应商，长城、华人运通、一汽红旗、上汽通用、蔚来、理想等知名车企，完成了近 50 个项目的交付量产。

图 5：公司合作车企/tier1list 众多



资料来源：移远通信公众号，信达证券研发中心整理

## 二、公司财务状况良好，未来发展前景可观

受益于业务持续且稳定的发展，公司营业收入和归母净利润均呈现增长态势，发展前景良好。营收方面，公司总营收从2015年的3.03亿元增加到2020年的61.06亿元，年复合增长率为82.30%。2021年上半年，公司已实现43.16亿元的营收，同比增长72.82%。利润方面，公司归母净利润从2015年的0.26亿元增加到2020年的1.89亿元，年复合增长率为48.36%。2021年上半年，公司归母净利润达1.33亿元，同比增长91.63%。营收和利润的增长主要得益于公司LTE、LTE-A、LPWA以及5G模组业务量的提升；此外2020年度公司车载前装业务量大幅增长，已为全球60余家Tier1供应商及超过30家全球知名主流整车厂提供服务，客户需求日益增长，公司发展前景良好。

图6：营业收入及其增速

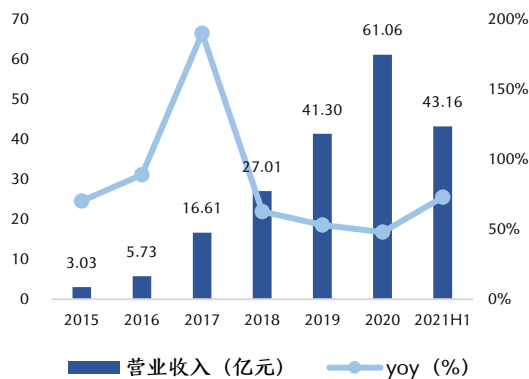
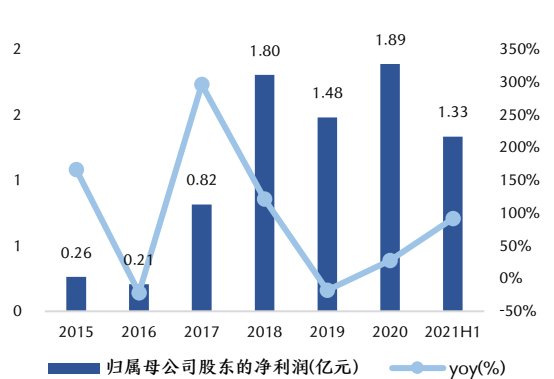


图7：归母净利润及其增速



资料来源：wind，信达证券研发中心

资料来源：wind，信达证券研发中心

收入结构方面，公司产品的销售区域主要分为海外市场和中国大陆市场，基本稳定在4:6的水平。整体来看，公司海内外齐发展，整体来看，中国大陆市场占比稳定在60%左右，海外占比40%左右。根据最新半年报显示，公司2021年H1海外收入16.6亿元，占比为38.5%，稳定的海外业务量也持续支撑公司毛利水平。

图8：公司营收情况（分地区）（单位：亿元）

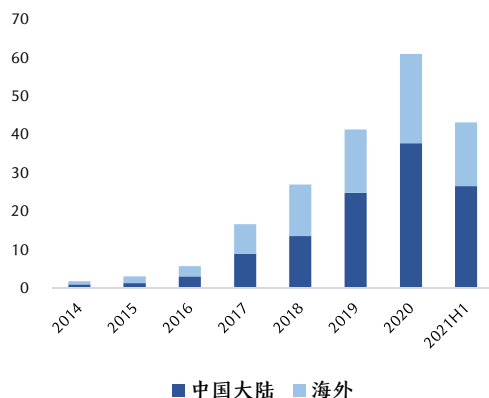
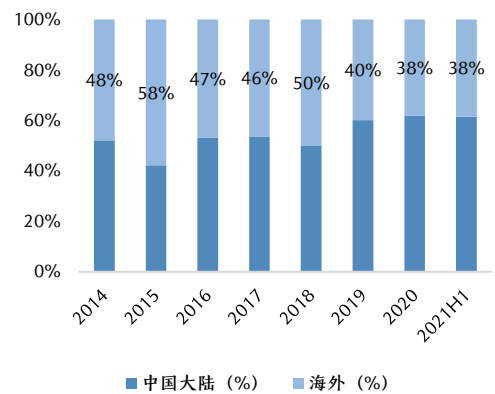


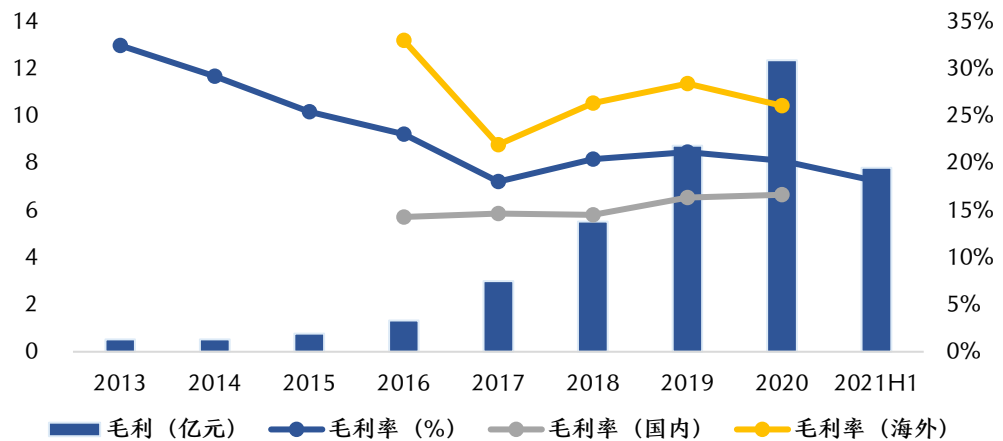
图9：公司营收结构占比（分地区）



资料来源：wind，信达证券研发中心

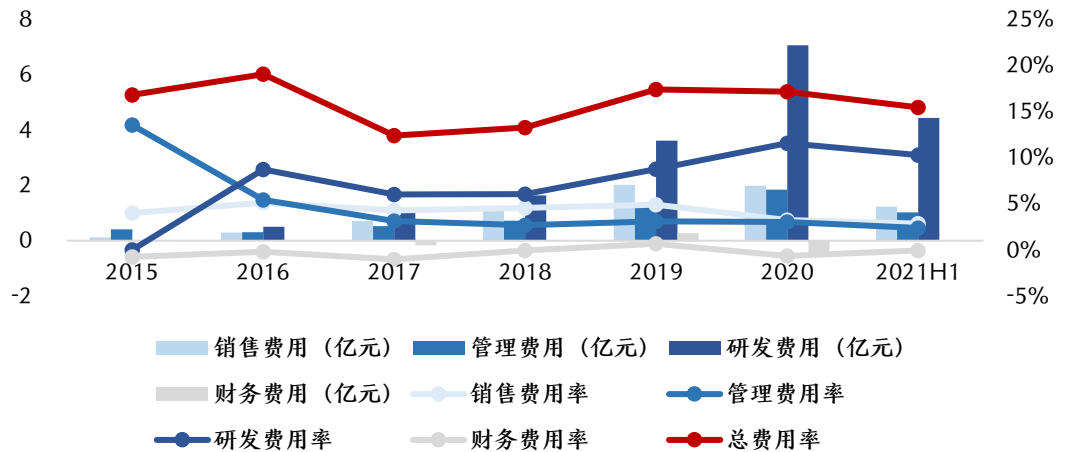
资料来源：wind，信达证券研发中心

毛利率方面，公司毛利率近年整体稳定在20%左右，境外毛利率相对境内较高，主要系境外市场整体售价高于国内。随着公司大力自建产能，有望降低制造成本，提升毛利率。2019年，公司在合作加工制造商的基础上，自建了智能制造中心，其中合肥智能制造中心已实现月产能超400万片。通过建设合肥智能制造中心，公司积累了生产运营管理经验，并提升了完整规划建设智能制造中心的能力，为常州智能制造中心的建设提供了保障，常州智能制造中心预计2021年可投入使用。

**图 10: 公司毛利及毛利率情况**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

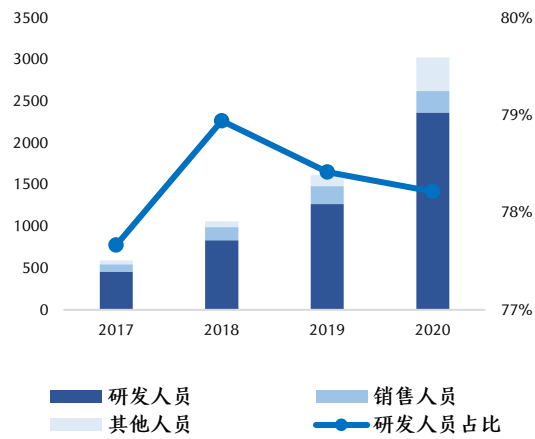
在期间费用方面,公司总费率基本保持稳定在 15%,始终保持高水平研发投入。管理费用、销售费用与营业收入同步增长,因此相关费用率平稳。2021 年 H1 公司管理费用 1.03 亿元,管理费用率 2.38%,整体维持平稳,管理费用主要用于公司日常经营管理人员数量及薪酬支付,以及日常办公支出;2021 年 H1 公司销售费用 1.23 亿元,销售费用率 2.85%,销售费用主要用于营销投入及建设营销队伍、完善海内外布局;财务费用在整体占比较低,影响较小。公司高度重视并始终保持高水平研发投入,研发费用率维持高位水平,2021 年 H1 达到 4.44 亿元,研发费用率 10.28%。

**图 11: 期间费用 (亿元) 及期间费用率 (%)**


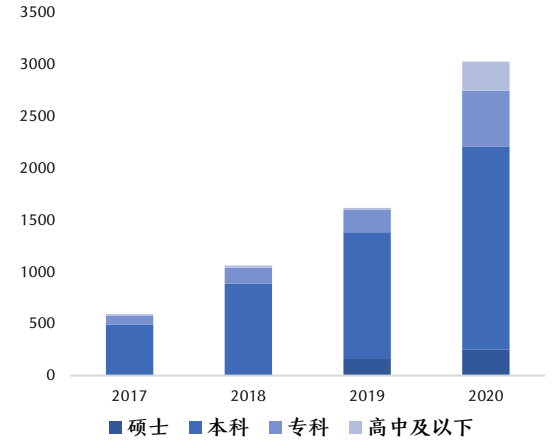
资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司的高水平研发投入有多方面成果体现。2020 年公司在佛山设立了研发中心,目前已拥有上海、合肥、佛山、贝尔格莱德、温哥华五处研发中心,为公司快速发展提供强劲支持。在知识产权方面,截至 2020 年,公司已取得授权的专利 135 项,商标 67 项;软件著作权 136 项。此外公司还参与 CCSA 行业标准的制定、3GPP 国际标准制定,推动物联网行业技术标准的发展和落地。在人员方面,截至 2020 年,公司有研发人员 2366 人,占比 78.21%。公司本科及以上学历人员 2209 人,占比 73.02%。



**图 12: 公司人员分布及增长情况 (个)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

**图 13: 公司各学历人员结构 (个)**


资料来源: wind, 信达证券研发中心

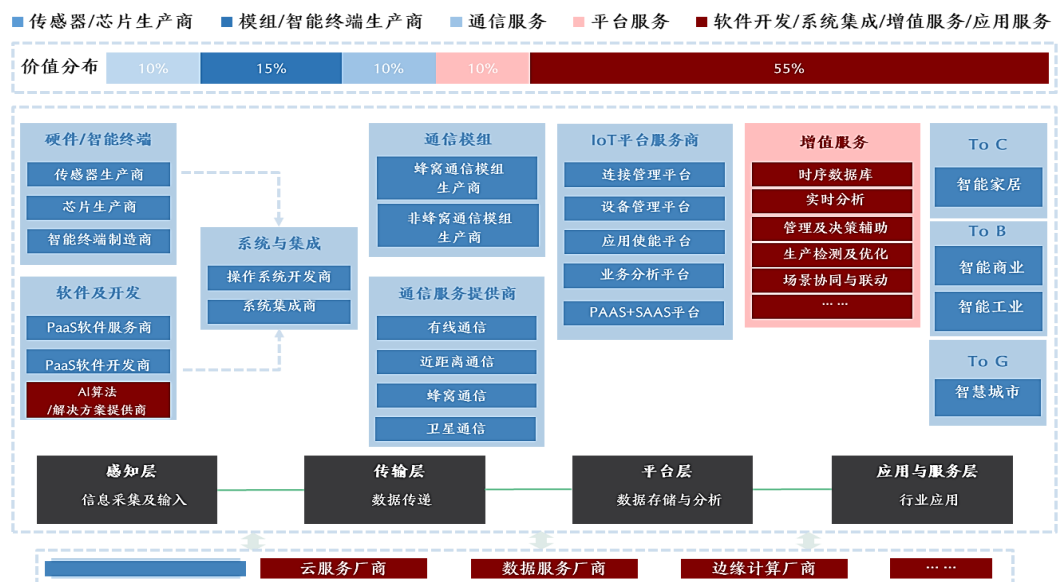
### 三、物联网为高景气赛道，通信模组兼具“率先受益+高确定性”

物联网是我们坚定看好的长期确定性投资方向，我们认为“技术路径演进+智能互联应用爆发”为两大核心驱动因素，而模组作为物联网产业链四大层级的底层，具备“率先受益性+高确定性”，根据 Counterpoint 数据，从蜂窝模组出货量来看，预计 2024 年出货量超 7.8 亿片，五年 CAGR 为 22.63%；从市场规模来看，预计 2024 年全球蜂窝模组市场空间将达到 115 亿美元，五年 CAGR 为 26.15%。

#### 1、物联网产业链包含四大层级和两大核心驱动

物联网产业链分为四大层级五大服务，平台层、应用与服务层占据较大附加值，为物联网核心价值所在。物联网产业链自下而上分别为感知层、传输层、平台层、应用及服务层，感知层通过各类芯片和传感器等对物理世界的信息进行采集归纳，通过模组连接传输层进行信息的传递，平台层对接收到的信息进行有效整合与存储，最终落实到应用及服务层进行处理和运作。物联网产业链强调 AI 解决方案及开放平台，因此价值量主要分布于平台和应用及服务层，其中软件开发/系统集成/增值服务/应用服务类别价值占比最高，达到 55%。

图 14：物联网产业链全图谱

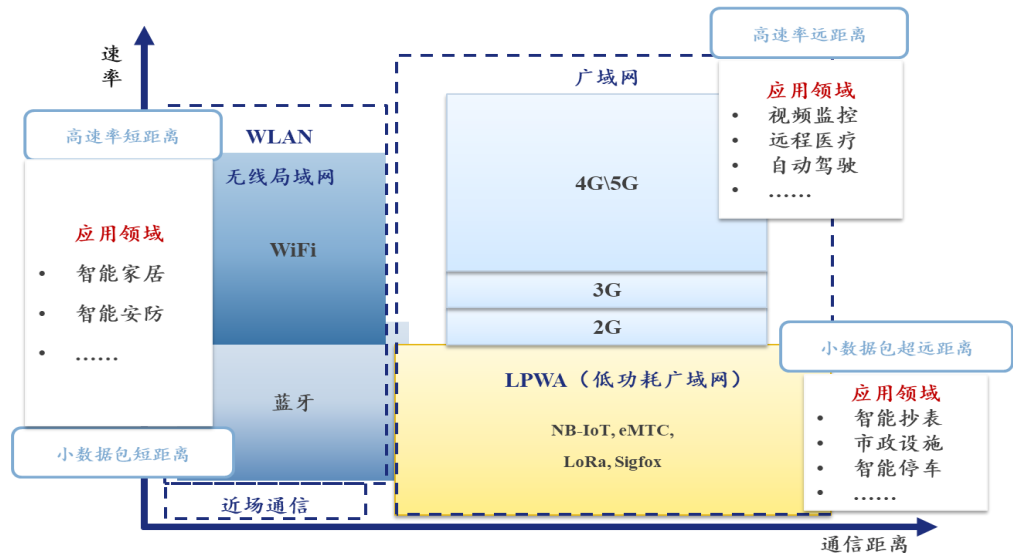


资料来源：亿欧，《2021 全球 AIoT 开发者生态白皮书》，信达证券研发中心

物联网行业是我们坚定看好的长期确定性投资方向，我们认为“技术路径演进+智能互联应用爆发”为两大核心驱动因素，从技术路径来看，物联网高中低速率齐发力，为下游应用的发展奠定了坚实的网络基础，从智能互联应用的发展来看，以智能家居、智能安防、智能穿戴、智能网联汽车等为代表的物联网新应用有望相继爆发，物联网长期发展具备“高确定性+高成长性”。

1) 技术路径演进：物联网在技术路线上，高中低速均迎来转折点，将加速行业的发展。① 高速率层面 5G 制式升级，4G 升级为 5G，高速率、低延时、广连接三大特性较 4G 更好适配物联网行业发展；② 中低速率层面 LPWA(低功率广域网)演进，NB/Cat 1 加速替换 2G/3G，实现低功耗的远距离传输，满足窄带业务需求。

图 15: 物联网可分为近场通信、WLAN 无线局域网、广域网

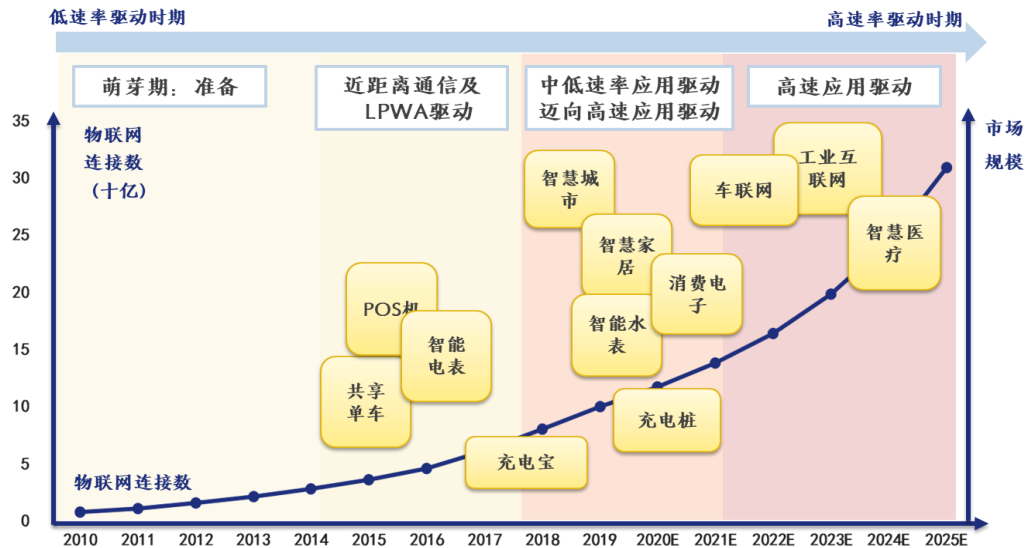


资料来源：鲜果课堂，信达证券研发中心整理

**2) 智能互联应用爆发：**2020 年，物联网连接数首超非物联网连接数，对标移动互联网发展路径，智能手机出货量首超 PC 出货量提前预示移动互联网的大规模爆发，我们认为物联网连接数拐点同样预示下游智能互联应用的爆发机会。物联网自身行业特性决定下游智能应用爆发将按照“分段爆发、循序渐进”的节奏，基本按照下游应用通信距离由近到远、速率由低到高驱动诞生，可以分为三大发展阶段，驱动力各有不同：

- **近距离通信及 LPWA 驱动阶段：**物联网按照通信距离可分为近距离及远距离，近距离通信主要有近场通信和 WLAN，WLAN 包含蓝牙及 wifi 技术，除 wifi 以外，近距离通信均为低速率通信；远距离包含低速的 LPWA(低功耗广域网)及高速的蜂窝 2/3/4/5G。第一阶段的物联网下游爆发主要涉及低速率通信应用，以 WLAN 及 LPWA 为主，如 POS 机和智能表计，低速业务技术门槛较低，最早爆发。
- **中低速率应用驱动迈向高速应用驱动阶段：**第二阶段物联网智能应用的爆发驱动力呈现明显的过渡趋势，由中低速率驱动，过渡到高速驱动，比如该阶段的智能水表、智能家居热度较高，均属于中低速驱动，主要是由于中低速技术切入较快，生活实用场景广泛。此外，高速驱动应用初现形态，在消费电子领域已经逐步有搭载 5G 联网功能的笔电，其超高速率、极少卡顿等流畅体验感让用户可以更好的享受笔电带来的工作+娱乐等多种功能，目前尚未爆发，但已具备量产能力。
- **高速应用驱动阶段：**物联网应用爆发后期，主要掣肘因素在于技术难关，高速业务以 5G 为主，主要应用领域也是如自动驾驶、远程医疗等高精尖领域，对技术要求高，应用爆发也会相应延后。

图 16: 物联网下游应用三大发展阶段, 驱动力各有不同

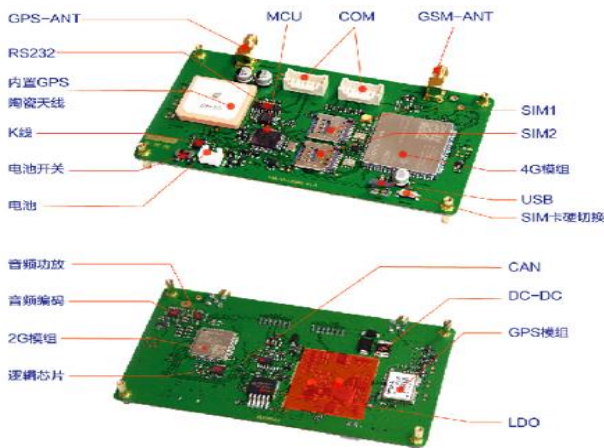


资料来源: IoT Analytics, 信达证券研发中心整理

## 2、模组是物联网产业链内最确定的受益环节

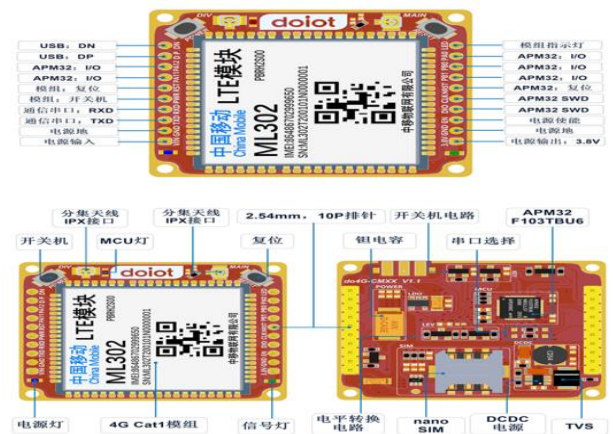
通信模组是各类物联网行业终端实现通信功能的核心部件, 是万物互联的桥梁。通信模组通常由 PCB 板硬件和嵌入式软件两部分组成, 其中 PCB 板又集成了基带芯片、存储芯片、射频芯片、天线及其他功能器件, 嵌入式软件包含运行的软件环境以及协议栈等。通信模组最核心的作用即“联网”, 将各行业物联网终端联网并实现端到端、端到后台的数据交互, 其本质是数据联接和传输的桥梁, 常见的无线通信模组有 Wi-Fi 模组、2/3/4/5G 模组、蓝牙模组、NB-IoT 模组、Lora 模组等。

图 17: 4G 车载智能终端方案



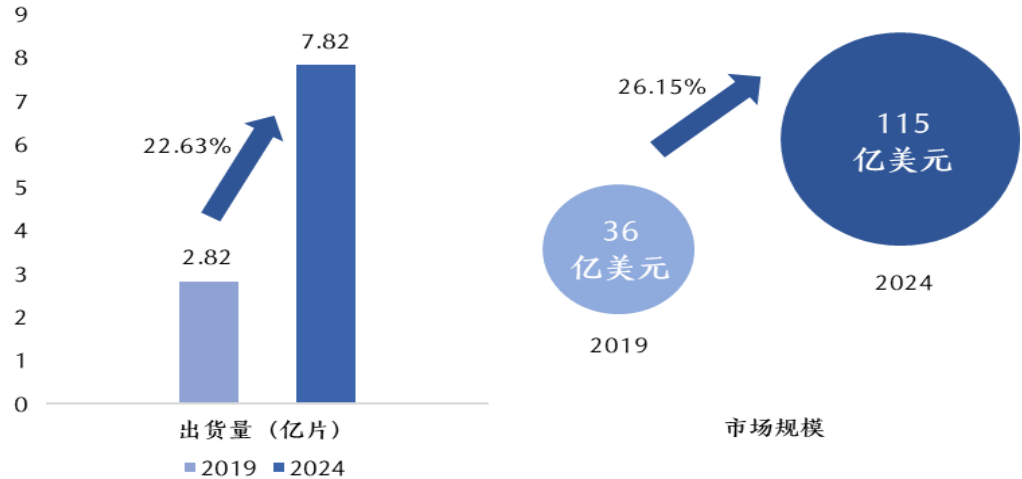
资料来源: 车智杰, 信达证券研发中心

图 18: 4G Cat1 模组方案



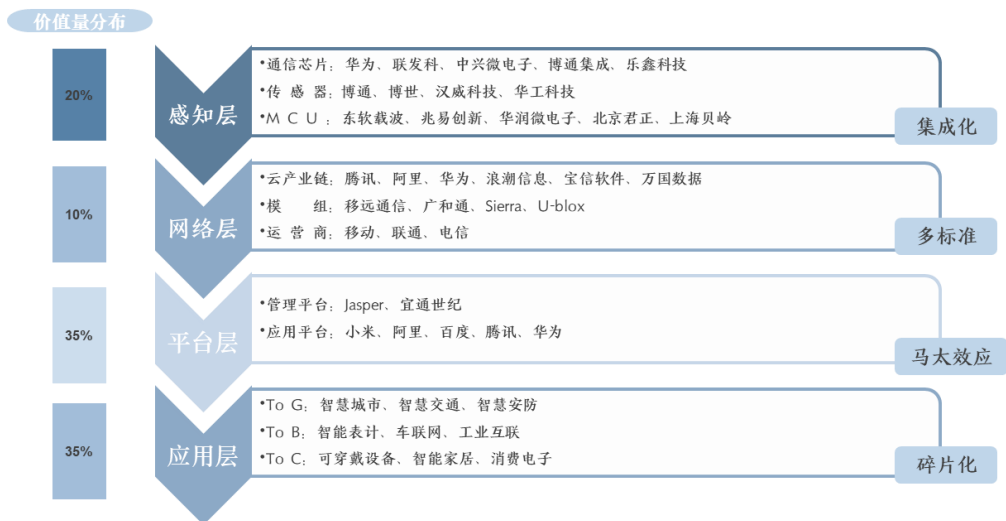
资料来源: 度云商城, 信达证券研发中心

模组是物联网产业链“率先受益+高确定性”环节: (1) 率先受益: 物联网产业发展是遵循自下而上的顺序, 模组位于物联网产业链最底层感知层, 将享受产业发展规律的红利, 率先发展; (2) 高确定性: 模组具有“全包性”, 即任何终端都需要模组, 随着物联网连接数的大幅增长, 模组需求端有望持续强劲。根据 Counterpoint 数据, 从出货量来看, 2020 年全球蜂窝模组出货 2.65 亿片, 预计 2024 年出货量超 7.8 亿片, 2019-2024 年 CAGR 为 22.63%; 从市场规模来看, 2019 年市场空间为 36 亿美元, 预计 2024 年全球市场空间将达到 115 亿美元, 2019-2024 年 CAGR 为 26.15%。

**图 19: 全球蜂窝模组出货量及市场规模**


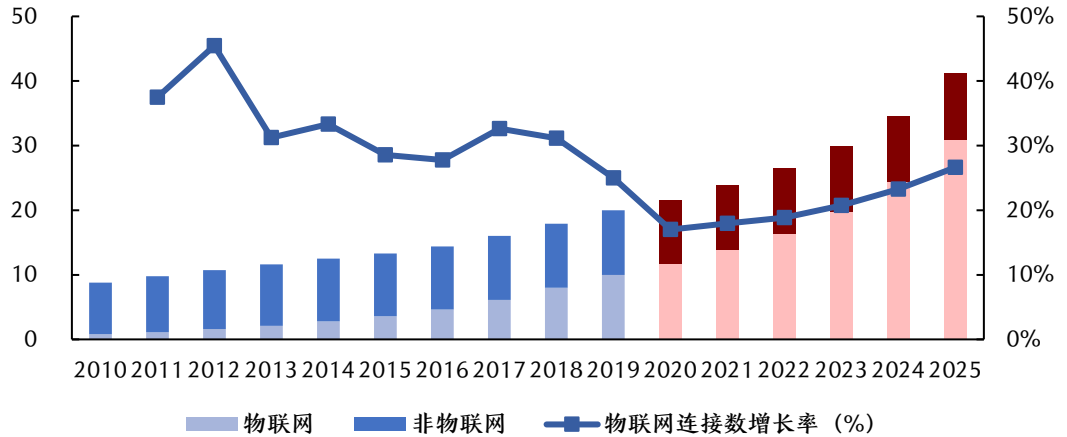
资料来源: counterpoint, 信达证券研发中心整理

**1) 率先受益:** 物联网产业的发展顺序符合自下而上的逻辑, 感知层和网络层(模组)率先发展, 平台层和应用层在前者基础上才能得到快速发展。物联网产业链自下而上分别为感知层、网络层、平台层、应用层, 感知层通过各类芯片和传感器等对物理世界的信息进行采集归纳, 通过模组连接网络层进行信息的传输, 平台层对接收到的信息进行有效整合与存储, 最终落实到应用层进行处理和运作, 服务于日常工作和生活。因此物联网产业发展, 第一步是感知和连接的发展, 感知层主要对应各类传感器、芯片及**模组**公司。

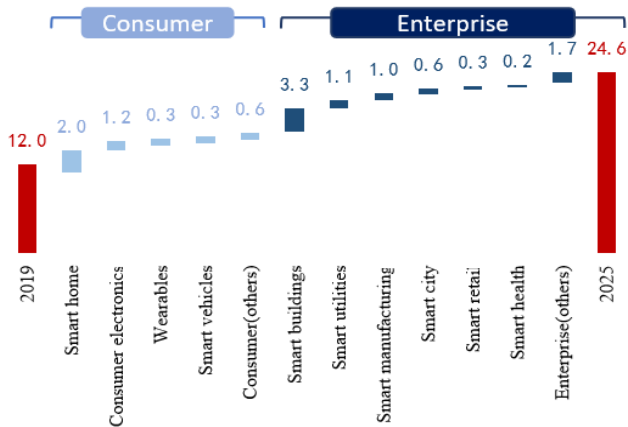
**图 20: 物联网四大层次发展顺序及价值量分布**


资料来源: C114, 信达证券研发中心整理

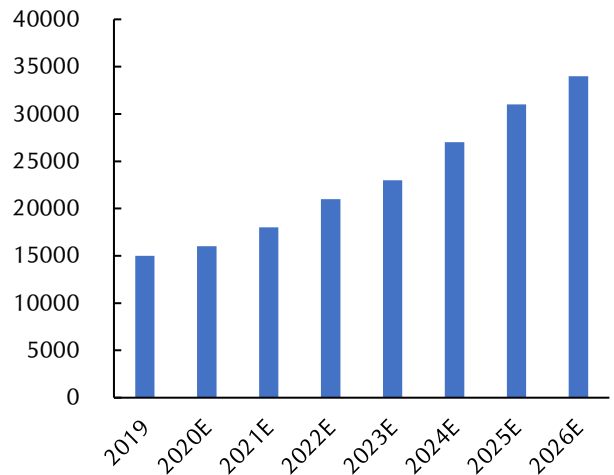
**2) 高确定性:** 模组与连接数强相关, 模组需求最具确定性, 未来百亿连接数对应模组空间**破 115 亿美元**。模组与连接数存在强对应性, 不同种类的物联网终端必须借助模组进行通信, 或一比一对应, 或一个终端需要多个模组, 简言之模组与连接数是强关联的, 物联网发展, 首先会带动模组出货量的抬升, 2020 年物联网连接数首超非物联网, 行业拐点出现。根据 GSMA 的预测, 从 2019 年到 2025 年, 全球物联网连接数将从 120 亿增长到 246 亿, 复合增速达到 17%, 其中智慧建筑 (smart buildings) 和智慧家庭 (smart home) 对连接数的贡献较多。国内的物联网市场也蓬勃发展, 连接数的爆发将带动一系列物联网产业链的盈利, 根据智研咨询的数据显示, 2020 年国内物联网产业链市场规模可超 1.6 万亿元, 到 2025 年可突破 3 万亿规模, 复合增长率达到 13% 左右。

**图 21：2020 年物联网连接数首次超非物联网连接数（十亿）**


资料来源：IoT Analytics，信达证券研发中心整理

**图 22：全球物联网连接数预测**


资料来源：GSMA，信达证券研发中心

**图 23：未来五年物联网市场规模预测（亿元）**


资料来源：智研咨询，信达证券研发中心

### 3、模组行业“东升西落”成定局，国内头部企业份额持续提升

通信模组行业最先诞生自海外，但借助国内的工程师红利及政策红利，国内模组企业崛起迅速，目前国内企业出货量已经远超海外企业，“东升西落”成为定局。

全球模组行业发展经历三大阶段：海外先导期、国内井喷期、竞争格局初定期：

**1) 海外先导期：**海外发达国家如加拿大、美国、英国、德国等在物联网发展上率先起步，因此较早催生了模组行业的导入与发展，并且由于发达国家存在通信标准定制的较高话语权，模组在海外市场享有发展便利性，因此模组行业发展早期以海外企业为主，几大海外模组龙头企业均诞生于该时期，如 Telit 诞生于 1986 年、Sierra Wireless 成立于 1993 年等；

**2) 国内井喷期：**2012 年后随着国内智能手机出货量首超 PC 出货量，移动互联网迈入爆发期，摩拜单车的智能锁带来了第一波物联网的爆发，2015 年线下扫码的移动支付推动了 POS 机的普及，引领第二波物联网应用爆发，国内模组企业进入井喷期；

**3) 竞争格局初定期：**在经历近三年的价格战后，国内模组行业留存下具有实力与可持续发展的企业，同时国内模组企业向海外进军，竞争格局初步稳定，伴随移远通信模组出货量成

为全球第一，国内赶超国外的趋势日益显著，目前国内企业出货量已经远超海外企业。

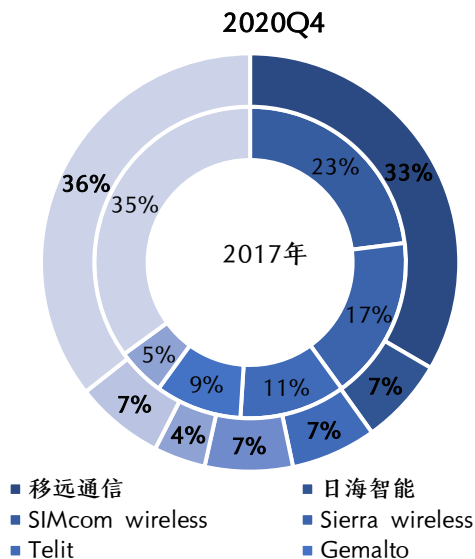
图 24：模组行业三大发展阶段及全球领先梯队模组公司一览表

2015年前		2015-2018年		2018年后	
第一阶段：海外先期，Sierra、Telit 抢先发力。		第二阶段：国内井喷期，芯讯通、移远通信后发制人。		第三阶段：格局稳定期，龙头企业初步固定。	
公司	公司概况	市值(亿元, 2021/10/12)	2020年营收(亿元)	2020年毛利率	主要应用领域
Sierra	1993年成立于加拿大，业内最老牌模组公司之一，从事无线技术和解决方案，目前逐渐转向平台商。	37.60	29.27	35.4%	车载、工业、商业、公共安全等
Telit	1986年成立，开发和销售蜂窝、GNSS、短至远程无线模块等，提供PaaS，包括M2M托管和增值服务等。	26.94	22.42	35.35%	车载、工业、能源、智慧城市等
移远通信	国内收入规模最大的模组公司，从事物联网领域蜂窝通信模块及其解决方案的设计，研发与销售服务。	231.21	61.06	20.23%	移动支付、车载、能源、智慧城市等
日海智能	提供物联网无线通讯模组、物联网云平台及智能物联网端到端解决方案服务等。	42.49	37.83	11.74%	移动支付、表计、安防、共享单车等
广和通	从事无线通信模块及其应用行业的通信解决方案的设计，研发与销售服务。	56.55	27.44	28.31%	移动支付、车载、笔电、安防等
有方科技	专注于M2M物联网无线通信产品和服务，提供多种通讯制式的工业模块产品以及工业物联网解决方案。	20.54	5.74	14.67%	移动支付、表计等

资料来源：wind，信达证券研发中心整理

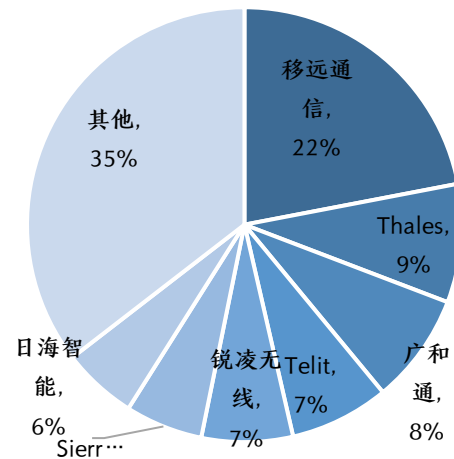
国内模组企业弯道超车，出货量远超海外企业，市场份额不断扩大。国内模组企业虽然发展较晚，但充分享受工程师红利，且国内移动支付、智能表计需求端和政策支持共同发力，国内模组出货量不断增加，且国内模组企业海外渠道陆续搭建完成，国内销量叠加出口海外，出货量节节攀升。根据 Counterpoint 统计数据显示，在 2017 年前，全球模组企业基本呈现海外龙头占据多数市场份额的局面，以 SIMcom 和 Sierra 为主；在 2018 年移远通信出货量爆发后，国内模组企业迅速崛起，截至 2020 年四季度，Counterpoint 数据显示移远通信模组出货量全球占比已经达到 25%，日海智能也占据 17% 的份额，广和通占据 7%，国内远超前。根据 Counterpoint 最新数据显示，2021Q2 移远通信、广和通和 Telit 是全球蜂窝物联网模块收入排名的前三名，占总收入的近四成，前三大企业国内企业占据两个席位，表现出色。

图 25：全球蜂窝物联网模组出货量市场份额变化



资料来源：Counterpoint，信达证券研发中心整理

图 26：2021Q2 全球蜂窝物联网模块收入份额



资料来源：Counterpoint，信达证券研发中心

## 四、盈利预测、估值与投资评级

### 1、盈利预测及假设

物联网行业整体发展趋势良好,伴随 5G 进程稳中有升、2/3G 加速退网向 LPWA 窄带迁移、下游物联网终端应用点阵式爆发在即,模组行业具备率先受益的确定性,公司业务线广阔,打造全品类模组超市,各条产品线未来需求均有望受益于行业下游起量红利,未来空间较大,成长确定性强。

公司主营业务基本假设如下:

**1) GSM/GPRS 系列:** 2G 类别,多应用于智能计量、移动支付等领域,主要提供短信、数据传输及语音服务等,伴随 2/3G 退网, GSM/GPRS 系列产品需求逐年稳步减少,预计未来占比将持续降低;

**2) WCDMA/HSPA 系列:** 3G 类别,广泛应用于智慧安防、智能计量、移动支付等领域,提供数据和图像传输功能,目前也伴随 3G 退网而逐步降低产量,预计未来几年收入增速持续保持负增长;

**3) LTE 系列:** 4G 类别,应用于无线支付、车载运输、智慧能源、无线网关、智慧城市、智能安防等多个领域,具备大数据快速传输的能力,为公司目前营收占比最大板块,是未来发力发展方向之一,预计未来继续保持稳定增速,空间巨大;

**4) LPWA 系列:** 即低功耗窄带物联网,包括 NB-IoT 等,应用于低带宽、低功耗、远距离、大量连接的泛物联网终端,满足海量链接的需求,智能家居、智慧城市、共享单车等领域均有应用,目前是公司业务体量排名第二的产线,预计未来将保持现有增速,成长性确定;

**5) GNSS 系列:** 定位模块,主要用于车载运输、个人追踪、手持设备等领域,米钱体量较小,预计未来保持匀速稳定发展;

**6) EVB 工具及其他:** 为用户提供各类开发板或开发套件,缩短客户新品的上市周期,目前体量不大,预计未来保持现有增速持续增长;

**7) 5G 系列:** 包括工规级和车规级 5G 模组,应用于车载、工业路由、家庭网关、笔记本电脑等领域,公司高研发率先切入 5G,目前卡位优势初步彰显,5G 产品毛利较高且进入门槛较高,未来将是公司重点研发方向之一,预计成长较快。

表 1: 移远通信业绩预测

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	4,130	6,106	8,771	12,072	16,650
同比(%)	53%	48%	44%	38%	38%
归属母公司净利润	148	189	355	572	867
同比(%)	-18.0%	27.7%	87.6%	61.3%	51.6%
毛利率(%)	21.2%	20.2%	20.0%	19.8%	19.7%
ROE(%)	8.6%	10.1%	16.1%	21.4%	25.7%
EPS (摊薄) (元)	1.66	1.77	2.44	3.93	5.96
P/E	95.39	89.63	64.88	40.24	26.54
P/B	8.23	9.07	10.43	8.61	6.83

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2021 年 10 月 12 日收盘价



## 2、估值分析与投资评级

我们选取广和通、美格智能、有方科技等模组公司作为可比上市公司，2022 年三家模组上市公司平均 PE 为 27.5 倍，物联网为长期黄金大赛道，移远通信作为物联网模组龙头企业，深度布局全赛道，在车载、5G 等高门槛赛道同样具备显著竞争优势，未来发展空间大。预计公司 2021-2023 年总营收分别为 87.71 亿元、120.72 亿元、166.50 亿元，对应 PS 分别为 2.6 倍、1.9 倍、1.4 倍，预计净利润分别为 3.55 亿元、5.72 亿元、8.67 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：估值对比表

公司	代码	股价 (元)	市值 (亿元)	PS			PE		
				21E	22E	23E	21E	22E	23E
广和通	300638.SZ	43.5	179.8	4.4	3.1	2.2	42.6	30.7	23.5
美格智能	002881.SZ	31.9	58.9	3.2	2.1	1.5	49.8	32.1	21.0
有方科技	688159.SH	22.4	20.5	1.8	1.2	0.9	32.4	19.6	11.7
平均估值				3.1	2.1	1.5	41.6	27.5	18.7
<b>移远通信</b>	<b>603236.SH</b>	<b>159.1</b>	<b>231.2</b>	<b>2.6</b>	<b>1.9</b>	<b>1.4</b>	<b>66.8</b>	<b>40.8</b>	<b>26.5</b>

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 10 月 12 日收盘价

## 风险因素

---

### 1、物联网行业发展不及预期

物联网行业受制于迅速的技术变革、不断变化的行业标准、不断变化的法规以及不断变化的客户需求，市场的规模和增长速度具有不确定性，一旦发展不及预期，行业增速或降缓，公司各项业务将会有受损风险。

### 2、物联网行业竞争加剧引发价格战

物联网行业持续高速增长，未来持续高增长的市场规模将吸引更多的竞争者进入该领域，市场竞争程度将愈发激烈。公司现有和潜在竞争对手如果以更低的价格提供产品和服务，有可能导致公司已有客户的流失，公司被动降低产品价格，导致利润下降，无法维持稳定经营。

### 3、新冠疫情反复蔓延

当前新冠病毒的变异导致新冠疫情存在反复蔓延的趋势，会影响到正常的复工复产的节奏，从而影响到产业和公司的发展。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>流动资产</b>	<b>2,558</b>	<b>3,711</b>	<b>5,348</b>	<b>7,208</b>	<b>9,997</b>	
货币资金	601	611	926	1,115	1,584	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	481	872	1,214	1,671	2,305	
预付账款	15	88	127	176	243	
存货	724	1,438	2,071	2,857	3,948	
其他	415	749	1,076	1,481	2,044	
<b>非流动资产</b>	<b>374</b>	<b>890</b>	<b>880</b>	<b>872</b>	<b>864</b>	
长期股权投资	0	40	40	40	40	
固定资产(合计)	159	572	585	596	605	
无形资产	54	94	85	76	68	
其他	161	184	170	159	151	
<b>资产总计</b>	<b>2,932</b>	<b>4,601</b>	<b>6,229</b>	<b>8,080</b>	<b>10,861</b>	
<b>流动负债</b>	<b>1,217</b>	<b>2,643</b>	<b>3,932</b>	<b>5,318</b>	<b>7,403</b>	
短期借款	237	873	1,457	1,969	2,841	
应付票据	851	1,495	2,154	2,971	4,106	
应付账款	29	69	100	138	190	
其他	101	206	221	240	266	
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	<b>89</b>	
长期借款	0	89	89	89	89	
其他	0	0	0	0	0	
<b>负债合计</b>	<b>1,217</b>	<b>2,733</b>	<b>4,021</b>	<b>5,407</b>	<b>7,493</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司股东权益	1,715	1,869	2,207	2,673	3,368	
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,932</b>	<b>4,601</b>	<b>6,229</b>	<b>8,080</b>	<b>10,861</b>	

重要财务指标		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	4,130	6,106	8,771	12,072	16,650	
同比(%)	53%	48%	44%	38%	38%	
归属母公司净利润	148	189	355	572	867	
同比(%)	-18.0%	27.7%	87.6%	61.3%	51.6%	
毛利率(%)	21.2%	20.2%	20.0%	19.8%	19.7%	
ROE%	8.6%	10.1%	16.1%	21.4%	25.7%	
EPS(摊薄)(元)	1.66	1.77	2.44	3.93	5.96	
P/E	95.39	89.63	64.88	40.24	26.54	
P/B	8.23	9.07	10.43	8.61	6.83	
EV/EBITDA	137	136	59	41	29	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>营业总收入</b>	<b>4,130</b>	<b>6,106</b>	<b>8,771</b>	<b>12,072</b>	<b>16,650</b>	
营业成本	3,256	4,871	7,018	9,680	13,377	
营业税金及附加	7	8	11	15	21	
销售费用	202	198	281	362	500	
管理费用	128	184	272	362	500	
研发费用	362	707	877	1,135	1,465	
财务费用	27	-41	-5	-6	-17	
减值损失合计	-18	-22	0	0	0	
投资净收益	2	-4	0	0	0	
其他	13	51	20	20	20	
<b>营业利润</b>	<b>145</b>	<b>173</b>	<b>338</b>	<b>545</b>	<b>826</b>	
营业外收支	0	5	0	0	0	
<b>利润总额</b>	<b>145</b>	<b>179</b>	<b>338</b>	<b>545</b>	<b>826</b>	
所得税	-3	-10	-17	-27	-41	
<b>净利润</b>	<b>148</b>	<b>189</b>	<b>355</b>	<b>572</b>	<b>867</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>148</b>	<b>189</b>	<b>355</b>	<b>572</b>	<b>867</b>	
EBITDA	200	201	463	667	936	
EPS(当年)(元)	1.66	1.77	2.44	3.93	5.96	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-144</b>	<b>-399</b>	<b>-157</b>	<b>-123</b>	<b>-148</b>	
净利润	148	189	355	572	867	
折旧摊销	47	99	130	129	128	
财务费用	2	-19	-5	-6	-17	
投资损失	-2	4	-20	-20	-20	
营运资金变动	-354	-671	-628	-812	-1,126	
其它	15	-1	11	15	20	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-592</b>	<b>-289</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	
资本支出	-234	-551	-120	-120	-120	
长期投资	0	40	40	40	40	
其他	-358	262	20	20	20	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-701</b>	<b>-174</b>	<b>-672</b>	<b>-478</b>	<b>-694</b>	
吸收投资	911	54	93	106	172	
借款	188	695	584	512	872	
支付利息或股息	-27	-4	-50	-100	-154	
<b>现金净增加额</b>	<b>336</b>	<b>13</b>	<b>315</b>	<b>189</b>	<b>469</b>	

## 研究团队简介

**蒋颖**，通信互联网行业首席分析师，中国人民大学经济学硕士、理学学士，商务英语双学位。2017-2020年，先后就职于华创证券、招商证券，2021年1月加入信达证券研究开发中心，深度覆盖云计算&IDC产业链、物联网产业链、5G产业链、互联网等。曾获2020年wind“金牌分析师”通信第1名；2020年新浪金麒麟“新锐分析师”通信第1名；2020年21世纪“金牌分析师”通信第3名；2019年新浪金麒麟“最佳分析师”通信第5名。

**石瑜捷**，北京外国语大学金融学硕士，英语专业八级。曾就职于上海钢联MRI研究中心，负责汽车板块研究。2020年12月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖车联网、物联网、运营商、互联网等领域。

**齐向阳**，北京大学工程硕士，软件工程专业。2021年7月加入信达证券研究开发中心，从事通信&互联网行业研究工作，主要覆盖工业互联网/工业软件、智能网联汽车、云计算产业链、互联网等领域。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售副总监 (主持工作)	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东区销售副总监 (主持工作)	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。