

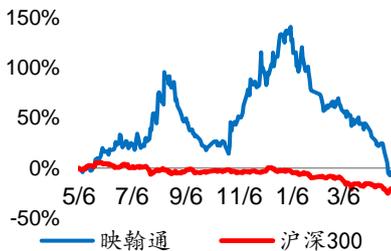
三大领域市场继续开拓，产品力保持领先

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-04

收盘价（元）	36.08
近 12 个月最高/最低（元）	91.30/32.72
总股本（百万股）	52.43
流通股本（百万股）	37.77
流通股比例（%）	72.04
总市值（亿元）	18.92
流通市值（亿元）	13.62

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：张天

执业证书号：S0010520110002

邮箱：zhangtian@hazq.com

相关报告

1.映翰通：工业物联网“小巨人”，受益于两化融合和智能电网
2022-01-28

主要观点：

● 事件：公司发布 2021 年报和 2022 一季报。

2021 年，公司实现营收 4.5 亿元，同比增长 44.6%，实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 159.7%，扣除 Ecoer 公司出表投资收益等非经常损益归母净利为 0.71 亿元，同比增长 119.7%，处于业绩预告上限。

2022 一季度，公司实现营收 0.61 亿元，同比增长 15.3%，实现归母净利润 196.5 万元，同比下降 20.1%，扣非后同比下降 64.3%，低于市场预期，主要由于股份支付费用摊销、疫情影响发货和交付、电网部分项目延迟招标所致。一季度通常为经营淡季，随着国内疫情缓和，我们认为下半年表现或更好。

● 三大产品线市场空间广阔，公司持续做深做透。

公司聚焦工业 IoT、数字能源、智慧商业、企业网络、车载与运输五大业务板块，形成工业通信、智能配电网 IWOS、智能售货工控机三大产品线。其中工业通信是公司传统优势产品，配电网 IWOS 和智能售货工控机为公司成功拓展的两大应用。

1) 工业通信产品线方面，2021 年实现营收 2.18 亿元，同比增长 37.6%，公司 2021 年持续升级和完善了工业路由器产品线，覆盖了高中低不同需求场景，并在海外市场持续取得突破，2021 年海外收入同比增长 59.5% 主要为工业通信产品贡献。根据 IHS 预测，2018-2023，全球工业通信市场规模将以 16% 的 CAGR 增长至 55 亿美元，其中公司主力产品工业路由器增速为 13%，公司从国产替代走向大客户战略并以高性价比持续打开海外市场，未来增速有望超越行业平均。此外，带有边缘计算能力的工业网关市场复合增速高达 38%，有望在 2023 年达到 2.8 亿美元，公司持续升级和完善了边缘计算网关产品线，增加了多个型号 PLC 数据采集协议，新增 QuickFaaS 功能，拓展北向接入协议，收入实现快速增长。

2) 智能配电网状态监测产品方面，公司 2021 年实现营收 0.99 亿元，同比增长 19.2%。我国目前有配电网长度 465 万公里，按照 IWOS 每隔 2 公里的设计部署，市场空间或达 200 万套，接近百亿元，我们测算目前渗透率仅为两成。“十四五”期间，南网规划配电网侧投资 3200 亿元，主要致力于配网智能化建设，而国网也计划未来五年投资 3500 亿美元推进电网转型升级。我们认为疫情短期影响不改配电网市场十四五期间景气度，公司 IWOS 产品技术指标优势明显、ADAIA 算法突破国网多省云部署，有望拉动更大设备销售，实现高于行业平均增长。

3) 智能售货工控机方面, 公司 2021 实现营收 0.73 亿, 同比大幅增长 109%, 主要由于大客户持续放量以及存量设备刷脸支付改造等。目前来看, 我国自助售货机人均保有量仅为 7000 人/台, 相较发达国家还有很大渗透空间。海外方面, 仅欧美日存量自助售货机达 1600 万台, 随着移动支付渗透、视频广告普及、AI 导购兴起, 智能化改造需求强烈, 公司将持续拓展海外市场。

● 持续加强营销和渠道建设, “产品型”公司销售实力得到增强。

从市场策略来看, 公司以往主打的主要为大客户战略, 定位高端品牌, 覆盖国网、南网、GE、施耐德、飞利浦、罗克韦尔、可口可乐、澳柯玛、农夫山泉等国际知名客户。2021 年开始公司加强销售团队建设, 采用股权激励等优化销售人员激励措施, 销售能力拓展取得初步成效。公司在海外建立了美国和加拿大子公司以及德国孙公司, 去年海外营收同比增长 59.5%, 我们认为公司凭借过硬的产品力、优势性价比以及大客户背书, 有望在更加广阔的海外市场取得更大收获。此外, 针对长尾市场和中小客户, 公司发展经销商、集成商合作伙伴, 去年经销商收入同比增长 69.9%, 收入占比达 2 成。此外公司持续推动数字化营销方式, 持续打造海内外电商平台, 降低销售推广成本的同时逐步提升品牌知名度。

● 面向未来布局新品, 地缆型配电监测和 AI 自助零售解决方案打造新增长点。

我国拥有全球最长的配电网线路, 不仅包括架空线路还包括大量城市地区的地缆等, 给智能运维工作带来挑战。公司研发了适用于配电网线路变电站、环网柜、分支箱的电缆线路故障监测终端和传感器, 目前正在部分试点小批量出货, 有望打开“十四五”期间配电网新市场。而受益于无人经济发展, 自助售货机以外的无人零售设备正遍地开花, 随着元气森林、东鹏特饮等时尚饮料厂商的加速投放, 具备 AI 自助结账支付和供应链管理能力的智能冷柜、餐柜等备受青睐。映翰通面向换电柜、取餐柜、智能冰柜发布了一系列 LTE 工控机和一体机, 引入 AI 商品识别能力, 支持智能货道配置, 国内 500 万套冷柜智能化改造空间巨大。

● 投资建议

我们认为受到国内疫情反复和电网部分招标延迟的影响, 公司上半年营收增速或下滑, 我们预计公司 2022、2023 归母净利润分别为 1.13/1.53 亿元 (前值为 1.19/1.73), 新增 2024 年盈利预测 2.15 亿元。剔除股份支付和去年 Ecoer 出表等影响, 2022 净利增速仍有望达到 40%, 目前调整充分, 当前股价对应 2022/2023 PE 分别为 16.8/12.4, 维持“买入”评级。

● 风险提示

国内疫情反复影响产品交付, 配电网投资低于预期, 海外市场拓展不达预期, 智能冷柜市场拓展不达预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	450	546	750	997
收入同比 (%)	44.6%	21.5%	37.4%	32.9%
归属母公司净利润	105	113	153	215
净利润同比 (%)	159.7%	7.4%	35.6%	40.5%
毛利率 (%)	45.3%	45.6%	45.4%	46.0%
ROE (%)	14.1%	13.2%	15.3%	17.9%
每股收益 (元)	2.00	2.15	2.92	4.10
P/E	43.85	16.78	12.37	8.81
P/B	6.16	2.22	1.90	1.58
EV/EBITDA	43.06	11.21	7.57	4.73

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	766	907	1115	1396	营业收入	450	546	750	997
现金	495	577	676	821	营业成本	246	297	409	539
应收账款	131	163	222	296	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	1	2	2	3	销售费用	50	60	79	100
预付账款	2	3	4	5	管理费用	24	27	36	48
存货	105	121	155	197	财务费用	1	-12	-14	-16
其他流动资产	33	42	56	74	资产减值损失	-1	-1	-2	-2
非流动资产	99	98	104	103	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	24	24	24	24	投资净收益	31	8	10	10
固定资产	49	49	53	51	营业利润	118	125	171	241
无形资产	9	9	10	10	营业外收入	3	4	4	4
其他非流动资产	17	16	17	17	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	866	1005	1219	1498	利润总额	121	128	174	245
流动负债	117	149	215	286	所得税	12	13	17	24
短期借款	0	0	0	0	净利润	109	116	157	220
应付账款	46	65	107	148	少数股东损益	4	3	4	6
其他流动负债	71	83	108	139	归属母公司净利润	105	113	153	215
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	95	118	161	227
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.00	2.15	2.92	4.10
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	118	150	216	287					
少数股东权益	1	4	8	13	主要财务比率				
股本	52	52	52	52	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
资本公积	401	401	401	401	成长能力				
留存收益	293	398	542	744	营业收入	44.6%	21.5%	37.4%	32.9%
归属母公司股东权	747	852	996	1198	营业利润	183.3%	5.4%	36.6%	41.5%
负债和股东权益	866	1005	1219	1498	归属于母公司净利	159.7%	7.4%	35.6%	40.5%
					获利能力				
					毛利率 (%)	45.3%	45.6%	45.4%	46.0%
					净利率 (%)	23.3%	20.6%	20.4%	21.5%
					ROE (%)	14.1%	13.2%	15.3%	17.9%
					ROIC (%)	10.6%	11.9%	14.0%	16.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	13.7%	14.9%	17.7%	19.2%
					净负债比率 (%)	15.8%	17.5%	21.5%	23.7%
					流动比率	6.54	6.11	5.19	4.88
					速动比率	5.63	5.28	4.45	4.17
					营运能力				
					总资产周转率	0.52	0.54	0.62	0.67
					应收账款周转率	3.44	3.35	3.38	3.37
					应付账款周转率	5.38	4.56	3.84	3.65
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.00	2.15	2.92	4.10
					每股经营现金流薄)	0.74	1.53	2.02	2.79
					每股净资产	14.24	16.25	19.00	22.85
					估值比率				
					P/E	43.85	16.78	12.37	8.81
					P/B	6.16	2.22	1.90	1.58
					EV/EBITDA	43.06	11.21	7.57	4.73

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师简介

分析师: 张天, 华安战略科技团队联席负责人, 4 年通信行业研究经验, 主要覆盖光通信、数据中心核心科技、5G 和元宇宙系列应用等。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。