2020 年 11 月 30 日
证券研究报告•公司研究报告
移远通信（603236） 通信

持有 （首次）
当前价：180.90 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

高速成长的物联网模组龙头

投资要点

- **投资逻辑：**1、公司所处的物联网模组行业是高成长赛道，5 年复合增长率接近 20%；2、公司十年期间成长全球第一，预计未来几年将延续原有扩张战略，营收增速将持续高于行业增速 20 个百分点左右；3、公司在车联网、PC 领域频频与大厂合作，预计近期将贡献增量业绩；4、智能制造中心 2022 年达产，将缩短研发周期、降低运营成本，提升毛利率；5、布局云服务平台，未来云业务收入占比提升将打开长期成长空间。

- **千兆网络时代，网络性能的提升将催生孵化大量新的应用场景，带动相关物联网模组需求大幅增长。**IoT Analytics 数据，2019 年全球物联网连接数为 80 亿个，到 2025 年全球物联网连接数将达到 220 亿个，未来 5 年 CAGR 接近 20%。另外，2G/3G 腾退向低功耗方向发展将推动 LPWA 的快速起量，带动 NB-IoT、LTE-Cat.1 等模组需求，物联网模组行业存量替换酝酿大量需求。

- **短、中、长期因素共振，未来成长可期。**1、短期：公司深度布局车载模组，目前已与全球超 60 家主流 Tier1 供应商合作，随着车联网的逐步商用与深化，车载模组业务有望贡献业绩增量；公司在笔记本电脑蜂窝模组领域深入布局，近期相继与主流 PC 厂商合作完成 5G 实网测试，预计将充分受益于笔记本电脑蜂窝上网的需求增长以及渗透率的提升。2、中期：公司拟在常州建设智能制造中心，叠加原有合肥制造中心，达产后可覆盖大部分销量。智能制造中心可提升自主生产能力；节省运营成本，提升毛利率；与研发设计有机结合，大幅缩短研发周期。3、长期：打造云平台是行业发展的趋势，其重要性将在万物互联的 5G 时代逐渐显现。海外龙头物联网模组公司早在 5 年前就已经开始布局，云业务占比较大。公司通过自有的云服务平台 QuecCloud 与阿里、腾讯、Google、Amazon 等大型互联网云公司深度合作。长期来看，未来云生态转型将为其打开新的成长空间。

- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2020-2022 年实现归母净利润复合增长 46.6%，公司作为高速成长的物联网模组行业龙头，市场份额和盈利能力有望进一步提升，首次覆盖，给予“持有”评级。

- **风险提示：**新冠疫情二次爆发风险；公司新产品研发不及预期的风险；上游芯片供应依赖海外公司的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	4129.75	5950.81	8692.07	12771.64
增长率	52.87%	44.10%	46.07%	46.93%
归属母公司净利润（百万元）	148.00	202.41	305.33	466.49
增长率	-18.00%	36.77%	50.85%	52.78%
每股收益 EPS（元）	1.38	1.89	2.85	4.36
净资产收益率 ROE	8.63%	10.72%	14.19%	18.24%
PE	130	95	63	41
PB	11.25	10.22	8.96	7.54

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

联系人：叶泽佑
电话：021-58351812
邮箱：yezy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：Wind

基础数据

总股本(亿股)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.71
52 周内股价区间(元)	134.27-268.0
总市值(亿元)	193.59
总资产(亿元)	41.54
每股净资产(元)	16.84

相关研究

目 录

1 公司概况：已是全球龙头，仍处扩张阶段 1
1.1 十年深耕物联网模组，出货量全球第一 1
1.2 营收高速增长，研发力度不减 3
1.3 股权结构合理，股权激励力度大 5
1.4 毛利率仍有提升空间 5
2 行业分析：5G 时代万物互联，物联网连接数高增长 7
2.1 全球连接数高速增长 7
2.2 5G 网络催生新需求 7
2.3 2G/3G 腾退替换需求 9
3 公司分析：短、中、长期因素共振，未来成长可期 12
3.1 短期：车载+PC 两大应用领域贡献业绩 12
3.2 中期：打造智能制造中心，降本增效 15
3.3 长期：打造云生态，业绩做增量 16
4 盈利预测与估值 19
4.1 盈利预测 19
4.2 相对估值 20
5 风险提示 21

图 目 录

图 1：公司相关产品介绍 2
图 2：公司产业链关系 2
图 3：移远通信收入情况 3
图 4：移远通信净利润情况 3
图 5：公司各业务收入情况（亿元） 3
图 6：公司各业务收入占比情况 3
图 7：公司全球拥有 50 多个销售区域 4
图 8：公司分地区收入占比 4
图 9：研发费用率逐年提升 4
图 10：公司三费稳中有降 4
图 11：股权结构 5
图 12：2018 年全球物联网模组出货量占比 6
图 13：物联网模组厂商模组业务收入对比（亿元） 6
图 14：模组厂商毛利率对比 6
图 15：全球物联网连接数量预测 7
图 16：2014-2023 年全球物联网整体收入规模 7
图 17：5G 协议演进时间表 8
图 18：5G 时代物联网核心应用领域 8
图 19：全球车联网连接数预测 8
图 20：物联网核心应用领域 9
图 21：全球车联网连接数预测 9
图 22：全球 WIFI 设备出货量预测 9
图 23：中国 WIFI 市场规模预测（百万美元） 9
图 24：物联网连接类别预测 10
图 25：2G/3G 腾退的方向选择 11
图 26：物联网连接速率与应用场景 11
图 27：全球 LPWA 连接数预测 11
图 28：全球 LPWA 模组价格 11
图 29：2020 智能网联汽车 C-V2X“新四跨”活动中公司与车企合作情况 13
图 30：全球车联网市场规模预测 14
图 31：Telit 模组+云平台整体解决方案 16
图 32：Sierra Wireless 模组+云平台整体解决方案 16
图 33：Sierra Wireless 云服务及解决方案收入 17
图 34：Telit 云服务及解决方案收入 17
图 35：Sierra Wireless 各类产品毛利率 17
图 36：Telit 各类产品毛利率 17
图 37：公司云服务业务范围 18
图 38：公司云服务下游客户 18
图 39：云服务打造生态系统 18

表 目 录

表 1：公司发展历程.....1
表 2：公司历次股权激励情况.....5
表 3：全球部分运营商近期 2G、3G 退网计划.....10
表 4：公司非公开发行募资项目.....15
表 5：分业务收入及毛利率.....19
表 6：可比公司估值.....20
附表：财务预测与估值.....22

1 公司概况：已是全球龙头，仍处扩张阶段

1.1 十年深耕物联网模组，出货量全球第一

公司成立于 2010 年，2016 年 3 月 16 日至 2017 年 3 月 6 日公司在新三板挂牌，2019 年 7 月 16 日在主板上市。公司主营业务是物联网通信模组及相关解决方案，十年的成长过程中，公司不断进行产品升级和销售扩张，2015 年实现物联网通信模组市场份额全国第一。根据 Berg Insight 统计，公司在 2019 年超越加拿大 Sierra Wireless，出货量排名全球第一。

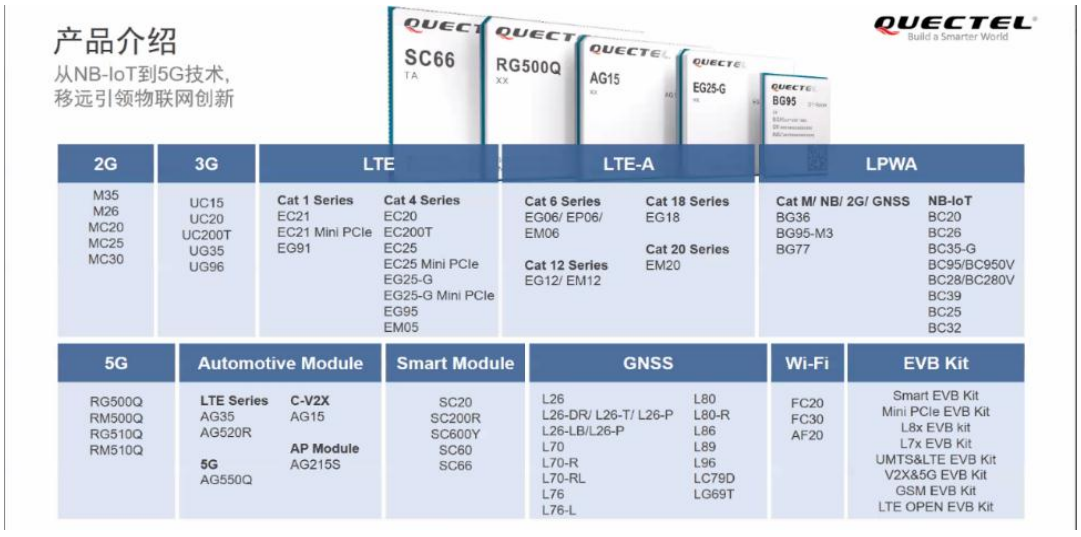
表 1：公司发展历程

时间	关键事件
2010 年	公司成立于上海；**第一款 GSM/GPRS M10 模组量产**；建立全面及完善的国内代理体系，初步建立全球代理体系；成立深圳办事处
2011 年	设立北京、福州办事处；设立拉丁美洲、印度、新加坡办事处；成立合肥研发中心
2012 年	设立澳大利亚、俄罗斯办事处；成为 GCF 成员；在巴西建立合作工厂；正式发布多款 HSPA/UMTS/GNSS 模块；荣获国家级高新技术企业称号
2013 年	GSM/GPRS M95 模组获得 Vodafone 认证；成立芬兰、波兰和台湾办事处
2014 年	设立北美、巴西和丹麦办事处；UC20/UC15 3G 模组获得 AT&T 认证；正式发布多款 2G/3G/4G/GNSS 模组
2015 年	**市场份额跃居国内第一**；设立韩国、土耳其、以色列办事处
2016 年	成为 GSMA 会员；发布 LTE EC21 Cat 1 和 EC25 Cat 4 模组；发布 SC20 智能模组以及 Cat NB1 BC95 模组；设立英国、德国、澳大利亚和美国洛杉矶办事处；**新三板上市**
2017 年	正式发布 LTE Cat M1/NB1/EGPRS BG36 多模模组；正式推出车规级 LTE Cat 4 AG35 模组；正式推出 LTE-A 系列 EM06/EP06/EG06 模组
2018 年	**总出货量突破 1 亿片**；推出 C-V2X 模组 AG15；多款 NB-IoT 新产品实现量产，包括 BC28、BC35-G、BC26；发布 LTE-A Cat 12/18/20 高速模组
2019 年	发布多款 5G 模组；加入 5GAA 国际组织；**上海证券交易所主板上市**
2020 年	在合肥成立自有工厂；成为**全球第一**大蜂窝物联网模组供应商（根据 Berg Insight 最新报告）

数据来源：公司官网，西南证券整理

目前公司产品主要包括 2G/3G/4G/5G、NB-IoT、GNSS、Wifi 等无线蜂窝通信模组以及物联网应用解决方案，广泛应用于车载运输、智慧能源、无线支付、智慧安防、智慧城市、无线网关、智慧工业、医疗健康、农业环境等多个领域。

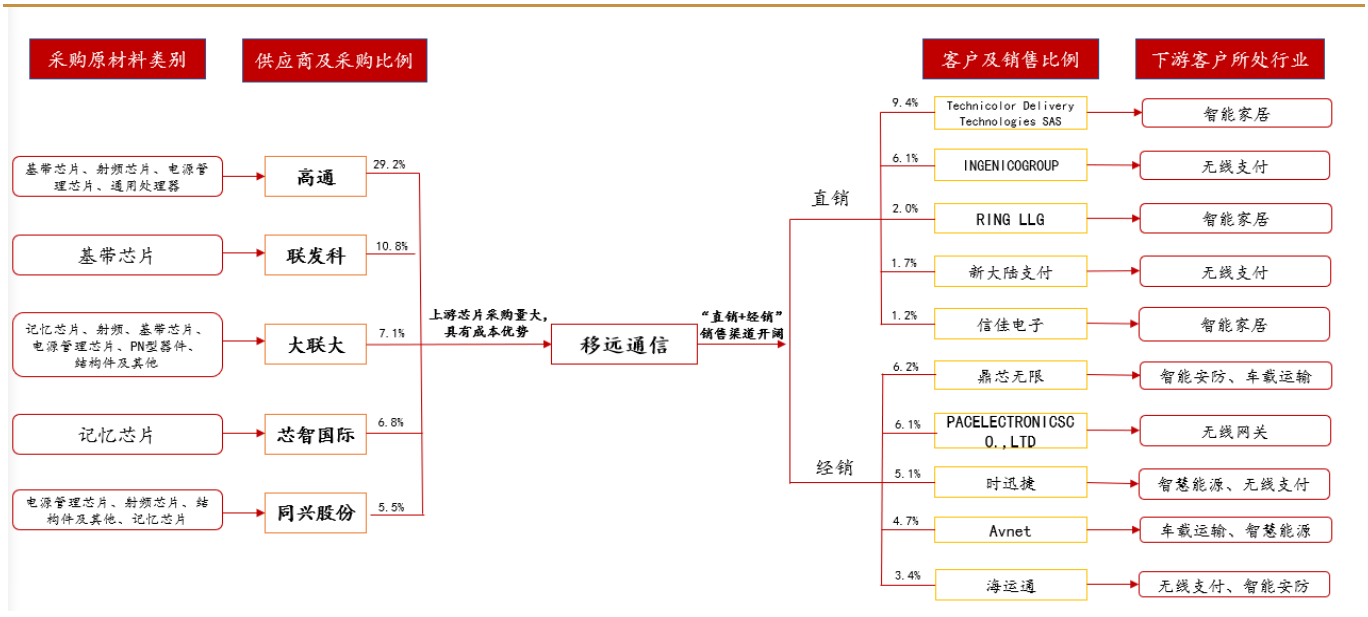
图 1：公司相关产品介绍



数据来源：移远通信，西南证券整理。备注：EVB 为公司的产品开发板，用于公司模组产品的功能开发与测试

产业链上游供应商集中，成本优势显著。公司上游供应商集中，与高通自 2011 年开始合作以来，一直保持着良好的合作关系。公司下游客户较为分散，每个客户销售额占比都不超过 10%。公司出货量全球第一，因此公司从供应商采购原材料尤其是采购芯片时采购价格相对较低，加大了公司的毛利率空间。相比于竞争对手也就有了更多的降价竞争空间，有利于公司利用降价策略占领市场份额，进一步扩大对价格敏感的标准化模组下游市场占有率。

图 2：公司产业链关系

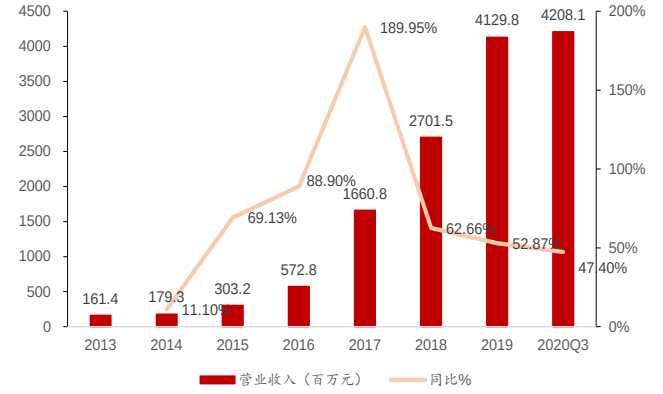


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

1.2 营收高速增长，研发力度不减

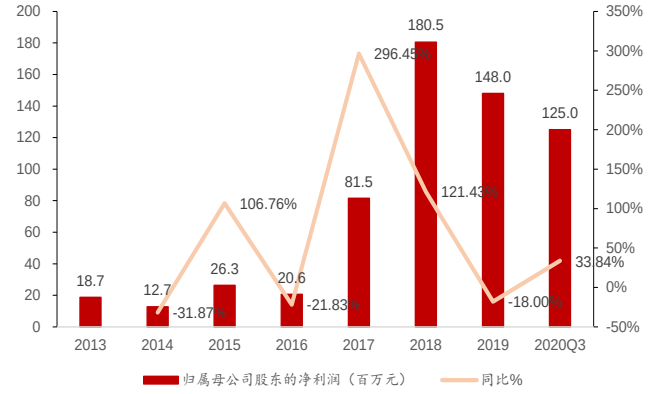
扩张战略，收入高速增长。近年来公司采取低价抢占市场的扩张战略，成效明显，收入大幅增长，市场份额大幅提升，2014-2019 年收入复合增速达到 87%，并且 2019 年仍保持了 53%的收入高增速。

图 3：移远通信收入情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：移远通信净利润情况

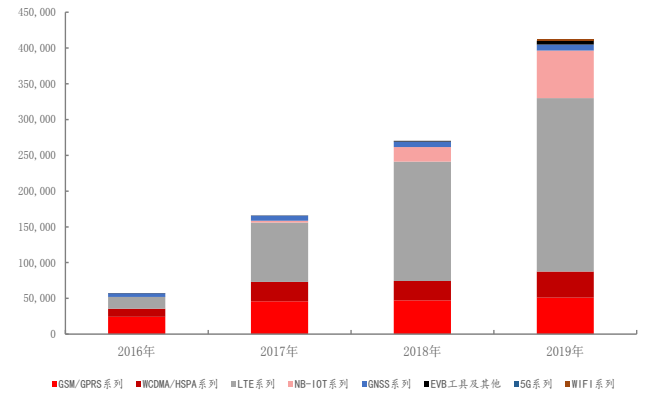


数据来源：Wind，西南证券整理

分产品来看，2019 年公司 LTE 模组、NB-IoT 模组、2G 模组、3G 模组、GNSS 模组、WIFI 模组、5G 模组分别实现收入 24.3 亿元、6.6 亿元、5.1 亿元、3.6 亿元、8464 万元、2442 万元、232 万元，收入占比分别达到 59%、16%、12%、9%、2%、1%、0.06%。

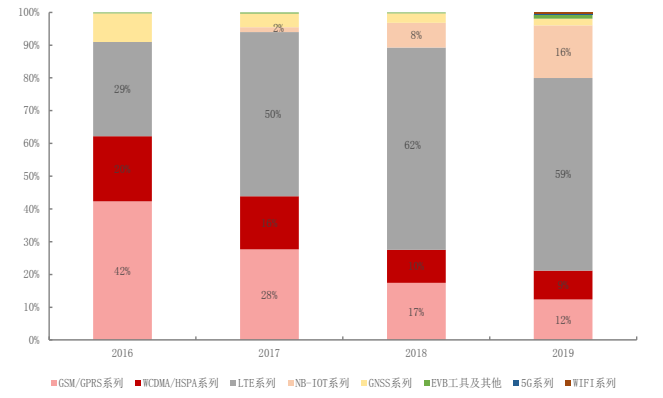
2017 年以来 LTE 模组成为公司最大的收入构成，NB-IoT 模组收入占比不断提升；2019 年 5G 产品和 Wifi 系列产品也逐步形成收入，预计未来也将成为重要收入来源。

图 5：公司各业务收入情况（亿元）



数据来源：wind，西南证券整理

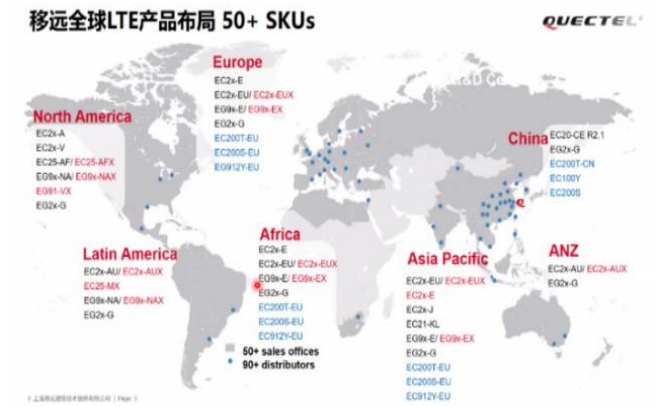
图 6：公司各业务收入占比情况



数据来源：wind，西南证券整理

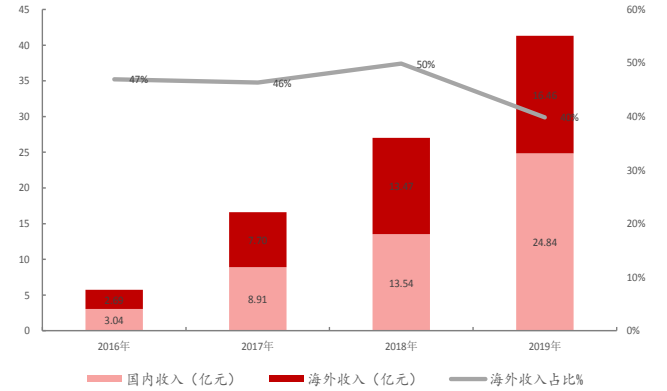
公司产品全球销售，在全球设立了 20 个销售办事处，有 50 多个销售区域，服务了全球超过 5500 家客户，海外收入占比一直在 40%以上。

图 7：公司全球拥有 50 多个销售区域



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 8：公司分地区收入占比



数据来源：wind，西南证券整理

加大研发力度，全球化布局打造研发优势。公司目前具备规模基础，我们认为公司的研发优势和制造优势将持续支撑公司未来业绩增长。

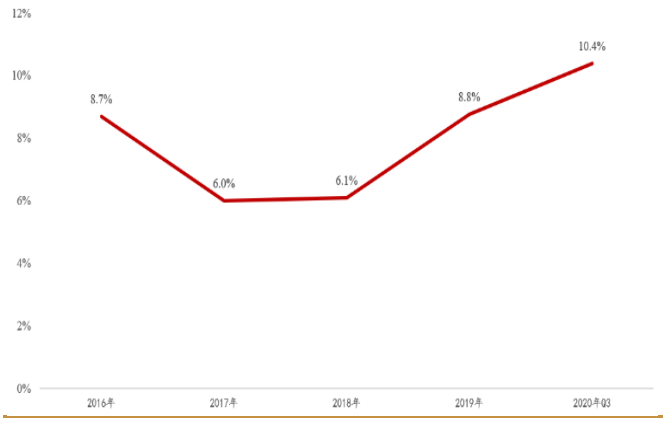
公司近年来研发投入不断加大，5G 相关新产品的推出速度也在业界领先。2019 年的研发支出较 2018 年增加 1.98 亿元，同比增长 121%，远超公司 53%的营收增长速度。2020 年前三季度研发费用 4.4 亿元，研发费用率高达 10.4%。

公司研发全球化布局，国内在上海总部设有研发中心，在合肥有 800 多人的研发团队，佛山研发中心已有工程师一百余人，此外公司还成立了欧洲（塞尔维亚的贝尔格莱德）和北美（加拿大温哥华）的研发中心，更好支持当地客户，从而进一步支撑全球销售扩张。

此外公司产品基于高通、海思、展锐等厂商在内的全芯片平台，一方面可以有效响应全球各地的客户需求，同时稳定良好的合作关系也为公司新产品迅速推出提供支持。

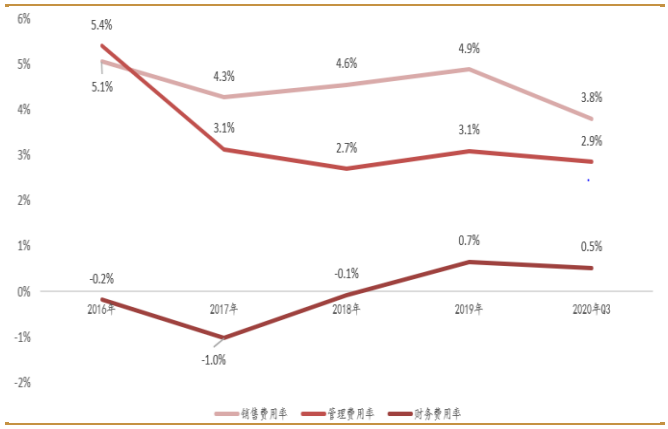
加大对费用端的控制。公司加强对营业总成本的管控，2020 年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率均有所下降，分别下降至 3.8%、2.9%、0.5%。我们认为随着公司不断加大对成本的控制，公司的盈利能力将得到进一步的提升。

图 9：研发费用率逐年提升



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：公司三费稳中有降

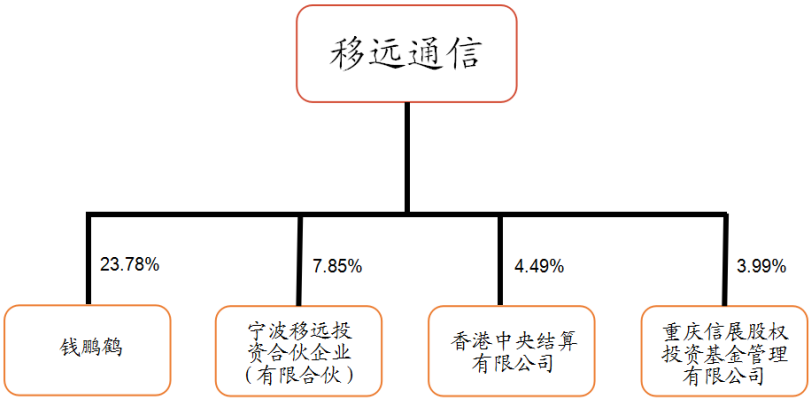


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 股权结构合理，股权激励力度大

股权结构合理，实际控制人多年从业，引领行业先锋。公司实际控制人钱鹏鹤历任浙江华能通信发展公司生产部副经理、杭州 UT 斯达康有限公司项目经理、杭州摩托罗拉手机有限公司测试工程师、上海贝尔阿尔卡特移动通信系统有限公司测试工程师、中兴通讯上海手机事业部项目经理、希姆通信息技术(上海)有限公司事业部研发副总经理、上海移为通信技术有限公司总经理，从业经验丰富。董事长钱鹏鹤为公司第一大股东，合计占公司总股本的 23.78%。

图 11：股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

股权激励力度大，深度绑定核心员工利益。公司在主板上市前做过 3 次股权激励，大力度激励深度绑定核心员工利益，三次股权激励数量之和占公司总股本的比例达 9.23%，股权激励力度较大。

表 2：公司历次股权激励情况

时间	股权激励对象	股权激励数量占总股本比例%
2016 年 3 月	原有核心员工	1.50%
2016 年 4 月	原有核心员工	7.53%
2017 年 3 月	新入职高管	0.20%

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.4 毛利率仍有提升空间

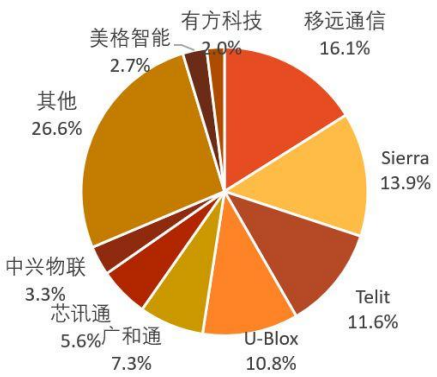
移远通信增长势头最强。

全球蜂窝通信模组市场主要的参与者包括移远通信、Telit、Sierra Wireless、Gemalto、U-Blox、芯讯通、广和通、有方科技等。行业集中度较高，TSR 数据显示，2018 年 CR7 合计销量占比达到 88%。

TSR 数据显示，2018 年公司蜂窝物联网模组销量已达到全球第一。2020 年 4 月公司的产品发布会上，公司表示，截至 2019 年 6 月份，公司出货量已超过 1.5 亿片，稳居全球第一名，是全球第二名的三倍。

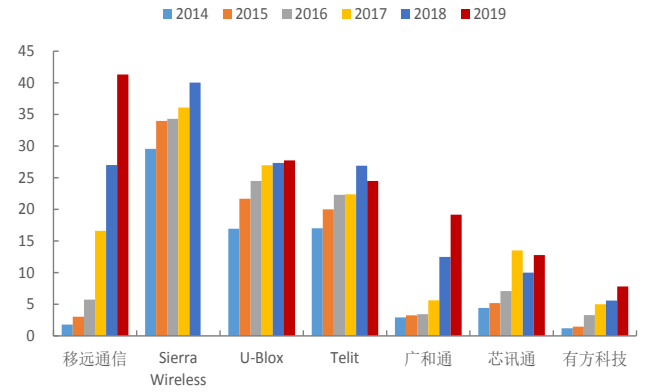
对比主要模组公司的收入情况，公司近年来增长势头最为强劲，由于 Sierra Wireless 2019 年业务统计口径的变化暂无法判断公司与 Sierra Wireless 的收入高低，但综合考虑规模和增速，我们认为移远通信在模组厂商中，收入有望全球问鼎。

图 12：2018 年全球物联网模组出货量占比



数据来源：TSR，西南证券整理

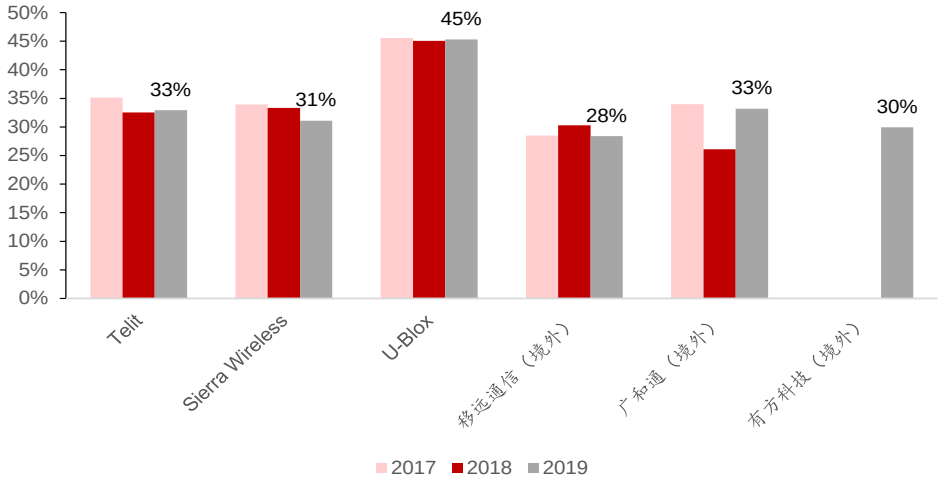
图 13：物联网模组厂商模组业务收入对比（亿元）



数据来源：Wind，晨迅科技，各公司官网，西南证券整理。备注：1) Gemalto 数据可比口径差异，未纳入；2）统计口径为物联网模组业务收入，Sierra Wireless 2019 年不再拆分模组收入，未统计；3）汇率采用当年 12 月 31 日中间价

毛利率仍有较大提升空间。由于公司全球扩张进取的战略，公司的毛利率显著低于国外龙头物联网通信模组公司，我们选取公司境外业务毛利率与可比公司进行对比，2019 年移远境外业务毛利率为 28%，是模组主要厂商中最低，平均来看普遍低于其他公司 3-5pp，而 2019 年公司净利率 3.58%，2020 年前三季度净利率 3%，我们测算，公司毛利率提升 1 个 pp，对于公司净利润弹性达到 30%左右。

图 14：模组厂商毛利率对比



数据来源：Wind，西南证券整理

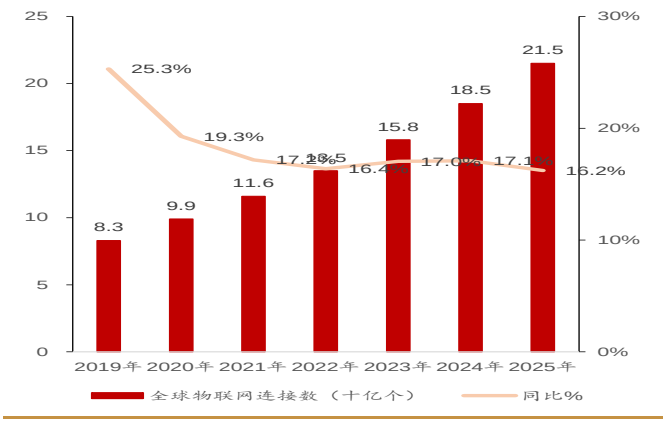
2 行业分析：5G 时代万物互联，物联网连接数高增长

2.1 全球连接数高速增长

全球物联网连接数预计持续高速增长。IoT Analytics 数据显示，2019 年全球物联网连接数为 80 亿个，到 2025 年全球物联网连接数将达到 220 亿个，保持高速增长。

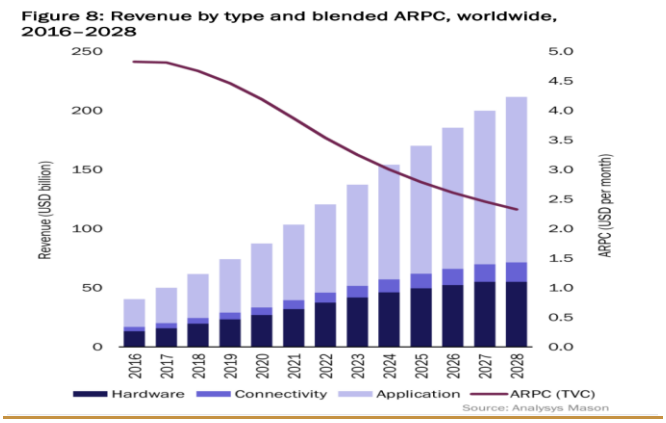
Analysys Mason 数据显示，2028 年全球 IoT 产业链整体价值将达到 2115 亿美元，硬件收入占比 26%，预计将达到 549.9 亿美元。

图 15：全球物联网连接数量预测



数据来源：IoT Analytics，西南证券整理

图 16：2014-2023 年全球物联网整体收入规模



数据来源：Analyst Mason，西南证券整理

2.2 5G 网络催生新需求

千兆网络时代，网络性能的提升将催生孵化大量新的应用场景，带动相关物联网模组需求大幅增长。

5G 催生低延时高可靠场景需求。4G 网络到 5G 网络的演进过程中，通信类产品协议逐渐从 Release15 演进至 Release16，Release16 将增加 mMTC、增强 URLLC 和 eMBB 等，可以实现低时延、高可靠连接的物联网应用场景，具体包括 V2X、无人驾驶、无人机、工业自动化等。

图 17：5G 协议演进时间表



数据来源：移远通信，西南证券整理

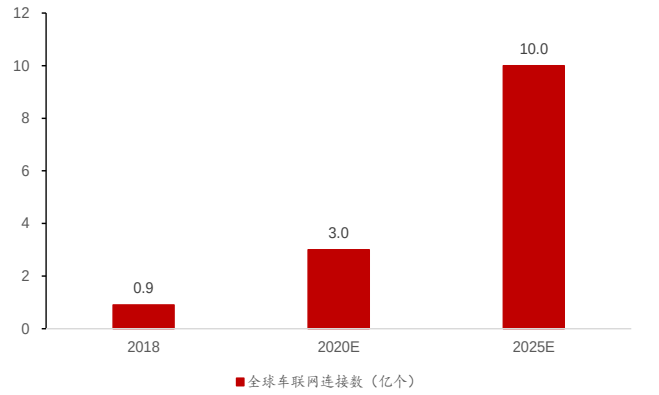
参考 5G 网络特性，5G 时代物联网通信模组将重点聚焦固定无线宽带业务、移动宽带设备、工业自动化、车载四大核心领域。目前其中大部分场景需求仍在起步阶段。以车载为例，根据华为、Machina 等机构预测，全球 2020 年车联网连接数将达到 3 亿个，2025 年将达到 10 亿个，是 2018 年的 10 倍以上。

图 18：5G 时代物联网核心应用领域



数据来源：移远通信，西南证券整理

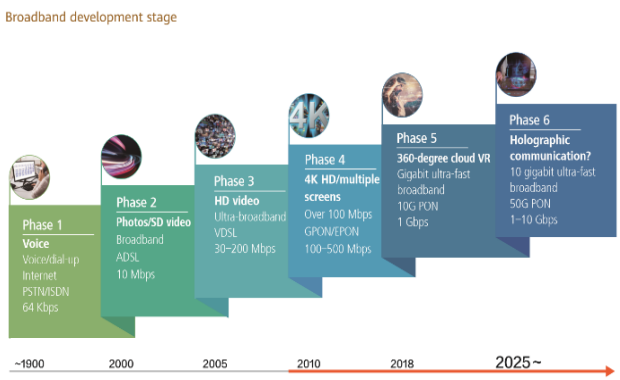
图 19：全球车联网连接数预测



数据来源：Machina、IMS、华为，西南证券整理

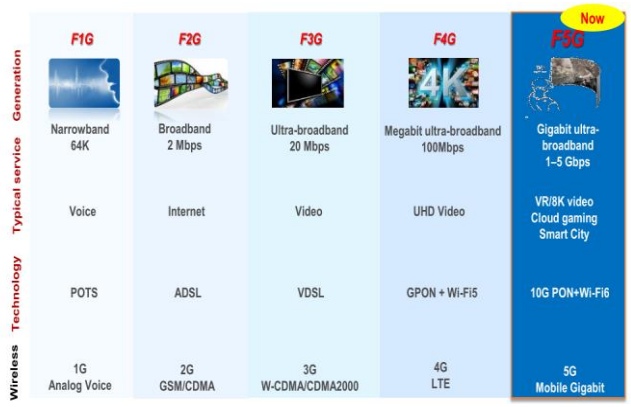
F5G 带动 Wi-Fi 6 模组需求。随着人工智能、VR、车联网、智能制造等新兴技术的应用，固网方面目前全球也正在跨入以第五代千兆 F5G 超宽时代，来支撑新技术带来的网络性能要求的提升和流量的爆发。全光联接、超大带宽、极致体验是 F5G 的三大特征。

图 20：物联网核心应用领域



数据来源：移远通信，西南证券整理

图 21：全球车联网连接数预测

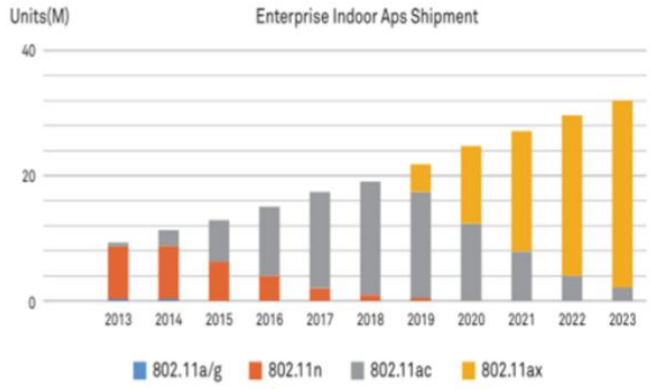


数据来源：Machina、IMS、华为，西南证券整理

F5G 的核心技术是 10G PON 和 Wi-Fi6，基于 Wi-Fi6 技术，F5G 拥有了对称的上下游千兆带宽能力，实现了千兆连接，带来了云时代的一键式连接体验。

F5G 的大规模铺设预计将大幅催生 Wi-Fi6 模组需求。2019 年是 Wi-Fi6 商用元年，Dell'Oro 数据显示，2019 年 Wi-Fi 6 AP 将占室内 AP 市场出货量的 10%，2023 年达到 90%，预计 90%企业部署 Wi-Fi 6，带动整体 Wifi 模组需求的增长。

图 22：全球 WIFI 设备出货量预测



数据来源：Dell'Qro，西南证券整理

图 23：中国 WIFI 市场规模预测（百万美元）

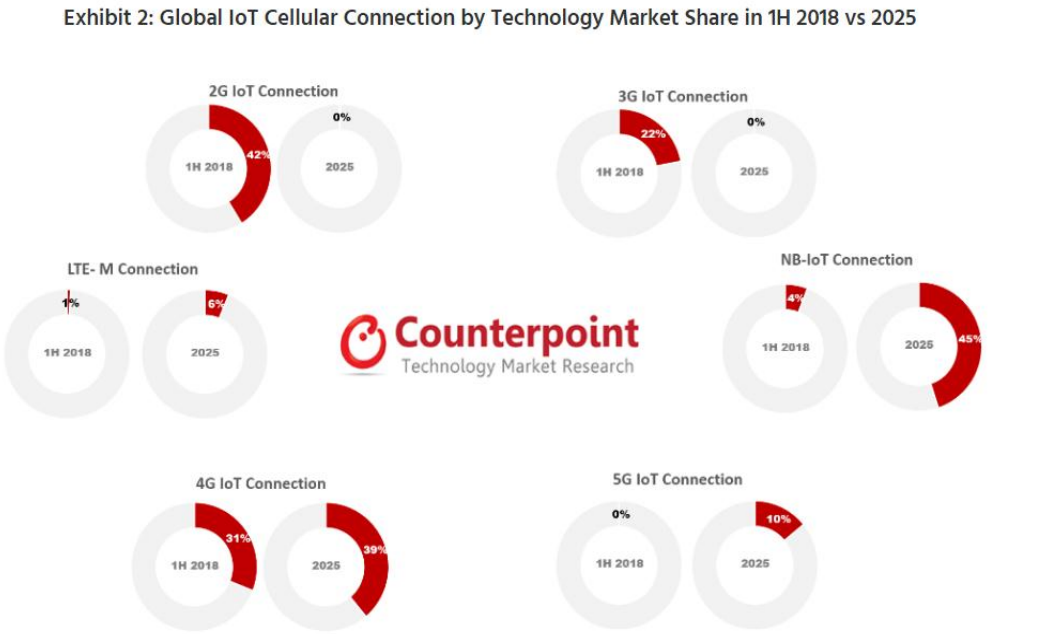


数据来源：IDC，西南证券整理

2.3 2G/3G 腾退替换需求

目前物联网设备有大部分仍使用 2G/3G 网络进行承接，据 CounterPoint 显示，在 2018 年上半年全球物联网设备中仍有 42%和 22%的设备利用 2G/3G 网络。

图 24：物联网连接类别预测



数据来源来源：Counterpoint、西南证券整理

当前处于 2G、3G 退网的密集期，目前全球已有众多国家的运营商已经实行或计划实行 2G/3G 的退网，2G、3G 网络退网将需要一次性实现旧设备的替换，预计 2025 年大部分物联网设备将不再用 2G/3G 网络承接。

表 3：全球部分运营商近期 2G、3G 退网计划

时间	国家和地区	运营商	退网制式
2018 年	澳大利亚	沃达丰	2G
	美国	Viaero	2G
	瑞士	Sunrise	2G
2019 年	加拿大	Telus	2G
2020 年	加拿大	Rogers Wireless	2G
	印度	沃达丰	3G
	德国	沃达丰	3G
	德国	Deutsche Telekom	3G
	英国	沃达丰	3G
	荷兰	沃达丰 Ziggo	3G
	挪威	MNO Telenor	3G
	美国	T-Mobile	2G
	北美	AT&T	2G
	北美	Verizon	2G
	瑞士	SWisscom	2G

数据来源：沃达丰互联网，C114，西南证券整理

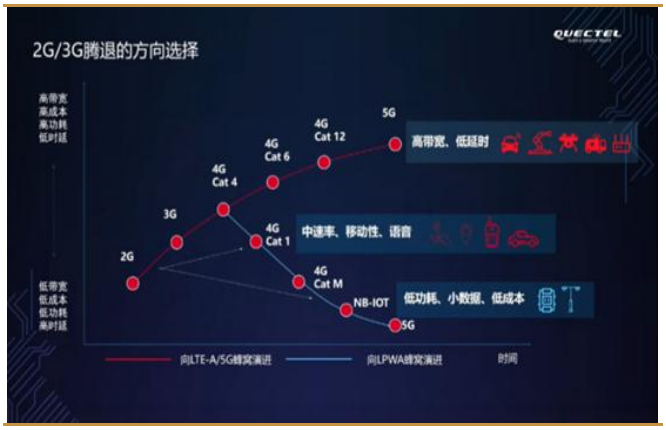
2G/3G 腾退将带动 NB-IoT、LTE-Cat.1 等模组需求。

2G/3G 腾退向低功耗方向发展将推动 LPWA 的快速起量，带动 NB-IoT、LTE-Cat.1 等模组需求。

2020 年 5 月，我国工信部发布《关于深入推进移动物联网全面发展的通知》，我国将实行 2G/3G 物联网业务迁移转网，以 NB-IoT 满足大部分低速率场景需求，主要包括抄表、市政设施、智能停车等；以 LTE-Cat1 满足中等速率物联需求和话音需求，主要包括可穿戴设备、POS 机等。

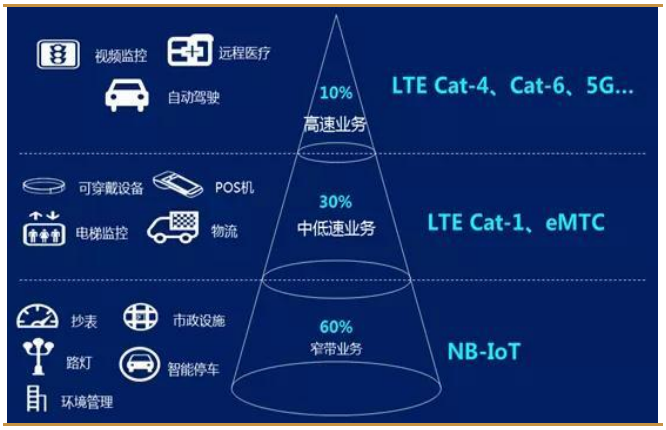
IoT Market 数据显示，LPWA 设备 2019 年出货量约 1.5 亿台，预计到 2024 年将超过 5 亿台，2017-2024 年复合增速 49%。其中 NB-IoT 和 LTE Cat.1 的增长最为明显。

图 25：2G/3G 腾退的方向选择



数据来源：移远通信，西南证券整理所

图 26：物联网连接速率与应用场景

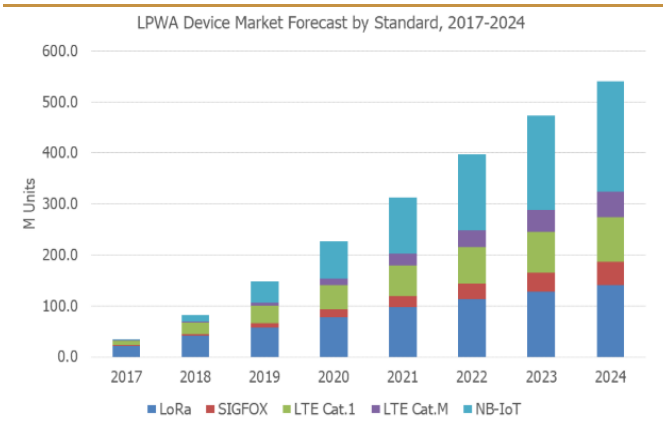


数据来源：IT 之家，西南证券整理

截至 2020 年 2 月，全球已经部署了超过 104 张 NB-IoT 网络，超过 LTE-M 的 47 张，而 LTE CAT.1 基于 LTE 技术，广泛部署的 4G 基站将为 LTE CAT.1 的发展提供基础。

当前来看 NB-IoT 的全球价格降到 5 美元左右，国内价格已经到了 3 美元水平，具备了替代 2G、3G 设备的基础，而 LTE CAT.1 全球价格在 10 美元左右，根据我们产业链调研，国内价格在 7-8 美元水平，预计随着模组出货量的增加，价格将继续下降，从而进一步加速模组的销售。

图 27：全球 LPWA 连接数预测



数据来源：IoT Analytics，西南证券整理

图 28：全球 LPWA 模组价格



数据来源：IoT Market，西南证券整理

3 公司分析：短、中、长期因素共振，未来成长可期

3.1 短期：车载+PC 两大应用领域贡献业绩

公司逐步进入车载与 PC 两个大颗粒市场，我们认为，随着车联网与笔记本蜂窝上网的需求增长以及渗透率的提升，有望在 2021 年贡献较大增量收入。

车载模组布局完善，与全球主流 Tier1 深度合作。

车联网作为 5G 新基建的“领头雁”，受政策、产业链和 5G 商用等多重因素的驱动。公司积极投入研发布局车联网领域，已形成了涵盖 5G、C-V2X、LTE、LTE-A、GNSS、WIFI 等技术的较完善的车规级产品线。根据公司官网，公司已开发出 C-V2X 车载终端和路侧终端，可满足 ADAS、车辆安全驾驶、自动驾驶、智能交通系统等需求。根据公司 8 月新闻，公司的车规级模组已经集成在全球 25 家车厂的车型中，并且已与全球超 60 家主流 Tier 1 供应商合作。

2020 年 10 月 27 日，2020 智能网联汽车 C-V2X“新四跨”暨大规模先导应用示范活动在上海启动，公司模组产品成功应用，共支持红旗、广汽蔚来、长城汽车、蔚来、华人运通、斯威汽车、哪吒汽车、一汽大众、江淮汽车、宝沃汽车、东风汽车、南京依维柯、广汽三菱、PSA 等 18 家国内外整车企业，以及华砺智行、亿咖通、万集科技、均联智行、海康智联、中汽院智能网联、飞驰镁物、中移物联、聚利科技、芯驰、Denso、广州中国科学院软件应用技术研究所、商泰等 10 余家供应商，出色完成各项大规模功能、性能测试以及“新四跨”示范任务。

图 29：2020 智能网联汽车 C-V2X“新四跨”活动中公司与车企合作情况



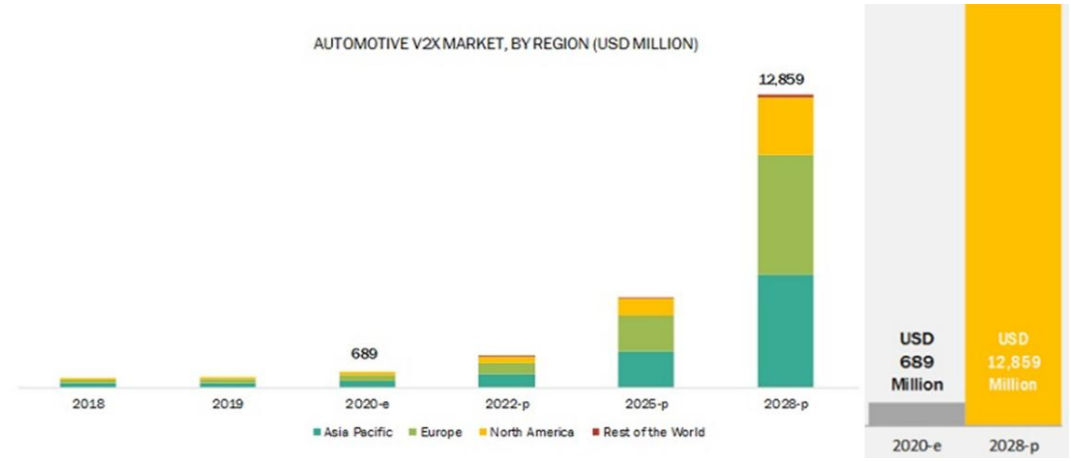
数据来源：公司官网，西南证券整理

5G 赋能车联网，全球车联网市场不断扩大。

5G 以其高速率、低时延的特点，将赋能车联网，增高 V2X 的安全性、可靠性，帮助车辆间进行位置、速度、行驶方向和行驶意图的沟通，更可以利用路边设施辅助车辆对环境进行感知。5G 技术的商用将催化车联网市场的发展，预计市场规模迎来新爆发增长点。

根据 MarketsandMarkets 预测，全球车联网市场将在 2020-2028 年以 44.2%CAGR 增长至 128.59 亿美元，随着 5G 商用，给车联网提供低时延、高可靠、高速率的保证，预计车联网市场将持续维持高增速增长。

图 30：全球车联网市场规模预测



数据来源：MarketsandMarkets，西南证券整理

公司深度布局车载模组，目前已与全球超 60 家主流 Tier1 供应商合作，随着车联网的逐步商用与深化，车载模组业务有望贡献业绩增量。

进入 PC 蜂窝模组市场，与主流 PC 厂商紧密合作。

2019 年 2 月 25 日，中国移动在 2019 世界移动大会（MWC 2019）期间发布了 5G 笔记本“鸿鹄”计划。公司与高通、微软、联想等产业链成员加入该计划，共同推进 5G 笔记本电脑商用。公司称已经与合作伙伴在 LTE4G 笔记本领域开展了紧密合作，最近发布了搭载高通骁龙 X55 的 5G 模组，将应用于带有 5G 蜂窝功能的笔记本电脑上。

公司官网在 2019 年 10 月 14 日提到，其 PC 合作伙伴华硕电脑已计划采用 RM510Q-GL 模组用于设计 5G mmWave 笔记本电脑；11 月 27 日提到，公司搭载高通 SDX55 芯片的 5G 模组与联想联宝在研 5G 笔记本电脑完成 Sub-6GHz 实网测试及 mmWave 联调，随机测试显示下行速率达到 649Mbps。

全互联 PC 渗透率提升空间大，市场规模 3 年 CAGR 将达 35%。

高通针对“PC 特性”的调研报告显示：60%用户愿意为 PC 具备千兆级 LTE 连接的性能而买单，全互联网 PC 具备较高的消费需求市场。IDC 预测，到 2023 年，将有 10%的笔记本电脑内置 5G，目前的渗透率在 3%左右。

因为笔记本电脑全球出货量相对稳定，假设 2023 年全球出货量 1.6 亿台，则全互联 PC 的出货量将从今年的 480 万台提升至 2023 年的 1600 万台。假设 2020 年 PC 端使用的物联网通信模组平均价格为 50 美金/个，未来以模组平均降价幅度 10%/年的速度降价，则 2023 年模组价格为 36.5 美金/个，则全互联 PC 通信模组市场规模将从 2020 年的 2.40 亿美元提升至 2023 年的 5.84 亿美元，三年复合增长率达到 35%。

我们认为，随着 5G 到来，全球 PC 上网将由第二阶段的 WIFI 和手机热点的组合方式转变为第三阶段的 PC 加入 LTE/5G 模块。全互联 PC 渗透率提升带来未来三年 PC 通信模组市场规模复合增长率高达 35%，公司目前已逐渐切入联想、华硕等品牌的供应链，将从中受益。

3.2 中期：打造智能制造中心，降本增效

公司拥有超过 3000 平米的实验室，配置了 2500 多台先进的设备，对每一款研发出来的模块进行严格的可靠性测试，为了保证生产质量和性能的一致性，公司自主研发了全自动化的生产线。除了国内苏州、昆山、嘉兴、东莞的合作工厂，在马来西亚、巴西也有两家合作工厂，目前公司正在建设投资智能制造中心项目，灵活应对市场变化。

拟增发募资 11 亿元，其中 8.5 亿投建智能制造中心。公司 10 月 10 日发布了定向增发预案，拟以公开发行股票的方式募集资金 11 亿元，本次非公开发行股票募集资金拟投资全球智能制造中心建设项目、研发中心升级项目和智能车联网产业化项目。其中，全球智能制造重心建设项目拟投资 8.5 亿元，占总募投金额的 77%；研发中心升级项目拟投资 1.1 亿元；智能车联网产业化项目拟投资 1.4 亿元。

表 4：公司非公开发行募资项目

募投项目	投资金额（亿元）	实施主体
全球智能制造中心建设项目	8.5	常州移远通信技术有限公司
研发中心升级项目	1.1	上海移远通信技术股份有限公司
智能车联网产业化项目	1.4	上海移远通信技术股份有限公司
合计	11	

数据来源：Wind，西南证券整理

公司拟在常州市武进国家高新技术产业开发区建设全球智能制造中心建设项目，该项目建设期为 1.5 年，募资主要是用于对生产制造中心厂房的租赁和装修，同时，为制造中心购置行业技术领先的自动化生产设备和自动化测试系统。项目落地后，公司将新建成 20 条无线通信模组智能制造生产线，显著提高公司的自动化生产能力，提高公司在制造领域的持续盈利能力。至 2022 年达产年，本项目将形成年产无线通信模组 9000 万片的生产能力，预计达产年实现营业收入 49.2 亿元，利润达到 1.5 亿元。

预计公司智能制造中心的落地将提升公司自主生产能力、更好把控生产质量和成本、缩短新产品研发周期：

1）**智能制造中心提升公司自主生产能力。**公司将部分生产加工工序交由外协合作企业完成。目前公司主要通过委托 EMS 厂商将自主采购的原材料进行代工生产。近年来公司业务快速发展，产品产量快速增长，公司各类产品生产数量从 2016 年的 1623 万片上涨至 2019 年的 8274 万片，每年同比增长率在 30%~50%。新项目落地后，公司产品生产线得到扩充，能够迅速响应下游客户的多样化需求。

2）**智能制造中心更好把控生产质量和产品成本。**公司通过自建生产平台，加强产品成本管控能力，从而降低产品的生产制造成本。通过本项目的实施，公司将全面掌握生产环节的核心技术，优化运营管理能力，不断优化产品制造的质量和效率，降低制造成本；此外，公司将掌握相关的生产核心技术，能进一步提高公司产品竞争力，为公司的业务发展和持续盈利提供必要保障。

3）**智能制造中心大幅缩短产品研发周期。**公司研发流程主要包括项目立项、技术设计、设计验证、试产准备等几个阶段。在这些阶段都需要有研发、制造等各领域的专业人员进行有效的协同配合，才能顺利完成产品的完整开发过程。通过本项目的实施，

公司将全面参与产品的各个流程中去，深入协调产品各阶段的设计、研发和生产的过程中。公司内部的制造领域专业人员能在早期参与到新产品的开发过程中，将可制造性、可测试性、可维护性等需求整合到产品设计规格中，确保产品设计方案的完备性，有效缩短产品研发周期。

3.3 长期：打造云生态，业绩做增量

海外龙头物联网模组公司早在 5 年前就已经开始布局云生态系统，以增加客户粘性以及稳固其在产业链中的地位。公司目前也已经开始打造云生态，未来云生态的转型将为其打开新的成长空间。

云平台战略是行业趋势。

海外物联网模组厂商 Telit 早在 2014 年就已经基于物联网模组打造物联网云平台-DeviceWISE，基于该平台提供从物联网模块到云平台服务的整体解决方案。DeviceWISE 平台可针对所有设备和数据传输进行全面管理和配置，让设备快速接入云和 APP，功能包括远程设备管理（远程配置以及远程固件更新）、安全云存储（内置冗余和数据备份，能防止外部和内部威胁）、应用集成等。

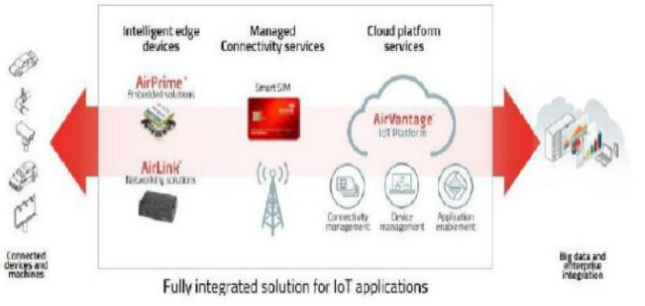
Sierra Wireless 也借助丰富的物联网模组产品线，在 2015 年推出了 AirVantage 物联网云平台。AirVantage 平台集设备管理与应用开发于一身，为客户在网络边缘集中部署和监控物联网设备，包括配置设置，通过空中远程传送固件和嵌入式应用程序更新，使公司实现了从设备到云的完整解决方案闭环。Sierra Wireless 在财报中提到，云平台业务在物联网市场占据重要地位，预计 2021 年将贡献 70%左右的营业收入。

图 31：Telit 模组+云平台整体解决方案



数据来源：Telit 公司官网，西南证券整理

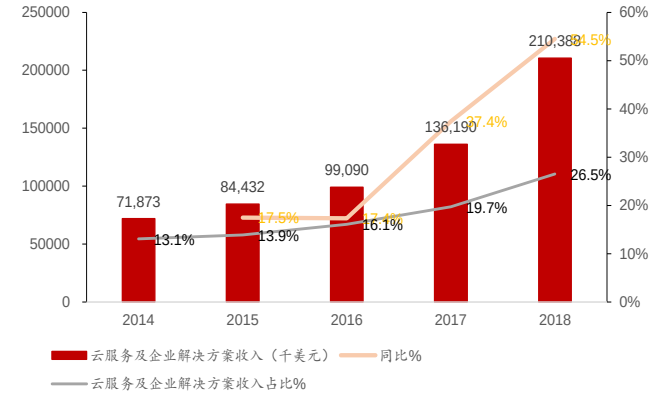
图 32：Sierra Wireless 模组+云平台整体解决方案



数据来源：Sierra Wireless 公司官网，西南证券整理

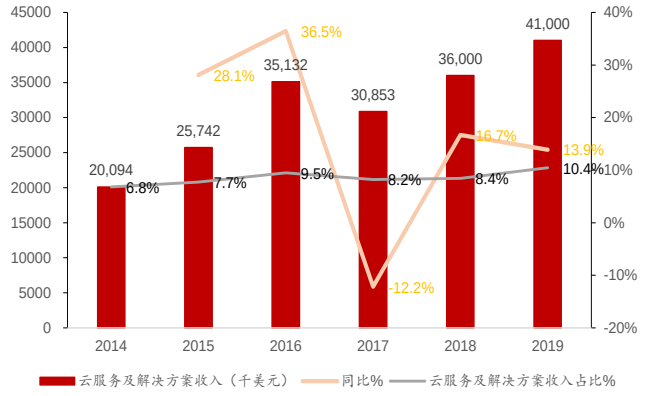
2018 年 Sierra Wireless 云服务及企业解决方案收入达到 2.1 亿美元，收入占比 26.5%。2019 年 Telit 云服务及解决方案收入达到 4100 万美元，收入占比 10.4%。

图 33：Sierra Wireless 云服务及解决方案收入



数据来源：Sierra Wireless 公司官网，Wind，西南证券整理

图 34：Telit 云服务及解决方案收入

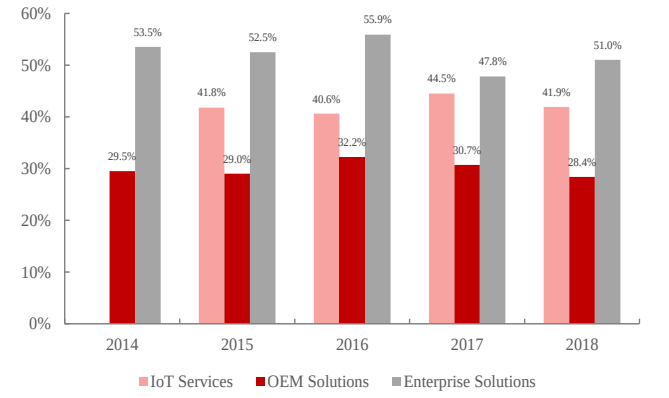


数据来源：Telit 公司官网，Wind，西南证券整理

Sierra Wireless 公司 2016-2018 年的各类产品毛利率情况可以看出，物联网模组（OEM Solutions）的毛利率水平是相对较低的，而物联网云服务（IoT Services）的毛利率基本在 40%以上，企业解决方案的毛利率在 50%左右。

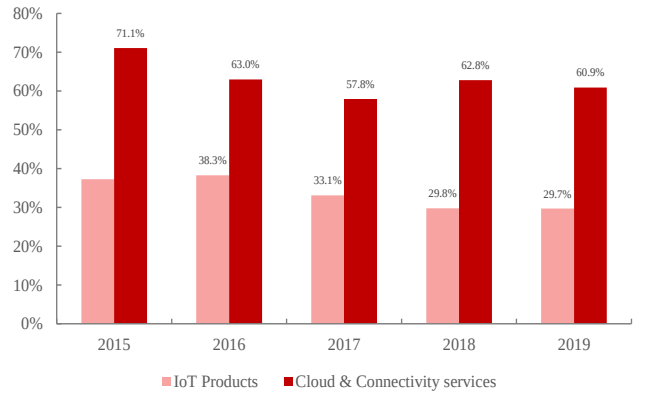
Telit 物联网模组（IoT Products）毛利率水平也在 30%左右，而云服务及解决方案的毛利率水平高达 60%左右。

图 35：Sierra Wireless 各类产品毛利率



数据来源：Sierra Wireless 公司官网，Wind，西南证券整理

图 36：Telit 各类产品毛利率



数据来源：Telit 公司官网，Wind，西南证券整理

自有+合作打造云生态。

公司目前也开始着手打造云服务平台以及云生态体系。公司通过自有的云服务平台 QuecCloud 以及一些列的模组产品线打造了一系列的云服务解决方案，并且通过与阿里、腾讯、Google、Amazon 等大型互联网云公司深度合作，打造一套云平台生态系统。

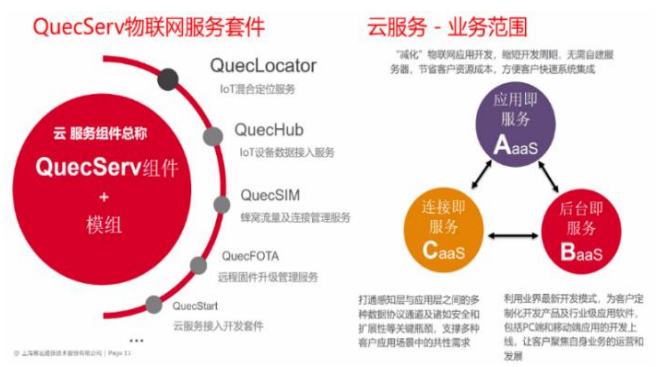
我们认为，移远通信向云服务平台以及云生态系统布局的战略是大势所趋，未来云生态的转型将为其打开新的成长空间。

一系列云服务解决方案满足多应用场景需求。

公司利用 QuecServ 物联网服务套件+模组构成云服务组件产品，可以提供 IOT 混合定位服务、IOT 设备数据接入服务、蜂窝流量及连接管理服务、远程固件升级管理服务、云服

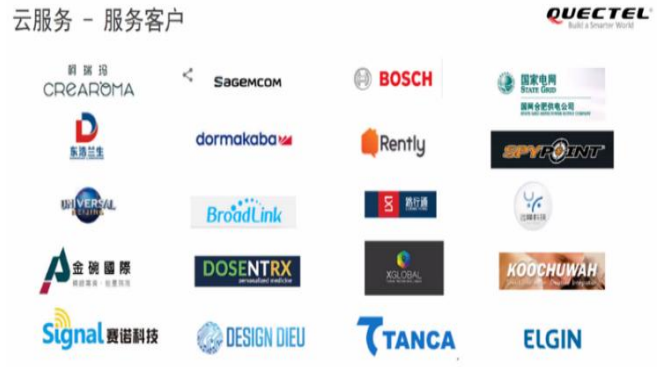
务接入开发套件等一系列解决方案，打通感知层与应用层之间的多种数据协议通道及安全和扩展性等关键瓶颈，支撑多种客户应用场景的公共性需求。

图 37：公司云服务业务范围



数据来源：移远通信，西南证券整理

图 38：公司云服务下游客户

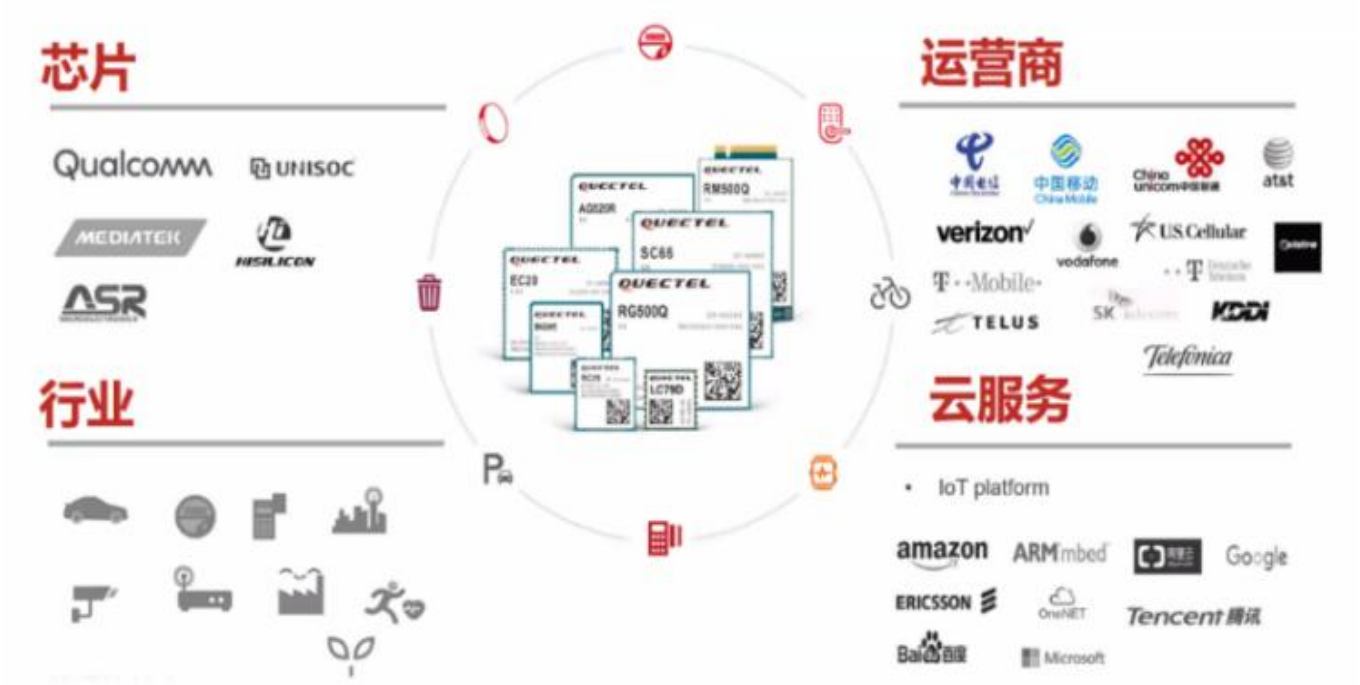


数据来源：移远通信，西南证券整理

与阿里、腾讯等深度合作打造云平台生态系统。

目前公司已经与多家国内外知名云公司合作实现多套解决方案。公司推出了内嵌阿里的 AliOS Things 操作系统的模组，可以提供高速接入云端的能力，缩短研发周期，降低开发成本，此外公司与腾讯科技已经在智能家居、无人超市、无人货柜、智能酒店改造、智能园区改造等新兴物联网行业展开深度合作。

图 39：云服务打造生态系统



数据来源：移远通信，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：由于公司采取扩张战略，此前收入增速明显高于行业增速，预计未来 2-3 年公司将继续采取扩张战略拓展市场份额，参考 TSR、IoT Business News、Strategy Analystics、IHS 等机构对全球各类模组出货量的预测，我们预测公司 2G、3G、4G、WIFI、NB-IOT 模组产品未来三年增速快于行业平均增速 20 个百分点。5G 模组产品由于 2019 年产量微小，我们根据公司过去新产品上线的销量增速进行预测，未来三年 5G 模组销量分别为 45 万片、303 万片、1089 万片。

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，我们对公司的产品单价进行了假设。我们预测公司大部分制式的模组产品单价降价幅度为过去三年降价幅度的平均值，以公司 4G 模组为例，我们预测未来三年降价幅度分别为-9.52%、-7.92%、-8.62%。

3）毛利率假设：根据经验，成熟产品的毛利率相对稳定，新兴产品的毛利率前期较高，后期会出现一定下滑。基于各类产品供需关系、各类产品升级情况以及对公司未来发展战略的预判，2G、3G、GNSS、5G 模组毛利率略有下滑，4G、NB-IOT、WIFI 模组毛利率基本维持稳定。

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 5：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2019	2020	2021	2022
GSM/GPRS 系列	收入	510.4	270.4	132.4	69.8
	增速	8.3%	-47.0%	-51.0%	-47.3%
	毛利率	19.8%	18.0%	17.0%	16.0%
WCDMA/HSP 系列	收入	364.2	385.4	325.3	286.9
	增速	33.5%	5.8%	-15.6%	-11.8%
	毛利率	27.1%	27.0%	26.0%	25.0%
LTE 系列	收入	2427.1	2964.5	3057.3	2989.4
	增速	45.6%	22.1%	3.1%	-2.2%
	毛利率	20.8%	20.5%	20.5%	20.5%
NB-IOT 系列	收入	664.0	1694.4	3435.0	5877.2
	增速	224.1%	155.2%	102.7%	71.1%
	毛利率	16.5%	13.0%	13.0%	13.0%
GNSS 系列	收入	84.6	96.1	108.6	128.2
	增速	10.0%	13.6%	13.0%	18.0%
	毛利率	36.7%	32.0%	31.0%	30.0%
EVB 工具及其他	收入	52.8	60.0	70.0	80.0
	增速	523.1%	13.7%	16.7%	14.3%

单位：百万元		2019	2020	2021	2022
	毛利率	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%
5G 系列	收入	2.3	445.0	1512.8	3267.7
	增速		19067.3%	240.0%	116.0%
	毛利率	42.0%	35.0%	34.0%	33.0%
WIFI 系列	收入	24.4	35.2	50.6	72.4
	增速		43.9%	43.9%	43.1%
	毛利率	32.1%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	4129.8	5950.8	8692.1	12771.6
	增速	52.9%	44.1%	46.1%	46.9%
	毛利率	21.2%	20.2%	20.4%	20.6%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 59.5 亿元、86.9 亿元、127.7 亿元，同比增长 44.1%、46.1%、46.9%；归母净利润分别为 2.0 亿元、3.1 亿元、4.7 亿元，同比增长 36.8%、50.9%、52.8%；EPS 分别为 1.89 元、2.85 元、4.36 元，对应 PE 分别为 95 倍、63 倍、41 倍。

4.2 相对估值

我们选取了行业中与移远通信业务最为相近的四家公司，2020-2022 年四家公司的平均 PE 为 132 倍、36 倍、27 倍。基于公司全球龙头地位以及未来三年增速远高于其他四家公司，首次覆盖，给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20E	21E	22E	20E	21E	22E
300638.SZ	广和通	56.99	1.22	1.71	2.29	47	33	25
688288.SH	鸿泉物联	39.68	0.90	1.29	1.74	44	31	23
688159.SH	有方科技	37.65	0.10	0.95	1.36	384	40	28
688100.SH	威胜信息	28.06	0.53	0.68	0.89	53	41	31
平均值						132	36	27
603236.SH	移远通信	187.90	1.89	2.85	4.36	95	63	41

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

1）新冠疫情二次爆发风险。全球新冠疫情存在不确定性，公司出口产品占比较大，海外疫情爆发或将影响海外市场需求。

2）公司新产品研发不及预期的风险。公司属于科技领域，驱动力来自新的 5G 应用场景带来的需求增长，如果新产品研发不利，将对公司收入增长带来压力。

3）上游芯片供应依赖海外公司的风险。公司上游芯片厂商中，高通占比较大，中美关系紧张或将给公司造成供货压力。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4129.75	5950.81	8692.07	12771.64
营业成本	3256.18	4751.36	6923.15	10144.41
营业税金及附加	7.10	10.23	14.95	21.96
销售费用	202.06	178.52	260.76	383.15
管理费用	489.44	779.22	1138.17	1672.37
财务费用	27.25	37.81	55.34	91.79
资产减值损失	-3.91	-5.00	0.00	0.00
投资收益	2.33	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.36	0.18	0.21	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	145.40	198.84	299.91	458.18
其他非经营损益	-0.05	-0.05	-0.05	-0.05
利润总额	145.35	198.79	299.87	458.14
所得税	-2.65	-3.62	-5.46	-8.35
净利润	148.00	202.41	305.33	466.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	148.00	202.41	305.33	466.49

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	148.00	202.41	305.33	466.49
折旧与摊销	46.78	20.01	20.01	20.01
财务费用	27.25	37.81	55.34	91.79
资产减值损失	-3.91	-5.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-391.94	19.27	-319.78	-473.47
其他	29.87	0.71	-2.32	1.51
经营活动现金流净额	-143.95	275.22	58.59	106.33
资本支出	-137.29	0.00	0.00	0.00
其他	-455.09	0.18	0.21	0.23
投资活动现金流净额	-592.38	0.18	0.21	0.23
短期借款	175.88	-214.08	311.15	454.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	911.47	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	-29.60	-40.48	-61.07
其他	-15.52	-37.83	-55.34	-91.79
筹资活动现金流净额	1071.83	-281.52	215.33	301.40
现金流量净额	339.11	-6.11	274.13	407.96

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	601.19	595.08	869.21	1277.16
应收和预付款项	531.68	604.63	932.21	1390.22
存货	724.34	1064.82	1555.52	2278.48
其他流动资产	700.79	619.75	766.53	984.96
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	180.88	171.53	162.18	152.83
无形资产和开发支出	53.79	47.59	41.40	35.20
其他非流动资产	139.31	134.84	130.37	125.90
资产总计	2931.97	3238.24	4457.41	6244.76
短期借款	236.54	22.45	333.60	787.85
应付和预收款项	979.39	1326.34	1968.63	2894.99
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	1.32	1.93	2.82	4.13
负债合计	1217.25	1350.72	2305.04	3686.97
股本	89.18	107.02	107.02	107.02
资本公积	1172.63	1154.79	1154.79	1154.79
留存收益	452.89	625.71	890.56	1295.98
归属母公司股东权益	1714.72	1887.52	2152.37	2557.79
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1714.72	1887.52	2152.37	2557.79
负债和股东权益合计	2931.97	3238.24	4457.41	6244.76

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	52.87%	44.10%	46.07%	46.93%
营业利润增长率	-24.06%	36.75%	50.83%	52.77%
净利润增长率	-18.00%	36.77%	50.85%	52.78%
EBITDA 增长率	7.21%	16.97%	46.21%	51.89%
获利能力				
毛利率	21.15%	20.16%	20.35%	20.57%
三费率	8.65%	16.73%	16.73%	16.81%
净利率	3.58%	3.40%	3.51%	3.65%
ROE	8.63%	10.72%	14.19%	18.24%
ROA	5.05%	6.25%	6.85%	7.47%
ROIC	17.05%	16.70%	20.00%	22.12%
EBITDA/销售收入	5.31%	4.31%	4.32%	4.46%
营运能力				
总资产周转率	1.96	1.93	2.26	2.39
固定资产周转率	36.32	38.53	59.91	94.09
应收账款周转率	11.93	11.41	12.21	11.91
存货周转率	5.31	5.27	5.27	5.28
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	84.75%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	41.52%	41.71%	51.71%	59.04%
带息债务/总负债	19.43%	1.66%	14.47%	21.37%
流动比率	2.10	2.14	1.79	1.61
速动比率	1.51	1.35	1.11	0.99
股利支付率	0.00%	14.62%	13.26%	13.09%
每股指标				
每股收益	1.38	1.89	2.85	4.36
每股净资产	16.02	17.64	20.11	23.90
每股经营现金	-1.35	2.57	0.55	0.99
每股股利	0.00	0.28	0.38	0.57

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	219.43	256.66	375.26	569.98
PE	130.37	95.32	63.19	41.36
PB	11.25	10.22	8.96	7.54
PS	4.67	3.24	2.22	1.51
EV/EBITDA	69.81	71.40	48.94	32.30
股息率	0.00%	0.15%	0.21%	0.32%

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数据，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。本报告所载的数据、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数据、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
北京	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
	林芷豌	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