定增加码自主产线，彰显未来出货信心

投资评级：增持（维持）

报告日期：2020-10-11

收盘价（元）	201.53
近 12 个月最高/最低（元）	268.00/134.00
总股本（百万股）	107
流通股本（百万股）	71
流通股比例（%）	66.36
总市值（亿元）	216
流通市值（亿元）	143

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：陈晶

执业证书号：S0010120040031

邮箱：chenjing@hazq.com

相关报告

1.移远通信（603236）：物互联时代，全球物联网模组龙头迎风口 2020-08-04

2.移远通信（603236）：中报符合预期，未来业绩或受益成本端控制 2020-08-24

主要观点：

- **事件回顾：**

公司 10 月 9 日晚发布 2020 年定增预案，本次拟募集资金不超过 11.03 亿元，主要用于 1）全球智能制造中心建设项目（8.5 亿，77%）；2）研发中心升级项目（1.1 亿，10%）；3）智能车联网产业化项目（1.4 亿，13%），定价基准日为发行期首日，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价的 80%。

- **加码自主产线，彰显未来出货信心**

预计公司 2022 年合肥+常州自有产线年产能 1.4 亿片左右，届时公司模组能够 100%自主生产。我们认为，公司不断加码自主产线，目的是为了 1）确保产品及时交付，保质保量；2）缩短研发周期，加速产品迭代；3)满足突然爆发的产能需求；4）规模效应下的降本增效。

- **持续研发高投入，打造引领行业的产品阵营**

2020H1 公司研发费用投入 2.62 亿元，同期增长 100.98%，占营业收入的比重为 10.48%。公司致力于打造全矩阵系列产品，上半年推出支持 Cat M1、Cat NB2 和 EGPRS，并集成 GNSS 定位功能的 LPWA 模组等具备全球竞争力的产品，此次定增实现研发技术能力的全面升级。

- **群雄竞逐车联网，定增巩固龙头地位**

国内模组厂商在车联网领域的竞逐白热化，移远通信龙头地位依旧无法撼动，公司在“四跨”测试中充分展现了其 C-V2X 模组的成熟度、适配度以及与汽车产业链合作的广泛性，此次定增打造下一代车规/车用级 4G、5G 和 GNSS 车联网模组。

- **投资建议**

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.02、2.94、4.78 亿元，对应 EPS 为 1.89、2.75、4.47 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 106.53X/73.32X/45.10X，维持“增持”评级不变。

- **风险提示**

1）全球疫情反复影响公司海外业务；2）国内模组厂商恶性竞争，导致公司毛利率持续走低；3）5G 芯片价格较高导致 5G 模组放量不及预期；4）车联网等下游垂直行业需求不及预期；5）中美摩擦持续恶化影响公司供应链稳定性；6）上游模组芯片国产替代不及预期等。

● 重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4130	5865	7570	9531
收入同比（%）	52.9%	42.0%	29.1%	25.9%
归属母公司净利润	148	202	294	478
净利润同比（%）	-18.0%	36.8%	45.3%	62.6%
毛利率（%）	21.2%	20.5%	20.3%	20.8%
ROE（%）	8.6%	10.6%	13.5%	18.2%
每股收益（元）	1.38	1.89	2.75	4.47
P/E	105.50	106.53	73.32	45.10
P/B	9.11	11.33	9.95	8.25
EV/EBITDA	57.03	52.85	43.53	31.85

资料来源： wind，华安证券研究所

1 事件回顾：

公司 10 月 9 日晚发布 2020 年定增预案，本次拟募集资金不超过 11.03 亿元，主要用于 1）全球智能制造中心建设项目（8.5 亿，77%）；2）研发中心升级项目（1.1 亿，10%）；3）智能车联网产业化项目（1.4 亿，13%），定价基准日为发行期首日，发行价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股票均价的 80%。

图表 1 公司 2020 年募投项目情况

项目名称	投资总额	建设内容	建设期限	达产年收入	达产年利润
全球智能制造中心建设项目	8.53 亿	建成 20 条无线通信模组智能制造生产线，达产年产能 9000 万片	1.5 年	49.22 亿	1.52 亿
研发中心升级项目	1.07 亿	购置先进的研发工具及配套测试设备，实现研发中心技术能力的全面升级	2 年	/	/
智能车联网产业化项目	1.44 亿	购置先进的专业车联网检测设备，引进车联网模组领域的高端技术人才，打造下一代车规/车用级 4G、5G 和 GNSS 车联网模组	2 年	25.59 亿	0.76 亿
合计	**11.03 亿**			**74.81 亿**	**2.28 亿**

资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 加码自主产线，彰显未来出货信心

预计 2022 年公司模组将 100%自主生产。公司前期已投入 3 亿元建设合肥移远智能制造中心 12 条生产线，目前已经投产，年产能约 5400 万片。本次募投常州智能制造中心 20 条产线，设计产能约 9000 万片，预计 2022 年达产。达产后公司自有产线年产能将达到 1.4 亿片左右。我们预测公司 2020-2022 年模组出货量约为 1.19、1.41 和 1.57 亿片，届时公司模组几乎能够完全自主生产。

我们认为，公司不断加码自主产线，目的是为了 1）确保产品及时交付，保质保量；2）缩短研发周期，加速产品迭代；3)满足突然爆发的产能需求；4）规模效应下的降本增效。

图表 2 公司自有产线建设情况

项目名称	工艺流程	投资总额	设计产能	建设期限	投产情况
合肥移远智能制造中心	先进 SMT 生产线以及自主开发的全套自动化生产测试线，从贴片生产到测试包装实现高度自动化生产	3.0 亿	12 条生产线，年产能约 5400 万片	1 年	已开始投产使用
常州移远智能制造中心		8.5 亿	20 条生产线，年产能约 9000 万片	1.5 年	预计 2022 年投产
合计		**11.50 亿**	**年产能约 1.4 亿片**		

资料来源：公司公告，华安证券研究所（注：合肥移远年产能根据常州移远产能规划按比例折算）

自建产线或在规模效应下带来成本的节约。根据公司招股说明书披露，2016-2018年加工费成本占比分别为9.89%、8.30%和7.31%，由于GNSS系列出货量较少且加工费未披露，实际总的加工费成本占比约在10%左右。由于模组代工是相对标准化、低技术含量的，因此采用自建产线（先进SMT生产线以及自主开发的全套自动化生产测试线）的方式，尤其是产量达到一定规模后，设备的折旧摊销和人工成本较低，相比代工会有一定的成本节约空间。

图表3 公司2016-2018年加工费成本占比情况

产品制式	2016	2017	2018
2G系列	2702.40	4658.08	4408.08
3G系列	555.98	1323.69	1031.93
4G系列	1098.75	5163.61	8542.63
NB-IoT系列	1.77	152.15	1728.15
合计	4358.9	11297.53	15710.79
营业成本	44073	136153	215018
加工费成本占比	**9.89%**	**8.30%**	**7.31%**

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所（注：GNSS系列出货量较少且加工费未披露，实际加工费成本占比略高）

毛利率提升1pct，对应业绩增厚至少20%。公司业绩对成本及费用的敏感程度较高，持续的研发投入使得每年10%左右的研发费用居高不下，销售和管理费用腾挪空间较小，我们假设，模组自主生产后为公司节省约1pct加工费，即毛利率提升1pct，对应业绩增厚至少20%。

图表4 公司2020-2022年业绩敏感性分析（预测）

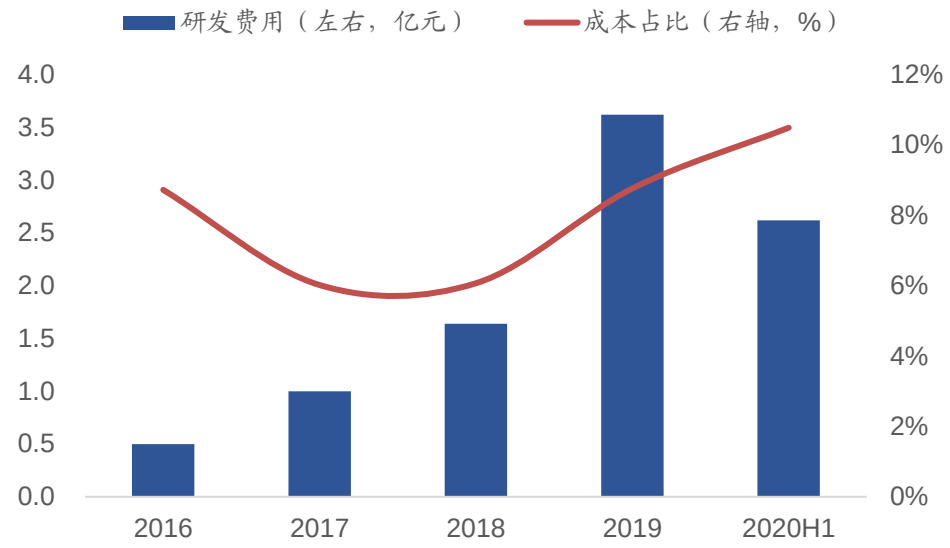
	归母净利润（百万元）			PE（倍）		
毛利率提升	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
0个百分点	201.77	293.01	476.83	107.62	74.11	45.54
1个百分点	261.55	370.74	575.38	83.02	58.57	37.74
2个百分点	321.34	448.46	673.93	67.57	48.42	32.22
3个百分点	381.13	526.19	772.49	56.97	41.27	28.11
对应业绩增厚	29.63%	26.53%	20.67%			
	59.26%	53.05%	41.34%			
	88.89%	79.58%	62.01%			

资料来源：华安证券研究所整理

2 持续研发高投入，打造引领行业的产品阵营

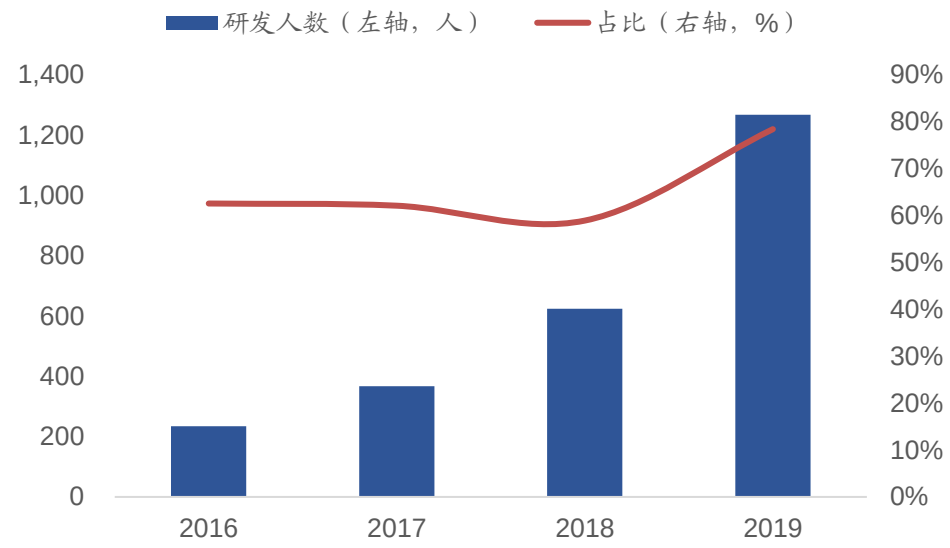
世界领先的研发实力，打造引领行业的模组产品阵。2020H1公司研发费用投入2.62亿元，同期增长100.98%，占营业收入的比重为10.48%，较2019H1提升近3个百分点。目前已拥有上海、合肥、佛山、温哥华、贝尔格莱德五处研发中心。公司致力于打造全矩阵系列产品，上半年推出了车规级5G NR模组、支持Cat M1、Cat NB2和EGPRS，并集成GNSS定位功能的LPWA模组以及可实现亚米级最高厘米级定位精度的多模双频高精度GNSS定位模组等具备全球竞争力的产品。

图表 5 公司 2016-2020H1 研发费用及成本占比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 6 公司 2016-2020H1 研发人数及总人数占比情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

2 群雄竞逐车联网，定增巩固龙头地位

车联网风口将至，万亿级市场群雄逐鹿。随着 5G 商用逐步成熟，物联网产业正迎来拐点。根据 IoT Analytics 预测，全球物联网产业产值在 2025 年有望达到 1.5 万亿美金以上。同时，汽车智能化与电动化已经形成明确趋势，超低延时通信网络基础将加快车联网产业的发展。根据中国产业信息网预测，2022 年全球与全国车联网产值分别达到 1629 亿美金与 530 亿美金。

公司在车联网领域处于龙头地位，定增巩固其优势。真正的车联网（V2X）虽未大规模落地，但国内模组厂商在该领域的竞逐已然白热化，国内移远和广和通在前装市场

布局较为全面，涵盖 5G 模组、C-V2X 模组等，广和通近期势头较猛，正在收购 Sierra 车载前装业务，有方科技相对涵盖范围小，但正在积极布局。移远通信的龙头地位依旧无法撼动，在“四跨”测试中，公司助力 15 家汽车整车厂商以及超过 10 家 Tier1 供应商顺利完成了 C-V2X“四跨”互联互通展示，充分展现了其 C-V2X 模组的成熟度、适配度以及与汽车产业链合作的广泛性。

图表 7 公司车规级模组产品情况

型号	样品	产品简介
AG550Q		AG550Q 是移远通信开发的一系列车规级 5G NR Sub-6GHz 模块，支持 5G NR 独立组网（SA）和非独立组网（NSA）模式。通过其 C-V2X PC5 直接通信功能（可选），AG550Q 可广泛应用于车联网领域，为实现智能汽车、自动驾驶和智能交通系统的建立提供可靠解决方案。其卓越的 ESD 和 EMI 防护性能，确保其在恶劣环境下的强大鲁棒性。
LTE AG35		AG35 是一系列车规级 LTE 通信模块。这些模块可经受严苛环境的考验、具有优越的防静电和防电磁干扰功能，是专为汽车行业和其他有恶劣环境应用需求的物联网应用领域而设计的解决方案。
LTE-A & C-V2X AG520R		AG520R 是一系列车规级 LTE+C-V2X 通信模块。这些模块可经受严苛环境的考验、具有优越的防静电和防电磁干扰功能，满足车辆安全驾驶、汽车自动驾驶、智能交通系统等应用需求。
C-V2X AG15		AG15 是车规级 C-V2X 直接通信模块。汽车级制造和品质流程使其稳定性更高。AG15 广泛应用于车规领域以满足如 ADAS、车辆安全驾驶、汽车自动驾驶、智能交通系统等应用需求；与移远通信车规级 LTE 通信模块 AG35 搭配使用，可为汽车行业物联网应用提供通信范围更广、功能更全面的车载无线通信解决方案。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 8 国内主要车载模组厂商对比

公司	车载产品	应用场景	基于的平台	客户
移远通信	5G 模组 AG550Q、C-V2X 模组 AG520R 以及 Wi-Fi&BT 模组 AF50T 等	车载导航系统、车辆远程监控、远程车辆诊断、车载信息娱乐系统、自动驾驶等	高通平台	国内的杭州中导、慧视通和俄罗斯的 Autofon、欧洲的 Inosat 以及部分主流整车厂
广和通	5G 模组 AN658-AE、C-V2X 模组 AX168-GL、LTE Cat 4 模组 AL940-CN 等	车载 T-Box、行车记录仪、车载信息娱乐系统、C-V2X 系统、车载单元、路侧单元等	高通平台	赛格导航、博实结、华宝科技以及比亚迪、长安、长城、吉利、大众等整车厂
有方科技	车规级 4G 全网通模块 A70、4G 智能 OBD 等	提供道路交通信息、导航信息、车联网远程控制以及互联网娱乐服务等	高通平台，OBD 产品搭载安卓智能操作系统	以 Harman、Reliance、cPON、Grupo Next 等海外客户为主

资料来源：各公司官网、招股说明书，华安证券研究所

风险提示：

1）全球疫情反复影响公司海外业务；2）国内模组厂商恶性竞争，导致公司毛利率持续走低；3）5G 芯片价格较高导致 5G 模组放量不及预期；4）车联网等下游垂直行业需求不及预期；5）中美摩擦持续恶化影响公司供应链稳定性；6）上游模组芯片国产替代不及预期等。

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
流动资产	2558	2536	3388	4464
现金	601	-29	122	327
应收账款	481	765	1126	1644
其他应收款	36	51	65	82
预付账款	15	34	27	41
存货	724	1015	1347	1669
其他流动资产	701	701	701	701
非流动资产	374	785	611	441
长期投资	0	0	0	0
固定资产	159	543	350	157
无形资产	54	69	88	111
其他非流动资产	161	173	173	173
资产总计	2932	3321	3999	4906
流动负债	1217	1404	1816	2273
短期借款	237	0	0	0
应付账款	724	1036	1341	1677
其他流动负债	257	367	475	595
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1217	1404	1816	2273
少数股东权益	0	0	0	0
股本	89	107	107	107
资本公积	1173	1173	1173	1173
留存收益	453	638	903	1353
归属母公司股东权	1715	1917	2183	2633
负债和股东权益	2932	3321	3999	4906

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
经营活动现金流	-144	243	226	284
净利润	148	202	294	478
折旧摊销	47	223	224	224
财务费用	2	5	0	0
投资损失	-2	-2	-3	-4
营运资金变动	-353	-195	-301	-432
其他经营现金流	516	408	608	927
投资活动现金流	-592	-605	-20	-23
资本支出	-234	-607	-23	-27
长期投资	-361	0	0	0
其他投资现金流	2	2	3	4
筹资活动现金流	1072	-269	-55	-55
短期借款	176	-237	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	22	18	0	0
资本公积增加	889	0	0	0
其他筹资现金流	-16	-50	-55	-55
现金净增加额	339	-630	151	206

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020	2021	2022
营业收入	4130	5865	7570	9531
营业成本	3256	4662	6032	7546
营业税金及附加	7	6	9	13
销售费用	202	264	341	429
管理费用	128	188	235	286
财务费用	27	-1	-2	-6
资产减值损失	-4	-10	-12	-17
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	2	3	4
营业利润	145	199	289	470
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	145	199	289	470
所得税	-3	-4	-5	-9
净利润	148	202	294	478
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	148	202	294	478
EBITDA	222	411	496	671
EPS（元）	1.38	1.89	2.75	4.47

主要财务比率

会计年度	2019	2020	2021	2022
成长能力				
营业收入	52.9%	42.0%	29.1%	25.9%
营业利润	-24.1%	36.8%	45.3%	62.6%
归属于母公司净利	-18.0%	36.8%	45.3%	62.6%
获利能力				
毛利率（%）	21.2%	20.5%	20.3%	20.8%
净利率（%）	3.6%	3.5%	3.9%	5.0%
ROE（%）	8.6%	10.6%	13.5%	18.2%
ROIC（%）	9.1%	10.0%	12.7%	17.3%
偿债能力				
资产负债率（%）	41.5%	42.3%	45.4%	46.3%
净负债比率（%）	71.0%	73.2%	83.2%	86.3%
流动比率	2.10	1.81	1.87	1.96
速动比率	1.49	1.06	1.11	1.21
营运能力				
总资产周转率	1.41	1.77	1.89	1.94
应收账款周转率	8.59	7.67	6.73	5.80
应付账款周转率	4.50	4.50	4.50	4.50
每股指标（元）				
每股收益	1.38	1.89	2.75	4.47
每股经营现金流	-1.35	2.27	2.11	2.65
每股净资产	16.02	17.91	20.40	24.60
估值比率				
P/E	105.50	107.25	73.82	45.41
P/B	9.11	11.33	9.95	8.25
EV/EBITDA	57.03	52.85	43.53	31.85

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

联系人：陈晶，华东师范大学金融硕士，主要覆盖物联网及 5G 下游应用，2020 年加入华安证券研究所。

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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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；

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。市场基准指数为沪深 300 指数。