创新技术与企业服务研究中心

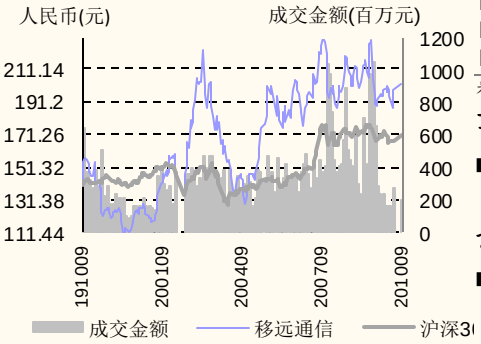
移远通信 (603236.SH) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：201.53 元
目标价格（人民币）：330.00-330.00 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	1.07
已上市流通 A 股(亿股)	.71
总市值(亿元)	215.67
年内股价最高最低(元)	201.53/187.63
沪深 300 指数	4681
上证指数	3272



相关报告

1.《研发与制造加码，龙头优势稳固-国金通信-移远通信 2020 年中...》，2020.8.25

2.《志在长远的“剪刀差”-国金通信移远通信 Q1 季报点评》，2020.4.29

3.《增收不增利，为长远发展蓄势-国金通信移远通信年报点评》，2020.4.15

4.《无线模组破局者，物联网产业弄潮儿-移远通信首次深度覆盖报告》，2020.3.18

罗露 分析师 SAC 执业编号：S1130520020003
luolu@gjzq.com.cn

陈蓉芳 联系人
chenrongfang@gjzq.com.cn

技术转向产能驱动，模组龙头拉开竞争身位

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,701	4,130	6,297	9,377	13,631
营业收入增长率	62.66%	52.87%	52.47%	48.92%	45.36%
归母净利润(百万元)	180	148	239	427	788
归母净利润增长率	121.42%	-18.00%	61.67%	78.36%	84.61%
摊薄每股收益(元)	2.699	1.660	2.236	3.988	7.362
每股经营性现金流净额	1.26	-1.77	0.71	1.05	4.30
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.54%	8.63%	12.33%	18.13%	25.18%
P/E	0.00	87.91	90.75	50.88	27.56
P/B	0.00	7.59	11.19	9.22	6.94

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2020 年 10 月 9 日晚间，公司发布公告，拟定增募资不超 11 亿元，将用于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。

评论

- **行业由技术驱动转向产能驱动，龙头加码拉开竞争身位。**我们认为，科技产业发展可概括为“技术驱动-产能驱动-品牌驱动”三个阶段，模组行业已进入大规模投资发展阶段，龙头通过前期的竞争壁垒扩张优势产能抢占市场。2016-2019 年，移远通信模块销售量从 1570 万片增长至 7627 万片，生产量从 1623 万片增长至 8274 万片，CAGR 为 70%。全球智能制造中心建设项目总投资为 8.5 亿，建设 20 条无线通信模组智能制造生产线，1.5 年建设期达产后形成年产无线通信模组 9000 万片的生产能力。我们认为，模组行业认证壁垒和通信升级壁垒会随行业成熟而逐渐拉平，而移远通信所积累的场景覆盖、销售网络和产品力优势短期难以攻破，从而拉开与竞争者差距。
- **2021 年模组迎来量价齐升的 5G 周期，车联网掘金正当时。**借鉴 4G 升级经验，2014 年 4G 基站建设启动，2016 年起物联网 4G 应用规模上量，单价增速高达 26%。以此类推，模组 5G 提价周期从 2021 年开启，伴随 2020 年 5G 建设及 C-V2X 推广，车路协同将实现第一波规模化落地。我们测算，车联网建设前期（2020-2025）主要车路协同硬件设备年市场空间达 500 亿元以上，通信模组有望最先放量，ABI Research 预测到 2023 年全球车联网蜂窝通信模组出货量将达 1.5 亿片。公司拟投资 1.4 亿元在智能车联网产业化项目，有助于快速提升在车联网领域市场地位。
- **移远通信 ROE 靠高周转维持，采用 PS 估值法，区间为 2.4-4 倍。**模组行业场景复制能力和速度，决定公司成长的持续性。公司拥有领先市场的场景复制能力，能够熨平物联网下游场景爆发的波动，保持营收持续高增。我们认为公司的 ROE 主要靠高周转维持，应采取 PS 估值法，区间为 2.4-4 倍。

盈利调整及投资建议

- 我们维持 20-22 年营收增速 52.47%/48.92%/45.36%不变，预计公司 20-22 年归母净利润 2.39 /4.27 /7.88 亿元，EPS 分别为 2.24/3.99/7.36 元，维持“买入”评级，重申 2021 年 300 亿目标市值。

风险提示

- 4G 产品出货增长不达预期；5G 推进不达预期；海外市场拓展不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,661**	**2,701**	**4,130**	**6,297**	**9,377**	**13,631**
增长率		62.7%	52.9%	52.5%	48.9%	45.4%
主营业务成本	-1,361	-2,150	-3,256	-4,987	-7,443	-10,808
%销售收入	82.0%	79.6%	78.8%	79.2%	79.4%	79.3%
毛利	299	551	874	1,310	1,934	2,823
%销售收入	18.0%	20.4%	21.2%	20.8%	20.6%	20.7%
营业税金及附加	-2	-2	-7	-6	-9	-14
%销售收入	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-71	-123	-202	-283	-394	-545
%销售收入	4.3%	4.6%	4.9%	4.5%	4.2%	4.0%
管理费用	-52	-73	-128	-189	-281	-409
%销售收入	3.1%	2.7%	3.1%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	-100	-164	-362	-598	-844	-1,090
%销售收入	6.0%	6.1%	8.8%	9.5%	9.0%	8.0%
息税前利润（EBIT）	75	190	175	233	405	764
%销售收入	4.5%	7.0%	4.2%	3.7%	4.3%	5.6%
财务费用	17	2	-27	3	5	2
%销售收入	-1.0%	-0.1%	0.7%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-5	-10	-4	-18	-9	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	2	3	3	3
%税前利润	0.9%	0.2%	1.6%	1.3%	0.7%	0.4%
营业利润	91	191	145	235	418	772
营业利润率	5.5%	7.1%	3.5%	3.7%	4.5%	5.7%
营业外收支	2	1	0	0	0	0
税前利润	93	193	145	235	418	772
利润率	5.6%	7.1%	3.5%	3.7%	4.5%	5.7%
所得税	-12	-12	3	5	8	15
所得税率	12.7%	6.3%	-1.8%	-2.0%	-2.0%	-2.0%
净利润	82	180	148	239	427	788
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**82**	**180**	**148**	**239**	**427**	**788**
净利率	4.9%	6.7%	3.6%	3.8%	4.6%	5.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	82	180	148	239	427	788
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	25	51	87	107	137
非经营收益	0	-1	-3	3	0	5
营运资金变动	-79	-120	-353	-267	-441	-546
经营活动现金净流	**17**	**84**	**-158**	**63**	**93**	**384**
资本开支	-31	-72	-234	-281	-190	-190
投资	-60	60	-361	299	-2	-3
其他	1	0	2	3	3	3
投资活动现金净流	**-90**	**-12**	**-592**	**21**	**-189**	**-190**
股权募资	259	0	902	0	0	0
债权募资	-56	61	173	-237	128	22
其他	-22	-1	0	-21	-18	-23
筹资活动现金净流	**181**	**60**	**1,075**	**-258**	**111**	**-1**
现金净流量	**108**	**132**	**325**	**-173**	**15**	**193**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	126	283	601	428	443	636
应收款项	159	286	695	933	1,466	2,204
存货	273	495	724	1,217	1,716	2,287
其他流动资产	204	120	537	340	409	496
流动资产	762	1,184	2,558	2,918	4,034	5,623
%总资产	94.5%	91.6%	87.2%	83.2%	85.5%	88.2%
长期投资	0	0	60	62	64	67
固定资产	22	68	181	259	311	339
%总资产	2.7%	5.3%	6.2%	7.4%	6.6%	5.3%
无形资产	18	32	98	142	171	187
非流动资产	45	108	374	589	684	752
%总资产	5.5%	8.4%	12.8%	16.8%	14.5%	11.8%
资产总计	**806**	**1,292**	**2,932**	**3,507**	**4,717**	**6,375**
短期借款	0	61	237	0	128	150
应付款项	295	505	881	1,423	2,022	2,788
其他流动负债	46	71	99	143	213	309
流动负债	341	637	1,217	1,566	2,363	3,247
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**341**	**637**	**1,217**	**1,566**	**2,363**	**3,247**
普通股股东权益	**465**	**655**	**1,715**	**1,941**	**2,354**	**3,128**
其中：股本	67	67	89	89	89	89
未分配利润	112	277	417	643	1,057	1,831
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**806**	**1,292**	**2,932**	**3,507**	**4,717**	**6,375**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.219	2.699	1.660	2.236	3.988	7.362
每股净资产	6.959	9.798	19.228	18.134	21.997	29.234
每股经营现金净流	0.253	1.261	-1.769	0.709	1.048	4.305
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.150	0.150	0.150
回报率						
净资产收益率	17.51%	27.54%	8.63%	12.33%	18.13%	25.18%
总资产收益率	10.11%	13.96%	5.05%	6.82%	9.05%	12.36%
投入资本收益率	14.06%	24.83%	9.13%	12.25%	16.66%	23.78%
增长率						
主营业务收入增长率	189.95%	62.66%	52.87%	52.47%	48.92%	45.36%
EBIT增长率	247.77%	153.15%	-7.75%	33.19%	73.95%	88.55%
净利润增长率	296.41%	121.42%	-18.00%	61.67%	78.36%	84.61%
总资产增长率	169.50%	60.27%	126.85%	19.61%	34.51%	35.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.2	21.1	30.6	35.0	38.0	40.0
存货周转天数	55.1	65.1	68.3	90.0	85.0	78.0
应付账款周转天数	44.1	55.3	62.1	90.0	85.0	80.0
固定资产周转天数	4.7	9.2	14.1	12.0	8.9	6.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.13%	-34.00%	-38.83%	-22.06%	-13.38%	-15.54%
EBIT利息保障倍数	-4.4	-118.1	6.4	-80.8	-84.4	-376.0
资产负债率	42.28%	49.30%	41.52%	44.67%	50.10%	50.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**	**0.00**

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-18	买入	202.00	330.00～330.00
2	2020-04-15	买入	160.74	N/A
3	2020-04-29	买入	194.91	330.00～330.00
4	2020-08-25	买入	202.90	330.00～330.00

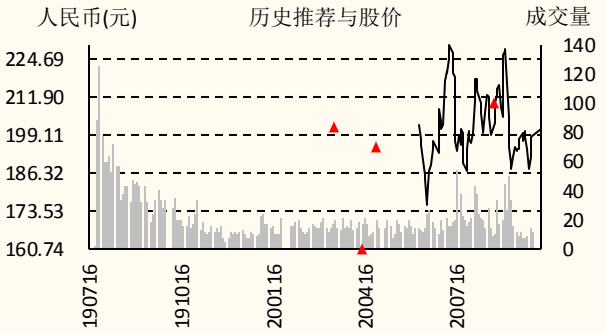
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH