

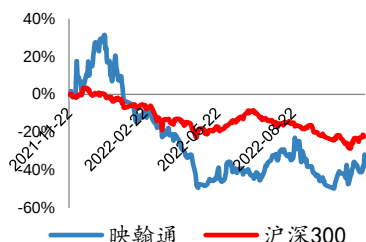
Q3 业绩承压，工业互联网催化下长期发展空间广阔

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-11-21

收盘价（元）	50.00
近 12 个月最高/最低（元）	90.99/32.61
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）	26.29
流通市值（亿元）	18.93

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. 中报表现符合预期，海外和配电网业务增长亮眼 2022-08-29

2. 映翰通：工业互联网“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 2022 年三季报。

2022 前三季度，公司实现营收 2.85 亿元，同比下降 15.6%；实现归母净利润 0.51 亿元，同比下降 45.1%；扣非后净利润为 0.45 亿元，同比下降 28.2%。若剔除宜所智能不再并表因素，报告期内公司收入同比下滑 8.4%，Q3 业绩不及预期。单三季度来看，公司实现营收 0.86 亿元，同比下滑 38.3%，环比下滑 37.7%；实现归母净利润 0.12 亿元，同比下滑 78.8%，环比下滑 66.7%。

● 国内疫情反复、国网项目延迟等多重因素影响，Q3 业绩不及预期。

分产品来看，根据公司发布的 10 月投资者关系活动公告披露，前三季度工业物联网通信产品同比增长 7.8%，其中海外市场增速约 51%。而国内方面 DTU、无线路由器等相当比例的收入来自电力行业，受疫情以及二十大保电等原因部分项目延期。智能配电网产品线前三季度收入下滑约 17.3%，原因是疫情影响和二十大保电部分项目施工停滞，二是部分芯片缺货影响订单交付。智能售电控制系统方面，前三季度收入下滑约 25%，由于今年夏季国内多地疫情反复，下游运营商&品牌商新机布放较原计划缩减。此外，公司持续加大对海外销售渠道和 AI 货柜等新品研发的投入，三季度销售费用、管理费用、研发费用均环比有所增加，整体上净利率下滑较为明显。

● 海外市场拓展顺利，工业通信和边缘计算产品继续保持高增速。

在工业无线路由器等通信产品上，海外传统优势厂商为 Cradlepoint、Sierra Wireless、Teltonika、DIGI 等，长期的品牌优势以及与传统工业电子集成商的合作关系导致工业通讯市场进入壁垒较高。公司与施耐德、ABB、罗克韦尔、GE 等欧美工业巨头具有长期合作关系，逐渐形成了良好的产品口碑和用户背书。与竞争对手相比，公司的产品性价比具有绝对优势，其基于对工业通讯协议的理解和云边端垂直打通推出的 INOS 网络操作系统助力产品实现更高的可靠性、功耗优势。前三季度，公司海外收入可比增长为 51%，主要由于：1) 海外营销渠道和电商渠道组建初见成效；2) 边缘计算车载网关和星汉云 SDWAN 网络解决方案等新品逐渐贡献收入。展望未来，公司 IWOS 电网状态监测产品已在境外十几个国家试点，未来有望打开更大的市场，境外售电机非智能机改造空间在千万台以上，随着移动支付的普及有望加速改造。

● IWOS 渗透率仍低，随着能源结构转变电网感知层和网络层投资或加速。

故障指示器安装在配电网架空线路上，通过检测线路电流和电压的变化从而判断给出故障指示，有助于大大减少人工巡检工作量并及时排除故障。

障避免更大的停电损失。在双碳转型过程中，由于大量分布式电源、电动汽车的接入，导致电压闪变、谐波引入、局部负载不均衡等电网质量问题出现，同时由于电网故障时短路电流大小发生改变，传统继电保护可能发生保护失效或误动作。传统故障指示器仅能起到故障位置指示作用，做不到预防性维护，而高精度暂态录波型故障指示器能在线路状态异常时触发高采样录波，实现复杂故障回溯反演甚至做出线路异常预警，从而变“被动保修”为“主动监控”。根据我们测算，国内 IWOS 市场空间接近 200 万套，百亿空间，目前渗透率尚不足 30%。目前，公司 IWOS 在手订单上万台，前三季度在北京、辽宁、上海等省份招标中也取得了较大份额，Q4 有望加速交付。

● **工业互联网建设有望加速，公司作为工业网关核心标的将受益。**

日前，中国商飞获颁国内首个 5G 工业专网频段，5G+工业互联网发展迈出关键一步。在 2022 中国 5G+工业互联网大会上，工信部副部长张云明表示，工信部将研究出台支持工业互联网规模发展新举措，进一步丰富政策工具箱。工业互联网网络基础设施包括工业交换机、无线路由器、DTU、边缘计算网关、小基站等，工业无线路由器主要用于工业总线和以太网数据接入、转换，实现数据的上云，结合边缘计算能力，有望实现如图像识别、传感器数据预处理、远程设备管控等对实时性要求极高的场景。我们测算到 2024 年全球无线路由器、边缘计算网关市场规模分别将达到 35 亿元、60 亿元，目前竞争格局方面，主要以海外和台湾品牌为主，公司市场空间广阔。

● **投资建议**

短期内，考虑电网延期项目交付节奏以及国内防疫政策对无人零售市场的不确定性，我们调整公司 2022-2024 归母净利润分别为 0.84/1.28/1.80 亿元（前值为 1.09/1.45/2.00）。我们认为公司处于工业互联网通信基础设施核心标的，云边端一体化布局有望打开更大市场。智能配电网状态监测和无人 AI 零售业务也有望逐步回暖，目前估值调整充分，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，无人零售市场拓展不达预期。

● 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	447	610	846
收入同比 (%)	44.6%	-0.5%	36.4%	38.8%
归属母公司净利润	105	84	128	180
净利润同比 (%)	159.7%	-20.1%	52.3%	41.0%
毛利率 (%)	45.3%	45.7%	44.9%	44.5%
ROE (%)	14.1%	10.2%	13.6%	16.2%
每股收益 (元)	2.00	1.60	2.43	3.43
P/E	43.85	31.34	20.58	14.59
P/B	6.18	3.19	2.79	2.37
EV/EBITDA	43.06	24.93	14.81	9.81

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	858	1015	1256	营业收入	450	447	610	846
现金	495	586	669	781	营业成本	246	243	336	469
应收账款	131	133	166	230	营业税金及附加	2	2	3	4
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	50	62	70	89
预付账款	2	2	3	5	管理费用	24	25	30	41
存货	105	99	128	172	财务费用	1	-15	-14	-16
其他流动资产	33	36	49	66	资产减值损失	-1	-1	-1	-2
非流动资产	99	101	107	106	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	9	13	15
固定资产	49	49	53	51	营业利润	118	90	139	197
无形资产	9	9	10	10	营业外收入	3	3	3	4
其他非流动资产	17	19	20	20	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	866	959	1123	1362	利润总额	121	93	142	200
流动负债	117	134	179	251	所得税	12	9	14	20
短期借款	0	0	0	0	净利润	109	84	128	180
应付账款	46	63	88	129	少数股东损益	4	0	0	0
其他流动负债	71	71	91	122	归属母公司净利润	105	84	128	180
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	95	82	133	189
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.00	1.60	2.43	3.43
其他非流动负债	1	1	1	1					
负债合计	118	135	180	252					
少数股东权益	1	1	1	1					
股本	52	53	53	53					
资本公积	401	401	401	401					
留存收益	293	369	488	655					
归属母公司股东权益	747	823	942	1109					
负债和股东权益	866	959	1123	1362					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	39	91	86	110	成长能力				
净利润	105	84	128	180	营业收入	44.6%	-0.5%	36.4%	38.8%
折旧摊销	7	4	4	4	营业利润	183.3%	-23.8%	54.1%	41.9%
财务费用	2	0	0	0	归属于母公司净利	159.7%	-20.1%	52.3%	41.0%
投资损失	-31	-9	-13	-15	获利能力				
营运资金变动	-48	13	-33	-60	毛利率 (%)	45.3%	45.7%	44.9%	44.5%
其他经营现金流	157	70	160	241	净利率 (%)	23.3%	18.8%	20.9%	21.3%
投资活动现金流	-5	7	5	15	ROE (%)	14.1%	10.2%	13.6%	16.2%
资本支出	-6	1	-7	0	ROIC (%)	10.6%	8.5%	12.2%	14.9%
长期投资	0	-3	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1	9	13	15	资产负债率 (%)	13.7%	14.1%	16.0%	18.5%
筹资活动现金流	-30	-7	-9	-13	净负债比率 (%)	15.8%	16.4%	19.1%	22.7%
短期借款	0	0	0	0	流动比率	6.54	6.41	5.69	5.01
长期借款	0	0	0	0	速动比率	5.63	5.66	4.95	4.31
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	7	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.47	0.54	0.62
其他筹资现金流	-37	-7	-9	-13	应收账款周转率	3.44	3.36	3.68	3.68
现金净增加额	2	91	83	113	应付账款周转率	5.38	3.84	3.84	3.65

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	2.00	1.60	2.43	3.43	P/E	43.85	31.34	20.58	14.59
每股经营现金流薄)	0.73	1.74	1.64	2.09	P/B	6.18	3.19	2.79	2.37
每股净资产	14.20	15.66	17.92	21.10	EV/EBITDA	43.06	24.93	14.81	9.81

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。