

映翰通（688080.SH）

发布限制性股票激励计划，长远发展目标清晰

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 通信 · 通信设备

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 马成龙 021-60933150 machenglong@guosen.com.cn 执证编码：S0980518100002
联系人： 袁文翀 021-60375411 yuanwenchong@guosen.com.cn

事项：

公司公告：发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），具体内容如下：

拟向激励对象：授予 59.60 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 5257.3 万股的 1.13%，授予价格为 25.65 元/股（当前股价为 50.75）。激励对象总人数为 23 人，约占公司全部职工人数 365 人（截至 2021 底）的 6.30%。

解除限售业绩考核要求：本激励计划设定了以 2022 年营业收入为基数，2023 年、2024 年、2025 年营业收入增长率目标值分别不低于 20%、44%、73%。

国信通信观点：公司颁布三年激励计划，制定三年收入年复合增速不低于 20% 增长，彰显公司长远发展目标清晰，并通过合理方法充分激发核心员工积极性与潜力。公司 22 年营收和归母净利润同比分别下降约 14% 和 33%，主要原因是收到 22 年疫情以及控股子公司的控制权发生变更等因素影响。疫情等不利因素缓解后，公司面对下游电力、工业、消费等行业景气度回暖，营收目标有望实现：

- 1) 工业互联网景气度高，工信部部长提出“十四五”建造 1 万个 5G 制造工厂，目前 5G+ 工业互联网领域仍处在规模试点阶段，公司工业网关未来三年受益行业高速增长。
- 2) 23 年电网投资再创历史新高，国网规划 2023 年投资超 5200 亿元（2022 年投资超 5000 亿元），结合“十四五”国网、南网规划配电网建设占总投资比重超过一半，公司中压配电检测系统持续受益，且在 22 年突破北京、辽宁、上海等省市市场，23 年招标份额有望持续提升。
- 3) 经济高质量发展背景下，我国智慧零售渗透率有望达到欧美发达国家水平，智能零售空间广阔。公司新发布智能售货整机新品有望在海内外形成规模销售。

下调盈利预测，预计公司 23-25 年归母净利润分别为 0.90/1.13/1.45 亿元（原预测为 1.66/2.16/2.78 亿元），对应 PE 分别为 30/23/18 倍。维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司发布 2023 年限制性股票激励计划（草案），23-25 年营收目标相比 22 年分别增长 20%/44%/73%。

公司发布《2022 年限制性股票激励计划（草案）》，授予 59.60 万股限制性股票，约占本激励计划草案公告时公司股本总额 5257.3 万股的 1.13%，授予价格为 25.65 元/股（当前股价为 50.75）。激励对象总人数为 23 人，约占公司全部职工人数 365 人（截至 2021 底）的 6.30%。本计划限制性股票的授予价格为 25.65 元/股。

表1: 本激励计划授予的限制性股票的归属期限和归属安排

归属安排	归属时间	归属权益数量占授予权益总量的比例
第一个归属期	自授予之日起 12 个月后的首个交易日起至授予之日起 24 个月内的最后一个交易日止	30%
第二个归属期	自授予之日起 24 个月后的首个交易日起至授予之日起 36 个月内的最后一个交易日止	30%
第三个归属期	自授予之日起 36 个月后的首个交易日起至授予之日起 48 个月内的最后一个交易日止	40%

资料来源: 映翰通公告, 国信证券经济研究生整理;

本次激励各年度业绩考核目标及如下:

表2: 公司可解除限售/归属比例考核目标

对应考核年度	营业收入业绩考核指标
第一个解除限售/归属期	2023 20%
第二个解除限售/归属期	2024 40%
第三个解除限售/归属期	2025 73%

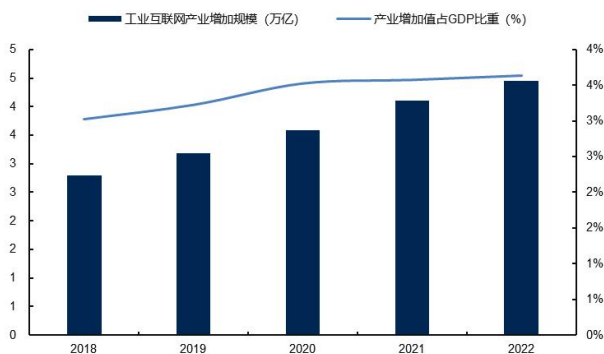
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究生整理; 备注: 上述“营业收入增长率”以公司 2022 年营业收入为基数计算

◆ 公司下游各细分领域景气度显著回升

工业互联网持续快速发展。《中国工业互联网产业经济发展白皮书》预计, 2022 年我国工业互联网产业增加值规模将达到 4.45 万亿元(2021 年为 4.10 万亿元), 名义增速约 8.7%。2021 年我国工业互联网直接核心产业中, 工业互联网平台、网络、数据、安全四大产业增加规模分别为 4534/3829/2146/1165 亿元, 增速均超 10%。

工信部规划“十四五”建设 1 万个 5G 工厂, 5G+工业互联网景气度高。第十四届全国人大一次会议第一场“部长通道”上, 工业和信息化部部长金壮龙表示, 扩大 5G 应用, 实施“5G+”行动计划。扩大在国民经济大类中的应用规模。除此之外还要在制造业上下更大功夫。“5G+工业互联网”的赋能对制造业跨越式发展非常重要, 我们计划“十四五”期间建 1 万个以上的 5G 工厂。

图1: 中国工业互联网产业增加值规模及占 GDP 比重(单位: 万亿、%)



资料来源: 中国工业互联网研究院, 国信证券经济研究所整理

图2: 5G 全连接工厂建设内容

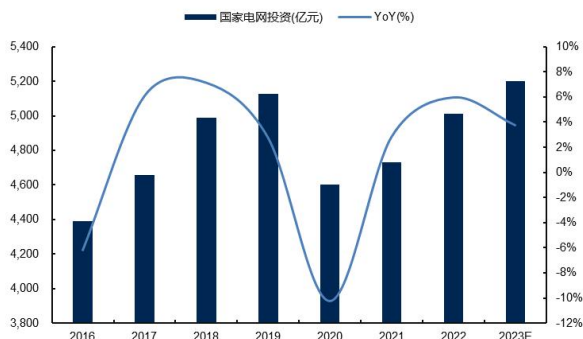


资料来源: 工信部《5G 全连接工厂建设指南》, 国信证券经济研究所整理

电网投资持续加大。2022 年国网目标投资额为 5012 亿元, 实际完成 5094 亿元, 2023 年投资预期为 5200

亿元，再创历史新高。“十四五”期间，国家电网和南方电网配电网建设投资分别高达 1.2、0.32 万亿元，分别占其电网建设总投资的 60%、50%，两网总计配电网投资将达到 1.5 万亿元，配电网侧市场空间大。

图3：国家电网历年投资（单位：亿元、%）



资料来源：国家电网，国信证券经济研究所整理

图4：“十四五”国网、南网配电网投资占比情况



资料来源：艾瑞咨询，国信证券经济研究所整理

公司中压配电网检测系统 22 年实现新市场突破，23 年份额有望持续提升。公司在投资者关系活动中介绍，2022 年公司已经取得北京、辽宁、上海等省市的部分招标份额，也在积极推进智能化配电网线路状态监测主站系统，该主站系统已在河北、北京推广应用，2022 年，该系统也落地了一些新的省市，未来计划会将主站系统推向更多的省市。

我国智慧零售销售额正处于高速增长后的平台期，自动售货机贡献主要增量。我国智慧零售销售额正处于高速增长后的平台期，自动售货机贡献主要增量。2016-2019 年，我国智慧零售处高速发展时期，销售额年复合增速近 50%。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，消费疲软，智慧经济零售额同比下滑 21%至 227 亿元。随着疫情缓和、经济复苏，居民消费逐步恢复，智慧零售销售额同比提升 25%至 283 亿元，几乎恢复到疫情前水平。从智慧经济销售额结构来看，自动售货机贡献了 95%左右的销售额。目前我国自动售货机的渗透率不高，2016-2021 年，自动售货机渗透率从 0.3%提升至 0.8%，提升空间巨大。

公司 2022 年发布智能售货机新品，针对无人零售智能终端的需求推出的 AI 智能零售终端。公司智能售货业务产品由通信模块扩展到整机销售，面对智能零售行业后疫情时代需求回暖，该业务有望实现量价齐升。

图5：我国智慧零售销售额及同比增速



资料来源：弗若斯特沙利文，国信证券经济研究所整理

图6：映翰通智能售货机新品



FV标准型单门/双门柜

为售卖全品类商品而设计
支持商品叠放、多角度摆放
支持扫码、刷脸(可选)两种支付方式
支持智能语音导购
可靠硬件和网络、优质冰柜柜体
单门柜 453L(毛容量), 438L(净容量), 5层存物空间
双门柜 853L(毛容量); 802L(净容量), 5层存物空间

资料来源：映翰通，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

2022 年疫情反复导致部分客户项目出现延期或暂停的情况，同时由于控股子公司的控制权发生变更等因素导致公司 2022 年在营收及净利润的表现出现了预期外的下降。下调盈利预测，预计 22 年中压配电网检测系统（IWOS）和智能售货系统同比分别下降 15%/20%。23 年下游各领域景气度恢复，结合各领域行业增速，预计工业物联网侧 23-25 年营收同比分别增长 30%/28%/26%，中压配电网检测系统（IWOS）23-25 年营收同比增长 30%/30%/30%，智能售货系统 23-25 年营收同比增长 30%/30%/30%。

表3: 映翰通未来三年营收分解

收入分类预测	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
工业物联网						
收入	15838.3	21786.0	20696.7	26905.7	34439.3	43393.5
增长率	4.77%	37.55%	-5.00%	30.00%	28.00%	26.00%
毛利率	51.48%	48.9%	47.0%	47.5%	48.0%	48.0%
IWOS						
收入	8284.9	9872.2	8391.4	10908.8	14181.4	18435.8
增长率	-8.59%	19.16%	-15.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	37.18%	38.34%	39.0%	42.0%	44.0%	45.0%
智能销售系统						
收入	3493.7	7300.9	5840.7	7593.0	9870.9	12832.1
增长率	29.71%	108.97%	-20.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	36.60%	32.1%	28.0%	29.0%	30.0%	30.0%
其他主营业务						
收入	3446.1	5563.2	3894.2	4283.7	4712.0	5183.2
增长率	24.68%	61.43%	-30.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	59.78%	61.8%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
收入合计	31063.0	44954.0	38823.0	49691.1	63203.5	79844.6
增长率	4.81%	44.72%	-13.64%	27.99%	27.19%	26.33%
毛利率	46.91%	44.96%	42.71%	43.68%	44.44%	44.54%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表4: 重点公司盈利预测估值比较 (更新至 2022 年 3 月 15 日)

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE			PEG
					2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2022E
688080.SH	映翰通	买入	51.9	26.7	2.0	1.34	1.71	25.4	38.0	29.7	0.4
688618.SH	三旺通信	买入	103.4	51.1	1.2	2.5	3.4	84.5	40.6	29.9	1.2
300353.SZ	东土科技	-	11.7	61.8	0.0	0.0	0.2	1192.1	279.5	69.3	0.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测; 三旺通信、东土科技估值取自 Wind 一致预期

下调盈利预测。预计公司 22-24 年归母净利润分别为 0.70/0.90/1.16 亿元 (原预测为 1.66/2.16/2.78 亿元)，对应 PE 分别为 30/23/18 倍。维持“买入”评级。

◆ 风险提示: 新技术研发进展不及预期; 新业务拓展不及预期; 上游原材料供应紧缺; 行业竞争加剧。

相关研究报告：

- 《映翰通（688080.SH）-主营业务发展良好，持续拓展新业务板块》——2022-08-26
- 《国信证券-映翰通-688080-2021 年年度业绩预告点评：产品布局初见成效，行业景气度高》——2022-01-27
- 《映翰通-688080-深度报告：工业无线网关龙头，持续拓展垂直应用》——2021-12-27

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	473	495	551	596	644	营业收入	311	450	388	497	632
应收款项	118	135	146	175	217	营业成本	165	246	222	280	351
存货净额	61	105	85	110	141	营业税金及附加	2	2	2	2	3
其他流动资产	24	32	29	37	46	销售费用	46	50	50	63	78
流动资产合计	677	766	812	917	1048	管理费用	19	24	20	24	29
固定资产	50	49	52	56	59	研发费用	39	49	47	60	75
无形资产及其他	9	9	10	10	11	财务费用	4	1	(13)	(14)	(15)
投资性房地产	8	17	17	17	17	投资收益	5	31	15	15	15
长期股权投资	1	24	30	36	42	资产减值及公允价值变动	1	1	1	1	1
资产总计	744	866	922	1037	1177	其他收入	(40)	(40)	(47)	(60)	(75)
短期借款及交易性金融负债	0	2	0	0	0	营业利润	42	118	76	98	126
应付款项	54	69	63	83	101	营业外净收支	3	3	3	3	5
其他流动负债	37	46	44	56	68	利润总额	45	121	79	101	131
流动负债合计	92	117	107	138	169	所得税费用	3	12	6	8	11
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1	4	3	4	5
其他长期负债	0	1	2	2	3	归属于母公司净利润	40	105	70	90	116
长期负债合计	0	1	2	2	3	现金流量表 (百万元)					
负债合计	92	118	109	141	172	净利润	40	105	70	90	116
少数股东权益	2	1	3	6	11	资产减值准备	(7)	(0)	0	0	0
股东权益	650	747	810	890	995	折旧摊销	2	4	6	6	7
负债和股东权益总计	744	866	922	1037	1177	公允价值变动损失	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
						财务费用	4	1	(13)	(14)	(15)
关键财务与估值指标						营运资本变动	19	(54)	4	(29)	(51)
每股收益	0.77	2.00	1.34	1.71	2.22	其它	7	4	2	3	4
每股红利	0.20	0.16	0.13	0.17	0.22	经营活动现金流	61	58	81	69	75
每股净资产	12.40	14.24	15.44	16.98	18.98	资本开支	0	(3)	(9)	(9)	(9)
ROIC	7.07%	10.07%	9%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	6.22%	14.06%	9%	10%	12%	投资活动现金流	1	(27)	(15)	(15)	(15)
毛利率	47%	45%	43%	44%	44%	权益性融资	(7)	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	17%	12%	14%	15%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	18%	14%	15%	16%	支付股利、利息	(10)	(8)	(7)	(9)	(12)
收入增长	5%	45%	-14%	28%	27%	其它融资现金流	316	7	(2)	0	0
净利润增长率	-22%	160%	-33%	28%	30%	融资活动现金流	288	(10)	(9)	(9)	(12)
资产负债率	13%	14%	12%	14%	15%	现金净变动	350	21	56	45	48
股息率	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	货币资金的期初余额	123	473	495	551	596
P/E	65.8	25.4	38.0	29.7	22.9	货币资金的期末余额	473	495	551	596	644
P/B	4.1	3.6	3.3	3.0	2.7	企业自由现金流	0	17	44	30	34
EV/EBITDA	65.0	33.9	52.5	37.9	27.9	权益自由现金流	0	24	53	44	48

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032