

三旺通信 (688618.SH)

从工业通信产品向 AI 平台布局, 把握工业互联网高景气发展

买入

核心观点

公司 2022 年营收利润均实现高速增长。公司 2022 年实现营收 3.36 亿元 (同比+32.2%), 实现归母净利润 9608.9 万元 (同比+59.0%), 实现扣非净利润 7509.3 万元 (同比+68.0%)。其中, 公司 2022 年 Q4 单季度实现营收 1.16 亿元 (同比+41%), 归母净利润 3438.6 万元 (同比+87%)。

积极把握工业互联网下游行业高景气发展。根据 IDC 数据, 中国工业互联网解决方案市场规模由 2021 年的 19.8 亿美元增长到 2025 年的 56.1 亿美元, 5 年 CAGR 为 29.6%。公司作为工业互联网解决方案供应商, 下游工业智造领域受益 5G+工业互联网商业模式逐步成熟, 工信部规划 2025 年 5G 工厂超 10000 个 (目前为 4000 多个); 智能煤矿数在 2022 年由 242 个增长到 572 个, 煤矿井下机器人从 19 种增加到 31 种, 工业网络应用广泛; 传统电网信息化、光伏、风电行业高速增长, 对配套网络运维管理系统踢出配套需求。公司 22 年在智慧能源、工业互联网行业实现营业收入同比增长 56.48%/99.23%。

持续加大研发创新, 业务由网络产品向 AI 平台拓展。22 年公司加大在时间敏感网络、组态化边缘 AI、HaaS、超大功率 POE 等技术和产品的开发, 部分新产品已规模应用。同时, 公司荣获 22 年中国新一代人工智能发展战略研究院与 深圳市人工智能产业协会联合颁发的“AI 天马·领军企业”名号。基于边缘侧 AI 处理及 AI 平台解决方案能将有效满足下游各领域智能化场景需求。公司 22 年研发投入费用同比增长 7%。

上海新基地即将投产, 助股权激励 3 年营收翻番目标稳步落地。公司 23 年 1 月 16 日完成股权激励授予, 以 22 年营收为基数计算, 23-25 年营收增长率目标值分别为 30%/70%/100%。公司 2020 年底上市募集资金主要用于上海新基地建设, 2023 年上海新基地建成将投产运行。上海基地将与深圳基地形成双基地辐射, 有助于打开公司华东和华北市场, 同时将为公司贡献超过 3 亿产值。在双基地协同下, 公司 3 年营收翻番目标落实有保障。

风险提示: 新技术研发进展不及预期; 上游原材料供应紧缺; 行业竞争加剧。

投资建议: 看好公司受益工业互联网行业景气发展, 同时国产替代空间较大, 维持盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.48/2.20/3.14 亿元 (同比增速 53.7%/49.1%/42.8%), 当前股价对应 PE 分别为 38/26/18x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 254 | 336 | 466 | 646 | 894 |
| (+/-%) | 21.3% | 32.2% | 38.9% | 38.5% | 38.4% |
| 净利润(百万元) | 60 | 96 | 148 | 220 | 314 |
| (+/-%) | -6.2% | 59.0% | 53.7% | 49.1% | 42.8% |
| 每股收益(元) | 1.20 | 1.90 | 2.92 | 4.36 | 6.22 |
| EBIT Margin | 16.7% | 20.9% | 28.0% | 31.7% | 33.8% |
| 净资产收益率 (ROE) | 8.5% | 12.1% | 16.2% | 20.3% | 23.5% |
| 市盈率 (PE) | 92.8 | 58.4 | 38.0 | 25.5 | 17.8 |
| EV/EBITDA | 124.2 | 78.1 | 38.9 | 25.8 | 18.0 |
| 市净率 (PB) | 7.87 | 7.08 | 6.16 | 5.16 | 4.19 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

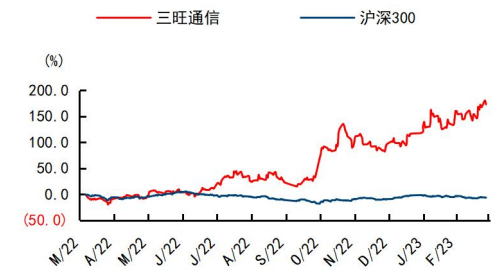
通信·通信设备

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

基础数据

投资评级 买入(维持)
合理估值
收盘价 111.00 元
总市值/流通市值 5631/1893 百万元
52 周最高价/最低价 114.07/32.01 元
近 3 个月日均成交额 42.59 百万元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

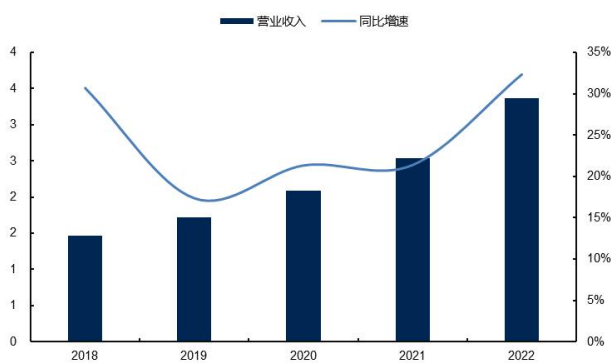
相关研究报告

- 《三旺通信 (688618.SH) - 受益工业互联网行业快速发展, 22 年归母净利润同比增长 59%》——2023-02-28
- 《三旺通信 (688618.SH) - 受益工业互联网快速发展, 22 年归母净利润同比增长 46%-61%》——2023-01-31
- 《三旺通信 (688618.SH) - 股权激励落地, 三年营收目标翻番》——2022-12-28
- 《三旺通信 (688618.SH) - 市场开拓效果显著, 三季度净利润同比增长 88.9%》——2022-10-30
- 《三旺通信 (688618.SH) - 与紫金山实验室合作, 新产品应用从工业走向车联网》——2022-08-28

公司 2022 年营收利润均实现高速增长。公司 2022 年实现营收 3.36 亿元（同比+32.2%），实现归母净利润 9608.9 万元（同比+59.0%），实现扣非净利润 7509.3 万元（同比+68.0%）。

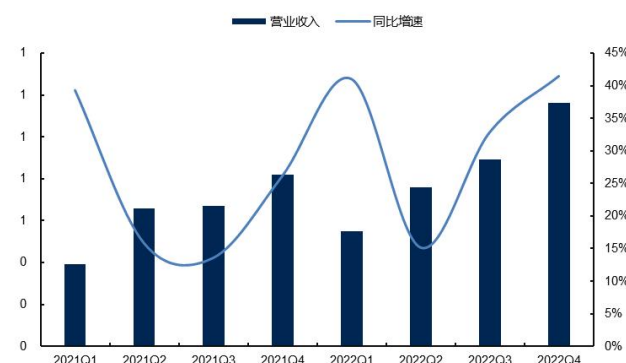
其中，公司 2022 年 Q4 单季度实现营收 1.16 亿元（同比+41%），归母净利润 3438.6 万元（同比+87%）。

图1: 三旺通信营业收入及增速（单位：亿元、%）



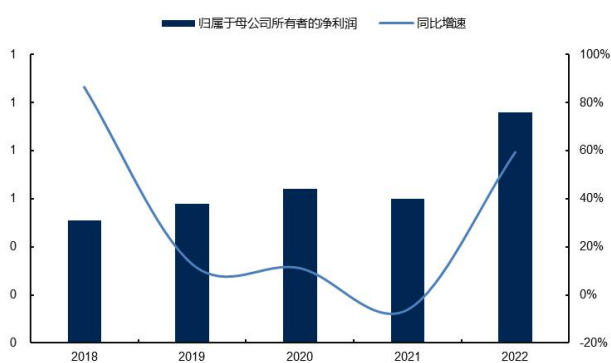
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 三旺通信单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



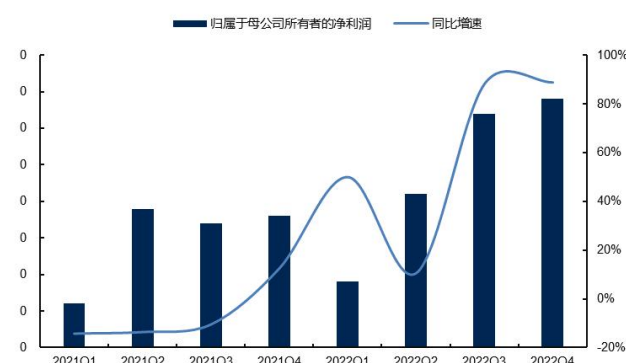
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 三旺通信归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 三旺通信单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

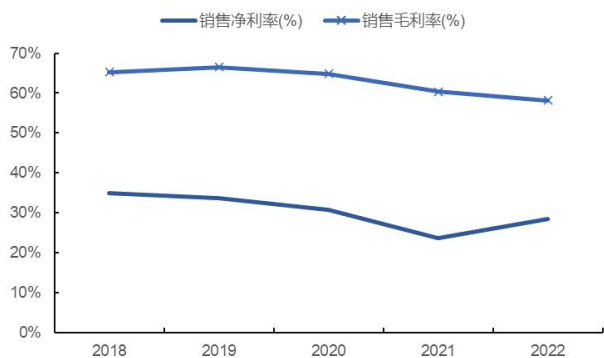


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

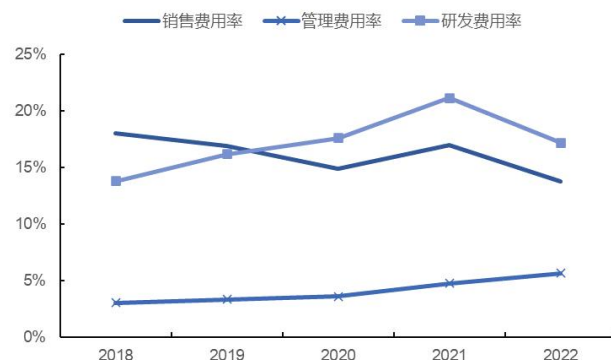
公司加强管理，经营更加聚焦，研发费用率同比减少 3.9pp 至 17.2%，但研发投入仍然持续加大，同比+7%。管理费用率同比上升 0.8pp，销售费用率同比下降 2.2pp。

图5: 三旺通信毛利率及净利率（单位：亿元、%）

图6: 三旺通信三项费用率（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

积极把握工业互联网下游行业高景气发展。根据 IDC 数据，中国工业互联网解决方案市场规模由 2021 年的 19.8 亿美元增长到 2025 年的 56.1 亿美元，5 年 CAGR 为 29.6%。公司作为工业互联网解决方案供应商，下游工业智造领域受益 5G+工业互联网商业模式逐步成熟，工信部规划 2025 年 5G 工厂超 10000 个（目前为 4000 多个）；智能煤矿数在 2022 年由 242 个增长到 572 个，煤矿井下机器人从 19 种增加到 31 种，工业网络应用广泛；传统电网信息化、光伏、风电行业高速增长，对配套网络运维管理系统踢出配套需求。公司 22 年在智慧能源、工业互联网行业实现营业收入同比增长 56.48%/99.23%。

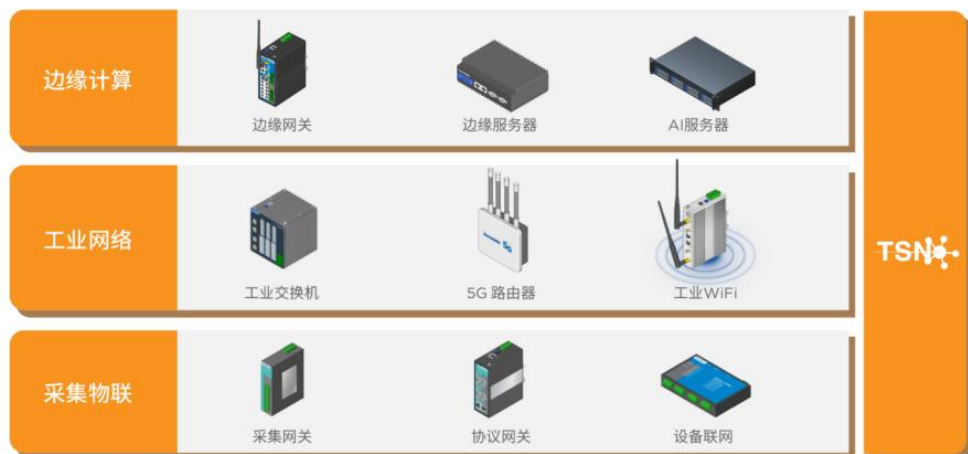
图7：公司下游主要应用领域



资料来源：三旺通信官网，国信证券经济研究所整理

持续加大研发创新，产品布局向网络产品向 AI 平台拓展。22 年公司加大在时间敏感网络、组态化边缘 AI、HaaS、超大功率 POE 等技术和产品的开发，部分新产品已规模应用。同时，公司荣获 22 年中国新一代人工智能发展战略研究院与深圳市人工智能产业协会联合颁发的“AI 天马·领军企业”名号。基于边缘侧 AI 处理及 AI 平台解决方案能有效满足下游各领域智能化场景需求。公司 22 年研发投入费用同比增长 7%。

图8：公司新布局工业互联网解决方案系列化产品



资料来源：三旺通信官网，国信证券经济研究所整理

营收拆分：

受益工业互联网行业快速发展，以及国产替代加速推进，预计未来公司各块产品营收持续保持较高增长。考虑到公司股权激励目标 23-25 年营收翻番，公司主营交换机产品、以太网模块均保持超过年复合 30%增速。无线产品作为接入节点匹配数量应超过交换机数量，同时考虑到无线产品营收基础较小，因此预测无线产品 23-25 年营收呈现 100%/100%/80%增长。公司通过部署 HAAS 解决方案可以拓展成为项目集成方，带动软件侧收入，预计相关业务未来为公司带来千万级营收增量。

表1：三旺通信营收拆分

| 收入分类预测 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|----------|---------|--------|
| 工业以太网交换机 | | | | | | |
| 收入 | 154.33 | 180.34 | 255.20 | 339.42 | 451.42 | 600.39 |
| 增长率 | 25.44% | 16.85% | 23.87% | 33.00% | 33.00% | 33.00% |
| 毛利率 | 64.73% | 60.2% | 61.6% | 62.4% | 62.9% | 63.4% |
| 设备联网产品 | | | | | | |
| 收入 | 22.78 | 31.33 | 33.91 | 40.69 | 48.83 | 58.60 |
| 增长率 | 2.15% | 37.52% | 8.25% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 62.00% | 58.4% | 59.4% | 60.4% | 60.9% | 61.4% |
| 工业无线产品 | | | | | | |
| 收入 | 4.77 | 8.03 | 13.90 | 27.80 | 55.60 | 100.08 |
| 增长率 | -5.36% | 68.34% | 60.40% | 100.00% | 100.00% | 80.00% |
| 毛利率 | 55.98% | 44.3% | 50.8% | 52.0% | 52.0% | 52.2% |
| 其它主营 | | | | | | |
| 收入 | 1.20 | 2.13 | 3.41 | 50.00 | 90.00 | 135.00 |
| 增长率 | 13.21% | 77.83% | 60.00% | 1364.39% | 80.00% | 50.00% |
| 毛利率 | 39.03% | 40.0% | 45.0% | 53.0% | 53.0% | 53.0% |
| 其它业务 | | | | | | |
| 收入 | 5.38 | 6.34 | 7.4 | 8.47 | 9.74 | 11.20 |
| 增长率 | 71.34% | 17.84% | 16.18% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 毛利率 | | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% | 50.0% |
| 收入合计 | 209.2 | 253.9 | 335.7 | 466.4 | 645.9 | 894.1 |
| 增长率 | 21.28% | 21.35% | 32.24% | 38.94% | 38.48% | 38.43% |
| 毛利率 | 63.50% | 60.51% | 58.20% | 60.37% | 61.18% | 61.07% |
| 成本率 | 36.5% | 39.5% | 41.8% | 39.6% | 38.8% | 38.9% |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；

投资建议：看好公司受益工业互联网行业景气发展，同时国产替代空间较大，维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.48/2.20/3.14 亿元（同比增速 53.7%/49.1%/42.8%），当前股价对应 PE 分别为 38/26/18x，维持“买入”评级。

表2：可比公司盈利预测估值比较（更新至 2023 年 3 月 28 日）

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘 (元) | 总市值 (亿元) | EPS | | | PE | | | PB MRQ |
|-----------|------|------|---------|----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| | | | | | 2021A | 2022E | 2023E | 2021A | 2022E | 2023E | |
| 688618.SH | 三旺通信 | 买入 | 111.0 | 56.3 | 1.2 | 1.9 | 2.5 | 79.7 | 53.8 | 39.9 | 7.4 |
| 300353.SZ | 东土科技 | - | 13.8 | 73.7 | 0.0 | 0.1 | 0.2 | 1421.2 | 333.3 | 82.6 | 7.8 |
| 688080.SH | 映翰通 | 买入 | 46.2 | 24.3 | 2.0 | 2.2 | 3.0 | 30.6 | 27.4 | 20.4 | 4.0 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；映翰通、东土科技盈利预测取自 Wind 一致预期

风险提示：

- 1、新技术研发进展不及预期；
- 2、上游原材料供应紧缺；
- 3、行业竞争加剧。

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 现金及现金等价物 | 250 | 212 | 329 | 401 | 508 | 营业收入 | 254 | 336 | 466 | 646 | 894 |
| 应收款项 | 136 | 171 | 249 | 336 | 453 | 营业成本 | 101 | 140 | 185 | 251 | 348 |
| 存货净额 | 79 | 128 | 127 | 160 | 225 | 营业税金及附加 | 2 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 其他流动资产 | 17 | 30 | 32 | 48 | 69 | 销售费用 | 43 | 46 | 56 | 68 | 85 |
| 流动资产合计 | 725 | 802 | 838 | 1046 | 1356 | 管理费用 | 12 | 19 | 19 | 23 | 30 |
| 固定资产 | 108 | 143 | 182 | 215 | 244 | 研发费用 | 54 | 58 | 73 | 95 | 122 |
| 无形资产及其他 | 23 | 21 | 21 | 21 | 21 | 财务费用 | 0 | 1 | (5) | (9) | (11) |
| 投资性房地产 | 11 | 32 | 32 | 32 | 32 | 投资收益 | 14 | 13 | 16 | 15 | 15 |
| 长期股权投资 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 资产减值及公允价值变动 | 3 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 资产总计 | 869 | 1000 | 1075 | 1316 | 1655 | 其他收入 | (48) | (43) | (73) | (95) | (122) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 50 | 81 | 5 | 5 | 5 | 营业利润 | 64 | 103 | 157 | 234 | 333 |
| 应付款项 | 50 | 61 | 84 | 122 | 176 | 营业外净收支 | 0 | (0) | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动负债 | 52 | 65 | 75 | 104 | 139 | 利润总额 | 64 | 102 | 157 | 234 | 333 |
| 流动负债合计 | 151 | 207 | 164 | 231 | 320 | 所得税费用 | 4 | 7 | 10 | 15 | 21 |
| 长期借款及应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | (0) | (1) | (1) | (1) | (2) |
| 其他长期负债 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 归属于母公司净利润 | 60 | 96 | 148 | 220 | 314 |
| 长期负债合计 | 4 | 2 | 2 | 2 | 2 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 156 | 209 | 166 | 233 | 322 | 净利润 | 60 | 96 | 148 | 220 | 314 |
| 少数股东权益 | (0) | (1) | (1) | (3) | (4) | 资产减值准备 | 0 | (0) | (1) | 1 | 1 |
| 股东权益 | 713 | 792 | 910 | 1086 | 1338 | 折旧摊销 | 4 | 4 | 18 | 22 | 27 |
| 负债和股东权益总计 | 869 | 1000 | 1075 | 1316 | 1655 | 公允价值变动损失 | (3) | (5) | (5) | (5) | (5) |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 财务费用 | 0 | 1 | (5) | (9) | (11) |
| 每股收益 | 1.20 | 1.90 | 2.92 | 4.36 | 6.22 | 营运资本变动 | (24) | (96) | (47) | (69) | (113) |
| 每股红利 | 0.42 | 0.41 | 0.58 | 0.87 | 1.24 | 其它 | (0) | (0) | (0) | (2) | (2) |
| 每股净资产 | 14.11 | 15.68 | 18.01 | 21.50 | 26.48 | 经营活动现金流 | 38 | (1) | 113 | 167 | 221 |
| ROIC | 17% | 22% | 29% | 38% | 46% | 资本开支 | 0 | (42) | (51) | (51) | (51) |
| ROE | 8% | 12% | 16% | 20% | 24% | 其它投资现金流 | (143) | (18) | 161 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 60% | 58% | 60% | 61% | 61% | 投资活动现金流 | (145) | (60) | 110 | (51) | (51) |
| EBIT Margin | 17% | 21% | 28% | 32% | 34% | 权益性融资 | (0) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 18% | 22% | 32% | 35% | 37% | 负债净变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 21% | 32% | 39% | 38% | 38% | 支付股利、利息 | (21) | (21) | (30) | (44) | (63) |
| 净利润增长率 | -6% | 59% | 54% | 49% | 43% | 其它融资现金流 | (47) | 65 | (76) | 0 | 0 |
| 资产负债率 | 18% | 21% | 15% | 17% | 19% | 融资活动现金流 | (90) | 24 | (106) | (44) | (63) |
| 息率 | 0.4% | 0.4% | 0.5% | 0.8% | 1.1% | 现金净变动 | (197) | (38) | 117 | 72 | 107 |
| P/E | 92.8 | 58.4 | 38.0 | 25.5 | 17.8 | 货币资金的期初余额 | 447 | 250 | 212 | 329 | 401 |
| P/B | 7.9 | 7.1 | 6.2 | 5.2 | 4.2 | 货币资金的期末余额 | 250 | 212 | 329 | 401 | 508 |
| EV/EBITDA | 124.2 | 78.1 | 38.9 | 25.8 | 18.0 | 企业自由现金流 | 0 | (69) | 42 | 93 | 145 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | (4) | (29) | 102 | 156 |

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