

三旺通信 (688618.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩符合预期, 看好全栈式解决方案落地及海外业务布局

事件: 公司3月28日晚发布《2022年年度报告》, 公司实现营业收入3.36亿元, 同比上升32.2%; 归属上市公司股东的净利润0.96亿元, 同比上升59.0%; 归属上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.75亿元, 同比上升67.0%。公司实现EPS(基本)1.90元。

1、下游需求持续旺盛, 全栈式解决方案及海外市场有望打开新格局

单季度来看, 2022Q4, 公司实现营业收入1.16亿元, 同比上升41.7%, 环比上升30.7%; 归母净利润0.34亿元, 同比上升86.9%, 环比上升8.3%; 扣非归母净利润0.28亿元, 同比上升130.8%, 环比上升14.5%。受益于国家出台的工业互联网自主可控发展支持政策, 工业互联网产业生态持续繁荣, 下游应用终端市场需求旺盛, 公司下游电力新能源、智慧矿山、智能制造等终端应用市场需求强劲, 公司订单充足且持续增加, 带动公司营业收入快速增长。

2022年, 国内收入达2.89亿元, 同比增长33.67%, 占收比为81.65%, 毛利率达59.15% (同比下降2.77个百分点); 国际收入达0.36亿元, 同比增长14.59%, 占收比为10.64%, 毛利率达51.88% (同比增长0.53个百分点)。我们认为, 公司积极打造的全栈式工业互联网整体解决方案有望在智能制造、智慧城市等领域实现落地突破; 同时随着我国疫情防控进入新阶段, 国外市场有望成为公司新发展引擎。

2、把握数字经济发展机遇, 深耕存量与核心市场

主打工业以太网交换机, 聚焦无线通信领域, 进行深度拓展。2022年, 工业交换产品收入达2.55亿元, 同比增长24.70%, 毛利率达61.56% (同比下降0.85个百分点); 工业网关产品收入达0.34亿元, 同比增长6.81%, 毛利率达59.41% (同比增长2.28个百分点); 工业无线产品收入达0.14亿元, 同比增长60.35%, 毛利率达50.75% (同比增长4.84个百分点)。

存量市场和核心市场稳步增长, 积极拓展增量市场。2022年, 智慧能源、工业互联网、智慧交通、智慧城市行业板块分别实现主营业务收入14,628.88万元、5,287.20万元、5,107.34万元、2,933.60万元。其中, 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%。

□ **风险提示:** 产品研发风险; 原材料供给波动风险; 市场拓展不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	254	336	521	725	991
同比增长	21%	32%	55%	39%	37%
营业利润(百万元)	64	103	144	197	270
同比增长	-7%	59%	41%	37%	37%
归母净利润(百万元)	60	96	135	184	251
同比增长	-6%	59%	41%	36%	36%
每股收益(元)	1.19	1.89	2.66	3.63	4.95
PE	93.2	58.6	41.7	30.6	22.4
PB	7.9	7.1	6.2	5.3	4.5

资料来源: 公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

TMT及中小盘/通信
目标估值: NA
当前股价: 111.0元

基础数据

总股本(万股)	5073
已上市流通股(万股)	1706
总市值(亿元)	56
流通市值(亿元)	19
每股净资产(MRQ)	15.6
ROE(TTM)	12.1
资产负债率	20.9%
主要股东	深圳市七零年代控股有限公司
主要股东持股比例	39.58%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	19	118	175
相对表现	20	114	179

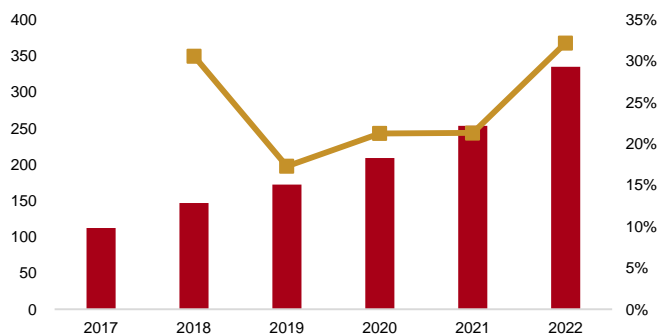
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《三旺通信(688618)一组织变革成效持续显现, 股权激励提振团队积极性》2023-01-30
- 《三旺通信(688618)一净利润超预期增长, 加强产业合作实现价值链再造》2022-10-31
- 《三旺通信(688618)一业绩符合预期, 智慧能源业务增长亮眼》2022-08-24

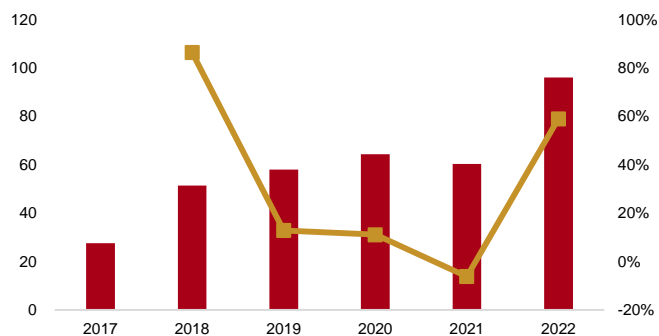
梁程加 S1090522060001
liangchengjia@cmschina.com.cn
董瑞斌 S1090516030002
dongruibin@cmschina.com.cn
李哲瀚 S1090522020002
lizhehan@cmschina.com.cn

图 1: 公司营业总收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 2: 公司归母净利润情况 (单位: 百万元)

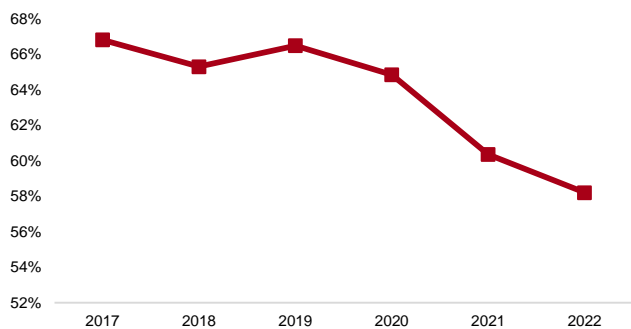


资料来源: Wind、招商证券

毛利率方面, 2022 年, 公司销售毛利率为 58.20%, 同比下降 2.17 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司毛利率分别为 58.12%、58.32%、60.93%和 56.06%。2022Q4 销售毛利率同比下降 3.68 个百分点, 环比下降 4.87 个百分点, 主要系报告期内销售增长和产品结构变化所致。

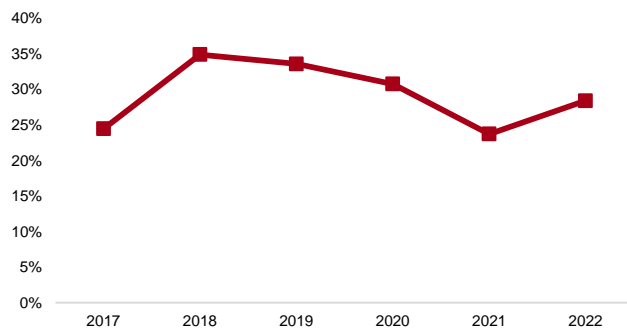
净利率方面, 2022 年, 公司归母净利率为 28.62%, 同比上升 4.82 个百分点。单季度来看, 2022Q1/Q2/Q3/Q4 公司归母净利率分别为 15.68%、28.07%、35.75%和 29.62%。2022Q4 归母净利率同比上升 7.16 个百分点, 环比下降 6.12 个百分点。

图 3: 公司销售毛利率



资料来源: Wind、招商证券

图 4: 公司销售净利率

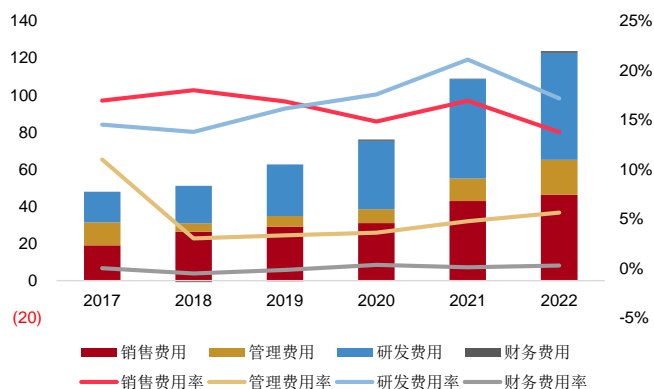


资料来源: Wind、招商证券

3、综合费用率管控成效显著, 单季度经营现金流大幅增长

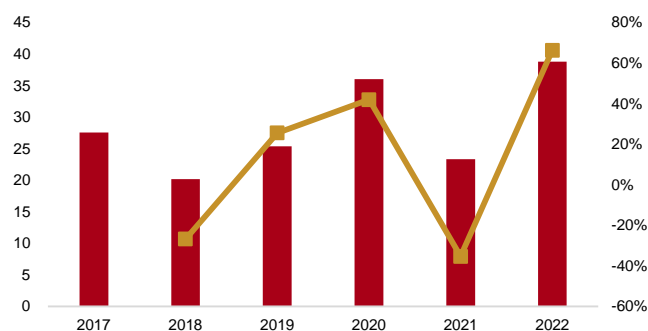
2022 年, 公司综合费用率 (销售+管理+研发+财务) 为 36.88%, 同比下降 6.03 个百分点。其中, ①销售费用为 0.46 亿元, 同比上升 7.6%, 销售费用率为 13.78%, 同比下降 3.16 个百分点, 主要系报告期内公司基于战略布局, 进一步加大营销资源投入, 优化营销渠道布局等导致职工薪酬, 宣传推广费等增加所致; ②管理费用为 0.19 亿元, 同比上升 56.9%, 管理费用率为 5.64%, 同比上升 0.89 个百分点, 主要由于公司业务发展的需要, 公司进行流程组织变革, 管理人员有所增加, 职工薪酬费用增加所致; ③研发费用为 0.58 亿元, 同比上升 7.6%, 研发费用率为 17.18%, 同比下降 3.93 个百分点, 主要系公司基于战略布局, 持续加大研发投入, 积极推进新产品、加强高质量研发人才团队建设等, 导致职工薪酬、研发办公软件摊销费增加所致; ④财务费用为 0.01 亿元, 同比上升 233.7%, 财务费用率为 0.28%, 同比上升 0.17 个百分点, 主要系报告期内短期借款增加, 致使利息支出增加所致。

图 5：公司费用及费用率情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 6：公司经营性现金流情况（单位：百万元）



资料来源：Wind、招商证券

2022 年,经营活动产生的现金流净额为 0.39 亿元,同比上升 66.4%,经营活动产生的现金流净额/营业收入为 11.56%,主要由于主要系销售商品、提供劳务收到的现金和与日常业务相关的政府补助收到的现金增加所致,销售商品提供劳务收到的现金/营业收入的比值为 86.26%,销售回款维持健康水平。2022Q4 经营活动现金净流量为 0.36 亿元,同比上升 250.6%,环比上升 2309.9%。2022 年底,公司存货达 1.28 亿元,同比增长 61.60%,主要系公司由于经营规模扩大,销售增长,为满足客户交货需求,工业交换产品和工业无线产品备货相应增加;另外为应对国际贸易形势变化,对主要原材料芯片进行储备,导致存货金额较大。

4、工业互联网行业进入成长期,智慧矿山等下游行业需求有望迎来重叠式井喷。

受益于政策、资本、技术的推动作用,我国工业互联网行业自 2021 年起从起步期进入成长期,工业设备连接指数 IIP10 等核心指数呈现加速发展态势。根据艾瑞咨询,2020 年我国工业互联网核心产业增加值已达到 6520 亿元,预计未来五年核心产业规模年均复合增长率将维持在 20%;《“十四五”数字经济发展规划》提出工业互联网平台渗透率将从 2020 年的 14.7%提升到 2025 年的 45%。在面临新一轮科技革命和产业变革新机遇的情况下,工业互联网下游领域需求有望迎来一定程度的重叠式井喷。通信巨头华为、中兴等纷纷入局智慧矿山等垂直领域,三旺通信深耕工业市场近 20 年,在垂直领域积累了足够的技术、客户等壁垒,是巨头可以信赖的合作伙伴,有望核心受益。近年来,公司积极了解行业发展趋势,动态关注客户产业新需求,致力于推动传统行业场景优势带动新兴产业场景开新花,结新果,不断增加技术、市场和产业生态优势,拓宽公司护城河,提升核心竞争力以及获取新的战略性发展机会。

5、构筑平台化服务能力,铺垫公司跨越式增长。

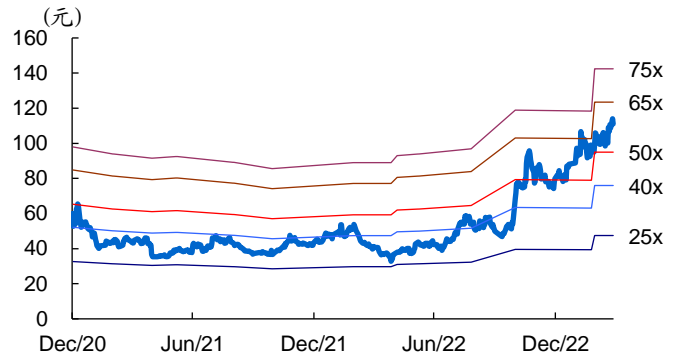
历经多年发展,三旺通信核心产品工业以太网交换机已达到领先水平,参与过我国时速 600 公里高速磁浮工程建设、德国保时捷产线等高标准高质量项目。公司逐渐完善产品种类,并持续构筑为客户提供一体化集成的能力。2022 年,公司推出了 HaaS 平台(Hardware as a Service,硬件即服务),以硬件形式统一承载数字化业务的产品,解决可靠一致性连接的问题。HaaS 平台本质是把工业领域的不同行业、不同场景的数字化互联需求进行统一,形成一个标准化的工业互联平台,连通 IaaS、PaaS、SaaS 等各层工业互联网平台,打破传统连接壁垒,创造数据价值,解决工业高度定制化及软硬件互通成本高的问题。HaaS 平台更关注整个社会工厂和行业整体化的结构应用,由于各行业领域的要求不同、场景迥异,构建标准化的平台可以实现成本较低、快速互通、客户接受快,落地更高效的目的。

公司以行业需求为导向,围绕上下游产业链、生态合作伙伴有机整合各资源要素,构建了独特的开放共享平台、全球服务能力平台和智慧生态圈。目前,公司已就 HaaS 平台与工业互联网平台头部企业进行接洽,推出工业网络一站式整体解决方案。此外,公司积极与 PaaS、SaaS 等平台合作,通过搭建跨界协作平台能够充分发挥 PaaS 平台提供商、软件企业、工控企业、运营商、制造业企业等各方优势,促进各行业先进技术融合,增强企业效能,实现多方共赢构建工业互联网生态产业的可持续发展模式。预计公司正在打造的平台化服务能力将提升公司在产业链中的话语权和参与度,加速公司获取自主可控市场份额的速度。2022 年,公司以 HaaS 平台为支点,以 TSN、人工智能、数字孪生等新技术为依托,打造了全栈式工业互联网整体解决方案。

6、投资建议

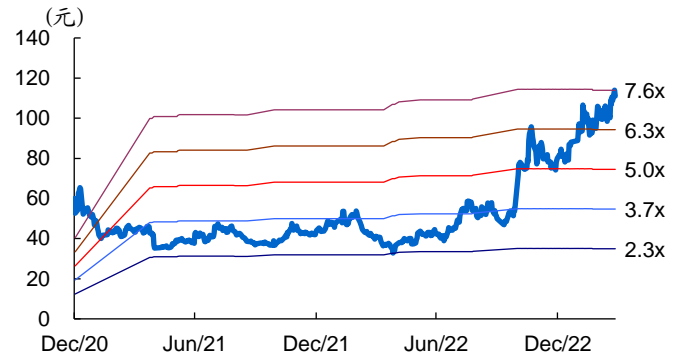
三旺通信是国内少有的端到端一站式工业通信解决方案提供商，有望在智慧矿山、电力及新能源、智能制造等领域实现快速增长，提升市场份额，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 1.35 亿元、1.84 亿元、2.51 亿元，对应 PE 分别为 41.7 倍、30.6 倍和 22.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

图 7：三旺通信历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 8：三旺通信历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	725	802	922	1109	1375
现金	250	212	154	149	161
交易性投资	243	261	261	261	261
应收票据	36	52	81	113	155
应收款项	99	116	188	258	352
其它应收款	2	3	5	7	9
存货	79	128	187	258	350
其他	17	30	46	64	87
非流动资产	143	198	196	195	194
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	4	143	143	144	144
无形资产商誉	23	21	19	17	15
其他	115	33	33	33	33
资产总计	869	1000	1118	1304	1568
流动负债	151	207	207	250	320
短期借款	46	76	0	0	0
应付账款	50	61	119	150	203
预收账款	4	17	26	36	49
其他	51	53	62	65	68
长期负债	4	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0	0
其他	4	2	2	2	2
负债合计	156	209	209	252	322
股本	51	51	51	51	51
资本公积金	490	490	490	490	490
留存收益	173	252	371	514	710
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司所有者权益	713	792	911	1055	1251
负债及权益合计	869	1000	1118	1304	1568

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	23	39	5	(9)	24
净利润	60	95	134	183	250
折旧摊销	4	5	5	5	5
财务费用	2	3	1	(1)	(1)
投资收益	(14)	(13)	(39)	(46)	(46)
营运资金变动	(32)	(52)	(105)	(158)	(195)
其它	2	2	8	9	12
投资活动现金流	(217)	(75)	35	43	43
资本支出	(87)	(53)	(4)	(4)	(4)
其他投资	(130)	(22)	39	46	46
筹资活动现金流	(3)	(2)	(98)	(39)	(54)
借款变动	14	20	(81)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(20)	(18)	(16)	(41)	(55)
其他	4	(4)	(1)	1	1
现金净增加额	(196)	(38)	(58)	(5)	12

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	254	336	521	725	991
营业成本	101	140	217	299	406
营业税金及附加	2	2	5	7	10
营业费用	43	46	72	100	136
管理费用	12	19	28	38	52
研发费用	54	58	94	131	163
财务费用	0	1	1	(1)	(1)
资产减值损失	(4)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
其他收益	13	24	20	24	24
投资收益	14	13	18	22	22
营业利润	64	103	144	197	270
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	64	102	144	197	269
所得税	4	7	10	14	20
少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)	(2)
归属于母公司净利润	60	96	135	184	251

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	21%	32%	55%	39%	37%
营业利润	-7%	59%	41%	37%	37%
归母净利润	-6%	59%	41%	36%	36%
获利能力					
毛利率	60.4%	58.2%	58.5%	58.7%	59.0%
净利率	23.8%	28.6%	25.9%	25.4%	25.4%
ROE	8.7%	12.8%	15.9%	18.7%	21.8%
ROIC	8.2%	11.7%	15.1%	18.4%	21.5%
偿债能力					
资产负债率	17.9%	20.9%	18.7%	19.3%	20.5%
净负债比率	5.7%	8.1%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.8	3.9	4.5	4.4	4.3
速动比率	4.3	3.3	3.6	3.4	3.2
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	2.0	2.2	2.4	2.3	2.3
应付账款周转率	2.1	2.5	2.4	2.2	2.3
每股资料(元)					
EPS	1.19	1.89	2.66	3.63	4.95
每股经营净现金	0.46	0.77	0.10	-0.17	0.47
每股净资产	14.05	15.61	17.96	20.79	24.65
每股股利	0.36	0.32	0.80	1.09	1.49
估值比率					
PE	93.2	58.6	41.7	30.6	22.4
PB	7.9	7.1	6.2	5.3	4.5
EV/EBITDA	84.8	53.3	37.2	27.8	20.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梁程加 招商证券通信行业首席分析师 北京邮电大学电路与系统硕士，曾就职于中国移动、长江证券、中信证券、红杉资本，2022 年加入招商证券。

董瑞斌 招商证券中小盘首席分析师 本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名，2017 年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

李哲瀚 招商证券通信行业分析师 中国科学技术大学理学学士，香港大学金融硕士，2022 年初加入招商证券通信团队，专注于泛物联网板块等相关领域研究；曾任职于中国银河国际，3.5 年港股 TMT 行业研究经历。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。