

三季度净利润创新高，微小化技术空间广阔



核心观点

- 三季度净利润创新高：**公司前三季度实现营收 260 亿元，同比增长 17%，实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 11%。三季度单季营收 114 亿元，同比增长 22%，其中，消费类和通讯类分别同比增长 39% 和 29%。归母净利润 4.7 亿元，创历史新高，同比增长 22%。通讯类及消费电子类产品进入出货旺季，产能利用率提升带动利润率增长。
- UWB 带来无线模组新市场：**UWB 通信技术具有定位精度高、传输速度快、安全性高、功耗低、稳定性高等优点。iPhone 11 全系标配 UWB 模组，三星等手机厂商有望跟进。UWB 技术也有望逐步应用于标签、各种穿戴式产品、智能家居、汽车钥匙等产品中，市场空间广阔。在 AR 领域，UWB 技术还可赋予硬件更多的环境信息采集能力，如：地理位置、设备在空间中的角度、方向等，从而实现动作捕捉，实现体感互动、手指操作等功能。
- 5G 加速 SiP 在手机的应用：**5G 手机频段数量的大幅增加带来射频等各种零部件数量的大幅增长，兼容 5G 毫米波的手机更是需要复杂的特殊 SiP 模组 AiP。环旭是全球 SiP 龙头，尤其熟悉无线通讯 SiP 模组，在天线设计能力、天线场型及效能仿真和测量方面能力突出，有望受益于 5G 毫米波手机的普及。
- SiP 将在穿戴式产品中更广泛运用：**穿戴式产品体积小，对 SiP 微小化技术需求迫切。TWS 无线耳机等产品正逐步集成更多功能，苹果最新发布的 AirPods Pro 在之前版本上加入强大的主动降噪功能，SiP 技术发挥重大作用。公司长期供应全球消费电子大客户手表产品，有望获得更多穿戴式产品的业务机遇。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 2019-2021 年每股收益分别为 0.59、0.75、0.92 元（原预测 0.6/0.75/0.92 元），对比可比公司，给以 31 倍 PE，对应目标价 18.40 元，维持买入评级。

风险提示

- 主要客户订单波动，原材料价格波动，SiP 技术应用推广不及预期。

公司主要财务信息

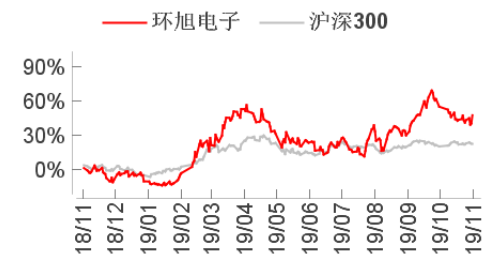
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	29,706	33,550	37,602	45,152	52,318
同比增长(%)	24%	13%	12%	20%	16%
营业利润(百万元)	1,539	1,394	1,513	1,895	2,338
同比增长(%)	55%	-9%	8%	25%	23%
归属母公司净利润(百万元)	1,314	1,180	1,292	1,635	2,011
同比增长(%)	63%	-10%	9%	27%	23%
每股收益(元)	0.60	0.54	0.59	0.75	0.92
毛利率(%)	11.0%	10.9%	10.5%	10.7%	10.9%
净利率(%)	4.4%	3.5%	3.4%	3.6%	3.8%
净资产收益率(%)	16.3%	13.1%	13.1%	14.9%	16.2%
市盈率	22.3	24.8	22.7	17.9	14.6
市净率	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年10月31日)	14.66元
目标价格	18.4元
52周最高价/最低价	16.82/8.63元
总股本/流通A股(万股)	217,592/217,592
A股市值(百万元)	31,899
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2019年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	4.64	-4.87	6.39	46.89
相对表现	-4.22	6.76	-5.05	-23.65
沪深300	0.42	1.89	1.34	23.24



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

蒯剑

021-63325888-8514

kuaijian@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514050005

证券分析师

马天翼

021-63325888*6115

matianyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860518090001

联系人

唐权喜

021-63325888-6086

tangquanxi@orientsec.com.cn

相关报告

7月重返高增长：	2019-08-12
穿戴式带动营收快速增长：	2019-05-04
穿戴式持续高增长，5G提升模组化需求：	2019-01-31

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2019/10/31	每股收益(元)			市盈率		
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
立讯精密	002475	31.81	0.51	0.78	1.05	62.50	40.80	30.19
德赛电池	000049	37.50	1.94	2.24	2.73	19.36	16.72	13.75
信维通信	300136	40.44	1.02	1.10	1.47	39.65	36.65	27.44
歌尔股份	002241	18.58	0.27	0.39	0.58	69.48	47.18	32.06
工业富联	601138	15.35	0.85	0.90	1.06	18.03	17.01	14.42
	最大值					69.48	47.18	32.06
	最小值					18.03	16.72	13.75
	平均数					41.80	31.67	23.57
	调整后平均					40.50	31.49	24.02

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,046	4,611	5,790	8,060	11,042	营业收入	29,706	33,550	37,602	45,152	52,318
应收账款	5,852	7,588	7,144	8,127	9,417	营业成本	26,428	29,908	33,654	40,312	46,600
预付账款	23	22	25	30	34	营业税金及附加	35	41	45	54	63
存货	3,318	4,760	4,375	4,837	5,126	营业费用	240	280	317	379	436
其他	1,025	914	835	866	932	管理费用	1,639	1,922	2,151	2,528	2,922
流动资产合计	15,264	17,895	18,169	21,920	26,551	财务费用	57	(47)	(40)	5	(15)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	12	38	(9)	9	6
固定资产	1,511	1,545	2,205	2,066	1,423	公允价值变动收益	146	(249)	10	10	10
在建工程	39	49	175	97	59	投资净收益	98	209	10	10	10
无形资产	27	27	18	9	0	其他	0	26	10	10	10
其他	523	635	574	509	444	营业利润	1,539	1,394	1,513	1,895	2,338
非流动资产合计	2,100	2,256	2,972	2,681	1,926	营业外收入	9	9	9	30	30
资产总计	17,363	20,151	21,141	24,602	28,477	营业外支出	10	2	2	2	2
短期借款	939	1,472	1,200	1,200	1,200	利润总额	1,538	1,401	1,520	1,923	2,366
应付账款	6,640	8,093	8,414	10,481	12,582	所得税	250	213	228	288	355
其他	1,026	961	957	1,076	1,242	净利润	1,288	1,188	1,292	1,635	2,011
流动负债合计	8,605	10,526	10,571	12,757	15,024	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,288	1,187	1,292	1,635	2,011
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.60	0.54	0.59	0.75	0.92
其他	125	215	225	225	225						
非流动负债合计	125	215	225	225	225	主要财务比率					
负债合计	8,730	10,741	10,796	12,982	15,249		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	2	2	2	2	2	成长能力					
股本	2,176	2,176	2,176	2,176	2,176	营业收入	23.9%	12.9%	12.1%	20.1%	15.9%
资本公积	1,633	1,656	1,656	1,656	1,656	营业利润	55.3%	-9.4%	8.5%	25.3%	23.4%
留存收益	4,843	5,620	6,555	7,830	9,439	归属于母公司净利润	63.1%	-10.2%	9.5%	26.5%	23.0%
其他	(20)	(44)	(44)	(44)	(44)	获利能力					
股东权益合计	8,633	9,410	10,345	11,620	13,228	毛利率	11.0%	10.9%	10.5%	10.7%	10.9%
负债和股东权益总计	17,363	20,151	21,141	24,602	28,477	净利率	4.4%	3.5%	3.4%	3.6%	3.8%
						ROE	16.3%	13.1%	13.1%	14.9%	16.2%
						ROIC	14.4%	11.2%	11.2%	13.3%	14.5%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	50.3%	53.3%	51.1%	52.8%	53.5%
净利润	1,288	1,188	1,292	1,635	2,011	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	333	280	589	810	909	流动比率	1.77	1.70	1.72	1.72	1.77
财务费用	57	(47)	(40)	5	(15)	速动比率	1.38	1.24	1.30	1.33	1.42
投资损失	(98)	(209)	(10)	(10)	(10)	营运能力					
营运资金变动	(418)	(1,948)	1,280	670	613	应收账款周转率	5.6	5.0	5.1	5.9	6.0
其它	78	518	(12)	(1)	(4)	存货周转率	8.5	7.3	7.2	8.6	9.2
经营活动现金流	1,239	(219)	3,098	3,108	3,502	总资产周转率	1.8	1.8	1.8	2.0	2.0
资本支出	53	(312)	(1,300)	(520)	(153)	每股指标(元)					
长期投资	4	23	0	0	0	每股收益	0.60	0.54	0.59	0.75	0.92
其他	(211)	(19)	(28)	46	20	每股经营现金流	0.57	-0.10	1.42	1.43	1.61
投资活动现金流	(153)	(309)	(1,328)	(474)	(133)	每股净资产	3.97	4.33	4.76	5.34	6.08
债权融资	(75)	2	(2)	0	0	估值比率					
股权融资	44	24	0	0	0	市盈率	22.3	24.8	22.7	17.9	14.6
其他	(686)	13	(589)	(364)	(387)	市净率	3.4	3.1	2.8	2.5	2.2
筹资活动现金流	(717)	39	(591)	(364)	(387)	EV/EBITDA	13.5	16.0	12.6	9.6	8.0
汇率变动影响	(79)	52	0	0	0	EV/EBIT	16.3	19.3	17.6	13.7	11.2
现金净增加额	290	(437)	1,179	2,270	2,982						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

