



中航证券金融研究所  
分析师：张超  
证券执业证书号：S0640519070001  
电话：010-64818451  
邮箱：songzh@avicsec.com

## 环旭电子 (601231)

### 旺季带动业绩，UWB 产品前景广阔

行业分类：电子

2019年10月30日

#### 投资评级

买入

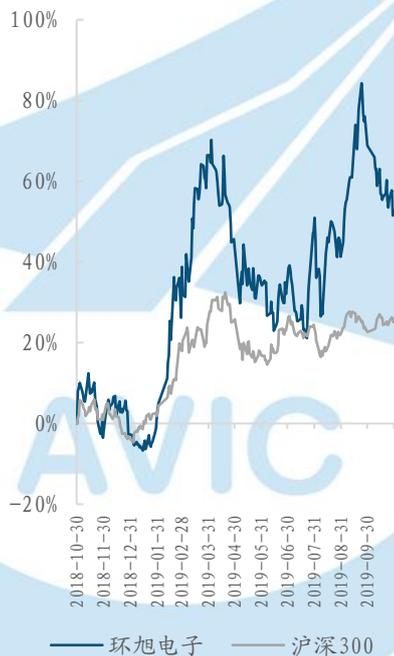
当前价格

13.94

#### 基本数据 (2019/10/30)

总市值 (亿元)	303.32
流通市值 (亿元)	303.32
总股本 (百万股)	2175.92
流通股本 (百万股)	2175.92
12个月价格区间	8.52/16.82

近一年公司与沪深300走势对比图



资料来源：wind，中航证券金融研究所

**事件：**公司发布 2019 年三季报，公司前三季度营收（259.71 亿元，+17.27%），归母净利润（8.61 亿元，+10.76%），扣非归母净利润（7.16 亿元，-5.18%）。

#### ◆ 投资要点：

**行业旺季带动公司三季度盈利能力增强，业绩实现反弹。**公司 2019 年前三季度营收（259.71 亿元，+17.27%），归母净利润（8.61 亿元，+10.76%），扣非归母净利润（7.16 亿元，-5.18%），其中第三季度单季营收（113.7 亿元，+21.68%），归母净利润（4.71 亿元，+22.39%），扣非归母净利润（4.66 亿元，+25.96%）。2019 年前三季度扣非后净利润为（7.16 亿元，-5.18%），主要由于公司非经常性损益金额大幅上升（1.44 亿元，+554.55%）。公司 2018 年年报及 2019 年中报归母净利润呈现负增长，2019 年第三季度实现反转，主要归功于消费电子类产品、通讯类产品下半年进入出货旺季营收大幅增长，且工业类产品营收继续保持较快增长。工业类产品需求起伏较小，现阶段市场需求明确，明年若出货稳定，有望继续增长。

**毛利率微降，研发投入力度持续加大。**公司前三季度毛利率（9.90%，-0.63pcts）。前三季度通讯类产品占比 35%，消费类电子占比 36%，电脑及储存今年业绩承压，占比下降到 11%，工业类产品业绩增长迅速，占比达到 12%。汽车电子因大环境影响，占比 5%。由于工业类产品属于新产品，在墨西哥厂产品导入的过程中仍需一些学习过程，成本端仍需控制，因此其占比的快速上升使公司毛利率有所降低。另外，较高毛利率的电脑和存储部分营收下滑，也造成产品毛利率的下滑。三费方面，公司销售费用率（0.9%，+0pcts），管理费用率（5.70%，+0.08pcts），财务费用率（0.03%，+0.19pcts）。销售费用方面为应对海外厂的扩充增加了运费、出口费用等，与营收成长趋势一样。管理费用单季同比下滑 6.73%，得到控制。研发费用方面，公司三季度支出（9.53 亿元，+12.25%）。公司未来计划在研发费用和销售费用方面配合营收增长。公司应收票据（0.31 亿元，+40.91%），应收账款（77.90 亿元，+10.03%），存货（50.87 亿元，+3.94%），应收账款随公司营收的增加而有所上涨，存货的增加表明公司在为旺季提货量增加做准备。三季度公司经营性活动产生现金流 3.42 亿元，与去年同期相比，由负转正。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航  
资本大厦中航证券有限公司  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：010-59562524  
传 真：010-59562637

**新增 UWB 产品增强公司无线通讯产品实力，未来前景广阔。**公司今年新增的 UWB 具备定位精度高、安全性好、传输速率高、系统容量大、功耗低、抗干扰能力强等诸多优势。现在 UWB 技术已达到可以采用周边移动装置坐标精准推算位置的低成本方式。实际应用中精度还能进一步缩小至 5 毫米级别，远超蓝牙 5.0 配合 Wi-Fi 所能达到的 1 米精度。另外 UWB 还具备高速数据传输功能。在设备互联互通、近距离高速、高精度信息传输方面，UWB 技术潜力很大。未来 iOS 设备、Android 设备及智能家居设备，都可以通过 UWB 增强互联互通的体验，市场广阔。公司盈利能力将在产品不断渗透中逐步提高。

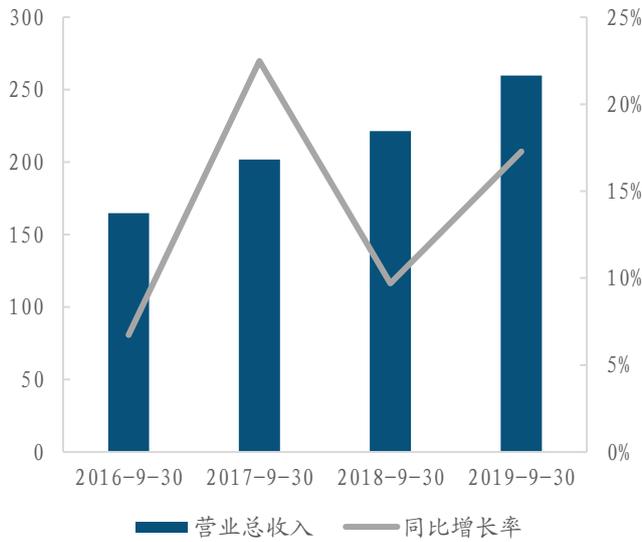
#### ◆ 投资建议

我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 12.87 亿，15.88 亿和 19.93 亿，EPS 分别为 0.59 元，0.73 元和 0.92 元，对应 PE 分别为 23、19、15 倍。按照 2020 年 24 倍 PE，对应目标价 17.52 元/股，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**公司港澳台及海外产品销售占比达到 68.61%，存在汇率波动风险；公司客户集中度较高，存在客户依赖风险；公司应收账款大幅增加，有回款滞后风险；公司主要原材料是 IC、PCB 等电子元件，国际市场主要原材料价格波动大，存在一定原材料价格波动风险。

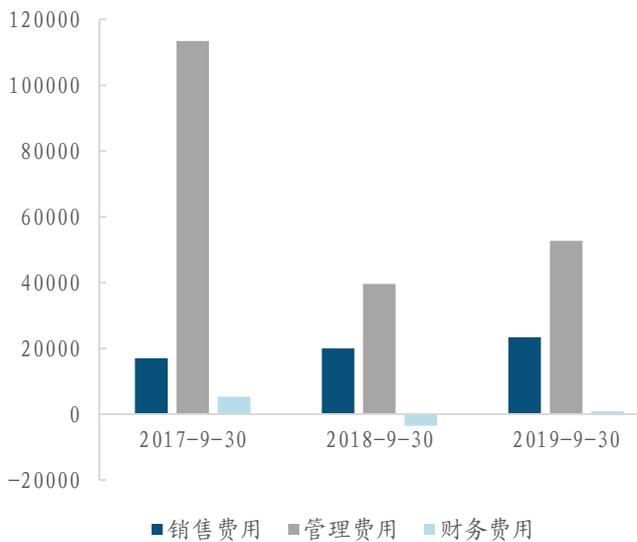
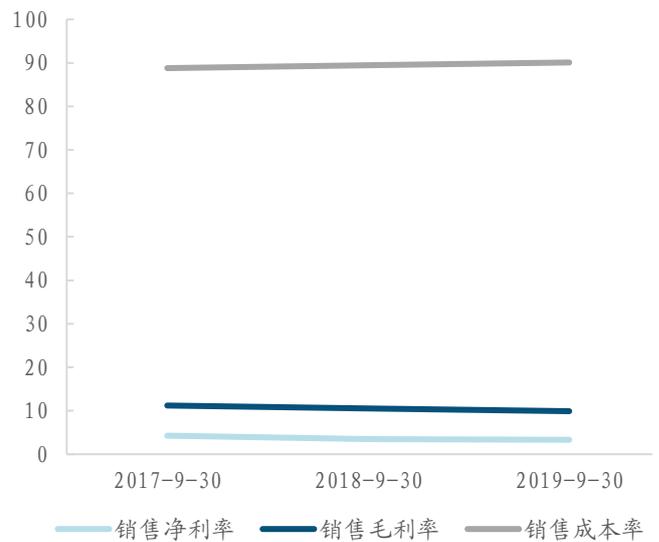
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（亿元）	335.50	393.34	476.77	568.41
增长率	12.94%	17.24%	21.21%	19.22%
归属母公司净利润（亿元）	11.80	12.87	15.88	19.93
增长率	-10.21%	9.06%	23.40%	25.51%
每股收益 EPS（元）	0.54	0.59	0.73	0.92
净资产收益率 ROE	12.54%	12.40%	13.72%	15.24%
PE	25	23	19	15
PB	3.14	2.85	2.56	2.26

资料来源：Wind，中航证券金融研究所

**图 1: 2016-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)**

**图 2: 2016-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图 3: 2017-2019 三费情况 (单位: 万元)**

**图 4: 2017-2019 销售毛利率、净利率、成本率 (%)**


数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 5: 财务报表预测 (单位: 亿元)

利润表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	335.50	393.34	476.77	568.41	净利润	11.80	12.87	15.88	19.93
营业成本	299.08	350.78	424.52	505.83	折旧与摊销	4.44	9.55	10.99	12.35
营业税金及附加	0.41	0.47	0.62	0.63	财务费用	-0.47	0.39	0.62	0.63
销售费用	2.80	2.99	4.05	5.00	资产减值损失	0.38	0.38	0.38	0.38
管理费用	19.22	21.75	26.41	30.81	经营营运资本变动	-19.28	-9.14	-11.76	-12.62
财务费用	-0.47	0.39	0.62	0.63	其他	0.94	1.06	1.10	1.29
资产减值损失	0.38	0.38	0.38	0.38	<b>经营性现金流净额</b>	-2.19	15.11	17.22	21.96
投资收益	2.09	1.05	1.01	0.82	资本支出	-0.51	-6.24	-7.12	-6.38
公允价值变动损益	-2.49	-2.49	-2.49	-2.49	其他	-2.58	-2.04	-2.08	-2.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资性现金流净额</b>	-3.09	-8.28	-9.20	-8.65
<b>营业利润</b>	13.87	15.13	18.68	23.46	短期借款	5.32	5.48	3.43	1.67
其他非经营损益	0.07	0.07	0.07	0.07	长期借款	0.00	1.52	2.24	1.87
<b>利润总额</b>	13.93	15.19	18.75	23.53	股权融资	0.24	0.00	0.00	0.00
所得税	2.13	2.33	2.87	3.60	支付股利	-4.03	-3.61	-3.94	-4.86
净利润	11.80	12.87	15.88	19.93	其他	-1.15	2.68	2.77	1.76
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资性现金流净额</b>	0.39	6.06	4.50	0.44
归属母公司股东净利润	11.80	12.87	15.88	19.93	<b>现金流量净额</b>	-4.37	12.89	12.51	13.75
资产负债表					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	46.11	59.00	71.52	85.26	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	77.55	90.92	110.20	131.38	销售收入增长率	12.94%	17.24%	21.21%	19.22%
存货	47.60	55.99	67.96	81.15	营业利润增长率	-11.38%	9.08%	23.51%	25.60%
其他流动资产	7.69	8.26	9.06	9.95	净利润增长率	-10.21%	9.04%	23.40%	25.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-14.59%	40.57%	20.84%	20.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	15.94	9.03	1.77	-5.62	毛利率	10.86%	10.82%	10.96%	11.01%
无形资产和开发支出	0.27	4.87	9.93	13.69	三费率	2.51%	6.39%	6.52%	6.41%
其他非流动资产	6.35	7.95	8.88	9.15	净利率	3.52%	3.27%	3.33%	3.51%
<b>资产总计</b>	201.51	236.02	279.32	324.97	ROE	12.54%	12.40%	13.72%	15.24%
短期借款	14.72	20.20	23.63	25.30	ROA	5.86%	5.45%	5.68%	6.13%
应付和预收款项	87.13	102.20	123.68	147.37	ROIC	12.22%	11.64%	12.42%	13.25%
长期借款	0.00	1.52	3.76	5.63	EBITDA/销售收入	5.32%	6.37%	6.35%	6.41%
其他负债	5.56	8.31	12.52	15.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	107.41	132.23	163.59	194.17	总资产周转率	1.79	1.80	1.85	1.88
股本	21.76	21.76	21.76	21.76	固定资产周转率	21.96	32.85	97.17	-239.35
资本公积	16.56	16.56	16.56	16.56	应收账款周转率	4.99	4.77	4.85	4.81
留存收益	56.20	65.45	77.39	92.45	存货周转率	7.27	6.65	6.75	6.70
归属母公司股东权益	94.08	103.78	115.71	130.77	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	95.45%	—	—	—
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	94.10	103.79	115.73	130.79	资产负债率	53.30%	56.02%	58.57%	59.75%
负债和股东权益合计	201.51	236.02	279.32	324.97	带息债务/总负债	13.70%	18.32%	20.31%	20.16%
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	17.83	25.07	30.29	36.44	流动比率	1.69	1.66	1.64	1.65
PE	25.08	23.00	18.64	14.85	速动比率	1.24	1.22	1.21	1.21
PB	3.14	2.85	2.56	2.26	股利支付率	34.12%	28.09%	24.83%	24.41%
PS	0.88	0.75	0.62	0.52	<b>每股指标</b>				
EV/EBITDA	14.397	10.083	8.208	6.593	每股收益	0.54	0.59	0.73	0.92
股息率	0.014	0.012	0.013	0.016	每股净资产	4.32	4.77	5.32	6.01
					每股经营现金	(0.101)	0.695	0.791	1.009
					每股股利	0.185	0.166	0.181	0.224

数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张超，SAC 执业证书号：S0640519070001，清华大学硕士，中航证券金融研究所首席分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

风险提示：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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。