

环旭电子 (601231.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

汽车电子加速放量, SiP 业务稳中有升

业绩简评

2022年4月3日公司披露年报。1) 2022年实现营业收入685.16亿元, 同比增长23.90%; 实现归母净利润30.60亿元, 同比增长64.69%; 2) 其中, Q4实现营业收入189.86亿元, 同比增长1.09%; 实现归母净利润8.89亿元, 同比增长20.91%。

经营分析

汽车电子表现亮眼, 传统业务稳中有增。2022年全年实现营业收入685.16亿元, 同比+23.90%。其中汽车电子业务营收同比增长72.24%; 其次为云端及存储类产品业务, 同比+41.08%; 通讯、消费电子和工业类业务分别同比增长21.69%、18.28%和17.45%。2022年下游市场需求疲弱, 但公司营收保持高增长, 主要系: 1) 客户份额稳定, 客户需求增长带动公司销售收入的提升; 2) 拓展新市场、新客户带来的增量; 3) 人民币兑美元贬值带来的汇兑收益; 4) 公司的全球化布局成效显现。

汽车电子加速放量, 积极布局从功率模块到 powertrain 产品。公司主要通过 Tier1 厂商与汽车领域客户开展合作, 也会直接服务上游芯片厂商, 2022年汽车电子客户订单大幅增长, Powertrain、域控制加速放量, 带动汽车业务快速增长。产品进展上, 目前公司已切入功率半导体国际大厂电源模块的组装生产与测试, 并在2022年量产电动车用逆变器的 IGBT 和 SiC 电源模块。预计到2025年, 公司汽车电子的营收占比将提升至10%以上。

SiP 龙头地位巩固, “全球化+在地化” 推动公司可持续成长。公司 SiP 业务与大客户合作关系稳定, 未来将持续受益于大客户新品推出、销量提升, 包括手机、Watch、TWS 耳机、MR/AR 等新产品 SiP 模块, 公司也在积极拓展非 A 客户提供增量; 公司 WiFi7 模组已在研发中, 新一代通讯技术 WiFi7、6G、低轨卫星等等将带动 SiP 通讯模组需求。公司在全球十个国家或地区有 28 个生产据点, 可针对客户需求, 依托北美、欧亚及北非在地化营运体系, 为全球客户提供可选择的制造服务方案。目前全球主要低生产成本的地区, 公司都有自己的产能承接来自国际化客户的订单。

盈利预测、估值与评级

预计 2023-2025 年公司归母净利润为 33.69、39.58、46.55 亿元, 同比+10.10%、+17.48%、+17.62%, 对应 PE 估值为 11.86、10.09、8.58 倍, 维持买入评级。

风险提示

SiP 新订单不及预期; 汽车业务拓展不及预期; 产品研发进度不及预期。

电子组

分析师: 樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师: 刘妍雪 (执业 S1130520090004)

liuyanxue@gjzq.com.cn

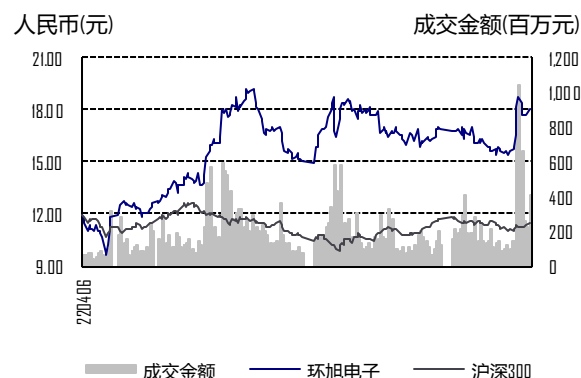
分析师: 邓小路 (执业 S1130520080003)

dengxiaolu@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 18.10 元

相关报告:

1. 《大客户新品带动 SiP 业务, 汽车电子持续增长-环旭电子三季报点...》, 2022.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	55,300	68,516	77,594	87,915	102,332
营业收入增长率	15.94%	23.90%	13.25%	13.30%	16.40%
归母净利润(百万元)	1,858	3,060	3,369	3,958	4,655
归母净利润增长率	6.81%	64.69%	10.10%	17.48%	17.62%
摊薄每股收益(元)	0.841	1.387	1.526	1.793	2.109
每股经营性现金流净额	-0.50	1.56	0.43	1.59	1.51
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.20%	19.43%	18.49%	18.40%	18.25%
P/E	19.10	11.71	11.86	10.09	8.58
P/B	2.71	2.27	2.19	1.86	1.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	47,696	55,300	68,516	77,594	87,915	102,332	货币资金	6,333	6,034	7,695	7,319	7,966	9,113
增长率	15.9%	23.9%	13.3%	13.3%	16.4%		应收款项	10,664	12,668	11,302	17,297	19,598	22,812
主营业务成本	-42,711	-49,981	-61,327	-69,680	-78,727	-91,639	存货	6,748	9,038	10,910	13,676	15,406	17,932
%销售收入	89.5%	90.4%	89.5%	89.8%	89.6%	89.6%	其他流动资产	822	755	945	1,041	1,050	1,063
毛利	4,985	5,318	7,189	7,915	9,187	10,694	流动资产	24,567	28,495	30,851	39,334	44,020	50,920
%销售收入	10.5%	9.6%	10.5%	10.2%	10.5%	10.5%	%总资产	79.4%	79.5%	80.0%	83.5%	84.7%	86.0%
营业税金及附加	-62	-50	-55	-62	-70	-82	长期投资	647	867	832	832	832	832
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产	3,074	4,240	4,760	4,739	4,840	5,145
销售费用	-318	-311	-324	-349	-396	-460	%总资产	9.9%	11.8%	12.3%	10.1%	9.3%	8.7%
%销售收入	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	无形资产	1,633	1,240	1,168	1,257	1,334	1,401
管理费用	-1,123	-1,169	-1,422	-1,552	-1,758	-2,047	非流动资产	6,371	7,362	7,723	7,784	7,940	8,289
%销售收入	2.4%	2.1%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	20.6%	20.5%	20.0%	16.5%	15.3%	14.0%
研发费用	-1,576	-1,641	-2,034	-2,017	-2,286	-2,661	资产总计	30,938	35,857	38,574	47,118	51,960	59,209
%销售收入	3.3%	3.0%	3.0%	2.6%	2.6%	2.6%	短期借款	1,310	3,201	5,006	5,971	5,137	4,960
息税前利润 (EBIT)	1,906	2,146	3,353	3,934	4,677	5,444	应付款项	12,235	12,982	11,773	16,963	19,165	22,309
%销售收入	4.0%	3.9%	4.9%	5.1%	5.3%	5.3%	其他流动负债	1,368	1,383	1,969	1,972	2,224	2,569
财务费用	-96	-203	-19	-193	-191	-153	流动负债	14,913	17,566	18,748	24,906	26,527	29,838
%销售收入	0.2%	0.4%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	长期贷款	3,012	1,101	59	59	59	59
资产减值损失	-4	-20	-109	-69	-56	-20	其他长期负债	965	4,107	4,017	3,932	3,857	3,804
公允价值变动收益	-6	45	32	50	45	45	负债	18,890	22,774	22,825	28,897	30,444	33,701
投资收益	83	112	139	200	140	120	普通股股东权益	12,050	13,082	15,749	18,221	21,517	25,510
%税前利润	4.2%	5.2%	4.0%	5.0%	3.0%	2.2%	其中：股本	2,209	2,210	2,207	2,207	2,207	2,207
营业利润	1,962	2,132	3,461	3,952	4,645	5,466	未分配利润	7,343	7,906	10,276	12,297	15,593	19,586
营业利润率	4.1%	3.9%	5.1%	5.1%	5.3%	5.3%	少数股东权益	-1	0	0	-1	-2	-3
营业外收支	12	7	16	10	10	10	负债股东权益合计	30,938	35,857	38,574	47,118	51,960	59,209
税前利润	1,974	2,139	3,477	3,962	4,655	5,476	比率分析						
利润率	4.1%	3.9%	5.1%	5.1%	5.3%	5.4%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-240	-282	-417	-594	-698	-821	每股指标						
所得税率	12.2%	13.2%	12.0%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.787	0.841	1.387	1.526	1.793	2.109
净利润	1,734	1,857	3,060	3,368	3,957	4,654	每股净资产	5.454	5.919	7.137	8.255	9.749	11.558
少数股东损益	-6	-1	0	-1	-1	-1	每股经营现金净流	0.650	-0.499	1.557	0.430	1.587	1.507
归属于母公司的净利润	1,739	1,858	3,060	3,369	3,958	4,655	每股股利	0.170	0.500	0.260	0.611	0.300	0.300
净利率	3.6%	3.4%	4.5%	4.3%	4.5%	4.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.44%	14.20%	19.43%	18.49%	18.40%	18.25%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	5.62%	5.18%	7.93%	7.15%	7.62%	7.86%
净利润	1,734	1,857	3,060	3,368	3,957	4,654	投入资本收益率	10.22%	9.05%	12.22%	12.12%	13.23%	13.66%
少数股东损益	-6	-1	0	-1	-1	-1	增长率						
非现金支出	680	1,088	1,178	1,154	1,030	801	主营业务收入增长率	28.20%	15.94%	23.90%	13.25%	13.30%	16.40%
非经营收益	-50	64	-76	60	154	155	EBIT增长率	59.40%	12.63%	56.24%	17.31%	18.89%	16.40%
营运资金变动	-926	-4,111	-727	-3,633	-1,638	-2,285	净利润增长率	37.82%	6.81%	64.69%	10.10%	17.48%	17.62%
经营活动现金净流	1,437	-1,102	3,435	949	3,503	3,326	总资产增长率	41.20%	15.90%	7.58%	22.15%	10.28%	13.95%
资本开支	-1,037	-1,464	-1,565	-1,095	-1,120	-1,120	资产管理能力						
投资	-2,051	-121	-33	50	45	45	应收账款周转天数	67.8	75.7	62.8	80.0	80.0	80.0
其他	78	98	74	200	140	120	存货周转天数	47.2	57.6	59.4	72.0	72.0	72.0
投资活动现金净流	-3,011	-1,487	-1,524	-845	-935	-955	应付账款周转天数	84.5	89.1	70.3	85.0	85.0	85.0
股权募资	67	11	77	50	0	0	固定资产周转天数	20.2	22.7	23.7	20.2	17.6	15.7
债权募资	2,328	3,882	336	871	-833	-177	偿债能力						
其他	-571	-1,502	-915	-1,296	-1,011	-992	净负债/股东权益	-18.20%	9.84%	2.17%	9.24%	0.94%	-4.40%
筹资活动现金净流	1,824	2,391	-502	-375	-1,845	-1,169	EBIT利息保障倍数	19.9	10.6	177.8	20.4	24.5	35.6
现金净流量	221	-285	1,660	-271	723	1,202	资产负债率	61.06%	63.51%	59.17%	61.33%	58.59%	56.92%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-30	买入	13.88	N/A
2	2022-10-27	买入	18.68	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402