

2020年04月07日

环旭电子 (601231.SH)

动态分析

通讯类产品全年营收贡献较大，SiP 业务未来成长可期

投资要点

◆ **事件:** 公司发布 2019 年年度报告, 全年实现营业收入 372.0 亿元, 同比增长 10.9%, 毛利率 10.0%, 同比下降 0.9 个百分点, 归属母公司净利润为 12.6 亿元, 同比增长 7.0%, 每股净利润 0.58 元, 同比增长 7.4%。第四季度公司实现营业收入为 112.3 亿元, 同比下降 1.5%, 归属上市公司股东净利润同比下降 0.3% 为 4.0 亿元。2019 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 1.75 元 (含税), 不送红股, 不以资本公积金转增股本。

◆ **通讯类产品贡献营收增长, 产品结构调整毛利率下降:** 2019 年全年销售收入增长 10.9% 为 372.0 亿元, 分产品来看, 通讯类产品营收增长 16.5%, 下半年 Wifi、UWB 相关产品增幅明显对营收增长贡献较大, 消费电子类营收增长 10.1%, 19Q4 大客户产品出货不及预期有所拖累, 工业类产品增速最高达 26.3%, 实现新订单出货增加, 电脑及存储类产品营收下滑 9.5%。全年毛利率同比下降 0.9 个百分点为 10.0%, 主要原因系产品结构调整, 毛利率相对较低的 SiP 业务占比提升, 同时非 SiP 业务毛利率略有下降。

◆ **一次性支出增加期间费用, 扣非净利润下滑:** 2019 年公司归母净利润增长 7.0% 为 12.6 亿元, 扣非后的归母净利润同比下滑 12.5% 为 10.4 亿元, 主要原因为期间费用同比增幅超过收入增速。2019 年管理费用同比增加 27.5%, 主要由于公司新增人员相关费用以及上半年并购项目发生一次性费用金额较大。下半年公司期间费用整体有所下降, 使得全年费用率保持平滑, 其中管理费用率同比提升 0.3 个百分点为 2.1%, 销售费用率和研发费用率保持相对稳定, 分别同比提升 0.1 个百分点和下降 0.2 个百分点。

◆ **SiP 业务动能明显, 产品布局成长可期:** 公司 2020 年第一季度非 SiP 业务由于自动化程度低受疫情影响较大, 整体营收和毛利率均受冲击。短期趋势看, 公司海外客户产品出货不确定性加剧, 上半年经营仍面临压力。中长期趋势看, SiP 业务具有明显的成长机会, 营收占比将进一步提升。通讯类 SiP、UWB 产品自 2019H2 增幅明显, 2020 年有望保持增长动能。消费电子类产品, 大客户 Watch 销量有望提升, 下半年有 AirPods Pro 新品导入预期。另外, 服务器存储和工业相关产品同样具备成长空间。公司收购欧洲第二大 EMS 厂商法国飞旭有望于 20Q3 完成, 财务并表有利全年业绩。因此, 公司未来成长值得期待。

◆ **投资建议:** 我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.61、0.75 和 0.84 元。净资产收益率分别为 11.9%、12.8% 和 12.5%, 维持买入-A 建议。

◆ **风险提示:** 核心客户的终端产品出货量不及预期; 微小化系统的产品应用市场拓展

电子元器件 | 电子设备 III

投资评级

买入-A(维持)

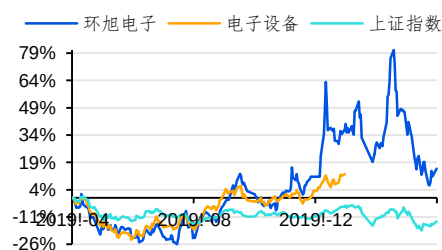
股价(2020-04-07)

17.23 元

交易数据

总市值 (百万元)	37,580.94
流通市值 (百万元)	37,580.94
总股本 (百万股)	2,181.13
流通股本 (百万股)	2,181.13
12 个月价格区间	0.00/27.29 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-13.99	-8.96	28.03
绝对收益	-21.04	-17.48	14.91

分析师

蔡景彦
SAC 执业证书编号: S0910516110001
caijingyan@huajinsc.cn
021-20377068

报告联系人

郑超君
zhengchaojun@huajinsc.cn
021-20377169

相关报告

环旭电子: 收入稳健成长, 费用投入着眼长远 2019-08-25

环旭电子: 微小化系统制造能力领先, 期待全球市场拓展 2019-03-30

环旭电子: 经营状况逐季改善, 静待产业旺季来临 2018-08-16

环旭电子: 从“调整”到“扩张”, 微小化趋势推动公司再上台阶 2018-03-27

环旭电子: 产品优化业绩增长, 内外拓展多业务并举 2017-09-01

不及预期；原材料及人力资源成本上升超预期影响盈利水平；疫情持续影响供需情况。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,550	37,204	39,679	44,128	48,719
YoY(%)	12.9	10.9	6.7	11.2	10.4
净利润(百万元)	1,180	1,262	1,338	1,644	1,841
YoY(%)	-10.2	7.0	6.0	22.9	12.0
毛利率(%)	10.9	10.0	10.2	10.5	10.3
EPS(摊薄/元)	0.54	0.58	0.61	0.75	0.84
ROE(%)	12.5	12.3	11.9	12.8	12.5
P/E(倍)	31.9	29.8	28.1	22.9	20.4
P/B(倍)	4.0	3.7	3.4	2.9	2.6
净利率(%)	3.5	3.4	3.4	3.7	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2019 年营收实现增长, 产品结构调整毛利率下滑.....	4
(二) 2019 年四季度未能延续旺季成长性.....	6
(三) 未来发展战略及经营计划: 坚持内生外延并举.....	7
二、盈利预测及投资建议.....	8
三、风险提示.....	9

图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率.....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动.....	4
图 5: 过往 3 年运营效率.....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率.....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力.....	5
图 7: 过往 3 年经营活动净现金与净利润.....	5
图 8: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额.....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力.....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
表 1: 收入及毛利率的业务分布.....	8

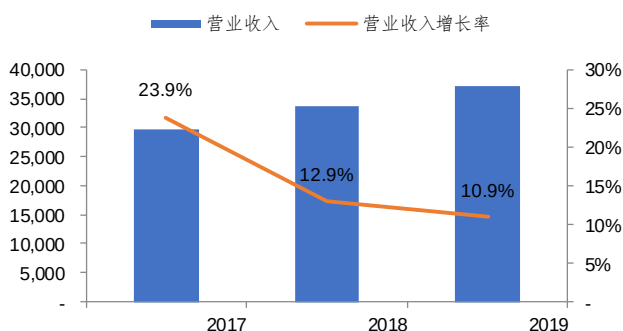
一、财务数据分析

公司 2019 年销售收入同比增长 10.9% 为 372.0 亿元，毛利率水平同比下降 0.9 个百分点为 10.0%，归属母公司净利润同比增长 7.0% 为 12.6 亿元，每股净利润同比增长 7.4% 为 0.58 元。公司是电子产品领域提供专业设计制造服务及解决方案的大型设计制造服务商，主要产品涵盖通讯类、消费电子类、电脑及存储类、工业类、汽车电子类等，是 SiP 微小化技术领导者。2019 年通讯类和消费电子类产品需求增长，工业类产品新订单出货增加，贡献全年营收增长。由于 SiP 业务营收占比提升，综合毛利率有所下降。

（一）2019 年营收实现增长，产品结构调整毛利率下滑

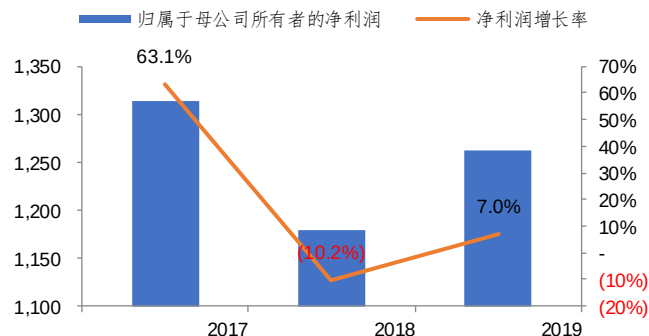
公司 2019 年全年销售收入 372.0 亿元，同比增长 10.9%。2019 年下半年，终端产品进入出货旺季，公司通讯类产品和消费电子类产品需求增加以及市占率提升，工业类产品新订单出货增加，实现营收同比增长。2019 年公司归属上市公司股东净利润为 12.6 亿元，同比增长 7.0%，每股净利润 0.58 元，同比增长 7.4%，公司净利润增长主要为投资收益及政府补助等非经常性损益的积极作用，扣非后的归母净利润同比下滑 12.5% 为 10.4 亿元。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：过往 3 年净利润及增长率

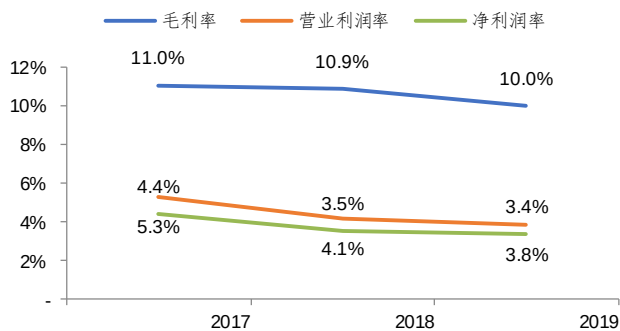


资料来源：Wind，华金证券研究所

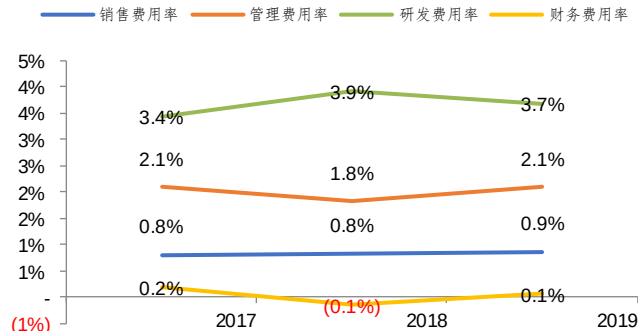
公司 2019 年全年毛利率同比下滑 0.9 个百分点为 10.0%，营业利润率和净利润率分别同比下滑 0.3 和 0.1 个百分点为 3.8% 和 3.4%。毛利率相对较低的 SiP 相关产品营收占比提高，非 SiP 产品毛利率略有下降，使得公司综合毛利率有所下降。2019 年期间费用率有所上升，销售费用和管理费用分别同比提升 0.1 和 0.3 个百分点为 0.9% 和 2.1%，研发费用率同比下降 0.2 个百分点为 3.7%。管理费用增加系收购专案产生一次性费用所致。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率

图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源: Wind, 华金证券研究所

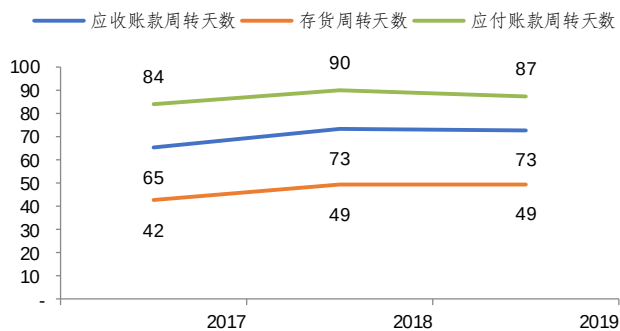


资料来源: Wind, 华金证券研究所

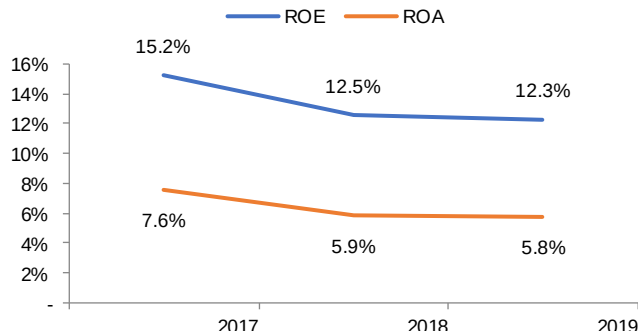
2019 年公司应收账款周转天数和存货周转天数保持不变分别为 73 和 49 天，应付账款周转天数同比减少 3 天为 87 天，整体的运营效率保持稳定。公司 2019 年的 ROE 和 ROA 分别同比下滑 0.2 和 0.1 个百分点为 12.3% 和 5.8%，由于期间投入较大，盈利能力小幅下降。

图 5: 过往 3 年运营效率

图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

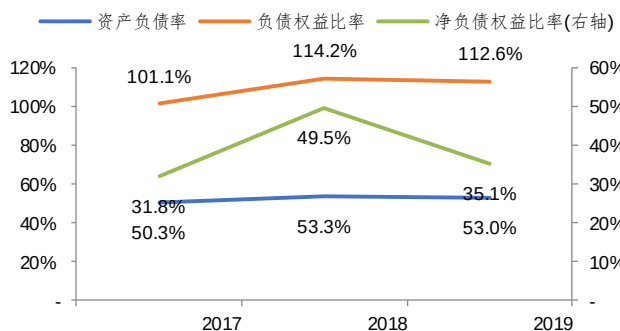


资料来源: Wind, 华金证券研究所

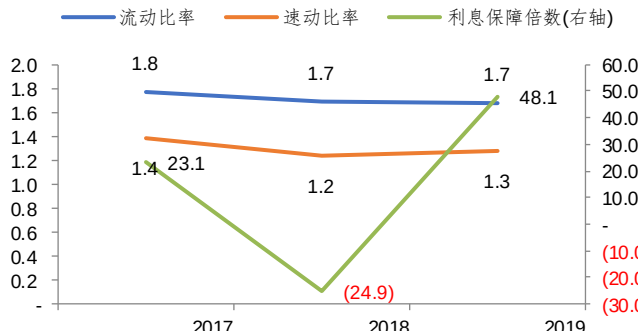
2019 年公司的资产负债率、负债权益比率和净负债权益比率分别同比下滑 0.3、1.6 和 14.4 个百分点为 53.0%、112.6% 和 35.1%，公司整体负债率下降。

图 7: 过往 3 年负债率

图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

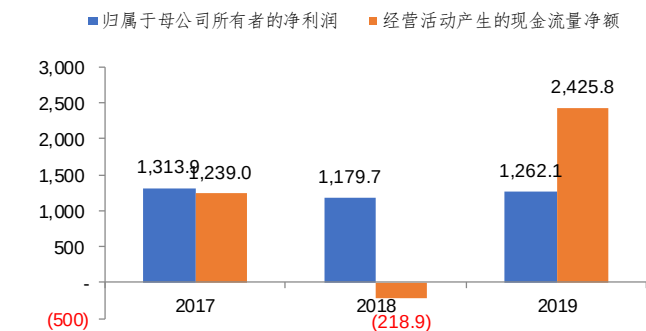


资料来源: Wind, 华金证券研究所

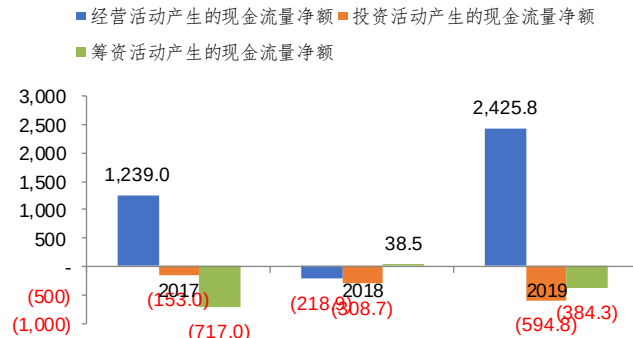
短期偿债能力方面，2019 年流动比率、速动比率分别为 1.7 和 1.3，同比基本持平，2019 年利息保障倍数为 48.1，短期偿债能力保持相对稳定。

图 9: 过往 3 年经营活动净现金与净利润

图 10: 过往 3 年经营/投资/筹资活动现金流量净额



资料来源: Wind, 华金证券研究所



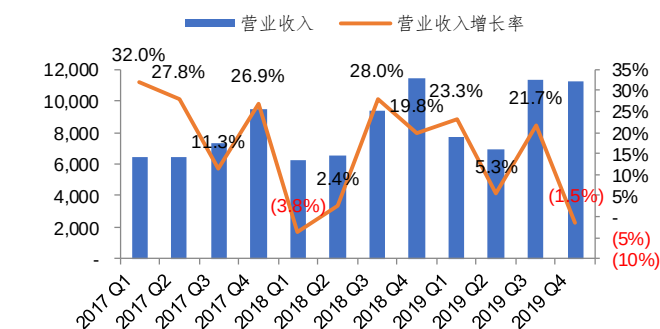
资料来源: Wind, 华金证券研究所

从现金流情况看, 公司 2019 年经营性现金流同比大幅改善, 主要系应收账款到期回款较多及收到政府补助, 现金流健康状况改善。

(二) 2019 年四季度未能延续旺季成长性

2019 年第四季度公司营业收入同比下降 1.5% 为 112.3 亿元, 归属上市公司股东净利润同比下降 0.3% 为 4.0 亿元。2019 年四季度, 由于大客户消费电子类产品出货不及预期, 公司收入同比下滑, 净利润同比基本持平。

图 11: 过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 过往 12 个季度净利润及增长率

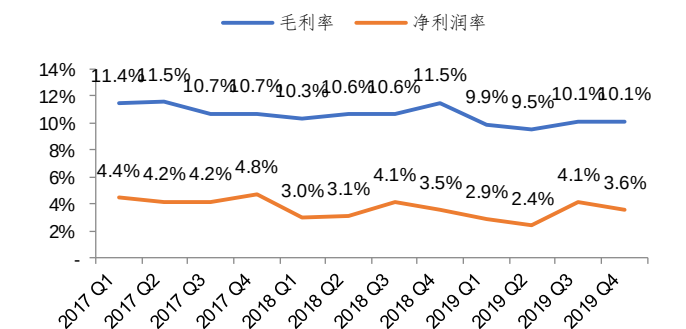


资料来源: Wind, 华金证券研究所

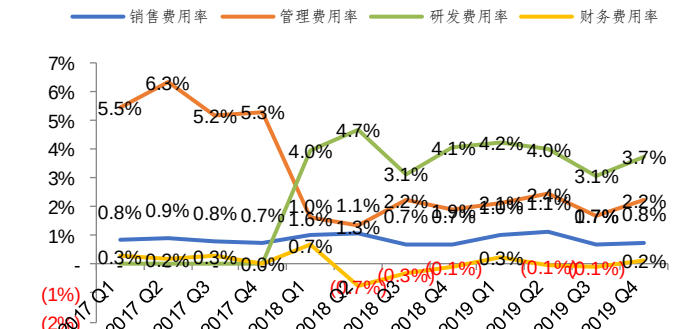
2019 年第四季度, 公司毛利率和营业利润率分别同比下滑 1.4 和 0.1 个百分点为 10.1% 和 4.1%, 净利润率同比提升 0.1 个百分点为 3.6%。由于 SiP 业务占比提升, 公司整体毛利率同比下降, 但下半年 SiP 相关产品毛利率有所提升。费用率方面, 销售费用率基本持平, 管理费用率提升 0.3 个百分点为 2.2%, 研发费用率同比下降 0.4 个百分点为 3.7%, 下半年期间费用率下降填补了上半年的投入增加, 全年费用率保持平滑。

图 13: 过往 12 个季度盈利能力

图 14: 过往 12 个季度主要费用率



资料来源: Wind, 华金证券研究所



资料来源: Wind, 华金证券研究所

(三) 未来发展战略及经营计划：坚持内生外延并举

公司作为全球电子设计、制造及服务的 D(MS)² 领导厂商，未来不仅追求内部的自然成长，同时积极寻求来自外部的成长动能。坚持“模组化、多元化、全球化”战略，用全球视野布局产业未来，在微小化解决方案上持续技术创新。

研发计划：广纳两岸优秀研发人才，为开发各项新技术、新产品注入活力，整合软件、硬件与微小化的能力，提高产品的附加价值及利润。未来研发方向主轴包括：无线通讯模组产品、汽车电子产品、微小化及自动化等。

生产计划：公司的生产据点主要分布在上海、昆山、深圳、台湾、墨西哥及波兰，已规划在广东惠州、越南海防建立新的生产据点，另外还通过收购 Memtech 部分股权和拟收购 AFG，通过协同整合建立更完整的全球制造服务体系。公司也将视客户需求及未来的成长需求予以适当的对其他地区生产基地产能进行扩充。另一方面积极导入自动化生产的作业流程取代大量人工的制程环节。

二、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.61、0.75 和 0.84 元。净资产收益率分别为 11.9%、12.8% 和 12.5%，维持买入-A 建议。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，我们预计 2020 年由于疫情影响影响各业务收入增速均下滑，2021 年恢复成长趋势，公司通讯类和消费电子类产品保持平稳增长，工业类和汽车电子类增速较高并逐年递增，电脑类业务逐年收缩。

毛利率方面，通讯类、消费电子类保持平稳并略有上升，电脑类、工业类和汽车电子类未来有所下降。随着产品结构的调整，公司综合毛利率保持稳定。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	33,550.3	37,204.2	39,679.4	44,128.3	48,718.9
YoY	12.9%	10.9%	6.7%	11.2%	10.4%
通讯类	11,951.9	13,921.4	14,768.2	16,177.0	17,794.7
消费电子类	11,687.4	12,861.9	13,859.6	15,688.1	17,256.9
电脑类	4,634.0	4,193.5	4,146.6	4,061.1	3,980.0
工业类	3,224.3	4,203.8	4,689.8	5,627.8	6,753.4
汽车电子类	1,651.3	1,773.3	1,952.1	2,296.7	2,641.3
其他	381.4	230.0	241.5	253.6	266.3
毛利率	10.9%	10.0%	10.2%	10.5%	10.3%
通讯类	5.4%	6.8%	7.1%	7.2%	7.2%
消费电子类	8.2%	7.8%	8.7%	9.3%	8.8%
电脑类	21.0%	18.4%	19.2%	19.2%	19.2%
工业类	23.9%	19.4%	17.8%	17.8%	17.8%
汽车电子类	9.0%	4.4%	5.0%	5.8%	6.0%
其他	32.2%	34.0%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司各项费用投入基本保持平稳，总体费用率保持逐年下降的趋势，研发投入将逐年增加，但增幅不大。公司在未来 3 年内资本开支规模持续增加，主要是需要开拓新客户、新产品的需求。

三、风险提示

核心客户的终端产品出货量不及预期；

微小化系统的产品应用市场拓展不及预期；

原材料及人力资源成本上升超预期影响盈利水平；

疫情持续影响供需情况。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	17895	18186	19696	22073	23728	营业收入	33550	37204	39679	44128	48719
现金	4611	6096	5889	6206	7273	营业成本	29908	33499	35616	39501	43700
应收票据及应收账款	7650	7334	8097	9489	9841	营业税金及附加	41	39	45	50	54
预付账款	22	17	31	22	34	营业费用	280	320	331	373	413
存货	4760	4298	4852	5632	5916	管理费用	610	778	793	869	984
其他流动资产	852	441	827	723	664	研发费用	1312	1373	1443	1497	1552
非流动资产	2256	3726	4101	4893	5628	财务费用	-47	26	37	32	43
长期投资	0	487	487	487	487	资产减值损失	-9	24	30	17	29
固定资产	1545	1669	2155	2858	3548	公允价值变动收益	-249	112	3	-45	23
无形资产	27	137	140	118	73	投资净收益	209	79	129	139	115
其他非流动资产	685	1433	1319	1430	1520	营业利润	1387	1422	1566	1924	2156
资产总计	20151	21912	23797	26966	29356	营业外收入	9	14	11	11	12
流动负债	10597	10857	12202	13660	14120	营业外支出	2	3	5	4	4
短期借款	1472	1764	1639	2586	2016	利润总额	1393	1433	1571	1932	2164
应付票据及应付账款	8093	7931	9048	10014	10928	所得税	213	173	236	290	325
其他流动负债	1032	1161	1515	1061	1176	税后利润	1180	1260	1336	1642	1839
非流动负债	145	748	360	428	512	少数股东损益	0	-2	-2	-2	-2
长期借款	0	31	31	31	31	归属母公司净利润	1180	1262	1338	1644	1841
其他非流动负债	145	717	329	397	481	EBITDA	1783	1945	1833	2229	2519
负债合计	10741	11605	12562	14088	14631	主要财务比率					
少数股东权益	2	31	31	31	31	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2176	2179	2179	2179	2179	成长能力					
资本公积	1656	1719	1719	1719	1719	营业收入(%)	12.9	10.9	6.7	11.2	10.4
留存收益	5620	6525	7480	9122	10961	营业利润(%)	-11.4	2.6	10.1	22.9	12.0
归属母公司股东权益	9408	10276	11204	12846	14694	归属于母公司净利润(%)	-10.2	7.0	6.0	22.9	12.0
负债和股东权益	20151	21912	23797	26966	29356	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	10.9	10.0	10.2	10.5	10.3
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	3.5	3.4	3.4	3.7	3.8
经营活动现金流	-219	2426	1278	590	2513	ROE(%)	12.5	12.3	11.9	12.8	12.5
净利润	1180	1260	1336	1642	1839	ROIC(%)	21.8	25.9	22.9	20.1	21.9
折旧摊销	444	499	291	325	365	偿债能力					
财务费用	56	79	37	32	43	资产负债率(%)	53.3	53.0	52.8	52.2	49.8
投资损失	-209	0	-129	-139	-115	流动比率	1.7	1.7	1.6	1.6	1.7
营运资金变动	-2020	848	-273	-1269	293	速动比率	1.2	1.3	1.2	1.2	1.3
其他经营现金流	330	-260	17	-0	89	营运能力					
投资活动现金流	-309	-595	-1297	-807	-842	总资产周转率	1.8	1.8	1.7	1.7	1.7
筹资活动现金流	39	-384	-188	534	-605	应收账款周转率	5.6	5.0	5.0	5.2	5.1
						应付账款周转率	4.4	4.1	4.2	4.2	4.1
每股指标 (元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.58	0.61	0.75	0.84	P/E	31.9	29.8	28.1	22.9	20.4
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.10	1.11	0.59	0.27	1.15	P/B	4.0	3.7	3.4	2.9	2.6
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.71	5.14	5.89	6.74	EV/EBITDA	8.8	18.9	17.7	14.9	12.5

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

蔡景彦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn