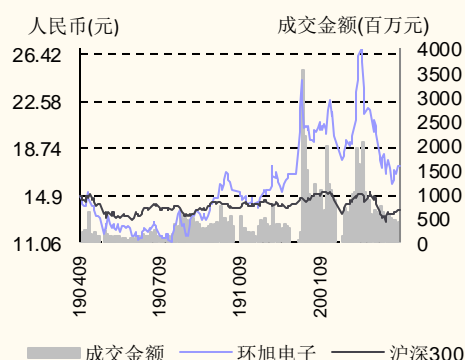


**环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)**
**公司点评**

市场价格 (人民币): 17.35 元

**市场数据(人民币)**

总股本(亿股)	21.81
已上市流通 A 股(亿股)	21.81
总市值(亿元)	378.43
年内股价最高最低(元)	21.04/15.88
沪深 300 指数	3780
上证指数	2815


**相关报告**

1. 《环旭电子收购或通过点评-收购案获无条件通过,协同发展可期》, 2020.3.27
2. 《环旭电子 2019 年业绩快报点评-业绩符合预期, 期待 20 年 SiP...》, 2020.2.7
3. 《需求多点开花, SiP 龙头受益微小化趋势-需求多点开花, SiP...》, 2020.1.6

**郑弼禹** 分析师 SAC 执业编号: S1130520010001  
zhengbiyu@gjzq.com.cn

**张纯** 分析师 SAC 执业编号: S1130519100004  
zhang\_chun@gjzq.com.cn

**经营效率提升, SiP 业务高增长可期**
**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,550	37,204	44,144	49,126	56,507
营业收入增长率	12.94%	10.89%	18.65%	11.29%	15.03%
归母净利润(百万元)	1,180	1,262	1,474	1,663	1,864
归母净利润增长率	-10.21%	6.98%	16.81%	12.81%	12.08%
摊薄每股收益(元)	0.542	0.579	0.676	0.763	0.855
每股经营性现金流净额	-0.10	1.06	0.11	1.03	0.99
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.54%	12.28%	13.03%	13.51%	13.88%

来源: 公司年报、国金证券研究所

**业绩简评**

- 环旭电子发布 2019 年年报, 全年实现营收 372 亿元, 同比增长 10.9%; 实现归属母公司净利润 12.6 亿元, 同比增长 7.0%; 实现扣非后归属母公司净利润为 10.4 亿元, 同比下降 12.5%。

**经营分析**

- **存货、应收账款下降, 经营性现金流改善:** 2019 年公司销售商品收到的现金与营业收入之比从 2018 年的 95.5% 提升到 101%, 存货从 2018 年的 47.6 亿元下降到 43.0 亿元, 应收账款从 2018 年的 75.9 亿元下降到 72.6 亿元, 经营性净现金流从 2018 年的 -2.2 亿元提升到 24.3 亿元, 验证了公司稳健经营的能力, 精细化管理效率获得进一步提升。
- **一次性因素致费用率上升:** 2019 年公司管理费用同比增加 1.68 亿元, 管理费用率从 1.8% 增加到 2.1%, 主要因为适用新租赁准则造成折旧费用增加、公司人员相关费用增长、并购项目的一次性费用进入管理费用等原因。随着一次性因素的消除, 我们认为 2020 年公司的管理费用率有望下降。
- **营收逐月改善可期:** 2020 年 1-2 月受新冠疫情影响, 公司开工时间推迟、部分人员不能及时到位, 导致有效工作日相比去年同期下降, 使得前两月合计营收相比去年同期下降 24%。我们认为随着公司全面复工, 公司的营收情况有望逐月改善。
- **AiP、TWS 耳机、智能手表、UWB 等新品为 2020 年业务增长提供保障:** 可穿戴设备和手机等产品对小型化的要求高, 对 SiP 封装的需求增加。公司在通讯业务方面技术积累深厚, 公司 2019 年下半年供应 UWB 模组, 2020 年有望供应 AiP 模组。消费电子业务方面, TWS 耳机有望成为公司新的收入增长点, 同时公司受益于 Apple Watch 的销量增长和 SiP 的 ASP 提升。

**投资建议**

- 我们预计公司 2020-2022 年分别实现归母净利润 14.7 亿元、16.6 亿元和 18.6 亿元, 维持“买入”评级及 31 元的目标价。

**风险提示**

- 新冠肺炎疫情持续时间超过预期; 行业竞争加剧; SiP 新订单不及预期

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>主营业务收入</b>	<b>29,706</b>	<b>33,550</b>	<b>37,204</b>	<b>44,144</b>	<b>49,126</b>	<b>56,507</b>
增长率		12.9%	10.9%	18.7%	11.3%	15.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-26,428</b>	<b>-29,908</b>	<b>-33,499</b>	<b>-39,707</b>	<b>-44,119</b>	<b>-50,735</b>
<b>%销售收入</b>	<b>89.0%</b>	<b>89.1%</b>	<b>90.0%</b>	<b>89.9%</b>	<b>89.8%</b>	<b>89.8%</b>
<b>毛利</b>	<b>3,277</b>	<b>3,643</b>	<b>3,705</b>	<b>4,437</b>	<b>5,007</b>	<b>5,772</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.0%</b>	<b>10.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>10.2%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-35</b>	<b>-41</b>	<b>-39</b>	<b>-57</b>	<b>-64</b>	<b>-73</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.1%</b>
<b>销售费用</b>	<b>-240</b>	<b>-280</b>	<b>-320</b>	<b>-353</b>	<b>-393</b>	<b>-452</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.8%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-1,639</b>	<b>-610</b>	<b>-778</b>	<b>-839</b>	<b>-983</b>	<b>-1,130</b>
<b>%销售收入</b>	<b>5.5%</b>	<b>1.8%</b>	<b>2.1%</b>	<b>1.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>
<b>研发费用</b>	<b>0</b>	<b>-1,312</b>	<b>-1,373</b>	<b>-1,655</b>	<b>-1,842</b>	<b>-2,147</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.0%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,363</b>	<b>1,399</b>	<b>1,195</b>	<b>1,532</b>	<b>1,725</b>	<b>1,969</b>
<b>%销售收入</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.5%</b>
<b>财务费用</b>	<b>-57</b>	<b>47</b>	<b>-26</b>	<b>11</b>	<b>-2</b>	<b>9</b>
<b>%销售收入</b>	<b>0.2%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>0.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>-12</b>	<b>-38</b>	<b>3</b>	<b>-59</b>	<b>-2</b>	<b>-6</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>146</b>	<b>-249</b>	<b>112</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>98</b>	<b>209</b>	<b>79</b>	<b>180</b>	<b>162</b>	<b>146</b>
<b>%税前利润</b>	<b>6.3%</b>	<b>15.0%</b>	<b>5.5%</b>	<b>10.5%</b>	<b>8.4%</b>	<b>6.7%</b>
<b>营业利润</b>	<b>1,565</b>	<b>1,387</b>	<b>1,422</b>	<b>1,714</b>	<b>1,934</b>	<b>2,168</b>
<b>营业利润率</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,564</b>	<b>1,393</b>	<b>1,433</b>	<b>1,714</b>	<b>1,934</b>	<b>2,168</b>
<b>利润率</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.8%</b>
<b>所得税</b>	<b>-250</b>	<b>-213</b>	<b>-173</b>	<b>-240</b>	<b>-271</b>	<b>-303</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.0%</b>	<b>15.3%</b>	<b>12.1%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>14.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,260</b>	<b>1,474</b>	<b>1,663</b>	<b>1,864</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,262</b>	<b>1,474</b>	<b>1,663</b>	<b>1,864</b>
<b>净利率</b>	<b>4.4%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.3%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>净利润</b>	<b>1,314</b>	<b>1,180</b>	<b>1,260</b>	<b>1,474</b>	<b>1,663</b>	<b>1,864</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>非现金支出</b>	<b>478</b>	<b>482</b>	<b>496</b>	<b>508</b>	<b>570</b>	<b>716</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-155</b>	<b>101</b>	<b>-35</b>	<b>110</b>	<b>-3</b>	<b>23</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>-429</b>	<b>-1,982</b>	<b>599</b>	<b>-1,857</b>	<b>15</b>	<b>-454</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,208</b>	<b>-219</b>	<b>2,320</b>	<b>236</b>	<b>2,246</b>	<b>2,149</b>
<b>资本开支</b>	<b>-130</b>	<b>-471</b>	<b>-659</b>	<b>-555</b>	<b>-720</b>	<b>-810</b>
<b>投资</b>	<b>-104</b>	<b>78</b>	<b>-27</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>92</b>	<b>180</b>	<b>162</b>	<b>146</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-153</b>	<b>-309</b>	<b>-595</b>	<b>-375</b>	<b>-558</b>	<b>-664</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>50</b>	<b>155</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-446</b>	<b>468</b>	<b>229</b>	<b>1,813</b>	<b>-64</b>	<b>625</b>
<b>其他</b>	<b>-350</b>	<b>-378</b>	<b>-634</b>	<b>-716</b>	<b>-824</b>	<b>-915</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-796</b>	<b>91</b>	<b>-355</b>	<b>-507</b>	<b>-349</b>	<b>-992</b>
<b>现金净流量</b>	<b>259</b>	<b>-437</b>	<b>1,370</b>	<b>-26</b>	<b>1,137</b>	<b>798</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>5,046</b>	<b>4,611</b>	<b>6,096</b>	<b>7,208</b>	<b>8,007</b>	<b>9,202</b>
<b>应收款项</b>	<b>6,006</b>	<b>7,737</b>	<b>7,405</b>	<b>9,236</b>	<b>10,278</b>	<b>11,822</b>
<b>存货</b>	<b>3,318</b>	<b>4,760</b>	<b>4,298</b>	<b>5,816</b>	<b>5,983</b>	<b>6,605</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>894</b>	<b>787</b>	<b>386</b>	<b>240</b>	<b>144</b>	<b>151</b>
<b>流动资产</b>	<b>15,264</b>	<b>17,895</b>	<b>18,186</b>	<b>22,499</b>	<b>24,413</b>	<b>27,781</b>
<b>%总资产</b>	<b>87.9%</b>	<b>88.8%</b>	<b>83.0%</b>	<b>86.0%</b>	<b>86.5%</b>	<b>87.6%</b>
<b>长期投资</b>	<b>23</b>	<b>27</b>	<b>576</b>	<b>576</b>	<b>576</b>	<b>576</b>
<b>固定资产</b>	<b>1,549</b>	<b>1,594</b>	<b>1,894</b>	<b>2,061</b>	<b>2,192</b>	<b>2,267</b>
<b>%总资产</b>	<b>8.9%</b>	<b>7.9%</b>	<b>8.6%</b>	<b>7.9%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.2%</b>
<b>无形资产</b>	<b>281</b>	<b>328</b>	<b>452</b>	<b>465</b>	<b>485</b>	<b>511</b>
<b>非流动资产</b>	<b>2,100</b>	<b>2,256</b>	<b>3,726</b>	<b>3,663</b>	<b>3,815</b>	<b>3,915</b>
<b>%总资产</b>	<b>12.1%</b>	<b>11.2%</b>	<b>17.0%</b>	<b>14.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>12.4%</b>
<b>资产总计</b>	<b>17,363</b>	<b>20,151</b>	<b>21,912</b>	<b>26,163</b>	<b>28,228</b>	<b>31,696</b>
<b>短期借款</b>	<b>939</b>	<b>1,472</b>	<b>1,862</b>	<b>3,731</b>	<b>3,675</b>	<b>4,305</b>
<b>应付款项</b>	<b>7,021</b>	<b>8,408</b>	<b>8,296</b>	<b>9,429</b>	<b>10,478</b>	<b>12,050</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>644</b>	<b>716</b>	<b>699</b>	<b>982</b>	<b>1,073</b>	<b>1,229</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,605</b>	<b>10,597</b>	<b>10,857</b>	<b>14,143</b>	<b>15,226</b>	<b>17,584</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>125</b>	<b>145</b>	<b>717</b>	<b>643</b>	<b>627</b>	<b>619</b>
<b>负债</b>	<b>8,730</b>	<b>10,741</b>	<b>11,605</b>	<b>14,816</b>	<b>15,884</b>	<b>18,234</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>8,631</b>	<b>9,408</b>	<b>10,276</b>	<b>11,315</b>	<b>12,313</b>	<b>13,431</b>
<b>其中：股本</b>	<b>2,176</b>	<b>2,176</b>	<b>2,179</b>	<b>2,179</b>	<b>2,179</b>	<b>2,179</b>
<b>未分配利润</b>	<b>4,500</b>	<b>5,257</b>	<b>6,135</b>	<b>7,019</b>	<b>8,017</b>	<b>9,135</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>	<b>31</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>17,363</b>	<b>20,151</b>	<b>21,912</b>	<b>26,163</b>	<b>28,228</b>	<b>31,696</b>

**比率分析**

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.604	0.542	0.579	0.676	0.763	0.855
每股净资产	3.967	4.324	4.716	5.188	5.645	6.158
每股经营现金净流	0.555	-0.101	1.065	0.108	1.031	0.986
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.271	0.305	0.342
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.22%	12.54%	12.28%	13.03%	13.51%	13.88%
总资产收益率	7.57%	5.85%	5.76%	5.63%	5.89%	5.88%
投入资本收益率	11.96%	10.89%	8.62%	8.72%	9.24%	9.51%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	23.86%	12.94%	10.89%	18.65%	11.29%	15.03%
EBIT增长率	47.02%	2.62%	-14.56%	28.15%	12.60%	14.14%
净利润增长率	63.10%	-10.21%	6.98%	16.81%	12.81%	12.08%
总资产增长率	12.71%	16.06%	8.74%	19.40%	7.89%	12.29%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	65.2	73.1	72.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	42.3	49.3	49.3	54.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	83.8	89.9	87.3	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	18.6	16.8	16.4	14.6	13.7	12.2
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-55.42%	-38.07%	-40.78%	-30.37%	-34.85%	-36.15%
EBIT利息保障倍数	24.0	-29.6	45.6	-38.8	-40.2	-32.4
资产负债率	50.28%	53.30%	52.96%	50.21%	52.27%	51.97%

**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
买入	0	0	1	2	16
增持	0	0	0	5	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.71	1.50

来源：朝阳永续

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-01-06	买入	20.05	31.00~31.00
2	2020-02-07	买入	19.13	31.00~31.00
3	2020-03-27	买入	17.79	31.00~31.00

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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH