



中航证券金融研究所

分析师: 张超

证券执业证书号: S0640519070001

研究助理: 王宏涛

证券执业证书号: S0640118100010

联系人: 宋子豪

电话: 010-64818451

## 环旭电子 (601231) 2019 年年报点评: 业绩稳步增长, 收购、扩产合力拓展海内 外市场

行业分类: 电子

2020 年 4 月 9 日

### 投资评级

买入

当前价格 (元/股) 17.35

目标价格 (元/股) 21.39

#### 基本数据 (2020/4/8)

总市值 (亿元) 378.43

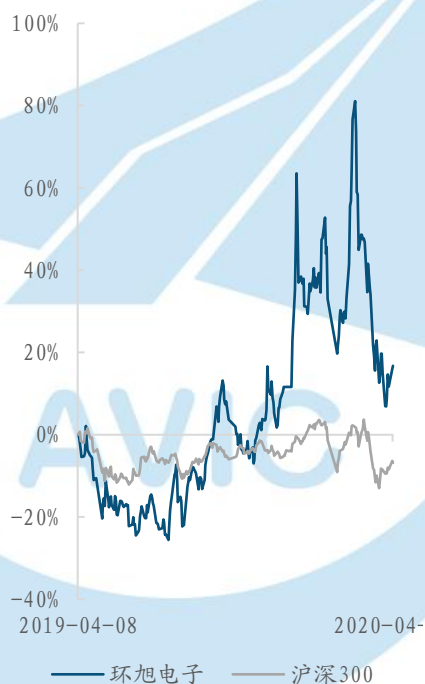
流通市值 (亿元) 378.43

总股本 (百万股) 2,181.13

流通股本 (百万股) 2,181.13

上市以来价格区间 11.06/26.91

### 上市以来公司与沪深 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 年年报, 公司 2019 年实现营收 (372.04 亿元, +10.89%); 归母净利润 (12.62 亿元, +6.98%), 扣非后归母净利润 (10.45 亿元, -12.52%)。

#### ◆ 投资要点:

**公司业绩稳步增长, 经营性现金流由负转正。**公司 2019 年实现营收 (372.04 亿元, +10.89%); 归母净利润 (12.62 亿元, +6.98%), 扣非后归母净利润 (10.45 亿元, -12.52%)。公司 2019 年非经常性损益较 2018 年增幅较大, 主要为出售交易性金融资产的投资收益 (包括证券投资以及理财产品等) 以及政府补助等。2019 年, 公司毛利率 (9.96%, -0.90pcts), 小幅下降主要源于公司 SiP 产品营收占比增加但毛利率下降所致。另外, 公司费用同比增幅较大, 销售费用 (3.20 亿元, +14.28%), 管理费用 (7.78 亿元, +27.50%), 研发费用 (13.73 亿元, +4.58%), 财务费用 (0.26 亿元, 由负转正)。管理费用的增加主要由于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, 财务费用的增长主要由于 2019 年利息费用增加所致。公司应收账款陆续到期, 应收账款 (72.58 亿元, -4.35%) 与存货 (42.98 亿元, -9.71%) 水平有所下降, 经营活动产生的现金流净额 (24.26 亿元, 由负转正) 增长显著。公司将实施三期核心员工持股计划, 增强内部活力。

**市场规模不断扩大, 公司盈利有望随着新产品出货量的释放得到进一步提升。**2019 年, 公司通讯类产品营收 (139.21 亿元, 16.48%), 毛利率 (6.78%, +1.34pcts); 消费电子类产品营收 (128.62 亿元, +10.05%), 毛利率 (7.75%, -0.48pcts); 工业类产品营收 (42.04 亿元, +26.29%), 毛利率 (19.44%, -4.78pcts); 电脑类及存储类产品营收 (41.94 亿元, -9.51%), 毛利率 (18.43%, -2.55pcts); 汽车电子类营收 (17.73 亿元, +7.39%), 毛利率 (4.44%, -4.51pcts)。2019 年度分产品类别看, 通讯类产品的营收增长受益于下半旺季效应带动终端产品需求提升, 公司产品市占率也得到进一步提升; 消费电子类产品由于智能手表市场的快速成长, 公司终端产品需求增加造成营收增长; 工业类产品新订单出货增加, 营收增长幅度较大, 公司主要产品智能手持设备和 POS 的市场持续成长态势; 电脑类产品由于受到贸易摩擦和关税因素的影响, 出货减少, 公司正在利用微小化技术, 开发具有差异性和市场竞争力的产品; 汽车电子类营收小幅增加, 由于汽车电子零件占整车成本的比重越来越高, 因此汽车电子零件市场成长率优于汽车销售成长率, 也为公司营收成长带来动力。公

股市有风险 入市须谨慎

#### 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

公司正积极与客户开发新产品，并扩充墨西哥和波兰的生产据点。新产品方面，公司在 2019 国际嵌入式系统展亮相并发布了全新模块系统 SOM850，并已获得多个运营商认证。公司还推出了全球首个 Azure Sphere 无线加蓝牙二合一模块、MS-03 PRO 系统模块、SMN-01A 通讯模块、企业级 PCIe NVMe Gen3 固态硬盘量产测试方案、WM-BN-MT-52 无线模块等多项新产品，未来随着新产品出货量增长，公司业绩有望进一步提升。

**收购、扩产双管齐下，垂直整合大力扩展海内外市场。**公司通过环鸿香港以现金约 79,862,514.30 新加坡元收购 Memtech 42.23% 的股份。另外，公司拟以现金约 40,312.5 万美元收购 FAFG 89.6% 股权，并以发行股份购买资产方式收购 ASDI 持有的 FAFG 剩余 10.4% 股权。收购的完成将有利于提升公司设计和供应链能力，达到垂直整合的目的，在丰富公司产品类别及客户数量的同时，扩展全球影响力以及更多尖端技术研发资源，从而更好地进入汽车、医疗、工业等具有高成长潜力的终端市场。另外，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（计划总投资不低于人民币 13.5 亿元）、越南海防（计划投资 4200 万美元）建立新的生产据点，以满足业务发展和全球化产业布局的需要及满足境外客户的订单需求，增强公司盈利能力和竞争实力。疫情方面，公司 2 月 10 日开始复工，总停工天数为一周左右，影响相对有限。

#### ◆ 投资建议

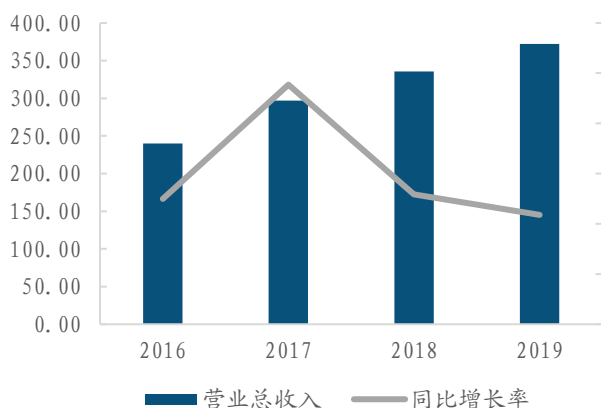
在不考虑收购项目并表的情况下，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 15.09 亿元，18.52 亿元和 21.23 亿元，EPS 分别为 0.69 元，0.85 元和 0.97 元，对应 PE 分别为 25、20、18 倍。按照 2020 年 31 倍 PE，对应目标价 21.39 元/股，给予“买入”评级。

| 指标           | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（亿元）     | 372.04 | 404.86 | 471.78 | 556.04 |
| 增长率          | 10.89% | 8.82%  | 16.53% | 17.86% |
| 归属母公司净利润（亿元） | 12.62  | 15.09  | 18.52  | 21.23  |
| 增长率          | 6.98%  | 19.55% | 22.75% | 14.62% |
| 每股收益 EPS（元）  | 0.58   | 0.69   | 0.85   | 0.97   |
| 净资产收益率 ROE   | 12.23% | 13.20% | 14.44% | 14.76% |
| PE           | 30     | 25     | 20     | 18     |
| PB           | 3.67   | 3.31   | 2.95   | 2.63   |

资料来源：Wind，中航证券金融研究所

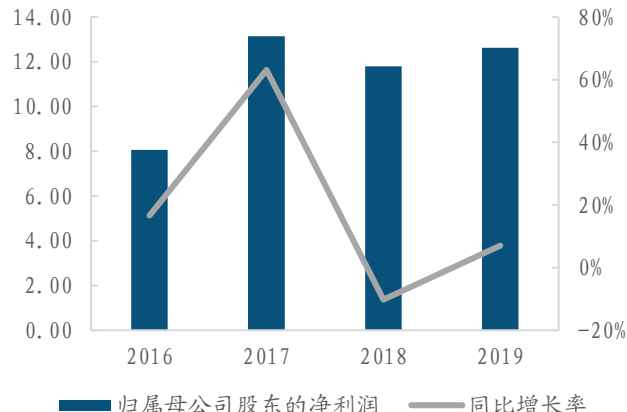
**◆ 风险提示：**公司存货账面价值占流动资产的比例为 23.63%，存在存货发生减值风险；公司在大陆地区以外的营业收入占比 88.28% 以上，主要交易以美元报价为主，存在汇率波动风险。

图 1: 2016-2019 营业总收入及增速 (单位: 亿元, %)



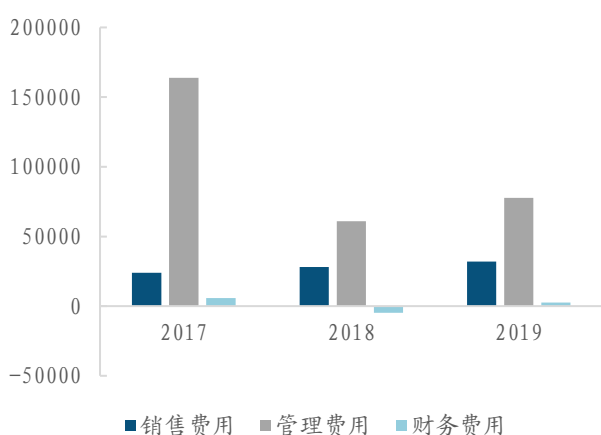
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 2: 2016-2019 归母净利润及增速 (单位: 亿元, %)



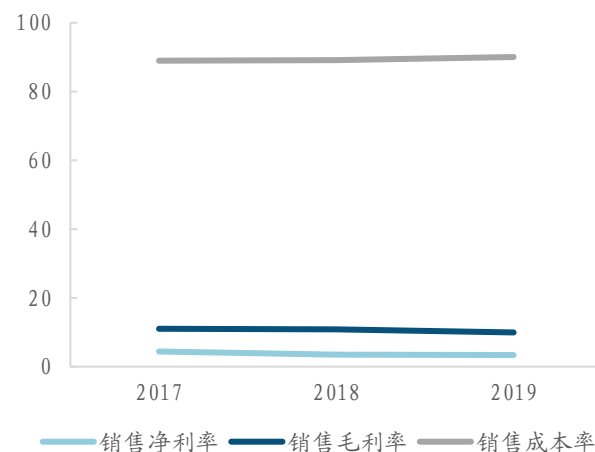
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 3: 2017-2019 三费情况 (单位: 万元)



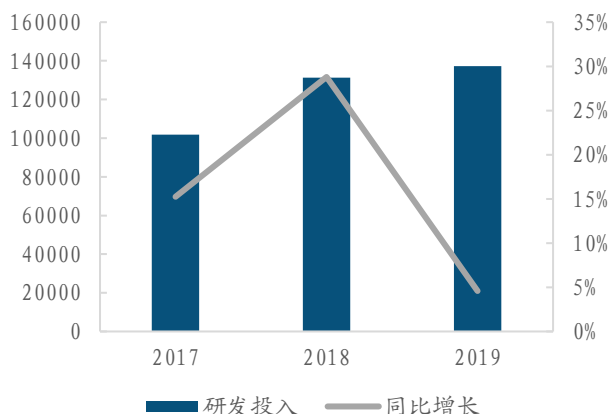
数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

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

图 5: 2017-2019 研发投入情况 (单位: 万元)



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

图表 6：财务报表预测（单位：亿元）

| 利润表         |        |        |        |        | 现金流量表           |       |        |       |       |
|-------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|-------|--------|-------|-------|
|             | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |                 | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |
| 营业收入        | 372.04 | 404.86 | 471.78 | 556.04 | 净利润             | 12.60 | 15.09  | 18.52 | 21.23 |
| 营业成本        | 334.99 | 366.07 | 423.09 | 498.27 | 折旧与摊销           | 4.99  | 10.04  | 11.50 | 12.92 |
| 营业税金及附加     | 0.39   | 0.40   | 0.52   | 0.67   | 财务费用            | 0.26  | 1.01   | 1.27  | 1.56  |
| 销售费用        | 3.20   | 3.60   | 4.62   | 4.56   | 资产减值损失          | 0.03  | 0.03   | 0.03  | 0.03  |
| 管理费用        | 21.51  | 18.58  | 22.98  | 28.41  | 经营营运资本变动        | 7.30  | -5.93  | -8.28 | -9.40 |
| 财务费用        | 0.26   | 1.01   | 1.27   | 1.56   | 其他              | -0.92 | -1.93  | -1.72 | -1.52 |
| 资产减值损失      | 0.03   | 0.03   | 0.03   | 0.03   | <b>经营性现金流净额</b> | 24.26 | 18.32  | 21.33 | 24.82 |
| 投资收益        | 0.79   | 0.78   | 0.57   | 0.37   | 资本支出            | -4.70 | -5.20  | -6.50 | -5.00 |
| 公允价值变动损益    | 1.12   | 1.12   | 1.12   | 1.12   | 其他              | -1.25 | 2.54   | 2.33  | 2.13  |
| 其他经营损益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | <b>投资性现金流净额</b> | -5.95 | -2.66  | -4.17 | -2.87 |
| <b>营业利润</b> | 14.22  | 17.05  | 20.95  | 24.03  | 短期借款            | 2.93  | -10.21 | -1.55 | -2.50 |
| 其他非经营损益     | 0.11   | 0.11   | 0.11   | 0.11   | 长期借款            | 0.31  | 0.10   | 0.23  | 0.35  |
| <b>利润总额</b> | 14.33  | 17.16  | 21.06  | 24.14  | 股权融资            | 0.66  | 0.02   | 0.00  | 0.00  |
| 所得税         | 1.73   | 2.07   | 2.54   | 2.91   | 支付股利            | -3.57 | -3.82  | -4.56 | -5.60 |
| 净利润         | 12.60  | 15.09  | 18.52  | 21.23  | 其他              | -4.17 | -1.98  | -1.23 | -1.55 |
| 少数股东损益      | -0.02  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | <b>筹资性现金流净额</b> | -3.84 | -15.89 | -7.12 | -9.30 |
| 归属母公司股东净利润  | 12.62  | 15.09  | 18.52  | 21.23  | <b>现金流量净额</b>   | 14.76 | -0.23  | 10.04 | 12.64 |

| 资产负债表         |        |        |        |        | 财务分析指标            |         |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|-------------------|---------|--------|--------|--------|
|               | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |                   | 2019A   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 货币资金          | 60.96  | 60.73  | 70.77  | 83.41  | <b>成长能力</b>       |         |        |        |        |
| 应收和预付款项       | 74.18  | 80.72  | 94.06  | 110.86 | 销售收入增长率           | 10.89%  | 8.82%  | 16.53% | 17.86% |
| 存货            | 42.98  | 46.97  | 54.29  | 63.93  | 营业利润增长率           | 2.56%   | 19.89% | 22.89% | 14.70% |
| 其他流动资产        | 3.74   | 4.07   | 4.74   | 5.58   | 净利润增长率            | 6.79%   | 19.74% | 22.75% | 14.62% |
| 长期股权投资        | 4.87   | 4.87   | 4.87   | 4.87   | EBITDA 增长率        | 9.17%   | 44.36% | 20.00% | 14.18% |
| 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     | 18.94  | 12.42  | 6.64   | -1.24  | 毛利率               | 9.96%   | 9.58%  | 10.32% | 10.39% |
| 无形资产和开发支出     | 1.66   | 4.29   | 6.69   | 8.93   | 三费率               | 3.02%   | 5.73%  | 6.12%  | 6.21%  |
| 其他非流动资产       | 11.79  | 12.20  | 11.94  | 11.01  | 净利率               | 3.39%   | 3.73%  | 3.93%  | 3.82%  |
| <b>资产总计</b>   | 219.12 | 226.26 | 253.99 | 287.36 | ROE               | 12.23%  | 13.20% | 14.44% | 14.76% |
| 短期借款          | 17.64  | 7.43   | 5.88   | 3.38   | ROA               | 5.75%   | 6.67%  | 7.29%  | 7.39%  |
| 应付和预收款项       | 84.85  | 92.72  | 107.17 | 126.21 | ROIC              | 12.23%  | 14.92% | 16.66% | 16.92% |
| 长期借款          | 0.31   | 0.41   | 0.64   | 0.99   | EBITDA/销售收入       | 5.23%   | 6.94%  | 7.15%  | 6.93%  |
| 其他负债          | 13.25  | 11.41  | 12.05  | 12.91  | <b>营运能力</b>       |         |        |        |        |
| <b>负债合计</b>   | 116.05 | 111.97 | 125.74 | 143.49 | 总资产周转率            | 1.77    | 1.82   | 1.96   | 2.05   |
| 股本            | 21.79  | 21.81  | 21.81  | 21.81  | 固定资产周转率           | 23.16   | 29.32  | 59.22  | 417.88 |
| 资本公积          | 17.19  | 17.19  | 17.19  | 17.19  | 应收账款周转率           | 5.01    | 5.34   | 5.52   | 5.55   |
| 留存收益          | 65.25  | 76.53  | 90.48  | 106.11 | 存货周转率             | 7.32    | 8.14   | 8.36   | 8.43   |
| 归属母公司股东权益     | 102.76 | 113.98 | 127.94 | 143.56 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.13% | —      | —      | —      |
| 少数股东权益        | 0.31   | 0.31   | 0.31   | 0.31   | <b>资本结构</b>       |         |        |        |        |
| <b>股东权益合计</b> | 103.07 | 114.29 | 128.25 | 143.88 | 资产负债率             | 52.96%  | 49.49% | 49.51% | 49.93% |
| 负债和股东权益合计     | 219.12 | 226.26 | 253.99 | 287.36 | 带息债务/总负债          | 15.47%  | 7.00%  | 5.19%  | 3.04%  |

| 业绩和估值指标   |        |        |       |       |             | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------|--------|--------|-------|-------|-------------|--------|--------|--------|--------|
| EBITDA    | 19.47  | 28.11  | 33.73 | 38.51 | 流动比率        | 1.68   | 1.85   | 1.90   | 1.95   |
| PE        | 29.96  | 25.08  | 20.43 | 17.82 | 速动比率        | 1.28   | 1.39   | 1.44   | 1.48   |
| PB        | 3.67   | 3.31   | 2.95  | 2.63  | 股利支付率       | 28.27% | 25.30% | 24.64% | 26.39% |
| PS        | 1.02   | 0.93   | 0.80  | 0.68  | <b>每股指标</b> |        |        |        |        |
| EV/EBITDA | 16.801 | 11.288 | 9.088 | 7.592 | 每股收益        | 0.58   | 0.69   | 0.85   | 0.97   |
| 股息率       | 0.009  | 0.010  | 0.012 | 0.015 | 每股净资产       | 4.73   | 5.24   | 5.88   | 6.60   |
|           |        |        |       |       | 每股经营现金      | 1.113  | 0.840  | 0.978  | 1.138  |
|           |        |        |       |       | 每股股利        | 0.164  | 0.175  | 0.209  | 0.257  |

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：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。  
持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间  
卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。  
中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。  
减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

## 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。