

增持

——维持

日期：2020年05月06日

行业：电子元器件



分析 袁威津  
Tel: 021-53686157  
E-mail: yuanwejin@shzq.com  
SAC 证书编号: S0870520020001

### 基本数据 (2020Q1)

报告日股价 (元)	17.88
12mth A 股价格区间 (元)	8.52-27.29
总股本 (百万股)	21.81
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	397
每股净资产 (元)	4.82
PBR (X)	3.71

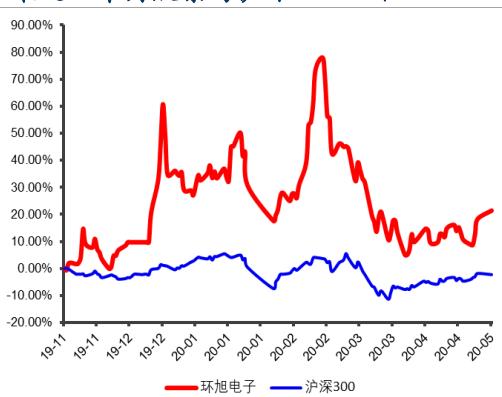
### 主要股东 (2019)

环诚科技	77.20%
陆股通	2.46%
中证金融	1.68%
华夏中证 5G 通信主题基金	1.08%

### 收入结构 (2019)

通讯类产品	37.42%
消费电子产品	34.57%
工业类产品	11.27%
电脑及存储类产品	4.77%

### 最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号:

首次报告日期:

相关报告:

环旭电子 (601231)

证券研究报告/公司研究/公司动态

# 费用控制增厚扣非 SiP 加码未来成长

## ■ 公司动态事项

4月29日，公司发布2020年一季度业绩，期间营业收入76.12亿元，同比增长-0.81%；归母净利润1.91亿元，同比增长-14.25%；扣非归母净利润1.45亿元，同比增长13.47%。

## ■ 事项点评

### 通讯业务逆势增长 费用控制增厚扣非

公司业务涵盖通讯、消费电子、工业产品、电脑存储及其他，相关业务毛利占比在2019年分别为25.5%、26.9%、22.1%、20.9%和10.4%。公司通讯业务包括wifi模组、NFC模组、蓝牙模组等，并于2019年新增UWB模组产品线。通讯业务一季度逆势增长主要受益下游平板与耳机产品景气。电脑与存储产品营收有所提升，主要系全球防疫推动远程办公，笔电产业景气受到反向助推。消费电子与工业类产品营收下滑，主要系消费端受到压制。公司一季度毛利为7.6亿元，综合毛利率较去年同期从9.9%增长到10.06%，盈利能力提升主要系通讯类产品结构升级带动。公司一季度营收销管研和财务费用总金额是5.67亿，同比下降3.4%，费用控制得当带来扣非归母净利润同比增长。

### 飞旭优化客户结构

公司2019年12月12日公告拟收购法国飞旭100%股权。该并购案已获美国、欧洲和台湾等地审查，并获得中国证监会核准。公司与法国飞旭预计在6月后实施股权交割以及财务并表。法国飞旭为欧洲头部EMS企业，在全球4大洲、8个国家拥有17个制造基地，业务范围覆盖工业、能源管理、汽车电子等领域。环旭电子原先业务对A客户依赖度较高，飞旭并购有利于公司开拓新客户，并加速产品线向汽车电子等方向的进一步迈进。

### SiP 与毫米波天线带动公司成长

系统级封装(SiP)是目前电子产业“超越摩尔”的主要技术手段，并且电子元器件的微小化符合智能手机高集成度趋势需求。公司依托高精密SMT工艺积淀，顺利切入SiP业务。公司SiP工艺产品线包括智能手表、手机射频模块等，未来新引入TWS产品线或将成为公司短期业绩增长核心动力。展望5G毫米波商用，智能手机将引入封装天线(AiP)以解决毫米波通讯。AiP由RFIC、功放晶体管、低噪放、开关、被动元器件、多层HDI载板等组成，产品高精密度需求带来SiP工艺商较高的价值分配。从毫米波手机来看，三星S10 5G版本手机支持毫米波，并内置3颗AiP；苹果手机预期在今年将推出支持毫米波新机型。随着5G商用推进，毫米波时代将带来环旭电子等SiP服务商新机遇。公司2020年资本开支指引1.7亿美金，同比增长70%以上，达到历史新高。资本开支主要针对下一代SiP产品，其中设备支出预期达到1.2亿美金，资本开支布局彰显公司SiP业务信心。

## ■ 投资建议

我们预期公司 2020-2022 年实现营业收入 416.05 亿元、482.04 亿元、652.04 亿元，同比增长分别为 11.83%、15.86% 和 35.27%；归属于母公司股东净利润为 14.01 亿元、16.46 亿元和 22.34 亿元；EPS 分别为 0.64 元、0.75 元和 1.02 元，对应 PE 为 28X、24X 和 17X。**未来六个月内，维持“增持”评级。**

## ■ 风险提示

(1) 5G 终端推广不及预期；(2) 新冠疫情蔓延导致需求压制。

### ■ 数据预测与估值：

至 5 月 6 日 (¥. 百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	37,204.19	41,605.00	48,204.19	65,204.19
年增长率	10.89%	11.83%	15.86%	35.27%
归属于母公司的净利润	1262.10	1400.83	1645.56	2234.34
年增长率	6.98%	10.99%	17.47%	35.78%
每股收益 (元)	0.58	0.64	0.75	1.02
PER (X)	31.93	27.84	23.70	17.45

注：有关指标按当年股本摊薄

## ■ 附表

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	6096	4661	5314	3056
存货	4298	5289	5695	9163
应收账款及票据	7334	5289	5695	9163
其他	67	370	370	370
流动资产合计	18186	19260	21391	28213
长期股权投资	487	370	370	370
固定资产	1669	3000	3000	4000
在建工程	225	825	1025	0
无形资产	137	141	116	90
其他	75	219	76	76
非流动资产合计	3726	4672	4704	4654
<b>资产总计</b>	<b>21912</b>	<b>23932</b>	<b>26094</b>	<b>32866</b>
短期借款	1764	1976	2518	881
应付账款及票据	7931	10466	10925	17755
其他	362	102	102	102
流动负债合计	10857	12636	13636	18830
长期借款和应付债券	31	31	31	31
其他	3	163	163	163
非流动负债合计	748	92	92	92
<b>负债合计</b>	<b>11605</b>	<b>12636</b>	<b>13636</b>	<b>18830</b>
少数股东权益	31	29	26	23
股东权益合计	10276	11296	12458	14036
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21912</b>	<b>23932</b>	<b>26094</b>	<b>32866</b>

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1260	1399	1643	2231
折旧和摊销	499	692	692	572
营运资本变动	38117			
<b>经营活动现金流</b>	<b>2426</b>	<b>559</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
资本支出	674			
投资收益	11725	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-595</b>	<b>-600</b>	<b>-200</b>	<b>-200</b>
股权融资	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	0	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-384</b>	<b>-2106</b>	<b>-475</b>	<b>-2617</b>
<b>净现金流</b>	<b>1476</b>	<b>-1006</b>	<b>653</b>	<b>-2258</b>

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	37204	41605	48204	65204
营业成本	36026	37445	42902	58032
营业税金及附加	39	43	50	68
营业费用	320	358	415	562
管理费用	778	2163	2892	3912
财务费用	26	-68	-6	-11
资产减值损失	3	18	18	18
投资收益	79	0	0	0
公允价值变动损益	112	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1422</b>	<b>1399</b>	<b>1643</b>	<b>2231</b>
营业外收支净额	14	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1433</b>	<b>1645</b>	<b>1933</b>	<b>2624</b>
所得税	173	247	290	394
<b>净利润</b>	<b>1260</b>	<b>1399</b>	<b>1643</b>	<b>2231</b>
少数股东损益		-2	-3	-4
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1262</b>	<b>1401</b>	<b>1646</b>	<b>2234</b>

财务比率分析

指标	2019	2020E	2021E	2022E
总收入增长率	11%	12%	16%	35%
EBITDA 增长率	7%	19%	15%	22%
EBIT 增长率	5%	12%	22%	36%
净利润增长率	6%	15%	17%	36%
毛利率	17%	10%	10%	11%
EBITDA/总收入	5%	5%	5%	5%
EBIT/总收入	4%	4%	4%	4%
净利润率	3%	3%	3%	3%
资产负债率	50%	53%	52%	57%
流动比率	175%	154%	158%	151%
速动比率	129%	108%	113%	100%
总资产回报率 (ROA)	7%	7%	7%	8%
净资产收益率 (ROE)	12%	12%	13%	16%
EV/营业收入	1	1	1	1
EV/EBITDA	19	16	14	12
PE	32	28	24	17
PB	4	3	3	3

---

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师声明

袁威津

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。