

四季度大超预期



核心观点

- **四季度大超预期**：公司 2020 年营收增长 28%至 477 亿元，受益于 5G 毫米波和 UWB 新技术，通讯类产品增长超过 40%；智能手表订单增长和 SiP 微小化技术在无线耳机的应用拉动消费类产品营收增长超过 30%。归母净利润增长 38%至 17.4 亿元，SiP 模组产品大幅成长和产能利用率提高拉动毛利率提高 0.50 个百分点，销售、管理、研发及财务费用总额增长不到 25%，慢于营收增长。四季度营收和归母净利润分别为 182 和 7.4 亿元，分别同比增长 62%和 84%，大超预期。
- **手机 SiP 用量持续增长**：兼容 5G 毫米波频段的手机需要配置天线射频模组 AiP，AiP 整合毫米波频段的射频前端和天线为模组，是 5G 手机技术难点和价值量增长较多的零部件。环旭凭借在射频器件领域的突出优势已批量供应 AiP 模组。环旭长期供应大客户手机各种 SiP 模组，手机轻薄化带来 SiP 需求提升和更多的客户有望给环旭带来更大空间。
- **SiP 在穿戴式等 IoT 产品中渗透**：环旭是大客户智能手表 SiP 一直以来的主要供应商，也已开始供应大客户 TWS 耳机，并与声学大厂美律组建合资公司以推出更具竞争力的声学模组产品。TWS 耳机开始集成降噪等功能，对 SiP 微小化技术的需求强烈。苹果已在 iPhone、Apple Watch 和 HomePod mini 中采用 UWB 技术，三星、小米也都推出 UWB 相关产品，UWB 技术在室内定位应用具有精度高、安全性高等优势，有望成为定位与人机交互大生态的一大核心技术。环旭率先量产 UWB 模组，竞争优势突出。
- **非 SiP 业务持续增长**：公司已完成收购欧洲第二大 EMS 公司法国飞旭，加强“小批量、多品种”业务的布局，有望在汽车电子、电子烟、工业类、能源管理、数据处理等领域加速成长。此外，环旭也通过产业链上游整合提升竞争力和盈利能力。

财务预测与投资建议

- 鉴于公司通讯和消费电子类产品的高速增长，我们上调了公司通讯和消费电子类业务收入的预期，2020-2022 年每股收益预测至 0.79、0.97、1.21 元（原预测 0.69、0.87、1.06 元），根据可比公司 21 年平均 26 倍 PE 估值，给与 25.22 元目标价，维持买入评级。

风险提示

- 主要客户订单波动；原材料价格波动；SiP 技术应用推广不及预期。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,550	37,204	47,695	57,308	69,547
同比增长(%)	13%	11%	28%	20%	21%
营业利润(百万元)	1,387	1,422	1,965	2,426	3,031
同比增长(%)	-11%	3%	38%	24%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1,180	1,262	1,735	2,143	2,675
同比增长(%)	-10%	7%	37%	24%	25%
每股收益(元)	0.53	0.57	0.79	0.97	1.21
毛利率(%)	10.9%	10.0%	10.5%	10.5%	10.6%
净利率(%)	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%
净资产收益率(%)	13.1%	12.8%	15.5%	16.5%	18.1%
市盈率	33	31	23	18	15
市净率	4.2	3.8	3.2	2.8	2.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年02月04日)	17.8元
目标价格	25.22元
52周最高价/最低价	28.29/15.28元
总股本/流通A股(万股)	220,934/218,340
A股市值(百万元)	39,326
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2021年02月05日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.38	-12.74	-20.82	-2.5
相对表现	4.45	-18.03	-34.12	-11.19
沪深300	2.93	5.29	13.3	8.69



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 蒯剑
021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

证券分析师 马天翼
021-63325888*6115
matianyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518090001

联系人 唐权喜
021-63325888*6086
tangquanxi@orientsec.com.cn

联系人 李庭旭
litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

SiP 新品拉动业绩快速增长	2020-10-30
二季度经营超预期，合资进军声学新赛道	2020-07-31
保持现金流优势，各业务持续增长	2020-04-08

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资建议

鉴于公司通讯和消费电子类产品的高速增长，我们上调了公司通讯和消费电子类业务收入的预期，2020-2022 年每股收益预测至 0.79、0.97、1.21 元（原预测 0.69、0.87、1.06 元），根据可比公司 21 年平均 26 倍 PE 估值，给与 25.22 元目标价，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2021/2/4	每股收益(元)				市盈率			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
立讯精密	002475	49.00	0.67	1.03	1.48	1.97	73.00	47.73	33.07	24.89
闻泰科技	600745	102.37	1.01	2.25	3.31	4.38	101.67	45.53	30.97	23.38
信维通信	300136	30.07	1.05	1.13	1.60	2.10	28.53	26.53	18.78	14.30
歌尔股份	002241	33.15	0.38	0.85	1.27	1.67	86.44	38.78	26.07	19.80
工业富联	601138	13.52	0.94	0.95	1.12	1.24	14.44	14.26	12.12	10.93
生益科技	600183	22.00	0.63	0.75	0.98	1.18	34.79	29.52	22.40	18.66
安克创新	300866	171.10	1.77	2.17	2.97	3.68	96.44	78.73	57.65	46.52
	最大值						101.67	78.73	57.65	46.52
	最小值						14.44	14.26	12.12	10.93
	平均数						62.19	40.15	28.72	22.64
	调整后平均						63.84	37.62	26.26	20.21

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

主要客户订单波动；原材料价格波动；SIP 技术应用推广不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,611	6,096	6,156	6,944	8,147	营业收入	33,550	37,204	47,695	57,308	69,547
应收票据及应收账款	7,650	7,334	9,157	11,003	13,353	营业成本	29,908	33,499	42,707	51,318	62,173
预付账款	22	17	21	25	31	营业税金及附加	41	39	62	69	83
存货	4,760	4,298	5,480	6,584	7,977	营业费用	280	320	318	494	599
其他	852	441	217	237	267	管理费用及研发费用	1,922	2,150	2,699	3,106	3,769
流动资产合计	17,895	18,186	21,031	24,794	29,776	财务费用	(47)	26	39	14	2
长期股权投资	0	487	487	487	487	资产减值损失	56	(9)	25	23	30
固定资产	1,545	1,669	2,538	2,734	2,640	公允价值变动收益	(249)	112	10	10	10
在建工程	49	0	150	85	53	投资净收益	209	79	79	79	79
无形资产	27	137	92	46	0	其他	36	54	32	53	53
其他	635	1,433	1,078	985	920	营业利润	1,387	1,422	1,965	2,426	3,031
非流动资产合计	2,256	3,726	4,345	4,337	4,099	营业外收入	9	14	14	14	14
资产总计	20,151	21,912	25,377	29,131	33,875	营业外支出	2	3	3	3	3
短期借款	1,472	1,764	1,200	1,200	1,200	利润总额	1,393	1,433	1,975	2,437	3,042
应付票据及应付账款	8,093	7,931	10,112	12,150	14,720	所得税	213	173	240	294	367
其他	1,032	1,161	1,330	1,423	1,564	净利润	1,180	1,260	1,735	2,143	2,675
流动负债合计	10,597	10,857	12,642	14,773	17,484	少数股东损益	0	(2)	0	0	0
长期借款	0	31	31	31	31	归属于母公司净利润	1,180	1,262	1,735	2,143	2,675
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.53	0.57	0.79	0.97	1.21
其他	145	717	494	494	494						
非流动负债合计	145	748	525	525	525	主要财务比率					
负债合计	10,741	11,605	13,166	15,298	18,009		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2	31	31	31	31	成长能力					
股本	2,176	2,179	2,209	2,209	2,209	营业收入	13%	11%	28%	20%	21%
资本公积	1,656	1,564	2,084	2,084	2,084	营业利润	-11%	3%	38%	24%	25%
留存收益	5,620	6,525	7,879	9,502	11,534	归属于母公司净利润	-10%	7%	37%	24%	25%
其他	(44)	7	7	7	7	获利能力					
股东权益合计	9,410	10,307	12,211	13,833	15,866	毛利率	10.9%	10.0%	10.5%	10.5%	10.6%
负债和股东权益总计	20,151	21,912	25,377	29,131	33,875	净利率	3.5%	3.4%	3.6%	3.7%	3.8%
						ROE	13.1%	12.8%	15.5%	16.5%	18.1%
						ROIC	11.1%	11.0%	13.7%	15.0%	16.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	53.3%	53.0%	51.9%	52.5%	53.2%
净利润	1,180	1,260	1,735	2,143	2,675	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	280	217	391	500	558	流动比率	1.69	1.68	1.66	1.68	1.70
财务费用	(47)	26	39	14	2	速动比率	1.23	1.27	1.22	1.22	1.24
投资损失	(209)	(79)	(79)	(79)	(79)	营运能力					
营运资金变动	(1,878)	691	(418)	(817)	(1,097)	应收账款周转率	5.0	5.0	5.8	5.7	5.8
其它	455	310	137	13	20	存货周转率	7.3	7.2	8.6	8.3	8.4
经营活动现金流	(219)	2,426	1,806	1,775	2,080	总资产周转率	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
资本支出	(312)	(286)	(1,300)	(520)	(320)	每股指标(元)					
长期投资	23	(487)	0	0	0	每股收益	0.53	0.57	0.79	0.97	1.21
其他	(19)	178	93	117	89	每股经营现金流	-0.10	1.11	0.82	0.80	0.94
投资活动现金流	(309)	(595)	(1,207)	(403)	(231)	每股净资产	4.26	4.65	5.51	6.25	7.17
债权融资	2	183	(104)	(50)	0	估值比率					
股权融资	24	(89)	550	0	0	市盈率	33.3	31.2	22.7	18.3	14.7
其他	13	(479)	(984)	(534)	(645)	市净率	4.2	3.8	3.2	2.8	2.5
筹资活动现金流	39	(384)	(539)	(584)	(645)	EV/EBITDA	21.6	21.0	14.6	11.9	9.7
汇率变动影响	52	29	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.1	24.1	17.4	14.3	11.5
现金净增加额	(437)	1,476	60	788	1,203						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn