

# 净利超预期，SiP 主业营收增势强劲

华泰研究

2021年2月05日 | 中国内地

公告点评

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

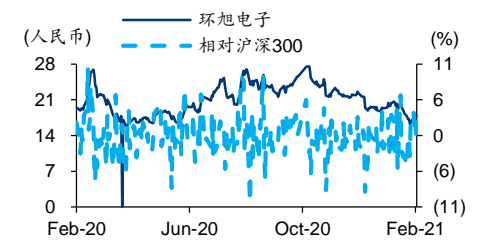
25.75

研究员	胡剑
SAC No. S0570518080001	hujian@htsc.com
SFC No. BPX762	+86-21-28972072
研究员	刘叶
SAC No. S0570519060003	liuye@htsc.com
SFC No. BKS183	+86-21-38476703
联系人	李梓澎
SAC No. S0570120090023	lizipeng@htsc.com

## 基本数据

目标价(人民币)	25.75
收盘价(人民币 截至2月4日)	17.80
市值(人民币百万)	39,326
6个月平均日成交额(人民币百万)	416.92
52周价格范围(人民币)	15.88-27.55
BVPS(人民币)	4.98

## 股价走势图



资料来源: Wind

环旭20年归母净利17.4亿元超预期，因SiP营收高增长及盈利水平提升。2月4日环旭发布业绩快报，20年营收同比增长28.2%至477.0亿元，归母净利润同比增长37.8%至17.4亿元（高于华泰预期的15.9亿元），扣非归母净利润同比增长54.6%至16.2亿元。其中，4Q20环旭实现营收182.2亿元（YoY: 62.2%，QoQ: 46.2%），归母净利润7.4亿元（YoY: 84.0%，QoQ: 49.0%）。净利高增长因主业通讯及消费电子领域SiP模组需求旺盛、产能利用率提高、期间费用率下降，带动公司盈利水平提升。我们看好环旭作为SiP龙头在全球化、多业务布局及垂直整合策略下利润增长持续性，预计20/21/22年EPS为0.79/1.03/1.25元，目标价25.75元，维持买入。

智能手机、可穿戴SiP模组订单增长及新品份额提升奠定营收高增长根基。受益于iPhone 12系列（北美机型引入AiP）、iWatch 6（引入UWB）等新品热销，20年环旭智能手机及穿戴类SiP模组订单需求旺盛，通讯类营收同比增幅超过40%，消费电子类（新增耳机SiP产品）营收同比增幅超过30%，由此可得SiP类业务20年营收占比超过76%。同时，环旭收购法国AFG 100%股权已完成交割，12M20开始合并报表；工业类产品营收亦同比微增。考虑到果粉5G换机潮启动、全球手机市场格局竞争变迁之际苹果（AAPL US）手机出货量增长弹性、IOS生态下跨品类穿戴式产品的销售联动性以及新产品的份额提升空间，我们继续看好21年环旭SiP营收增势。

稼动率提高及精细化管理提升盈利水平，AFG客户资源协同助力业务拓展。因SiP模组订单饱满、产能利用率提高，20年环旭毛利率同比提升0.5pct至10.5%。同时，尽管员工股权激励成本增加、新品研发投入增加、美元贬值产生汇兑损失使得20年管理、研发、财务费用均同比上升，但期间费用率仍在精细化管理驱动下同比减少0.2pct至6.5%。基于此，20年环旭归母净利润率同比增加0.2pct至3.6%，加权平均净资产收益率同比增加3.0pct至15.9%。随着AFG收购完成，我们认为环旭在完善其全球化布局、对冲贸易摩擦风险基础上，有望发挥各业务客户资源协同效应，实现微小化模组SiP+FATP垂直整合及消费电子外工业、汽车电子、医疗等领域横向拓展。

## 目标价25.75元，维持买入评级

结合手机及可穿戴领域SiP模组需求增加、AFG并表的利润增量，我们将20/21/22年归母净利润从15.9/20.3/24.9亿元上调至17.4/22.9/27.7亿元。我们看好环旭深耕SiP、全球布局策略下的成长潜能，但由于近期市场风险偏好降低、电子板块估值中枢下移，参考Wind一致预期21年PE均值24.4x，给予21年25x预期PE，目标价25.75元（前值：33.48元），维持买入。

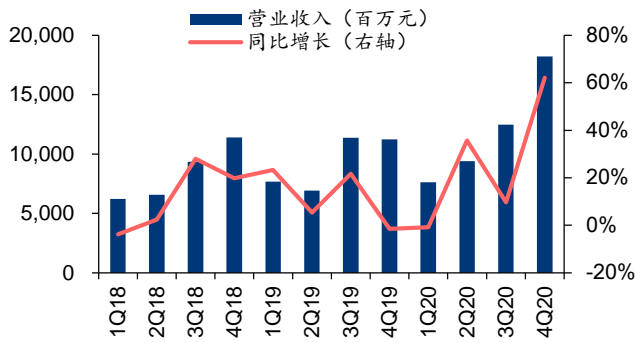
风险提示：中美贸易摩擦升级、疫情升级 3C 需求不及预期的风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	33,550	37,204	47,696	59,631	71,228
+/-%	12.94	10.89	28.20	25.02	19.45
归属母公司净利润(人民币百万)	1,180	1,262	1,739	2,286	2,765
+/-%	(10.21)	6.98	37.82	31.41	20.97
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.53	0.57	0.79	1.03	1.25
ROE(%)	12.54	12.23	14.40	16.35	16.89
PE(倍)	33.34	31.16	22.61	17.20	14.22
PB(倍)	4.18	3.83	3.27	2.83	2.41
EV EBITDA(倍)	19.56	18.67	16.24	12.16	10.22

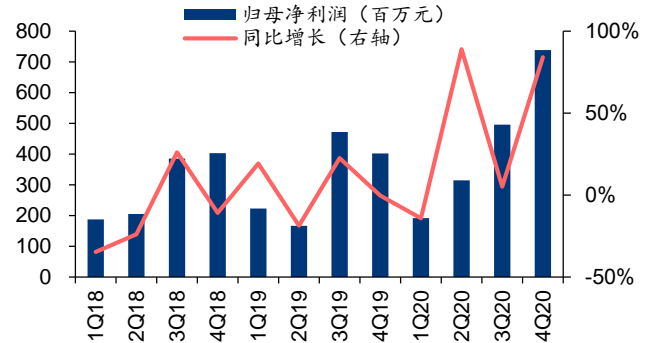
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 环旭单季营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 环旭单季归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 环旭盈利预测调整详情

	2020E			2021E			2022E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
营业收入 (百万元)	44,767	47,696	6.54%	57,098	59,631	4.44%	69,045	71,228	3.16%
毛利率	9.8%	10.5%	1pct	9.6%	10.6%	1pct	9.6%	10.6%	1pct
期间费用率	6.1%	6.5%	0.4pct	5.9%	6.4%	0.5pct	5.7%	6.4%	0.7pct
营业利润 (百万元)	1,805	1,962	8.68%	2,296	2,582	12.44%	2,821	3,125	10.79%
归母净利润 (百万元)	1,593	1,739	9.19%	2,027	2,286	12.77%	2,490	2,765	11.05%

资料来源: 华泰研究预测

图表4: Wind 一致预期下可比公司估值表 (截至 2021 年 2 月 4 日)

公司名称	股票代码	收盘价 (人民币元)	总市值 (人民币亿元)	PE		EPS (元)	
				2021E	2022E	2021E	2022E
立讯精密	002475 CH	49.00	3,441.1	33.9	26.3	1.44	1.87
歌尔股份	002241 CH	33.15	1,106.8	27.1	20.7	1.22	1.60
长信科技	300088 CH	7.71	189.3	13.2	10.8	0.58	0.71
鹏鼎控股	002938 CH	40.42	934.3	23.1	19.5	1.75	2.08
-	-	-	-	24.4	19.3	1.25	1.56

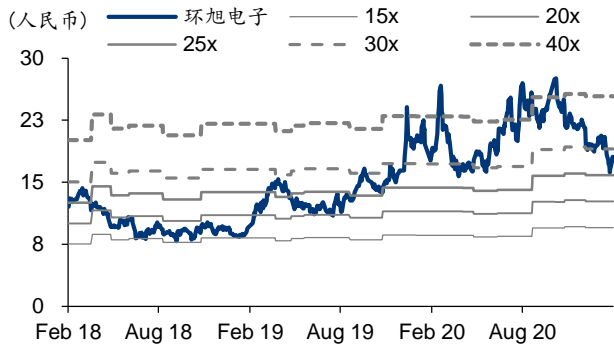
资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

**中美贸易摩擦升级的风险。**随着美国 BIS 宣布对华为限制升级, 全球 3C 产业链供给与需求端均产生了较大不确定性。考虑到环旭与苹果等海外巨头的合作对公司发展及业绩增长密切相关, 我们认为公司或面临中美贸易摩擦升级、终端需求萎缩或合作受阻导致业绩增长不及预期的风险。

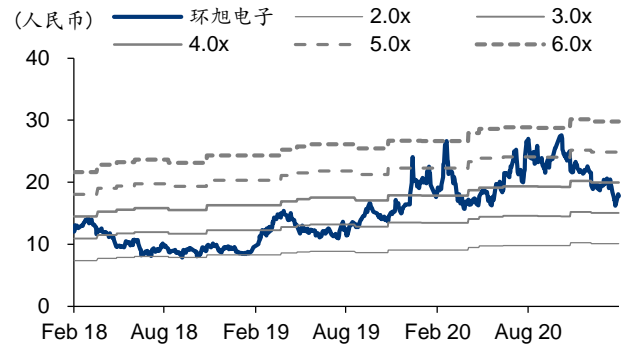
**疫情升级致 3C 需求不及预期的风险。**在新冠疫情海外持续蔓延情况下, 宏观经济下行或导致消费二次探底、3C 需求持续疲弱。考虑到环旭目前业务分布中主要的营收及利润贡献仍然来自于通讯类和消费电子类产品, 因此仍面临疫情升级背景下 3C 需求不及预期、业绩下滑的风险。

图表5: 环旭电子 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表6: 环旭电子 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	17,895	18,186	24,406	25,762	34,274
现金	4,611	6,096	4,744	5,931	7,085
应收账款	7,588	7,258	11,775	12,021	16,403
其他应收账款	87.57	71.45	132.42	122.47	181.99
预付账款	22.01	16.53	32.88	28.90	44.89
存货	4,760	4,298	7,251	7,169	10,046
其他流动资产	826.51	445.61	470.37	489.68	513.20
<b>非流动资产</b>	2,256	3,726	5,796	7,693	8,813
长期投资	0.00	487.36	994.47	1,506	2,021
固定投资	1,545	1,669	3,268	4,683	5,322
无形资产	26.87	137.34	123.61	109.87	96.14
其他非流动资产	684.84	1,433	1,410	1,394	1,373
<b>资产总计</b>	20,151	21,912	30,202	33,455	43,087
<b>流动负债</b>	10,597	10,857	17,407	18,764	26,028
短期借款	1,472	1,764	3,697	4,463	7,160
应付账款	8,093	7,931	12,500	13,010	17,445
其他流动负债	1,032	1,161	1,210	1,291	1,424
<b>非流动负债</b>	144.76	747.86	752.91	755.86	746.82
长期借款	0.00	30.71	35.75	38.71	29.67
其他非流动负债	144.76	717.15	717.15	717.15	717.15
<b>负债合计</b>	10,741	11,605	18,160	19,520	26,775
少数股东权益	1.87	31.24	25.37	17.66	8.33
股本	2,176	2,179	2,209	2,209	2,209
资本公积	1,656	1,719	2,072	2,072	2,072
留存公积	5,620	6,525	7,874	9,776	12,149
归属母公司股东权益	9,408	10,276	12,017	13,917	16,304
<b>负债和股东权益</b>	20,151	21,912	30,202	33,455	43,087

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	(218.88)	2,426	(725.92)	3,217	698.48
净利润	1,180	1,260	1,734	2,278	2,756
折旧摊销	444.01	498.55	389.40	478.25	625.79
财务费用	(47.29)	26.23	96.23	164.01	235.89
投资损失	(209.49)	(78.72)	(83.44)	(87.39)	(92.13)
营运资金变动	(2,020)	605.75	(2,866)	419.26	(2,792)
其他经营现金	433.89	113.86	4.48	(35.00)	(35.00)
<b>投资活动现金</b>	(308.67)	(594.78)	(2,381)	(2,252)	(1,619)
资本支出	500.34	673.56	1,953	1,863	1,231
长期投资	77.90	465.75	(507.11)	(511.06)	(515.80)
其他投资现金	269.57	544.53	(935.26)	(899.73)	(904.47)
<b>筹资活动现金</b>	38.50	(384.31)	(177.63)	(543.95)	(622.47)
短期借款	532.29	292.60	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	30.71	5.05	2.96	(9.04)
普通股增加	0.00	3.16	30.09	0.00	0.00
资本公积增加	23.68	62.89	353.18	0.00	0.00
其他筹资现金	(517.48)	(773.67)	(565.94)	(546.90)	(613.43)
现金净增加额	(436.72)	1,476	(3,284)	421.40	(1,543)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	33,550	37,204	47,696	59,631	71,228
营业成本	29,908	33,499	42,711	53,327	63,664
营业税金及附加	40.79	38.58	61.71	77.15	92.15
营业费用	280.44	320.48	318.47	338.53	333.14
管理费用	609.91	777.65	1,123	1,404	1,677
财务费用	(47.29)	26.23	96.23	164.01	235.89
资产减值损失	(38.36)	(2.95)	(3.78)	(4.73)	(5.65)
公允价值变动收益	(249.35)	111.78	(6.27)	35.00	35.00
投资净收益	209.49	78.72	83.44	87.39	92.13
<b>营业利润</b>	1,387	1,422	1,962	2,582	3,125
营业外收入	9.06	13.90	14.98	14.98	14.98
营业外支出	2.41	3.28	3.07	3.07	3.07
<b>利润总额</b>	1,393	1,433	1,974	2,594	3,137
所得税	213.35	172.66	240.00	315.39	381.52
<b>净利润</b>	1,180	1,260	1,734	2,278	2,756
少数股东损益	0.25	(2.00)	(5.87)	(7.71)	(9.33)
归属母公司净利润	1,180	1,262	1,739	2,286	2,765
EBITDA	1,834	1,921	2,405	3,176	3,928
EPS (人民币, 基本)	0.53	0.57	0.79	1.03	1.25

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.94	10.89	28.20	25.02	19.45
营业利润	(11.38)	2.56	37.94	31.61	21.06
归属母公司净利润	(10.21)	6.98	37.82	31.41	20.97
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	10.86	9.96	10.45	10.57	10.62
净利率	3.52	3.39	3.65	3.83	3.88
ROE	12.54	12.23	14.40	16.35	16.89
ROIC	20.05	22.45	17.70	21.58	20.16
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	53.30	52.96	60.13	58.35	62.14
净负债比率 (%)	(31.85)	(33.88)	(2.41)	(5.07)	5.08
流动比率	1.69	1.68	1.40	1.37	1.32
流动比率	1.21	1.24	0.96	0.97	0.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.79	1.77	1.83	1.87	1.86
应收账款周转率	4.95	4.97	4.97	4.97	4.97
应付账款周转率	4.06	4.18	4.18	4.18	4.18
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.53	0.57	0.79	1.03	1.25
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.11)	1.04	(0.33)	1.46	0.32
每股净资产(最新摊薄)	4.26	4.65	5.44	6.30	7.38
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	33.34	31.16	22.61	17.20	14.22
PB (倍)	4.18	3.83	3.27	2.83	2.41
EV EBITDA (倍)	19.56	18.67	16.24	12.16	10.22

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 胡剑、刘叶, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司