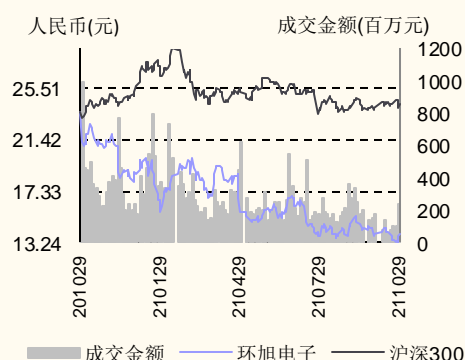


环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)
公司点评

市场价格 (人民币): 13.88 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.10
已上市流通 A 股(亿股)	21.84
总市值(亿元)	306.70
年内股价最高最低(元)	23.53/13.24
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547


相关报告

- 1.《环旭电子业绩快报点评-利润增长持续超预期, SiP 龙头不惧竞争》, 2021.2.5
- 2.《环旭电子点评-四季度营收超预期, 上调全年盈利预测》, 2021.1.11
- 3.《环旭电子三季报点评-汇率波动影响获利, 维持评级及目标价格》, 2020.10.30

SiP 业务增长放缓, 工业类、汽车电子亮眼
公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	37,204	47,696	53,730	58,578	61,809
营业收入增长率	10.89%	28.20%	12.65%	9.02%	5.52%
归母净利润(百万元)	1,262	1,739	1,904	2,164	2,387
归母净利润增长率	6.98%	37.82%	9.45%	13.67%	10.27%
摊薄每股收益(元)	0.579	0.787	0.862	0.979	1.080
每股经营性现金流净额	1.06	0.60	0.61	1.52	1.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.28%	14.44%	13.95%	14.48%	14.57%
P/E	33.20	24.56	16.11	14.17	12.85
P/B	4.08	3.55	2.25	2.05	1.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日, 公司公布三季报, 第三季度实现营收 142 亿元, 同比增长 14%; 实现归母净利润 5.7 亿元, 同比增长 15%。

经营分析

- **营收增长受益于大客户新品上量及飞旭并表:** 三季度营收同比稳健增长主要受益于大客户新品耳机和智能手表上量, 以及飞旭 EMS 业务并表。受益于产能利用率提升, 公司毛利率环比二季度提升 0.78pct。展望四季度和 2022 年, 我们预计大客户 SiP 业务增速趋缓, 而 EMS 业务和非 A 客户 SiP 业务成为营收增长重要驱动力。飞旭和公司在资源和客户上的协同效应预计在 2022 年逐渐体现。EMS 业务中工业类产品营收前三季度增长 73%; 汽车电子业务的欧美和日本客户拓展顺利, 前三季度增速达到 59%, 我们预计全年和明年保持 50%以上增长。
- **提高安全库存影响经营性现金流:** 在三季度全球缺芯背景下, 公司为确保供应链安全提高库存水位, 存货同比增加 45%至 105 亿元, 从而使得三季度经营性净现金流出为 12.4 亿元, 我们预计随着缺芯在 2022 年下半年逐渐得到缓解, 备料压力将逐渐趋缓。同时缺芯推迟公司产品特别是 EMS 业务产品交付的情况也将逐渐恢复正常。

投资建议

- 考虑到缺芯推迟产品交付及 SiP 业务增长放缓, 我们下修 2021-2022 年盈利预测至 19.0 亿元 (下调 14%) 和 21.6 亿元 (下调 18%)。考虑当前估值和公司在工业和汽车业务的增长潜力, 维持“买入”评级。

风险提示

- 行业竞争加剧; SiP 新订单不及预期; 全球疫情控制不及预期

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

赵晋 分析师 SAC 执业编号: S1130520080004
zhaojin1@gjzq.com.cn

邵广雨 联系人

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	33,550	37,204	47,696	53,730	58,578	61,809
增长率		10.9%	28.2%	12.7%	9.0%	5.5%
主营业务成本	-29,908	-33,499	-42,711	-48,233	-52,560	-55,417
%销售收入	89.1%	90.0%	89.5%	89.8%	89.7%	89.7%
毛利	3,643	3,705	4,985	5,498	6,017	6,392
%销售收入	10.9%	10.0%	10.5%	10.2%	10.3%	10.3%
营业税金及附加	-41	-39	-62	-70	-76	-80
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-280	-320	-318	-349	-381	-371
%销售收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
管理费用	-610	-778	-1,123	-1,128	-1,230	-1,298
%销售收入	1.8%	2.1%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%
研发费用	-1,312	-1,373	-1,576	-1,612	-1,757	-1,854
%销售收入	3.9%	3.7%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	1,399	1,195	1,906	2,338	2,573	2,789
%销售收入	4.2%	3.2%	4.0%	4.4%	4.4%	4.5%
财务费用	47	-26	-96	-265	-206	-165
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
资产减值损失	-38	3	12	-7	0	0
公允价值变动收益	-249	112	-6	0	0	0
投资收益	209	79	83	47	42	38
%税前利润	15.0%	5.5%	4.2%	2.2%	1.7%	1.4%
营业利润	1,387	1,422	1,962	2,163	2,459	2,712
营业利润率	4.1%	3.8%	4.1%	4.0%	4.2%	4.4%
营业外收支	7	11	12	0	0	0
税前利润	1,393	1,433	1,974	2,163	2,459	2,712
利润率	4.2%	3.9%	4.1%	4.0%	4.2%	4.4%
所得税	-213	-173	-240	-260	-295	-325
所得税率	15.3%	12.1%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	1,180	1,260	1,734	1,904	2,164	2,387
少数股东损益	0	-2	-6	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,180	1,262	1,739	1,904	2,164	2,387
净利率	3.5%	3.4%	3.6%	3.5%	3.7%	3.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,180	1,260	1,734	1,904	2,164	2,387
少数股东损益	0	-2	-6	0	0	0
非现金支出	482	496	569	680	789	928
非经营收益	101	-35	-50	568	327	301
营运资金变动	-1,982	599	-926	-1,785	127	-15
经营活动现金净流	-219	2,320	1,326	1,367	3,407	3,600
资本开支	-471	-659	-1,037	-670	-870	-980
投资	78	-27	-2,051	0	0	0
其他	84	92	78	47	42	38
投资活动现金净流	-309	-595	-3,011	-623	-828	-942
股权募资	0	50	67	458	0	0
债权募资	468	229	2,328	2,287	-510	-815
其他	-378	-634	-600	-1,081	-1,235	-1,294
筹资活动现金净流	91	-355	1,795	1,664	-1,745	-2,108
现金净流量	-437	1,370	110	2,408	835	550

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	4,611	6,096	6,333	8,666	9,437	9,931
应收款项	7,737	7,405	10,664	11,241	12,256	12,932
存货	4,760	4,298	6,748	7,129	7,193	7,280
其他流动资产	787	386	822	431	335	338
流动资产	17,895	18,186	24,567	27,467	29,220	30,481
%总资产	88.8%	83.0%	79.4%	81.9%	82.6%	83.1%
长期投资	27	576	647	647	647	647
固定资产	1,594	1,894	3,074	3,167	3,244	3,285
%总资产	7.9%	8.6%	9.9%	9.4%	9.2%	9.0%
无形资产	328	452	1,633	1,627	1,631	1,642
非流动资产	2,256	3,726	6,371	6,071	6,152	6,204
%总资产	11.2%	17.0%	20.6%	18.1%	17.4%	16.9%
资产总计	20,151	21,912	30,938	33,538	35,372	36,685
短期借款	1,472	1,862	1,310	3,636	3,134	2,324
应付款项	8,408	8,296	12,235	11,449	12,476	13,154
其他流动负债	716	699	1,368	1,184	1,274	1,351
流动负债	10,597	10,857	14,913	16,268	16,884	16,829
长期贷款	0	31	3,012	3,012	3,012	3,012
其他长期负债	145	717	965	609	529	465
负债	10,741	11,605	18,890	19,889	20,424	20,305
普通股股东权益	9,408	10,276	12,050	13,650	14,949	16,381
其中：股本	2,176	2,179	2,209	2,235	2,235	2,235
未分配利润	5,257	6,135	7,343	8,485	9,784	11,216
少数股东权益	2	31	-1	-1	-1	-1
负债股东权益合计	20,151	21,912	30,938	33,538	35,372	36,685

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.542	0.579	0.787	0.862	0.979	1.080
每股净资产	4.324	4.716	5.454	6.178	6.765	7.413
每股经营现金净流	-0.101	1.065	0.600	0.612	1.524	1.611
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.341	0.387	0.427
回报率						
净资产收益率	12.54%	12.28%	14.44%	13.95%	14.48%	14.57%
总资产收益率	5.85%	5.76%	5.62%	5.68%	6.12%	6.51%
投入资本收益率	10.89%	8.62%	10.22%	10.14%	10.73%	11.30%
增长率						
主营业务收入增长率	12.94%	10.89%	28.20%	12.65%	9.02%	5.52%
EBIT增长率	2.62%	-14.56%	59.40%	22.70%	10.05%	8.38%
净利润增长率	-10.21%	6.98%	37.82%	9.45%	13.67%	10.27%
总资产增长率	16.06%	8.74%	41.20%	8.40%	5.47%	3.71%
资产管理能力						
应收账款周转天数	73.1	72.8	67.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	49.3	49.3	47.2	54.0	50.0	48.0
应付账款周转天数	89.9	87.3	84.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	16.8	16.4	20.2	17.2	15.0	13.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.07%	-40.78%	-18.20%	-16.13%	-23.24%	-29.17%
EBIT利息保障倍数	-29.6	45.6	19.9	8.8	12.5	16.9
资产负债率	53.30%	52.96%	61.06%	59.30%	57.74%	55.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	1	4	7	12
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.50	1.20	1.13	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-02-07	买入	19.13	31.00 ~ 31.00
2	2020-03-27	买入	17.79	31.00 ~ 31.00
3	2020-04-09	买入	17.35	31.00 ~ 31.00
4	2020-04-30	买入	17.09	31.00 ~ 31.00
5	2020-07-31	买入	22.01	31.00 ~ 31.00
6	2020-10-30	买入	24.28	N/A
7	2021-01-11	买入	20.31	N/A
8	2021-02-05	买入	17.80	N/A

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402