

## 创新技术与企业服务研究中心

**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

**SiP业务增长放缓，工业类、汽车电子亮眼****市场数据(人民币)****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。得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

**相关报告**

- 《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
- 《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
- 《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

**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
<b>主营业务收入</b>	<b>33,550</b>	<b>37,204</b>	<b>47,696</b>	<b>53,730</b>	<b>58,578</b>	<b>61,809</b>
增长率	10.9%	10.2%	12.7%	9.0%	5.5%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-29,908</b>	<b>-33,499</b>	<b>-42,711</b>	<b>-48,233</b>	<b>-52,560</b>	<b>-55,417</b>
%销售收入	89.1%	90.0%	89.5%	89.8%	89.7%	89.7%
<b>毛利</b>	<b>3,643</b>	<b>3,705</b>	<b>4,985</b>	<b>5,498</b>	<b>6,017</b>	<b>6,392</b>
%销售收入	10.9%	10.0%	10.5%	10.2%	10.3%	10.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-41</b>	<b>-39</b>	<b>-62</b>	<b>-70</b>	<b>-76</b>	<b>-80</b>
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>销售费用</b>	<b>-280</b>	<b>-320</b>	<b>-318</b>	<b>-349</b>	<b>-381</b>	<b>-371</b>
%销售收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%
<b>管理费用</b>	<b>-610</b>	<b>-778</b>	<b>-1,123</b>	<b>-1,128</b>	<b>-1,230</b>	<b>-1,298</b>
%销售收入	1.8%	2.1%	2.4%	2.1%	2.1%	2.1%
<b>研发费用</b>	<b>-1,312</b>	<b>-1,373</b>	<b>-1,576</b>	<b>-1,612</b>	<b>-1,757</b>	<b>-1,854</b>
%销售收入	3.9%	3.7%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,399</b>	<b>1,195</b>	<b>1,906</b>	<b>2,338</b>	<b>2,573</b>	<b>2,789</b>
%销售收入	4.2%	3.2%	4.0%	4.4%	4.4%	4.5%
<b>财务费用</b>	<b>47</b>	<b>-26</b>	<b>-96</b>	<b>-265</b>	<b>-206</b>	<b>-165</b>
%销售收入	-0.1%	0.1%	0.2%	0.5%	0.4%	0.3%
<b>资产减值损失</b>	<b>-38</b>	<b>3</b>	<b>12</b>	<b>-7</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
公允价值变动收益	-249	112	-6	0	0	0
<b>投资收益</b>	<b>209</b>	<b>79</b>	<b>83</b>	<b>47</b>	<b>42</b>	<b>38</b>
%税前利润	15.0%	5.5%	4.2%	2.2%	1.7%	1.4%
<b>营业利润</b>	<b>1,387</b>	<b>1,422</b>	<b>1,962</b>	<b>2,163</b>	<b>2,459</b>	<b>2,712</b>
营业利润率	4.1%	3.8%	4.1%	4.0%	4.2%	4.4%
<b>营业外收支</b>	<b>7</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>税前利润</b>	<b>1,393</b>	<b>1,433</b>	<b>1,974</b>	<b>2,163</b>	<b>2,459</b>	<b>2,712</b>
利润率	4.2%	3.9%	4.1%	4.0%	4.2%	4.4%
<b>所得税</b>	<b>-213</b>	<b>-173</b>	<b>-240</b>	<b>-260</b>	<b>-295</b>	<b>-325</b>
所得税率	15.3%	12.1%	12.2%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,260</b>	<b>1,734</b>	<b>1,904</b>	<b>2,164</b>	<b>2,387</b>
少数股东损益	0	-2	-6	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,262</b>	<b>1,739</b>	<b>1,904</b>	<b>2,164</b>	<b>2,387</b>
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
<b>净利润</b>	<b>1,180</b>	<b>1,260</b>	<b>1,734</b>	<b>1,904</b>	<b>2,164</b>	<b>2,387</b>
少数股东损益	0	-2	-6	0	0	0
<b>非现金支出</b>	<b>482</b>	<b>496</b>	<b>569</b>	<b>680</b>	<b>789</b>	<b>928</b>
非经营收益	101	-35	-50	568	327	301
<b>营运资金变动</b>	<b>-1,982</b>	<b>599</b>	<b>-926</b>	<b>-1,785</b>	<b>127</b>	<b>-15</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-219</b>	<b>2,320</b>	<b>1,326</b>	<b>1,367</b>	<b>3,407</b>	<b>3,600</b>
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
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-309</b>	<b>-595</b>	<b>-3,011</b>	<b>-623</b>	<b>-828</b>	<b>-942</b>
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
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>91</b>	<b>-355</b>	<b>1,795</b>	<b>1,664</b>	<b>-1,745</b>	<b>-2,108</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-437</b>	<b>1,370</b>	<b>110</b>	<b>2,408</b>	<b>835</b>	<b>550</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

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

**比率分析**

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>						
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
<b>回报率</b>						
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%
<b>增长率</b>						
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%
<b>资产管理能力</b>						
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
<b>偿债能力</b>						
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%

### 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