

环旭电子 (601231)

公司简评：估值底部，逆风成长

投资评级

买入

首次评级

收盘价(元):

14.16

◆ 消费电子景气度下滑中的逆行者

公司是电子制造服务行业的全球知名厂商，在全球电子制造服务行业排名中，2020 年营收规模第 12 位，营收年增长率和营业净利润率居行业前列。2022 年全球消费电子景气度下行，一季度全球手机出货量同比减少 9%，PC 出货量同比减少 4%，公司韧性强，业绩仍保持高速增长。2022 年 5 月合并营业收入为人民币 50.82 亿元，较去年同期的合并营业收入增加 37.35%，较 2022 年 4 月合并营业收入环比增加 22.76%。公司 2022 年 1 月至 5 月合并营业收入为人民币 23.17 亿元，较去年同期增加 26.10%。公司 2022 年第二季度经营目标为实现营业收入同比增长 20%-25%；2021 年以来公司营运成本控制取得成效，尽管第二季度公司面临疫情带来的经营成本的增加，预期营业利润率同比仍有明显改善。

◆ SiP 业务高速增长，龙头地位稳固

公司自 2013 年起，开始致力于可穿戴式产品相关 SiP 模组的微小化、高度集成化的开发，是 SiP 微小化技术的行业领导者。公司在无线通讯系统级封装模块，智能穿戴 SiP 模组行业地位突出。大客户对今年发布的新手机机型预期乐观，并且手表和无线耳机 2022 年 Q1 出货量均同比增长 14%。公司通讯类产品和消费电子类产品 2022 年 Q1 收入同比增长 35.54%和 15.65%。我们认为，公司在 SiP 技术领域具备较高的护城河，将持续受益大客户手机、耳机和手表的强劲需求，以及在未来备受关注的元宇宙设备的发布。

◆ 电动车驱动业务放量，碳化硅模组量产出货

公司的汽车电子业务在 2021 年实现了同比 54%的增长，2022 年一季度，公司汽车业务继续保持 52%的高增速。公司陆续正式量产电动车动力系统、电池管理系统及散热系统的应用产品，布局功率半导体国际大厂的功率模块的组装生产与测试。2022 年针对 SiC 的逆变器已经开始量产出货。公司预计电动车动力业务成长最快。2021 年该业务只占车电业务营收比重的 10%，2022 年预计将提高到 27%，预计超过 60%来自于新客户和新品，后续将加快成长。公司有望能够在功率模组领域保持持续快速增长。

◆ 投资建议

公司与大客户的深度合作，将长期受益大客户的销量提升，同时公司积极拓展大客户以外的 SiP 增量业务。公司汽车业务进展顺利，有望受益电动车销量的高速增长，成为电

公司基本数据 (2022 年 6 月 28 日)

上证指数	3,379.19
总市值 (亿元)	312.99
总股本 (亿股)	22.10
流通股本 (亿股)	21.84
PE (TTM)	15.25
PB (LF)	2.51

股价走势图



作者

刘牧野

分析师

SAC 执业证书: S0640522040001

邮箱: liumy@avicsec.com

相关研究报告

动车模组的领先供应商。预计公司 2022-2024 年实现归母净利润分别为 22.00 亿元、26.59 亿元、32.07 亿元。截至 6 月 28 日，公司 PE (TTM) 15.25 倍，纵向对比，公司近五年 PE 均值 24.09 倍，当前估值位于近五年 7.55% 的分位点，位于近一年 32.08% 的分位点，处于历史较低水平。从 PEG 角度观察，按照 2022 年 18.39% 的归母净利润增速，公司当前 PE 对应 PEG 为 0.83，小于 1，表明股价存在低估可能。横向对比，与立讯精密、歌尔股份、长电科技比较，公司当前 PE 低于三家公司的均值 24.58。首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

大客户依赖的风险、竞争格局加剧的风险、消费电子行业继续萎缩的风险、汽车业务拓展不及预期的风险

财务数据与估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	47696.23	55299.65	66151.33	75172.70	86164.97
增长率（%）	28.20	15.94	19.62	13.64	14.62
归母净利润（百万元）	1739.44	1857.97	2199.58	2659.48	3206.72
增长率（%）	37.82	6.81	18.39	20.91	20.58
毛利率（%）	10.45	9.62	9.58	9.61	9.56
每股收益（元）	0.79	0.84	1.00	1.20	1.45
市盈率 PE	17.99	16.85	14.23	11.77	9.76
市净率 PB	2.60	2.47	2.20	1.95	1.71
净资产收益率 ROE（%）	14.44	14.20	15.05	16.16	17.16

资料来源：中航证券研究所,ifind

财务报表与财务指标 (百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6332.98	6034.20	6615.13	7517.27	8616.50	营业收入	47696.23	55299.65	66151.33	75172.70	86164.97
应收票据及账款	10539.02	12538.35	14998.80	17044.26	19536.59	营业成本	42710.97	49981.48	59812.88	67951.09	77930.08
预付账款	41.56	51.47	61.57	69.96	80.19	税金及附加	61.71	49.82	59.59	67.72	77.62
其他应收款	125.28	129.25	154.62	175.70	201.40	销售费用	318.47	311.48	372.60	423.42	485.33
存货	6748.39	9037.56	10815.26	12286.80	14091.18	管理费用	1123.16	1169.17	1382.56	1503.45	1697.45
其他流动资产	780.09	703.86	834.28	934.89	1057.49	研发费用	1576.36	1641.40	1852.24	2029.66	2154.12
流动资产总计	24567.32	28494.70	33479.65	38028.88	43583.34	财务费用	95.75	203.40	316.48	317.33	315.57
长期股权投资	531.53	542.55	564.67	586.78	608.90	资产减值损失	-11.79	-18.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	3272.25	4005.20	3974.11	4022.05	4142.75	信用减值损失	7.89	-1.71	0.00	0.00	0.00
在建工程	431.94	798.02	863.41	828.81	594.21	其他经营损益	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	290.36	453.46	430.79	408.11	385.44	投资收益	83.44	111.68	94.35	94.35	94.35
长期待摊费用	250.55	227.58	113.79	0.00	0.00	公允价值变动损益	-6.27	44.59	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1594.55	1335.23	1331.37	1331.37	1331.37	资产处置收益	1.80	2.41	2.01	2.01	2.01
非流动资产合计	6371.18	7362.03	7278.13	7177.12	7062.67	其他收益	76.78	50.68	59.82	59.82	59.82
资产总计	30938.50	35856.73	40757.78	45206.00	50646.01	营业利润	1961.65	2131.81	2511.16	3036.20	3660.97
短期借款	375.34	2480.50	3729.19	4846.22	6010.66	营业外收入	14.98	19.63	0.00	0.00	0.00
应付票据及账款	11835.24	12558.60	15254.87	17330.47	19875.54	营业外支出	3.07	12.58	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	2702.60	2526.85	2945.39	3344.38	3832.66	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	14913.18	17565.94	21929.45	25521.06	29718.86	利润总额	1973.56	2138.86	2511.16	3036.20	3660.97
长期借款	3546.64	4691.85	3702.11	2712.10	1727.72	所得税	240.00	282.17	313.09	378.55	456.44
其他非流动负债	429.84	516.57	516.57	516.57	516.57	净利润	1733.57	1856.69	2198.07	2657.65	3204.52
非流动负债合计	3976.48	5288.42	4218.69	3228.68	2244.29	少数股东损益	-5.87	-1.28	-1.51	-1.83	-2.20
负债合计	18889.65	22774.37	26148.13	28749.74	31963.15	归属母公司股东净利润	1739.44	1857.97	2199.58	2659.48	3206.72
股本	2209.34	2210.17	2210.17	2210.17	2210.17	EBITDA	2745.11	3409.57	3229.79	3776.66	4313.11
资本公积	2180.96	2242.46	2242.46	2242.46	2242.46	NOPLAT	1811.14	1986.34	2473.33	2933.66	3478.99
留存收益	7659.51	8629.33	10158.12	12006.56	14235.36	EPS(元)	0.79	0.84	1.00	1.20	1.45
归属母公司权益	12049.82	13081.96	14610.75	16459.19	18687.99	主要财务比率					
少数股东权益	-0.98	0.40	-1.10	-2.93	-5.13						
股东权益合计	12048.84	13082.37	14609.65	16456.26	18682.86	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益合计	30938.50	35856.73	40757.78	45206.00	50646.01	成长能力					
现金流量表						营收增长率	28.20%	15.94%	19.62%	13.64%	14.62%
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营业利润增长率	37.94%	8.67%	17.79%	20.91%	20.58%
税后经营利润	1733.57	1856.69	2061.36	2520.95	3067.81	EBIT增长率	41.83%	13.19%	20.72%	18.60%	18.58%
折旧与摊销	675.80	1067.32	402.16	423.12	336.57	EBITDA增长率	34.13%	24.21%	-5.27%	16.93%	14.20%
财务费用	95.75	203.40	316.48	317.33	315.57	归母净利润增长率	37.82%	6.81%	18.39%	20.91%	20.58%
投资损失	-83.44	-111.68	-94.35	-94.35	-94.35	经营现金流增长率	-40.78%	-176.74%	241.00%	38.23%	9.74%
营运资金变动	-950.32	-4145.29	-1289.21	-1172.51	-1421.88	盈利能力					
其他经营现金流	-34.83	27.11	158.04	154.17	154.17	毛利率	10.45%	9.62%	9.58%	9.61%	9.56%
经营性现金净流量	1436.52	-1102.45	1554.48	2148.71	2357.90	净利率	3.63%	3.36%	3.32%	3.54%	3.72%
资本支出	849.69	1427.86	300.00	300.00	200.00	ROE	4.11%	3.86%	3.80%	4.04%	4.25%
长期投资	-2051.36	-120.94	0.00	0.00	0.00	ROA	5.62%	5.18%	5.40%	5.88%	6.33%
其他投资现金流	-109.88	62.25	54.77	54.77	54.77	ROIC	17.88%	14.05%	12.79%	13.56%	14.74%
投资性现金净流量	-3010.92	-1486.55	-245.23	-245.23	-145.23	估值倍数					
短期借款	-1389.03	2105.16	1248.69	1117.03	1164.44	P/E	17.99	16.85	14.23	11.77	9.76
长期借款	3021.97	1145.21	-989.74	-990.01	-984.39	P/S	0.66	0.57	0.47	0.42	0.36
普通股增加	30.26	0.83	0.00	0.00	0.00	P/B	2.60	2.47	2.20	1.95	1.71
资本公积增加	461.85	61.49	0.00	0.00	0.00	股息率	3.51%	1.81%	2.14%	2.59%	3.12%
其他筹资现金流	-300.56	-921.31	-987.27	-1128.37	-1293.50	EV/EBIT	21.66	17.83	13.55	11.46	9.71
筹资性现金净流量	1824.48	2391.38	-728.32	-1001.34	-1113.44	EV/EBITDA	16.33	12.25	11.86	10.18	8.96
现金流量净额	220.58	-285.03	580.93	902.14	1099.23	EV/NOPLAT	24.75	21.02	15.49	13.11	11.10

资料来源：中航证券研究所,ifind

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券科技及半导体团队: 拥有丰富的产业背景, 熟悉半导体行业/终端应用行业的发展规律。研究方向集中在零部件国产化, 应用智能化方向, 助力产业与金融共赢。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637