

投资评级：增持（维持）
报告日期：2022年07月28日
市场数据

目前股价	16.38
总市值（亿元）	360.57
流通市值（亿元）	356.32
总股本（万股）	220,128
流通股本（万股）	217,534
12个月最高/最低	16.64/9.6

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

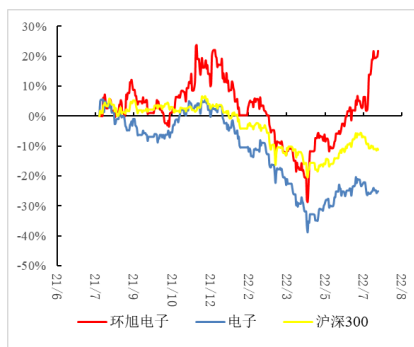
✉ zoulanlan@cgws.com

联系人（研究助理）：张元默

S1070120110006

☎ 021-31829736

✉ zhangyuanmo@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<Q1 业绩符合预期，SiP 产品延续高增长>>

2021-05-05

<<SiP 业务表现亮眼，5G、穿戴设备打开长期空间>> 2021-03-30

<<Q4 业绩超预期增长，SiP 需求向好>>

2021-02-05

SiP 持续发挥成长动能，汽车电子业务超预期

——环旭电子（601231）公司动态点评

盈利预测

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,696.23	55,299.65	69,124.57	83,087.73	95,800.15
(+/-%)	28.20%	15.94%	25.00%	20.20%	15.30%
归母净利润	1,739.44	1,857.97	2,519.51	3,276.87	4,088.05
(+/-%)	37.82%	6.81%	35.61%	30.06%	24.75%
摊薄 EPS	0.79	0.84	1.14	1.49	1.86
PE	22.8	21.35	15.74	12.11	9.7

资料来源：长城证券研究院

核心观点

- 事件：**公司公布 2022 年半年度业绩快报，2022H1 公司实现营业收入 289.41 亿元，同比增长 29.93%；实现归母净利润 10.85 亿元，同比增长 96.84%；2022Q2 公司实现收入 149.87 亿元，同比增长 32.17%，环比增长 7.40%，归母净利润 6.46 亿元，同比增长 111.11%，环比增长 47.15%。
- 业绩同比高增长，盈利能力持续提升：**公司上半年营收同比增长 29.93%，其中，汽车电子类产品营收同比增长 79.63%；电脑及存储类产品营收同比增长 54.06%；通讯类产品营收同比增长 26.86%；消费电子类产品营收同比增长 22.65%。主要原因为：（1）智能手机、智能穿戴相关 SiP 模组产品需求增加；（2）公司大力拓展汽车电子业务，客户需求和订单大幅增长；（3）全球数据中心投资增加，带动服务器、交换机等产品需求成长；（4）公司全球化扩张和布局成效显著。费用方面，公司 2022H1 销售费用、管理费用、研发费用及财务费用总额为 16.69 亿元，同比增长 15.52%。期间费用占营业收入的比重为 5.77%，同比下降 0.72pct，绩效管理和规模效益持续体现。预计 2022Q3 营业收入同比增长超过 25%，全年营收预计同比增长超过 20%。
- 汽车电子快速放量，持续受益于业务外包比例提升。**公司深耕汽车电子 30 余年，提供完整的 DMS 解决方案和全球制造服务。过去汽车电子供应链由整车厂和 Tier1 把控，业务外包比例不多。但随着汽车的电动化、智能化快速发展，为加快响应速度，控制成本，造车新势力厂商和 Tier1 开始增加业务外包的采购量，更愿意直接向制造服务厂商采购，公司有望持续受益。环旭的车电产品分四大类，车身控制（车灯、车门、雨刷等）、域控制（智能驾驶舱、域控制器）、Powertrain、ADAS 等。从今年 1-5 月情况看，域控制增长最快，主要客户订单 2021H2 开始放量；Powertrain 业务亦高速增长，2021 年 Powertrain 业务占车电业务营收比重 10%，公司预计 2022 年 Powertrain 占比提高到 27%，并且超过 60%来自于新客户

和新产品，未来有望加速成长。

- **SiP 模组微小化领导者，非 A 新客户扩展顺利：**公司于 2013 年就致力于可穿戴产品相关 SiP 模组的微小化、高度集成化开发，是 SiP 微小化技术的行业领导者。目前公司 SiP 业务以 A 客户为主，持续受益于 A 客户手机、可穿戴产品持续放量。此外，公司积极扩张 A 客户之外的其他新客户，增量主要来自于北美知名厂商，且公司与大陆及台湾地区的一些品牌厂商也在积极推动 RFX 的案子，预计大客户之外的 SiP 业务会继续保持较快成长。
- **维持“增持”评级：**我们看好公司产业链地位的上升空间，技术优势有望在新应用领域不断扩大，SiP 需求持续向好带动公司业绩成长，预估公司 2022 年-2024 年归母净利润为 25.20 亿元、32.77 亿元、40.88 亿元，EPS 分别为 1.14 元、1.49 元、1.86 元，对应 PE 分别为 16X、12X、10X。
- **风险提示：**iPhone、iWatch 出货量不及预期，原材料成本涨价超预期，贸易摩擦加剧，疫情影响超预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,696.23	55,299.65	69,124.57	83,087.73	95,800.15	成长性					
营业成本	42,710.97	49,981.48	62,419.49	74,778.96	85,836.94	营业收入增长	28.20%	15.94%	25.00%	20.20%	15.30%
销售费用	318.47	311.48	345.62	415.44	479.00	营业成本增长	27.50%	17.02%	24.89%	19.80%	14.79%
管理费用	1,123.16	1,169.17	1,382.49	1,661.75	1,916.00	营业利润增长	37.94%	8.67%	35.18%	30.16%	24.82%
研发费用	1,576.36	1,641.40	1,866.36	2,243.37	2,586.60	利润总额增长	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	95.75	203.40	276.50	332.35	383.20	归母净利润增长	37.82%	6.81%	35.61%	30.06%	24.75%
其他收益	76.78	50.68	10.00	70.00	70.00	盈利能力					
投资净收益	83.44	111.68	110.00	110.00	110.00	毛利率	10.45%	9.62%	9.70%	10.00%	10.40%
营业利润	1,961.65	2,131.81	2,881.84	3,751.01	4,682.10	销售净利率	4.11%	3.86%	4.17%	4.51%	4.89%
营业外收支	11.91	7.05	12.17	12.92	13.57	ROE	6.91%	7.95%	19.21%	19.99%	21.23%
利润总额	1,973.56	2,138.86	2,894.00	3,763.93	4,695.68	ROIC	6.15%	23.93%	21.46%	30.94%	27.15%
所得税	240.00	282.17	376.22	489.31	610.44	营运效率					
少数股东损益	-5.87	-1.28	-1.73	-2.25	-2.81	销售费用/营业收入	0.67%	0.56%	0.50%	0.50%	0.50%
归母净利润	1,739.44	1,857.97	2,519.51	3,276.87	4,088.05	管理费用/营业收入	2.35%	2.11%	2.00%	2.00%	2.00%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.31%	2.97%	2.70%	2.70%	2.70%
					(百万)	财务费用/营业收入	0.20%	0.37%	0.40%	0.40%	0.40%
流动资产	24,567.32	28,494.70	27,865.42	36,402.63	38,693.06	投资收益/营业利润	4.25%	5.24%	3.82%	2.93%	2.35%
货币资金	6,332.98	6,034.20	4,264.99	5,126.51	7,011.30	所得税/利润总额	12.16%	13.19%	13.00%	13.00%	13.00%
应收票据及应收账款合计	10,539.02	12,538.35	14,535.44	18,007.26	19,514.47	应收账款周转率	5.38	4.82	5.14	5.14	5.14
其他应收款	125.28	129.25	108.66	121.07	119.66	存货周转率	8.64	7.01	7.97	8.00	8.04
存货	6,748.39	9,037.56	8,301.18	12,470.75	11,372.84	流动资产周转率	2.23	2.08	2.45	2.59	2.55
非流动资产	6,371.18	7,362.03	7,221.16	7,217.71	7,054.35	总资产周转率	1.80	1.66	1.95	2.11	2.14
固定资产	2,642.48	3,442.21	3,784.30	4,034.31	4,177.86	偿债能力					
资产总计	30,938.50	35,856.73	35,086.58	43,620.35	45,747.40	资产负债率	61.06%	63.51%	62.65%	62.45%	57.95%
流动负债	14,913.18	17,565.94	19,444.19	23,919.11	23,580.14	流动比率	1.65	1.62	1.43	1.52	1.64
短期借款	375.34	2,480.50	1,630.68	3,202.52	30.00	速动比率	1.19	1.11	1.01	1.00	1.16
应付款项	11,835.24	12,972.11	15,405.54	18,455.94	21,215.84	每股指标 (元)					
非流动负债	3,976.48	5,208.42	2,536.01	3,321.61	2,928.81	EPS	0.79	0.84	1.14	1.49	1.86
长期借款	3,011.67	1,101.22	0.00	0.00	0.00	每股净资产	26.35	5.73	28.66	35.82	42.08
负债合计	18,889.65	22,774.37	21,980.19	27,240.71	26,508.95	每股经营现金流	3.14	-0.50	2.32	-0.12	3.55
股东权益	12,048.84	13,082.37	13,106.39	16,379.63	19,238.46	每股经营现金/EPS	3.98	-0.59	2.02	-0.08	1.91
股本	2,209.34	2,209.34	457.33	457.33	457.33	估值					
留存收益	10,066.40	10,886.72	12,650.38	15,925.87	18,787.51	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	-0.98	0.40	-1.32	-3.57	-6.38	PE	22.80	21.35	15.74	12.11	9.70
负债和权益总计	30,938.50	35,856.73	35,086.58	43,620.35	45,747.40	PEG	0.97	0.71	0.61	0.51	0.32
现金流量表					(百万)	PB	0.68	3.14	0.63	0.50	0.43
经营活动现金流	807.70	-1102.45	5099.75	-262.08	7819.26	EV/EBITDA	15.36	11.07	1.65	1.62	0.45
其中营运资本减少	778.67	-4709.49	1564.24	-4674.00	2471.29	EV/SALES	0.82	0.64	0.10	0.10	0.03
投资活动现金流	-1757.00	-1486.55	-697.15	-839.77	-789.70	EV/IC	4.62	2.75	0.58	0.50	0.20
其中资本支出	324.49	506.20	907.72	1049.72	899.72	ROIC/WACC	3.59	2.34	2.10	3.03	2.66
融资活动现金流	438.89	2391.38	-6171.81	1963.37	-5144.77	REP	1.29	1.17	0.27	0.16	0.08
净现金总变化	-510.41	-197.62	-1769.22	861.53	1884.79						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>