

2022 年 10 月 24 日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 旺季效应显著，汽车电子业务布局完善

—环旭电子（601231.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

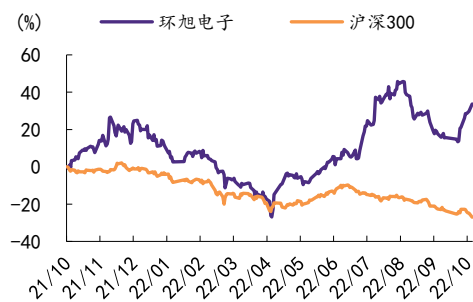
分析师：毛正 S1050521120001  
maozheng@cfsc.com.cn  
联系人：刘煜 S1050121110011  
liuy@cfsc.com.cn

## 基本数据

2022-10-24

当前股价（元）	18.06
总市值（亿元）	398
总股本（百万股）	2204
流通股本（百万股）	2178
52 周价格范围（元）	9.79-19.14
日均成交额（百万元）	167.14

## 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

环旭电子发布 2022 年 9 月业绩报告：2022 年前三季度实现营业收入 495.30 亿元，同比增长 35.63%，其中 2022 年 9 月实现营业收入 78.64 亿元，同比增长 42.76%，相较 8 月营收环比增长 11.03%。

## 投资要点

### ■ 营收利润双增长，迎出货旺季

公司 2022 年前三季度实现营业收入 495.3 亿元，同比增长 35.63%，Q3 单季度实现营业收入 205.90 亿元，同比增长 44.54%，环比增长 37.38%。其中 22 年 9 月贡献营业收入 78.64 亿元，同比增长 42.76%，相较 8 月营收环比增长 11.03%。营收及利润快速增长原因主要来自 SiP 模组的旺季效应及汽车电子业务的高速增长。

### ■ SiP 微小化技术行业领导者，应用前景广阔

公司是 SiP 微小化技术行业领导者，在多个细分领域居领先地位。公司智能穿戴 SiP 模组产品涵盖智能手表 SiP 模组、TWS 模组、光学心率等模块。22 年 9 月，苹果新品发布带动 SiP 模组旺季持续拉货，智能手机、智能穿戴相关 SiP 模组产品需求随之增加。在智能穿戴产品领域，客户产品定位于高端市场，耳机、手表和手机在健康监控方面形成有效闭环，未来将呈现整合趋势。WiFi6、WiFi6E 的需求高速增长，WiFi7 研发完成进入大规模商用阶段后，SiP 模组的成本优势将体现出来，在 WiFi 芯片厂商的推动下，智能手机应用 WiFi7 预计将大规模应用 WiFi 模组，安卓手机将带来大量新增订单需求。此外，公司今年已有 AR/VR 相关 SiP 产品少量出货，有望获取更大市场份额。

### ■ 深耕车电领域，完善全球化布局

公司深耕汽车电子业务三十年，域控制与 Powertrain 业务有望迎来放量。公司汽车电子业务未来几年的重点方向是 Powertrain（含 PowerModule），在汽车电动化的发展趋势中与 Tier1 厂商、整车厂以及上游功率芯片厂商广泛合作，从 EMS+到 JDM 提升设计制造服务的技术附加值。到 2025 年，Powertrain 业务有望达到汽车电子业务收入规模的 50%。此外，公司布局功率模块组装与测试环节，IGBT 的

PowerModule 计划于 2022 年下半年开始量产，23 年 PowerModule 将快速放量并计划量产 SiC 产品。公司已布局电驱逆变器、OBC、PDU、BMS 等新能源车 Powertrain 产品，且在欧洲、北美等地均有汽车电子相关产品生产基地，未来产品类别会更加丰富。当前全球供应链重构的趋势背景下，欧美市场在地化制造需求增加，公司的全球化布局有利于其获得更多工业订单。

## ■ 盈利预测

预测公司 2022-2024 年收入分别为 664.28、783.21、932.67 亿元，EPS 分别为 1.25、1.40、1.67 元，当前股价对应 PE 分别为 15、13、11 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

行业景气度下行风险、产品研发进度不及预期风险、行业竞争加剧风险、海外政策变化的风险等。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入（百万元）	55,300	66,428	78,321	93,267
增长率（%）	15.9%	20.1%	17.9%	19.1%
归母净利润（百万元）	1,858	2,753	3,102	3,680
增长率（%）	6.8%	48.2%	12.7%	18.6%
摊薄每股收益（元）	0.84	1.25	1.40	1.67
ROE（%）	14.2%	19.5%	20.4%	22.2%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产：</b>				
现金及现金等价物	6,034	6,129	5,364	4,447
应收款	12,668	14,559	17,166	20,442
存货	9,038	10,202	11,990	14,249
其他流动资产	755	1,027	1,194	1,403
流动资产合计	28,495	31,918	35,714	40,541
<b>非流动资产：</b>				
金融类资产	97	97	97	97
固定资产	3,442	3,892	4,124	4,125
在建工程	798	319	128	51
无形资产	453	431	408	387
长期股权投资	543	543	543	543
其他非流动资产	2,126	2,126	2,126	2,126
非流动资产合计	7,362	7,310	7,328	7,231
资产总计	35,857	39,228	43,042	47,772
<b>流动负债：</b>				
短期借款	2,481	2,481	2,481	2,481
应付账款、票据	12,559	14,851	17,454	20,743
其他流动负债	2,215	2,215	2,215	2,215
流动负债合计	17,566	19,921	22,591	25,965
<b>非流动负债：</b>				
长期借款	4,217	4,217	4,217	4,217
其他非流动负债	992	992	992	992
非流动负债合计	5,208	5,208	5,208	5,208
负债合计	22,774	25,130	27,800	31,173
<b>所有者权益</b>				
股本	2,210	2,210	2,210	2,210
股东权益	13,082	14,098	15,242	16,599
负债和所有者权益	35,857	39,228	43,042	47,772

现金流量表	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1857	2753	3102	3680
少数股东权益	-1	0	0	0
折旧摊销	847	252	281	295
公允价值变动	45	45	45	45
营运资金变动	-3849	-973	-1891	-2371
经营活动现金净流量	-1102	2077	1536	1649
投资活动现金净流量	-1487	29	-41	75
筹资活动现金净流量	2684	-1738	-1958	-2323
现金流量净额	95	369	-462	-599

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	55,300	66,428	78,321	93,267
营业成本	49,981	58,840	69,152	82,181
营业税金及附加	50	266	313	373
销售费用	311	399	470	560
管理费用	1,169	1,461	1,880	2,238
财务费用	203	225	228	231
研发费用	1,641	2,259	2,898	3,637
费用合计	3,325	4,344	5,476	6,667
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动	45	45	45	45
投资收益	112	112	112	112
营业利润	2,132	3,165	3,567	4,233
加：营业外收入	20	20	20	20
减：营业外支出	13	13	13	13
利润总额	2,139	3,172	3,574	4,240
所得税费用	282	418	471	559
净利润	1,857	2,753	3,102	3,680
少数股东损益	-1	0	0	0
归母净利润	1,858	2,753	3,102	3,680

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	15.9%	20.1%	17.9%	19.1%
归母净利润增长率	6.8%	48.2%	12.7%	18.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	9.6%	11.4%	11.7%	11.9%
四项费用/营收	6.0%	6.5%	7.0%	7.1%
净利率	3.4%	4.1%	4.0%	3.9%
ROE	14.2%	19.5%	20.4%	22.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.5%	64.1%	64.6%	65.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.5	1.7	1.8	2.0
应收账款周转率	4.4	4.6	4.6	4.6
存货周转率	5.5	5.8	5.8	5.8
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.84	1.25	1.40	1.67
P/E	21.5	14.5	12.9	10.8
P/S	0.7	0.6	0.5	0.4
P/B	3.1	2.8	2.6	2.4

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**刘煜：**新加坡南洋理工大学集成电路设计专业硕士，曾于中科寒武纪任芯片设计工程师，2021 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

**赵心怡：**香港中文大学电子工程学士，香港科技大学硕士，电子与金融复合背景，2022 年加入华鑫证券研究所，从事电子行业研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。