

电子组

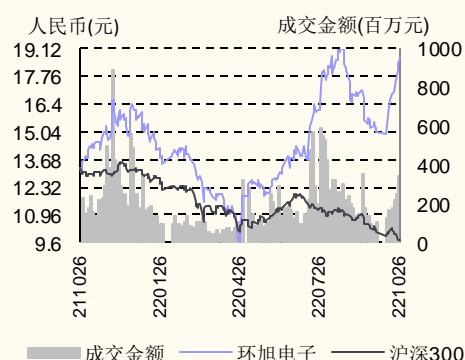
环旭电子 (601231.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 18.68 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	22.04
已上市流通 A 股(亿股)	21.78
总市值(亿元)	411.61
年内股价最高最低(元)	19.14/9.60
沪深 300 指数	3657
上证指数	3000

**大客户新品带动 SiP 业务，汽车电子持续增长**

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47,696	55,300	72,000	87,264	103,321
营业收入增长率	28.20%	15.94%	30.20%	21.20%	18.40%
归母净利润(百万元)	1,739	1,858	3,079	3,787	4,547
归母净利润增长率	37.82%	6.81%	65.70%	23.00%	20.08%
摊薄每股收益(元)	0.787	0.841	1.397	1.719	2.064
每股经营性现金流净额	0.65	-0.50	0.37	1.41	1.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.44%	14.20%	21.23%	22.58%	23.32%
P/E	24.56	19.10	13.37	10.87	9.05
P/B	3.55	2.71	2.84	2.45	2.11

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10 月 25 日，公司发布 2022 年三季度报告。1) 前三季度实现营收 495.30 亿元，同比上升 35.63%；归母净利润 21.71 亿元，同比上升 93.36%；扣非归母净利润 21.88 亿元，同比上升 117.88%。2) Q3，实现营收 205.90 亿元，同比上升 44.54%；归母净利润 10.86 亿元，同比上升 90.01%；扣非归母净利润 10.93 亿元，同比上升 101.88%。

经营分析

- 受益于大客户新品发布，带动智能手机、智能穿戴相关 SiP 模组需求。公司 SiP 产品主要涉及智能手表和 TWS 耳机模组、WiFi 模组、UWB 模组、毫米波天线模组等，与 A 客户在手机、Watch 和 TWS 耳机相关产品深度合作，三季度 A 客户新品发布拉货，带动公司 SiP 模组需求，且公司在 AR/VR 新产品布局上取得进展，今年已有少量相关 SiP 产品出货。除此之外，公司积极拓展非 A 客户，推进与北美知名厂商，大陆及台湾地区部分品牌厂商的合作，展望未来公司作为 SiP 龙头，有望持续深度受益于单机 SiP 搭载量增加趋势以及大客户 MR/AR 等新产品打开销量。
- 汽车电子加速放量，积极在功率模块组装测试环节布局。公司与 Tier1 厂商、整车厂、上游功率芯片厂商开展广泛合作，2022 年汽车电子客户订单大幅增长，Powertrain、域控制加速放量，带动汽车业务快速增长，且公司进一步布局功率模块组装与测试环节，提供一站式系统性服务。产品进展上，IGBT 模块计划于今年下半年开始量产，23 年车用 SiC 模块有望量产。除此之外，公司已布局电驱逆变器、OBC、BMS 等新能源车相关 Powertrain 产品，未来订单有望逐步上量。

盈利预测&投资建议

- 考虑到公司在汽车电子高景气度领域持续布局，预计 2022~2024 年公司归母净利润为 30.79、37.87、45.47 亿元，同比+66%、+23%、+20%，对应 PE 估值为 13、11、9 倍，维持买入评级。

风险提示

- 行业竞争加剧；SiP 新订单不及预期；产品研发进度不及预期风险。

相关报告

- 1.《环旭电子三季报点评-SiP 业务增长放缓，工业类、汽车电子亮眼》，2021.10.30

樊志远 分析师 SAC 执业编号: S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

刘妍雪 分析师 SAC 执业编号: S1130520090004
liuyanxue@gjzq.com.cn

邓小路 分析师 SAC 执业编号: S1130520080003
dengxiaolu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	37,204	47,696	55,300	72,000	87,264	103,321
增长率		28.2%	15.9%	30.2%	21.2%	18.4%
主营业务成本	-33,499	-42,711	-49,981	-64,368	-78,014	-92,369
%销售收入	90.0%	89.5%	90.4%	89.4%	89.4%	89.4%
毛利	3,705	4,985	5,318	7,632	9,250	10,952
%销售收入	10.0%	10.5%	9.6%	10.6%	10.6%	10.6%
营业税金及附加	-39	-62	-50	-58	-70	-83
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	-320	-318	-311	-360	-349	-310
%销售收入	0.9%	0.7%	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%
管理费用	-778	-1,123	-1,169	-1,440	-1,745	-2,066
%销售收入	2.1%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
研发费用	-1,373	-1,576	-1,641	-1,656	-2,007	-2,376
%销售收入	3.7%	3.3%	3.0%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	1,195	1,906	2,146	4,118	5,079	6,117
%销售收入	3.2%	4.0%	3.9%	5.7%	5.8%	5.9%
财务费用	-26	-96	-203	-472	-748	-868
%销售收入	0.1%	0.2%	0.4%	0.7%	0.9%	0.8%
资产减值损失	9	-4	-20	-265	-56	-59
公允价值变动收益	112	-6	45	0	0	0
投资收益	79	83	112	200	140	120
%税前利润	5.5%	4.2%	5.2%	5.5%	3.1%	2.2%
营业利润	1,422	1,962	2,132	3,612	4,445	5,340
营业利润率	3.8%	4.1%	3.9%	5.0%	5.1%	5.2%
营业外收支	11	12	7	10	10	10
税前利润	1,433	1,974	2,139	3,622	4,455	5,350
利润率	3.9%	4.1%	3.9%	5.0%	5.1%	5.2%
所得税	-173	-240	-282	-543	-668	-802
所得税率	12.1%	12.2%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,260	1,734	1,857	3,079	3,787	4,547
少数股东损益	-2	-6	-1	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,262	1,739	1,858	3,079	3,787	4,547
净利率	3.4%	3.6%	3.4%	4.3%	4.3%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,260	1,734	1,857	3,079	3,787	4,547
少数股东损益	-2	-6	-1	0	0	0
非现金支出	585	680	1,088	1,164	1,125	1,296
非经营收益	-35	-50	64	245	548	634
营运资金变动	599	-926	-4,111	-3,666	-2,352	-2,473
经营活动现金净流	2,409	1,437	-1,102	822	3,108	4,004
资本开支	-659	-1,037	-1,464	-982	-1,070	-1,070
投资	-27	-2,051	-121	0	0	0
其他	92	78	98	200	140	120
投资活动现金净流	-595	-3,011	-1,487	-782	-930	-950
股权募资	50	67	11	-429	0	0
债权募资	229	2,328	3,882	3,347	1,217	1,096
其他	-663	-571	-1,502	-1,769	-2,212	-2,583
筹资活动现金净流	-384	1,824	2,391	1,149	-996	-1,487
现金净流量	1,459	821	-285	1,189	1,182	1,567

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,096	6,333	6,034	7,093	8,181	9,680
应收款项	7,405	10,664	12,668	16,050	19,453	23,032
存货	4,298	6,748	9,038	12,962	15,710	18,600
其他流动资产	386	822	755	861	874	889
流动资产	18,186	24,567	28,495	36,966	44,218	52,201
%总资产	83.0%	79.4%	79.5%	83.1%	85.4%	87.6%
长期投资	576	647	867	867	867	867
固定资产	1,894	3,074	4,240	4,322	4,293	4,105
%总资产	8.6%	9.9%	11.8%	9.7%	8.3%	6.9%
无形资产	452	1,633	1,240	1,317	1,383	1,440
非流动资产	3,726	6,371	7,362	7,540	7,551	7,394
%总资产	17.0%	20.6%	20.5%	16.9%	14.6%	12.4%
资产总计	21,912	30,938	35,857	44,506	51,769	59,595
短期借款	1,862	1,310	3,201	6,655	7,672	8,567
应付款项	8,296	12,235	12,982	16,550	20,058	23,747
其他流动负债	699	1,368	1,383	1,827	2,187	2,566
流动负债	10,857	14,913	17,566	25,032	29,916	34,880
长期贷款	31	3,012	1,101	901	901	901
其他长期负债	717	965	4,107	4,072	4,179	4,312
负债	11,605	18,890	22,774	30,005	34,996	40,093
普通股股东权益	10,276	12,050	13,082	14,500	16,773	19,501
其中：股本	2,179	2,209	2,210	2,204	2,204	2,204
未分配利润	6,135	7,343	7,906	9,753	12,026	14,754
少数股东权益	31	-1	0	0	0	0
负债股东权益合计	21,912	30,938	35,857	44,506	51,769	59,595

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.579	0.787	0.841	1.397	1.719	2.064
每股净资产	4.716	5.454	5.919	6.581	7.612	8.850
每股经营现金净流	1.105	0.650	-0.499	0.373	1.411	1.817
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.559	0.687	0.825
回报率						
净资产收益率	12.28%	14.44%	14.20%	21.23%	22.58%	23.32%
总资产收益率	5.76%	5.62%	5.18%	6.92%	7.31%	7.63%
投入资本收益率	8.62%	10.22%	9.05%	13.74%	14.91%	15.86%
增长率						
主营业务收入增长率	10.89%	28.20%	15.94%	30.20%	21.20%	18.40%
EBIT增长率	-14.56%	59.40%	12.63%	91.88%	23.32%	20.43%
净利润增长率	6.98%	37.82%	6.81%	65.70%	23.00%	20.08%
总资产增长率	8.74%	41.20%	15.90%	24.12%	16.32%	15.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.8	67.8	75.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	49.3	47.2	57.6	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	87.3	84.5	89.1	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	16.4	20.2	22.7	17.6	14.0	10.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.78%	-18.20%	9.84%	25.39%	22.72%	17.48%
EBIT利息保障倍数	45.6	19.9	10.6	8.7	6.8	7.0
资产负债率	52.96%	61.06%	63.51%	67.42%	67.60%	67.28%

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	2	4	12	16	31
增持	0	0	4	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.25	1.27	1.00

来源：聚源数据

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-30	买入	24.28	N/A
2	2021-01-11	买入	20.31	N/A
3	2021-02-05	买入	17.80	N/A
4	2021-10-30	买入	13.88	N/A

来源：国金证券研究所

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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