

环旭电子 (601231. SH)

2022 年归母净利润同比增长 65%，汽车电子营收同比增长 72%

买入

核心观点

2022 年营收同比增长 23.9%，归母净利润同比增长 64.7%。公司 22 年营收 685.16 亿元 (YoY +23.9%)，归母净利润 30.60 亿元 (YoY +64.7%)；其中 4Q22 营收 189.86 亿元 (YoY +1.1%)，归母净利润 8.89 亿元 (YoY +20.9%)。22 年公司业绩高增长得益于：1) 在终端需求疲软背景下，苹果客户出货相对坚挺，同时公司 SiP 模组供应份额提升；2) 汽车电子类、云端及存储类业务营收快速增长；3) 产能利用率提升带动 22 年毛利率同比提升 0.88pct 至 10.49%，同时 2Q22、3Q22 美元强势带来汇兑收益 1.36 亿元，并带动 22 年期间费用率同比下降 0.47pct 至 5.54%，其中财务费用率同比下降 0.34pct 至 0.03%。

SiP 业务供应份额稳定，22 年维持稳健增长。22 年公司通讯业务营收 255.21 亿元 (YoY +21.7%)，毛利率 9.04% (YoY +2.33pct)；消费电子业务营收 218.98 亿元 (YoY +18.3%)，毛利率 8.85% (YoY -0.18pct)。根据 IDC，22 年苹果 iPhone 出货量同比下降 4%，AirPods 出货量同比下降 12%，Apple Watch 出货量同比增长 13%，在 SiP 份额维持较高水平支撑下，公司 SiP 业务实现稳健增长。

22 年汽车电子营收同比增长 72%，Power 产品持续放量。22 年公司汽车电子业务营收 45.52 亿元 (YoY +72.2%)，毛利率 8.44% (YoY +0.95pct)，增长主要来自于动力总成 (Powertrain)、功率模组 (Power Module) 产品。22 年 Power 产品约占公司汽车电子营收的 20%，预计 25 年占比将超过 50%。考虑到 Power 产品盈利性相对更高，Power 产品在快速放量的同时将贡献较大利润弹性。

AI 推动服务器升级换代，利好公司云端及存储业务。22 年公司云端及存储业务营收 69.89 亿元 (YoY +41.1%)，毛利率 15.30% (YoY +0.68pct)。公司产品包括服务器主板、企业高阶交换机、网络适配卡等，其中主板普遍应用于云计算、数据中心、边缘计算等领域，交换机、网络适配卡是计算及数据中心的核心网络不可或缺的设备。云计算基础设施作为算力 AI 服务资源重要性日益突显，公司云端及存储业务有望受益于全球算力需求的爆发式增长。

投资建议：我们看好：1) 公司 SiP 模组行业龙头地位巩固，同时受益于苹果及其他新客户对于 SiP 模组的需求增长；2) 全球算力需求快速增长，人工智能推动服务器更新换代，公司云端及存储类业务受益；3) 汽车电子业务 Power 产品营收快速增长，成为新的业绩增长点。我们预计公司 23/24/25 年营收同比增长 12.8%/13.5%/13.4% 至 772.72/877.04/994.37 亿元，归母净利润同比增长 8.7%/19.6%/18.2% 至 33.25/39.77/47.02 亿元，对应 23/24/25 年 PE 分别为 11.9/9.9/8.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新业务拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 55,300 | 68,516 | 77,272 | 87,704 | 99,437 |
| (+/-%) | 15.9% | 23.9% | 12.8% | 13.5% | 13.4% |
| 净利润 (百万元) | 1858 | 3060 | 3325 | 3977 | 4702 |
| (+/-%) | 6.8% | 64.7% | 8.7% | 19.6% | 18.2% |
| 每股收益 (元) | 0.84 | 1.39 | 1.51 | 1.80 | 2.13 |
| EBIT Margin | 3.9% | 4.9% | 4.8% | 5.1% | 5.3% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.2% | 19.4% | 18.1% | 18.5% | 18.6% |
| 市盈率 (PE) | 21.3 | 12.9 | 11.9 | 9.9 | 8.4 |
| EV/EBITDA | 20.8 | 14.8 | 13.8 | 11.8 | 10.2 |
| 市净率 (PB) | 3.02 | 2.51 | 2.15 | 1.84 | 1.57 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 消费电子

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

证券分析师：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

收盘价

17.90 元

总市值/流通市值

39508/39044 百万元

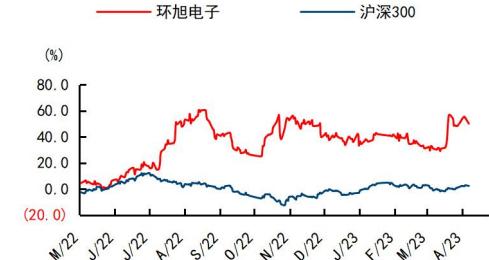
52 周最高价/最低价

19.74/9.59 元

近 3 个月日均成交额

224.68 百万元

市场走势



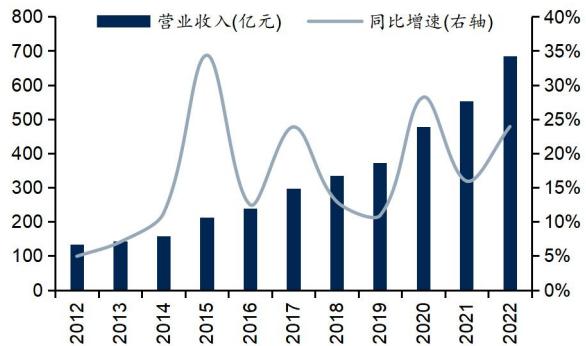
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

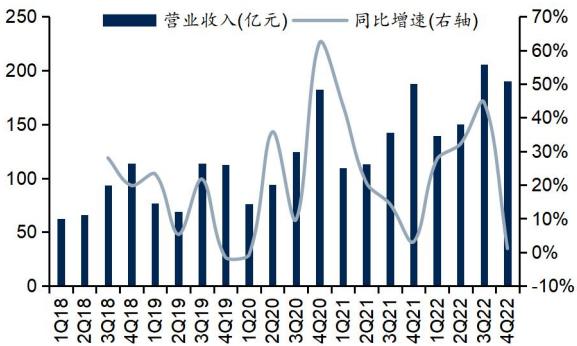
《环旭电子 (601231.SH) - 云端及存储业务受益于 AI 算力升级，收购泰科汽车无线业务》——2023-03-24

《环旭电子 (601231.SH) - 预计 2022 年归母净利润同比增长 60%-70%》——2023-01-19

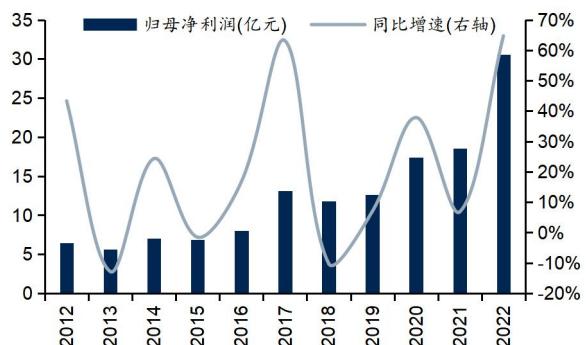
《环旭电子 (601231.SH) - 3Q22 归母净利润同比增长 90%，汽车电子新品加速放量》——2022-10-27

图1: 公司营业收入及同比增速


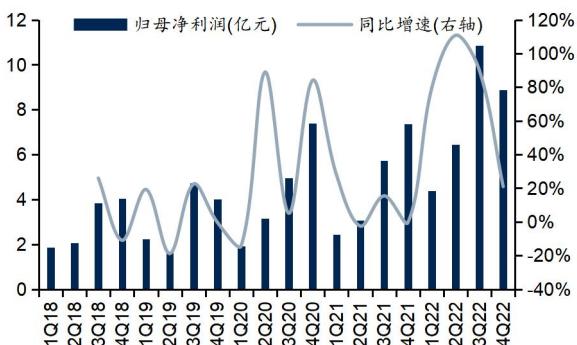
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速


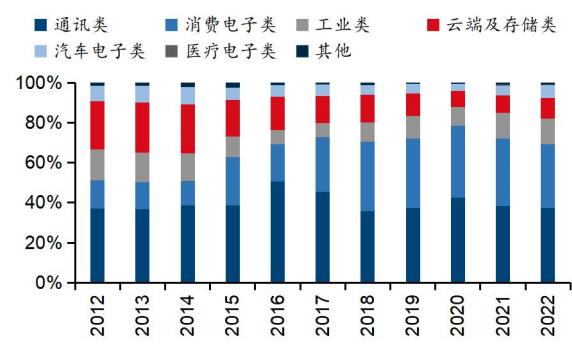
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速


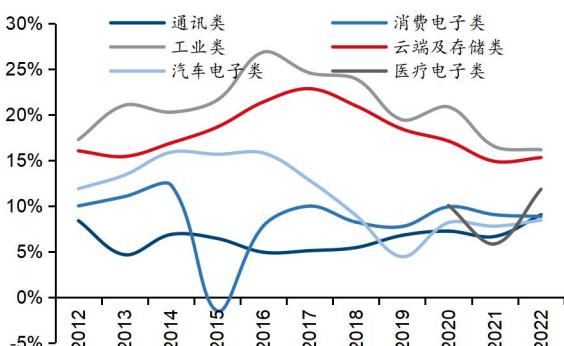
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速


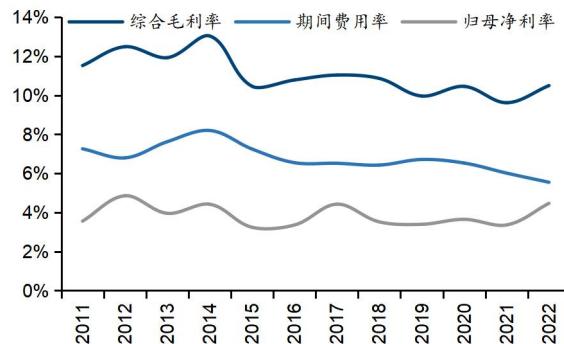
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构


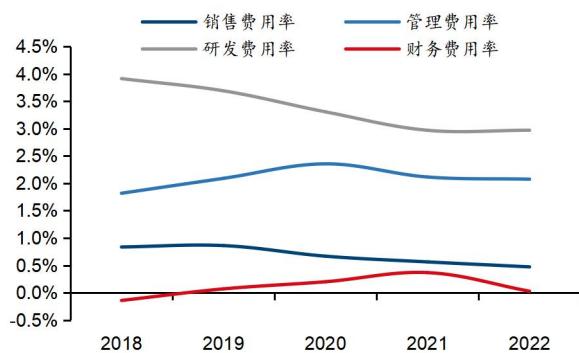
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率


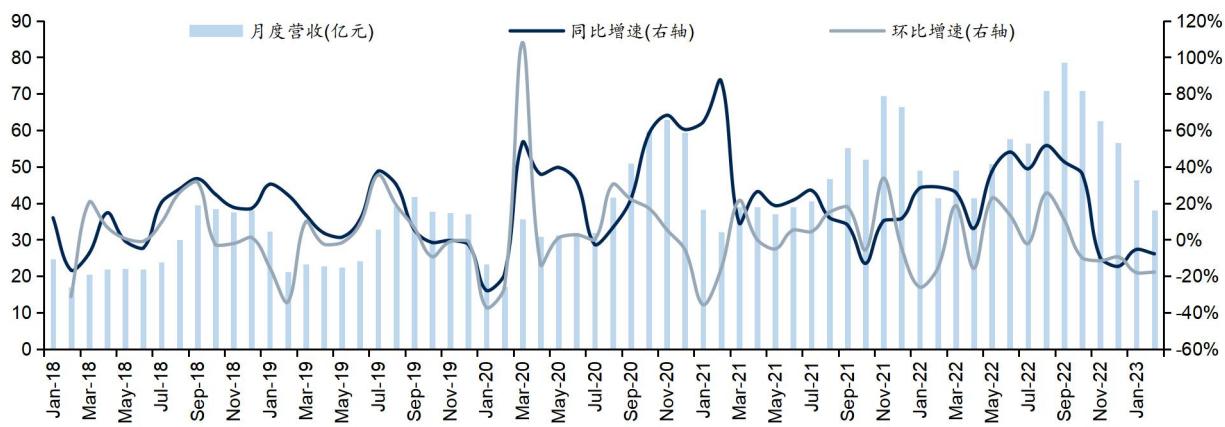
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率


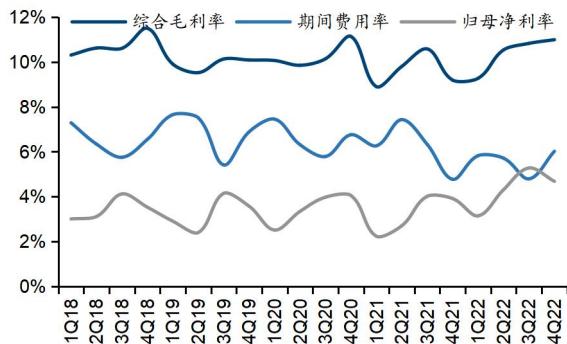
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司销售、管理、研发、财务费用率


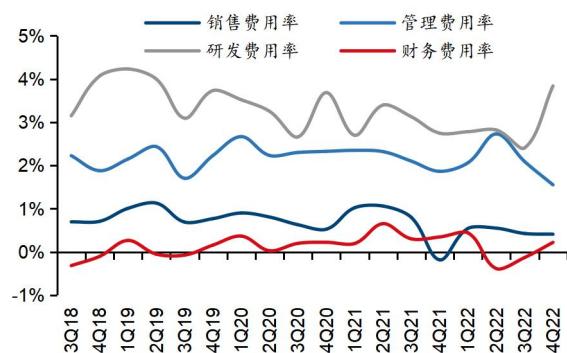
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司月度营业收入及同比/环比增速


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司单季度销售、管理、研发、财务费用率


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 6034 | 7695 | 6858 | 7636 | 9447 | 营业收入 | 55300 | 68516 | 77272 | 87704 | 99437 |
| 应收款项 | 12668 | 11275 | 12715 | 14432 | 16363 | 营业成本 | 49981 | 61327 | 69071 | 78193 | 88481 |
| 存货净额 | 9038 | 10910 | 11914 | 13842 | 15522 | 营业税金及附加 | 50 | 55 | 77 | 79 | 90 |
| 其他流动资产 | 755 | 972 | 1190 | 1244 | 1409 | 销售费用 | 311 | 324 | 439 | 469 | 522 |
| 流动资产合计 | 28495 | 30851 | 32677 | 37154 | 42741 | 管理费用 | 1169 | 1422 | 1685 | 1925 | 2136 |
| 固定资产 | 4240 | 4760 | 5687 | 6436 | 7004 | 研发费用 | 1641 | 2034 | 2294 | 2604 | 2952 |
| 无形资产及其他 | 453 | 415 | 399 | 382 | 365 | 财务费用 | 203 | 19 | 84 | 64 | 39 |
| 其他长期资产 | 2126 | 1937 | 1937 | 1937 | 1937 | 投资收益 | 112 | 139 | 111 | 121 | 123 |
| 长期股权投资 | 543 | 611 | 652 | 692 | 742 | 资产减值及公允价值变动 | 26 | (67) | (30) | (40) | (67) |
| 资产总计 | 35857 | 38574 | 41352 | 46601 | 52790 | 其他 | 51 | 55 | 64 | 56 | 56 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 3201 | 5006 | 3611 | 3814 | 4019 | 营业利润 | 2132 | 3461 | 3767 | 4507 | 5330 |
| 应付款项 | 12559 | 11056 | 12470 | 14089 | 15923 | 营业外净收支 | 7 | 16 | 12 | 12 | 13 |
| 其他流动负债 | 1806 | 2686 | 2800 | 3145 | 3668 | 利润总额 | 2139 | 3477 | 3778 | 4519 | 5344 |
| 流动负债合计 | 17566 | 18748 | 18881 | 21049 | 23610 | 所得税费用 | 282 | 417 | 453 | 542 | 641 |
| 长期借款及应付债券 | 4217 | 3303 | 3303 | 3303 | 3303 | 少数股东损益 | (1) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 992 | 774 | 793 | 736 | 650 | 归属于母公司净利润 | 1858 | 3060 | 3325 | 3977 | 4702 |
| 长期负债合计 | 5208 | 4077 | 4096 | 4038 | 3953 | 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 22774 | 22825 | 22977 | 25087 | 27563 | 净利润 | 1857 | 3060 | 3325 | 3977 | 4703 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 资产减值准备 | 19 | 99 | 54 | 73 | 97 |
| 股东权益 | 13082 | 15749 | 18374 | 21513 | 25226 | 折旧摊销 | 847 | 864 | 812 | 1059 | 1308 |
| 负债和股东权益总计 | 35857 | 38574 | 41352 | 46601 | 52790 | 公允价值变动损失 | (45) | (32) | (23) | (33) | (29) |
| | | | | | | 财务费用 | 264 | 158 | 84 | 64 | 39 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (3174) | (1124) | (1158) | (1744) | (1424) |
| 每股收益 | 0.84 | 1.39 | 1.51 | 1.80 | 2.13 | 其它 | (870) | 409 | (138) | (137) | (136) |
| 每股红利 | 0.53 | 0.29 | 0.32 | 0.38 | 0.45 | 经营活动现金流 | (1102) | 3435 | 2955 | 3258 | 4557 |
| 每股净资产 | 5.92 | 7.14 | 8.32 | 9.75 | 11.43 | 资本开支 | (1515) | (1671) | (1743) | (1821) | (1902) |
| ROIC | 19% | 22% | 22% | 24% | 26% | 其它投资现金流 | 28 | 147 | 46 | (25) | (59) |
| ROE | 14% | 19% | 18% | 18% | 19% | 投资活动现金流 | (1487) | (1524) | (1696) | (1846) | (1962) |
| 毛利率 | 10% | 10% | 11% | 11% | 11% | 权益性融资 | 11 | 77 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 4% | 5% | 5% | 5% | 5% | 负债净变化 | (1910) | (1042) | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 5% | 6% | 6% | 6% | 7% | 支付股利、利息 | (1173) | (644) | (700) | (837) | (990) |
| 收入增长 | 16% | 24% | 13% | 14% | 13% | 其它融资现金流 | 5463 | 1107 | (1395) | 203 | 205 |
| 净利润增长率 | 7% | 65% | 9% | 20% | 18% | 融资活动现金流 | 2391 | (502) | (2095) | (634) | (785) |
| 资产负债率 | 64% | 59% | 56% | 54% | 52% | 现金净变动 | (285) | 1660 | (837) | 778 | 1810 |
| 息率 | 3.0% | 1.6% | 1.8% | 2.1% | 2.5% | 货币资金的期初余额 | 6303 | 6018 | 7678 | 6841 | 7619 |
| P/E | 21.3 | 12.9 | 11.9 | 9.9 | 8.4 | 货币资金的期末余额 | 6018 | 7678 | 6841 | 7619 | 9430 |
| P/B | 3.0 | 2.5 | 2.2 | 1.8 | 1.6 | 企业自由现金流 | (1978) | 1020 | 1172 | 1397 | 2608 |
| EV/EBITDA | 20.8 | 14.8 | 13.8 | 11.8 | 10.2 | 权益自由现金流 | 1574 | 1086 | (298) | 1543 | 2778 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 说明 |
|------------|----|----------------------|
| 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场指数 20%以上 |
| | 增持 | 股价表现优于市场指数 10%-20%之间 |
| | 中性 | 股价表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 卖出 | 股价表现弱于市场指数 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场指数 10%以上 |
| | 中性 | 行业指数表现介于市场指数 ±10%之间 |
| | 低配 | 行业指数表现弱于市场指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032