

公司研究/公告点评

2020年07月30日

电子元器件/元件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 22.01
合理价格区间(元): 31.68~33.12

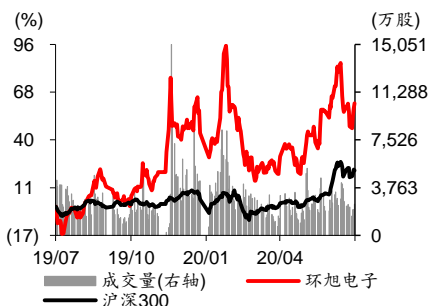
胡剑 执业证书编号: S0570518080001
研究员 021-28972072
hujian@htsc.com

刘叶 执业证书编号: S0570519060003
研究员 021-38476703
liuye@htsc.com

相关研究

1 《环旭电子(601231 SH,买入): 发力射频及可穿戴, AiP/UWB 创增量》2020.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

2Q 利润大幅反弹, SiP 龙头弹性凸显

环旭电子(601231)

SiP 模组强劲订单需求与盈利能力提升共振, 2Q20 利润强势反弹

环旭发布业绩快报, 1H20 营收同比增长 16.5%至 170.2 亿, 归母净利润同比增长 29.8%至 5.1 亿元, 扣非归母净利润同比增长 69.8%至 4.3 亿元。单季度来看, 2Q20 环旭营收同比增长 35.7%至 94.0 亿, 归母净利润同比增长 88.8%至 3.1 亿元, 扣非归母净利润同比增长 128.0%至 2.8 亿元。1H20 营收及利润的强劲增长主因 SiP 模组订单需求强劲、产能利用率和毛利率同比提升以及期间费用率受益经营效率提升同比下降。我们预计 20/21/22 年环旭 EPS 为 0.72/0.90/1.12 元, 目标价 31.68~33.12 元, 维持买入评级。

2Q20 中国市场 iPhone 热销, 通讯模块需求放量环旭营收增长最大动力

根据 CINNO Research 数据, 受益于国内疫情防控见效、下游需求回暖以及 618 大促活动, 2Q20 中国市场苹果手机销量同比增长 62%、环比增长 225%至 1300 万部。同时, Counterpoint 数据显示首次引入 UWB 模块的 iPhone11 自去年 9 月发布以来便一直是苹果最畅销机型。在强劲需求驱动下, 通讯类产品成为环旭 1H20 营收占比最高且增幅最快的业务。我们看好具有高精度定位特质的 UWB 模块在消费级市场的应用前景及 5G 毫米波 AiP 技术推广进度, 认为通讯模块需求放量有望为环旭带来可观业绩增量。

SiP 契合智能设备微型化发展趋势, 可穿戴强劲增长加速 SiP 市场扩容

作为 3C 创新引领者, 苹果自初代 Apple Watch 便采用 SiP 封装方案, 并导入至 AirPods Pro 中。考虑到 SiP 高集成度及微小化特征契合可穿戴设备便携化、智能化发展方向, 我们认为 SiP 有望在功能不断升级的智能手表及 TWS 耳机等产品中推广, 而环旭有望凭借多年积累的 SiP 技术实力及客户资源, 成为可穿戴终端持续渗透之际 SiP 市场扩容的核心受益者。

自动化整合持续推进提升核心竞争力, 经营效率优化有望提振业绩弹性

环旭自 2010 年起开始推进工厂自动化改造, 经过十年努力已实现核心产线的设备自动化、信息自动化及物流自动化升级, 并通过自主研发导入定制化机台进一步压缩成本、提升生产管理效率、强化公司核心竞争力。受益于产能利用率及产线自动化率提升, 2Q20 环旭毛利率同比提升 0.3pct 至 9.9%, 期间四项费用率同比下降 1.2pct 至 6.3%, 净利润率同比提升 0.9pct 至 3.3%。随着公司自动化改造整合持续推进, 我们认为环旭有望在下游需求放量、营收规模扩大的同时通过继续优化经营效率提振业绩弹性。

目标价 31.68~33.12 元, 维持买入评级

结合环旭业绩快报并考虑到苹果手机、可穿戴等产品较强的市场竞争力, 我们上调环旭 20/21/22 年归母净利润至 15.7/19.7/24.4 亿元(前值: 14.7/18.6/22.9 亿元), 参考 Wind 一致预期下可比公司 20 年 PE 均值 45.8 倍, 基于环旭在 SiP 行业领先的技术实力及供应链卡位所带来的成长潜能, 给予环旭 44~46 倍 20 年预期 PE, 目标价 31.68~33.12 元(前值: 20.18~23.54 元), 维持买入评级。

风险提示: 中美贸易摩擦升级、疫情升级 3C 需求不及预期的风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,181
流通 A 股 (百万股)	2,181
52 周内股价区间 (元)	11.55-26.91
总市值 (百万元)	48,010
总资产 (百万元)	21,366
每股净资产 (元)	4.82

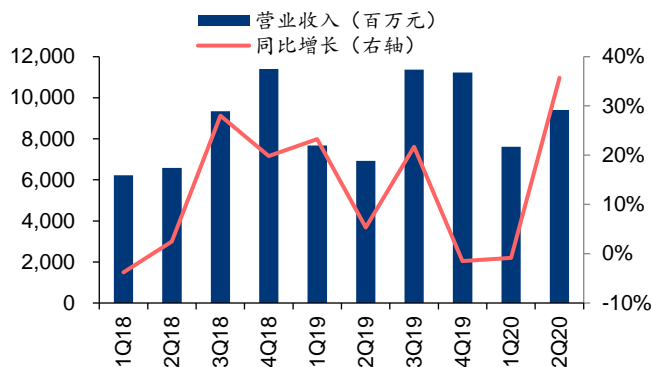
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	33,550	37,204	44,184	53,773	64,838
+/-%	12.94	10.89	18.76	21.70	20.58
归属母公司净利润 (百万元)	1,180	1,262	1,565	1,972	2,439
+/-%	(10.21)	6.98	23.96	26.04	23.70
EPS (元, 最新摊薄)	0.54	0.58	0.72	0.90	1.12
PE (倍)	40.70	38.04	30.69	24.35	19.68

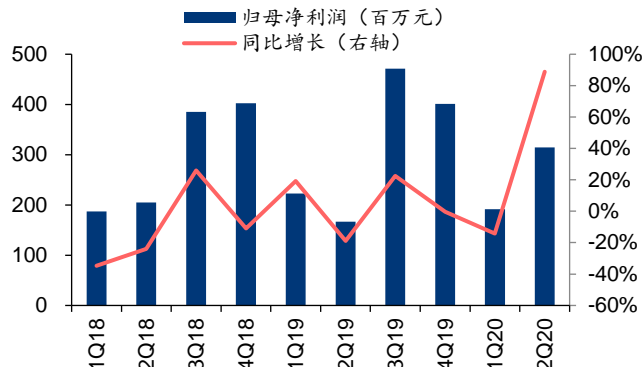
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 环旭单季营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 环旭单季归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 环旭盈利预测调整详情

	2020E			2021E			2022E		
	旧	新	变化	旧	新	变化	旧	新	变化
营业收入 (百万元)	43,017	44,184	2.71%	52,314	53,773	2.79%	62,975	64,838	2.96%
毛利率	9.9%	10.0%	0.1pct	9.8%	9.9%	0.1pct	9.8%	9.9%	0.1pct
期间费用率	6.3%	6.3%	0pct	6.1%	6.0%	-0.1pct	5.8%	5.8%	0pct
营业利润 (百万元)	1,662	1,773	6.67%	2,103	2,233	6.18%	2,593	2,763	6.57%
归母净利润 (百万元)	1,467	1,565	6.65%	1,857	1,972	6.16%	2,289	2,439	6.55%
EPS (元)	0.67	0.72	6.64%	0.85	0.90	6.15%	1.05	1.12	6.54%

资料来源: 华泰证券研究所

投资建议

我们参考 Wind 一致预期下的可比公司 2020 年 PE 均值 45.8 倍, 基于环旭在 SiP 领域行业领先的技术实力及供应链卡位所带来的成长潜能, 给予环旭 44~46 倍 20 年预期 PE, 目标价 31.68~33.12 元 (前值: 20.18~23.54 元), 维持买入评级。

图表4: 可比公司估值表 (截至 2020 年 7 月 30 日)

公司	总市值 (人民币亿元)	目标价 (人民币元)	评级	PE		EPS (元)	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002475 CH 立讯精密	3,952.9	52.76~55.54	买入	59.3	44.5	0.95	1.27
002241 CH 歌尔股份	1,262.0	31.61~34.32	买入	63.9	46.4	0.61	0.84
300088 CH 长信科技	289.9	16.39~17.33	买入	25.5	20.0	0.47	0.59
002938 CH 鹏鼎控股	1,129.6	39.24~42.04	买入	34.3	28.3	1.42	1.73
平均数	-	-	-	45.8	34.8	0.86	1.11

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

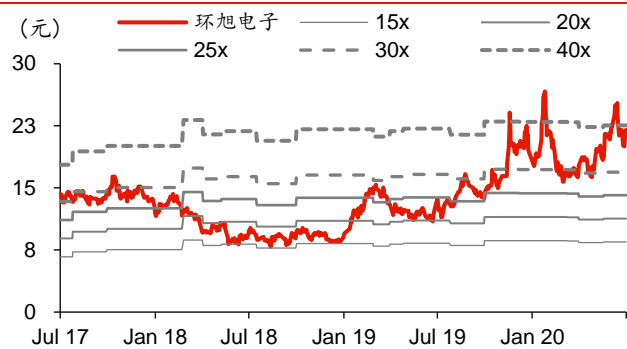
风险提示

中美贸易摩擦升级的风险。随着美国 BIS 宣布对华为限制升级, 全球 3C 产业链供给与需求端均产生了较大不确定性。考虑到环旭与苹果、高通等海外巨头的合作对公司发展及业绩增长密切相关, 我们认为公司或面临中美贸易摩擦升级、终端需求萎缩或合作受阻导致业绩增长不及预期的风险。

疫情升级致 3C 需求不及预期的风险。在新冠疫情海外持续蔓延情况下, 宏观经济下行或导致消费二次探底、3C 需求持续疲弱。考虑到环旭目前业务分布中主要的营收及利润贡献仍然来自于通讯类和消费电子类产品, 因此仍面临疫情升级背景下 3C 需求不及预期、业绩下滑的风险。

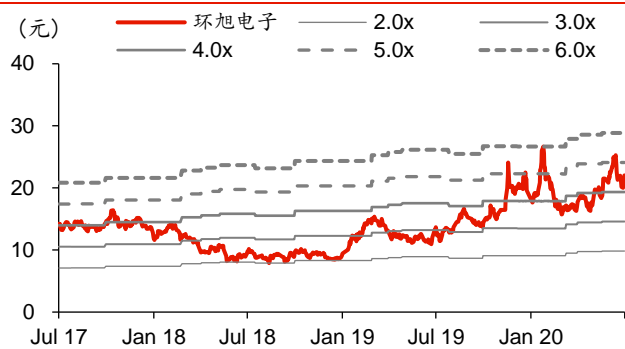
PE/PB - Bands

图表5: 环旭电子历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表6: 环旭电子历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	17,895	18,186	21,832	23,695	31,104
现金	4,611	6,096	4,395	5,349	6,449
应收账款	7,588	7,258	10,373	11,085	14,789
其他应收账款	87.57	71.45	117.41	112.44	164.71
预付账款	22.01	16.53	29.24	26.47	40.70
存货	4,760	4,298	6,460	6,642	9,162
其他流动资产	826.51	445.61	457.40	481.02	498.27
非流动资产	2,256	3,726	5,189	6,324	7,092
长期投资	0.00	487.36	979.81	1,474	1,970
固定投资	1,545	1,669	2,693	3,372	3,675
无形资产	26.87	137.34	123.61	109.87	96.14
其他非流动资产	684.84	1,433	1,393	1,369	1,350
资产总计	20,151	21,912	27,022	30,019	38,196
流动负债	10,597	10,857	14,754	16,164	22,285
短期借款	1,472	1,764	2,504	2,838	5,051
应付账款	8,093	7,931	11,100	12,077	15,880
其他流动负债	1,032	1,161	1,150	1,249	1,354
非流动负债	144.76	747.86	748.67	746.29	738.32
长期借款	0.00	30.71	31.51	29.14	21.17
其他非流动负债	144.76	717.15	717.15	717.15	717.15
负债合计	10,741	11,605	15,503	16,911	23,023
少数股东权益	1.87	31.24	30.61	29.44	27.35
股本	2,176	2,179	2,181	2,181	2,181
资本公积	1,656	1,719	1,746	1,746	1,746
留存公积	5,620	6,525	7,708	9,306	11,365
归属母公司股东权益	9,408	10,276	11,488	13,079	15,145
负债和股东权益	20,151	21,912	27,022	30,019	38,196

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	(218.88)	2,426	(305.41)	2,446	504.71
净利润	1,180	1,260	1,564	1,971	2,437
折旧摊销	444.01	498.55	328.30	376.94	460.20
财务费用	(47.29)	26.23	61.88	101.12	153.87
投资损失	(209.49)	(78.72)	(128.70)	(138.97)	(115.46)
营运资金变动	(2,020)	605.75	(2,101)	166.29	(2,401)
其他经营现金	433.89	113.86	(30.00)	(30.00)	(30.00)
投资活动现金	(308.67)	(594.78)	(1,633)	(1,343)	(1,082)
资本支出	500.34	673.56	1,299	1,018	731.40
长期投资	77.90	465.75	(492.45)	(494.15)	(496.41)
其他投资现金	269.57	544.53	(826.20)	(819.32)	(847.36)
筹资活动现金	38.50	(384.31)	(502.56)	(483.12)	(535.00)
短期借款	532.29	292.60	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	30.71	0.81	(2.38)	(7.97)
普通股增加	0.00	3.16	2.20	0.00	0.00
资本公积增加	23.68	62.89	27.09	0.00	0.00
其他筹资现金	(517.48)	(773.67)	(532.65)	(480.75)	(527.04)
现金净增加额	(436.72)	1,476	(2,441)	620.29	(1,113)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	33,550	37,204	44,184	53,773	64,838
营业成本	29,908	33,499	39,786	48,452	58,443
营业税金及附加	40.79	38.58	49.77	58.16	71.58
营业费用	280.44	320.48	336.42	355.66	364.01
管理费用	609.91	777.65	835.18	962.65	1,096
财务费用	(47.29)	26.23	61.88	101.12	153.87
资产减值损失	(38.36)	(2.95)	(3.50)	(4.26)	(5.14)
公允价值变动收益	(249.35)	111.78	30.00	30.00	30.00
投资净收益	209.49	78.72	128.70	138.97	115.46
营业利润	1,387	1,422	1,773	2,233	2,763
营业外收入	9.06	13.90	10.81	11.25	11.98
营业外支出	2.41	3.28	5.17	3.62	4.03
利润总额	1,393	1,433	1,778	2,241	2,771
所得税	213.35	172.66	214.28	270.02	333.93
净利润	1,180	1,260	1,564	1,971	2,437
少数股东损益	0.25	(2.00)	(0.63)	(1.17)	(2.10)
归属母公司净利润	1,180	1,262	1,565	1,972	2,439
EBITDA	1,834	1,921	2,125	2,666	3,321
EPS (元, 基本)	0.54	0.58	0.72	0.90	1.12

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	12.94	10.89	18.76	21.70	20.58
营业利润	(11.38)	2.56	24.64	25.98	23.73
归属母公司净利润	(10.21)	6.98	23.96	26.04	23.70
获利能力 (%)					
毛利率	10.86	9.96	9.96	9.89	9.86
净利率	3.52	3.39	3.54	3.67	3.76
ROE	12.54	12.23	13.58	15.03	16.06
ROIC	20.05	22.45	18.28	22.07	21.33
偿债能力					
资产负债率 (%)	53.30	52.96	57.37	56.33	60.28
净负债比率 (%)	(31.85)	(33.88)	(9.89)	(13.43)	(4.32)
流动比率	1.69	1.68	1.48	1.47	1.40
速动比率	1.21	1.24	1.01	1.03	0.97
营运能力					
总资产周转率	1.79	1.77	1.81	1.89	1.90
应收账款周转率	4.95	4.97	4.97	4.97	4.97
应付账款周转率	4.06	4.18	4.18	4.18	4.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.54	0.58	0.72	0.90	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.11)	1.05	(0.14)	1.12	0.23
每股净资产(最新摊薄)	4.31	4.71	5.27	6.00	6.94
估值比率					
PE (倍)	40.70	38.04	30.69	24.35	19.68
PB (倍)	5.10	4.67	4.18	3.67	3.17
EV_EBITDA (倍)	24.30	23.20	22.08	17.36	14.27

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师胡剑、刘叶本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司