

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2021 年 02 月 05 日

市场数据

目前股价	17.8
总市值（亿元）	393.26
流通市值（亿元）	388.65
总股本（万股）	220,934
流通股本（万股）	218,340
12 个月最高/最低	28.29/15.28

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

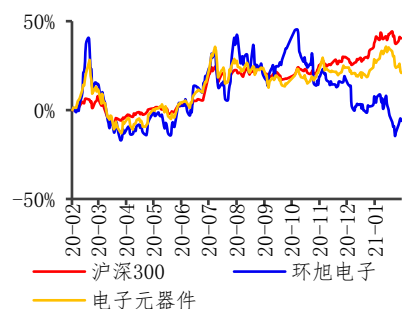
☎ 021-31829706

✉ zoulalan@cgws.com

联系人（研究助理）：郭旺 S1070119070022

☎ 021-31829735

✉ guowang@cgws.com

股价表现


数据来源：wind

相关报告

《SiP 模组的龙头，产品多点开花打开增长空间》 2018 年 9 月 6 日

《以消费电子为基，公司积极拓展汽车和工业类业务》 2018 年 10 月 30 日

《落子大亚湾，回购显信心》

2019 年 2 月 12 日

《消费电子助力业绩回暖，1 月营收大增 30%》

2019 年 2 月 20 日

《消费电子驱动业绩高增长，5G、可穿戴设备打开新增空间》

2019 年 3 月 28 日

《业绩静待 5G》

2019 年 8 月 26 日

《8 月营收增长超预期，苹果新品有望加速公司业绩释放》

2019 年 9 月 16 日

Q4 业绩超预期增长，SiP 需求向好

——环旭电子（601231）业绩快报点评

盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	33550	37204	47696	62886	71421
(+/-%)	12.9%	10.9%	28.2%	31.8%	13.6%
归母净利润（百万元）	1180	1262	1739	2443	2819
(+/-%)	-10.2%	7.0%	37.8%	40.5%	15.4%
摊薄 EPS（元/股）	0.53	0.57	0.79	1.11	1.28
PE	33	31	23	16	14

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- **事件：**公司发布 2020 年业绩快报，实现营业收入 476.96 亿元，同比增长 28.20%，实现归母净利润 17.39 亿元，同比增长 37.82%，扣非归母净利润 16.15 亿元，同比增长 54.64%。2020 年 Q4 单季度公司实现营收 182.18 亿元，同比增长 62.18%，环比增长 46.19%；归母净利润 7.38 亿元，同比增长 84.04%，环比增长 49.09%；扣非归母净利润 7.14 亿元，同比增长 117.68%，环比增长 50.00%。
- **Q4 业绩超预期增长，21 年前景乐观：**公司预计 2020 年营收和归母净利润分别同比增长 28.20%、37.82%，营收增长主要来自于通讯类产品和消费电子产品，营收同比增长超过 40% 和 30%，工业类产品营收基本持平，电脑及存储类产品、汽车电子类产品营收同比小幅下滑。从盈利能力来看，2020 年净利率 3.65%，同比+0.25pct。从期间费用来看，2020 年度销售费用、管理费用、研发费用及财务费用总额为 31.14 亿元，同比增长 24.70%，主要增长来自管理费用和研发费用。从 Q4 单季度来看，Q4 营收和归母净利润同比以及环比均有大幅成长，主要原因包括大客户新机延迟发布，AiP、耳机产品逐步起量。展望 2021 年，公司将持续受益于大客户新机的热销，耳机、AiP 产品将持续贡献业绩增量。
- **SiP 行业领先，收购 AFG 加强全球化布局：**公司为 SiP 模组的领导厂商，熟悉无线通讯 SiP 模组，为 iPhone 无线通讯模组以及苹果手表 SiP 模组核心供应商。随着 iPhone 的更新，公司顺势切入 UWB 模组以及 AiP 模组，并进入 TWS 耳机的 SiP 供应商，公司在 SiP 模组的布局从手机向穿戴产品拓展，品类不断丰富。在 EMS 产品上，公司在 2020 年 12 月完成了对法国飞旭的收购，不仅获得了飞旭在欧洲、北美、北非的制造基地，加强了全球化布局，还丰富了公司产品品类，拓宽了汽车电子、工控等领域的布局。
- **5G、穿戴产品有望为 SiP 带来新增空间：**5G 手机需要兼容的频段大幅增加，手机射频前端的元件数量将会大幅上升，将带动 SiP 需求提高。另外，兼容 5G 毫米波的手机将需要用到 AiP 模组，其中 iPhone 12 在美国发售的版本搭载了 AiP 模组，支持毫米波。根据高通的预测，2020-2022 年全

《Q3 业绩大幅反弹，苹果新品有望带动公司业绩持续增长》 2019 年 10 月 29 日

《收购 Asteelflash 加快全球化布局，5G、可穿戴设备带动 SiP 新增需求》

2019 年 12 月 12 日

《一次性费用影响利润增长，微小化技术带动盈利能力提升》

2020 年 2 月 7 日

《2019 年收入持续增长，5G、穿戴产品有望打开 SiP 新增空间》 2020 年 4 月 7 日

《提高越南厂投资金额，加强全球化布局提升竞争实力》 2020 年 7 月 5 日

球 5G 手机的出货量将达到 2 亿、5 亿、7.5 亿部，5G 手机出货量的爆发有望带动 SiP 需求成长。在穿戴设备方面，2019 年底苹果发布 AirPods Pro 由于新增了降噪等功能，元器件数量有较大提高，在无线耳机中首次导入 SiP 设计。未来随着耳机、手表等穿戴产品集成的功能增加，需要搭载的元器件数量大幅提高，SiP 可以众多元器件集合在较小的空间内，需求有望成倍增长。公司是 SiP 模组的领导厂商，熟悉无线通讯 SiP 模组，有望持续受益于 5G、穿戴设备带来的 SiP 新增空间。

■ **维持“推荐”评级：**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，苹果产业链复苏带动公司业绩成长，上调盈利预测，预估公司 2020 年-2022 年归母净利润为 17.39 亿元、24.43 亿元、28.19 亿元，EPS 分别为 0.79 元、1.11 元、1.28 元，对应 PE 分别为 22.61X、16.10X、13.95X。

■ **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)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33550.2	37204.1	47696.48	62886.40	71421.36	成长性					
营业成本	29907.5	33499.4	42688.35	56556.42	64186.09	营业收入增长	12.9%	10.9%	28.2%	31.8%	13.6%
销售费用	280.44	320.48	324.05	467.27	534.66	营业成本增长	13.2%	12.0%	27.4%	32.5%	13.5%
管理费用	609.91	777.65	1127.74	1194.84	1357.01	营业利润增长	-11.4%	2.6%	37.9%	47.8%	16.1%
研发费用	1312.48	1372.61	1578.75	1792.26	1999.80	利润总额增长	-10.9%	2.8%	37.7%	47.4%	16.0%
财务费用	-47.29	26.23	84.09	41.78	53.36	净利润增长	-10.2%	7.0%	37.8%	40.5%	15.4%
其他收益	35.56	52.01	70.00	64.00	64.00	盈利能力					
投资净收益	209.49	78.72	70.00	80.00	100.00	毛利率	10.9%	10.0%	10.5%	10.1%	10.1%
营业利润	1386.67	1422.15	1961.68	2898.99	3365.51	销售净利率	3.5%	3.4%	3.6%	3.9%	3.9%
营业外收支	6.65	10.61	11.72	10.00	10.00	ROE	12.5%	12.2%	14.5%	17.3%	17.1%
利润总额	1393.32	1432.76	1973.40	2908.99	3375.51	ROIC	19.4%	21.5%	23.6%	24.6%	26.4%
所得税	213.35	172.66	236.81	465.15	555.76	营运效率					
少数股东损益	0.25	-2.00	-2.69	0.49	0.56	销售费用/营业收入	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
净利润	1179.72	1262.10	1739.29	2443.35	2819.19	管理费用/营业收入	1.8%	2.1%	2.4%	1.9%	1.9%
资产负债表						研发费用/营业收入	3.9%	3.7%	3.3%	2.9%	2.8%
					(百万)	财务费用/营业收入	-0.1%	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%
流动资产	17895.1	18185.8	24853.30	30156.91	32510.24	投资收益/营业利润	15.1%	5.5%	3.6%	2.8%	3.0%
货币资金	4610.75	6095.85	7485.03	8804.10	9998.99	所得税/利润总额	15.3%	12.1%	12.0%	16.0%	16.5%
应收账款	7649.82	7333.90	10186.41	12913.60	13321.55	应收账款周转率	4.95	4.97	5.44	5.44	5.44
应收票据	87.57	71.45	131.51	182.92	174.18	存货周转率	7.40	7.40	7.80	7.80	7.80
存货	4760.16	4298.19	6647.55	7854.10	8603.87	流动资产周转率	2.02	2.06	2.22	2.29	2.28
非流动资产	2256.27	3726.01	5172.79	6366.87	7502.91	总资产周转率	1.79	1.77	1.84	1.89	1.87
固定资产	1544.56	1668.76	2537.92	3805.07	4981.85	偿债能力					
资产总计	20151.3	21911.8	30026.09	36523.78	40013.15	资产负债率	53.3%	53.0%	60.0%	61.4%	58.7%
流动负债	10596.7	10857.1	17252.43	21630.49	22661.82	流动比率	1.69	1.68	1.44	1.39	1.43
短期借款	1471.77	1764.38	3641.63	5725.91	5242.94	速动比率	1.21	1.24	1.03	1.01	1.04
应付款项	8093.31	7931.46	12396.33	14535.30	16029.50	每股指标 (元)					
非流动负债	144.76	747.86	766.47	796.83	813.09	EPS	0.53	0.57	0.79	1.11	1.28
长期借款	0.00	30.71	54.97	81.22	97.48	每股净资产	4.26	4.65	5.42	6.37	7.47
负债合计	10741.4	11604.9	18018.90	22427.32	23474.91	每股经营现金流	-0.11	1.04	0.77	0.76	2.08
股东权益	9409.90	10306.8	12007.19	14096.46	16538.25	每股经营现金/EPS	-0.20	1.81	0.97	0.69	1.63
股本	2175.92	2179.09	2209.34	2209.34	2209.34	估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	5620.19	6525.44	7728.15	9427.59	11389.73	PE	33.34	31.16	22.61	16.10	13.95
少数股东权益	1.87	31.24	28.55	29.04	29.61	PEG	1.70	1.94	2.32	0.59	0.45
负债和权益总计	20151.3	21911.8	30026.09	36523.78	40013.15	PB	4.18	3.83	3.28	2.80	2.38
现金流量表					(百万)	EV/EBITDA	20.07	19.31	14.20	9.44	7.23
经营活动现金流	-218.88	2425.77	1694.79	1684.92	4590.10	EV/SALES	1.07	0.96	0.76	0.59	0.50
其中营运资本减少	-1841.58	621.19	-676.66	-1700.75	345.85	EV/IC	3.26	2.78	2.21	1.80	1.57
投资活动现金流	-308.67	-594.78	-1997.57	-2094.04	-2507.21	ROIC/WACC	2.11	2.33	2.57	2.75	2.87
其中资本支出	500.34	673.56	959.44	1163.98	1106.04	REP	1.55	1.19	0.86	0.65	0.55
融资活动现金流	38.50	-384.31	-181.97	-356.09	-405.04						
净现金总变化	-436.72	1475.95	-484.75	-765.21	1677.86						

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所，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：

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上；
推荐——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：

推荐——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；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

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>