

业绩持续增长，盈利能力提升明显

核心观点

事件：公司发布 22 年半年度业绩预告。

- **业绩逆势增长，盈利能力提升明显。**公司预告 22 上半年归母净利润 10.47-11.02 亿元，同比增长 90%-100%，对应 Q2 归母净利润 6.08-6.63 亿元，同比增长 98%-116%，环比增长 39%-51%。预计上半年扣非归母净利润 10.64-11.11 亿元，同比增长 130%-140%。公司克服疫情、消费电子需求疲弱等外部不利因素影响，上半年营收同比增长 30%的同时产能利用率提升，带动毛利率提振。此外，公司加强营业费用管控，期间费用率同比下降，上半年公司营业利润率提升明显。
- **微小化 SiP 模组持续快速增长。**模组化在手机、穿戴设备等便携式产品的应用将更广泛，轻薄化趋势和更多的健康监测功能将促使穿戴设备更多选用模组化方案。环旭在新客户及新产品上持续进展，20 年底正式成立微小化创新中心(MCC)以加速其他北美消费品牌厂商、国内安卓大厂、台湾芯片厂商等更多客户采用 SiP 模组技术。公司与客户合作开发智能眼镜、AR/VR 相关产品的无线通信(BT/WiFi6E)与系统级模块，22 年开始有产品出货。22 年公司将继续研究 SESUB 技术及其在 SiP 的应用，把主芯片埋入基板内部，实现更高密度的集成，保持 SiP 技术的领先优势。
- **汽车电子业务厚积薄发，各产品快速成长。**环旭车电产品分四大类，车身控制（车灯、车门、雨刷等）、域控制、Powertrain、ADAS 等。从今年 1-5 月情况看，域控制增长最快，主要客户订单 21 年下半年开始放量，Powertrain 业务成长同样迅速。公司预期汽车电子营收 22 年成长 50%至 6 亿美元以上，24 年将超过 10 亿美元，其中 Powertrain 营收将从 21 年的 2.6 亿元增长至 22 年的 10.6 亿元。公司 SiC 逆变器功率模组已开始量产出货，有望结合母公司的优势，在化合物半导体 SiC 和 GaN 的价值链上，提供一站式服务，从晶圆切割、封测、分立元件组装，到模组甚至到整个系统的解决方案。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.11/1.39/1.77 元（原 22-24 年预测 1.05/1.34/1.72 元，小幅上调毛利率，下调费用率），根据可比公司 22 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 19.98 元，维持买入评级。

风险提示

- 主要客户订单波动；原材料价格波动；SiP 技术应用推广不及预期。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	47,696	55,300	65,713	75,063	85,591
同比增长(%)	28%	16%	19%	14%	14%
营业利润(百万元)	1,962	2,132	2,809	3,508	4,471
同比增长(%)	38%	9%	32%	25%	27%
归属母公司净利润(百万元)	1,739	1,858	2,464	3,076	3,918
同比增长(%)	38%	7%	33%	25%	27%
每股收益(元)	0.79	0.84	1.11	1.39	1.77
毛利率(%)	10.2%	9.6%	10.0%	10.2%	10.7%
净利率(%)	3.6%	3.4%	3.8%	4.1%	4.6%
净资产收益率(%)	15.6%	14.8%	17.2%	18.3%	20.1%
市盈率	18	17	13	10	8
市净率	2.6	2.4	2.0	1.8	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年07月14日）	14.28 元
目标价格	19.98 元
52 周最高价/最低价	16.99/9.4 元
总股本/流通 A 股（万股）	221,055/218,461
A 股市值（百万元）	31,567
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2022 年 07 月 14 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	2.88	7.78	27.84	-2.08
相对表现	7	9.28	31.4	23.24
沪深 300	-4.12	-1.5	-3.56	-25.32



证券分析师

蒯剑 021-63325888*8514
kuaijian@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860514050005
香港证监会牌照：BPT856

联系人

李庭旭 litingxu@orientsec.com.cn

相关报告

一季度超预期，二季度有望持续高景气	2022-05-03
投资氮化镓公司，增强汽车电子竞争力	2021-11-27
四季度大超预期	2021-02-05

盈利预测与投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 1.11/1.39/1.77 元（原 22-24 年预测 1.05/1.34/1.72 元，小幅上调毛利率，下调费用率），根据可比公司 22 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 19.98 元，维持买入评级。

图 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）				市盈率			
		2022/7/14	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
立讯精密	002475	32.65	1.00	1.43	1.91	2.44	32.7	22.9	17.1	13.4
信维通信	300136	16.08	0.52	0.87	1.16	1.46	30.8	18.4	13.9	11.0
歌尔股份	002241	31.60	1.25	1.73	2.22	2.60	25.3	18.3	14.3	12.1
工业富联	601138	9.55	1.01	1.12	1.24	1.33	9.5	8.5	7.7	7.2
生益科技	600183	15.78	1.22	1.12	1.29	1.53	13.0	14.1	12.3	10.3
领益智造	002600	5.02	0.17	0.24	0.31	0.41	30.1	20.5	15.9	12.2
	最大值						32.7	22.9	17.1	13.4
	最小值						9.5	8.5	7.7	7.2
	平均数						23.5	17.1	13.5	11.0
	调整后平均						24.8	17.8	14.1	11.4

数据来源：朝阳永续、东方证券研究所

风险提示

主要客户订单波动；原材料价格波动；SIP 技术应用推广不及预期。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,333	6,034	6,571	7,506	8,559
应收票据及应收账款	10,539	12,538	14,937	17,062	19,455
预付账款	42	51	61	70	80
存货	6,765	9,038	10,699	12,188	13,825
其他	905	833	857	879	904
流动资产合计	24,584	28,495	33,126	37,706	42,823
长期股权投资	532	543	543	543	543
固定资产	2,929	3,442	3,920	3,925	3,686
在建工程	432	798	411	217	121
无形资产	504	453	378	302	227
其他	2,090	2,126	1,955	1,861	1,822
非流动资产合计	6,486	7,362	7,207	6,848	6,399
资产总计	31,070	35,857	40,332	44,554	49,222
短期借款	375	2,481	1,955	1,697	1,021
应付票据及应付账款	11,835	12,559	14,867	16,937	19,211
其他	2,703	2,527	2,696	2,768	2,843
流动负债合计	14,913	17,566	19,518	21,402	23,075
长期借款	3,012	1,101	1,101	1,101	1,101
应付债券	0	3,116	3,084	3,084	3,084
其他	1,095	992	992	992	992
非流动负债合计	4,107	5,208	5,177	5,177	5,177
负债合计	19,020	22,774	24,695	26,579	28,252
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	2,209	2,210	2,211	2,211	2,211
资本公积	2,046	1,901	1,908	1,908	1,908
留存收益	7,885	8,644	11,109	13,445	16,441
其他	(91)	326	410	410	410
股东权益合计	12,050	13,082	15,638	17,974	20,970
负债和股东权益总计	31,070	35,857	40,332	44,554	49,222

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,734	1,857	2,464	3,076	3,918
折旧摊销	431	817	603	682	673
财务费用	96	203	402	369	330
投资损失	(83)	(112)	(100)	(100)	(100)
营运资金变动	(969)	(3,560)	(1,616)	(1,503)	(1,716)
其它	229	(307)	160	0	0
经营活动现金流	1,437	(1,102)	1,913	2,524	3,105
资本支出	(1,823)	(1,711)	(524)	(324)	(224)
长期投资	(44)	(11)	0	0	0
其他	(1,144)	236	100	100	100
投资活动现金流	(3,011)	(1,487)	(424)	(224)	(124)
债权融资	3,812	994	(31)	0	0
股权融资	512	(144)	7	0	0
其他	(2,500)	1,542	(928)	(1,365)	(1,929)
筹资活动现金流	1,824	2,391	(952)	(1,365)	(1,929)
汇率变动影响	(29)	(87)	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	221	(285)	537	935	1,053

利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	47,696	55,300	65,713	75,063	85,591
营业成本	42,810	49,981	59,169	67,405	76,459
营业税金及附加	62	50	79	90	103
营业费用	220	311	460	525	599
管理费用及研发费用	2,700	2,811	2,946	3,316	3,782
财务费用	96	203	402	369	330
资产减值损失	4	20	0	0	0
公允价值变动收益	(6)	45	0	0	0
投资净收益	83	112	100	100	100
其他	79	53	52	52	52
营业利润	1,962	2,132	2,809	3,508	4,471
营业外收入	15	20	20	20	20
营业外支出	3	13	13	13	13
利润总额	1,974	2,139	2,816	3,515	4,478
所得税	240	282	352	439	560
净利润	1,734	1,857	2,464	3,076	3,918
少数股东损益	(6)	(1)	0	0	0
归属于母公司净利润	1,739	1,858	2,464	3,076	3,918
每股收益（元）	0.79	0.84	1.11	1.39	1.77

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	28%	16%	19%	14%	14%
营业利润	38%	9%	32%	25%	27%
归属于母公司净利润	38%	7%	33%	25%	27%
获利能力					
毛利率	10.2%	9.6%	10.0%	10.2%	10.7%
净利率	3.6%	3.4%	3.8%	4.1%	4.6%
ROE	15.6%	14.8%	17.2%	18.3%	20.1%
ROIC	12.7%	11.0%	13.1%	14.4%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	61.2%	63.5%	61.2%	59.7%	57.4%
净负债率	0.0%	10.6%	1.8%	0.0%	0.0%
流动比率	1.65	1.62	1.70	1.76	1.86
速动比率	1.19	1.11	1.15	1.19	1.26
营运能力					
应收账款周转率	5.4	4.8	4.8	4.7	4.7
存货周转率	7.6	6.3	6.0	5.9	5.9
总资产周转率	1.8	1.7	1.7	1.8	1.8
每股指标（元）					
每股收益	0.79	0.84	1.11	1.39	1.77
每股经营现金流	0.65	-0.50	0.87	1.14	1.40
每股净资产	5.45	5.92	7.07	8.13	9.49
估值比率					
市盈率	18.1	17.0	12.8	10.3	8.1
市净率	2.6	2.4	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	12.7	10.0	8.3	6.9	5.8
EV/EBIT	15.3	13.5	9.8	8.1	6.6

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn