

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

核心观点

三季度营收同比增长 44.5%，归母净利润同比增长 90.0%。公司 1-3Q22 营收 495.30 亿元 (YoY +35.6%)，归母净利润 21.71 亿元 (YoY +93.4%)，扣非后归母净利润 21.88 亿元 (YoY +118%)；其中 3Q22 营收 205.90 亿元 (YoY +44.5%，QoQ +37.4%)，归母净利润 10.86 亿元 (YoY +90.0%，QoQ +68.3%)，扣非后归母净利润 10.93 亿元 (YoY +102%，QoQ +60.2%)。3Q22 业绩高增长得益于：1) 苹果新品需求旺盛，公司 SiP 模组供应份额提升，同时产能稼动率提升；2) 汽车电子业务中毛利率较高的 Powertrain、Power Module 产品营收快速增长；3) 人民币贬值带动毛利率同比提升以及形成汇兑收益。

三季度综合毛利率同比小幅提升，前三季度汽车电子营收同比增长 80.7%。公司 3Q22 毛利率同比提升 0.25pct 至 10.83%，主要受益于人民币贬值及产能利用率提升。公司加强费用管控，3Q22 期间费用率同比下降 1.54pct 至 4.79%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别同比下降 0.37、0.01、0.72、0.43pct。1-3Q22 公司通讯、消费电子、工业、电脑及存储、汽车电子、医疗电子类业务营收占比分别为 37.1%、31.2%、13.2%、10.7%、6.7%、0.2%，营收同比增速分别为 32.3%、35.5%、23.0%、48.0%、80.7%、-19.9%。

汽车电子业务 Powertrain 新品快速放量，利润弹性较大。公司汽车电子业务涵盖车身控制系统、域控制器、动力系统、先进驾驶辅助等领域，其中与新能源汽车相关的动力总成 (Powertrain) 是公司汽车电子业务最重要的发展方向，产品包括功率模组 (Power Module)、主逆变器、车载充电、电池管理、高压配电单元、电子泵等，客户包括品牌车厂及 Tier1 厂商。公司预计 22 年 Powertrain 营收占车电业务的比例将达到 20%，预计 25 年占比将超过 50%；考虑到 Powertrain 产品毛利率达到 20% 以上，盈利性高于公司传统汽车电子产品，公司 Powertrain 新品在快速放量的同时将贡献较大利润弹性。

投资建议：给予“买入”评级。我们看好：1) 公司 SiP 模组行业龙头地位进一步巩固，同时受益于苹果及其他新客户对于 SiP 模组的需求增长；2) 汽车电子业务 Powertrain 营收快速增长，成为新的业绩增长点。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 36.0%/25.9%/21.5% 至 752.03/946.69/1150.16 亿元，归母净利润同比增长 76.8%/22.6%/20.0% 至 32.84/40.27/48.32 亿元，对应 22-24 年 PE 为 12.5/10.2/8.5 倍，给予“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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	47,696	55,300	75,203	94,669	115,016
(+/-%)	28.2%	15.9%	36.0%	25.9%	21.5%
净利润 (百万元)	1739	1858	3284	4027	4832
(+/-%)	37.8%	6.8%	76.8%	22.6%	20.0%
每股收益 (元)	0.79	0.84	1.49	1.83	2.19
EBIT Margin	4.0%	3.9%	4.8%	4.8%	4.8%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	14.2%	21.9%	23.2%	24.4%
市盈率 (PE)	23.7	22.2	12.5	10.2	8.5
EV/EBITDA	25.0	21.4	17.0	14.7	13.1
市净率 (PB)	3.42	3.16	2.74	2.38	2.08

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

基础数据

投资评级	买入 (上调)
合理估值	
收盘价	18.68 元
总市值/流通市值	41171/40685 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	207.59 百万元

市场走势

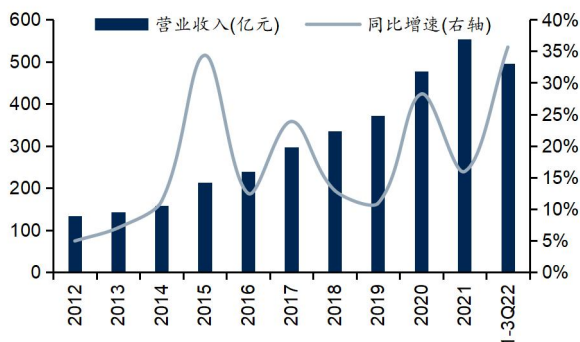


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

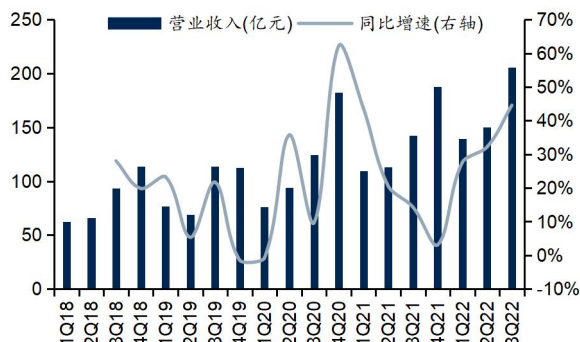
- 《环旭电子-601231-2019 年业绩快报点评：SiP 龙头，迈向全球》——2020-02-07
- 《环旭电子-601231-重大事件快评：4 月营收同比增长，快速成长时期即将开启》——2014-05-07
- 《环旭电子-601231-2014 年一季报点评：一季度业绩好于市场预期，微小化系统模组将助公司快速成长》——2014-04-28
- 《环旭电子-601231-重大事件快评：非公开发行募集资金，环维大扩产》——2014-04-15
- 《环旭电子-601231-2013 年报点评：符合电子产品短小轻薄趋势，业绩拐点即将出现》——2014-03-27

图1: 公司营业收入及同比增速



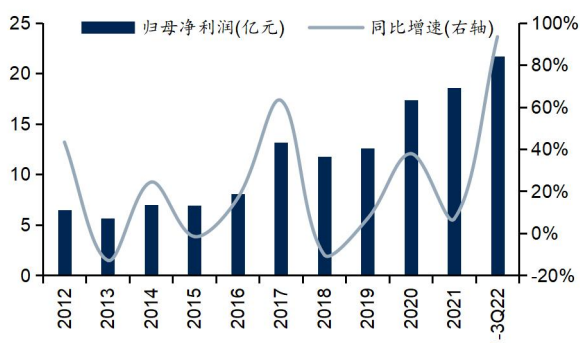
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



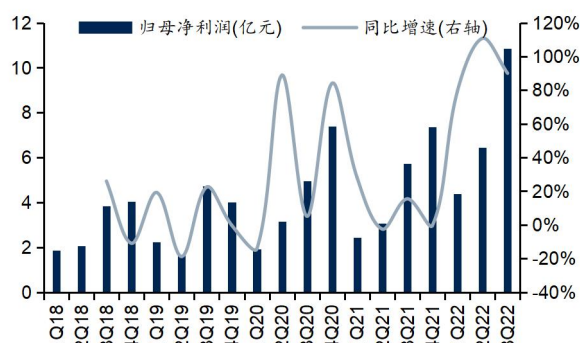
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



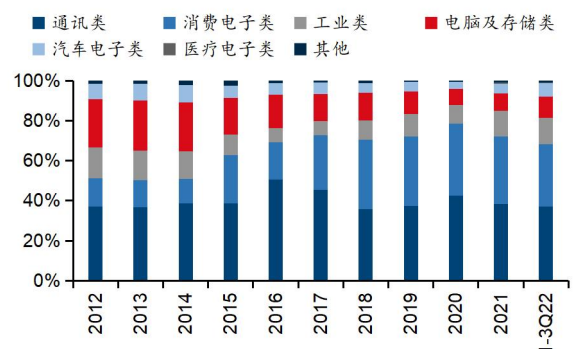
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



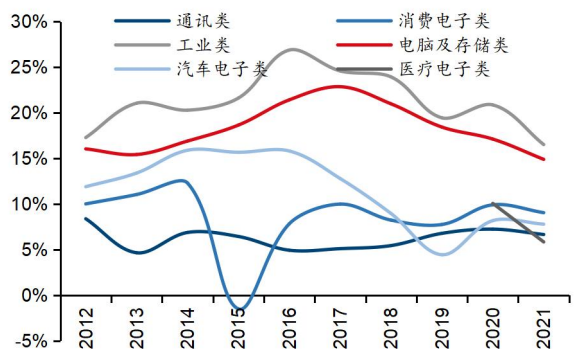
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



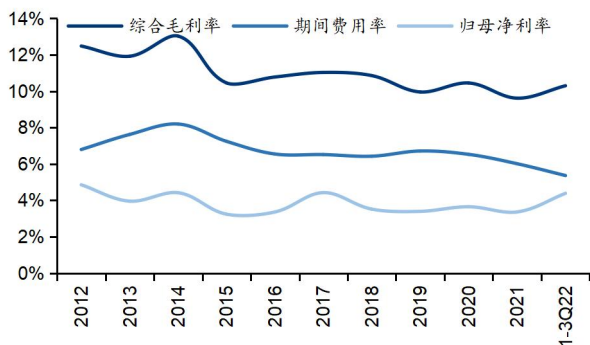
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



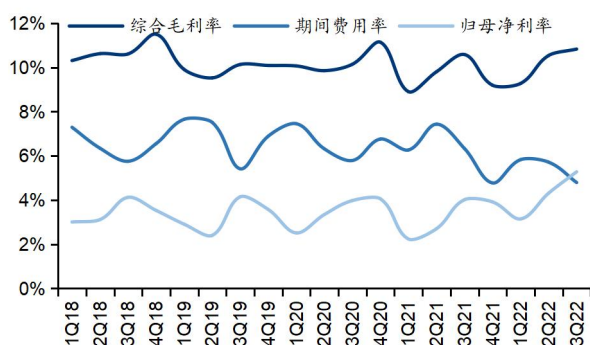
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



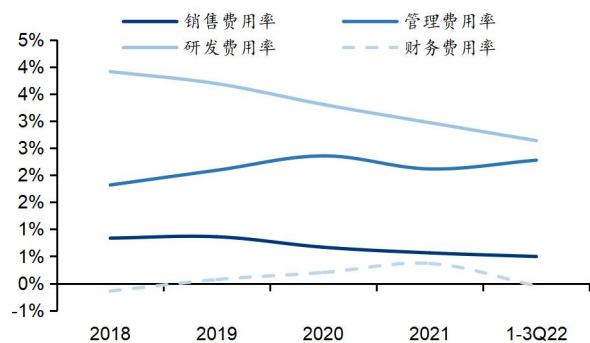
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度综合毛利率、归母净利率、期间费用率



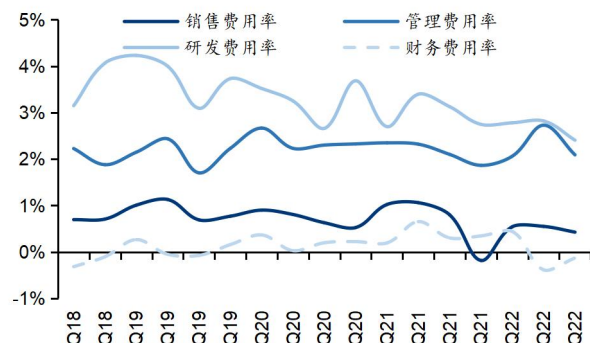
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	6333	6034	6597	6649	6703	营业收入	47696	55300	75203	94669	115016
应收款项	10539	12668	16268	21028	25591	营业成本	42711	49981	67621	84910	102885
存货净额	6748	9038	10598	14089	17319	营业税金及附加	62	50	81	103	118
其他流动资产	764	658	963	1285	1467	销售费用	318	311	306	517	581
流动资产合计	24567	28495	34531	43160	51195	管理费用	1123	1169	1593	2066	2527
固定资产	3074	4240	5550	6852	8173	研发费用	1576	1641	2007	2491	3328
无形资产及其他	290	453	435	417	399	财务费用	96	203	23	127	197
投资性房地产	2475	2126	2126	2126	2126	投资收益	83	112	91	95	99
长期股权投资	532	543	570	589	613	资产减值及公允价值变动	(18)	26	41	8	12
资产总计	30938	35857	43212	53145	62506	其他收入	86	51	66	68	62
短期借款及交易性金融负债	1310	3201	3337	5481	7762	营业利润	1962	2132	3771	4627	5554
应付款项	11835	12559	17356	22314	26504	营业外净收支	12	7	10	10	9
其他流动负债	1768	1806	2471	3244	3819	利润总额	1974	2139	3781	4636	5563
流动负债合计	14913	17566	23164	31038	38085	所得税费用	240	282	499	612	734
长期借款及应付债券	3012	4217	3373	2361	1653	少数股东损益	(6)	(1)	(2)	(3)	(3)
其他长期负债	965	992	1022	1055	1090	归属于母公司净利润	1739	1858	3284	4027	4832
长期负债合计	3976	5208	4395	3416	2743	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18890	22774	27559	34454	40827	净利润	1734	1857	3282	4025	4829
少数股东权益	(1)	0	(1)	(3)	(4)	资产减值准备	15	7	10	6	7
股东权益	12050	13082	15031	17322	19789	折旧摊销	502	847	436	561	678
负债和股东权益总计	30938	35857	42589	51774	60612	公允价值变动损失	18	(26)	(41)	(8)	(12)
关键财务与估值指标						财务费用	96	203	23	127	197
每股收益	0.79	0.84	1.49	1.83	2.19	营运资本变动	(2359)	(3167)	36	(2803)	(3169)
每股红利	0.20	0.53	0.61	0.79	1.07	其它	1432	(824)	(32)	(131)	(202)
每股净资产	5.45	5.92	6.82	7.86	8.98	经营活动现金流	1437	(1102)	3714	1775	2326
ROIC	23%	19%	23%	26%	28%	资本开支	(1056)	(1515)	(1696)	(1843)	(1975)
ROE	14%	14%	22%	23%	24%	其它投资现金流	(1955)	28	(35)	(25)	(28)
毛利率	10%	10%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(3011)	(1487)	(1731)	(1867)	(2003)
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	(29)	11	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	5%	5%	5%	负债净变化	2981	(1910)	(220)	(264)	(185)
收入增长	28%	16%	36%	26%	21%	支付股利、利息	(444)	(1173)	(1335)	(1736)	(2366)
净利润增长率	38%	7%	77%	23%	20%	其它融资现金流	(683)	5463	136	2144	2282
资产负债率	61%	64%	65%	67%	67%	融资活动现金流	1824	2391	(1420)	143	(269)
息率	1.1%	2.8%	3.2%	4.2%	5.7%	现金净变动	221	(285)	563	51	54
P/E	23.7	22.2	12.5	10.2	8.5	货币资金的期初余额	6083	6303	6018	6581	6633
P/B	3.4	3.2	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	6303	6018	6581	6633	6687
EV/EBITDA	25.0	21.4	17.0	14.7	13.1	企业自由现金流	0	(1971)	1897	(108)	375
						权益自由现金流	0	1581	1706	1662	2301

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。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所提及的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