

# 环旭电子 (601231.SH)

## 需求平淡影响 Q1 业绩，汽车电子加速放量

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	55,300	68,516	76,053	85,445	93,990
增长率 yoy (%)	15.9	23.9	11.0	12.4	10.0
归母净利润 (百万元)	1,858	3,060	3,238	3,815	4,373
增长率 yoy (%)	6.8	64.7	5.8	17.8	14.6
ROE (%)	14.2	19.4	17.9	18.2	17.8
EPS 最新摊薄 (元)	0.84	1.39	1.47	1.73	1.98
P/E (倍)	16.7	10.1	9.6	8.1	7.1
P/B (倍)	2.5	2.0	1.8	1.5	1.3

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**事件:** 公司发布 2023 年一季报, 2023 年 Q1 公司实现营业收入 129.98 亿元, 同比-6.85%, 环比-31.54%; 实现归母净利润 2.77 亿元, 同比-36.79%, 环比-68.79%; 实现扣非净利润 2.20 亿元, 同比-46.78%, 环比-73.28%。

**需求平淡影响 Q1 业绩, 汽车电子表现亮眼:** 2023 年 Q1 公司业绩短期承压, 主要系: 1) Q1 为通讯及消费电子类业务传统淡季, 出货量季节性减少; 2) 下游客户持续削减资本开支, 云端及服务器订单需求减弱; 3) 本期计提资产减值损失和信用减值损失增加。分产品看, 通讯类营收 45.76 亿元, 同比-17.49%; 消费电子类营收 37.52 亿元, 同比-5.25%; 工业类营收 21.64 亿元, 同比+15.23%; 云端及存储类营收 10.94 亿元, 同比-22.33%; 车电类营收 12.01 亿元, 同比+30.12%。2023 年 Q1 公司毛利率为 9.08%, 同比-0.19pct, 环比-1.91pcts; 净利率为 2.13%, 同比-1.02pcts, 环比-2.55pcts。毛利率及净利率有所波动, 主要系 Q1 消费电子类业务毛利率大幅下滑拖累所致。费用方面, 2023 年 Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.59%/2.05%/3.07%/0.64%, 同比变动分别为 +0.05%/-0.01%/+0.29%/+0.20pct, 其中财务费用率增长主要系本期产生外币兑换损失增加及可转债利息费用增加所致。

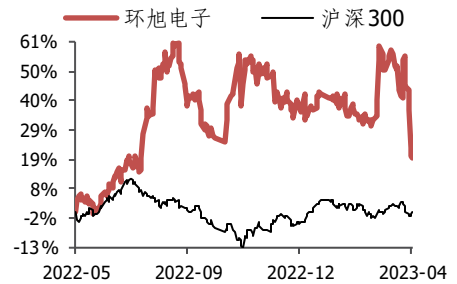
**SiP 模组微小化领导者, XR+手机模组贡献可观增量:** 目前公司 SiP 业务以 A 客户为主, 持续受益于 A 客户手机、可穿戴产品持续放量。SiP 模组主要应用于 AR/VR 领域, 据 IDC 最新预测, 2023 年全球 AR/VR 头显出货将同比增长 14%至 1010 万台, 2023-2027 年 CAGR 为 32.6%。公司今年已有 A 客户相关的 SiP 产品少量出货, 主要为 WiFi6E 模组, 同时公司配合 A 客户开发多功能整合的系统级模组, 未来有望受益于 A 客户头显新品发布。随着“元宇宙”相关领域的持续发展, 未来公司将继续布局在 XR 智能头戴式设备, 包括 WiFi 模组、多功能集成的系统级 SiP 模组。非 A 客户的 WiFi 模组需求增快, 主要订单为北美手机厂商的 WiFi6E SiP 模组。WiFi7 预计于 2024 年下半年投入商用, 智能手机开始导入 WiFi7 模组, 将增加对 WiFi7 SiP 模组需求, 在 WiFi 芯片厂商的推动下, 安卓手机将带来大量需求订单, 公司 SiP 模组业务将有望充分受益 WiFi7 SiP 模组需求放量。XR 及手机 WiFi 模组双轮驱动, 将在未来为公司贡献可观增量, 公司全球 SiP 龙头地位有望得到巩固。

### 增持 (维持评级)

#### 股票信息

行业	电子
2023 年 4 月 28 日收盘价 (元)	14.07
总市值 (百万元)	31,054.56
流通市值 (百万元)	30,689.59
总股本 (百万股)	2,207.15
流通股本 (百万股)	2,181.21
近 3 月日均成交额 (百万元)	285.39

#### 股价走势



#### 作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulanian@cgws.com

#### 相关研究

- 《盈利能力持续提升, 汽车电子驱动二次增长—环旭电子年报点评》2023-04-07
- 《业绩高速增长, 汽车电子及 SiP 业务动能强劲—环旭电子 (601231) 公司动态点评》2022-10-28
- 《SiP 持续发挥成长动能, 汽车电子业务超预期—环旭电子 (601231) 公司动态点评》2022-07-29

**深度布局汽车电子业务，看好功率模组持续放量：**公司以汽车电子“电动化”为发展重点，大力投资和研发功率模组及电驱逆变器、BMS、OBC等车用功率产品；同时兼顾“智能化”和“网联化”领域，拓展智能座舱、ADAS、车载通讯领域的新产品和业务。根据 Digital Journal 预测，全球汽车功率模组市场将从 2020 年 38 亿美元增长至 2029 年 118.7 亿美元，2020-2029 年 CAGR 为 13.5%。功率模组存在竞争门槛，公司具备相应的竞争优势。公司 IGBT 功率模组已于 2022 年下半年通过客户验证，正式量产用于电动车用逆变器。2023 年将开始量产 SiC 功率模组。2023 年功率模块出货量有望达到几倍增长，Powertrain 相关产品同比增长有望超过 50%。随着功率模组持续放量及新产品导入，汽车电子业务有望维持较快增长幅度，公司预计 2023 年全年汽车电子营收增速在 20%左右。3 月公司发布公告宣布拟以 4800 万美元收购泰科电子的汽车无线业务，预计 Q3 完成交割。车规级功率产品技术要求严格，公司深耕汽车电子多年，具有丰富的车电业务 EMS 制造经验，掌握从芯片、模组到系统端的关键制程技术，随着汽车智能化不断升级，功率模组需求不断增长，公司有望充分受益汽车电子赛道红利。

**维持“增持”评级：**公司业务涵盖通讯、消费电子、云端及存储、工业电子及医疗、汽车电子等五大领域，整体业务纵横双向发展，通过实施跨细分领域、跨行业的横向整合，持续优化产品结构，丰富产品矩阵。同时，公司通过强化核心零组件产品及整机产品的纵向垂直整合，增强客户粘性和拓展优质客户，强化供应链韧性优势。公司营收规模有望保持稳定增长，盈利能力有望持续提升。预计公司 2023-2025 年归母净利润为 32.38/38.15/43.73 亿元，对应 EPS 为 1.47/1.73/1.98 元，对应 PE 为 10/8/7 倍。

**风险提示：**大客户出货不及预期，下游需求不及预期，贸易摩擦加剧，汇率波动影响。

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	28495	30851	38014	40070	46632
现金	6034	7695	10227	9669	14393
应收票据及应收账款	12538	11165	17508	14777	19652
其他应收款	129	137	181	178	206
预付账款	51	73	43	100	57
存货	9038	10910	9270	14559	11510
其他流动资产	704	871	785	787	814
<b>非流动资产</b>	7362	7723	7619	7461	7119
长期投资	543	611	691	776	878
固定资产	3442	4457	4213	4010	3681
无形资产	453	415	409	403	379
其他非流动资产	2924	2240	2306	2272	2181
<b>资产总计</b>	35857	38574	45633	47531	53751
<b>流动负债</b>	17566	18748	24050	23761	27240
短期借款	2481	4499	2452	6392	3365
应付票据及应付账款	12559	11056	18885	14210	20844
其他流动负债	2527	3192	2713	3159	3031
<b>非流动负债</b>	5208	4077	3497	2677	1755
长期借款	4217	3303	2543	1770	877
其他非流动负债	992	774	954	906	878
<b>负债合计</b>	22774	22825	27547	26438	28995
少数股东权益	0	0	-4	-7	-9
股本	2210	2207	2207	2207	2207
资本公积	2242	2235	2235	2235	2235
留存收益	8644	11138	13019	15513	18319
归属母公司股东权益	13082	15749	18090	21100	24766
<b>负债和股东权益</b>	35857	38574	45633	47531	53751

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-1102	3435	6619	-2104	10032
净利润	1857	3060	3233	3813	4370
折旧摊销	941	940	889	998	1115
财务费用	203	19	58	31	-76
投资损失	-112	-139	-111	-121	-123
营运资金变动	-4145	-728	2473	-6844	4689
其他经营现金流	153	284	78	19	57
<b>投资活动现金流</b>	-1487	-1524	-593	-672	-637
资本支出	1515	1671	538	779	710
长期投资	-76	-6	-80	-85	-102
其他投资现金流	104	153	25	192	175
<b>筹资活动现金流</b>	2391	-502	-3495	-1029	-1423
短期借款	2105	2019	-2048	3941	-3027
长期借款	1205	-914	-759	-773	-893
普通股增加	1	-3	0	0	0
资本公积增加	61	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-981	-1596	-688	-4196	2498
<b>现金净增加额</b>	-285	1660	2532	-3806	7972

**利润表 (百万元)**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	55300	68516	76053	85445	93990
营业成本	49981	61327	67984	76301	83815
营业税金及附加	50	55	76	77	85
销售费用	311	324	400	445	476
管理费用	1169	1422	1659	1815	1999
研发费用	1641	2034	2343	2569	2837
财务费用	203	19	58	31	-76
资产和信用减值损失	-20	-109	-52	-75	-99
其他收益	51	56	61	56	58
公允价值变动收益	45	32	23	33	29
投资净收益	112	139	111	121	123
资产处置收益	2	9	4	5	6
<b>营业利润</b>	2132	3461	3681	4348	4972
营业外收入	20	25	20	22	22
营业外支出	13	9	8	10	9
<b>利润总额</b>	2139	3477	3693	4360	4985
所得税	282	417	460	547	615
<b>净利润</b>	1857	3060	3233	3813	4370
少数股东损益	-1	0	-4	-3	-3
<b>归属母公司净利润</b>	1858	3060	3238	3815	4373
EBITDA	3214	4564	4620	5398	6078
EPS (元/股)	0.84	1.39	1.47	1.73	1.98

**主要财务比率**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	15.9	23.9	11.0	12.4	10.0
营业利润 (%)	8.7	62.3	6.4	18.1	14.3
归属母公司净利润 (%)	6.8	64.7	5.8	17.8	14.6
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	9.6	10.5	10.6	10.7	10.8
净利率 (%)	3.4	4.5	4.3	4.5	4.6
ROE (%)	14.2	19.4	17.9	18.2	17.8
ROIC (%)	9.4	13.1	13.6	12.8	14.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.5	59.2	60.4	55.6	53.9
净负债比率 (%)	13.7	5.8	-23.3	-2.3	-37.3
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	1.1	1.0	1.2	1.0	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
应收账款周转率	4.8	5.8	5.3	5.3	5.5
应付账款周转率	4.1	5.2	4.5	4.6	4.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.84	1.39	1.47	1.73	1.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.50	1.56	3.00	-0.95	4.55
每股净资产 (最新摊薄)	5.74	6.95	7.99	9.32	10.94
<b>估值比率</b>					
P/E	16.7	10.1	9.6	8.1	7.1
P/B	2.5	2.0	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	10.2	6.9	5.8	5.6	3.6

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

### 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院，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。

### 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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：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。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	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个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

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

#### 上海

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>

#### 北京

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