

环旭电子 (601231.SH)

云端及存储业务受益于 AI 算力升级，收购泰科汽车无线业务

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电子 · 消费电子

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师:	胡剑	021-60893306	hujian1@guosen.com.cn	执证编码: S0980521080001
证券分析师:	胡慧	021-60871321	huhui2@guosen.com.cn	执证编码: S0980521080002
证券分析师:	周靖翔	021-60375402	zhoujingxiang@guosen.com.cn	执证编码: S0980522100001
证券分析师:	李梓澎	0755-81981181	lizipeng@guosen.com.cn	执证编码: S0980522090001
证券分析师:	叶子	0755-81982153	yezi3@guosen.com.cn	执证编码: S0980522100003
联系人:	詹浏洋	010-88005307	zhanliuyang@guosen.com.cn	

事项:

事件: 3月9日苹果批准了一款适用于 Apple Watch 的 ChatGPT 应用程序 watchGPT (现更名为 Petey), 用户可直接在 Apple Watch 上和 ChatGPT 互动, 无需键入即可快速获得问题的答案或生成相关消息, 可通过短信、电子邮件或社交媒体向他人分享与 ChatGPT 互动的记录。

公告: 3月20日环旭电子公告其全资子公司环鸿电子拟与 Ample Trading 合资设立 SPV 公司, SPV 公司股本总额为 5300 万美元, 其中环鸿电子出资 75.1%, Ample Trading 出资 24.9%, 由 SPV 公司收购泰科电子汽车无线业务, 标的业务整体估值为 4800 万美元。标的业务资产包括注册于德国、匈牙利、中国、美国、法国的子公司 100% 股权, 以及与标的业务相关的日本资产。标的业务主要包括汽车天线、调谐器及车载资通讯相关产品的研发、设计、和生产, 并为客户提供完整的解决方案。

国信电子观点:

智能手表拓展 AI 应用场景, 公司 SiP 业务同步受益。根据 IDC 数据, 2022 年苹果 iPhone 出货量同比下降 4%, AirPods 出货量同比下降 12%, Apple Watch 出货量同比增长 13%, 在公司 SiP 份额维持在较高水平的支撑下, 2022 年公司 SiP 业务维持稳健增长。2023 年以来, ChatGPT 等 AI 大语言模型兴起, 有望多维度丰富各类电子终端的人机交互场景。我们看好在人工智能应用的加持下 Apple Watch 出货量进一步攀升, 公司作为苹果 Apple Watch 的 SiP 模组核心供应商将同步受益。

AI 推动服务器升级换代, 利好公司云端及存储类业务。2022 年公司云端及存储类业务营收 69.89 亿元, 同比增长 41%。公司为客户提供 ODM/JDM/EMS 服务器、存储、NAS 和 SSD 产品以及制造服务, 提供 L10 系统设计服务, 包括主板、固件 BIOS 和 BMC、子卡、外壳和散热设计以及系统集成, 服务亚马逊、联想、超微、Mellanox 等知名客户。目前全球算力需求增长正进入爆发阶段, 云计算基础设施作为算力 AI 服务资源, 其重要性日益突显, 公司相关业务有望延续高增长态势。

收购泰科电子汽车无线业务增厚车电业务体量, Power 类产品持续放量。2022 年公司汽车电子类业务营收 45.52 亿元, 同比增长 72%, 主要来自于动力总成 (Powertrain)、功率模组 (Power Module) 产品营收快速增长。此次收购泰科电子汽车无线业务将有利于公司优化产品组合和客户结构, 丰富产品类别及客户数量, 深化车联网产品布局, 实现从模组延伸到系统解决方案的业务布局。同时, 凭借标的业务在海外的销售渠道和客户关系, 可以提升公司在欧洲、北美等地区的市场影响力和全球竞争力。

我们看好: 1) 公司 SiP 模组行业龙头地位巩固, 同时受益于苹果及其他新客户对于 SiP 模组的需求增长; 2) 全球算力需求快速增长, 人工智能推动服务器更新换代, 公司云端及存储类业务受益; 3) 汽车电子业务 Power 产品营收快速增长, 成为新的业绩增长点。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 23.9%/13.1%/12.1% 至 685.16/775.08/869.18 亿元, 归母净利润同比增长 64.7%/12.7%/13.5% 至 30.60/34.49/39.13 亿元, 对应 22-24 年 PE 为 13.1/11.6/10.2 倍, 维持“买入”评级。

◆ 苹果 iPhone、iPad、Apple Watch、AirPods 出货量

图1: 苹果 iPhone 出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图2: 苹果 iPad 出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图3: 苹果 Apple Watch 出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图4: 苹果 AirPods 出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图5: 苹果批准了一款适用于 Apple Watch 的 ChatGPT 应用程序 watchGPT (现更名为 Petey)



资料来源: IT 之家, 国信证券经济研究所整理

◆ 全球服务器、以太网交换机出货量、出货金额

图6: 全球服务器出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图7: 全球服务器出货金额及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图8: 全球以太网交换机端口出货量及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

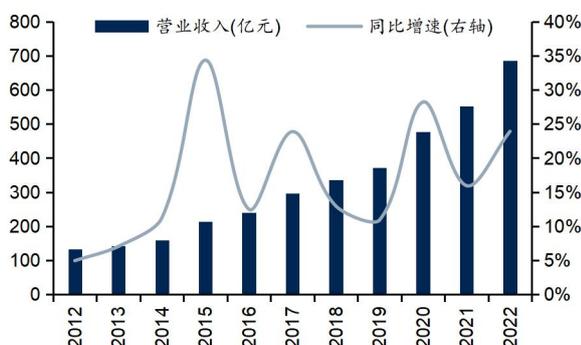
图9: 全球以太网交换机端口出货金额及同比增速



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

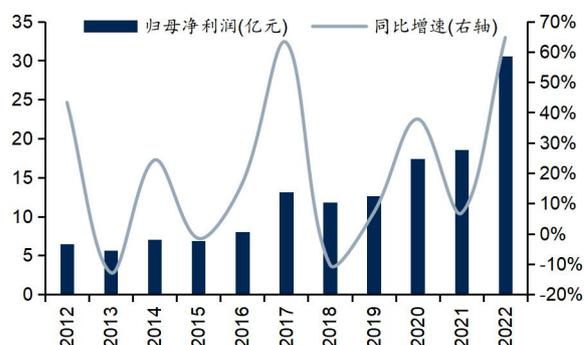
◆ 环旭电子财务数据

图10: 公司营业收入及同比增速



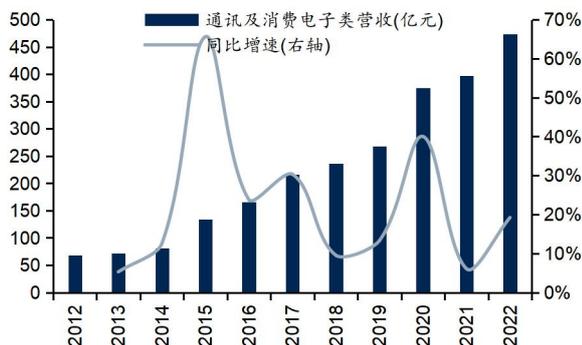
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司归母净利润及同比增速



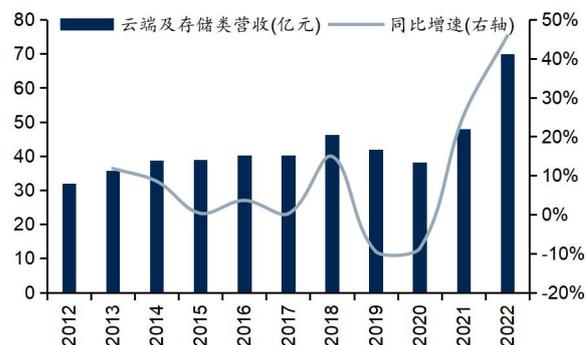
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 公司通讯及消费电子类业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 公司云端及存储类业务营收及同比增速



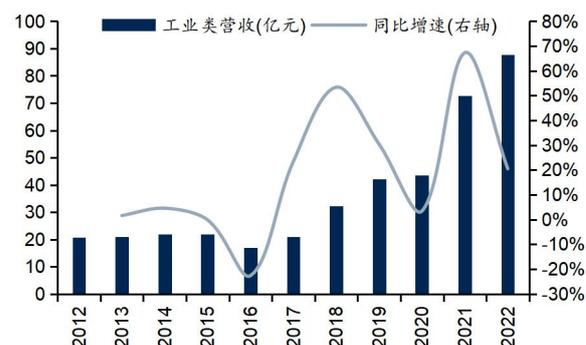
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 公司汽车电子类业务营收及同比增速



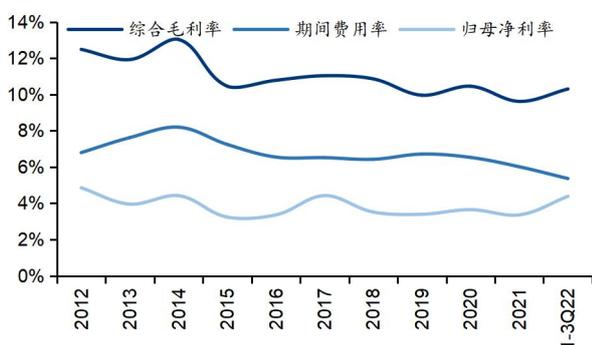
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 公司工业类业务营收及同比增速



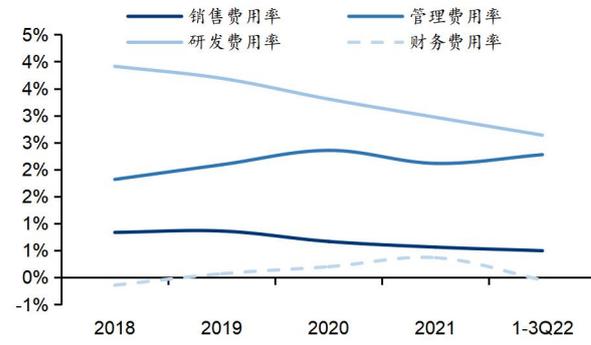
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 公司毛利率、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17: 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

◆ 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。

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	6480	6437	6460	营业收入	47696	55300	68516	77508	86918
应收款项	10539	12668	14821	17216	19340	营业成本	42711	49981	61652	69519	77760
存货净额	6748	9038	9597	11423	12937	营业税金及附加	62	50	74	85	89
其他流动资产	947	755	1024	1229	1327	销售费用	318	311	295	429	448
流动资产合计	24567	28495	31923	36304	40063	管理费用	1123	1169	1453	1695	1914
固定资产	3074	4240	5078	5667	6041	研发费用	1576	1641	1883	2142	2561
无形资产及其他	290	453	435	417	399	财务费用	96	203	57	104	118
其他长期资产	2475	2126	2216	2304	2394	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	109	95	116
资产总计	30938	35857	40222	45282	49509	其他	86	51	210	237	253
短期借款及交易性金融负债	1310	3201	2133	2436	2707	营业利润	1962	2132	3513	3961	4496
应付款项	11835	12559	15716	18091	19797	营业外净收支	12	7	10	10	9
其他流动负债	1768	1806	2239	2631	2854	利润总额	1974	2139	3523	3971	4505
流动负债合计	14913	17566	20088	23158	25359	所得税费用	240	282	465	524	594
长期借款及应付债券	3012	4217	4217	4217	4217	少数股东损益	(6)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	965	992	1021	1051	1083	归属于母公司净利润	1739	1858	3060	3449	3913
长期负债合计	3976	5208	5237	5268	5299	现金流量表 (百万元)					
负债合计	18890	22774	25326	28426	30658	净利润	1734	1857	3058	3447	3911
少数股东权益	(1)	0	(2)	(4)	(7)	资产减值准备	12	19	(59)	(66)	(74)
股东权益	12050	13082	14898	16860	18858	折旧摊销	502	847	816	1136	1420
负债和股东权益总计	30938	35857	40222	45282	49509	公允价值变动损失	6	(45)	(50)	(29)	(41)
关键财务与估值指标						财务费用	35	264	57	104	118
每股收益	0.79	0.84	1.39	1.57	1.78	营运资本变动	(2461)	(3262)	597	(1686)	(1823)
每股红利	0.20	0.53	0.56	0.67	0.87	其它	1609	(782)	3	(38)	(43)
每股净资产	5.45	5.92	6.76	7.65	8.56	经营活动现金流	1437	(1102)	4421	2867	3466
ROIC	23%	19%	22%	23%	24%	资本开支	(1056)	(1515)	(1635)	(1707)	(1776)
ROE	14%	14%	21%	20%	21%	其它投资现金流	(1955)	28	(28)	(19)	(23)
毛利率	10%	10%	10%	10%	11%	投资活动现金流	(3011)	(1487)	(1663)	(1726)	(1799)
EBIT Margin	4%	4%	5%	5%	5%	权益性融资	67	11	0	0	0
EBITDA Margin	5%	5%	6%	6%	6%	负债净变化	2981	(1910)	0	0	0
收入增长	28%	16%	24%	13%	12%	支付股利、利息	(444)	(1173)	(1244)	(1487)	(1916)
净利润增长率	38%	7%	65%	13%	13%	其它融资现金流	(779)	5463	(1068)	302	272
资产负债率	61%	64%	63%	63%	62%	融资活动现金流	1824	2391	(2312)	(1185)	(1644)
息率	1.1%	2.9%	3.1%	3.7%	4.8%	现金净变动	221	(285)	446	(43)	23
P/E	23.1	21.6	13.1	11.6	10.2	货币资金的期初余额	6083	6303	6018	6464	6421
P/B	3.3	3.1	2.7	2.4	2.1	货币资金的期末余额	6303	6018	6464	6421	6444
EV/EBITDA	24.5	21.0	16.4	14.3	12.7	企业自由现金流	(1342)	(2067)	2519	901	1420
						权益自由现金流	860	1486	1342	1113	1589

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