

2025 年 11 月 23 日

环旭电子（601231.SH）

公司快报

电子 | 消费电子组件III

SiP 技术行业领导者，步入新一轮成长期

投资要点：

- ◆ **电子制造服务行业全球知名厂商，SiP 微小化技术的行业领导者：**环旭电子成立于 2003 年 1 月 2 日，是全球电子设计制造服务领导厂商，在 SiP(System-in-Package) 模组领域居行业领先地位。SiP 模组是异构集成的电子系统，是将芯片及被动器件整合在一个模块中，达到缩小功能模块面积、提高电路系统效率及屏蔽电磁干扰等效果。通过微小化技术，可以减小大多数电子系统占用的尺寸和空间，特别适合移动通讯设备、智能物联网(AIoT)和可穿戴电子产品的发展需求，也有机会在机器人所需电子器件中得到应用。公司坚持深耕 SiP 模组的研发领域，保持业界领先。2020 年底，公司设立微小化研发创新中心（MCC），围绕微小化技术和 SiP 模组的应用推广，服务国内外客户对微小化、模组化的产品需要，提供从设计到制造的“一站式服务”。公司 2025 年上半年实现营业收入 272.14 亿元，较 2024 年上半年的 273.86 亿元同比减少 0.63%，主要原因为：（1）消费电子类产品营业收入同比增长 8.60%，主要因主要客户市场促销带动销量增加；（2）汽车电子类产品营业收入同比减少 16.04%，主要因重要客户减少外包制造的订单及客户需求影响；（3）云端及存储类产品营业收入同比减少 3.61%，主要因重要客户转单对营收影响较大，服务器板卡业务上半年增长良好；（4）通讯类产品营业收入同比减少 3.21%，主要因客户新产品量产晚于去年时点。2025 年 Q3，公司单季度实现营收 164.27 亿元，同比（上年同期调整后）下降 1.16%，归属于上市公司股东的净利润 6.25 亿元，同比（上年同期调整后）增长 21.98%。

- ◆ **光模块、智能眼镜、AI 加速卡等多维度开拓，新一轮成长可期：**公司在多个业务方向持续开拓，包括：（1）在光模块方面，公司从 2024 年开始布局光模块业务，从自主研发设计开始，目的是要掌握产品设计的核心技术。2025 年三季度公司发布 1.6T 光模块的设计，采用主流的 DR8 架构，可以支持 100m-500m 的传输，并采用单模光纤，以确保资料传输的稳定性和可靠性。目前公司正在积极进行样品的测试以及送样；（2）智能眼镜方面，根据公司 2025 年 10 月 29 日发布的《接待投资者调研纪要》显示，今年公司取得智能眼镜头部品牌客户的 WiFi 模组以及其主要份额的眼镜主板（MLB, mainlogicboard）SiP 模组业务。从 2025 年 8 月开始公司有 WiFi 模组的量产出货。展望未来，眼镜这个品类对“轻薄短小”的要求不同于其他消费类电子，这预计将给公司在眼镜上更多 SiP 模组的应用机会，除了 MLB 和 WiFi 模组外，如电源管理、音频、显示（RGB、光波导）、眼球追踪等以及控制手环中生物感测等都是 SiP 模组的应用机会；（3）公司在头部客户 AI 加速卡业务上增长较快，根据公司 2025 年 10 月 29 日发布的《接待投资者调研纪要》显示，这部分业务增速预计会超过 2025 年年初预期的 150%，而在 2025 年该业务增速预计将达到 200%以上。除了 AI 加速卡以外，公司也在加速提升智能制造的水平，预计公司未来 1-2 年内有机会向 CSP 厂商供应 ASIC 主板，从而进一步提升公司在 AI 服务器领域的业务范围和经营成果。我们认为，公司多条产品线预计有新增量业务落地，新一轮成长曲线可期。

- ◆ **投资建议：**我们预计 2025 年~2027 年公司分别实现营收 613.61 亿元、709.33 亿

投资评级

买入(首次)

股价(2025-11-21)

20.73 元

交易数据

总市值（百万元）	45,625.54
流通市值（百万元）	45,625.54
总股本（百万股）	2,200.94
流通股本（百万股）	2,200.94
12 个月价格区间	25.85/12.70

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.2	7.55	34.2
绝对收益	-3.22	9.28	49.41

分析师

熊军

SAC 执业证书编号：S0910525050001
xiongjun@huajinsc.cn

分析师

王臣复

SAC 执业证书编号：S0910523020006
wangchenfu@huajinsc.cn

相关报告



元、818.11 亿元，分别实现归属于上市公司股东的净利润 18.36 亿元、24.41 亿元、30.19 亿元，对应的 PE 分别为 24.9 倍、18.7 倍、15.1 倍，考虑到公司是 SiP 微小化技术的行业领导者，多业务线预计将进入新一轮成长周期，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游需求不及预期风险、同业竞争格局加剧风险、新品研发不及预期风险

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	60,792	60,691	61,361	70,933	81,811
YoY(%)	-11.3	-0.2	1.1	15.6	15.3
归母净利润(百万元)	1,948	1,652	1,836	2,441	3,019
YoY(%)	-36.3	-15.2	11.1	33.0	23.7
毛利率(%)	9.6	9.5	9.5	9.4	9.2
EPS(摊薄/元)	0.89	0.75	0.83	1.11	1.37
ROE(%)	11.4	9.1	9.5	11.5	12.8
P/E(倍)	23.4	27.6	24.9	18.7	15.1
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
净利率(%)	3.2	2.7	3.0	3.4	3.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务拆分

1、通讯类产品方面，预计公司向大客户供应的 SiP 模组持续迭代，新的 SiP 模组项目也有望开展，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为-10.00%、3.00%、3.00%，预计该业务毛利率分别为 7.00%、7.00%、7.00%；

2、消费电子类产品方面，2025 年公司 SiP 业务在新客户上持续推进，根据公司公告，公司已经取得智能眼镜头部品牌客户的 WiFi 模组以及其主要份额的眼镜主板(MLB, mainlogicboard) SiP 模组业务，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为 25.00%、25.00%、25.00%，预计该业务毛利率分别为 8.00%、8.00%、8.00%；

3、工业类产品方面，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为 3.00%、3.00%、3.00%，预计该业务毛利率分别为 13.50%、13.50%、13.50%；

4、云端及存储类产品方面，考虑到公司光模块、AI 加速卡等业务有机会快速增长，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为-10.00%、50.00%、30.00%，预计该业务毛利率分别为 18.00%、15.00%、13.00%；

5、汽车电子类业务方面，公司汽车电子类业务受下游客户需求及其外包策略调整的影响，收入有所下滑，公司也相应在汽车电子类产品的业务策略上有所调整，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为-30.00%、-5.00%、-5.00%，预计该业务毛利率分别为 10.00%、10.00%、10.00%；

6、公司医疗类产品目前营收体量较低，我们预计公司 2025 年~2027 年该业务营收增速分别为-5.00%、10.00%、10.00%，预计该业务毛利率分别为 5.00%、5.00%、5.00%；

7、我们预计公司 2025 年~2027 年其他业务营收增速分别为 20.00%、20.00%、20.00%，预计该业务毛利率分别为 90.00%、90.00%、90.00%。

表 1：环旭电子业务收入预测（百万元，%）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
通讯类产品	25,520.86	21,799.27	21,066.32	18,959.69	19,528.48	20,114.34
同比 (%)		-14.58%	-3.36%	-10.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	9.04%	7.78%	7.62%	7.00%	7.00%	7.00%
消费电子类产品	21,898.11	19,254.19	19,202.79	24,003.49	30,004.36	37,505.45
同比 (%)		-12.07%	-0.27%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	8.85%	7.93%	8.25%	8.00%	8.00%	8.00%
工业类产品	8,767.40	8,164.46	7,118.04	7,331.58	7,551.53	7,778.07
同比 (%)		-6.88%	-12.82%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	16.17%	14.48%	11.69%	13.50%	13.50%	13.50%
云端及存储类产品	6,989.47	5,378.78	6,096.58	5,486.92	8,230.38	10,699.50
同比 (%)		-23.04%	13.35%	-10.00%	50.00%	30.00%
毛利率 (%)	15.30%	16.00%	17.79%	18.00%	15.00%	13.00%
汽车电子类	4,551.95	5,137.44	5,971.51	4,180.06	3,971.06	3,772.50
同比 (%)		12.86%	16.24%	-30.00%	-5.00%	-5.00%

毛利率 (%)	8.44%	8.09%	7.95%	10.00%	10.00%	10.00%
医疗类产品	137.14	376.03	333.88	317.18	348.90	383.79
同比 (%)		174.19%	-11.21%	-5.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	11.84%	6.77%	4.51%	5.00%	5.00%	5.00%
其他主营业务	605.17	619.67	825.55	990.66	1,188.79	1,426.55
同比 (%)		2.40%	33.22%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	2.30%	14.19%	11.15%	12.00%	12.00%	12.00%
其他业务	45.98	62.07	75.98	91.17	109.41	131.29
同比 (%)		34.99%	22.40%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	88.84%	96.01%	94.16%	90.00%	90.00%	90.00%
营收合计	68,516.08	60,791.91	60,690.65	61,360.76	70,932.91	81,811.49
同比 (%)		-11.27%	-0.17%	1.10%	15.60%	15.34%
毛利率 (%)	10.49%	9.63%	9.49%	9.55%	9.41%	9.21%

资料来源: wind, 华金证券研究所

二、估值分析

我们选取华勤技术、龙旗科技、歌尔股份作为可比公司,其中:华勤技术是全球智能硬件平台型企业,秉承改善人们沟通与生活的使命,为全球科技品牌客户提供产品级、系统级、软硬件研发、运营制造的端到端的产品和服务;龙旗科技是一家从事智能产品研发设计、生产制造、综合服务的科技企业,公司业务覆盖多个国家和地区,为全球头部消费电子品牌商和全球领先科技企业提供专业的智能产品综合服务;歌尔股份主要从事声光电精密零组件及精密结构件、智能整机、高端装备的研发、制造和销售。根据可比公司估值,公司 2025 年~2027 年 PE 低于可比公司估值均值,考虑到公司是 SiP 微小化技术的行业领导者,多业务线预计将进入新一轮成长周期,首次覆盖,给予“买入”评级。

表 2: 可比公司估值 (亿元)

上市公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
华勤技术	861	40.6	50.5	61.2	21.2	17.0	14.1
龙旗科技	181	6.5	9.3	12.9	27.9	19.5	14.1
歌尔股份	972	33.4	42.1	51.1	29.1	23.1	19.0
均值					26.1	19.9	15.7
环旭电子	456	18.4	24.4	30.2	24.9	18.7	15.1

资料来源: wind 一致预期、环旭电子盈利预测来自华金证券研究所,注:数据截至 2025 年 11 月 21 日,华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	30968	31597	32467	37511	39513
现金	11219	12487	12568	12549	12941
应收票据及应收账款	10089	10335	10315	13556	13976
预付账款	56	54	57	71	76
存货	8312	7750	8479	10310	11409
其他流动资产	1293	971	1049	1025	1110
非流动资产	8338	8401	8543	8679	8652
长期投资	498	516	556	602	644
固定资产	4698	5120	5382	5640	5690
无形资产	368	311	275	213	120
其他非流动资产	2774	2453	2330	2225	2198
资产总计	39306	39998	41010	46190	48165
流动负债	21192	17584	17918	21992	22371
短期借款	4378	3677	3677	3677	3677
应付票据及应付账款	10574	11055	10799	14503	14745
其他流动负债	6240	2852	3442	3812	3950
非流动负债	1024	4355	3694	3016	2273
长期借款	47	3498	2836	2159	1416
其他非流动负债	977	857	857	857	857
负债合计	22217	21939	21611	25008	24644
少数股东权益	99	124	122	119	114
股本	2210	2191	2201	2201	2201
资本公积	2284	2049	2049	2049	2049
留存收益	12147	13209	14478	16167	18257
归属母公司股东权益	16990	17935	19277	21063	23407
负债和股东权益	39306	39998	41010	46190	48165

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6823	4210	1829	2519	3012
净利润	1950	1644	1834	2438	3014
折旧摊销	1085	1164	1011	1201	1332
财务费用	212	313	19	3	15
投资损失	-143	-213	-71	-128	-124
营运资金变动	3099	1252	-972	-996	-1230
其他经营现金流	620	51	9	1	5
投资活动现金流	-1429	-1196	-1090	-1211	-1185
筹资活动现金流	-1836	-1763	-658	-1327	-1434
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.89	0.75	0.83	1.11	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	3.10	1.91	0.83	1.14	1.37
每股净资产(最新摊薄)	7.53	7.96	8.57	9.38	10.44

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60792	60691	61361	70933	81811
营业成本	54939	54930	55501	64256	74276
营业税金及附加	96	138	92	106	123
营业费用	368	409	430	440	475
管理费用	1215	1371	1350	1419	1473
研发费用	1807	1908	1933	2057	2127
财务费用	212	313	19	3	15
资产减值损失	-189	-32	-86	-118	-137
公允价值变动收益	-27	-2	-15	-9	-12
投资净收益	143	213	71	128	124
营业利润	2178	1872	2076	2752	3402
营业外收入	18	25	22	23	22
营业外支出	6	44	18	19	22
利润总额	2190	1854	2080	2755	3403
所得税	240	210	247	318	388
税后利润	1950	1644	1834	2438	3014
少数股东损益	2	-8	-2	-3	-5
归属母公司净利润	1948	1652	1836	2441	3019
EBITDA	3207	3097	3043	3885	4634

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-11.3	-0.2	1.1	15.6	15.3
营业利润(%)	-37.1	-14.0	10.9	32.5	23.6
归属于母公司净利润(%)	-36.3	-15.2	11.1	33.0	23.7
获利能力					
毛利率(%)	9.6	9.5	9.5	9.4	9.2
净利率(%)	3.2	2.7	3.0	3.4	3.7
ROE(%)	11.4	9.1	9.5	11.5	12.8
ROIC(%)	7.3	6.6	6.6	8.4	9.8
偿债能力					
资产负债率(%)	56.5	54.9	52.7	54.1	51.2
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	5.7	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
估值比率					
P/E	23.4	27.6	24.9	18.7	15.1
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.4	13.3	13.5	10.4	8.5

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

熊军、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn