

环旭电子 (601231.SH)

业绩短期承压，AI 驱动云端与 SiP 业务成长

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	60,792	60,691	63,300	68,675	76,778
增长率 yoy (%)	-11.3	-0.2	4.3	8.5	11.8
归母净利润 (百万元)	1,948	1,652	1,755	2,275	2,763
增长率 yoy (%)	-36.3	-15.2	6.2	29.6	21.4
ROE (%)	11.4	9.1	9.1	10.9	11.9
EPS 最新摊薄 (元)	0.89	0.75	0.80	1.04	1.26
P/E (倍)	15.6	18.4	17.3	13.4	11.0
P/B (倍)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 公司发布 2024 年报及 2025 年一季报, 2024 年公司营收 606.91 亿元, 同比-0.17%; 归母净利润 16.52 亿元, 同比-15.16%; 扣非净利润 14.51 亿元, 同比-18.46%。25Q1 营收 136.49 亿元, 同比+1.16%, 环比-18.19%; 归母净利润 3.35 亿元, 同比+0.08%, 环比-5.79%; 扣非净利润 2.80 亿元, 同比-2.34%, 环比-29.38%。

24 年业绩符合预期, 盈利能力短期承压: 2024 年公司营收基本持平, 25Q1 消费电子客户为应对关税不确定性提前拉货备库存, 拉高公司营收。分产品看, 2024 年通讯类/消费电子类/工业类/云端及存储类/汽车电子类/医疗类营收分别为 210.66/192.03/71.18/60.97/59.72/3.34 亿元, 同比分别-3.36%/-0.27%/-12.82%/+13.35%/+16.24%/-11.21%。其中: 1) 通讯类产品及消费电子类产品因重要客户的产品销量原因营收同比小幅下降; 2) 工业类产品因客户去库存及需求逐步回暖造成营收同比下降; 3) 汽车电子产品主要因公司 2024 年并表赫思曼汽车通讯公司而实现同比增长; 4) 云端及存储类产品营收增长受益于 AI 带动服务器产品需求大幅成长。2024 年公司毛利率为 9.49%, 同比-0.14pct; 净利率为 2.71%, 同比-0.50pct。25Q1 毛利率 9.42%, 同比-0.13pct, 环比+0.76pct; 净利率 2.37%, 同比-0.08pct, 环比+0.29pct。2024 年公司利润端承压主要受持续投资海外产能及业务造成营运成本增加以及供应链降价压力影响。费用端: 2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.67%/2.26%/3.14%/0.52%, 同比+0.06/+0.26/+0.17/+0.17pct。据公司指引, 受整体环境影响, 公司预计 25Q2 营收同比-10%, Q2 营业利润率受营业收入下降和对欧洲部分产能的整合所产生的一次性费用影响, 预计同比减少约 1pct。

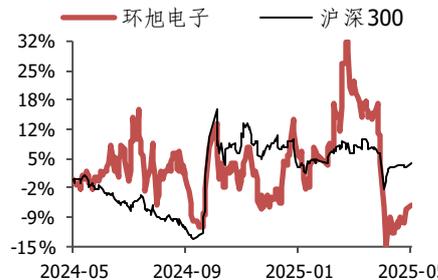
迎合 AI 终端微小化趋势, 看好 AI 眼镜提供显著增量: 2024 年公司推出 SiP 双引擎技术平台, 通过传递模塑技术实现高密度集成与极致微小化, 真空印刷塑封工艺突破定制模具限制, 显著缩短产品开发周期。公司 SiP 模组由于轻薄短小的特性, 在智能穿戴、AR/VR 眼镜等领域应用机会较多。2025 年公司将有 Wifi 模组用于北美 AI 眼镜客户的第三代产品, 并已获得更高集成度的 N-in-one 主板模组订单, 预计 2026 年 N-in-one 模组将带来比较显著的收入增量, 同时该客户将成为公司 SiP 模组业务营收第二大客户。产能布局方面, 越南厂正在扩产, 满产产能将使得 SiP 模组营收增加 15 亿美元。公司未来有

买入 (维持评级)

股票信息

行业	电子
2025 年 5 月 6 日收盘价 (元)	14.00
总市值 (百万元)	30,747.06
流通市值 (百万元)	30,747.06
总股本 (百万股)	2,196.22
流通股本 (百万股)	2,196.22
近 3 月日均成交额 (百万元)	428.52

股价走势



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号: S1070518060001

邮箱: zoulalan@cgws.com

相关研究

- 《Q3 利润端同比承压, 看好汽车电子+云端存储成长动力—环旭电子 (601231.SH) 公司动态点评》
2024-11-18
- 《24H1 业绩平稳增长, 看好 AI 驱动 SiP+云端存储业务成长—环旭电子 (601231.SH) 公司动态点评》
2024-09-05

望受益于 AI 终端微小化趋势，进一步扩大在智能穿戴、AI 眼镜等领域的份额优势。

AI 加速卡高速增长，创新布局未来可期：公司在 AI 加速卡领域表现突出，2025 年预计同比增长 150%，台湾新产能将在 Q2 落地，月产能将从 12K 增长到 45K，进而增长到 90K。产品线持续拓宽，除服务器主机板、交换机、AI 加速卡、固态硬盘以及笔记本电脑的外接适配器外，新布局电源功率模组（已为欧洲客户量产）和光收发模块（与日月光合作开发 CPO 技术）。此外，公司与日月光合作的服务器电源模组 PDU 预计 Q3 完成样品测试和送样，该产品与台积电 SoW 先进封装工艺相关，未来有望切入数十亿美元市场。随着 AI 算力需求爆发，公司服务器主板、交换机及存储解决方案的业务矩阵有望持续受益，成为云端板块长期增长引擎。

维持“买入”评级：公司 SiP 业务持续受益 AI 端侧微小化趋势，云端存储业务持续受益 AI 服务器及算力需求，预估公司 2025 年-2027 年归母净利润为 17.55 亿元、22.75 亿元、27.63 亿元，EPS 分别为 0.80 元、1.04 元、1.26 元，对应 PE 分别为 17X、13X、11X。

风险提示：地缘政治风险，下游需求不及预期，大客户订单不及预期，汇率波动风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	31049	31597	33879	36930	41877
现金	11219	12487	10605	14444	14312
应收票据及应收账款	10091	10335	11435	12138	14059
其他应收款	276	134	209	220	248
预付账款	56	54	67	66	78
存货	8324	7750	10632	9112	12274
其他流动资产	1084	836	930	950	906
非流动资产	8356	8401	7785	7287	6961
长期股权投资	498	516	547	539	564
固定资产	4712	5120	4611	4251	4014
无形资产	368	311	288	198	112
其他非流动资产	2777	2453	2339	2299	2272
资产总计	39404	39998	41663	44217	48838
流动负债	21261	17584	18911	20693	23955
短期借款	4378	3677	4341	4080	6451
应付票据及应付账款	10574	11055	11329	12941	14092
其他流动负债	6308	2852	3240	3672	3413
非流动负债	1050	4355	3357	2451	1589
长期借款	47	3498	2479	1539	706
其他非流动负债	1003	857	878	913	883
负债合计	22311	21939	22268	23144	25544
少数股东权益	100	124	122	117	110
股本	2210	2191	2191	2191	2191
资本公积	2284	2049	2049	2049	2049
留存收益	12147	13209	14423	15999	17911
归属母公司股东权益	16993	17935	19274	20955	23184
负债和股东权益	39404	39998	41663	44217	48838

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	-916	6249	-382
净利润	1950	1644	1753	2271	2755
折旧摊销	1085	1164	917	975	994
财务费用	212	313	311	296	226
投资损失	-143	-213	-165	-174	-184
营运资金变动	3099	1252	-3884	2778	-4244
其他经营现金流	620	51	152	103	71
投资活动现金流	-1429	-1196	-312	-266	-446
资本支出	1550	1262	307	429	668
长期投资	210	27	-30	7	-25
其他投资现金流	-89	39	25	156	247
筹资活动现金流	-1836	-1763	-810	-1987	-1775
短期借款	-121	-702	665	-261	2371
长期借款	-3255	3450	-1019	-940	-833
普通股增加	3	-19	0	0	0
资本公积增加	49	-235	0	0	0
其他筹资现金流	1487	-4257	-456	-786	-3313
现金净增加额	3506	1278	-2039	3996	-2602

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60792	60691	63300	68675	76778
营业成本	54966	54930	57287	61807	68893
营业税金及附加	96	138	139	144	168
销售费用	341	409	411	432	500
管理费用	1215	1371	1393	1478	1692
研发费用	1807	1908	1917	2093	2360
财务费用	212	313	311	296	226
资产和信用减值损失	-189	-32	-110	-110	-84
其他收益	90	63	70	75	69
公允价值变动收益	-27	-2	1	-10	-4
投资净收益	143	213	165	174	184
资产处置收益	6	8	7	7	7
营业利润	2178	1872	1975	2559	3112
营业外收入	18	25	23	22	23
营业外支出	6	44	20	23	29
利润总额	2190	1854	1979	2558	3107
所得税	240	210	226	287	352
净利润	1950	1644	1753	2271	2755
少数股东损益	2	-8	-2	0	-8
归属母公司净利润	1948	1652	1755	2275	2763
EBITDA	3438	3104	2902	3489	4037
EPS (元/股)	0.89	0.75	0.80	1.04	1.26

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	4.3	8.5	11.8
营业利润 (%)	-37.1	-14.0	5.5	29.6	21.6
归属母公司净利润 (%)	-36.3	-15.2	6.2	29.6	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	9.6	9.5	9.5	10.0	10.3
净利率 (%)	3.2	2.7	2.8	3.3	3.6
ROE (%)	11.4	9.1	9.1	10.9	11.9
ROIC (%)	8.3	6.7	6.5	8.1	8.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.6	54.9	53.4	52.3	52.3
净负债比率 (%)	-16.8	-26.6	-14.3	-37.3	-26.6
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.8	1.7
速动比率	1.0	1.3	1.2	1.3	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.6	1.6	1.7
应收账款周转率	5.8	6.0	5.8	5.9	5.9
应付账款周转率	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.75	0.80	1.04	1.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.11	1.92	-0.42	2.85	-0.17
每股净资产 (最新摊薄)	7.55	7.98	8.55	9.28	10.26
估值比率					
P/E	15.6	18.4	17.3	13.4	11.0
P/B	1.8	1.7	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.9	8.2	9.5	6.4	6.0

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		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

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