

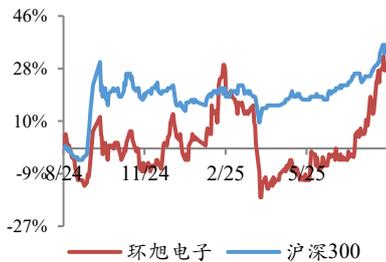
## AI 逐步落地端侧，推动消费电子升级

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-08-28

|               |             |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元)        | 19.15       |
| 近12个月最高/最低(元) | 20.17/11.82 |
| 总股本(百万股)      | 2,196       |
| 流通股本(百万股)     | 2,196       |
| 流通股比例(%)      | 100.00      |
| 总市值(亿元)       | 421         |
| 流通市值(亿元)      | 421         |

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

### 相关报告

1. 经营延续平稳态势，发挥全球多元化布局优势 2025-04-29

2. SiP 技术引领，云端、汽车业务贡献成长新动能 2025-03-31

### 主要观点：

#### ● 事件

2025年8月27日，环旭电子公告2025年半年度报告，公司上半年实现营业收入272.14亿元，同比下降0.63%，归母净利润6.38亿元，同比下降18.66%，扣非归母净利润5.78亿元，同比下降3.93%。对应2Q25单季度营业收入135.65亿元，同比下降2.37%，归母净利润3.03亿元，同比下降32.60%，环比下降9.51%，扣非归母净利润2.98亿元，同比下降5.38%，环比增长6.56%。

#### ● AI 逐步落地端侧，推动消费电子升级

公司2025年上半年收入和扣非利润同比小幅下降，整体表现维持稳健态势。从2Q25单季度来看，各项业务变化幅度不大，消费电子类、云端及存储类和医疗电子类业务有所增长，其他品类产品有所下降。具体来看，通讯类业务收入43.7亿元，同比下降3.2%，消费电子类业务收入41.2亿元，同比增长1.7%，工业类业务收入19.3亿元，同比下降0.5%，云端及存储类业务收入15.0亿元，同比增长1.1%，汽车电子类业务收入13.0亿元，同比下降16.7%，医疗电子类业务收入0.98亿元，同比增长14.3%。总体而言，2Q25收入优于公司一季报中给出的预期，展望3Q25，公司预计同比略降，幅度与二季度相近，营业利润率同比基本持平。

消费电子知名品牌商及部分新创品牌商，纷纷推出“AI+”的消费电子产品，如Apple Intelligence技术在手机端展现出了丰富且强大的智能应用，利用本地运行的生成式人工智能模型，为用户提供智能影像及创作、健康监控、通话翻译、会议纪要整理、行程安排等功能，以更流畅的交互对话完成以往需要复杂工具和操作才能完成的事项。同时，Apple Intelligence在设备端处理敏感数据，如语音指令、照片分析等，避免数据上传至云端带来的隐私风险，确保用户数据安全。市场上推出的AI Glass、AI PC、AI智能家居等产品，也吸引了消费者的广泛关注。同时，智能手表、手环、TWS耳机等传统品类持续迭代升级，AI眼镜、XR设备、智能戒指等新兴品类则凭借其独特的交互方式与便捷性，成为市场新宠，对轻薄短小、高集成度的SiP模组需求也将更为迫切。公司是SiP微小化技术领导者，未来有望受益于新兴消费电子对“轻、薄、短、小”的追求。

此外，在新兴领域中，在机器人的复杂系统中，电控模组和通讯模组是实现精准控制与高效数据传输的关键，而其微小化进程面临诸多挑战，如散热和轻量化等问题。环旭电子的微小化技术能够有效应对这些挑战，通过高集成度的设计，不仅能减小模组尺寸，还能提升其可靠性与稳定性，满足机器人在不同应用场景下的严苛功能要求。

公司持续发挥全球化多元布局优势，环旭电子2018年启动全球在地化的战略布局，内生外延多重举措并举：2018年，公司并购波兰厂；2020

年,公司并购欧洲第二大 EMS 公司法国飞旭集团并持续整合;2021 年,公司越南厂投产;2022 年,公司南岗二厂投产;2024 年,公司墨西哥瓜达拉哈拉第二工厂和波兰厂第二栋厂房相继投产。目前,公司在中国(大陆及台湾地区)、越南、美国、墨西哥、法国、德国、英国、捷克、匈牙利、波兰、突尼斯等 12 个国家(含地区)拥有 30 个生产据点。

● **投资建议**

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 19.2、24.0、30.0 亿元,对应的 EPS 分别为 0.87、1.09、1.37 元,对应 2025 年 8 月 27 日收盘价,PE 为 21.6、17.3、13.8 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

市场需求不及预期;客户拓展不及预期;行业过度竞争;关税影响超预期。

● **重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 60691  | 64581 | 71318 | 77363 |
| 收入同比 (%)  | -0.2%  | 6.4%  | 10.4% | 8.5%  |
| 归属母公司净利润  | 1652   | 1921  | 2401  | 3001  |
| 净利润同比 (%) | -15.2% | 16.2% | 25.0% | 25.0% |
| 毛利率 (%)   | 9.5%   | 9.8%  | 10.3% | 10.8% |
| ROE (%)   | 9.2%   | 9.7%  | 11.2% | 12.7% |
| 每股收益 (元)  | 0.76   | 0.87  | 1.09  | 1.37  |
| P/E       | 21.71  | 21.60 | 17.28 | 13.83 |
| P/B       | 2.02   | 2.09  | 1.93  | 1.76  |
| EV/EBITDA | 9.52   | 9.10  | 7.48  | 6.03  |

资料来源:wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       |       |       |       | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |       |       |       |       | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 会计年度            | 2024A        | 2025E        | 2026E        | 2027E        |
| <b>流动资产</b>    | 31597 | 35012 | 39081 | 43131 | <b>营业收入</b>     | 60691        | 64581        | 71318        | 77363        |
| 现金             | 12487 | 14190 | 16414 | 18827 | 营业成本            | 54930        | 58269        | 63959        | 69001        |
| 应收账款           | 10256 | 10764 | 11886 | 12894 | 营业税金及附加         | 138          | 149          | 164          | 178          |
| 其他应收款          | 134   | 161   | 178   | 193   | 销售费用            | 409          | 433          | 478          | 518          |
| 预付账款           | 54    | 58    | 64    | 69    | 管理费用            | 1371         | 1460         | 1612         | 1748         |
| 存货             | 7750  | 8093  | 8783  | 9383  | 财务费用            | 313          | 271          | 262          | 216          |
| 其他流动资产         | 916   | 1746  | 1755  | 1764  | 资产减值损失          | 0            | -25          | -99          | -100         |
| <b>非流动资产</b>   | 8401  | 7897  | 7304  | 6391  | 公允价值变动收益        | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 516   | 516   | 516   | 516   | 投资净收益           | 213          | 129          | 107          | 116          |
| 固定资产           | 5120  | 4493  | 3844  | 3146  | <b>营业利润</b>     | 1872         | 2149         | 2690         | 3374         |
| 无形资产           | 311   | 268   | 197   | 103   | 营业外收入           | 25           | 21           | 20           | 22           |
| 其他非流动资产        | 2453  | 2619  | 2746  | 2625  | 营业外支出           | 44           | 10           | 10           | 21           |
| <b>资产总计</b>    | 39998 | 42908 | 46385 | 49522 | <b>利润总额</b>     | 1854         | 2160         | 2700         | 3375         |
| <b>流动负债</b>    | 17584 | 18482 | 20186 | 21133 | 所得税             | 210          | 238          | 297          | 371          |
| 短期借款           | 3677  | 3977  | 4277  | 3977  | <b>净利润</b>      | 1644         | 1923         | 2403         | 3004         |
| 应付账款           | 11055 | 11330 | 12437 | 13417 | 少数股东损益          | -8           | 2            | 2            | 3            |
| 其他流动负债         | 2852  | 3175  | 3472  | 3739  | <b>归属母公司净利润</b> | 1652         | 1921         | 2401         | 3001         |
| <b>非流动负债</b>   | 4355  | 4460  | 4562  | 4662  | EBITDA          | 3300         | 3892         | 4493         | 5141         |
| 长期借款           | 30    | 25    | 21    | 21    | EPS (元)         | 0.76         | 0.87         | 1.09         | 1.37         |
| 其他非流动负债        | 4325  | 4436  | 4541  | 4641  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 21939 | 22943 | 24747 | 25795 |                 |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 124   | 126   | 128   | 131   | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 股本             | 2191  | 2196  | 2196  | 2196  | <b>会计年度</b>     | <b>2024A</b> | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> |
| 资本公积           | 2049  | 2075  | 2075  | 2075  | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 留存收益           | 13695 | 15568 | 17238 | 19324 | 营业收入            | -0.2%        | 6.4%         | 10.4%        | 8.5%         |
| 归属母公司股东权益      | 17935 | 19840 | 21509 | 23596 | 营业利润            | -14.0%       | 14.7%        | 25.2%        | 25.4%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 39998 | 42908 | 46385 | 49522 | 归属于母公司净利润       | -15.2%       | 16.2%        | 25.0%        | 25.0%        |
|                |       |       |       |       | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 毛利率 (%)         | 9.5%         | 9.8%         | 10.3%        | 10.8%        |
|                |       |       |       |       | 净利率 (%)         | 2.7%         | 3.0%         | 3.4%         | 3.9%         |
|                |       |       |       |       | ROE (%)         | 9.2%         | 9.7%         | 11.2%        | 12.7%        |
|                |       |       |       |       | ROIC (%)        | 6.8%         | 7.7%         | 8.7%         | 10.0%        |
|                |       |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 资产负债率 (%)       | 54.9%        | 53.5%        | 53.4%        | 52.1%        |
|                |       |       |       |       | 净负债比率 (%)       | 121.5%       | 114.9%       | 114.4%       | 108.7%       |
|                |       |       |       |       | 流动比率            | 1.80         | 1.89         | 1.94         | 2.04         |
|                |       |       |       |       | 速动比率            | 1.31         | 1.42         | 1.47         | 1.58         |
|                |       |       |       |       | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 总资产周转率          | 1.53         | 1.56         | 1.60         | 1.61         |
|                |       |       |       |       | 应收账款周转率         | 5.99         | 6.15         | 6.30         | 6.24         |
|                |       |       |       |       | 应付账款周转率         | 5.08         | 5.21         | 5.38         | 5.34         |
|                |       |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | 每股收益            | 0.76         | 0.87         | 1.09         | 1.37         |
|                |       |       |       |       | 每股经营现金流 (摊薄)    | 1.92         | 1.53         | 1.73         | 2.02         |
|                |       |       |       |       | 每股净资产           | 8.19         | 9.03         | 9.79         | 10.74        |
|                |       |       |       |       | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |       |       |       |       | P/E             | 21.71        | 21.60        | 17.28        | 13.83        |
|                |       |       |       |       | P/B             | 2.02         | 2.09         | 1.93         | 1.76         |
|                |       |       |       |       | EV/EBITDA       | 9.52         | 9.10         | 7.48         | 6.03         |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。