

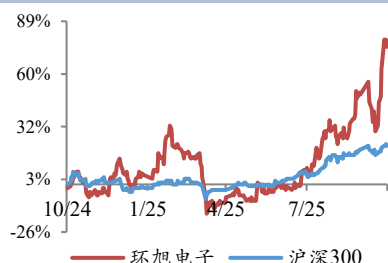
拓展客户范围，推进创新业务

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-31

收盘价（元）	24.09
近12个月最高/最低（元）	27.20/11.82
总股本（百万股）	2,201
流通股本（百万股）	2,201
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	530
流通市值（亿元）	530

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.AI 逐步落地端侧，推动消费电子升级 2025-08-28

2.经营延续平稳态势，发挥全球多元化布局优势 2025-04-29

3.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 10 月 29 日，环旭电子公告 2025 年第三季度报告，公司前三季度实现营业收入 436.41 亿元，同比下降 0.83%，归母净利润 12.63 亿元，同比下降 2.60%，扣非归母净利润 11.31 亿元，同比增长 7.23%。对应 3Q25 单季度营业收入 164.27 亿元，同比下降 1.16%，环比增长 21.10%；归母净利润 6.25 亿元，同比增长 21.98%，环比增长 106.26%；扣非归母净利润 5.53 亿元，同比增长 22.08%，环比增长 85.24%。

● 拓展客户范围，推进创新业务

公司前三季度营业收入同比小幅下降，主要受到几个客户由外包制造转为自行生产以及 Wi-Fi 模组物料采购成本下降带动产品降价影响。具体到 3Q25 的各项来看：消费电子类产品实现营收 71.5 亿元，同比增幅 20.6%，得益于穿戴类产品销量上升所带来的营收增长；通讯类产品实现营收 48.2 亿元，同比降幅 14.3%，综合原因为公司对产品结构的策略性选择及因物料采购成本下降而导致售价变化；工业类产品实现营收 18.6 亿元，同比增幅 2.8%；云端及存储类产品实现营收 13.4 亿元，受客户和产品结构变化影响，同比降幅 10.1%；汽车电子类产品实现营收 9.4 亿元，因客户需求变化及公司调整其业务策略，同比下降 37.1%；医疗类产品份额较小，实现营收 0.8 亿元，同比降幅 3.2%。

SiP 业务方面，智能手机在过去几年早已大幅导入 SiP 模块的设计，AI 算力的提升，带来更快速处理、更高内存以及更高密度电池容量的需求，大客户和环旭都努力将高度集成的 SiP 模块设计导入最新一代的产品中，包括无线通讯模块、超宽频模块、前端射频模块以及基带处理模块，这些模块都以异构集成方式快速做整合。另外，应用处理模块、音源模块、人脸辨识和感测等模块的集成，也快速加入了 SiP 模块的行列。新业务布局方面，公司在非原有大客户的 SiP 业务上看到了明显的业务进展，包括取得智能眼镜头部品牌客户的 WiFi 模组独供，以及其主要份额的眼镜主板 SiP 模组业务。在数据中心领域，公司在头部客户 AI 加速卡业务上增长较快，这部分业务增速在今年有机会达到 200% 以上。同时，对照公司 2026 年的扩产计划，预计加速卡业务营收有望持续保持 2025 年的增速，市场份额也将提升。3Q25 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。公司正在积极进行样品的测试以及送样。

● 投资建议

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 18.6、23.6、29.5 亿元（前次报告预测为 19.2、24.0、30.0 亿元），对应的 EPS 分别为 0.85、1.07、1.34 元，对应 2025 年 10 月 31 日收盘价，PE 为 28.5、22.4、18.0 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	60865	69576	75454
收入同比 (%)	-0.2%	0.3%	14.3%	8.4%
归属母公司净利润	1652	1862	2364	2954
净利润同比 (%)	-15.2%	12.7%	26.9%	25.0%
毛利率 (%)	9.5%	9.9%	10.4%	10.9%
ROE (%)	9.2%	9.6%	11.2%	12.8%
每股收益 (元)	0.76	0.85	1.07	1.34
P/E	21.71	28.47	22.43	17.95
P/B	2.02	2.74	2.52	2.30
EV/EBITDA	9.52	12.34	10.22	8.43

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					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
流动资产	31597	33678	38170	42150	营业收入	60691	60865	69576	75454
现金	12487	13941	15995	18388	营业成本	54930	54841	62359	67251
应收账款	10256	10144	11596	12576	营业税金及附加	138	140	160	174
其他应收款	134	152	174	189	销售费用	409	408	466	506
预付账款	54	55	62	67	管理费用	1371	1376	1572	1705
存货	7750	7617	8561	9140	财务费用	313	271	267	224
其他流动资产	916	1770	1782	1790	资产减值损失	0	-25	-99	-100
非流动资产	8401	7883	7289	6377	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	122	104	113
固定资产	5120	4493	3844	3146	营业利润	1872	2083	2648	3321
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	2605	2732	2610	营业外支出	44	10	10	21
资产总计	39998	41561	45460	48527	利润总额	1854	2094	2659	3322
流动负债	17584	17648	19799	20710	所得税	210	230	292	365
短期借款	3677	3977	4277	3977	净利润	1644	1864	2366	2957
应付账款	11055	10664	12125	13077	少数股东损益	-8	2	2	3
其他流动负债	2852	3007	3397	3656	归属母公司净利润	1652	1862	2364	2954
非流动负债	4355	4405	4507	4607	EBITDA	3300	3826	4456	5096
长期借款	30	25	21	21	EPS（元）	0.76	0.85	1.07	1.34
其他非流动负债	4325	4381	4486	4586					
负债合计	21939	22053	24306	25316	主要财务比率				
少数股东权益	124	126	128	131	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	2191	2201	2201	2201	成长能力				
资本公积	2049	2075	2075	2075	营业收入	-0.2%	0.3%	14.3%	8.4%
留存收益	13695	15106	16749	18803	营业利润	-14.0%	11.2%	27.2%	25.4%
归属母公司股东权益	17935	19382	21025	23079	归属于母公司净利润	-15.2%	12.7%	26.9%	25.0%
负债和股东权益	39998	41561	45460	48527	获利能力				
					毛利率（%）	9.5%	9.9%	10.4%	10.9%
					净利率（%）	2.7%	3.1%	3.4%	3.9%
					ROE（%）	9.2%	9.6%	11.2%	12.8%
					ROIC（%）	6.8%	7.6%	8.8%	10.0%
					偿债能力				
					资产负债率（%）	54.9%	53.1%	53.5%	52.2%
					净负债比率（%）	121.5%	113.0%	114.9%	109.1%
					流动比率	1.80	1.91	1.93	2.04
					速动比率	1.31	1.44	1.47	1.57
					营运能力				
					总资产周转率	1.53	1.49	1.60	1.61
					应收账款周转率	5.99	5.97	6.40	6.24
					应付账款周转率	5.08	5.05	5.47	5.34
					每股指标（元）				
					每股收益	0.76	0.85	1.07	1.34
					每股经营现金流（摊薄）	1.91	1.62	1.65	2.00
					每股净资产	8.19	8.81	9.55	10.49
					估值比率				
					P/E	21.71	28.47	22.43	17.95
					P/B	2.02	2.74	2.52	2.30
					EV/EBITDA	9.52	12.34	10.22	8.43

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E					
经营活动现金流	4210	3567	3625	4398					
净利润	1644	1864	2366	2957					
折旧摊销	1324	1460	1531	1550					
财务费用	269	271	286	289					
投资损失	-213	-122	-104	-113					
营运资金变动	1248	145	-536	-376					
其他经营现金流	334	1667	2983	3425					
投资活动现金流	-1196	-1782	-965	-616					
资本支出	-1193	-780	-824	-591					
长期投资	-188	-968	-163	-100					
其他投资现金流	186	-34	22	76					
筹资活动现金流	-1763	-381	-605	-1389					
短期借款	-702	300	300	-300					
长期借款	-18	-5	-4	0					
普通股增加	-19	10	0	0					
资本公积增加	-235	26	0	0					
其他筹资现金流	-789	-712	-901	-1089					
现金净增加额	1278	1453	2054	2393					

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。