

环旭电子 (601231.SH)

智能眼镜打开 SiP 成长空间，AI 相关业务未来可期

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	60,792	60,691	61,601	71,457	82,340
增长率 yoy (%)	-11.3	-0.2	1.5	16.0	15.2
归母净利润 (百万元)	1,948	1,652	1,781	2,459	3,094
增长率 yoy (%)	-36.3	-15.2	7.8	38.1	25.9
ROE (%)	11.4	9.1	9.2	11.6	13.1
EPS 最新摊薄 (元)	0.89	0.75	0.81	1.12	1.41
P/E (倍)	27.2	32.1	29.8	21.6	17.1
P/B (倍)	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3

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 2025 年三季报，2025 年前三季度公司实现营收 436.41 亿元，同比 -0.83%；实现归母净利润 12.63 亿元，同比 -2.60%；实现扣非净利润 11.31 亿元，同比 +7.23%。其中单季度 Q3 实现营收 164.27 亿元，同比 -1.16%，环比 +21.10%；实现归母净利润 6.25 亿元，同比 +21.98%，环比 +106.26%；实现扣非净利润 5.53 亿元，同比 +22.08%，环比 +85.24%。

Q3 各产品线有所分化，利润端同比稳健增长：2025 年前三季度公司营收微幅下降，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。25Q3 分产品看：1) 消费电子营收 71.5 亿元，同比 +20.6%，得益于穿戴类产品销量上升所带来的营收增长；2) 通讯类产品营收 48.2 亿元，同比 -14.3%，主因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；3) 工业类产品营收 18.6 亿元，同比 +2.8%；4) 云端及存储类产品营收 13.4 亿元，同比 -10.1%，主要受客户和产品结构变化影响；5) 汽车电子营收 9.4 亿元，同比 -37.1%，主因客户需求变化及公司调整其业务策略。2025 年前三季度公司毛利率为 9.67%，同比 -0.14pct；净利率为 2.84%，同比 -0.11pct。25Q3 毛利率 9.45%，同比 -0.31pct，环比 -0.73pct；净利率 3.79%，同比 +0.64pct，环比 +1.63pct。费用端：25Q3 销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率分别为 0.65%/1.81%/3.02%/0.05%，同比 -0.16/-0.36/-0.19/-0.53pct。据公司指引，公司预计 Q4 单季营业收入同比变动幅度与去年同期情况相近，主要受通讯类产品业务物料采购成本下降而影响售价的影响；营业利润率水平同比持平。

紧跟大客户创新周期，AI 眼镜打开 SiP 成长空间：随着大客户新一轮的创新周期开启，未来端侧 AI 将带动全系列的产品硬件端升级。在手机的 SiP 模组应用上，公司也看到大客户在新的应用方向的潜在需求，若项目落地将会是一个重要的新料号，也将带来显著的业务增量。智能眼镜方面，公司已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。Q3 开始向北美一家 AI 眼镜客户提供 WiFi SiP 模组；而 N-in-one 的集成度更高的主板模组，预计 26 年上半年出货，有望带来比较显著的收入增量。公司积极协助头部眼镜客户进行全方位、多功能、高密度集成化的设计，为 AI 眼镜提供主板、蓝牙、电源管理、处理器+内存等模组解决方案，并针对 AR 眼镜的 RGB 显示模块进行微小化设计，同时开始为头部客户开发

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	电子
2025 年 10 月 31 日收盘价 (元)	24.09
总市值 (百万元)	53,020.70
流通市值 (百万元)	53,020.70
总股本 (百万股)	2,200.94
流通股本 (百万股)	2,200.94
近 3 月日均成交额 (百万元)	643.88



作者

分析师 邹兰兰

执业证书编号：S1070518060001

邮箱：zoulanlan@cgws.com

相关研究

- 《业绩短期承压，AI 驱动云端与 SP 业务成长—环旭电子 (601231.SH) 公司动态点评》2025-05-08
- 《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

一代的产品。

配合母公司 ASE 积极布局算力领域，AI 创新业务有望成为第二增长极：1)

AI 加速卡：主要应用于 AI 服务器的网络支持，Q3 产能将达 60K/M，Q4 提升至 90K/M，并进一步投资以达成 135K/M 的月产能目标，今年 AI 加速卡业务营收有望达到 200%以上。基于 AI 加速卡的交付能力及智能产线能力，公司有望在未来 1-2 年向 CSP 厂商供应 ASIC 主板。2) 光模块：公司 1.6T 光模块产品正在开发当中，测试和送样也已经有规划，有望于 26Q4 开始生产。未来 2-3 年，公司计划与母公司 ASE 围绕 CPO 技术积极开展合作，拓展 CPO 光器件和系统组装的业务。3) 服务器电源：SoW 工艺的高计算密度和低延迟特性，能够为 AI 芯片提供更好的性能，加速 AI 算法的指令周期。SOW 工艺配套的服务器电源也迎来升级，PDU 和 PDB 组装是公司目标业务。市场研究机构预测垂直高压供电的 AI 服务器市场价值约占 30%，约 800 亿美金，其中 PDU 的市场空间有望达到 40 亿美金。在 PDU 产品上公司与 ASE 合作的目标是达到 50%市占率，目前在 PDU 产品上公司和 ASE 合作已完成结构设计，预计在 2028 年能够开始形成营收，另外 PDB 将于 2025 年底进行相关验证。

维持“买入”评级：SiP 主业持续受益大客户创新周期，有望在新一代产品中导入 SiP 设计并提升份额。公司已成功取得头部眼镜客户订单，我们看好公司相关业务有望带来显著的业绩增量。公司依托母公司 ASE 积极开拓 AI 算力相关业务，有望进入 ASIC 服务器供应链，打造第二增长极，预估公司 2025 年-2027 年归母净利润为 17.81 亿元、24.59 亿元、30.94 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.12 元、1.41 元，对应 PE 分别为 30X、22X、17X。

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，新业务开拓不及预期。

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	33171	38713	39813
现金	11219	12487	12948	14793	14656
应收票据及应收账款	10091	10335	10851	13677	14417
其他应收款	276	134	200	247	255
预付账款	56	54	64	74	80
存货	8324	7750	8178	8972	9499
其他流动资产	1084	836	930	950	906
非流动资产	8356	8401	7659	7517	7376
长期股权投资	498	516	547	539	564
固定资产	4712	5120	4498	4459	4390
无形资产	368	311	288	198	112
其他非流动资产	2777	2453	2326	2321	2310
资产总计	39404	39998	40829	46230	47189
流动负债	21261	17584	18112	22397	21594
短期借款	4378	3677	4185	4080	3981
应付票据及应付账款	10574	11055	10728	14525	14167
其他流动负债	6308	2852	3199	3791	3446
非流动负债	1050	4355	3295	2554	1766
长期借款	47	3498	2417	1642	884
其他非流动负债	1003	857	878	913	883
负债合计	22311	21939	21408	24951	23360
少数股东权益	100	124	122	117	109
股本	2210	2191	2200	2200	2200
资本公积	2284	2049	2039	2039	2039
留存收益	12147	13209	14441	16144	18286
归属母公司股东权益	16993	17935	19300	21162	23720
负债和股东权益	39404	39998	40829	46230	47189

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60792	60691	61601	71457	82340
营业成本	54966	54930	55749	64311	73884
营业税金及附加	96	138	136	150	180
销售费用	341	409	400	449	536
管理费用	1215	1371	1309	1520	1811
研发费用	1807	1908	1866	2144	2470
财务费用	212	313	270	252	145
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	2005	2766	3485
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	2008	2765	3480
所得税	240	210	229	310	394
净利润	1950	1644	1779	2454	3086
少数股东损益	2	-8	-2	0	-8
归属母公司净利润	1948	1652	1781	2459	3094
EBITDA	3438	3104	2881	3657	4376
EPS (元/股)	0.89	0.75	0.81	1.12	1.41

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	1.5	16.0	15.2
营业利润 (%)	-37.1	-14.0	7.1	38.0	26.0
归属母公司净利润 (%)	-36.3	-15.2	7.8	38.1	25.9
获利能力					
毛利率 (%)	9.6	9.5	9.5	10.0	10.3
净利率 (%)	3.2	2.7	2.9	3.4	3.7
ROE (%)	11.4	9.1	9.2	11.6	13.1
ROIC (%)	8.3	6.7	6.5	8.6	10.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	56.6	54.9	52.4	54.0	49.5
净负债比率 (%)	-16.8	-26.6	-27.5	-38.1	-37.1
流动比率	1.5	1.8	1.8	1.7	1.8
速动比率	1.0	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.6	1.8
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	5.2
每股指标(元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.89	0.75	0.81	1.12	1.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.10	1.91	0.67	1.93	0.98
每股净资产 (最新摊薄)	7.53	7.96	8.54	9.35	10.49
估值比率					
P/E	27.2	32.1	29.8	21.6	17.1
P/B	3.2	3.0	2.8	2.6	2.3
EV/EBITDA	14.5	15.6	16.5	12.3	10.1

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	1468	4254	2163
净利润	1950	1644	1779	2454	3086
折旧摊销	1085	1164	908	981	1041
财务费用	212	313	270	252	145
投资损失	-143	-213	-165	-174	-184
营运资金变动	3099	1252	-1475	638	-1996
其他经营现金流	620	51	152	103	71
投资活动现金流	-1429	-1196	-177	-628	-677
资本支出	1550	1262	172	792	899
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	-831	-1781	-1622
短期借款	-121	-702	508	-105	-99
长期借款	-3255	3450	-1081	-775	-758
普通股增加	3	-19	10	0	0
资本公积增加	49	-235	-10	0	0
其他筹资现金流	1487	-4257	-259	-901	-765
现金净增加额	3506	1278	460	1845	-136

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

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.cqws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

