

拓展光通讯业务，深化云端和终端模组产品布局

核心观点

- 事件：**环旭电子取得成都光创联科技有限公司控制权。光创联专注于高速光电集成组件及光引擎产品研发、制造和销售。
- 积极拓展光通讯业务，有望融入全球光互连生态核心圈。**部分投资者担忧未来光通讯领域的竞争格局。我们认为，环旭电子在技术、产业协同与产能等方面具备强大竞争力，有望持续融入全球光互连生态核心圈。在技术竞争力方面，公司通过与产业链上下游的合作，建立完整的设计与量产制造能力；同时与母公司日月光投控业务协同，共同打造光电封装测试领域的主导优势。在产能方面，为加快公司光模块业务落地，满足北美市场光模块产品的旺盛需求，公司计划在越南海防厂投资建设月产 10 万只 800G/1.6T 硅光光模块的产能，包括光引擎、模块组装及终端测试的完整产线。后续公司有望紧跟市场需求趋势，扩大产能满足客户需求。
- 公司有望持续强化云端其它相关产品布局。**2025H1 公司服务器板卡业务增长良好，主要包括服务器主板、AI Card 等。公司服务器相关产品主要应用于云计算、数据中心、边缘计算等领域，在标准机架式服务器、边缘服务器方面提供 JDM 服务模式；也提供高速交换机产品的主板及整机制造服务。在光通讯领域产品布局基础上，公司还有望拓展数据中心机架级系统整合相关的业务机会。公司也在努力研发和 NPI 垂直供电方案，解决在大电流的情况下的散热问题。
- 智能眼镜行业保持高速增长，公司有望深度受益。**根据 IDC 数据，2025 上半年全球智能眼镜市场出货量达 406.5 万台，同比增长 64%。IDC 预计到 2029 年全球智能眼镜市场出货量将突破 4,000 万台。公司作为业界领先的智能穿戴 SiP 模组制造服务厂商，在 XR（VR/AR/MR）以及智能眼镜等智能头戴式设备上产品包括 WiFi 模组、多功能集成或特定功能的 SiP 模组等。展望未来，SiP 技术有望成为为智能眼镜等智能穿戴产品提供高度集成化和微小化设计的关键技术，公司有望持续受益。

盈利预测与投资建议

- 我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.75、1.12、1.37 元（原 25-26 年预测为 0.97、1.12 元），主要调整了营业收入与毛利率。根据可比公司 26 年平均 29 倍 PE 估值，给予 32.48 元目标价，维持买入评级。

风险提示

下游市场复苏不及预期；汇兑损失风险。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	60,792	60,691	59,195	70,066	78,353
同比增长(%)	-11%	-0%	-2%	18%	12%
营业利润(百万元)	2,178	1,872	1,917	2,904	3,575
同比增长(%)	-37%	-14%	2%	51%	23%
归属母公司净利润(百万元)	1,948	1,652	1,702	2,557	3,127
同比增长(%)	-36%	-15%	3%	50%	22%
每股收益(元)	0.85	0.72	0.75	1.12	1.37
毛利率(%)	9.6%	9.5%	9.6%	10.2%	10.5%
净利率(%)	3.2%	2.7%	2.9%	3.6%	4.0%
净资产收益率(%)	11.9%	9.5%	8.9%	12.0%	13.3%
市盈率	36	42	41	27	22
市净率	4.1	3.9	3.4	3.1	2.8

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2026年01月23日）	30.58 元
目标价格	32.48 元
52 周最高价/最低价	33.62/11.64 元
总股本/流通 A 股（万股）	227,934/227,934
A 股市值（百万元）	69,702
国家/地区	中国
行业	电子
报告发布日期	2026 年 01 月 24 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-5.91	10.12	41.25	100.1
相对表现%	-5.29	8.35	39.16	76.47
沪深 300%	-0.62	1.77	2.09	23.63



证券分析师	
薛宏伟	执业证书编号：S0860524110001 xuehongwei@orientsec.com.cn 021-63326320
蒯剑	执业证书编号：S0860514050005 香港证监会牌照：BPT856 kuaijian@orientsec.com.cn 021-63326320

联系人	
李晋杰	执业证书编号：S0860125070012 lijinjie@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告	
全球化扩产影响短期盈利，微小化业务空间大	2024-11-07

盈利预测与投资建议

我们预测公司 25-27 年每股收益分别为 0.75、1.12、1.37 元（原 25-26 年预测为 0.97、1.12 元），主要调整了营业收入与毛利率。根据可比公司 26 年平均 29 倍 PE 估值，给予 32.48 元目标价，维持买入评级。

表 1：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元) 2026/1/23	每股收益（元）				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
立讯精密	002475	55.50	1.83	2.32	2.95	3.61	30.3	23.9	18.8	15.4
蓝思科技	300433	42.60	0.69	0.96	1.28	1.56	62.1	44.6	33.4	27.3
工业富联	601138	60.11	1.17	1.73	2.94	3.67	51.4	34.7	20.4	16.4
生益科技	600183	70.74	0.72	1.41	2.12	2.82	98.8	50.1	33.3	25.0
领益智造	002600	15.89	0.24	0.34	0.49	0.63	66.2	46.1	32.6	25.2
	最大值						98.8	50.1	33.4	27.3
	最小值						30.3	23.9	18.8	15.4
	平均数						61.8	39.9	27.7	21.9
	调整后平均						59.9	41.8	28.8	22.2

数据来源：Wind，东方证券研究所

风险提示

下游市场复苏不及预期；汇兑损失风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,219	12,487	12,180	14,416	16,121	营业收入	60,792	60,691	59,195	70,066	78,353
应收票据及应收账款	10,091	10,335	10,121	11,980	13,397	营业成本	54,966	54,930	53,487	62,899	70,144
预付账款	56	54	52	62	69	销售费用	341	409	429	438	450
存货	8,324	7,750	7,547	8,875	9,897	管理费用	1,215	1,371	1,307	1,442	1,573
其他	1,360	971	967	991	1,010	研发费用	1,807	1,908	1,979	2,272	2,494
流动资产合计	31,049	31,597	30,867	36,324	40,494	财务费用	212	313	276	226	245
长期股权投资	498	516	516	516	516	资产减值损失	189	32	(57)	51	39
固定资产	4,712	5,120	5,636	5,825	5,704	公允价值变动收益	(27)	(2)	(30)	10	10
在建工程	641	365	497	399	249	投资净收益	143	213	213	190	190
无形资产	368	311	234	156	78	其他	1	(67)	(40)	(34)	(32)
其他	2,136	2,089	1,973	1,886	1,886	营业利润	2,178	1,872	1,917	2,904	3,575
非流动资产合计	8,356	8,401	8,856	8,782	8,435	营业外收入	18	25	23	22	23
资产总计	39,404	39,998	39,723	45,106	48,928	营业外支出	6	44	20	23	29
短期借款	4,378	3,677	2,610	3,933	3,852	利润总额	2,190	1,854	1,921	2,903	3,569
应付票据及应付账款	10,574	11,055	10,765	12,659	14,117	所得税	240	210	219	345	443
其他	6,308	2,852	2,930	3,048	3,134	净利润	1,950	1,644	1,702	2,557	3,127
流动负债合计	21,261	17,584	16,304	19,641	21,103	少数股东损益	2	(8)	0	0	0
长期借款	47	30	30	30	30	归属于母公司净利润	1,948	1,652	1,702	2,557	3,127
应付债券	0	3,468	2,043	2,043	2,043	每股收益(元)	0.85	0.72	0.75	1.12	1.37
其他	1,003	857	857	857	857						
非流动负债合计	1,050	4,355	2,931	2,931	2,931	主要财务比率					
负债合计	22,311	21,939	19,235	22,571	24,034		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	100	124	124	124	124	成长能力					
股本	2,210	2,191	2,279	2,279	2,279	营业收入	-11%	-0%	-2%	18%	12%
资本公积	1,962	1,949	3,268	3,268	3,268	营业利润	-37%	-14%	2%	51%	23%
留存收益	12,147	13,209	14,407	16,453	18,813	归属于母公司净利润	-36%	-15%	3%	50%	22%
其他	674	586	410	410	410	获利能力					
股东权益合计	17,093	18,059	20,488	22,535	24,894	毛利率	9.6%	9.5%	9.6%	10.2%	10.5%
负债和股东权益总计	39,404	39,998	39,723	45,106	48,928	净利率	3.2%	2.7%	2.9%	3.6%	4.0%
						ROE	11.9%	9.5%	8.9%	12.0%	13.3%
						ROIC	8.7%	7.7%	7.7%	10.2%	11.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	56.6%	54.9%	48.4%	50.0%	49.1%
净利润	1,950	1,644	1,702	2,557	3,127	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	909	996	998	1,174	1,248	流动比率	1.46	1.80	1.89	1.85	1.92
财务费用	212	313	276	226	245	速动比率	1.05	1.34	1.41	1.38	1.43
投资损失	(143)	(213)	(213)	(190)	(190)	营运能力					
营运资金变动	2,698	948	217	(1,258)	(960)	应收账款周转率	5.8	6.0	5.8	6.4	6.2
其它	1,198	523	(181)	41	29	存货周转率	5.6	6.6	6.7	7.4	7.2
经营活动现金流	6,823	4,210	2,798	2,549	3,499	总资产周转率	1.6	1.5	1.5	1.7	1.7
资本支出	(1,312)	(874)	(1,430)	(1,100)	(900)	每股指标(元)					
长期投资	108	(18)	4	0	0	每股收益	0.85	0.72	0.75	1.12	1.37
其他	(226)	(304)	183	200	200	每股经营现金流	3.09	1.92	1.23	1.12	1.54
投资活动现金流	(1,429)	(1,196)	(1,243)	(900)	(700)	每股净资产	7.46	7.87	8.93	9.83	10.87
债权融资	(224)	73	(1,424)	0	0	估值比率					
股权融资	82	(33)	1,408	0	0	市盈率	35.8	42.2	41.0	27.3	22.3
其他	(1,695)	(1,803)	(1,847)	587	(1,094)	市净率	4.1	3.9	3.4	3.1	2.8
筹资活动现金流	(1,836)	(1,763)	(1,863)	587	(1,094)	EV/EBITDA	19.4	20.1	20.0	14.9	12.6
汇率变动影响	(52)	27	-0	-0	-0	EV/EBIT	26.8	29.3	29.2	20.4	16.7
现金净增加额	3,506	1,278	(308)	2,237	1,705						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。