

## AI 眼镜 SiP 模组放量可期，算力硬件打开成长空间 ——环旭电子首次覆盖报告



### 买入(首次)

行业： 电子  
日期： 2026年02月03日  
分析师： 张恬  
E-mail： zhangtian@yongxings.com  
SAC 编号： S1760524070002

#### 基本数据

02月02日收盘价(元)	32.49
12mthA 股价格区间(元)	11.82-33.88
总股本(百万股)	2,389.11
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值(亿元)	776.22

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



资料来源：Wind，甬兴证券研究所

#### 相关报告：

### 核心观点

#### 一、背靠日月光投控，深耕电子设计制造，25Q3 业绩环比快速增长。

(1) **主营业务**：据公司公告，公司是全球电子制造设计领先厂商，通过为品牌客户提供更有附加值的设计制造及相关服务，参与产品的应用型解决方案，提升产品制造及整体服务的附加值。公司未来将更加注重在解决方案、设计及服务环节的能力，为客户创造核心价值，与各行业领域的优质客户建立长期稳定的合作关系，从制造服务商逐步发展成为系统方案解决商及综合服务商。(2) **股东关系**：据公司 2025 年半年报，公司最终控制方为日月光投资控股股份有限公司。据 Wind，截至 2025 年三季度末，环诚科技有限公司、日月光半导体(上海)有限公司系关联方或一致行动人，合计持有公司 77.32% 股份。据 Wind、日月光公司官网，环旭电子公布的实际控制人为张度生、张洪本，二人即日月光公司创始人，张度生系日月光现任董事长。(3) **25Q3 业绩环比改善**。据 Wind，公司 2025 年前三季度营业收入为 436.41 亿元，同比-0.83%，归母净利润为 12.63 亿元，同比-2.60%；25Q3 营业收入为 164.27 亿元，环比+21.10%，归母净利润为 6.25 亿元，环比+106.26%。

(4) **AI 眼镜、算力硬件双轮驱动**。据公司公告，2025 年上半年，公司紧抓 AI 技术发展机遇，围绕智慧穿戴和数据中心应用场景进行布局。在 SiP 产品领域，公司依托自身技术优势并投入资源在 AI 眼镜领域积极配合客户需求开发更高集成度的模组产品，并取得了重要客户的积极反馈。在“云端存储”业务领域，公司持续投入，加快技术升级开发 AI 相关产品，提升重要客户供应份额。公司也持续深化与控股股东的创新业务和研发协同，共同设立了研发实验室。在此基础上，公司发布了 1.6T 光模组产品，锁定高速运算与 AI 数据中心应用；在 AI 服务器电源模组产品上，则在高压直流供电的生态上开展合作与布局。

#### 二、云端及存储类产品有望受益于 AI 算力发展。

(1) **服务器相关产品**：据公司公告，公司制造的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，公司提供 JDM (Joint Design Manufacture, 联合设计制造) 服务模式，已应用 DDR5、PCIe-G5 等新一代技术。(2) **存储与互联产品**：公司存储及互联产品主要包括固态硬盘 (SSD) 和高速交换机、网络适配卡。公司拥有先进的新技术开发能力，如：光纤信道、SAS、SATA、10G 以太网网络、Rapid IO 及无限宽带等。公司是领先的固态硬盘设计与制造合作伙伴，为客户提供的制造服务涵盖硬件设计、产品验证以及定制开发的生产测试平台等。公司也为客户提供高速交换机(Switch)产品的主板及整机制造服务。(3) **公司扩产 AI 加速卡产能，未来有望导入 CSP 厂商**。据公司公告，公司 AI 加速卡的产能在 2025 年第四季度提升至 90K/M，并于 2026 年进一步投资以达成 180K/M 的月产能目标，并视客户需求情况决定是否进一步增加产能，公司未来 1-2 年有望向 CSP 厂商供应 ASIC 主板。

#### 三、SiP 微小化技术行业领先，SiP 模组下游应用广泛。

(1) **应用场景丰富**。据公司公告，SiP 模组是异构集成的电子系统，是将芯片及被动器件整合在一个模块中，达到缩小功能模块面积、提高电路系统效率及屏蔽电磁干扰等效果。通过微小化技术，可以减小大多数电子系统占用的尺寸和空间，特别适合移动通讯设备、智能物联网(AIoT)和可穿戴电子产品的发展需求，也有机会在机器人所需电子器件中得到应用。(2) **技术实力领先**。据公司公告，公司是 SiP 微小化技术领先企业。公司在 SiP 制程各方面不断突破技术挑战，满足高稳定性、高集成度的产品要求：在水平方面，做到最小器件为 0.25 毫米×0.125 毫米、最小零件间距设计中心值为 20 微米、离板边间距设计值为 45 微米，这对零件、生产设备以及工艺管控提出更高要求。在垂直方面，做到模塑顶间隙设计值为 40 微米、塑封底间隙为 40 微米，同样对塑封材料选择、工艺参数以及工艺管控要求较高。选择性塑封、插入式互联、薄膜辅助模塑直接漏出锡球以及利用铜柱取代

BGA 植球达成高密度连接接口等技术为 SiP 互联、后续工艺提供多样化支持。(3) **AI 眼镜 SiP 模组开始量产出货。**据公司公告, 公司从 2025 年 8 月开始有 WiFi 模组的量产出货; 展望 2026 年, 市场对客户眼镜产品出货预期有较大上调, 公司将积极配置产能以实现客户需求。公司 AI 眼镜 SiP 模组主要包括 MLB、WiFi 模组; 电源管理、音频、显示 (RGB、光波导)、眼球追踪等以及控制手环中生物感测等都是 SiP 模组的应用机会。

#### 四、公司收购光创联科技, 越南工厂扩产光模块。

(1) **收购光创联科技:** 据环旭电子官方公众号, 2026 年 1 月 16 日, 环旭电子宣布全资子公司上海环兴光电有限公司取得成都光创联科技有限公司控制权。据光创联科技董事长许远忠描述, 光创联将持续聚焦高速光引擎、NPO、CPO 等先进光互连技术和产品, 融入环旭电子的全球服务及质量体系, 成为全球客户最可靠的技术合作伙伴。(2) **越南扩产光模块:** 据环旭电子官方公众号, 环旭电子投资光模块产能, 启动越南第二厂区扩展计划。环旭电子越南海防工厂于 2021 年投产, 已建成生产面积 5 万平方米, 2025 年来自智能手表 SiP 模块及工业产品的营收已超过 8 亿美元。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, 公司计划在海防厂投资建设月产 10 万只 800G/1.6T 硅光模块的产能, 包括光引擎、模块组装及终端测试的完整产线。后续公司将紧跟市场需求趋势, 扩大产能满足客户需求。

#### 五、母公司日月光为全球领先封测厂, 公司有望协同参与 PDU 业务。

(1) **母公司日月光为全球领先的半导体封测厂商。**据 TrendForce 分析, 2024 年全球封测 (OSAT) 市场面临技术升级和产业重组的双重挑战。从营收分析, 日月光控股、Amkor (安靠) 维持领先地位。得益于政策支持和本地需求带动, 长电科技和天水华天等封测厂营收皆呈双位数增长。(2) **布局 AI 电源服务器模块。**据日月光公司官网, 日月光推出 PowerSiP 创新供电平台, 将 AI 应用和数据中心的能源效率提升 50%。据环旭电子官方公众号, 2025 年以来, 公司积极布局数据中心相关业务, 聚焦服务器板卡 (包括加速卡与服务器主板)、光通讯 (如光引擎与光模块), 以及 AI 服务器供电解决方案 (如 PDU 产品) 等领域, 加快产品与产能发展步伐。

#### ■ 投资建议

公司背靠全球领先封测厂日月光半导体, 长期深耕电子设计制造, SiP 模组应用于 AI 眼镜, 同时积极布局 AI 算力硬件, 云端及存储类产品有望受益于 AI 算力基础设施建设浪潮。公司顺利收购光创联科技, 进军光模块领域, 并在越南启动扩产, 未来有望打开成长空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 18.73、24.73、30.91 亿元, 对应 EPS 为 0.78、1.04、1.29 元。截至 2 月 2 日, 收盘价对应 2025-2027 年 PE 分别为 41.45、31.39、25.11 倍。**首次覆盖, 给与“买入”评级。**

#### ■ 风险提示

AI 新技术产业化不及预期; 新产能投产进度不及预期; 地缘政治冲突与贸易摩擦的风险; 收购整合不及预期的风险。

#### ■ 盈利预测与估值

单位: 百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	60,691	59,195	69,095	79,366
年增长率 (%)	-0.2%	-2.5%	16.7%	14.9%
归属于母公司的净利润	1,652	1,873	2,473	3,091
年增长率 (%)	-15.2%	13.3%	32.0%	25.0%
每股收益 (元)	0.76	0.78	1.04	1.29
市盈率 (X)	21.71	41.45	31.39	25.11
净资产收益率 (%)	9.2%	9.7%	11.8%	13.4%

资料来源: Wind, 甬兴证券研究所 (2026 年 02 月 02 日收盘价)

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>31,049</b>	<b>31,597</b>	<b>31,289</b>	<b>34,069</b>	<b>37,440</b>	
货币资金	11,219	12,487	12,736	12,424	12,539	
应收及预付	10,147	10,389	10,166	12,058	14,071	
存货	8,324	7,750	7,443	8,676	9,950	
其他流动资产	1,360	971	943	911	880	
<b>非流动资产</b>	<b>8,356</b>	<b>8,401</b>	<b>8,331</b>	<b>7,974</b>	<b>7,538</b>	
长期股权投资	498	516	526	538	552	
固定资产	4,712	5,120	5,111	4,982	4,733	
在建工程	641	365	360	336	305	
无形资产	368	311	281	254	231	
其他长期资产	2,136	2,089	2,053	1,864	1,716	
<b>资产总计</b>	<b>39,404</b>	<b>39,998</b>	<b>39,620</b>	<b>42,043</b>	<b>44,978</b>	
<b>流动负债</b>	<b>21,261</b>	<b>17,584</b>	<b>17,006</b>	<b>18,770</b>	<b>20,609</b>	
短期借款	4,378	3,677	3,177	2,677	2,177	
应付及预收	10,574	11,055	11,016	12,841	14,726	
其他流动负债	6,308	2,852	2,813	3,252	3,706	
<b>非流动负债</b>	<b>1,050</b>	<b>4,355</b>	<b>3,244</b>	<b>2,186</b>	<b>1,132</b>	
长期借款	47	30	18	10	6	
应付债券	0	3,468	2,468	1,468	468	
其他非流动负债	1,003	857	758	708	658	
<b>负债合计</b>	<b>22,311</b>	<b>21,939</b>	<b>20,249</b>	<b>20,955</b>	<b>21,741</b>	
股本	2,210	2,191	2,389	2,389	2,389	
资本公积	2,284	2,049	1,844	1,844	1,844	
留存收益	12,147	13,209	14,560	16,279	18,428	
归属母公司股东权益	16,993	17,935	19,247	20,964	23,113	
少数股东权益	100	124	124	124	124	
<b>负债和股东权益</b>	<b>39,404</b>	<b>39,998</b>	<b>39,620</b>	<b>42,043</b>	<b>44,978</b>	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	<b>60,792</b>	<b>60,691</b>	<b>59,195</b>	<b>69,095</b>	<b>79,366</b>	
营业成本	54,966	54,930	53,590	62,468	71,640	
营业税金及附加	96	138	118	124	127	
销售费用	341	409	385	415	460	
管理费用	1,215	1,371	1,332	1,451	1,587	
研发费用	1,807	1,908	1,776	2,059	2,365	
财务费用	212	313	111	58	11	
资产减值损失	-167	0	1	1	1	
公允价值变动收益	-27	-2	0	0	0	
投资净收益	143	213	178	207	238	
<b>营业利润</b>	<b>2,178</b>	<b>1,872</b>	<b>2,126</b>	<b>2,803</b>	<b>3,500</b>	
营业外收支	12	-19	-15	-15	-15	
<b>利润总额</b>	<b>2,190</b>	<b>1,854</b>	<b>2,111</b>	<b>2,788</b>	<b>3,485</b>	
所得税	240	210	239	315	394	
<b>净利润</b>	<b>1,950</b>	<b>1,644</b>	<b>1,873</b>	<b>2,473</b>	<b>3,091</b>	
少数股东损益	2	-8	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,948</b>	<b>1,652</b>	<b>1,873</b>	<b>2,473</b>	<b>3,091</b>	
EBITDA	3,493	3,300	3,710	4,457	5,169	
EPS (元)	0.89	0.76	0.78	1.04	1.29	

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>6,823</b>	<b>4,210</b>	<b>3,850</b>	<b>3,231</b>	<b>3,740</b>	
净利润	1,950	1,644	1,873	2,473	3,091	
折旧摊销	1,225	1,324	1,488	1,611	1,672	
营运资金变动	3,098	1,248	481	-839	-927	
其它	551	-6	8	-14	-96	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,429</b>	<b>-1,196</b>	<b>-1,195</b>	<b>-1,044</b>	<b>-994</b>	
资本支出	-1,511	-1,193	-1,229	-1,203	-1,187	
投资变动	-61	-188	-1	-3	-5	
其他	143	186	35	162	198	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1,836</b>	<b>-1,763</b>	<b>-2,456</b>	<b>-2,499</b>	<b>-2,632</b>	
银行借款	-133	-719	-512	-508	-504	
股权融资	134	89	0	0	0	
其他	-1,837	-1,132	-1,944	-1,991	-2,128	
<b>现金净增加额</b>	<b>3,506</b>	<b>1,278</b>	<b>249</b>	<b>-312</b>	<b>115</b>	
<b>期初现金余额</b>	<b>7,678</b>	<b>11,184</b>	<b>12,462</b>	<b>12,711</b>	<b>12,399</b>	
<b>期末现金余额</b>	<b>11,184</b>	<b>12,462</b>	<b>12,711</b>	<b>12,399</b>	<b>12,514</b>	

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	-11.3%	-0.2%	-2.5%	16.7%	14.9%
营业利润增长	-37.1%	-14.0%	13.6%	31.8%	24.9%
归母净利润增长	-36.3%	-15.2%	13.3%	32.0%	25.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	9.6%	9.5%	9.5%	9.6%	9.7%
净利率	3.2%	2.7%	3.2%	3.6%	3.9%
ROE	11.5%	9.2%	9.7%	11.8%	13.4%
ROIC	7.9%	6.8%	7.7%	9.8%	11.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.6%	54.9%	51.1%	49.8%	48.3%
净负债比率	-16.0%	-26.3%	-33.9%	-37.0%	-40.8%
流动比率	1.46	1.80	1.84	1.82	1.82
速动比率	1.03	1.31	1.35	1.31	1.30
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.56	1.53	1.49	1.69	1.82
应收账款周转率	5.75	5.99	5.84	6.30	6.16
存货周转率	5.72	6.83	7.05	7.75	7.69
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.89	0.76	0.78	1.04	1.29
每股经营现金流	3.09	1.92	1.61	1.35	1.57
每股净资产	7.69	8.19	8.06	8.77	9.67
<b>估值比率</b>					
P/E	16.98	21.71	41.45	31.39	25.11
P/B	1.97	2.02	4.03	3.70	3.36
EV/EBITDA	8.78	9.52	19.15	15.66	13.18

## 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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。