



新旧发展动能转换，AIDC 类业务引领成长

2026 年 04 月 09 日

核心观点

- SiP 技术为核，新旧发展动能逐步转换：**公司发展历程始于 1976 年，具备从电子零部件至整机系统组装的综合设计制造能力，是 SiP 领域的龙头企业。公司的产品组合涵盖通讯、消费电子、云端及存储、工业电子及医疗、汽车电子五大领域。2025 年，公司再次拓展自己的业务领域，成功切入 AI 智能眼镜赛道，并积极布局数据中心业务、推出了 1.6T 光模块，在 AI 加速卡业务上取得了显著的成绩，还前瞻性的布局了高压垂直供电环节。公司正在从以消费电子为主的传统制造服务商逐步向由 AI 数据中心和 SiP 技术双轮驱动的技术型电子制造服务商转型。
- SiP 领先企业，可穿戴产品引领成长：**SiP 封装技术是实现电子设备高性能和小型化的关键技术之一，消费电子产品一直在不断增加功能的同时追求轻薄和小型化，是 SiP 封装需求的主战场。1) 可穿戴设备：SiP 模组可以实现极致小型化、适配异形结构、一定程度提升系统性能，同时研发周期短，是 AI 眼镜快速迭代和提升体验感的关键。2) 折叠屏：折叠屏需要极致的空间压缩，左右折的大屏幕折叠屏手机还催生了 PC 级应用、多窗口协同等直板机不具备的新功能。因此，折叠屏手机对 SiP 模组的需求量更大、更刚性。3) 公司优势：环旭电子在 SiP 的核心技术方面布局完善，且具备高效的开发速度。同时，公司也是全球出货量第一的龙头企业，并且深度绑定了优质客户，还前瞻布局了 AI 眼镜等新兴赛道。公司在 SiP 领域的增长路径清晰可见。
- 新旧动能转换，AIDC 类业务加速发展：**随着 AIDC 竞争的主战场从单纯的硬件性能，转向由成本、互联、散热和能源效率共同定义，ASIC 芯片、光模块以及背板垂直供电面临明确的发展机遇。1) ASIC：ASIC 芯片凭借高性价比和低使用成本，出货量快速增长。TrendForce 预测，2026 年，CSPs 厂商内部的 ASIC 出货量将同比增长 44.6%，该增速远高于 GPU 的 16.1%。2) 光模块：实现高速互联、打破通信墙、释放有效算力是 AI 数据中心规模持续扩张的关键之一。根据 TrendForce 数据，800G 以上高速光收发模块的出货占比将从 2024 年的 19.5% 提升至 2026 年的 60% 以上。3) 高压垂直供电：功率密度提升引发的 AI 数据中心系统级重构不仅体现在互联方式的转变，供电架构也在慢慢迭代，高压垂直供电为其迭代的主要方向之一。4) 公司优势：AI 加速卡业务环节，公司产能布局前瞻，并且卡位北美 CSP 客户；光模块领域，公司收购了光创联，也发布了 1.6T 光模块产品，实现了内生外延共同成长；垂直供电领域，公司将模组化和微小化等核心技术逐步转化为具体的产品。同时，公司背靠日月光平台，不仅在技术上可以和日月光进一步协同，在客户资源方面也能率先卡位优质客户。
- 投资建议：**我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 696.25/832.28/933.02 亿元，分别同比+17.62%/19.54%/12.1%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.89/32.15/39.41 亿元，分别同比+34.29%/29.17%/22.57%；EPS 分别为 1.04/1.35/1.65，对应 PE 为 31.52/24.4/19.91。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**公司产能释放不及预期的风险；AI 端侧产品渗透不及预期的风险；下游需求不及预期的影响；宏观环境波动影响。

环旭电子（股票代码：601231）

推荐 首次评级

分析师

高峰

☎：010-80927671

✉：gaofeng_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522040001

钟宇佳

☎：15921422096

✉：zhongyujia_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080002

市场数据

2026 年 04 月 08 日

股票代码	601231
A 股收盘价(元)	35.12
上证指数	3,995.00
总股本(万股)	238,911
实际流通 A 股(万股)	238,911
流通 A 股市值(亿元)	839

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 08 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	59,195	69,625	83,228	93,302
收入增长率%	-2.46	17.62	19.54	12.10
归母净利润(百万元)	1,853	2,489	3,215	3,941
利润增长率%	12.16	34.29	29.17	22.57
分红率%	55.11	38.63	41.41	45.05
毛利率%	9.49	9.89	10.17	10.45
摊薄 EPS(元)	0.78	1.04	1.35	1.65
PE	42.33	31.52	24.40	19.91
PB	3.79	3.49	3.18	2.89
PS	1.33	1.13	0.94	0.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1. 收入预测：

公司通讯类、工业类及汽车电子类业务基本盘稳固，同时受益于 AI 数据中心相关的服务器板卡、光模块等创新业务的快速发展，以及 AI 眼镜等新型消费电子业务的加速成长，预计 2026-2028 年营收分别为 696.25/832.28/933.02 亿元，分别同比+17.6%/19.5%/12.1%。

2. 成本预测：

公司产品结构持续优化，技术门槛和附加值较高的创新类业务占比将逐步提升。同时，公司的费用管控持续优化，利润空间有望进一步释放。预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 9.9%/10.2%/10.5%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.89/32.15/39.41 亿元，分别同比+34.3%/29.2%/22.6%。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为公司是传统电子制造服务领域的公司。我们认为，公司正在进行新旧发展动能的转换，高毛利的 AI 数据中心相关业务占比逐步提高，公司或将从以消费电子为主的传统制造服务商逐步向由 AI 数据中心和 SiP 技术双轮驱动的技术型电子制造服务商转型。

估值与投资建议：

预计 2026-2028 年营收分别为 696.25/832.28/933.02 亿元，分别同比+17.6%/19.5%/12.1%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.89/32.15/39.41 亿元，分别同比+34.3%/29.2%/22.6%；对应 PE 为 31.52/24.4/19.91。相对估值法下，给予公司 2026 年 40-45 倍 PE，对应市值为 993.82-1118.05 亿元。绝对估值法下，公司合理每股价值区间为 42.56-46.27 元，对应市值区间为 1016.76-1105.39 亿元。考虑公司基本盘稳固，同时受益于 AI 数据中心相关的服务器板卡、光模块等创新业务的快速发展，以及 AI 眼镜等新型消费电子业务的加速成长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂：

AI 眼镜等新型消费电子终端持续渗透、受 AI 算力需求驱动，服务器板卡和光模块的需求旺盛、垂直供电方案逐步落地。

主要风险因素：

公司产能释放不及预期的风险；AI 端侧产品渗透不及预期的风险；下游需求不及预期的影响；宏观环境波动影响。

目录

Catalog

- 一、 SiP 技术为核，新旧发展动能逐步转换 5**
 - (一) 公司简介：以 SiP 技术为核，实现新旧发展动能转换5
 - (二) 财务分析：业绩表现稳定，盈利能力逐步修复7
- 二、 SiP 领先企业，可穿戴产品引领成长 9**
 - (一) 可穿戴设备：AI 眼镜领衔增长，其他产品百花齐放 11
 - (二) 折叠屏：渗透率迎来关键转折，SiP 单机价值量或将提升 13
 - (三) 公司优势：SiP 龙头企业，前瞻布局新兴赛道 14
- 三、 新旧动能转换，AIDC 类业务加速发展 16**
 - (一) ASIC：性价比优势凸显，市占率有望提升 16
 - (二) 光模块：打破通信墙，CPO 加速发展 18
 - (三) 高压垂直供电：供电架构变革，高压垂直供电趋势明确 20
 - (四) 公司优势：内生外延，母公司协同效应显著 21
- 四、 盈利预测及投资建议 23**
 - (一) 盈利预测 23
 - (二) 相对估值 23
 - (三) 绝对估值 23
 - (四) 投资建议 24
- 五、 风险提示 25**

一、SiP 技术为核，新旧发展动能逐步转换

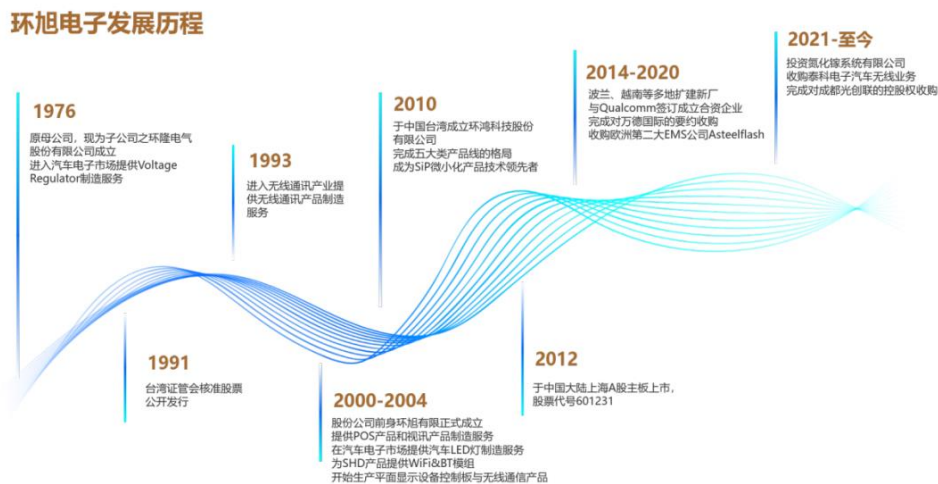
(一) 公司简介：以 SiP 技术为核，实现新旧发展动能转换

公司发展历程始于 1976 年，前身环隆电气切入汽车电子市场提供电压调节器制造服务，奠定初期产业基础；2000 年开启全球化布局，相继在北美、欧洲及亚太设立据点；2003 年环旭有限成立，开始逐步导入多项业务；2010 年完成了五大类产品线的布局并确立了系统级封装 SiP 技术领先地位；2012 年在上交所主板上市，开启资本市场助力实体经济新篇章。

上市后公司坚持内生发展与外延并购双轮驱动，加速全球化与多元化布局。2018 年与高通组建巴西合资公司布局半导体模块；2020 年收购欧洲第二大 EMS 公司 Asteelflash，大幅拓展全球服务网络；2021 年越南与惠州工厂正式投产；2023 年收购泰科电子旗下汽车无线业务 Hirschmann Car Communication，深化车联网领域布局；2024 年墨西哥托纳拉厂全新落成。

2025 年，公司再次拓展自己的业务领域，成功切入 AI 智能眼镜赛道，并积极布局数据中心业务、推出了 1.6T 光模块，在 AI 加速卡业务上取得了显著的成绩，还前瞻性的布局了高压垂直供电环节。公司以 SiP 技术为基石，逐步进行公司发展的新旧动能转换，其业务价值有望实现从规模制造到高附加值技术驱动的跃升。

图1：环旭电子发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司具备从电子零组件至整机系统组装的综合设计制造能力，产品组合涵盖通讯、消费电子、云端及存储、工业电子及医疗、汽车电子五大领域。1) 无线通讯类产品：产品主要包括无线通讯 SiP 模组、系统级物联网模块及无线路由器，具体涵盖 WiFi 与 BT 模组、UWB 模组等。2) 消费电子产品类：产品涵盖智能手表 SiP 模组、TWS 模组、光学心率模组，XR 及智能眼镜设备 WiFi 模组及多功能集成或特定功能的 SiP 模组等。3) 工业类产品：提供 POS 系统、智能手持终端 SHD、车队记录仪及工厂自动化控制模块等。4) 云端及存储类产品：主板产品涵盖服务器主板、AI 加速卡及笔电 CPU 模组等，以及固态硬盘 SSD、高速交换机及网络适配卡等产品。5) 汽车电子类产品：产品包括功率模组、驱动牵引逆变器、电池管理系统 BMS 及车载充电器 OBC 和智能座舱相关产品。6) 医疗电子类产品：聚焦家庭护理和医院分析设备。

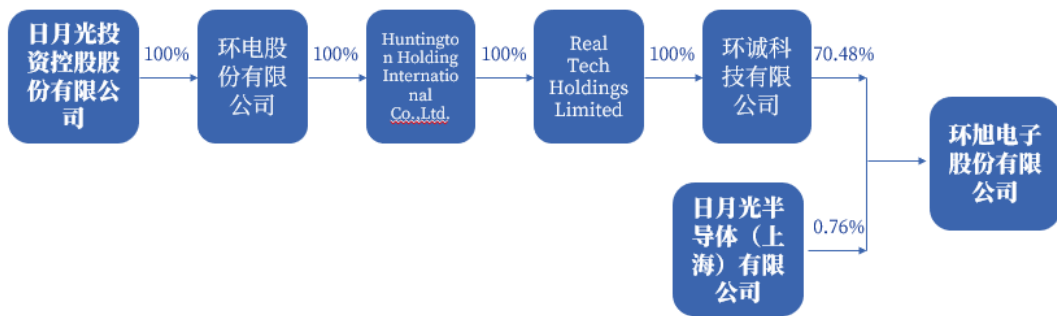
图2：环旭电子产品系列



资料来源：环旭电子 2025 半年报, 中国银河证券研究院

环旭电子的股权结构相对集中，日月光投资控股有限公司通过全资子公司控股超过 70%。董事长陈昌益同时也是日月光投资控股股份有限公司董事、日月光半导体制造股份有限公司董事（代表人）及上海总部总经理。日月光是全球半导体封测产业链的领导者，也是 AI 浪潮中先进封装技术的核心推动者之一。环旭电子作为日月光重要的控股子公司，在业务上可与日月光深度协同，共同服务于全球顶尖的科技客户，形成“1+1>2”的合力。

图3：环旭电子股权结构



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

面对全球供应链重构的趋势，公司也启动了相应的全球化战略，通过内生建设与外延并购，不断完善全球生产版图。目前，公司在中国大陆及中国台湾地区、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 个国家和地区拥有多个生产据点。依托覆盖北美、欧洲、亚太及北非四大区域的在地化营运体系，公司不仅可以为全球客户提供可供选择和差异化的制造服务方案，也具备较强的抗风险能力。

图4：环旭电子全球制造生产据点

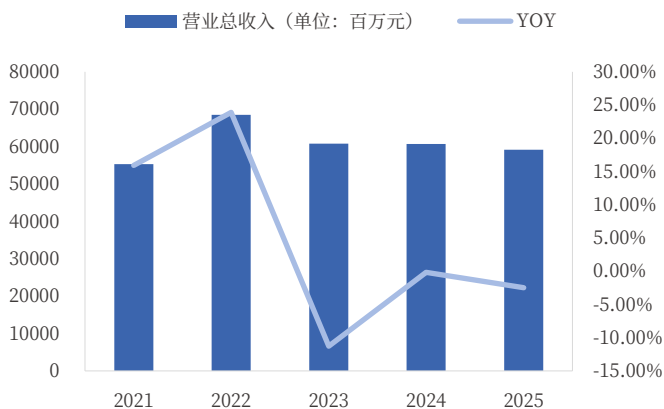


资料来源：环旭电子 2025 半年报，中国银河证券研究院

（二）财务分析：业绩表现稳定，盈利能力逐步修复

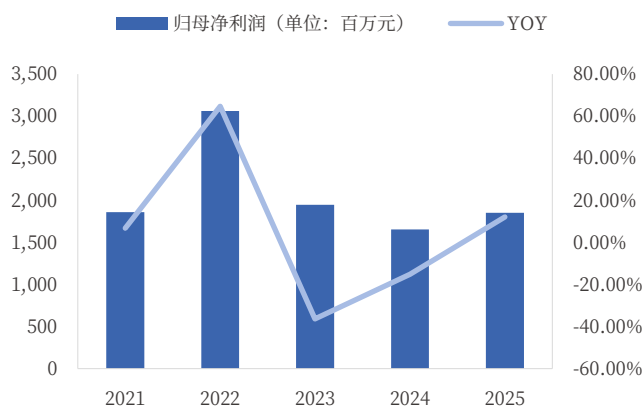
2021-2025 年期间，公司营业收入和归母净利润表现相对稳定。其中，2022 年在原有客户份额稳定的情况下，新业务、新客户的拓展带来了显著的营收和业绩增量，后续虽然受全球消费电子需求不振和产品需求结构性调整等因素影响有所下滑，但是整体表现依旧稳健。2025 年，公司实现营业收入 592 亿元，同比微降 2.46%；实现归母净利润 18.53 亿元，同比增长 12.16%。随着公司在创新业务上的布局持续深化，营业收入和业绩表现有望稳中向好。

图5：环旭电子营业总收入及 YOY



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

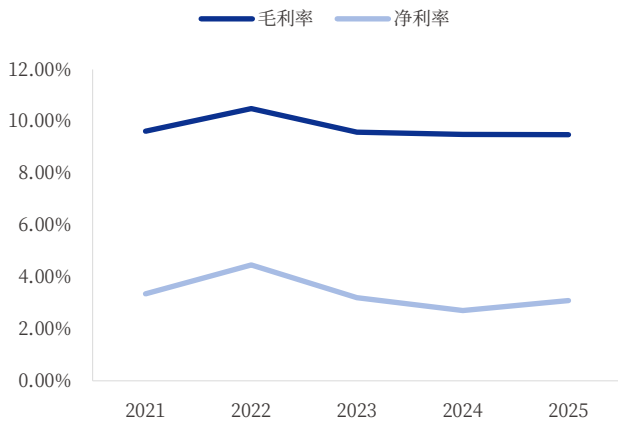
图6：环旭电子归母净利润及 YOY



资料来源：iFind，中国银河证券研究院

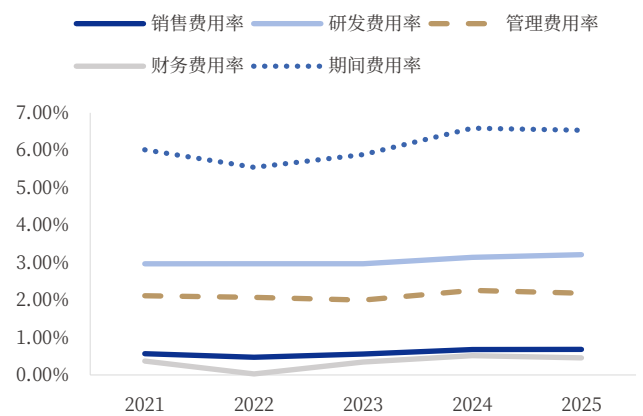
2021-2025 年期间，公司毛利率在 9.4%-10.5% 之间窄幅震荡。其中，2022 年是盈利能力的巅峰，毛利率提升至 10.49%，净利率也达到了 4.47%。后续，受整体市场环境不佳及公司全球化扩张带来的成本增量影响，毛利率和净利率略有承压。2025 年，公司的毛利率企稳，维持在和去年持平的 9.49%；净利率回升至 3.09%，同比上升 0.38pct。同时，公司的期间费用同比减少 3.35%，期间费用率同比下降 0.06pct。长期来看，随着公司附加值较高的创新业务占比逐步提升，和期间费用管控的持续优化，盈利能力有望持续增强。

图7：环旭电子毛利率和净利率表现



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

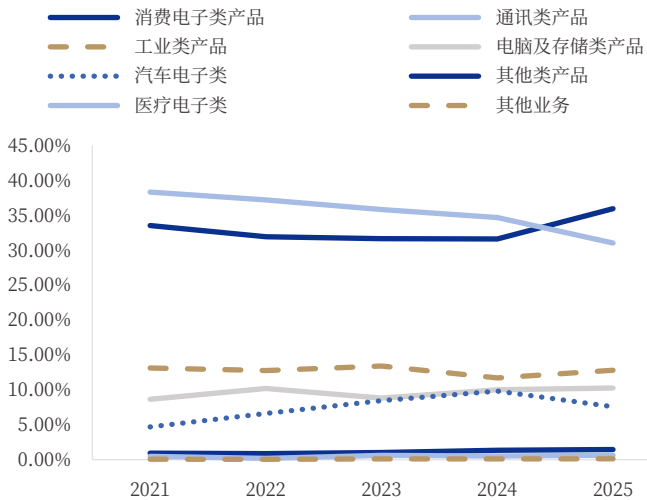
图8：环旭电子期间费用率情况



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

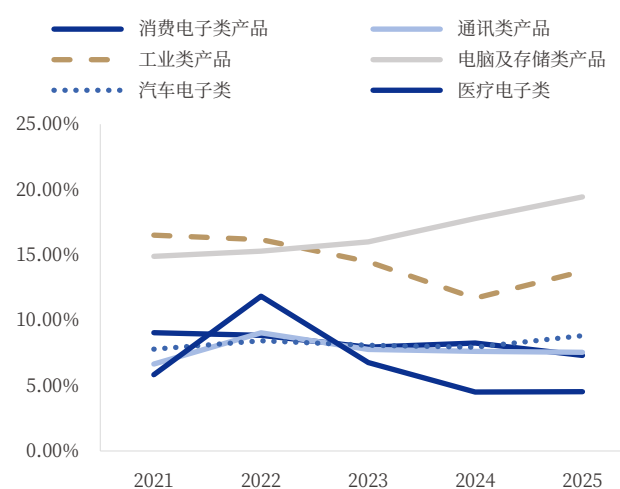
2021-2025 年间，消费电子产品和通讯类产品是公司的主要收入来源，占比均在 30% 以上，其中消费电子产品受益于 AI 眼镜等新应用的拓展，在 2025 年业务占比首次超过了通讯类产品达到 35.98%；电脑及存储类的占比从 8.67% 增长至了 10.28%。从各业务的毛利率表现来看，电脑及存储类产品业务的毛利率相对较高，且呈持续上行态势，而消费电子和通讯类产品近几年略有承压。整体来看，消费电子和通讯类产品是公司营业收入的压舱石，电脑及存储类产品是公司利润的发动机。

图9：环旭电子各业务占比



资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

图10：环旭电子各业务毛利率情况

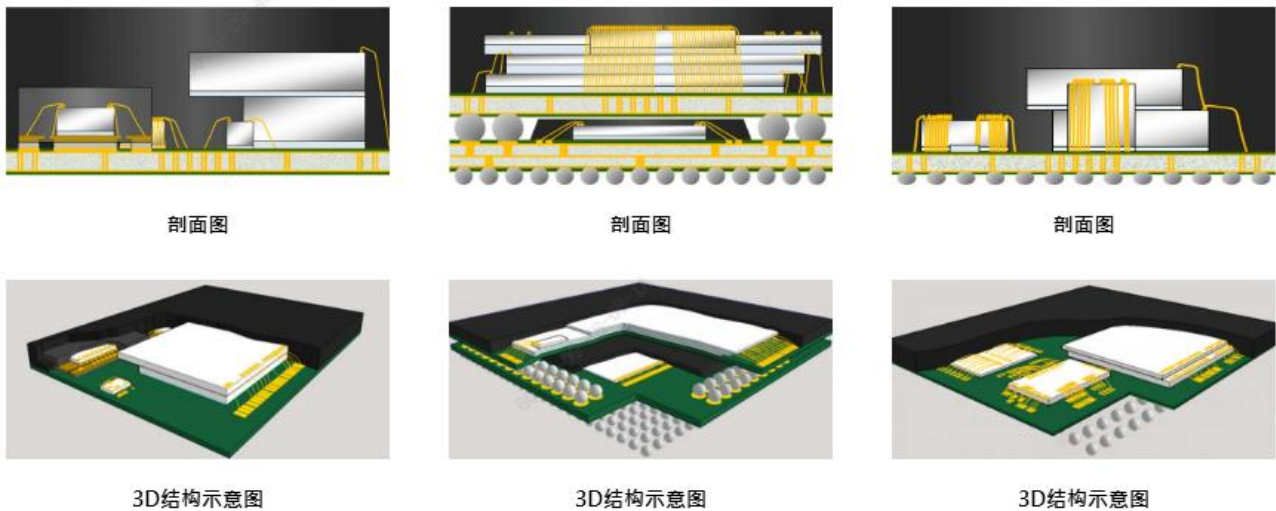


资料来源：iFind, 中国银河证券研究院

二、SiP 领先企业，可穿戴产品引领成长

SiP 封装技术是实现电子设备高性能和小型化的关键技术之一，主要通过将处理器、存储器、射频芯片等不同功能的芯片集成在一个微型模块中，实现完整的系统功能。相比于其他的封装形式，SiP 封装具有以下几大优势，1) 研发周期短，可灵活迭代：SiP 可以直接采用市场上已有的成熟芯片进行集成，无需耗时数年进行芯片流片，同时可以通过调整封装内芯片组合实现产品升级。2) 促进产品小型化：通过 3D 堆叠和异质集成等方式进行空间重构，减少 PCB 占用面积。3) 提升系统性能：缩短芯片间互联距离，降低信号传输延迟、减少电磁干扰。

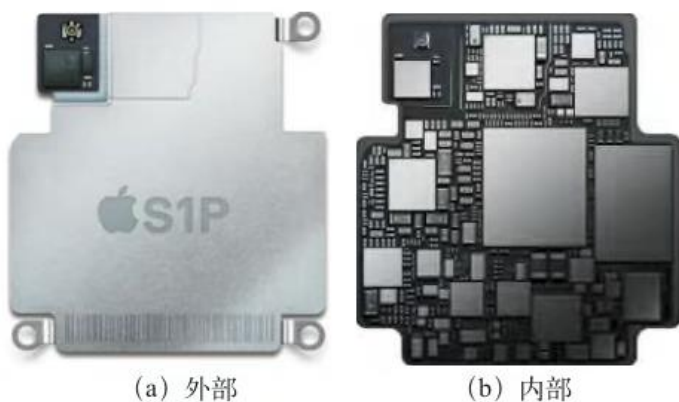
图11: SiP 封装技术示意图



资料来源：华泰电子股份有限公司，中国银河证券研究院

SiP 封装形式成为行业焦点的里程碑事件是苹果对该封装形式的应用。2015 年，第一代 Apple Watch 为了在极小的表身内容纳下 CPU、内存、WiFi 等多个芯片和元件，打造了采用 SiP 技术的 S1 芯片。这款产品的成功，让 SiP 在消费电子领域的巨大潜力显于人前。2019 年，苹果发布的搭载主动降噪功能的 AirPods Pro，需要在紧凑的体积内集成更多的传感器和音频处理单元，将 SiP 技术的应用推向了新的高度。

图12: Apple SiP 模块



资料来源：Apple Inc.，中国银河证券研究院

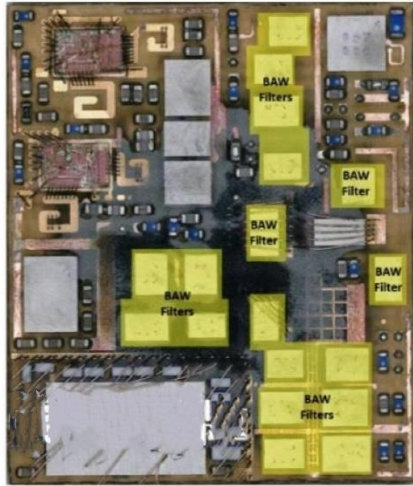
图13: AirPods Pro 内部结构



资料来源：智东西，中国银河证券研究院

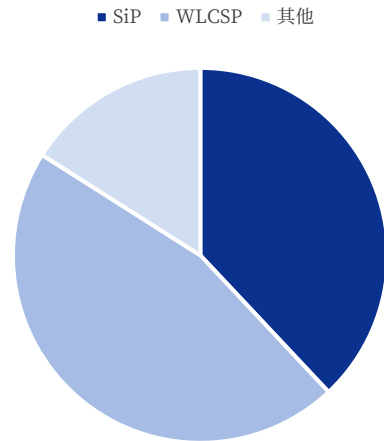
除耳机和手表外，SiP 在 iPhone 中的应用也从局部尝试逐步向全面渗透过度。2017 年发布的 iPhone X 引入了 Face ID，同时还兼具无线充电等复杂功能，SiP 技术成为了实现功能创新和内部空间优化的关键手段。根据智研咨询数据，iPhone X 中的 SiP 占比达到了 38%。后续的 iPhone 系列引入了更复杂的产品功能，主板上的器件在不断的增加，但是手机厚度没有明显的变化。其空间利用率的持续提升，或也和集成式的 SiP 封装方式息息相关。

图14: iPhone X 的 RF SiP



资料来源: 半导体行业观察, 中国银河证券研究院

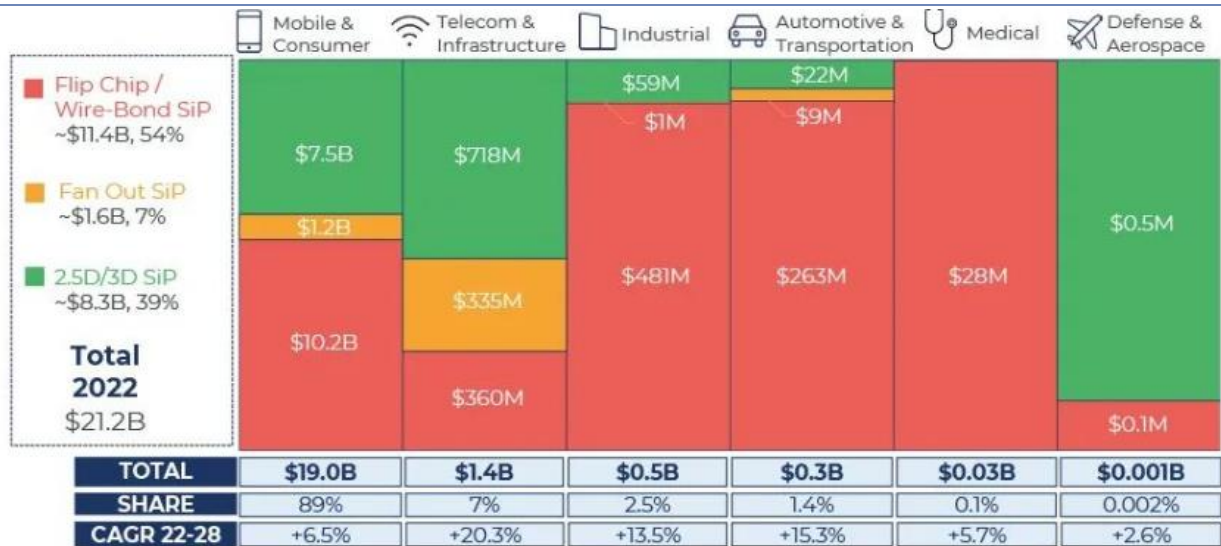
图15: iPhone X 中 SiP 的占比



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院

整体来看，消费电子产品一直在不断增加功能的同时追求轻薄和小型化，是 SiP 封装需求的主战场。根据 Yole 的数据，在 2022 年的 SiP 市场中，消费领域的应用占比高达 89%，未来也将继续主导市场。虽然，目前手机等传统消费电子领域面临增长乏力的困境，但是新产品形态的渗透比如 AI 眼镜和折叠屏手机，以及传统产品的功能升维例如智能手表的健康检测功能升级，仍然为 SiP 封装技术在消费电子领域的应用带来了结构性的机会。

图16: 2022-2028 年 SiP 封装市场下游应用情况



资料来源: Yole, 中国银河证券研究院

(一) 可穿戴设备：AI 眼镜领衔增长，其他产品百花齐放

2023年9月，Meta与雷朋合作的Ray-Ban Meta AI智能眼镜取得了现象级成功，累计出货超200万台。Ray-Ban Meta的成功叠加全球AI硬件热潮，彻底激活了智能眼镜品类。2025年上半年1月至6月，Meta、华为、雷朋、小米、Oakley等头部企业相继推出Ray-Ban Meta Cooperi、华为智能眼镜6钛耀版、小米AI眼镜等多款新品。2025年8月至11月DPVR、阿里巴巴、联想、魅族、Rokid等厂商也陆续发布大脑AI眼镜、联想AI智能眼镜V1、Rokid BOLON AI智能眼镜等产品，产品功能已覆盖影像记录、AI交互、翻译、支付等多元功能场景。

图17：2025上半年全球AI眼镜知名产品发布时间线



资料来源：零一创投，中国银河证券研究院

图18：2025下半年全球AI眼镜知名产品发布时间线

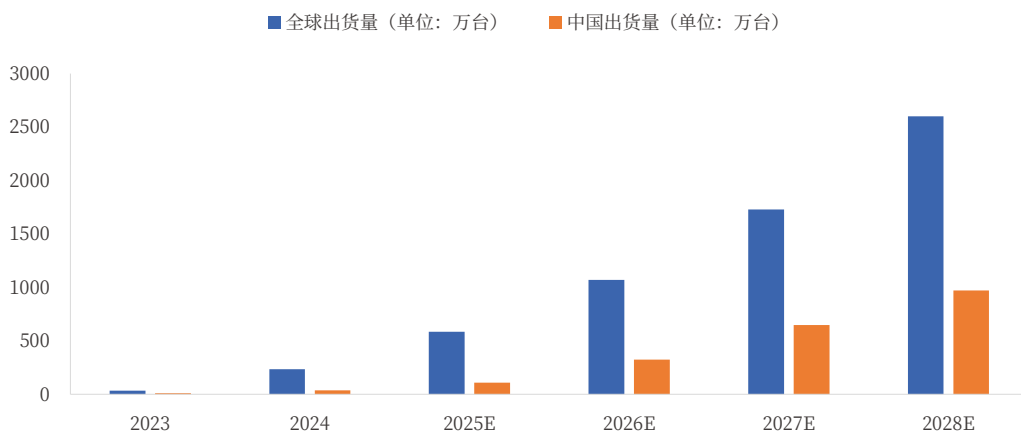


资料来源：零一创投，中国银河证券研究院

随着AI技术的成熟与多终端联动需求的升级，智能手机单点操作、场景覆盖有限的短板逐渐凸显，新一代终端的迭代窗口正式开启。作为协同智慧阶段的代表性终端，AI眼镜凭借技术突破、体验革新与形态优势，成为替代智能手机的最具潜力选项。企业端的产品迭代与密集发布，也反映出行业技术落地节奏持续加快，也将推动全球AI眼镜市场将迎来新一轮增长周期。

2024年，受益于Meta智能眼镜的成功，全球AI眼镜的出货量从2023年的34万台跃升到了234万台。2025年，预计全球AI眼镜的出货量将达到585万台，中国市场的出货量也将破百万。2028年，全球AI眼镜的出货量将触达两千万量级，中国AI眼镜的出货量也将冲击千万台。

图19：2023-2028年AI眼镜出货规模和预测



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

在 AI 眼镜从极客玩具转变为大众消费单品的过程中，保持眼镜形态和重量与搭载多个电子元件之间的矛盾亟待解决。AI 眼镜的形态目前已经历了数次改进更新，近期发布的千问 AI 眼镜整机重量已下降至 40g，并且镜腿也达到了 8mm，愈发接近传统眼镜的重量和视觉观感。但是，从形态上来看，还是多以大黑框为主。

AI 眼镜持续渗透的过程中，视觉和重量上势必要更进一步的向传统眼镜看齐。在此过程中，SiP 封装具备以下两点优势：1) 极致小型化：通过 2.5D/3D 堆叠技术将器件体积减少 30-60%；2) 异形适配：SiP 模组可以通过改变形状来适应镜腿等不规则空间。同时，SiP 封装研发周期短和提升系统性能等优势，也是 AI 眼镜快速迭代和提升体验感的关键。2025 年初，歌尔股份在 CES 上推出的 Wood2 就已集成了超小型 SiP 模组技术。展望未来，SiP 模组在 AI 眼镜品类中大有可为。

图20: 千问 AI 眼镜 G1



资料来源: 千问 APP 公众号, 中国银河证券研究院

图21: 歌尔股份 Wood2 采用超小型 SiP 模组技术

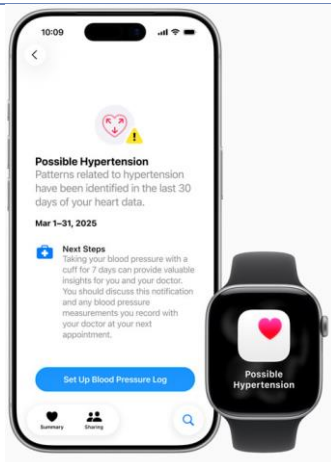


资料来源: 歌尔股份公众号, 中国银河证券研究院

耳机和手表等传统可穿戴设备也正在通过功能迭代来进一步增强用户粘性，比如由健康焦虑催生的检测需求。2025 年 9 月，苹果推出的 Apple Watch Series 11 就搭载了高血压通知、睡眠评分等更全面的功能。其中，高血压通知功能主要通过搭载光学心率感应器来实现对血压的监测。随着可穿戴设备搭载功能的增多，对传感器及其相匹配的处理单元需求的数量也持续增加。

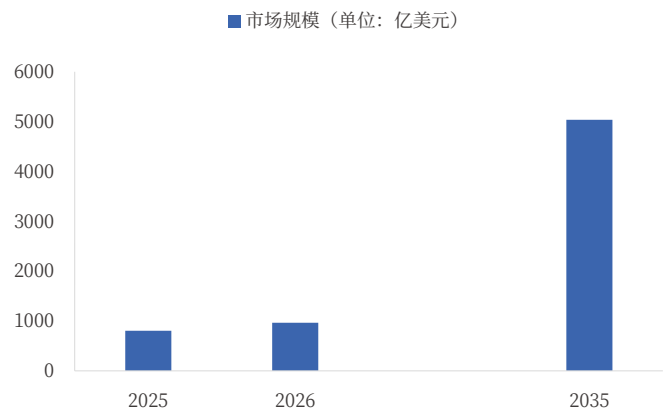
除此之外，智能戒指、智能项链等突破传统边界的小型产品也陆续出现，可穿戴市场呈现百花齐放的态势。根据 Global Growth Insights 数据，2025 年全球智能可穿戴设备市场规模为 806.1 亿美元，2026-2035 年间将以 20.11% 的复合增长率从 968.2 亿美元增长至 5036.1 亿美元。狭小的设备空间以及功能的持续丰富都将带来大量的 SiP 模块需求。

图22: 苹果高血压通知功能



资料来源: 苹果官网, 中国银河证券研究院

图23: 可穿戴设备市场规模



资料来源: Global Growth Insights, 中国银河证券研究院

(二) 折叠屏：渗透率迎来关键转折，SiP 单机价值量或将提升

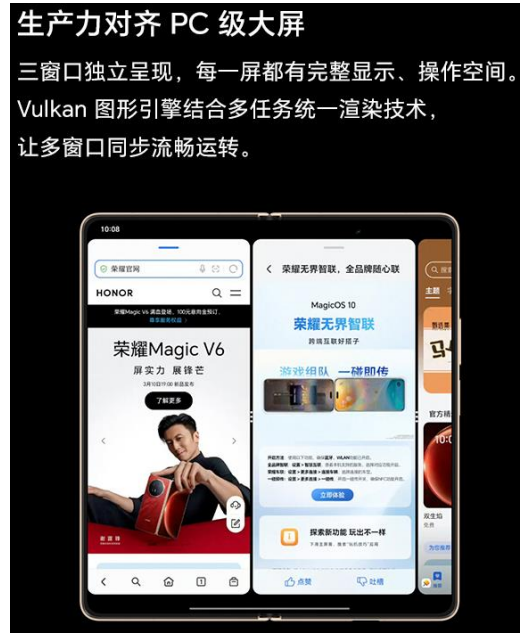
相比于直板机，折叠屏手机对 SiP 模组的需求量更大、更刚性。1) 折叠屏需要极致的空间压缩：为了更接近直板机的手感，折叠屏手机在折叠态的厚度需要接近直板机，展开态的厚度则需要低于直板机。同时，铰链已占去手机内部大量的空间，折叠屏可排列硬件的空间相对直板机更为紧凑。2) 功能增加：左右折的大屏幕折叠屏手机催生了 PC 级应用、多窗口协同等直板机不具备的新功能。因此，带来了更强算力和更多传感器的需求，折叠屏手机需要搭载的元器件数量或将增加。3) 可靠性要求提升：相比于直板机，折叠屏手机需要承受开合产生的机械应力，需要更稳固的模组及封装形式。手机结构的变革以及需求的提升或将让 SiP 模组在单台手机中价值量有所提升。

图24：荣耀 Magic V6 的机身厚度



资料来源：荣耀商城，中国银河证券研究院

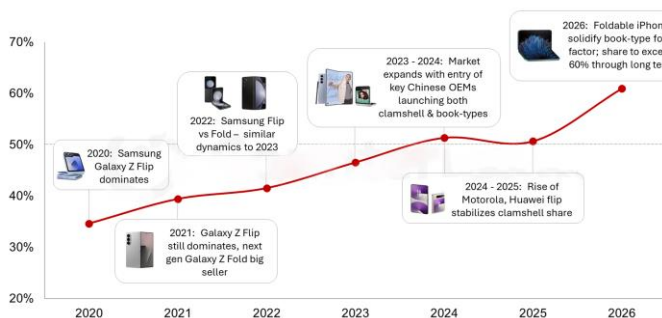
图25：荣耀 Magic V6 的 PC 级大屏



资料来源：荣耀商城，中国银河证券研究院

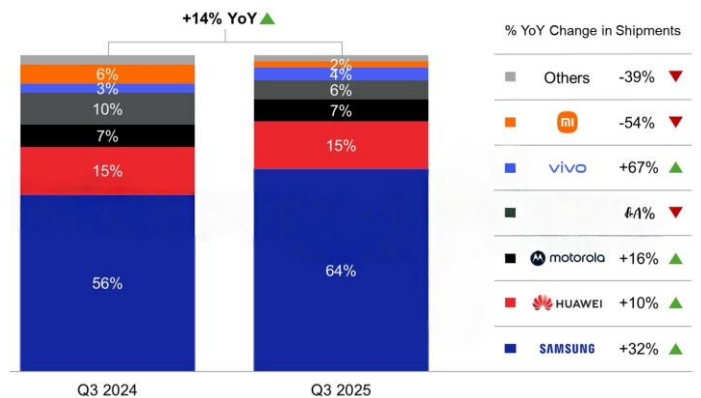
2023 年第三季度，虽然全球折叠屏手机销量同比增长 14%，达到历史最高季度出货量，但是受限于价格、折痕和续航等问题，其出货量占比仍处于仅有 2.5% 的较低水平。不过，从产品的发布趋势来看，大折叠屏手机逐渐凭借生产力属性创造出了不同于直板机的价值锚点。同时，后续苹果在折叠屏方向的布局也有望成为激活市场的核心变量。在多因素的共同作用下，折叠屏手机或将迎来关键转折点。Counterpoint 预测，2026 年折叠屏智能手机出货量将同比增长 38%。

图26：书本式折叠屏智能手机出货量份额



资料来源：Counterpoint，中国银河证券研究院

图27：全球折叠屏智能手机出货量占比

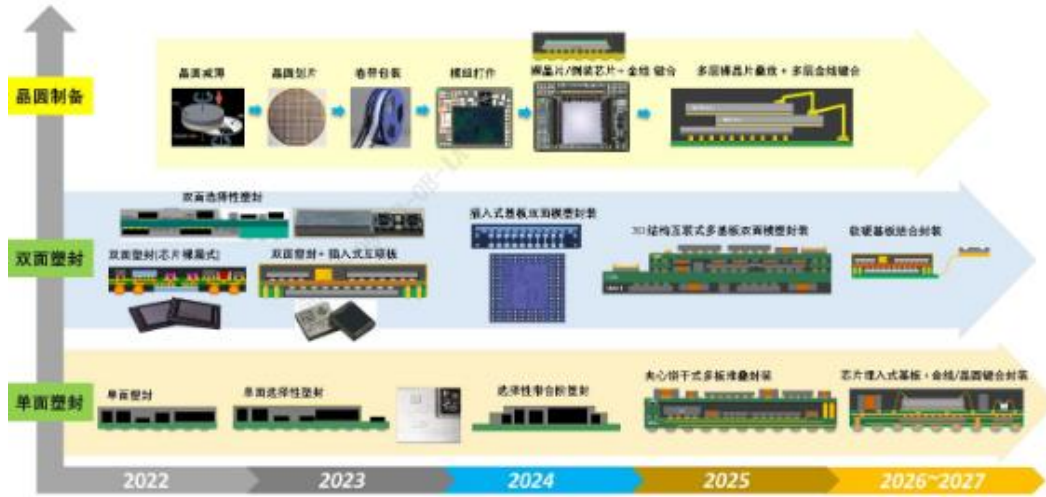


资料来源：Counterpoint，中国银河证券研究院

(三) 公司优势：SiP 龙头企业，前瞻布局新兴赛道

公司在 SiP 的核心技术方面布局完善,且具备高效的开发速度,是 SiP 微小化技术的领军企业。从器件尺寸参数来看,公司水平方面可以做到 0.25mm*0.125mm,垂直方面可以做到模塑顶间隙设计值和塑封底间隙 40 微米。从技术布局来看,公司具备单面塑封、双面塑封、选择性塑封和插入式互联等工艺,后续也将开发 3D 结构、软硬板结合等可以进一步缩小产品尺寸的工艺,还进一步布局了晶圆制造前段制程中的部分工艺。同时,公司的 SiP 双引擎技术平台可以大幅缩短产品开发周期,进行快速模块化设计。

图28: 环旭电子的技术布局



资料来源: 环旭电子 2025 年半年度报告, 中国银河证券研究院

公司是全球出货量第一的龙头企业,同时深度绑定了优质客户。早在 2012 年,公司就与全球消费电子龙头企业苹果合作,为其提供无线通讯模组和无线网卡。经过十余年的深度合作,公司与苹果的合作关系稳定。2024 年,公司在手机&平板 SiP 无线模块、手表&手环 SiP 模块领域的出货量均为全球第一,是当之无愧的龙头企业。

2026 年,苹果在整体的产品线更新上也有了新的变化,整体产品的迭代围绕内存规格的提升和部分芯片性能的升级,以确保 AI 功能在新设备上的流畅运行。同时,苹果还采取加量不加价的策略把握中端市场,以提振老用户的换机意愿并将更多的新用户拉入苹果生态。作为苹果产业链较为核心的供应商之一,公司有望跟随大客户的产品演进,保持市场领先地位。

图29: 环旭电子 2024 年出货量



资料来源: 环旭电子 2024 年年度业绩说明会 PPT, 中国银河证券研究院

公司前瞻布局了 AI 眼镜等新兴赛道，在 SiP 领域的增长路径清晰可见。根据公司 2025 年半年度业绩说明会，2025 年 Q3 公司已开始给北美大客户提供 Wi-Fi SiP 模组，高集成度的主板模组也正式拿到了客户的订单。这不仅意味着公司在全球优质客户方面具备卡位优势，也证明了公司的技术实力，为后续的新客户拓展提供了背书。同时，相比于其他消费带消费电子产品类，AI 眼镜对高集成度、轻量化和异形结构的要求更为严苛，在电源管理、音频、显示、眼动追踪和生物感测等环节均是 SiP 的应用场景吗，公司在单机中的价值量占比仍有提升空间。

整体来看，环旭电子作为 SiP 的龙头企业，拥有从核心技术、优质客户到前瞻性战略布局的完整护城河，有望借助 AI 终端浪潮开启新一轮增长。

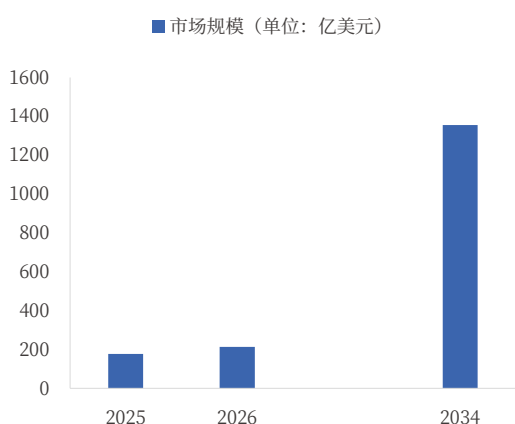
三、新旧动能转换，AIDC 类业务加速发展

AIDC 目前的发展已经呈现两条清晰的并行路径：1) AI 算力需求驱动 AIDC 市场快速扩容，产业链处于利润重新分配和产业再平衡的结构转变期；2) AIDC 面临的高密度互联和高功率密度挑战引发系统级架构重塑。随着竞争的主战场从单纯的硬件性能，转向由成本、互联、散热和能源效率共同定义，ASIC 芯片、光模块以及背板垂直供电面临明确的发展机遇。

(一) ASIC：性价比优势凸显，市占率有望提升

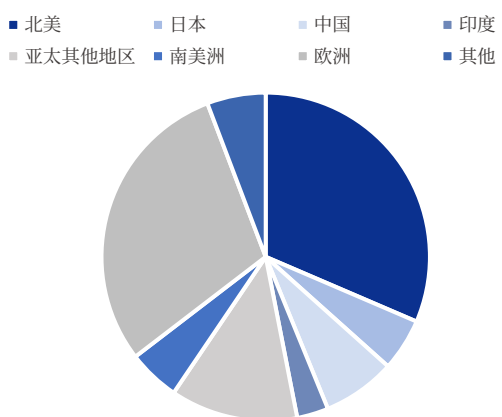
受爆发式增长的 AI 需求驱动，2025 年全球人工智能数据中心的市场规模已经达到了 177.3 亿美元，预计 2026-2034 年间将以 25.8% 的 CAGR 从 212.7 亿美元增长至 1355.1 亿美元。从不同国家及地区的表现来看，北美是人工智能数据中心的中心。2025 年，北美地区的市场规模为 57.6 亿美元，占据 32.5% 的市场份额。同时，北美凭借巨头企业集群和巨大的资本投入中短期内仍将主导人工智能数据中心市场。2026 年，亚马逊、谷歌、微软和 Meta 资本支出预计同比增加 60%，激增至 6600 亿美元；北美地区的市场规模也将进一步增长至 66.9 亿美元，依旧占据超 30% 的市场份额。

图30：人工智能数据中心市场规模



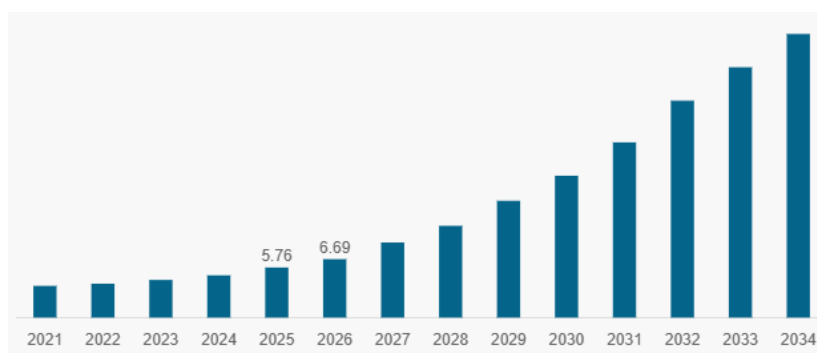
资料来源：Fortune Business Insights, 中国银河证券研究院

图32：2026 年人工智能数据中心市场结构



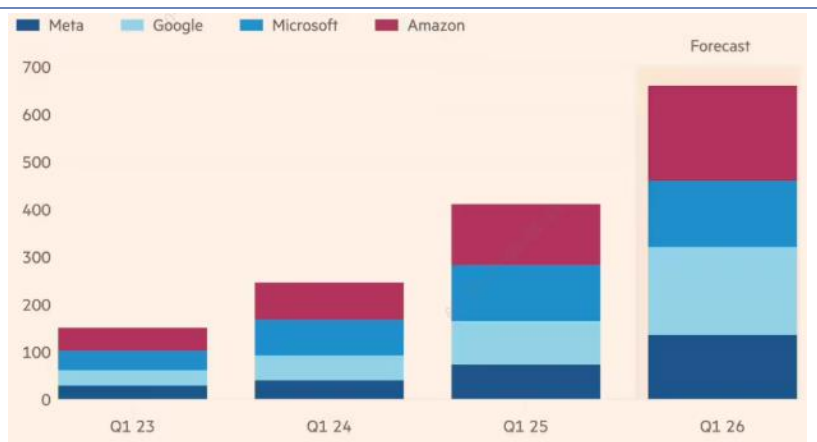
资料来源：Fortune Business Insights, 中国银河证券研究院

图31：美国人工智能数据中心市场规模 (单位：亿美元)



资料来源：Fortune Business Insights, 中国银河证券研究院

图33：北美云厂商资本开支 (单位：十亿美元)



资料来源：IT之家, 中国银河证券研究院

目前 AI 产业链的利润分配呈现不甚合理的“倒金字塔”结构。虽然这是技术驱动的产业爆发初期的必然性，但是随着行业进入冷静期，利润的重新分配和产业的再平衡或成新趋势。英伟达、台积电等芯片设计和制造公司作为 AI 产业链核心要素的垄断企业，享有丰厚的利润。云服务厂商位于产业链的中间环节，虽然有中等的利润水平，但是需要承担数据中心建设等重资产的整合和运营。由于产业链利润分配较为不均衡的问题，云服务厂商开始尝试自研芯片，为云服务厂商和模型厂商提供了第二选择，对产业竞争格局带来了冲击。

图34: AI 产业链典型公司的利益分配

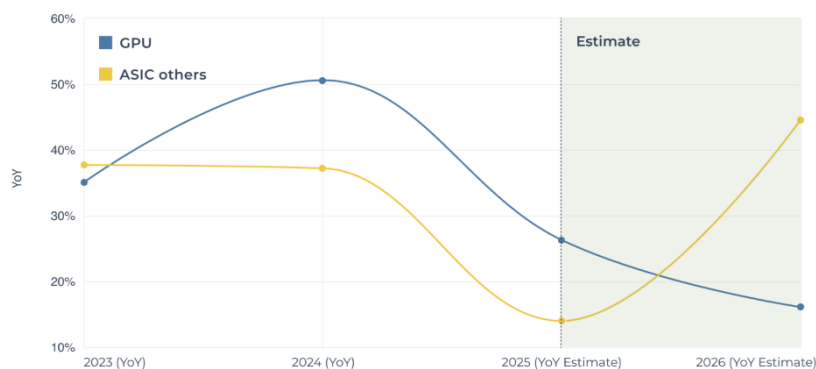


资料来源: Dolphin Research, 中国银河证券研究院

虽然 GPU 仍旧凭借成熟的生态和供应链优势占据主要市场，但是 ASIC 芯片的高性价比和低使用成本也是其持续攻城略地的核心竞争力。ASIC 芯片前期需要投入的开发和流片成本较高，但是对于云厂商来说，其本身庞大的内部需求足以摊薄成本。亚马逊曾表示，和基于 GPU 的 EC2 相比，Amazon EC2 Trn2 的性价比可以提升 30-40%。在 2025 年 12 月 2 日的 AWS re:Invent 大会上，亚马逊推出的 Trainium3 更是将运算效能和内存带宽进一步提升了 4.4 倍和 3.9 倍，能效提升也超过了 4 倍。

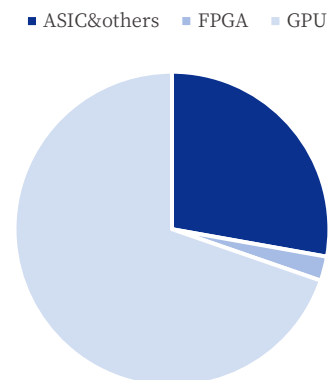
从 2026 年人工智能服务器总出货量的角度来看，TrendForce 预测，CSPs 厂商内部的 ASIC 出货量将同比增长 44.6%，该增速远高于 GPU 的 16.1%。ASIC&others AI 服务器的占比也将从 2025 年的 20.9% 提升至 27.8%，GPU AI 服务器的占比将从 75.9% 下降至 69.7%。

图35: GPU AI 服务器和 ASIC AI 服务器的同比增长率情况



资料来源: TrendForce, 中国银河证券研究院

图36: 2026 年各类 AI server 出货占比

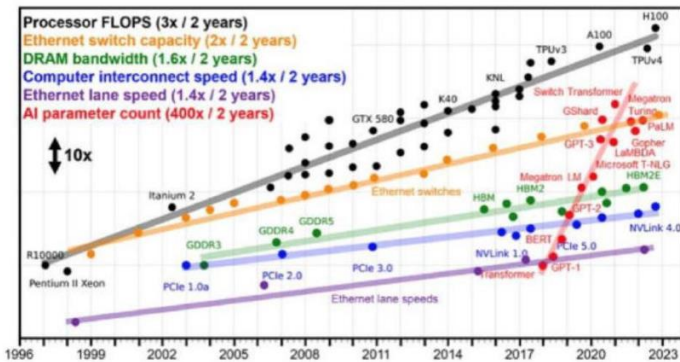


资料来源: TrendForce, 中国银河证券研究院

(二) 光模块：打破通信墙，CPO 加速发展

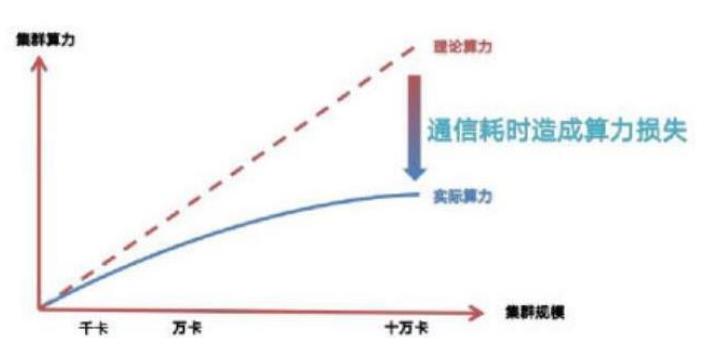
人工智能模型规模的持续增长带来了海量的算力需求，仅靠数据中心单节点能力增强来提升效率已经无法满足日益增长的算力需求，横向拓展节点数量至万卡甚至百万卡集群是必然趋势。但是，根据《面向大规模智算集群场景光互连技术白皮书》，芯片算力以每两年 3 倍的速度提升，而互联能力在同样时间内仅能提升 1.4 倍。互联能力提升速度明显滞后于算力的演进带来了显著的算力损耗，制约了 AI 数据中心性能的提升。因此，实现高速互联、打破通信墙、释放有效算力是 AI 数据中心规模持续扩张的关键之一。

图37：智算场景中各技术领域扩展趋势



资料来源：《面向大规模智算集群场景光互连技术白皮书》—中国移动，中国银河证券研究院

图38：算力随着卡数规模扩大难以线性扩展



资料来源：《面向大规模智算集群场景光互连技术白皮书》—中国移动，中国银河证券研究院

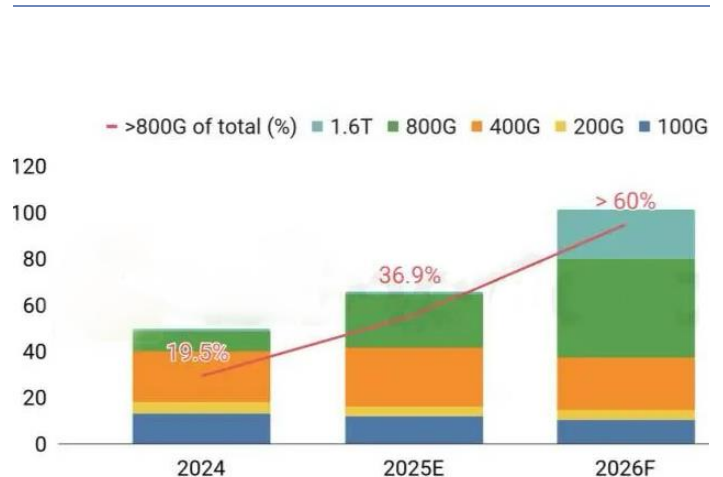
随着对互联带宽要求的提升，传统的铜缆逐渐接近物理极限。铜缆在长距离传输时功耗显著提升，因此其有效传输距离相对较短，更适合用在机柜内部，或者单柜、2-4 柜的场景下。相比之下，光互连的覆盖范围更广，更适合在不同机柜和不同集群间进行大规模的数据传输。同时，数据中心各节点之间需交换数据量的增长也在推动网络带宽的持续提升，光模块的效率逐渐从 200G、400G 向 800G 及以上过渡。根据 TrendForce 数据，800G 以上高速光收发模块的出货占比将从 2024 年的 19.5% 提升至 2026 年的 60% 以上，其中 1.6T 光模块的市场占比也将显著提升。

表1：不同类型的互联方案

介质/形态	100G/lane 典型覆盖距离	200G/lane 典型覆盖距离	适用
无源铜缆 DAC	2m	1m	单柜-AI Rack
有源铜缆 ACC (均衡/放大, 无重定时)	5m	3m	2~4 柜-AI Rack
有源 AEC (带重定时的主动电缆)	7m	5m	
光模块-MMF(VR 多模)	50m	50m	多柜-UPN51 2
光模块-MMF(SR 多模)	100m	100m	
光模块-SMF(DR 单模)	500m	500m	
光模块-SMF(FR)	2km	2km	

资料来源：《UPN512 技术架构白皮书 v1.0》—阿里云智能集团，中国银河证券研究院

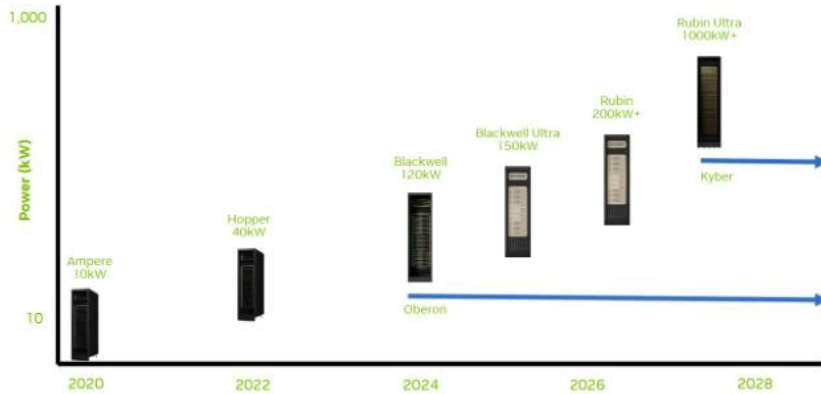
图39：2024-2026 全球光收发模块出货预估



资料来源：TrendForce，中国银河证券研究院

在 AI 算力需求的驱动下，从芯片到系统架构层层传导，AI 数据中心机构的功耗也显著增加。以芯片为起点，GPU 厂商在设计上通常会采用更多的计算核心并堆叠更多的 HBM，带来功耗的翻倍增长。在系统级层面上，为追求更高的训练效率、降低延迟，AI 机柜通常会集成更多的 GPU 模块，物理集成度的跃升同样带来功率密度的大幅增加。同时，其余配套设施功耗的叠加进一步推高机柜的总功耗。根据《华为 AIDC 机房参考设计白皮书》，2025-2028 年，整机柜的功耗将从 50kW 以下演变至 300kW+ 以上。英伟达数据同样显示，从 Ampere 到 Rubin Ultra，功率密度也在以近乎指数级的速度持续增长。超大规模数据中心功率密度的跃升，使得传统的设计方案面临效率、空间和电流的三重挑战，从而引发了系统级重构。

图40: 服务器代际功率的提升



资料来源: 《800 VDC Architecture for Next-Generation AI Infrastructure》—Jared Huntington & Mike Tu, 中国银河证券研究院

光模块作为产生能耗的主要环节之一，为了实现能耗损失和互联速率之间的平衡，其封装形态也在持续演进。当前，技术成熟、便于维护的可插拔光模块仍然是主流路径，但是传统可插拔高速光模块多基于 DSP，会带来较高的功耗，因此可插拔光模块逐步向集成度更高、功耗更低和传输距离更短的 CPO 方案迭代。博通曾推出的业界首款 51.2Tbps CPO 以太网交换机 Bailly 相比于可插拔收发器解决方案运行功耗可以降低 70%。

虽然 CPO 方案目前仍受限于高昂的成本，渗透速度相对较慢，TrendForce 预测 2026 年 CPO 在 AI 数据中心光通信模块中的出货占比仅为 0.55%。但是，其难以替代的性能优势使得 CPO 一旦规模化，便将快速渗透，TrendForce 同样预测 2030 年 CPO 出货量占比将达到 35.74%。在这个过程中，NPO 方案有望成为关键过渡技术，阿里的 UPN512 即采用 LPO/NPO 光互连技术，预计降低 30% 以上的成本，提升 3 倍以上的可靠性。

表2: 不同类型的光互联方案

对比维度	FRO	LPO	NPO(Line ar)	CPO(Li near)
线性直驱	否	是	是	是
可插拔	是	是	否	否
单体可靠性	低	中	高	高
带宽密度	低	低	高	高
时延	高	低	低	低
功耗	高	低	低	低
成本	高	低	低	低
标准化程度	高	高	高	低
主芯片耦合	无	无	无	是
对设备方案及主芯片性能依赖性	一般	强	弱	弱

资料来源: 《UPN512 技术架构白皮书 v1.0》—阿里云智能集团, 中国银河证券研究院

图41: 2024-2026 全球光收发模块出货预估



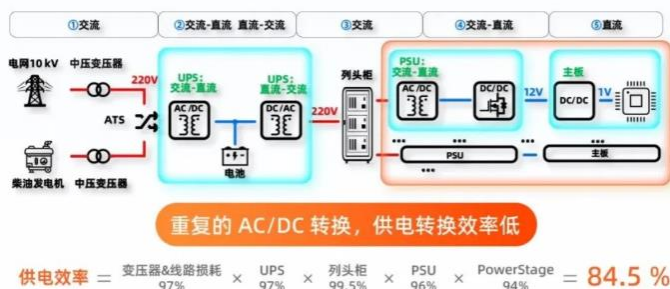
资料来源: TrendForce, 中国银河证券研究院

(三) 高压垂直供电：供电架构变革，高压垂直供电趋势明确

功率密度提升引发的 AI 数据中心系统级重构不仅体现在互联方式的转变，供电架构也在慢慢迭代。供电架构迭代的主要方向为高压垂直供电，具体可以拆分为高压直流供电和垂直供电两个环节。

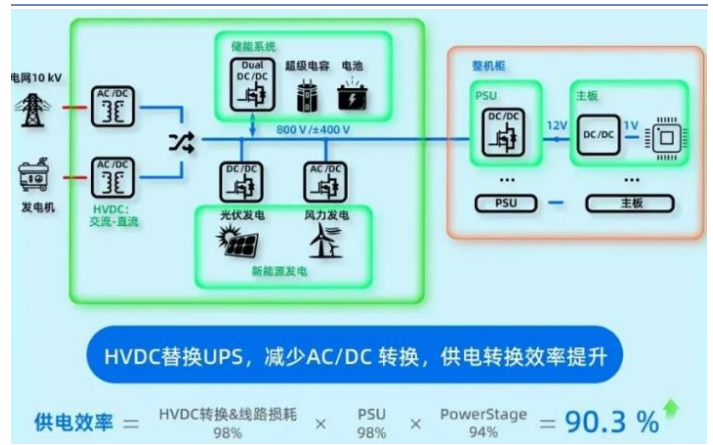
1) 高压直流供电：传统的供电架构需要经过多次 AC/DC、DC/DC 的交直流转换和降压路径，供电转换效率仅为 85%左右。同时，由于低压大电流的特征，传统的供电架构传输损耗大且需要更粗重的铜缆，导致机房空间利用率下降并带来较大的散热负担。800 VDC 供电架构明显减少了 AC/DC 的转换次数，供电转换效率可以提升 5%左右，同时高压小电流的优势也带来了更低的损耗和更少的铜缆需求，从而提高了空间利用率并且降低了散热压力。因此，在 AI 算力指数级增长的背景下，高压直流供电趋势明确。

图42：传统供电架构



资料来源：浪潮信息，中国银河证券研究院

图43：高压 HVDC 供电架构

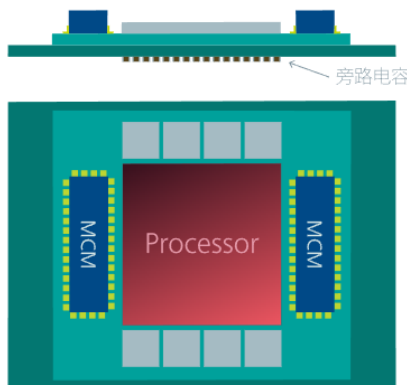


资料来源：浪潮信息，中国银河证券研究院

2) 垂直供电：在传统的供电架构中，VRM 电源模块主要放置在芯片周围，电流通过在主板表面横向传输至芯片引脚。在垂直供电架构中，VRM 放置在芯片的正下方，通过 TSV 等供电通孔到达芯片。相比于横向供电，垂直供电的路径更短、可以提升能效，同时释放芯片周围的空间。

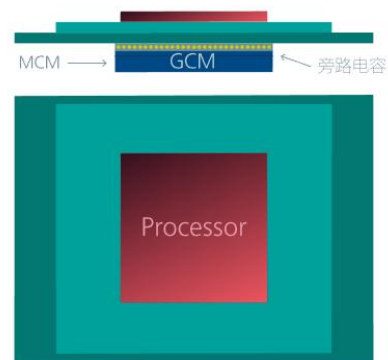
随着芯片的制程迭代逐渐接近物理极限，先进封装的作用逐渐凸显，其中 SoW 作为晶圆级异构集成技术快速发展。在 SoW 工艺中，如果采取横向供电，电流需要穿过整个晶圆表面才能到达中线，会带来电压骤降、效率损失、中心区域晶体管可能失效等问题。虽然垂直供电目前仍面临一定的制造工艺和散热问题，但是其在 SoW 工艺中的应用趋势已经相对明确。

图44：横向供电



资料来源：Vicor，中国银河证券研究院

图45：垂直供电



资料来源：Vicor，中国银河证券研究院

在整体的高压直流垂直供电系统中，PDU、PDB 和 VRM 都是相对重要的组件。其中，PDU 主要负责将强电引入机柜后的分配和监控，PDB 将进入服务器的电压调节为主板能用的电压，VRM 负责将主板电压调节为芯片可用的电压。从物料成本价值来看，L3 PDU 约为高压直流垂直供电的 5%，L10 系统组装约为 70%。随着 800V 架构从 2027 年新增容量中 5% 的占比快速提升至 2030 年的 45%，供电系统中的各个环节从市场规模、竞争格局等方面都将迎来新的变局。其中，传统的 PDU 厂商或许面临着核心产品被整合的市场风险，但是对于新兴的厂商来说供电架构的改变意味着切入相应供应链的新机遇。

图46: 高压直流垂直供电架构

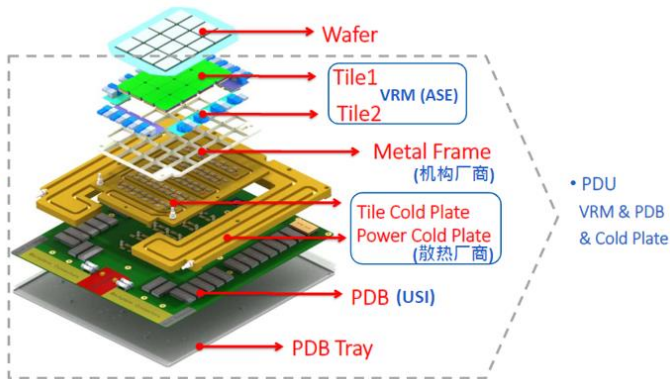
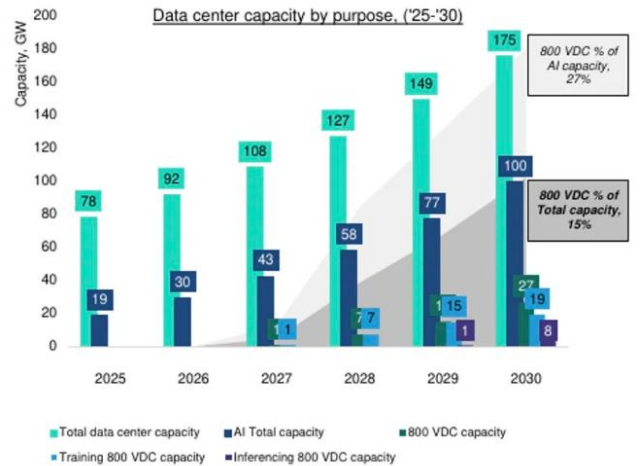


图47: 800 VDC 的容量占比



资料来源: 环旭电子 2025 年第二季度投资人线上说明会-PPT, 中国银河证券研究院

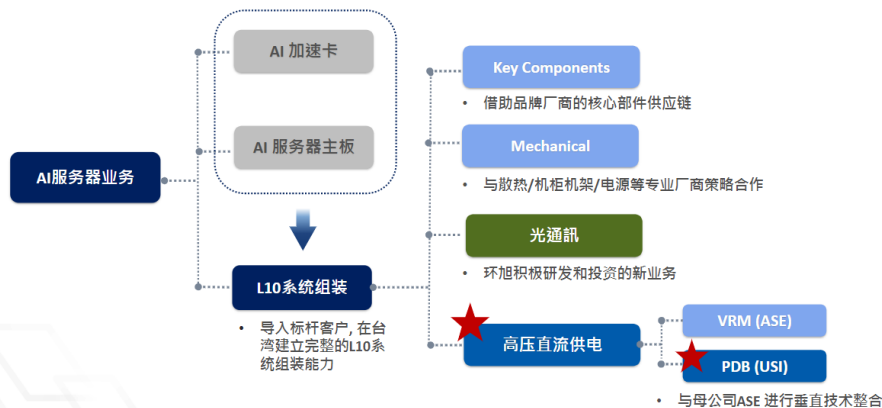
资料来源: Bernstein analysis and estimates, 中国银河证券研究院

(四) 公司优势: 内生外延, 母公司协同效应显著

在 AI 服务器中，环旭电子主要布局了 AI 加速卡、AI 服务器主板、光模块、PDB 以及 PDU 等业务。

1) AI 板卡—产能布局前瞻，卡位北美 CSP 客户：环旭电子算力板卡业务和集团算力芯片封装业务有良好的协同效应。公司于 2024 年导入 AI 加速卡业务，主要服务于 CSP 客户，目前产能主要集中在中国台湾地区。2025 年 Q4，公司加速卡产能已提升至 90K/M，2026 年或将达到 180K/M 的产能目标。凭借和集团的协同效应，公司不仅可以和更多集团客户进行业务沟通，还有望切入客户的主板供应链。同时，CSP 厂商持续进行资本开支。双轮驱动下，公司 AI 板卡业务将快速成长。

图48: 公司在 AI 服务器领域的业务布局

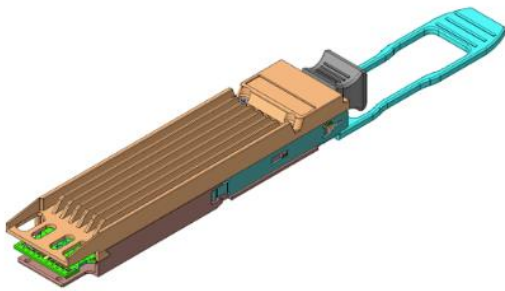


资料来源: 环旭电子 2025 年第二季度投资人线上说明会-PPT, 中国银河证券研究院

2) 光模块—收购光创联，内生外延共同成长：公司同样是于 2024 年开始布局光模块业务，并于 2025 年 7 月底发布了传输速度为每秒 1.6 Tera bits、符合 IEEE802.3dj_D1.1 标准的 1.6T 光模块产品，进展迅速。在工艺方面，环旭电子导入 FlipChip Bonder 高精度设备，掌握自动光纤对位、UV 胶参数优化等核心光学组装技术，可以确保生产效率、良率和稳定性。产能方面，公司在越南投建的 10 万只/月的产能也在顺利推进，并支持进一步扩产。

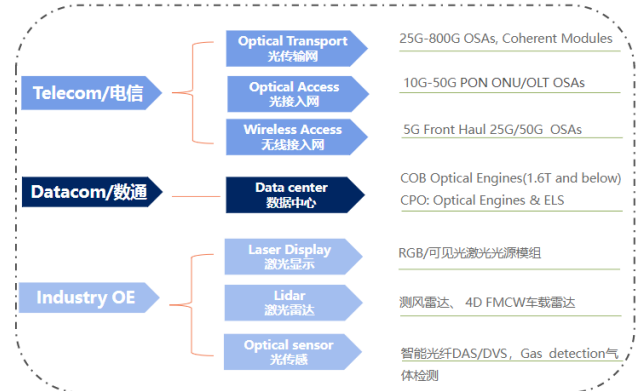
2026 年 1 月，公司完成对光创联的收购，补齐公司在光组件和光引擎方面的技术拼图。依托于集团赋能，在 CPO 环节，光创联和公司也将分别参与到 detachable FAU、ELSFP 模块、光耦合和 SiP/SiPlet、flipchip 等关键工艺中。在内生外延和集团赋能的共同作用下，公司对于光模块的布局不仅有望在当前的市场中占据一席之地，在未来的 CPO 环节也是占据了有利的起跑位置。

图49: 1.6T 光模块



资料来源：环旭电子官网，中国银河证券研究院

图50: 光创联的核心业务

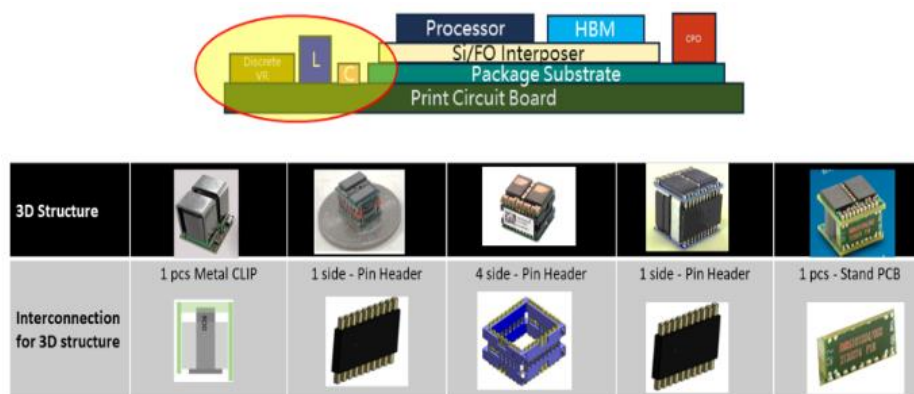


资料来源：环旭电子 2025 年第四季度投资人线上说明会-PPT，中国银河证券研究院

3) 垂直供电—模组化与微小化技术共振，布局下一代 AI 基础设施：下一代 AI 基础设施的电力解决方案需要在极小的空间内实现高效的电源转换。公司掌握电源模组化技术，可以将电感、电容、功率芯片整合为高密度模组，并且掌握微小化技术，可以将模组厚度从过去的 8mm 优化至 5mm，甚至挑战 4mm。2025 年，公司已和日月光开始合作开发面向 SoW 工艺的 PDU 产品，将核心技术逐步转化为具体的产品。

整体来看，公司技术实力雄厚、产能布局前瞻，并且通过并购整合等方式快速补齐技术拼图。同时，公司背靠日月光平台，不仅在技术上可以和日月光进一步协同，在客户资源方面也能率先卡位优质客户。多种优势的共同作用下，公司具备快速承接市场需求的能力，有望在 AI 算力爆发的浪潮中打造第二成长曲线。

图51: Power Block 的 3D 結構



资料来源：环旭电子官网，中国银河证券研究院

四、盈利预测及投资建议

（一）盈利预测

1. 收入预测：

公司通讯类、工业类及汽车电子类业务基本盘稳固，同时受益于 AI 数据中心相关的服务器板卡、光模块等创新业务的快速发展，以及 AI 眼镜等新型消费电子业务的加速成长，预计 2026-2028 年营收分别为 696.25/832.28/933.02 亿元，分别同比+17.6%/19.5%/12.1%。

2. 成本预测：

成本：公司产品结构持续优化，技术门槛和附加值较高的创新类业务占比将逐步提升。同时，公司的费用管控持续优化，利润空间有望进一步释放。预计 2026-2028 年公司整体毛利率分别为 9.9%/10.2%/10.5%；**预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.89/32.15/39.41 亿元，分别同比 +34.3%/29.2%/22.6%。**

（二）相对估值

环旭电子是电子制造服务领域的领先企业，主营业务为 SiP 模组制造，产品的下游应用领域主要为消费电子、工业、通讯、汽车电子等领域，同时布局服务器板卡、光模块等 AI 数据中心相关的创新型业务。根据品类与商业模式的相似性，选取立讯精密、工业富联、长电科技、华天科技四家公司作为可比公司；2025-2027 年可比公司 PE 算术均值分别为 37.42/24.67/19.81 倍（其中立讯精密、工业富联、长电科技、华天科技数据取自 iFind 一致预期）。考虑公司的业务结构目前正在从以消费电子为主，逐步向 AI 数据中心相关业务过渡，并且公司是具备技术优势的头部企业，给予公司 2026 年 40-45 倍 PE，对应市值为 993.82-1118.05 亿元。

表3：环旭电子与可比公司估值（2026 年 4 月 7 日）

PE	2023A	2024A	2025A/E	2026E	2027E
立讯精密	22.52	22.07	20.79	16.15	12.99
工业富联	14.28	18.40	34.92	16.95	13.23
长电科技	36.32	45.43	43.56	34.25	27.58
华天科技	120.63	60.37	50.40	31.33	25.42
平均值	48.44	36.57	37.42	24.67	19.81
环旭电子	47.48	42.33	31.52	24.40	19.91

资料来源：iFind，中国银河证券研究院

（三）绝对估值

我们采用 FCFE 法分增长期（2026-2028 年）、过渡期（2029-2035 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.1%、永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 42.56-46.27 元，对应市值区间为 1016.76-1105.39 亿元。

表4：FCFE 核心假设

指标	数值	备注

无风险利率 R_f =	1.82%	以 10 年期国债收益率为参考
债务资本比重 W_d =	6.8%	取长期债务/（长期债务+所有者权益）
市场预期收益率 R_m =	5.5%	以消费电子板块 5 年平均收益水平为参考
贝塔系数 β =	1.26	取公司与消费电子板块相关系数
债务资本成本 K_d =	3.16%	以 5 年以上长期贷款基准利率为参考
加权平均资本成本 $WACC$ =	6.2%	加权平均资本成本，计算可得

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

表5: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)

永续增长率	WACC						
	5.90%	6.00%	6.10%	6.20%	6.30%	6.40%	6.50%
2.20%	45.18	44.12	43.11	42.15	41.23	40.36	39.53
2.30%	46.01	44.89	43.84	42.83	41.88	40.97	40.11
2.40%	46.88	45.71	44.61	43.56	42.56	41.62	40.72
2.50%	47.80	46.58	45.42	44.32	43.28	42.29	41.36
2.60%	48.78	47.49	46.27	45.12	44.04	43.01	42.03
2.70%	49.82	48.46	47.18	45.98	44.83	43.76	42.73
2.80%	50.93	49.50	48.15	46.88	45.68	44.55	43.48

资料来源: iFind, 中国银河证券研究院

(四) 投资建议

预计 2026-2028 年营收分别为 696.25/832.28/933.02 亿元，分别同比+17.6%/19.5%/12.1%；预计 2026-2028 年归母净利润分别为 24.89/32.15/39.41 亿元，分别同比+34.3%/29.2%/22.6%；对应 PE 为 31.52/24.4/19.91。相对估值法下，给予公司 2026 年 40-45 倍 PE，对应市值为 993.82-1118.05 亿元。绝对估值法下，公司合理每股价值区间为 42.56-46.27 元，对应市值区间为 1016.76-1105.39 亿元。考虑公司基本盘稳固，同时受益于 AI 数据中心相关的服务器板卡、光模块等创新业务的快速发展，以及 AI 眼镜等新型消费电子业务的加速成长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

五、风险提示

1) 公司产能释放不及预期的风险：公司业绩的增长和其新建产能的顺利释放息息相关，如果公司产能释放不及预期，公司业绩将受影响；

2) AI 端侧产品渗透不及预期的风险：如果 AI 端侧产品的渗透速度不及预期，公司的业绩增长速度将受影响；

3) 下游需求不及预期的影响：公司的产品销量和消费电子等行业需求景气度相关，若下游需求不振，公司业绩将遭受影响；

4) 宏观环境波动影响：公司海外业务占比相对较高，宏观环境的波动会一定程度上影响公司的业绩表现。

图表目录

图 1: 环旭电子发展历程.....	5
图 2: 环旭电子产品系列.....	6
图 3: 环旭电子股权结构.....	6
图 4: 环旭电子全球制造生产据点	7
图 5: 环旭电子营业总收入及 YOY	7
图 6: 环旭电子归母净利润及 YOY	7
图 7: 环旭电子毛利率和净利率表现	8
图 8: 环旭电子期间费用率情况	8
图 9: 环旭电子各业务占比	8
图 10: 环旭电子各业务毛利率情况.....	8
图 11: SiP 封装技术示意图.....	9
图 12: Apple SiP 模块	9
图 13: AirPods Pro 内部结构	9
图 14: iPhone X 的 RF SiP	10
图 15: iPhone X 中 SiP 的占比.....	10
图 16: 2022-2028 年 SiP 封装市场下游应用情况	10
图 17: 2025 上半年全球 AI 眼镜知名产品发布时间线.....	11
图 18: 2025 下半年全球 AI 眼镜知名产品发布时间线.....	11
图 19: 2023-2028 年 AI 眼镜出货规模和预测.....	11
图 20: 千问 AI 眼镜 G1.....	12
图 21: 歌尔股份 Wood2 采用超小型 SiP 模组技术	12
图 22: 苹果高血压通知功能	12
图 23: 可穿戴设备市场规模	12
图 24: 荣耀 Magic V6 的机身厚度.....	13
图 25: 荣耀 Magic V6 的 PC 级大屏	13
图 26: 书本式折叠屏智能手机出货量份额	13
图 27: 全球折叠屏智能手机出货量占比	13
图 28: 环旭电子的技术布局.....	14
图 29: 环旭电子 2024 年出货量.....	14
图 30: 人工智能数据中心市场规模.....	16
图 31: 美国人工智能数据中心市场规模（单位：亿美元）	16
图 32: 2026 年人工智能数据中心市场结构	16
图 33: 北美云厂商资本开支（单位：十亿美元）	16

图 34: AI 产业链典型公司的利益分配	17
图 35: GPU AI 服务器和 ASIC AI 服务器的同比增长率情况.....	17
图 36: 2026 年各类 AI server 出货占比	17
图 37: 智算场景中各技术领域扩展趋势	18
图 38: 算力随着卡数规模扩大难以线性扩展	18
图 39: 2024-2026 全球光收发模块出货预估	18
图 40: 服务器代际功率的提升.....	19
图 41: 2024-2026 全球光收发模块出货预估	19
图 42: 传统供电架构	20
图 43: 高压 HVDC 供电架构	20
图 44: 横向供电	20
图 45: 垂直供电	20
图 46: 高压直流垂直供电架构.....	21
图 47: 800 VDC 的容量占比.....	21
图 48: 公司在 AI 服务器领域的业务布局	21
图 49: 1.6T 光模块	22
图 50: 光创联的核心业务.....	22
图 51: Power Block 的 3D 結構	22
表 1: 不同类型的互联方案	18
表 2: 不同类型的光互联方案	19
表 3: 环旭电子与可比公司估值 (2026 年 4 月 7 日)	23
表 4: FCFE 核心假设	23
表 5: WACC 估值敏感性分析表 (单位: 元/股)	24

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	32,143	37,231	44,074	50,233
现金	13,241	15,369	18,143	21,126
应收账款	10,030	11,681	14,043	15,735
其它应收款	124	205	201	232
预付账款	93	78	98	119
存货	7,977	9,231	10,894	12,302
其他	679	667	696	718
非流动资产	8,343	7,207	6,045	4,868
长期投资	728	728	728	728
固定资产	5,246	4,147	3,016	1,864
无形资产	313	344	371	396
其他	2,056	1,988	1,929	1,880
资产总计	40,486	44,438	50,119	55,100
流动负债	16,799	18,757	22,227	24,628
短期借款	2,970	2,860	3,210	3,410
应付账款	10,985	12,519	15,098	16,892
其他	2,843	3,378	3,919	4,326
非流动负债	2,966	3,212	3,267	3,391
长期借款	126	226	216	296
其他	2,840	2,986	3,051	3,096
负债总计	19,765	21,969	25,494	28,019
少数股东权益	0	-14	-40	-75
归属母公司股东权益	20,721	22,483	24,665	27,156
负债和股东权益	40,486	44,438	50,119	55,100

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,404	2,774	3,359	3,967
净利润	1,829	2,475	3,189	3,905
折旧摊销	1,283	1,326	1,342	1,357
财务费用	444	176	189	208
投资损失	-266	-279	-333	-389
营运资金变动	-728	-1,059	-1,060	-1,096
其他	-158	135	32	-18
投资活动现金流	-715	121	232	349
资本支出	-1,083	-157	-101	-40
长期投资	174	0	0	0
其他	194	279	333	389
筹资活动现金流	-917	-756	-815	-1,332
短期借款	-706	-110	350	200
长期借款	96	100	-10	80
其他	-306	-746	-1,155	-1,612
现金净增加额	744	2,139	2,776	2,985

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	59,195	69,625	83,228	93,302
营业成本	53,580	62,736	74,763	83,549
税金及附加	71	91	117	122
销售费用	404	473	565	635
管理费用	1,292	1,495	1,773	1,959
研发费用	1,901	2,158	2,623	2,943
财务费用	268	244	235	227
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动收益	-26	0	0	0
投资收益及其他	442	395	515	624
营业利润	2,105	2,823	3,667	4,491
营业外收入	66	24	20	37
营业外支出	31	27	34	31
利润总额	2,139	2,820	3,653	4,497
所得税	311	346	464	592
净利润	1,829	2,475	3,189	3,905
少数股东损益	-24	-14	-26	-36
归属母公司净利润	1,853	2,489	3,215	3,941
EBITDA	3,691	4,389	5,230	6,080
EPS (元)	0.78	1.04	1.35	1.65

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	-2.5%	17.6%	19.5%	12.1%
营业利润增长率	12.4%	34.2%	29.9%	22.5%
归母净利润增长率	12.2%	34.3%	29.2%	22.6%
毛利率	9.5%	9.9%	10.2%	10.5%
净利率	3.1%	3.6%	3.8%	4.2%
ROE	8.9%	11.1%	13.0%	14.5%
ROIC	7.7%	9.5%	10.9%	12.1%
资产负债率	48.8%	49.4%	50.9%	50.9%
净资产负债率	95.4%	97.8%	103.5%	103.5%
流动比率	1.91	1.98	1.98	2.04
速动比率	1.40	1.46	1.46	1.51
总资产周转率	1.47	1.64	1.76	1.77
应收账款周转率	5.84	6.41	6.47	6.27
应付账款周转率	4.86	5.34	5.41	5.22
每股收益(元)	0.78	1.04	1.35	1.65
每股经营现金流(元)	1.01	1.16	1.41	1.66
每股净资产(元)	8.67	9.41	10.32	11.37
P/E	42.33	31.52	24.40	19.91
P/B	3.79	3.49	3.18	2.89
EV/EBITDA	19.26	15.73	12.75	10.53
PS	1.33	1.13	0.94	0.84

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高峰 电子行业首席分析师。北京邮电大学电子与通信工程硕士，吉林大学工学学士。2年电子实业工作经验，7年证券从业经验，曾就职于渤海证券、国信证券、北京信托证券部。2022年加入中国银河证券研究院，主要从事硬科技方向研究。

钟宇佳，哈尔滨工业大学学士，华威大学商学院硕士。2023年加入中国银河证券，主要从事电子行业相关研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。投资者应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。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

林程 021-60387901 lincheng_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn