下载日志已记录，仅供内部参考

光通信产品加速落地，AI 算力布局开启成长新周期

环旭电子(601231)
电子元器件/信息科技

■ 环旭电子首次覆盖报告

姓名	电话	邮箱	登记编号
文紫妍(分析师)	021-38038321	wenziyan@gtht.com	S0880523070001

本报告导读：

公司 SiP 技术领先，有望受益于 AI 端侧产品产品放量。其与母公司日月光紧密合作，积极布局光通信/算力板卡/服务器供电等高增长业务。

投资要点：

- **首次覆盖给予增持评级，目标价 49.50 元。**预计公司 2026-2028 年营收为 732.24/866.30/997.32 亿元，同比增长 23.7%/18.3%/15.1%；预计公司 EPS 为 0.99/1.45/2.04 元，同比增速为 27.8%/45.8%/41.2%。考虑到公司从 26 年开始净利润增速快于可比公司，且在 CPO 领域处于核心卡位，远期业绩爆发性强，给予其估值溢价。综合考虑 PE 和 PS 估值溢价后的结果，给予其目标价 49.50 元，对应 26 年 PE50X，首次覆盖给予增持评级。
- **公司 SiP 技术领先，有望受益于 AI 端侧产品放量。**以 AI 眼镜为代表的智能穿戴设备有望加速渗透，其对轻薄短小、高集成度 SiP 模组的需求更迫切。公司在 AI 眼镜 SiP 产品包括 WiFi 和主板模组，26Q1 已形成营收，26Q2 将进一步放量。目前公司持续为北美多个头部客户开发 AI 眼镜 SiP 模组，除已量产出货模组外，还包括音频、显示、生物感测相关 SiP 模组，有望于 2027 年在多个北美头部客户产品上量产出货。
- **与母公司日月光紧密合作，积极布局光通信/算力板卡/服务器供电等高增长业务。**光通信领域，公司通过收购光创联丰富技术实力，并持续扩建成都基地产能，同时越南产线将于 26Q3 逐步爬坡，并加速拓展北美头部客户，推进 800G/1.6T 产品量产交付；其依托母公司日月光先进封装布局开放式光学集成，协同服务头部厂商并适配不同技术路线的 CPO 方案。此外，公司加速算力板和 AI 服务器垂直供电方案产能建设和送样验证，制程优势和先发优势明显，未来业绩弹性充足。
- **催化剂。**光通信新产品落地和客户导入
- **风险提示。**AI 眼镜渗透不及预期的风险；新产品研发进展不及预期的风险

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	60,691	59,195	73,224	86,630	99,732
(+/-)%	-0.2%	-2.5%	23.7%	18.3%	15.1%
净利润(归母)	1,652	1,853	2,369	3,454	4,878
(+/-)%	-15.2%	12.2%	27.8%	45.8%	41.2%
每股净收益(元)	0.69	0.78	0.99	1.45	2.04
净资产收益率(%)	9.2%	8.9%	9.7%	13.0%	16.6%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	54.23	48.35	37.83	25.95	18.37

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

首次覆盖	
评级	**增持**
目标价格(元):	**49.50**
当前价格：(元)	37.51

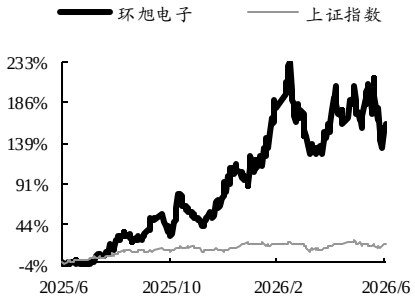
交易数据

52 周内股价区间(元)	14.00-48.42
总市值(百万元)	89,609
总股本/流通 A 股(百万股)	2,389/2,389
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	23,123
每股净资产(元)	9.68
市净率(现价)	3.9
净负债率	-42.02%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	3%	162%
相对指数	-4%	2%	141%

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	12,487	13,241	16,003	17,407	19,954
交易性金融资产	42	10	10	10	10
应收账款及票据	10,335	10,140	12,543	14,839	17,083
存货	7,750	7,977	9,760	11,407	12,946
其他流动资产	982	776	856	903	948
流动资产合计	**31,597**	**32,143**	**39,170**	**44,565**	**50,941**
长期投资	516	528	528	528	528
固定资产	5,120	5,246	4,944	4,740	4,429
在建工程	365	185	347	492	623
无形资产及商誉	897	952	889	827	764
其他非流动资产	1,504	1,433	1,332	1,178	1,085
非流动资产合计	**8,401**	**8,343**	**8,040**	**7,765**	**7,430**
总资产	**39,998**	**40,486**	**47,210**	**52,331**	**58,371**
短期借款	3,677	2,970	2,970	2,970	2,970
应付账款及票据	11,055	10,985	13,439	15,708	17,827
一年内到期的非流动负债	194	344	301	301	301
其他流动负债	2,659	2,499	3,065	3,592	4,092
流动负债合计	**17,584**	**16,799**	**19,775**	**22,571**	**25,190**
长期借款	30	126	126	196	266
应付债券	3,468	2,108	2,108	2,108	2,108
租赁负债	377	328	328	328	328
其他非流动负债	480	405	380	380	380
非流动负债合计	**4,355**	**2,966**	**2,941**	**3,011**	**3,081**
总负债	**21,939**	**19,765**	**22,716**	**25,582**	**28,271**
实收资本(或股本)	2,191	2,279	2,389	2,389	2,389
其他归母股东权益	15,744	18,442	22,057	24,129	27,056
归属母公司股东权益	**17,935**	**20,721**	**24,446**	**26,518**	**29,445**
少数股东权益	124	0	49	231	655
股东权益合计	**18,059**	**20,722**	**24,495**	**26,749**	**30,100**
总负债及总权益	**39,998**	**40,486**	**47,210**	**52,331**	**58,371**

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,210	2,404	2,499	3,842	5,482
投资活动现金流	-1,196	-715	-808	-905	-831
筹资活动现金流	-1,763	-917	1,185	-1,532	-2,105
汇率变动影响及其他	27	-29	-114	0	0
现金净增加额	1,278	744	2,762	1,404	2,547
折旧与摊销	1,324	1,283	1,555	1,674	1,734
营运资本变动	1,248	-754	-1,246	-1,195	-1,210
资本性支出	-1,193	-1,083	-1,002	-1,165	-1,130

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**60,691**	**59,195**	**73,224**	**86,630**	**99,732**
营业成本	54,930	53,580	65,550	76,614	86,950
税金及附加	138	71	88	105	120
销售费用	409	404	498	589	678
管理费用	1,371	1,292	1,611	1,949	2,254
研发费用	1,908	1,901	2,856	3,465	3,989
EBIT	**1,976**	**1,981**	**3,111**	**4,488**	**6,408**
其他收益	63	59	73	86	99
公允价值变动收益	-2	-26	0	0	0
投资收益	213	266	220	260	299
财务费用	313	268	301	261	242
减值损失	-32	-33	-1	-1	-1
资产处置损益	8	160	198	235	270
营业利润	**1,872**	**2,105**	**2,811**	**4,227**	**6,165**
营业外收支	-19	35	0	0	0
所得税	210	311	393	592	863
净利润	**1,644**	**1,829**	**2,417**	**3,636**	**5,302**
少数股东损益	-8	-24	48	182	424
归属母公司净利润	1,652	1,853	2,369	3,454	4,878

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
ROE(摊薄,%)	9.2%	8.9%	9.7%	13.0%	16.6%
ROA(%)	4.1%	4.5%	5.5%	7.3%	9.6%
ROIC(%)	6.8%	6.4%	8.8%	11.8%	15.3%
销售毛利率(%)	9.5%	9.5%	10.5%	11.6%	12.8%
EBIT Margin(%)	3.3%	3.3%	4.2%	5.2%	6.4%
销售净利率(%)	2.7%	3.1%	3.3%	4.2%	5.3%
资产负债率(%)	54.9%	48.8%	48.1%	48.9%	48.4%
存货周转率(次)	6.8	6.8	7.4	7.2	7.1
应收账款周转率(次)	6.0	5.8	6.5	6.4	6.3
总资产周转周转率(次)	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8
净利润现金含量	2.5	1.3	1.1	1.1	1.1
资本支出/收入	2.0%	1.8%	1.4%	1.3%	1.1%
EV/EBITDA	23.46	23.94	17.03	12.68	9.29
P/E(现价&最新股本摊薄)	54.23	48.35	37.83	25.95	18.37
P/B(现价)	5.00	4.32	3.67	3.38	3.04
P/S(现价)	1.48	1.51	1.22	1.03	0.90
EPS-最新股本摊薄(元)	0.69	0.78	0.99	1.45	2.04
DPS-最新股本摊薄(元)	0.21	0.43	0.55	0.58	0.82
股息率(现价,%)	0.6%	1.1%	1.5%	1.5%	2.2%

资料来源：Wind，国泰海通证券研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 盈利预测与估值 4
2. SiP 基本盘稳固，积极布局 AI 算力第二曲线 6
2.1. SiP 模组：AI 眼镜 SiP 逐步起量，增长趋势明确 6
2.2. AI 算力：积极布局光通信、服务器供电、算力板卡 7
3. 风险提示 8

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 盈利预测与估值

我们预计公司 2026-2028 年营收为 732.24/866.30/997.32 亿元，分别同比增长 23.7%/18.3%/15.1%；预计公司综合毛利率为 10.48%/11.56%/12.82%。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 23.69 /34.54 /48.78 亿元，同比增速分别为 27.8%/45.8%/41.2%，对应 EPS 为 0.99/1.45/2.04 元。

（1）消费电子类产品：我们预计公司 2026-2028 年消费电子类产品收入同比增长分别为 6%/6%/6%，对应收入为 225.8/239.3/253.7 亿元；预计毛利率为 7.31%/7.31%/7.31%，维持 2025 年水平。该业务增长主要来自智能眼镜 SiP 产品受益于端侧 AI 设备创新，根据公司披露的投资者关系记录公告，其 AI 眼镜 WiFi 和主板 SiP 模组 2026Q1 形成一定收入，并预计从 2026Q2 开始放量，全年预估达到整体 SiP 业务营收约 10%的水平。同时考虑其持续巩固手表/耳机 sip 模组龙头地位，我们假设收入增速为 6%/6%/6%，并假设毛利率基本维持。

（2）通讯类产品：我们预计公司 2026-2028 年通讯类产品收入为 189.4/195.1/200.9 亿元，分别同比增长 3%/3%/3%；预计毛利率为 7.0%/7.0%/7.0%。公司 2025 年通讯类产品收入为 183.86 亿元，同比下降约 12.72%，主要受关键物料采购成本下降带动产品售价下降影响。考虑大客户手机销量韧性更强且目前关键物料成本有所上行，我们预计该业务 2026-2028 年收入增速为 3%/3%/3%。毛利率方面，考虑公司通讯产品价格仍可能受到客户压价等影响，因此假设毛利率略低于 2025 年 7.54%，维持在 7.0%。

（3）工业类产品：我们预计公司 2026-2028 年工业类产品收入为 81.2/86.8/92.9 亿元，分别同比增长 7%/7%/7%；预计毛利率为 13%/13%/13%。公司工业类产品覆盖 POS、智能手持终端、智能车队记录仪、工厂自动化控制模块，并增加储能、光伏等绿色能源产品服务。其 2025 年工业类产品收入同比增长约 6.56%，毛利率为 13.74%。考虑工业电子需求温和回暖，且其通常具备长生命周期、多品种和定制化特征，我们假设该业务 2026-2028 年收入维持 7%年增长。毛利率方面，我们预计 26-28 年维持在 13%。

（4）云端及存储类产品：我们预计公司 2026-2028 年云端及存储类产品收入为 177.28/286.19/390.67 亿元，分别同比增长 192%/61%/37%；预计毛利率为 17.74%/18.43%/20.00%。核心假设原因：公司积极进军 800G/1.6T 光引擎、光模块组装测试、CPO、算力板卡和服务器供电 PDU，受 AI 服务器和数据中心硬件需求拉动预计增长明显。参考公司披露的投资者关系记录公告，其算力板卡业务在 2026 年推进产能扩充，上半年规划完成 4 条产线、合计 18 万片/月产能，下半年新增一条产线，年末目标达到 22.5 万片/月。同时积极推动越南光通信产能爬坡和产品上量，预计 26-28 年收入高速增长。毛利率方面，我们考虑 2026 年仍处产能爬坡和客户导入阶段，2027-2028 年随规模化交付和产品结构升级逐步改善。

（5）汽车电子：我们预计公司 2026-2028 年汽车电子收入为 45.1/45.1/45.1 亿元，收入基本持平；预计毛利率为 9%/9%/9%。根据公司 25 年报，其 2025 年汽车电子收入为 45.11 亿元，同比下降约 24%，主要受部分客户减少外包制造订单、需求减少以及合并报表范围变化影响。公司汽车电子产品长期受益于汽车电动化和智能化，但考虑目前供给端竞争激烈，我们假设其汽车电子业务在 2026-2028 收入维持 2025 年水平，毛利率稳定在 9%。

（6）医疗类产品：我们预计公司 2026-2028 年医疗类产品收入为 4.0/4.2/4.5 亿元，分别同比增长 6%/6%/6%；预计毛利率为 4.5%/4.5%/4.5%。该假设的核心原因是，公司医疗电子产品主要面向家庭护理和医院用分析设备，业务规模较小但需求相对稳定。考虑医疗电子客户认证周期长、订单波动相对小，我们假设收入 26-28 年保持 6%稳定增长，毛利率维持 4.5%。

（7）其他主营业务及其他业务：我们预计公司 2026-2028 年其他主营业务

下载日志已记录，仅供内部参考

收入均为 8.72 亿元，毛利率为 0%/0%/0%；预计其他业务收入均为 0.82 亿元，毛利率为 90%/90%/90%。该两项业务规模较小，假设收入和毛利率保持稳定。

表1：公司收入拆分（单位：亿元）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	607.92	606.91	591.95	732.24	866.30	997.32
消费电子类产品	192.54	192.03	213.00	225.78	239.33	253.69
YOY		0%	11%	6%	6%	6%
通讯类产品	217.99	210.66	183.86	189.38	195.06	200.91
YOY		-3%	-13%	3%	3%	3%
工业类产品	81.64	71.18	75.85	81.16	86.84	92.92
YOY		-13%	7%	7%	7%	7%
云端及存储类产品	53.79	60.97	60.80	177.28	286.19	390.67
YOY		13%	0%	192%	61%	37%
汽车电子	51.37	59.72	45.11	45.11	45.11	45.11
YOY		16%	-24%	0%	0%	0%
医疗类产品	3.76	3.34	3.77	4.00	4.24	4.49
YOY		-11%	13%	6%	6%	6%
其他主营业务	6.20	8.26	8.72	8.72	8.72	8.72
其他业务	0.62	76%	82%	82%	82%	82%
营业成本	549.39	549.30	535.80	655.50	766.14	869.50
消费电子类产品	177.28	176.19	197.43	209.28	221.83	235.14
通讯类产品	201.03	194.61	170.00	176.12	181.40	186.85
工业类产品	69.82	62.86	65.43	70.61	75.55	80.84
云端及存储类产品	45.18	50.12	49.00	145.82	233.45	312.54
汽车电子	47.22	54.97	41.14	41.05	41.05	41.05
医疗类产品	3.51	3.19	3.60	3.82	4.05	4.29
其他主营业务	5.32	7.33	9.20	8.72	8.72	8.72
其他业务	0.03	0.02	0.00	0.08	0.08	0.08
毛利率(%)	9.63	9.49	9.48	10.48	11.56	12.82
消费电子类产品	7.93	8.25	7.31	7.31	7.31	7.31
通讯类产品	7.78	7.62	7.54	7.00	7.00	7.00
工业类产品	14.48	11.69	13.74	13.00	13.00	13.00
云端及存储类产品	16.00	17.79	19.44	17.74	18.43	20.00
汽车电子	8.09	7.95	8.82	9.00	9.00	9.00
医疗类产品	6.77	4.51	4.53	4.50	4.50	4.50
其他主营业务	14.19	11.15	-5.57	0	0	0
其他业务	94.56	97.81	99.40	90	90	90

数据来源：wind，国泰海通证券研究

选取立讯精密、歌尔股份为可比公司，理由为：立讯精密和歌尔股份的主要产品均为电子零部件、模组及组装业务，下游以消费电子领域为主，二者与公司业务相近。

PE 估值：参考可比公司 2026 年平均 PE 为 24.18X，考虑到公司从 26 年开始业绩增速显著更高，且在 CPO 领域处于核心卡位，业绩爆发性强。给予其 26 年估值溢价 PE50X，其 26 年 EPS 为 0.99 元，对应每股合理估值为 49.50 元。

PS 估值：参考可比公司 2026 年平均 PS 为 1.04X，考虑到公司从 26 年开始业绩增速显著更高，且在 CPO 领域处于核心卡位，业绩爆发性强。给予其 26 年估值溢价 PS 2X，其 26 年收入为 732.24 亿元，对应每股合理估值为 61.30 元。

综合考虑 PE 和 PS 估值结果，基于谨慎性原则，并考虑其净利润在 27 年/28 年的高增长，参考 PE 估值结果（2026 年 PE50X），给予其目标价为 49.50 元，首次覆盖给予增持评级。

表2：可比公司估值表（收盘市值参考 2026 年 6 月 18 日数据）

下载日志已记录，仅供内部参考

股票代码	股票简称	市值/亿元	归母净利润/亿元			PE			收入/亿元	PS
			2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2026E	2026E
002475	立讯精密	5095.09	166.00	216.46	277.85	30.69	23.54	18.34	4079.78	1.25
002241	歌尔股份	849.25	39.4	34.21	45.83	21.55	24.82	18.53	1022.34	0.83
	平均值					26.12	24.18	18.43		1.04

数据来源：wind，国泰海通证券研究备注：立讯和歌尔盈利预测来自 wind 一致预期

2. SiP 基本盘稳固，积极布局 AI 算力第二曲线

2.1. SiP 模组：AI 眼镜 SiP 逐步起量，增长趋势明确

公司业务包括 EMS 制造服务、SiP 微小化、系统级解决方案等。根据公司 2025 年年报披露，公司未来加速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。目前公司产品覆盖无线通讯、消费电子、工业、云端及存储、汽车电子和医疗电子，其中云端及存储、光通信、AI 眼镜 SiP、算力板卡和服务器供电等将成为核心增长点。

表3：消费电子和通讯类在公司收入中占比较大

业务	2023 年收入（亿元）	2023 年占比	2024 年收入（亿元）	2024 年占比	2025 年收入（亿元）	2025 年占比
营业总收入	607.92	100.00%	606.91	100.00%	591.95	100.00%
消费电子类产品	192.54	31.67%	192.03	31.64%	213	35.98%
通讯类产品	217.99	35.86%	210.66	34.71%	183.86	31.06%
工业类产品	81.64	13.43%	71.18	11.73%	75.85	12.81%
电脑及存储类产品	53.79	8.85%	60.97	10.05%	60.82	10.27%
汽车电子	51.37	8.45%	59.72	9.84%	45.11	7.62%
医疗类产品	3.76	0.62%	3.34	0.55%	3.77	0.64%
其他主营业务	6.2	1.02%	8.26	1.36%	8.72	1.47%
其他业务	0.62	0.10%	0.76	0.13%	0.82	0.14%

数据来源：wind，国泰海通证券研究

目前公司产品可以分为六大类，其中通讯类和消费电子类 SiP 收入占比较大。通讯类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。消费电子产品以智能穿戴 SiP 模组为核心，产品包括智能手表 SiP、智能眼镜 SiP、TWS 模组、光学心率模组，以及 XR/VR/AR/MR 设备中的 WiFi 模组和系统整合主板模块。工业类产品包括 POS、智能手持终端、智能车队记录仪、工厂自动化控制模块，并增加储能、光伏等绿色能源产品。云端及存储类产品包括服务器主板、AI Card、工作站主板、SSD、高速交换机和网络适配卡，以及新扩充的光模块业务。汽车电子产品包括功率模组、逆变器、BMS、OBC、ADAS 控制器、域控制器、车载通讯和车身控制器。医疗电子产品包括家庭护理和医院用分析设备。

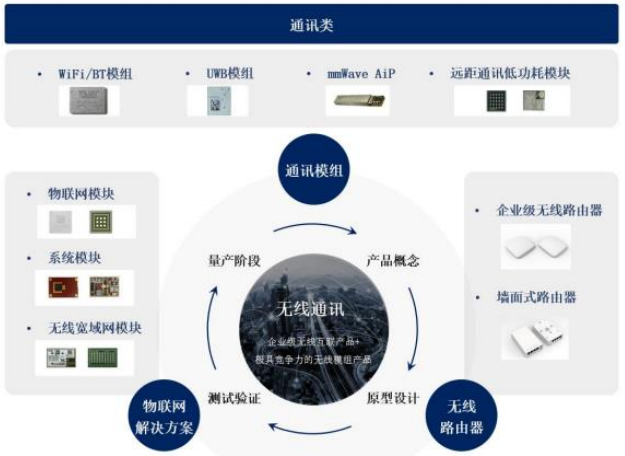
公司 SiP 技术领先，AI 端侧时代 SiP 模组增长潜力大。系统级封装 SiP 是消费电子设备高度集成化和微小化设计的关键技术。公司自 2013 年开始投入可穿戴产品相关 SiP 模组的微小化和高集成制程开发，形成了区域间隔屏蔽、选择性塑封、薄膜塑封、选择性溅镀、异形切割、干冰清洗、SMT 3D 钢网印刷等先进封装和组装工艺能力。我们认为，随着各类 AI 模型和应用开始在端侧设备落地，以 AI 眼镜为代表的智能穿戴设备有望加速渗透，其对轻薄短小、高集成度 SiP 模组的需求更迫切。

公司 AI 眼镜 SiP 逐步放量阶段，增长趋势明确。AI 眼镜产品形态要求轻量化、低功耗、高集成和高可靠，进一步加大对 SiP 工艺需求。根据公司投资者关系活动记录公告，公司 2026 年在 AI 眼镜应用上的主要产品是 WiFi 和主板 main logic board SiP 模组，26Q1 已经形成一定营收，26Q2 将进一步放量，全年预估能达到整体 SiP 业务营收 10% 的水平。目前公司正在持续为北美多个头部客户开发 AI 眼镜 SiP 模组，除已量产出货模组外，还包括音频、显示、生物感测相关 SiP 模组，上述模组有望于 2027 年

下载日志已记录，仅供内部参考

在多个北美头部客户产品上量产出货。

图 1：公司通讯产品情况



资料来源：公司 25 年报

图 2：公司消费电子产品情况



资料来源：公司 25 年报

2.2. AI 算力：积极布局光通信、服务器供电、算力板卡

公司在光通讯领域积极布局，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。 通过产业整合，公司取得了成都光创联科技有限公司的控制权，相应扩充了公司光通讯的产品布局，构建了数据中心、高速电信和工业光电三大产品线。其中，数据中心产品主要包括 400G/800G/1.6T 单模硅光引擎、DCI lite & DCI（Data Center Interconnect）产品、ELSFP 光源产品； 高速电信产品主要包括光传输网产品、固网接入产品、无线前传产品；工业光电产品主要包括 Narrow Linewidth Laser（NLL）/Tunable NLL 激光器光源及模组、多芯片 RGB 集成 MCL 激光光源模组。

图 3：公司云端及存储类产品情况



资料来源：公司 25 年报

图 4：云端算力光通信产品布局情况



资料来源：公司 25 年报

公司持续扩建光通信产能，并积极拓展新客户。 根据公司披露的投资者关系记录公告，其成都已投入验收并使用的产能包括：2 万只/月 800G/1.6T 光引擎和 10 万只/月 100-400G 光引擎，后续 800G/1.6T 光引擎规划产能将进一步提升至 10 万只/月；越南产线 2026 年 1 月开始陆续搬入设备，预计 2026 年三季度逐步量产爬坡，规划产能为 15 万只/月光引擎和 10 万只/月光模块组装测试能力，且当前仅占用越南预留生产面积一半空间，未来仍有进一步扩充产能的能力。同时 2026 年 3 月公司在 OFC 展会上重点展示 800G、1.6T 光互联产品、ELSFP 和 DCI 产品，并与多位北美客户进行深度技术交流。公司已经与三家头部光互连公司和两家头部光计算公司建立稳固对接机制，并将持续跟进技术交流和定制化产品开发。未来其

下载日志已记录，仅供内部参考

将进一步聚焦 800G 产品从光引擎到光模块代工业务的规模化量产交付，并争取更多订单。

公司依托 ASE 先进封装能力切入开放式光学集成方案，未来有望受益于 CPO 放量。根据公司披露的投资者关系记录公告，公司在 CPO 产品开发上的策略是支持客户开放式光学集成方案需求，而不是跟从单一芯片厂商的封闭供应链路线。公司计划在 ASE 现有先进封装能力基础上，进一步解决后续光学工艺、D-FAU 耦合封装和光电测试，目标是打造开放化、定制化光学集成方案。公司目前正在与 ASE 共同计划成立实验室，重点研究 CPO 领域制程及应用，以协同服务头部厂商，并为不同技术路线提供 CPO 方案。

公司积极与母公司日月光合作，切入 AI 服务器供电业务。公司积极开发布局 SoW 制程下的垂直供电系统解决方案。根据公司披露的投资者关系记录公告，在服务器供电业务上，公司正在和母公司协同开发，范围包括从高压直流输电电源到 ASIC 供电和系统级验证，公司重点负责 PDU 的协同研发和系统组装。公司 2026 年将开展重点客户的送样和验证工作，计划在 2027 年完成产品和量产线验证并争取获得量产订单。目前，公司已向一位北美客户首次提交 mechanical sample，并计划在 2026 年底前完成第二次送样；同时，另一家北美 CSP 客户已在定制化开发中，规划在 2026 年三季度首次送样，未来增长空间较大。

算力板卡是公司 AI 服务器硬件制造的另一条重要主线。根据公司披露的投资者关系记录公告，其 2026 年算力板卡业务重点聚焦产能扩充和智能制造能力提升，2026 上半年计划完成 4 条产线，合计 18 万片/月产能；下半年计划新增一条产线，年末达到 22.5 万片/月产能目标。公司表示，既有客户订单快速增长，同时公司未来有机会通过母公司 ASE 的先进制程为业务争取更多成长机会，并参与部分先进制程产品的前期研发，从而在算力板卡业务中形成先发优势。

3. 风险提示

AI 眼镜渗透不及预期的风险。AI 眼镜是公司消费电子 SiP 业务的重要新增量。若 AI 眼镜终端销量、用户接受度、应用生态成熟度或头部客户新品节奏低于预期，公司相关 SiP 模组订单可能低于预期。

新产品研发进展不及预期的风险。公司正在推进 800G/1.6T 光引擎、光模块、CPO、PDU、算力板卡等新产品和新业务。若公司在系统级验证、良率提升或客户认证方面进展不及预期，相关业务可能无法按计划量产或取得客户订单。新产品通常需要较长研发周期和较高前期投入，一旦研发失败或量产延后，公司可能面临研发费用和设备投入回收周期拉长、产能闲置、客户导入失败等压力。

下载日志已记录，仅供内部参考

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666