

东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

大力扩充高端消费电子及新能源产能，打造新利润增长极

事件：公司 25 日晚公告拟发行可转债募集不超过 48 亿元，项目涉及：1) 盐城维信电子超精细线路板项目 (总投资 26.2 亿，募集资金 15.3 亿)；2) 盐城维信电子新能源 FPC 及其装配项目 2 期 (14 亿，11.6 亿)；3) 新能源车及电子精密结构件项目 (8.4 亿，7.0 亿)；4) 苏州永创公司年产 200 万件新能源车水冷板技改项目 (5.0 亿，4.0 亿)；5) 补充流动资金 10 亿。我们点评如下：

□ **夯实消费电子基本盘，积极扩张新能源业务打造新利润增长点。**盐城维信超精细线路板项目建设期 3 年，主要应用于手机显示面板等领域，投产后将形成 75 万平米产能，完全达产后预计年营收 53.2 亿，净利润 4.5 亿，净利率 8.5%。我们认为公司深耕消费电子高端 FPC 领域多年，此次公司进一步升级扩充高端 FPC 产能规模，有望进一步提升公司的竞争力和市占率，并助力公司在 A 客户持续拓新品提份额，获稳健增长。

新能源方面，公司新能源车 FPC 项目建设期 2 年，投产后将形成年产 250 万平，达产后预计年营收 31 亿，净利润 2.6 亿，净利率 8.4%；精密结构件项目建设期 3 年，投产后将形成年产 120 万套新能源车壳体、10 万套电池包结构件产能，达产后预计年营收 12.6 亿，净利润 1.3 亿，净利率 10.3%；水冷板项目建设期 2 年，投产后形成年产 200 万件新能源车用水冷板产能，达产后预计年营收 9.0 亿，净利润 0.98 亿，净利率 10.9%。公司此次加大了新能源车用 FPC、壳体、电池结构件、水冷板等多种产品的产能扩充，进一步拓宽了公司在 T 客户方面的产品线，多品类产品的协同发展有助于公司为 T 客户提供一站式的服务，提升公司的市场竞争力，打造新的利润增长极。

□ **展望明年，公司聚焦 A+T 核心业务持续扩张，长线增量空间仍值得期待。**短期看，23Q2 为消费电子淡季，叠加下游需求仍处于弱复苏阶段，且 LED 显示业务出表延后，短期业绩或有所影响。但中长线来看，消费电子方面，23 年公司导入 A 客户高份额 Display 模组料号，ASP 及份额双升，且 H2 新品创新较大，增量贡献可期，且与谷歌、Meta 等海外客户合作 IoT 产品有望带来新增量；汽车电子方面，三大业务板块齐发力，软板硬板、光电显示、精密制造组件等新品不断导入，单车 ASP 有望实现上万元，投入进一步加大带动国内外产能的快速扩充，迎来量价齐升的高速增长期；触控及光电显示业务，随着 LED 显示业务出售转让逐步落实并出表，而触控类业务收购苏州晶端，进一步拓展至汽车、工控等新领域，公司整体业务结构有望持续优化，盈利能力有望得到稳步改善。总体而言，公司明年围绕 A+T 两大核心客户持续深耕，将为公司带来充足增长动能。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**我们继续看好东山精密卡位 A 客户获稳健增长，同时深耕 T 客户布局新能源汽车赛道，打开第二增长曲线的战略机遇。我们维持预计 23-25 年营收为 361.6/421.3/499.2 亿，归母净利润为 28.3/36.1/45.4 亿，对应 EPS 为 1.65/2.11/2.66 元，对应当前股价 PE 为 15.3/12.0/9.5 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、国内外产能扩张不及预期。**

TMT 及中小盘/电子
当前股价：25.37 元

基础数据

总股本 (万股)	170987
已上市流通股 (万股)	139028
总市值 (亿元)	434
流通市值 (亿元)	353
每股净资产 (MRQ)	9.8
ROE (TTM)	14.7
资产负债率	60.8%
主要股东	袁永峰
主要股东持股比例	13.01%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	-4	50
相对表现	4	-6	54



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《东山精密 (002384) — 消费电子基本盘稳健增长，新能源深度布局带来长线增量》2023-04-26
- 《东山精密 (002384) 点评报告 — 并购北美本土厂商，积极配套 T 客户加速全球化产能布局》2023-02-01
- 《东山精密 (002384) — 业绩预告符合此前指引，聚焦核心业务打开长线增量空间》2022-12-29

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 研究助理

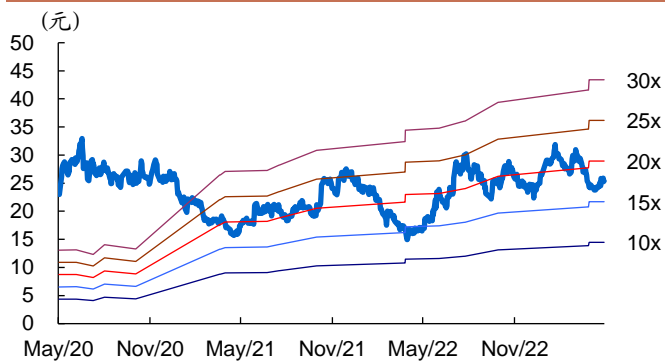
chengxin2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	31793	31580	36159	42126	49919
同比增长	13%	-1%	15%	17%	19%
营业利润(百万元)	2114	2847	3245	4314	5431
同比增长	18%	35%	14%	33%	26%
归母净利润(百万元)	1862	2368	2826	3613	4544
同比增长	22%	27%	19%	28%	26%
每股收益(元)	1.09	1.38	1.65	2.11	2.66
PE	23.3	18.3	15.3	12.0	9.5
PB	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7

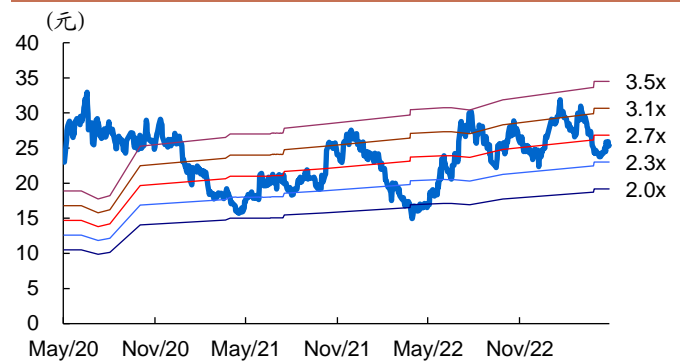
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 东山精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 东山精密历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《东山精密 (002384)：Q2 传统业务高增长，旺季再临下半年望有更好表现》2021/08/13
- 2、《东山精密 (002384) 一扣非业绩较快增长，传统业务全面改善》2021/10/26
- 3、《东山精密 (002384) 跟踪报告—消费电子业务稳健增长，汽车赛道布局长线可期》2021/12/10
- 4、《东山精密 (002384) 一提质增效带动业绩持续兑现，疫情影响仍待观察》2022/04/23
- 5、《东山精密 (002384) 跟踪报告—卡位 A 客户获稳健成长，深耕 T 客户打开新能源第二曲线》2022/08/19
- 6、《东山精密 (002384) 一Q3 业绩符合预期，聚焦 A+T 核心客户主业长线增量可期》2022/10/13
- 7、《东山精密 (002384) 一业绩预告符合此前指引，聚焦核心业务打开长线增量空间》2022-12-29
- 8、《东山精密 (002384) 点评报告—并购北美本土厂商，积极配套 T 客户加速全球化产能布局》2023-02-01
- 9、《东山精密 (002384) 一消费电子基本盘稳健增长，新能源深度布局带来长线增量》2023-04-26

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	21731	22273	20561	23669	27966
现金	5401	7131	3277	3715	4458
交易性投资	500	576	576	576	576
应收票据	15	48	55	65	77
应收款项	7666	7006	8000	9320	11044
其它应收款	38	36	41	48	57
存货	6452	6166	7111	8199	9686
其他	1661	1310	1502	1747	2070
非流动资产	16221	18258	17851	17497	17190
长期股权投资	143	140	140	140	140
固定资产	10736	10674	10616	10568	10527
无形资产商誉	2509	2495	2245	2021	1819
其他	2832	4950	4850	4769	4705
资产总计	37951	40531	38411	41166	45157
流动负债	18934	18068	13310	13299	13829
短期借款	8047	7794	2970	1524	94
应付账款	8377	7995	9232	10645	12576
预收账款	40	26	30	35	41
其他	2471	2252	1078	1095	1118
长期负债	4347	6057	6057	6057	6057
长期借款	2031	3198	3198	3198	3198
其他	2316	2859	2859	2859	2859
负债合计	23281	24125	19367	19356	19886
股本	1710	1710	1710	1710	1710
资本公积金	7999	7929	7929	7929	7929
留存收益	4868	6721	9359	12124	15585
少数股东权益	94	47	47	47	47
归属于母公司所有者	14577	16359	18998	21763	25224
负债及权益合计	37951	40531	38411	41166	45157

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3210	4630	3882	4298	4803
净利润	1861	2367	2826	3613	4544
折旧摊销	1777	1913	2043	1988	1942
财务费用	352	179	150	150	100
投资收益	(42)	(10)	(251)	(219)	(189)
营运资金变动	(775)	155	(890)	(1240)	(1601)
其它	36	26	4	5	7
投资活动现金流	(2027)	(3759)	(1384)	(1416)	(1446)
资本支出	(3049)	(3375)	(1635)	(1635)	(1635)
其他投资	1022	(384)	251	219	189
筹资活动现金流	(94)	504	(6353)	(2443)	(2614)
借款变动	535	654	(6015)	(1445)	(1430)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(138)	(70)	0	0	0
股利分配	(171)	(343)	(188)	(848)	(1084)
其他	(320)	263	(150)	(150)	(100)
现金净增加额	1089	1375	(3855)	438	743

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	31793	31580	36159	42126	49919
营业成本	27129	26021	30048	34647	40932
营业税金及附加	73	106	108	126	150
营业费用	341	353	398	463	549
管理费用	782	816	940	1095	1248
研发费用	1029	940	1121	1348	1597
财务费用	437	200	150	150	100
资产减值损失	(209)	(550)	(400)	(200)	(100)
公允价值变动收	9	(67)	(67)	(30)	(10)
其他收益	269	319	319	250	200
投资收益	42	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	2114	2847	3245	4314	5431
营业外收入	3	12	165	40	40
营业外支出	6	18	18	18	18
利润总额	2111	2841	3392	4336	5453
所得税	250	474	565	723	909
少数股东损益	(2)	(0)	0	0	0
归属于母公司净利	1862	2368	2826	3613	4544

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	13%	-1%	15%	17%	19%
营业利润	18%	35%	14%	33%	26%
归母净利润	22%	27%	19%	28%	26%
获利能力					
毛利率	14.7%	17.6%	16.9%	17.8%	18.0%
净利率	5.9%	7.5%	7.8%	8.6%	9.1%
ROE	13.5%	15.3%	16.0%	17.7%	19.3%
ROIC	8.7%	9.3%	10.5%	14.4%	16.7%
偿债能力					
资产负债率	61.3%	59.5%	50.4%	47.0%	44.0%
净负债比率	30.5%	30.1%	16.1%	11.5%	7.3%
流动比率	1.1	1.2	1.5	1.8	2.0
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2
存货周转率	4.4	4.1	4.5	4.5	4.6
应收账款周转率	4.3	4.3	4.8	4.8	4.9
应付账款周转率	3.1	3.2	3.5	3.5	3.5
每股资料(元)					
EPS	1.09	1.38	1.65	2.11	2.66
每股经营净现	1.88	2.71	2.27	2.51	2.81
每股净资产	8.52	9.57	11.11	12.73	14.75
每股股利	0.20	0.11	0.50	0.63	0.80
估值比率					
PE	23.3	18.3	15.3	12.0	9.5
PB	3.0	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	14.0	12.2	10.6	8.9	7.7

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT 及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22 年《新财富》电子最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3/4/3/5 名，11/12/14/15/16/17/18/19/20 年《水晶球》电子第 2/4/1/2/3/3/2/3/3 名，10/14/15/16/17/18/19/20 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2/2/1 名，2018/2019 年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020 年就职于西南证券/浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020 年在浙商证券，2021 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021 年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。