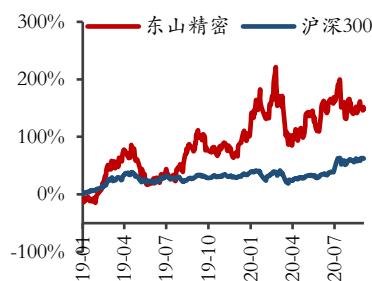


## 东山精密半年报点评：FPC 拉动业绩逆势增长，未来成长可期

图表 1 基础数据

名称	东山精密
代码	002384.SZ
评级	增持
市场价格（元/股）	27.38
所属行业	电子
总市值（亿）	468

图表 2 公司 2020 年股价走势



分析师：沈彦东

SAC 执业证书：S0380519100001

联系电话：0755-82830333 (195)

邮箱：shenyd@wanhesec.com

### 摘要：

2020H1，东山精密实现营业收入 113.4 亿，同比+13.64%。归母净利润 5.11 亿，同比+27.09%，归母扣非净利润 4.35 亿，同比+60.69%，毛利率同期提升 1.45 个百分点。经营性活动产生的现金流净额达到 11 亿，同比 38.64%。单 Q2 营业收入、归母净利润分别同比增长 13.16%、49.26%，毛利率环比提升 1.28 个百分点。在疫情冲击下，公司业绩逆势增长，超过市场预期，主要原因在于大客户需求向好，公司在手订单充足，软板业务稳定增长。

**深耕苹果优质赛道，新机发行将带动 FPC 量价齐升。**公司上半年主要业绩增长点来自软板，苹果销量提升带动软板业务逆势增长，其中 iPad 销量受益于疫情期间线上办公、在线教育需求而提升；Airpods 则受益于行业高景气，维持强劲增长，二季度 iPhone11 优惠促销及廉价版机型 SE2 推出，高性价比策略带动手机端业务销售回暖。苹果供应链销量以及单机价值量的提升成为驱动公司 FPC 业绩提升的底层逻辑。展望 2020 年下半年，iPhone12 的发布有望激发换机需求，5G 手机在视频、显示技术上新增高频、超精细软板需求，公司 FPC 订单有望随之水涨船高。

**疫情冲击，硬板受挫，下半年业绩有望提升。**公司硬板业务卡位数通 + 高端 HDI，5G+云计算有望驱动业绩大幅增长。一季度受疫情影响比较大，Q2 已经在恢复，且 HDI 产品出货较好。数通领域，高端服务器市场稳定发展；基站通信上，公司 2019 年获得华为的认证，有望在 2020 年形成显著收益；终端上，5G 驱动手机主板由通 HDI 主板向 Anylayer HDI 和 SLP (Substrate-Like PCB) 升级，公司积极布局高端 HDI 市场。下半年随着疫情改善，海外市场复苏，硬板业绩有望提升。

**经营性净现金流持续改善，历史问题逐步出清，利润水平稳步提升。**2016-2018 年，公司接连收购 Mflex、Multek，并投建盐城厂区，资本开支以及资产负债率始终处于高位，三年间投资性现金流支出分别达 46.05、38.51、63.75 亿元，资产负债率分别达 81.86%、64.76%、72.91%。2019 年、2020H1 公司大额投资趋于正常，投资性现金流缩减至 13.06 亿元、10.56 亿元，经营性净现金流达 26.56 亿元、11.01 亿元，随着经营性净现金流平稳向上，资本开支趋于平稳，公司自由现金流稳定增加，未来有望通过自由现金流偿还长期借款，减少利息支出，改善利润水平。此外，受暴风影音的事件影响，公司的应收账款在 18 年、19 年有较大的坏账风险，其金额分别为 2.9 亿元和 4.66 亿元，2019 年



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

因暴风产生的问题基本清除，后续公司盈利水平也有望得以改善。

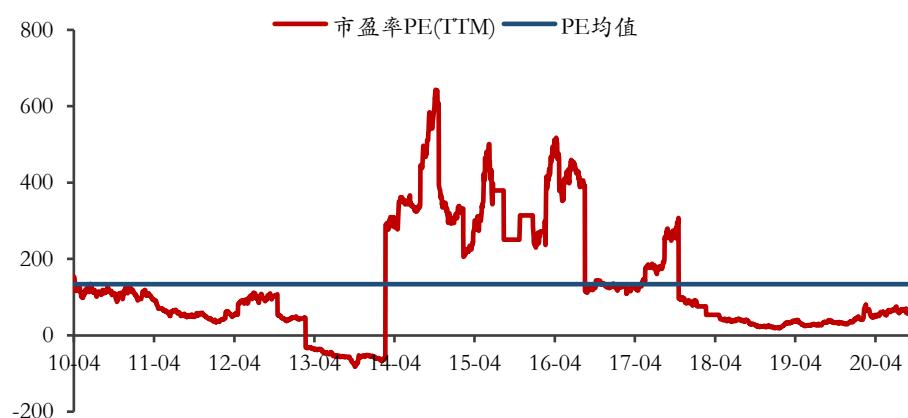
### 投资逻辑：

5G 创新乃行业大势所趋，并将驱动通信及消费电子领域需求共振，上半年疫情的冲击虽然暂缓了 5G 的步伐，但随着下半年苹果 5G 新机的发布，消费电子尤其是苹果产业链有望反弹，迎来景气上行趋势。公司精耕苹果 FPC 优质赛道，并不断整合布局高端 HDI 业务，业绩稳步增长前景可期，预计 2020 年公司营入、净利润分别为 260.40 亿元、13.41 亿元，对应 PE37 倍。参照历史估值，维持“增持”评级。

### 风险提示：

大客户需求不达预期、5G 进程不及预期、Multek 收购后业务整合不及预期，未来存在商誉减值的可能。

图表 3 东山精密 PE (TTM) 走势 (倍)



资料来源：Wind，万和证券研究所

图表 4 财务和估值数据摘要 (百万元, %)

	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19825.42	23552.83	26040.00	29492.00
增长率(%)	28.82	18.80	10.56	13.26
EBITDA (百万元)	2603.48	3765.82	4315.82	5070.19
净利润 (百万元)	811.06	702.66	1341.24	1845.09
增长率(%)	54.14	-13.37	90.88	37.57
EPS (元/股)	0.50	0.44	0.78	1.08
市盈率 (P/E)	57.86	66.79	37.33	27.14
市净率 (P/B)	5.58	5.43	3.83	3.40
市销率 (P/S)	2.37	1.99	1.92	1.70

资料来源：万和证券研究所

**本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格**

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告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，本报告清晰准确的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。

**投资评级标准：**

**行业投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深300指数涨幅10%以上；

**同步大市：**相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深300指数跌幅10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深300指数涨幅15%以上；

**增持：**相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

**中性：**相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深300指数跌幅5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

**万和证券股份有限公司**

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>