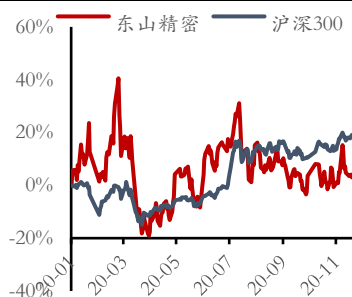


东山精密三季报点评：大客户备货延迟，Q4 软板增长可期

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）	26.14
所属行业	电子
总市值（亿）	447

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

研究助理：朱琳
联系电话：0755-82830333 (118)
邮箱：zhulin@wanhesec.com

事件：

公司公布前三季度业绩，实现营收 182.53 亿元，同比+11.51%，归母净利润 9.56 亿元，同比+7.60%。单三季度，实现营收 69.13 亿元，同比+8.18%，归母净利润 4.44 亿元，同比-8.54%。总体来看，公司业绩基本符合市场预期，但三季度承压，这主要受苹果 iPhone 12 备货延迟影响，随着 iPhone 12 强周期的到来，预计公司四季度及明年一季度备货旺季到来，业绩可期。

Q3 软板受大客户备货延迟拖累。公司业绩的增长主要依靠软板，三季度受 iPhone 12 发布延迟影响，软板业绩增长不及预期，随着苹果新机销量及备货的上升，预计四季度乃至明年一季度公司 FPC 销量将强劲增长。此外，新款 iPhone 12 增加了 5G、射频及显示方面的需求，对高频 FPC、超精细软板有增量需求，加上公司逐步切入 AirPods、iWatch 周边，预计四季度起软板有望量价齐飞。

硬板逐步改善，传统业务精简聚焦。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。Q1 受疫情影响比较大，Q2 已经在恢复，且 HDI 产品出货较好。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，聚焦国内手机客户，业绩逐步改善。传统业务主要包含显示 (LED 封装、TP 和 LCM) 和精密制造两块，公司实施精简聚焦的策略，对公司业绩贡献较小。

毛利提升，盈利能力持续改善。2020 年前三季度，公司毛利率 17.23%，较去年同期增加 0.33 个百分点，三费占比由去年同期 8.60% 下降到 7.65%，研发费用 3.13 亿元，同比增加 40.08%，盈利能力持续改善。随着公司经营管理的改善，资产负债率由高位持续降低至 64.31%，经营性现金流量净额达 15.47 亿元，非公开发行股份募集资金 28.6 亿元，缓解了公司较高的负债率。随着公司经营性净现金流平稳向上，资本开支趋于平稳，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。

投资逻辑：

公司精耕苹果 FPC 优质赛道，并不断整合布局高端 HDI 业务，考虑到苹果产业链上行趋势以及公司自身盈利能力的改善，我们预计 2020-2021 年公司营收分别为 260.40 亿元、294.92 亿元，归母净利润分别为 14.58 亿元、18.34 亿元，对应 PE 为 31 倍。参照历史估值，维持“增持”评级。



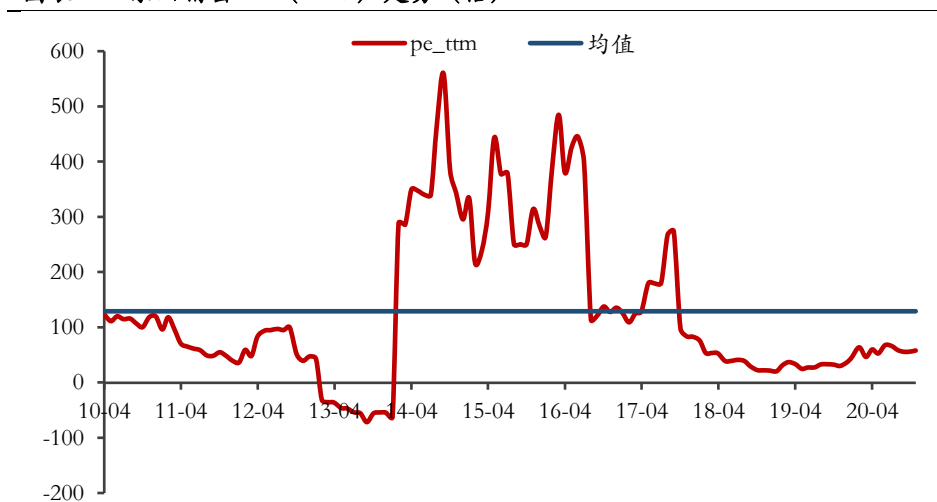
风险提示：

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 财务和估值数据摘要（百万元，%）

	2018	2019	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,825.42	23,552.83	26,040.00	29,492.00
增长率(%)	28.82	18.80	10.56	13.26
EBITDA（百万元）	2,603.48	3,765.82	4,469.66	5,192.27
归母净利润（百万元）	811.06	702.66	1,458.33	1,833.55
增长率(%)	54.14	(13.37)	107.54	25.73
EPS（元/股）	0.47	0.41	0.85	1.07
市盈率（P/E）	55.99	64.63	31.12	24.76
市净率（P/B）	5.40	5.25	3.40	3.03
市销率（P/S）	2.29	1.93	1.74	1.54
EV/EBITDA	10.32	11.91	11.68	9.74

资料来源：万和证券研究所

图表 4 东山精密 PE（TTM）走势（倍）

资料来源：Wind，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。本公司对于本免责声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>