

东山精密 (002384.SZ)

持续推进降本增效，21 年业绩稳健增长

买入

核心观点

2021 年营收同比增长 13.2%，归母净利润同比增长 21.7%，业绩稳健增长。

公司发布年报，21 年营收 317.93 亿元 (YoY +13.2%)，归母净利润 18.62 亿元 (YoY +21.7%)；其中 4Q21 营收 99.86 亿元 (YoY +1.5%)，归母净利润 6.64 亿元 (YoY +15.7%)。21 年业绩稳健增长得益于：1) FPC 软板保持与核心客户的深入合作，同时积极推进 VR/AR、新能源等新兴业务的拓展；2) PCB 硬板克服限电、原材料涨价等不利影响，充分挖掘内部潜力取得突破性经营成果；3) 深入开展对标管理、降本增效等工作，不断优化资本结构、债务结构。

持续推进降本增效，21 年净利率提升 0.41pct，资产负债率下降 3.53pct。

公司 21 年毛利率 14.67% (YoY -1.59pct)，同比下降主要系：1) 1.9 亿元运费从销售费用调整至营业成本；2) 原材料价格上涨、人民币汇率升值、阶段性限电等不利因素冲击。在此背景下，公司 21 年净利率仍同比提升 0.41pct 至 5.86%，得益于公司持续推进降本增效，通过优化组织架构、严控非必要资本开支、加强预算管理等措施实现财务指标持续优化，21 年公司期间费用率同比下降 1.51pct 至 8.14%，资产负债率同比下降 3.53pct 至 61.34%。

2021 年 Multek 营收同比增长 43.9%，新能源汽车行业营收同比增长 120%。

分业务来看，21 年 PCB 营收 204.95 亿元 (YoY +9.2%)，毛利率 15.5% (YoY -1.5pct)，其中 FPC 软板 (MFLEX) 营收 157.2 亿元 (YoY +1.7%)，PCB 硬板 (Multek) 营收 47.8 亿元 (YoY +43.9%)。21 年触控面板和 LCM 营收 51.6 亿元 (YoY +26.1%)，毛利率 8.2% (YoY -4.2pct)；LED 营收 26.0 亿元 (YoY +20.4%)，毛利率 18.3% (YoY +4.0pct)；精密组件营收 34.3 亿元 (YoY +14.5%)，毛利率 15.4% (YoY -2.0pct)。此外，21 年公司新能源汽车行业营收同比增长 120%，公司成立 NE 战略部门，积极寻求产品在新能源汽车市场的应用和突破。

投资建议：目标价 23.40-24.09 元，维持“买入”评级。我们看好公司 FPC 软板业务聚焦苹果份额提升，同时积极拓展智能穿戴、汽车新客户，看好 PCB 硬板业务紧抓汽车电动化和服务器升级换代的市场机遇。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 13.0%/11.7%/11.0% 至 359.21/401.23/445.52 亿元，归母净利润同比增长 26.4%/23.2%/20.1% 至 23.53/28.99/34.83 亿元。参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 17.7 倍 PE 估值，我们给予公司 2022 年 17-17.5 倍预期 PE，对应目标价 23.40-24.09 元，维持“买入”评级。

风险提示：新业务开拓不及预期；对苹果客户存在较高依赖；国际贸易风险。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	28,093	31,793	35,921	40,123	44,552
(+/-%)	19.3%	13.2%	13.0%	11.7%	11.0%
净利润 (百万元)	1530	1862	2353	2899	3483
(+/-%)	117.8%	21.7%	26.4%	23.2%	20.1%
每股收益 (元)	0.89	1.09	1.38	1.70	2.04
EBIT Margin	8.5%	7.7%	8.5%	9.1%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	11.7%	12.8%	14.4%	15.6%	16.5%
市盈率 (PE)	19.4	16.0	12.6	10.3	8.5
EV/EBITDA	13.8	13.0	13.1	11.5	9.9
市净率 (PB)	2.28	2.04	1.82	1.60	1.41

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

电子 · 元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

联系人：周靖翔

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

联系人：李梓澎

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	23.40 - 24.09 元
收盘价	17.40 元
总市值/流通市值	29754/24186 百万元
52 周最高价/最低价	28.39/15.88 元
近 3 个月日均成交额	477.72 百万元

市场走势

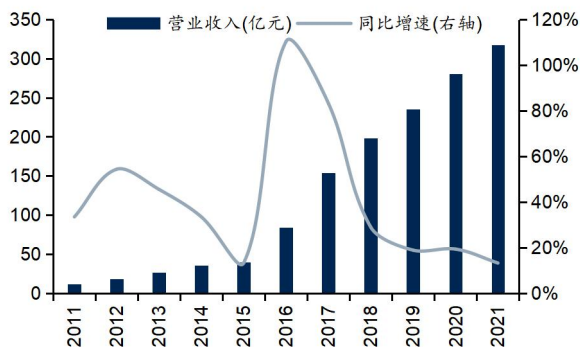


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

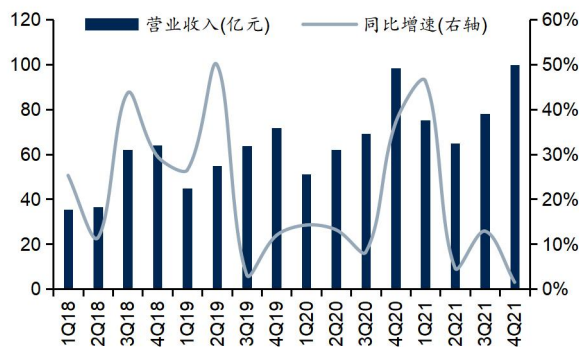
- 《东山精密 (002384.SZ) - 互联互通核心器件智造龙头》——2022-03-21
- 《东山精密-002384-2019 年 1 季报点评：抢 5G 战略高点，PCB 业务整合顺利》——2019-04-24
- 《东山精密-002384-2018 年 3 季报点评：业绩符合预期，全年加速增长》——2018-10-22
- 《国信证券-东山精密 18 年半年报点评-静待下半年的旺季》——2018-08-02

图1: 公司营业收入及同比增速



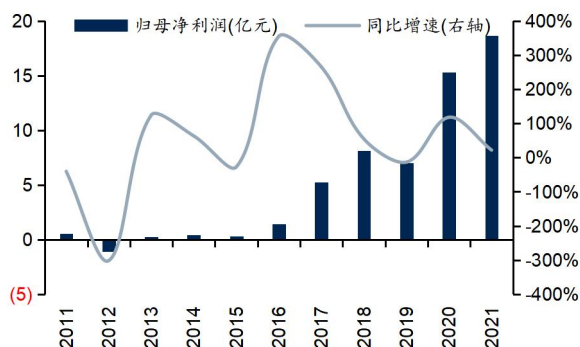
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季度营业收入及同比增速



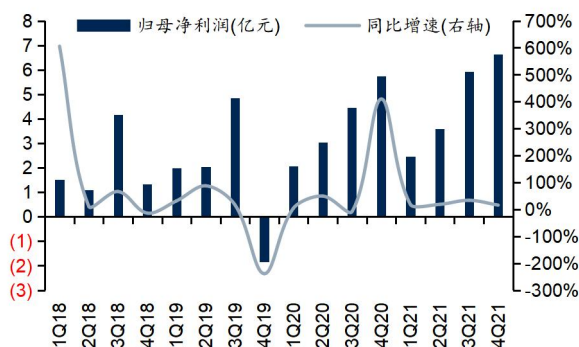
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及同比增速



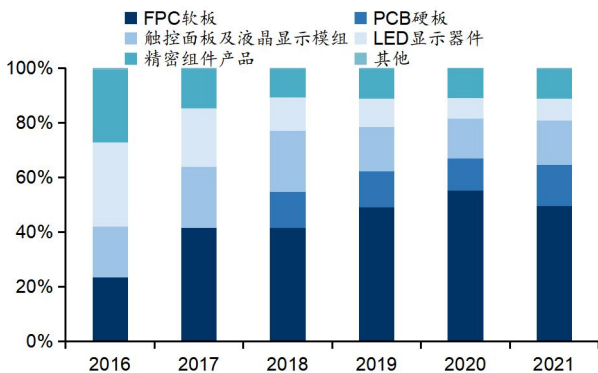
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季度归母净利润及同比增速



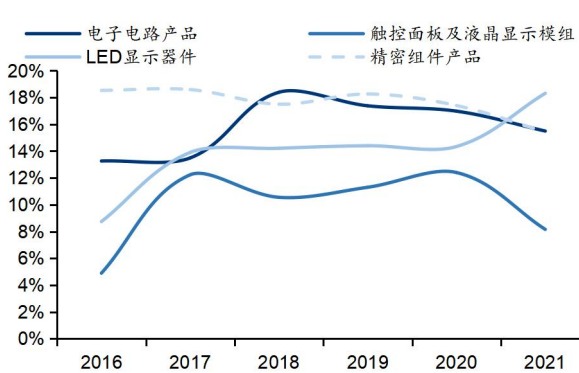
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分产品营收结构



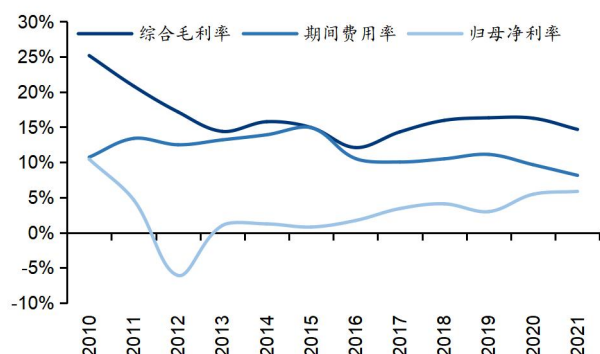
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品毛利率



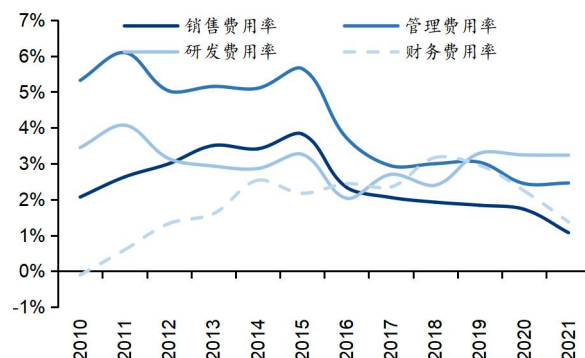
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、归母净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 我们看好公司 FPC 软板聚焦苹果份额提升, 同时积极拓展智能穿戴、汽车新客户, 看好 PCB 硬板紧抓汽车电动化和服务器升级换代的市场机遇。我们预计公司 22-24 年营收同比增长 13.0%/11.7%/11.0%至 359.21/401.23/445.52 亿元, 归母净利润同比增长 26.4%/23.2%/20.1%至 23.53/28.99/34.83 亿元。参考 2022 年可比公司 Wind 一致预期均值 17.7 倍 PE 估值, 我们给予公司 2022 年 17-17.5 倍预期 PE, 对应目标价 23.40-24.09 元, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值比较 (股价为 2022 年 4 月 19 日数据)

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR (20-23E)	PE (倍)				PEG (2022E)	总市值 (亿元)
			2020A	2021A/E	2022E	2023E		2020A	2021A/E	2022E	2023E		
002384	东山精密	17.40	0.89	1.09	1.38	1.70	23.7%	19.4	16.0	12.6	10.3	0.53	298
可比公司:													
002938	鹏鼎控股	28.72	1.23	1.43	1.73	2.02	17.9%	23.3	20.1	16.6	14.2	0.93	667
002916	深南电路	95.17	3.00	3.02	3.59	4.34	13.1%	31.7	31.5	26.5	21.9	2.02	488
603228	景旺电子	21.65	1.10	1.16	1.50	1.86	19.2%	19.7	18.6	14.4	11.6	0.75	184
300476	胜宏科技	20.40	0.67	0.97	1.37	1.72	36.8%	30.4	21.1	14.9	11.9	0.40	176
002463	沪电股份	12.25	0.79	0.56	0.75	0.94	6.1%	15.5	21.7	16.3	13.0	2.66	232
002436	兴森科技	9.20	0.35	0.42	0.48	0.58	18.3%	26.3	21.9	19.1	15.9	1.04	137
002815	崇达技术	11.20	0.50	0.63	0.97	1.19	33.5%	22.4	17.8	11.5	9.4	0.34	98
688183	生益电子	10.07	0.66	0.33	0.46	0.58	-4.4%	15.3	30.5	22.0	17.5	-4.99	84
均值			1.04	1.07	1.36	1.65	17.6%	23.1	22.9	17.7	14.4	0.39	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测 注: 可比公司盈利预测均基于 Wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	5154	5401	5511	5982	6253	营业收入	28093	31793	35921	40123	44552
应收款项	7728	7718	9454	10446	11380	营业成本	23525	27129	30317	33618	37076
存货净额	5977	6452	7484	8393	9117	营业税金及附加	87	73	106	112	119
其他流动资产	1736	1661	2104	2308	2500	销售费用	485	341	382	422	464
流动资产合计	21858	21731	25065	27654	29786	管理费用	686	782	886	979	1075
固定资产	11787	11239	12354	13797	15220	研发费用	910	1029	1174	1324	1470
无形资产及其他	355	297	285	274	262	财务费用	630	437	434	473	467
投资性房地产	3402	4541	4541	4541	4541	投资收益	19	42	25	30	33
长期股权投资	101	143	187	232	279	资产减值及公允价值变动	(72)	(179)	(143)	(131)	(151)
资产总计	37503	37951	42432	46497	50088	其他收入	82	247	168	199	188
短期借款及交易性金融负债	9544	9538	11045	11588	11165	营业利润	1798	2114	2673	3293	3952
应付款项	9211	8377	9561	10587	11660	营业外净收支	(12)	(3)	(5)	(7)	(5)
其他流动负债	625	1020	898	1063	1229	利润总额	1786	2111	2667	3286	3947
流动负债合计	19379	18934	21503	23238	24054	所得税费用	249	250	316	389	467
长期借款及应付债券	2765	2031	2031	2031	2031	少数股东损益	7	(2)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	2184	2316	2454	2597	2746	归属于母公司净利润	1530	1862	2353	2899	3483
长期负债合计	4949	4347	4485	4628	4777	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	24328	23281	25988	27866	28831	净利润	1537	1861	2351	2897	3480
少数股东权益	106	94	92	90	88	资产减值准备	(415)	(32)	23	18	23
股东权益	13069	14577	16352	18541	21169	折旧摊销	1509	1630	1192	1362	1543
负债和股东权益总计	37503	37951	42432	46497	50088	公允价值变动损失	72	179	143	131	151
						财务费用	630	437	434	473	467
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(1839)	(1867)	(1989)	(753)	(439)
每股收益	0.89	1.09	1.38	1.70	2.04	其它	1438	1002	(457)	(491)	(489)
每股红利	0.34	0.27	0.34	0.42	0.50	经营活动现金流	2932	3210	1698	3638	4735
每股净资产	7.64	8.52	9.56	10.84	12.38	资本开支	(2391)	(3049)	(2461)	(2942)	(3128)
ROIC	13%	12%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(707)	1022	(57)	(57)	(59)
ROE	12%	13%	14%	16%	16%	投资活动现金流	(3098)	(2027)	(2518)	(2999)	(3187)
毛利率	16%	15%	16%	16%	17%	权益性融资	(12)	18	0	0	0
EBIT Margin	9%	8%	9%	9%	10%	负债净变化	(8)	(734)	0	0	0
EBITDA Margin	14%	13%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(576)	(457)	(577)	(711)	(854)
收入增长	19%	13%	13%	12%	11%	其它融资现金流	1699	1079	1507	544	(423)
净利润增长率	118%	22%	26%	23%	20%	融资活动现金流	1104	(94)	930	(168)	(1277)
资产负债率	65%	62%	61%	60%	58%	现金净变动	926	1066	110	471	271
息率	1.9%	1.5%	1.9%	2.4%	2.9%	货币资金的期初余额	1947	2873	3939	4049	4520
P/E	19.4	16.0	12.6	10.3	8.5	货币资金的期末余额	2873	3939	4049	4520	4791
P/B	2.3	2.0	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	0	(1135)	(563)	901	1809
EV/EBITDA	13.8	13.0	13.1	11.5	9.9	权益自由现金流	0	(789)	561	1027	975

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032