

降本增效稳健经营，全面布局新能源汽车赛道

2022 年 04 月 22 日


分析师：方竞

执业证号：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师：李少青

执业证号：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

事件：东山精密 4 月 20 日发布 2021 年年报，公司 2021 年实现营收 317.93 亿元 (YoY+13.17%)，实现归母净利润 18.62 亿元 (YoY+21.72%)，实现扣非后归母净利润 15.76 亿元 (YoY+21.17%)。对应 21Q4 单季度，公司 21Q4 实现营收 99.86 亿元 (YoY+1.48%，QoQ+27.99%)；归母净利润为 6.64 亿元 (YoY+15.68%，QoQ+11.97%)，实现扣非后归母净利润 5.37 亿元 (YoY+3.96%，QoQ+5.42%)。此外，公司 4 月 22 日发布 2022 年一季报，22Q1 公司实现营收 73.12 亿元 (YoY-2.61%)；归母净利润 3.64 亿元 ((YoY+48.62%)，扣非后归母净利润 3.04 亿元 (YoY+44.98%)。

降本增效效果显著，主营业务多点开花。分业务来看，2021 年，公司电子电路业务实现营收 204.95 亿元 (YoY+9.18%)，毛利率 15.5% (YoY-1.48pct)；TP&LCM 模组业务实现营收 51.56 亿元 (YoY+26.07%)，毛利率 8.16% (YoY-4.24pct)；LED 显示器件业务实现营收 26.04 亿元 (YoY+20.4%)，毛利率 18.31% (YoY+3.97pct)；精密组件业务实现营收 34.27 亿元 (YoY+14.86%)，毛利率 15.43% (YoY-1.97pct)。公司 2021 年综合毛利率 14.67% (YoY-1.59pct)，同比下滑主要受汇率变动、原材料和元器件涨价，以及运费调整至营业成本和盐城二期开始投产爬坡等因素影响。

此外，2021 年公司降本增效效果显著，资本结构和债务结构不断优化。2021 年，公司资产负债率为 61.34%，同比下降 3.53pct；经营性现金流为 32.1 亿元 (YoY+9.46%)。从费用端来看，2021 年，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.07%/2.46%/3.24%/1.17%，同比-0.65pct/+0.02pct/+0pct/-0.87pct，费用率整体改善明显。

电子电路业务稳健增长，消费电子成长动能充足。2021 年公司电子电路业务板块实现稳健增长，FPC 软板 (MFLEX) 实现营收 157.2 亿元 (YoY+1.73%)，PCB 硬板 (Multek) 实现营收 47.75 亿元 (YoY+43.91%)。2021 年，Multek 积极克服阶段性限电、原材料涨价等不利影响，通过产能扩充和客户结构优化实现收入同比高增。FPC 软板方面，MFLEX 保持与核心客户深度合作，随着大客户新机推出和未来导入 Display 模组板等新增高价值量料号，MFLEX 在大客户中 ASP 和份额有望保持滚动提升；此外，大客户有望于今年下半年推出首款 AR/VR 产品，公司软板产品有望进入相关产业链，从而打开新的增量市场空间。

新能源汽车行业收入高速增长，多部门协同全面进击汽车市场。2021 年，公司充分利用在电子电路及精密制造领域积累的品牌、相关能力及优势，积极与新能源汽车行业客户合作开发产品解决方案，2021 年在新能源汽车行业营收同比增长 120%。公司积极利用产业链优势和各部门协同效应，多方位布局新能源汽车赛道：1) FPC 软板方面，东山 BMS 软板业务深度绑定 T 客户，先发优势明显，伴

推荐
维持评级
当前价格：
16.97 元

相关研究

1. 东山精密 (002384.SZ) 深度报告：软硬板齐头并进，消费、汽车电子助力发展
2. 【民生电子】东山精密 (002384) 公司点评：中报业绩预告超预期，受益消费电子需求复苏

随 BMS 渗透率不断提升, 2022 年公司有望通过产能扩充和客户拓展实现量价齐升, 进一步强化先发优势。2) PCB 硬板方面, 随着汽车电动智能化程度提升, 车用 PCB 用量不断提升, 公司 PCB 产品有望在 ADAS、激光雷达、智能座舱等领域不断放量。3) 精密制造领域, 公司目前主要为新能源汽车客户提供汽车散热件及精密结构件等产品, 未来公司将把通信领域积累多年的高品质低散热等技术赋能到汽车领域, 积极开发新产品, 单车产品品类和价值量有望进一步提高。4) 汽车智能化趋势明显, 人机交互将主要通过触控屏实现, 未来公司的光电显示业务有望在汽车领域有所突破。

➤ **投资建议:** 预计 22/23/24 年归母净利为 23.69/29.99/36.74 亿元, 对应 PE 为 12/10/8 倍。公司作为全球领先的 PCB 厂商和全国领先的精密制造龙头, 重点布局新能源汽车、AR/VR 等新兴市场, 同时公司管理提质增效, 降低成本, 维持“推荐”评级。

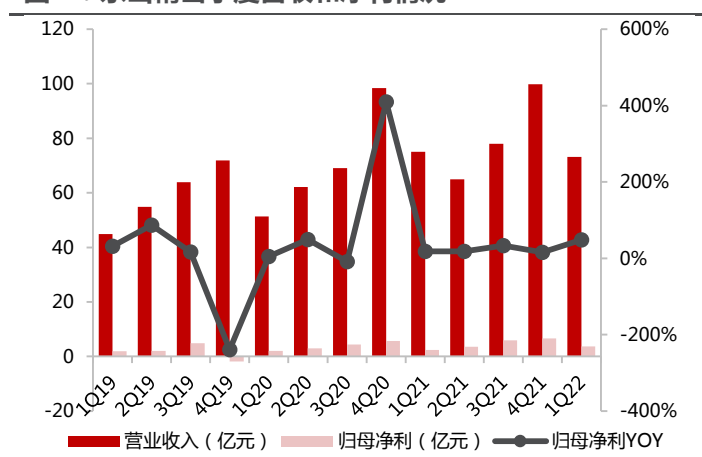
➤ **风险提示:** 原材料价格波动; 行业竞争加剧; 扩产不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	31,793	35,771	41,513	46,037
增长率 (%)	13.2	12.5	16.1	10.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,862	2,369	2,999	3,674
增长率 (%)	21.7	27.2	26.6	22.5
每股收益 (元)	1.09	1.39	1.75	2.15
PE	16	12	10	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3

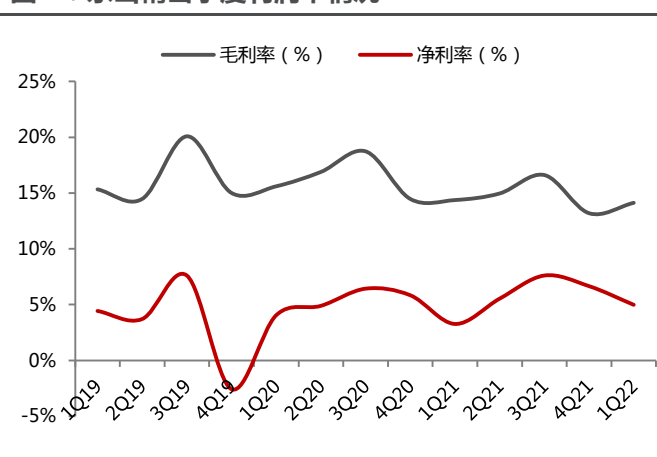
资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 4 月 21 日收盘价)

图 1: 东山精密季度营收和净利情况



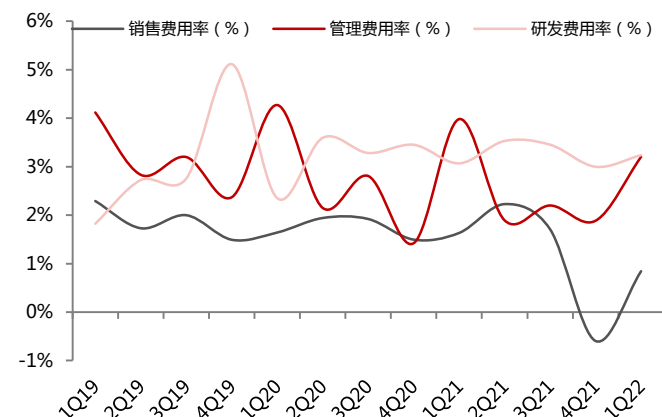
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 2: 东山精密季度利润率情况



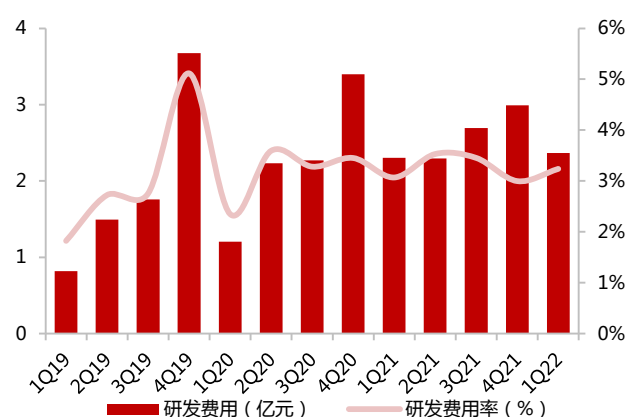
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 3：东山精密季度费用率情况



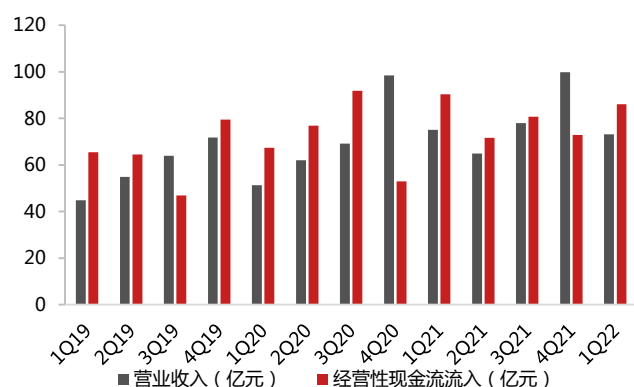
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：东山精密季度研发费用情况



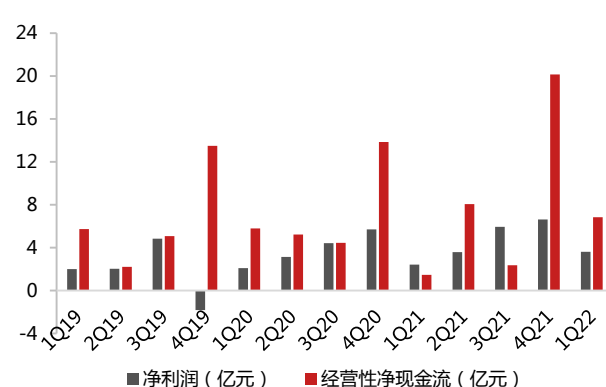
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：东山精密季度营收经营性现金流情况



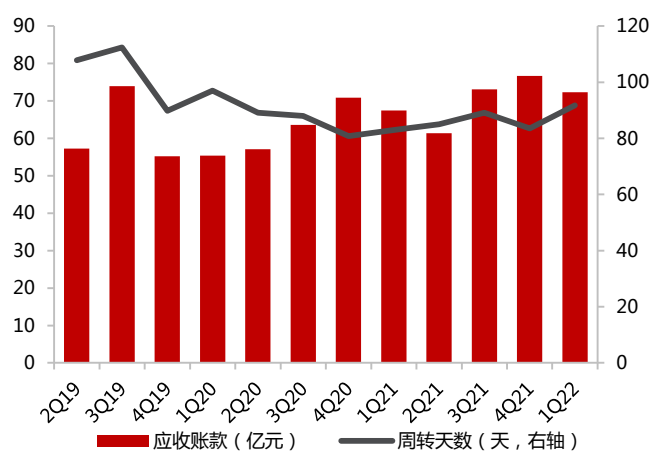
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：东山精密季度经营性净现金流情况



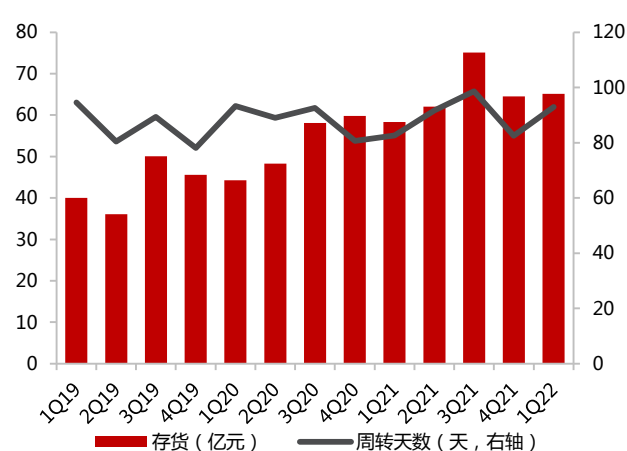
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：东山精密应收账款和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：东山精密存货和周转天数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	31,793	35,771	41,513	46,037
营业成本	27,129	30,455	35,212	38,884
营业税金及附加	73	107	125	138
销售费用	341	393	415	460
管理费用	782	894	996	1,059
研发费用	1,029	1,252	1,474	1,565
EBIT	2,702	2,669	3,292	3,931
财务费用	437	265	259	256
资产减值损失	-187	-112	-81	-58
投资收益	42	43	46	46
营业利润	2,114	2,604	3,314	4,016
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	2,111	2,602	3,312	4,014
所得税	250	234	315	341
净利润	1,861	2,368	2,997	3,673
归属于母公司净利润	1,862	2,369	2,999	3,674
EBITDA	4,565	3,740	4,416	5,148

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,401	7,682	9,175	11,112
应收账款及票据	7,681	8,781	10,132	11,261
预付款项	186	223	252	281
存货	6,452	7,291	8,428	9,352
其他流动资产	2,011	2,361	2,472	2,657
流动资产合计	21,731	26,338	30,459	34,663
长期股权投资	143	143	143	143
固定资产	10,736	10,365	10,140	10,322
无形资产	297	297	297	297
非流动资产合计	16,221	15,974	15,951	16,257
资产合计	37,951	42,311	46,411	50,920
短期借款	8,047	8,047	8,047	8,047
应付账款及票据	8,377	10,218	11,500	12,815
其他流动负债	2,511	2,470	2,721	2,797
流动负债合计	18,934	20,735	22,268	23,659
长期借款	2,031	2,031	2,031	2,031
其他长期负债	2,316	2,316	2,316	2,316
非流动负债合计	4,347	4,347	4,347	4,347
负债合计	23,281	25,082	26,615	28,005
股本	1,710	1,710	1,710	1,710
少数股东权益	94	93	91	89
股东权益合计	14,670	17,229	19,796	22,915
负债和股东权益合计	37,951	42,311	46,411	50,920

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.17	12.51	16.05	10.90
EBIT 增长率	9.83	-1.20	23.33	19.42
净利润增长率	21.72	27.21	26.56	22.54
盈利能力 (%)				
毛利率	14.67	14.86	15.18	15.54
净利率	5.85	6.62	7.22	7.98
总资产收益率 ROA	4.91	5.60	6.46	7.22
净资产收益率 ROE	12.78	13.83	15.22	16.10
偿债能力				
流动比率	1.15	1.27	1.37	1.47
速动比率	0.80	0.91	0.98	1.06
现金比率	0.29	0.37	0.41	0.47
资产负债率 (%)	61.34	59.28	57.35	55.00
经营效率				
应收账款周转天数	88.01	89.38	88.92	89.08
存货周转天数	86.80	88.58	87.99	88.18
总资产周转率	0.84	0.85	0.89	0.90
每股指标 (元)				
每股收益	1.09	1.39	1.75	2.15
每股净资产	8.52	10.02	11.52	13.35
每股经营现金流	1.88	1.85	1.92	2.49
每股股利	0.09	0.20	0.26	0.33
估值分析				
PE	16	12	10	8
PB	2.0	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.96	9.11	7.37	5.95
股息收益率 (%)	0.53	1.17	1.55	1.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,861	2,368	2,997	3,673
折旧和摊销	1,864	1,071	1,125	1,217
营运资金变动	-1,063	-645	-1,177	-938
经营活动现金流	3,210	3,161	3,276	4,261
资本开支	-3,034	-778	-1,058	-1,477
投资	372	-25	-24	-24
投资活动现金流	-2,027	-780	-1,055	-1,474
股权募资	18	0	0	0
债务募资	1,281	0	0	0
筹资活动现金流	-94	-100	-729	-849
现金净流量	1,066	2,281	1,493	1,938

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001