

## 东山精密 (002384.SZ)

### 提质增效带动业绩持续兑现，疫情影响仍待观察

#### 事件:

公司 2021 年营收 317.93 亿元，同比增长 13.17%；归母净利润 18.62 亿元，同比增长 21.72%；扣非归母净利润为 15.77 亿元，同比增长 21.17%。2022Q1 营收 73.1 亿元，同比-2.6%；归母净利润 3.64 亿元，同比增长 48%；扣非归母净利润为 3.04 亿元，同比增长 45%。经营性现金流 6.8 亿，同比+367%。点评如下：

#### 评论:

##### 1、全年业绩稳健增长，提质增效成果逐步体现。

经测算，Q4 实现营收 99.86 亿元，同比+1.48%环比+28.0%，归母净利润 6.64 亿元，同比+15.68%环比+12.0%。四季度补贴主要来自盐城厂区，营收环比大增，主因大客户产品延后影响。全年毛利率 14.67%，同比-1.59pcts，净利率 5.85%，同比+0.38 个 pct，全年毛利率略降，主因原材料涨价、扩产等因素影响。四季度毛利率同/环比-1.28/-3.42 个 pcts，原因包括：1) 运费会计处理集中在四季度调整影响 2 个点毛利率；2) 募投项目和汽车软板项目所在新厂房开始投入使用，影响 1 个点毛利率。3) 物料在四季度仍有涨价；4) LCM 稼动率不足、上游面板下半年涨价。

##### 2、21 年传统主业盈利改善，FPC 规模继续增长。

分业务看，电子电路（软+硬板）产品收入 205 亿，同比+9%，其中软板增速快于硬板，软板毛利率稳定，硬板有所下降。软板业务去年汇率有一定影响，继续扩品类提份额，符合年初的预期，跃升为大客户前二供应商。硬板业务受到整体消费类下游、成本涨价、产线整合等因素的压制，仍然没有太强贡献。

TP&LCM 业务营收同比+26%，毛利率同比-3.9 个 pcts，LED 显示器件营收同比+20%，毛利率同比+4 个 pcts，精密零组件营收同比+14.7%，毛利率同比-0.29 个 pct。公司三大传统业务去年降本增效效果体现，尤其 LED 业务对整体业绩有所贡献。

##### 3、2022Q1 业绩略超预期，各业务线盈利能力继续提升。

22Q1 毛利率 14.12%，同比-0.25 个 pct 环比+0.93 个 pct，净利率 4.96%，同比+1.72 个 pcts 环比-1.69 个 pcts，一季度分业务来看，营收端 FPC/PCB/LED/结构件等均有增长，整体营收同比下降主因 TP&LCM 业务去年因客户拉货节奏关系基数较高、今年该业务营收有一定同比下降。利润角度，FPC 贡献的盈利约占扣非 80%以上，Q1 大客户需求仍有双位数增长，PCB、LED、结构件利润亦有一定增长。三月份疫情对公司产销构成一定影响，业绩的逆势增长主要来自去年下半年以来公司经营效益的提高、盈利能力的提升。

##### 4、疫情对主业影响可控，传统业务仍待观察，今年总体增长仍可期待。

由于上海及周边地区疫情波及面较广，公司 3-4 月份产销均受到影响，如果后续 5-6 月份继续维持现状，预计对二季度经营业绩将产生负面拖累。全年来看，疫情导致的经济抑制和成本上升，可能会对公司传统的 LED、TP&LCM 等产生影响，但我们预计 A 客户需求的全球属性和刚性背景下，即使季度供应链有所波动，但全年总量仍有望保持稳定，继续为公司主业带来稳健增长动力，此外，

## 强烈推荐-A (维持)

TMT 及中小盘/电子

目标估值: 23.40 元

当前股价: 16.77 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)	287
流通市值 (亿元)	233
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	13.2
资产负债率	59.3%
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	-14	-13	-10
相对表现	-9	6	11



资料来源: 公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《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
- 《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
- 《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

张益敏 S1090520040002

✉ zhangyimin1@cmschina.com.cn

今年公司动力电池软板业务产能大幅扩张，预计快速成长成为全球份额第一供应商。PCB 业务市场更加分散，成本下降背景下，去年下半年以来公司利润率提升状态继续维持。结构件方面，公司去年以来大力开拓新能源车客户，在座舱和动力电池系统环节新品开拓加速，单车价值量几千元，今年仍可实现较快增长。总体而言，公司今年苹果业务、PCB、结构件、动力电池软板等业务仍将为公司带来成长动力。

**5、投资建议。**

考虑公司苹果、非苹果业务的增长，以及管理层面的降本增效，我们最新预计 22-24 年营收为 343.4/384.6/434.6 亿，归母净利润为 22.3/27.2/32.8 亿，对应 EPS 为 1.30/1.59/1.92 元，对应当前股价 PE 为 12.9/10.6/8.7 倍，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 23.4 元、对应 2022 年 18 倍 PE。

**风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、疫情影响恶化。**

**财务数据与估值**

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	28093	31793	34337	38457	43456
同比增长	19%	13%	8%	12%	13%
营业利润(百万元)	1798	2114	2528	3085	3722
同比增长	136%	18%	20%	22%	21%
归母净利润(百万元)	1530	1862	2227	2717	3278
同比增长	118%	22%	20%	22%	21%
每股收益(元)	0.89	1.09	1.30	1.59	1.92
PE	18.7	15.4	12.9	10.6	8.7
PB	2.2	2.0	2.7	2.3	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《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
- 2、《东山精密（002384）—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）：Q2 传统业务高增长，旺季再临下半年望有更好表现》2021/08/13

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	21858	21731	20513	23106	22248
现金	5154	5401	2974	3569	290
交易性投资	1262	500	500	500	500
应收票据	71	15	16	18	20
应收款项	7090	7666	8258	9249	10451
其它应收款	567	38	41	45	51
存货	5977	6452	6932	7719	8670
其他	1736	1661	1793	2006	2266
<b>非流动资产</b>	15645	16221	15450	14787	14215
长期股权投资	101	143	143	143	143
固定资产	11225	10736	10285	9903	9578
无形资产商誉	2576	2509	2258	2032	1829
其他	1743	2832	2763	2709	2665
<b>资产总计</b>	<b>37503</b>	<b>37951</b>	<b>35963</b>	<b>37892</b>	<b>36463</b>
<b>流动负债</b>	19379	18934	20945	20828	16938
短期借款	8579	8047	10910	9765	4632
应付账款	9211	8377	9012	10034	11271
预收账款	21	40	43	48	53
其他	1568	2471	981	981	981
<b>长期负债</b>	4949	4347	4347	4347	4347
长期借款	2765	2031	2031	2031	2031
其他	2184	2316	2316	2316	2316
<b>负债合计</b>	<b>24328</b>	<b>23281</b>	<b>25292</b>	<b>25174</b>	<b>21285</b>
股本	1710	1710	1710	1710	1710
资本公积金	8137	7999	7999	7999	7999
留存收益	3222	4868	870	2919	5382
少数股东权益	106	94	92	90	87
归属于母公司所有者权益	13069	14577	10579	12628	15091
<b>负债及权益合计</b>	<b>37503</b>	<b>37951</b>	<b>35963</b>	<b>37892</b>	<b>36463</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2932	3210	3824	3771	4038
净利润	1537	1861	2225	2715	3275
折旧摊销	1650	1864	1950	1843	1751
财务费用	569	352	540	505	510
投资收益	(19)	(42)	(320)	(320)	(320)
营运资金变动	(743)	(861)	(572)	(974)	(1182)
其它	(63)	36	1	3	4
<b>投资活动现金流</b>	(3098)	(2027)	(859)	(859)	(859)
资本支出	(2391)	(3049)	(1179)	(1179)	(1179)
其他投资	(707)	1022	320	320	320
<b>筹资活动现金流</b>	1104	(94)	(5392)	(2318)	(6458)
借款变动	1353	6519	1372	(1145)	(5133)
普通股增加	103	0	0	0	0
资本公积增加	2780	(138)	0	0	0
股利分配	(2701)	(6156)	(6224)	(668)	(815)
其他	(432)	(320)	(540)	(505)	(510)
<b>现金净增加额</b>	<b>938</b>	<b>1089</b>	<b>(2427)</b>	<b>595</b>	<b>(3279)</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	28093	31793	34337	38457	43456
营业成本	23525	27129	29186	32496	36503
营业税金及附加	87	73	79	88	100
营业费用	485	341	368	413	466
管理费用	686	782	844	946	1068
研发费用	910	1029	1111	1244	1406
财务费用	630	437	540	505	510
资产减值损失	(206)	(209)	0	0	0
公允价值变动收益	13	9	9	9	9
其他收益	202	269	269	269	269
投资收益	19	42	42	42	42
<b>营业利润</b>	1798	2114	2528	3085	3722
营业外收入	13	3	3	3	3
营业外支出	25	6	6	6	6
<b>利润总额</b>	1786	2111	2525	3082	3719
所得税	249	250	300	367	444
少数股东损益	7	(2)	(2)	(2)	(3)
<b>归属于母公司净利润</b>	1530	1862	2227	2717	3278

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	19%	13%	8%	12%	13%
营业利润	136%	18%	20%	22%	21%
归母净利润	118%	22%	20%	22%	21%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.3%	14.7%	15.0%	15.5%	16.0%
净利率	5.4%	5.9%	6.5%	7.1%	7.5%
ROE	14.1%	13.5%	17.7%	23.4%	23.7%
ROIC	8.9%	8.7%	10.8%	13.1%	16.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	64.9%	61.3%	70.3%	66.4%	58.4%
净负债比率	32.8%	30.5%	36.0%	31.1%	18.3%
流动比率	1.1	1.1	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.2
存货周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.5
应收账款周转率	4.4	4.3	4.3	4.4	4.4
应付账款周转率	2.7	3.1	3.4	3.4	3.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.89	1.09	1.30	1.59	1.92
每股经营净现金	1.71	1.88	2.24	2.21	2.36
每股净资产	7.64	8.52	6.19	7.39	8.83
每股股利	2.32	3.64	0.39	0.48	0.58
<b>估值比率</b>					
PE	18.7	15.4	12.9	10.6	8.7
PB	2.2	2.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	13.1	12.1	10.2	9.4	8.5

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，13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年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3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1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

**张益敏**：上海交通大学工学硕士，覆盖PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

**卢志奇**：复旦大学电子工程本科、资产评估硕士，3年Synopsys工作经验，2019年在东方阿尔法基金，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。

**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。

**王任**：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

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 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，任何机构和个人均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。