

东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

卡位 A 客户获稳健成长, 深耕 T 客户打开新能源第二曲线

事件: 公司 8 月 17 日晚公告 22 年中报, 同时公告对外投资情况: 1) 以通信天线业务相关资产组对苏州艾福电子通讯股份有限公司进行增资; 2) 对子公司墨西哥东山追加投资 9100 万美元。我们点评如下:

□ H1 整体业绩符合预期, 增量主要源于 A 客户及汽车业务增长。22H1 实现收入 145.46 亿元同比+3.86%; 归母净利润 7.96 亿元同比+31.70%; 扣非归母净利润 6.78 亿元同比+27.75%。经测算, 22Q2 单季度收入 72.34 亿元同比+11.34%/环比-1.07%, 同比增长主要系 A 客户、汽车业务持续增长; 归母净利润 4.32 亿元同比+20.17%/环比+18.68%; 扣非归母净利润 3.74 亿元同比+16.49%/+23.03%; Q2 毛利率 14.79%同比-0.17pct/环比+0.67pct, 净利率 5.98%同比+0.46pct/环比+1.02pcts, 盈利能力提升主要系产品及客户结构改善、汇兑收益。上半年收入小幅增长源于多方面因素: 1) H1 国内疫情对公司整体生产效率有一定影响; 2) 触控显示业务因下游安卓需求疲软而下滑较多; 3) A 客户上半年需求较好, 为公司带来主要增长动能; 4) 汽车业务持续拓展, 22H1 来自汽车客户收入约 9.2 亿元同比+104%。H1 毛利率 14.45%同比-0.20pct; 净利率 5.47%同比+1.17pcts。毛利率下滑而净利率提升在于公司不断加强内部管控, 提质增效, 此外汇兑收益亦有贡献。

□ 分业务来看, PCB 收入为 90.49 亿元同比+9.19%, 营收占比 62.21%同比+3.03pcts; 毛利率为 16.51%同比+1.95pcts。收入增长主要源于公司 A 客户软板业务持续增长, 而硬板下游应用广泛, 整体平稳, 其中汽车类软硬板业务增速较快。触控显示模组收入 22.02 亿元同比-30.05%, 营收占比 15.14%同比-7.34pcts; 毛利率 3.83%同比-6.65pcts。业务下滑主要系 H1 下游安卓客户需求疲软, 且去年同期安卓整体景气造成较高基数。LED 显示器件收入 11.32 亿元同比-3.31%, 营收占比 7.78%同比-0.58pct; 毛利率 12.61%同比-5.82pcts。收入下滑主要系上半年疫情防控对下游需求有所抑制。精密组件收入 17.47 亿元同比+51.43%, 营收占比 14.33%同比+4.50pcts; 毛利率 16.21%同比-0.03pct。收入增长主要源于公司在汽车电子领域的增长, H1 汽车结构件业务约 6 亿左右 (去年全年约 8 亿), 单车产品料号持续导入, 价值量从去年 1000 元逐步提升至 3000 元左右。

□ 展望下半年, A 客户和 T 客户业务持续为公司提供增长动能。A 客户新品创新力度好于去年, 整体备货预期较佳, 将继续为公司主业带来稳健增长。汽车领域, 公司围绕 T 客户做业务深耕, 今年动力电池软板业务产能大幅扩张, 技术领先, 预计将伴随 T 客户快速成长为全球动力软板头部供应商; 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均有新品通过认证, 逐步导入小批量, 单车价值量进一步提升, 下半年将保持高速增长。PCB 硬板业务下游市场分散, 在成本下降背景下, 该业务利润率将呈现上升趋势。而公司传统的 LED、TP&LCM 等业务受疫情导致的经济抑制和成本上升等影响, 但公司积极拓宽下游应用领域以及客户群以抵御行业下行周期。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将为公司带来成长动力。

□ 对外投资项目将进一步加强内部协同, 并提升公司在新能源领域竞争力。公司将通信天线相关业务注入苏州艾福电子进入增资, 增资后持有艾福电子约 93.5%股份, 进一步整合内部资源, 提质增效, 提升产业协同效应; 而以自有资金对墨西哥东山追加投资 9100 万美元, 将进一步巩固、提升与北美地区新能源汽车和储能等行业客户的合作关系, 更好响应客户需求, 提升客户

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 29.78 元

基础数据

总股本 (万股)	170987
已上市流通股 (万)	139028
总市值 (亿元)	509
流通市值 (亿元)	414
每股净资产 (MRQ)	8.7
ROE (TTM)	13.9
资产负债率	60.4%
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	33	24	54
相对表现	36	34	68



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《东山精密 (002384) — 提质增效带动业绩持续兑现, 疫情影响仍待观察》2022-04-23
- 2、《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
- 3、《东山精密 (002384) — 扣非业绩较快增长, 传统业务全面改善》2021-10-26

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

服务能力。

- **深度绑定 T 客户布局新能源汽车赛道，打开东山精密第二增长极。**公司在 PCB、光电显示、精密制造三大领域深耕多年，平台化优势和产业链优势明显，目前正围绕 T 客户积极扩充产能，多方位布局新能源赛道。1) PCB: 软板方面，目前单车 ASP 达 100 美金，未来将继续向汽车 BMS 模组延伸，同时扩充产能，伴随 T 客户迎来高速增长期；硬板方面，汽车电动化和智能化不断推动汽车 PCB 用量增长，公司 PCB 有望在 ADAS、智能座舱等领域持续增长；2) 精密组件：散热/壳体/电芯三大领域齐发力，未来有望迎来量价齐升，为公司打开广阔的增量空间；3) 光电显示：在智能座舱多屏化、大屏化的趋势下，公司积极与新能源车厂合作开发创新应用，今明年有望在触控显示模组领域持续导入汽车客户，为公司提供新的增长动能。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**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，我们维持预计 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 22.9/18.7/15.5 倍，维持“强烈推荐”评级。
- **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	33.3	27.3	22.9	18.7	15.5
PB	3.9	3.5	4.8	4.0	3.4

资料来源：公司数据、招商证券

一、H1 整体业绩符合预期，增量主要源于 A 客户及汽车业务增长

公司 22H1 实现收入 145.46 亿元，同比+3.86%；归母净利润 7.96 亿元，同比+31.70%；扣非归母净利润 6.78 亿元，同比+27.75%；毛利率 14.45%，同比-0.20pct；净利率 5.47%，同比+1.17pcts。收入小幅增长源于多方面因素：1) 上半年国内多地出现疫情，对公司整体生产效率产生一定负面影响；2) 触控显示业务因下游整体消费需求疲软而下滑较多；3) A 客户上半年需求较好，为公司带来主要增长动能；4) 汽车业务持续拓展，22H1 来自汽车客户收入约 9.2 亿元，同比增长约 104%。H1 毛利率下滑而净利率提升主要在于公司不断加强内部管控，提质增效。22H1 整体期间费用率 11.15%，同比-1.94pcts，研发费用率持平显示公司持续加大对核心技术的投入，销售、财务、管理等费用率均同比有所下滑，显示公司不断提升对内的精益化管控。此外，汇兑收益亦有贡献。

图 1：东山精密总营收（亿元）

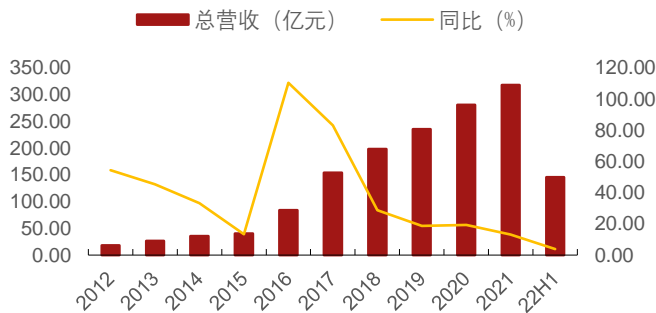
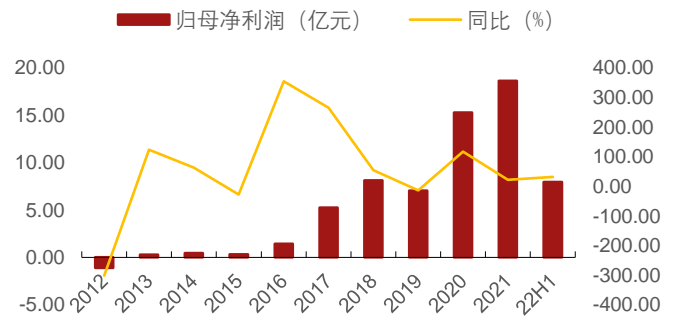


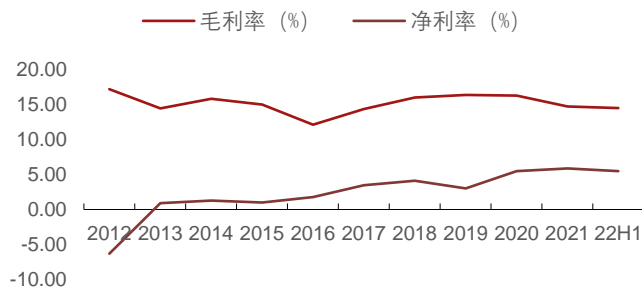
图 2：东山精密归母净利润（亿元）



资料来源：公司财报，招商证券

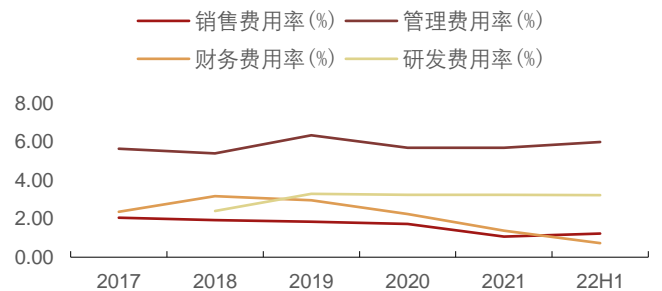
资料来源：公司财报，招商证券

图 3：东山精密盈利能力情况



资料来源：公司财报，招商证券

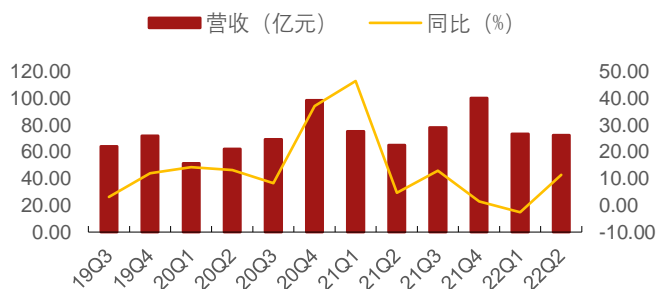
图 4：东山精密期间费用率情况



资料来源：公司财报，招商证券

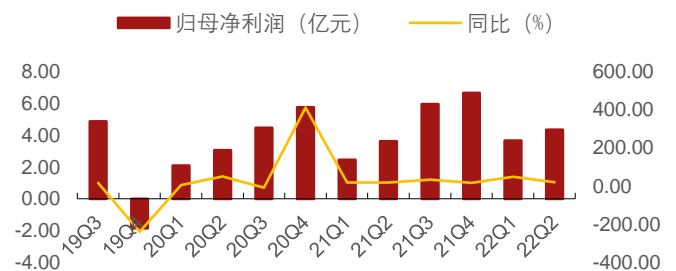
22Q2 单季度收入 72.34 亿元，同比+11.34%/环比-1.07%，同比增长主要系 A 客户、汽车业务持续增长；归母净利润 4.32 亿元，同比+20.17%/环比+18.68%；扣非归母净利润 3.74 亿元，同比+16.49%/+23.03%；Q2 毛利率 14.79%，同比-0.17pct/环比+0.67pct，净利率 5.98%，同比+0.46pct/环比+1.02pcts，盈利能力提升主要系产品及客户结构改善、汇兑收益。

图 5：东山精密单季度总营收（亿元）



资料来源：公司财报，招商证券

图 6：东山精密单季度净利润（亿元）



资料来源：公司财报，招商证券

分业务来看：

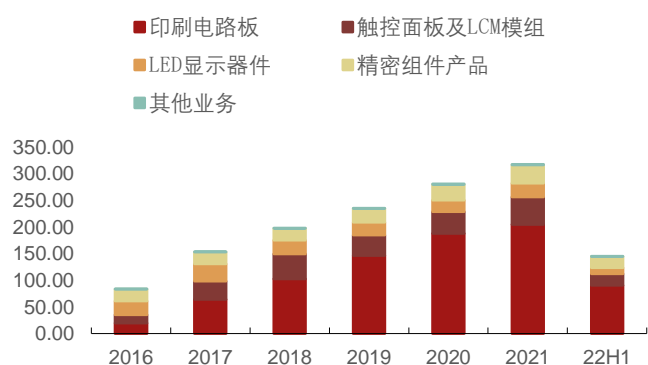
PCB 产品：22H1 业务收入为 90.49 亿元，同比+9.19%，营收占比 62.21%同比+3.03pcts；毛利率为 16.51%，同比+1.95pcts。收入增长主要源于公司 A 客户软板业务持续增长，硬板下游应用广泛，整体相对稳定，其中汽车类软硬板业务增速较快。展望 22H2-23，A 客户新品创新优于去年，整体备货预期较佳，且公司明年将导入高份额 Display 模组料号，成长可期；而汽车业务整体基数低，且产能充足，客户导入顺利，未来将保持高速增长。

触控面板及液晶显示模组：22H1 收入 22.02 亿元，同比-30.05%，营收占比 15.14%同比-7.34pcts；毛利率 3.83%，同比-6.65pcts。业务下滑主要系 H1 下游安卓客户需求疲软，且去年同期安卓整体景气造成较高基数。展望 22H2-23，消费电子在新品周期拉动下需求有望逐步回暖，且公司积极开拓汽车、工控等新领域，导入更多新客户，未来有望持续优化产品结构。

LED 显示器件：22H1 收入 11.32 亿元，同比-3.31%，营收占比 7.78%同比-0.58pct；毛利率 12.61%，同比-5.82pcts。收入下滑主要系上半年疫情防控对下游需求有所抑制，展望 22H2-23，若未来宏观经济逐步恢复，下游需求有望回暖带来公司 LED 显示业务好转。

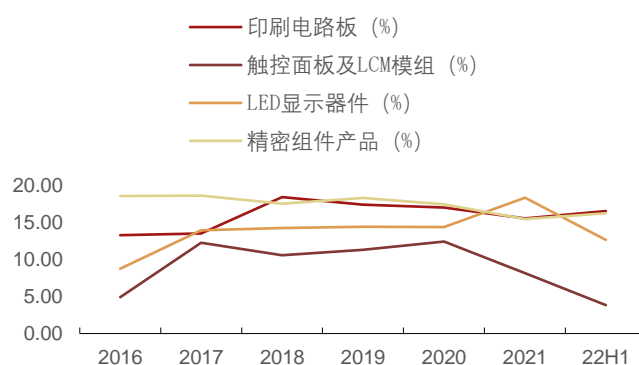
精密组件产品：22H1 收入 17.47 亿元，同比+51.43%，营收占比 14.33%同比+4.50pcts；毛利率 16.21%，同比-0.03pct。收入增长主要源于公司在汽车电子领域的增长，H1 汽车结构件业务约 6 亿左右（去年全年约 8 亿），单车产品料号持续导入，价值量从去年 1000 元提升至 3000 元左右。展望 22H2-23，公司将继续深耕汽车电子领域客户，持续提升单车价值量，迎来量价齐升的高速增长期，同时保持在通信领域的市场地位，并进一步加强成本管控。

图 7：东山精密营收构成（亿元）



资料来源：公司财报，招商证券

图 8：东山精密各业务毛利率（%）



资料来源：公司财报，招商证券

展望今年下半年，A 客户下半年新品创新力度好于去年，整体备货预期较佳，将继续为公司主业带来稳健增长。汽车领域，公司围绕 T 客户做业务深耕，今年动力电池软板业务产能大幅扩张，技术领先，预计将伴随 T 客户快速成长为全球动力软板头部供应商；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均有新品通过认证，逐步导入小批量，单车价值量可达 3000 元，下半年将进一步高速增长。PCB 硬板业务下游市场分散，在成本下降的背景下，公司该业务利润率将呈现上升趋势。而公司传统的 LED、TP&LCM 等业务受疫情导致的经济抑制和成本上升等因素影响，但公司积极扩宽下游应用领域以及客户群以抵御行业下行周期。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将为公司带来成长动力。

二、深度绑定 T 客户布局新能源汽车赛道，打开东山第二增长极

1、PCB：汽车电动化和智能化共振，公司汽车 PCB 软硬板迎来新增长

在行业趋势方面，新能源汽车相比传统汽车 PCB 用量增加，主要源于电动化、智能化、轻量化需求，具体如下：

① **电动化：**新能源电动汽车主要分为纯电动汽车和混合动力汽车。纯电动汽车的动力系统采用电驱动，会完全替换传统汽车的驱动系统，因此产生 PCB 新增量，这部分增量主要源于动力控制系统（VCU、MCU、BMS）。混动动

力汽车中，在保留传统汽车的驱动系统的同时，引入了一套新的电驱动系统，从而也会产生车用 PCB 增量。因此，新能源汽车独特的动力控制系统使得整车 PCB 用量较传统汽车大幅增加。

表 1: 新能源汽车电控系统 PCB 使用情况

电控系统	作用	PCB 使用情况
VCU (整车控制系统)	检测车辆状态、实施整车动力控制决策	控制电路使用 PCB, 用量约 0.03 m ²
MCU (电机控制系统)	根据 VCU 发出的决策指令控制电机运行	控制电路使用 PCB, 用量约 0.15 m ²
BMS (电池管理系统)	控制电池充放电过程, 实现对电池的保护和综合管理	主控电路使用 PCB, 用量约 0.15 m ² 单体管理单元使用 PCB, 用量约 3-5 m ²

资料来源: 协和电子, 佐思汽研, 招商证券

② 智能化: 随着消费者对汽车的安全性、舒适性、智能化等方面的需求日益提升, 汽车开始向电子化、信息化、智能化方向演进, ADAS 的应用也将越来越广泛, 如传感器、控制器、安全系统等。以 ADAS 传感器为例, 每台智能汽车搭载的摄像头和雷达数量不断增加, 以更好地实现驾驶辅助功能, 在此进程中, 将直接促进了汽车 PCB 需求的快速增长。

表 2: 自动驾驶代表车型感知层传感器配置

车型	激光雷达	摄像头	毫米波雷达	超声波雷达
特斯拉 Model 3	0	8	1	12
理想 L9	2	13	5	12
蔚来 ET5	1	11	5	12
蔚来 ET7	1	11	5	12
极狐 αS 华为 HI 版	3	13	6	12
小鹏 P5	2	13	5	12
小鹏 P7	0	14	5	12
小鹏 G9	2	12	5	12
吉利极氪 001	0	15	1	12
上汽智己 L7	3	12	5	12
上汽飞凡 R7	1	12	8	12
广汽埃安 LX Plus	3	12	6	12
长安阿维塔 11	3	13	6	12
小康 AITO M5	0	8	3	12
长城 WEY 摩卡	3	5	5	12
长城沙龙机甲龙	4	11	5	12
哪吒 S	2	13	5	12
威马 M7	3	11	5	12

资料来源: 各公司官网, 招商证券

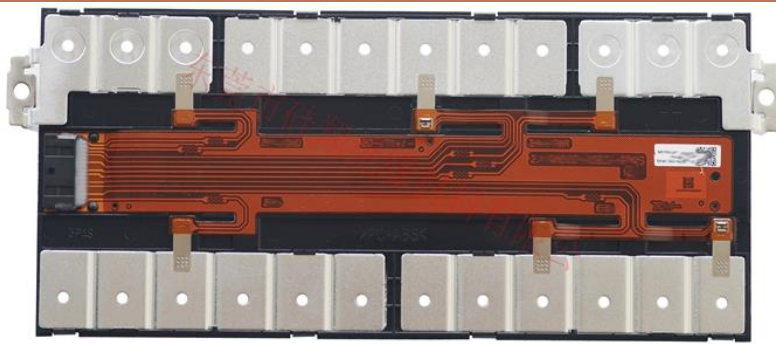
此外, 汽车轻量化需求促使 FPC 在新能源汽车中逐步替代传统铜线线束方案, 未来其渗透率有望持续提升, 单车用量将不断增加。以动力电池系统中信号采集为例, 传统铜线线束方案对电池包内空间有挤占, 且人工成本较高, 生产自动化提升较难。相较于传统线束方案, FPC 具备高集成度、超薄厚度、超柔软度等特点, 而 FPC-CCS 方案在动力电池轻量化、布局规整、自动化生产等方面具备优势。随着 FPC-CCS 方案在规模化生产下带来的快速降本的优势, 正逐渐成为绝大部分新能源汽车新车型的主要选择, 如特斯拉、比亚迪、蔚小理、宁德时代、国轩高科、欣旺达等。当前主流车型采用 7-12 个电池模组, 每个电池模组对应 1 个 CCS, 单个 CCS 需要 1-2 个 FPC, 测算单车动力电池 FPC 价值量在 500-800 元, 而 CCS 单车价值量在 1500-2000 元。未来全球新能源汽车将保持高速增长, 而 FPC-CCS 方案在新能源汽车中的渗透率有望凭借相对优势持续提升, 市场空间广阔。

图 9: 电池箱柔性线路板 (FPC) 图示



资料来源: 东莞硅翔官网, 招商证券

图 10: 集成母排 (CCS) 图示

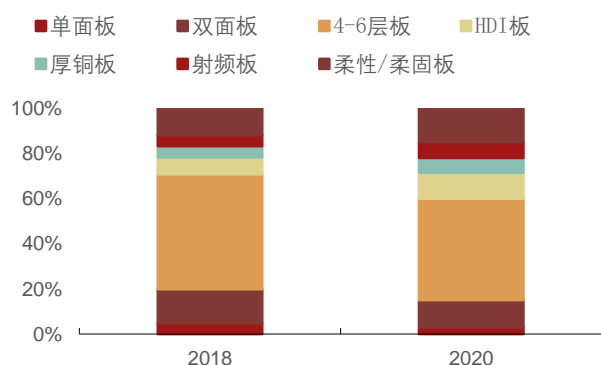


资料来源: 东莞硅翔官网, 招商证券

对比传统汽车, 新能源汽车对 PCB 层数和密度要求更高, 带动产品结构升级。根据佐思产研数据, 在车载娱乐、毫米波雷达、高电流及高电压等需求的带动下, HDI 板、射频板、厚铜板、柔性/柔固板等高价值量 PCB 合计占比从 29.2% 升至 40%, 而普通板、双面板及 4-6 层板占比有一定下降。

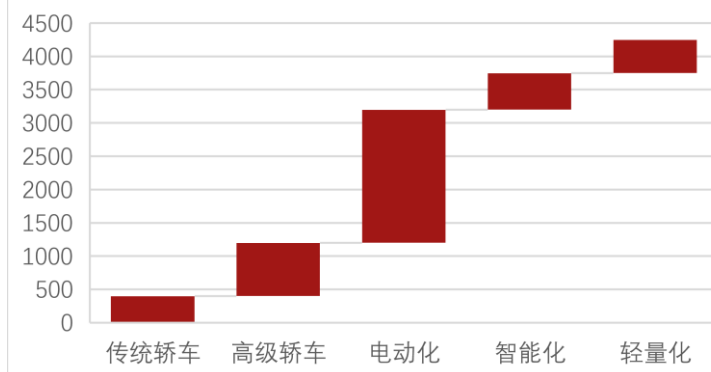
受益于汽车电动化、智能化、轻量化, PCB 单车价值量持续提升。总体来看, 电动化 (VCU、MCU、BMS) 增加单车价值量 2000 元左右, 智能化 (雷达、摄像头) 增加 550 元左右, 轻量化 (FPC) 增加 500-800 元。根据佐思汽研, 特斯拉 Model 3 PCB 总价值量超 2500 元, 是普通燃油车的 6.25 倍。

图 11: 汽车 PCB 产品结构走向高端化 (%)



资料来源: 佐思产研, 招商证券

图 12: PCB 单车价值量增加 (元)



资料来源: PCB 资讯, 招商证券

汽车电动化和智能化共振, 驱动汽车 PCB 迎来新增长, 占 PCB 总产值比例显著提升。根据 Prismark 数据, 2019 年全球汽车 PCB 产值 70 亿美元, 预计到 2024 年增至 87 亿美元, CAGR 约 4.5%, 高于同期行业平均增长幅度 4.3%。2009 年车用 PCB 产品产值占 PCB 总产值的 3.76%, 至 2019 年占比显著提升到 11.42%, 预计到 2024 年汽车用 PCB 产值占 PCB 总产值的比例将提升到 11.52%。

图 13: 全球汽车电子 PCB 产值 (亿美元)

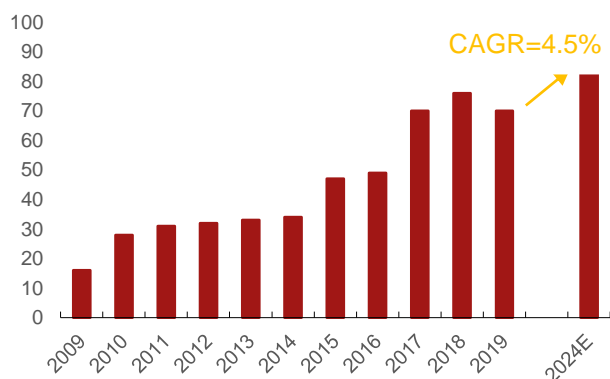
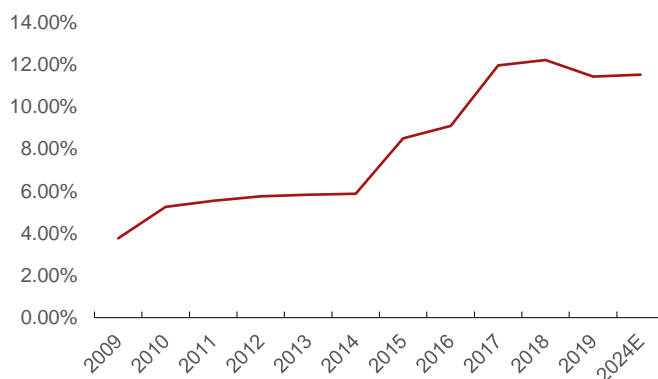


图 14: 汽车 PCB 产值占 PCB 总产值比例 (%)



资料来源: Prisma, 招商证券

资料来源: Prisma, 招商证券

东山精密在 PCB 软硬板领域具备较强的竞争优势, 且产能充足, 目前公司积极与下游新能源汽车客户合作开发产品解决方案, 未来有望逐步导入多个客户, 迎来高速增长。FPC 软板方面, 公司 BMS FPC 业务深度绑定北美 T 客户, 积极扩充产能, 预计年底将达产 100w 辆车的配套产能, 目前在 T 客户单车价值量已达 100 美金, 未来将继续向动力电池 BMS 模组延伸, 进一步提升单车价值量, 并伴随 T 客户的成长迎来高速增长期。而 PCB 硬板方面, 随着 ADAS、激光雷达、智能座舱等新兴领域催生汽车 PCB 新需求, 公司与多个头部品牌车厂以及造车新势力均有合作, 未来订单导入后亦有望获得快速增长。

2、精密组件: 散热/壳体/电芯三大领域齐发力, 为公司打开增量空间

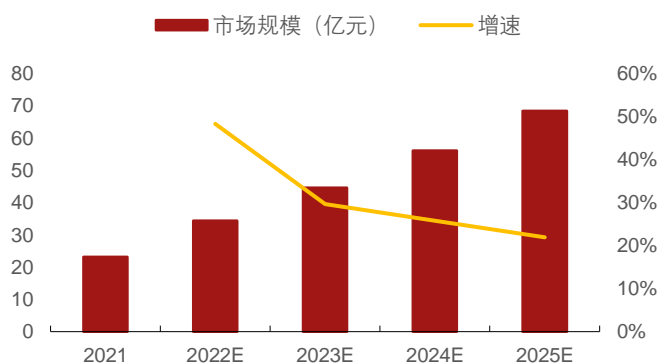
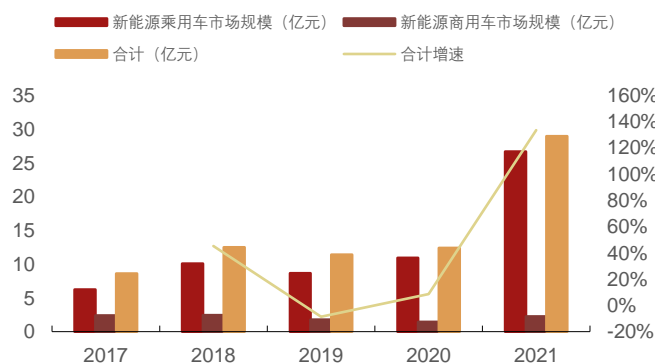
(1) 散热类: 水冷板顺利进入 T 客户, 产能持续扩充助力公司高速增长

水冷散热是当前主流的散热方式, 而水冷板是其中重要组成部件。电池散热方式包括自然冷却、风冷、水冷散热及直冷, 其中水冷散热方案被特斯拉、宝马等厂商采用, 2022 年在新能源汽车市场占比 55%左右。而水冷板为整车液冷系统中的重要组成部件之一。

下游新能源汽车需求持续旺盛, 带动上游动力电池出货, 也将同步驱动液冷系统中水冷板市场增长。据华经产业研究院数据, 2021 年国内液冷板市场规模达到 28.9 亿元, 其中新能源乘用车液冷板市场为 26.7 亿元, 商用车液冷板 2.2 亿元。合计较去年同比大幅+133.4%。根据智研咨询预测, 预计未来冷却板市场得益于新能源汽车销量增长, 市场规模持续扩大, 到 2025 年国内液冷板市场将达到 68.4 亿元。

图 15: 2017-2021 年中国新能源汽车用液冷板市场规模

图 16: 中国新能源汽车对液冷板市场规模预测



资料来源: 华经产业研究院, 招商证券

资料来源: 华经产业研究院, 招商证券

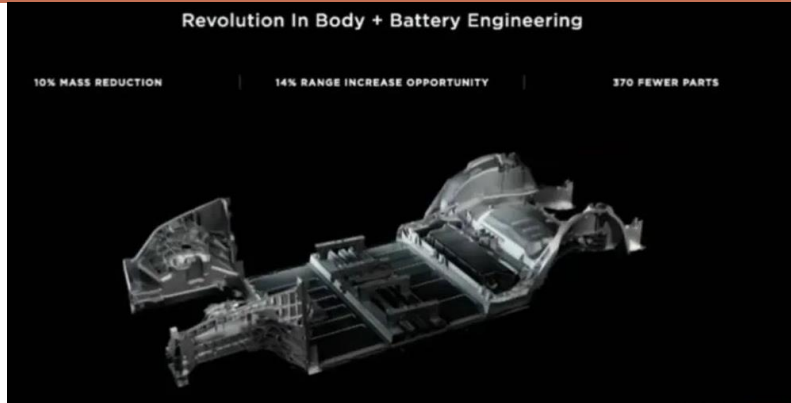
东山精密在精密制造领域深耕多年, 具备丰富的经验和技術能力, 目前在 T 客户的散热水冷板已获得突破, 开始批量供货, 预计单车价值量在 500 元以上, 未来将取得 T 客户更多料号, 公司后续积极扩充相关产能, 跟随 T 客户全

球布局，在 T 客户未来强劲销量预期指引下，公司有望在明后年汽车散热领域获得持续高速增长。

（2）壳体：白车身已导入出货，未来公司将进一步深耕 T 客户，持续切入更多新品

一体化压铸优势明显，国内车厂纷纷跟进特斯拉布局相关领域。一体化压铸能使整车重量进一步下降 10%，续航里程增加 14%，同时缩短整车生产周期，可将单车生产周期缩短至传统模式的 1/3。2019 年特斯拉公布“汽车车架的多向车身一体成型铸造机和相关铸造方法”，可在一台机器上完成绝大多数车架铸造工作，其可行性已得到验证，大幅提升了生产效率以及成本。随后国内各车厂开始布局，如蔚来、小鹏、高合等国内造车新势力们已经启动了一体化压铸技术的研发和应用。

图 17：特斯拉一体化结构设计



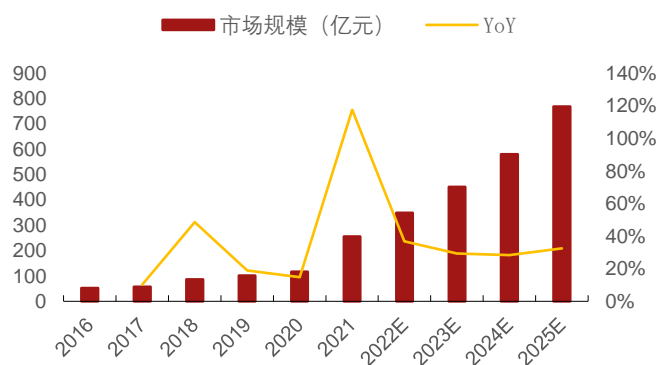
资料来源：特斯拉，招商证券

公司目前在 T 客户的白车身方面已取得突破，目前单车价值量在 800-1000 元左右，未来将导入 T 客户更多白车身料号，且有望切入新品供应链，如电池托盘、三电压铸件等，若进展顺利，未来公司单车壳体类产品价值量将提升至 5000 元左右。展望未来，下游大客户需求强劲，公司积极配合扩充产能，持续提升产能稼动率，为公司进一步打开业绩增量空间。

（3）电芯类：从防爆阀顶盖向电芯壳体延拓，量价齐升

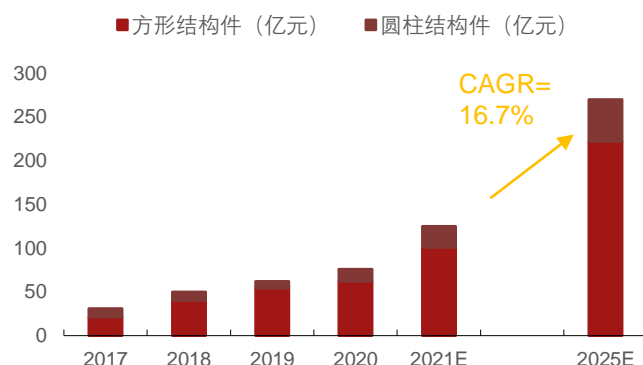
受益于动力电池产能高增长，全球及中国锂电池结构件市场空间快速扩大。近年来，全球及中国锂电池结构件市场规模持续扩大，主要源于国内外新能源汽车渗透率不断提升，推动动力电池出货量快速增长，同时储能电池、小动力电池和消费类电池的需求亦持续提升。据 EVTank 数据，2021 年，全球锂离子电池结构件市场规模达到 255.0 亿元，2016-2021 年 CAGR 达 37.23%，预计到 2025 年，全球锂离子电池结构件的市场规模将达到 768.13 亿元。据 GGII 数据，2020 年中国锂电池结构件市场规模为 76 亿元，预计到 2025 年，我国结构件市场规模有望达到 270 亿元。中国锂离子电池结构件仍以方形电池为主。据 GGII 数据，2020 年中国方形锂离子电池结构件占比达 81.6%，预计随着特斯拉在 2023 年大规模使用 4680 等为代表的大圆柱电池，国内圆柱锂离子电池结构件用量有望提升。

图 18: 全球锂离子电池结构件市场规模 (亿元)



资料来源: EVTank, 招商证券

图 19: 中国锂电池结构件市场规模 (亿元)



资料来源: GGII, 招商证券; 注: 不包含在中国建厂的海外电池厂商的结构件需求

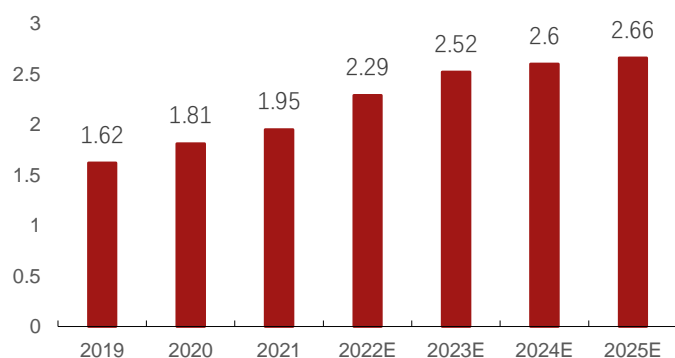
东山精密目前已成功取得 T 客户 4680 圆柱电池防爆阀顶盖和圆柱壳体的认证, 现已开始批量出货, 该防爆阀产品单车价值量在千元左右, 而电芯壳体价值量则更高。目前公司正积极采购设备扩充产能, 预计新增产能将于今年 10 月份逐步建成投产, 为今年下半年及明年的业务增长奠定基础。展望未来, 东山将在新能源汽车精密领域陆续投入近 10 亿美金以扩充产能, 支撑公司未来在 T 客户业务的高速增长。

3、光电显示: 汽车智能化带动多屏、大屏趋势, 东山将积极参与车企创新

汽车智能化快速发展, 智能座舱渗透率不断提升。而随着智能座舱的不断演进, 车载显示呈现出多屏化、大屏化趋势。智能座舱的车载显示是其智能化外在表现之一, 其包括中控屏、仪表盘、抬头显示器、电子后视镜以及后座娱乐系统等。而汽车显示屏的增量来源主要来源于中控屏以及仪表盘。

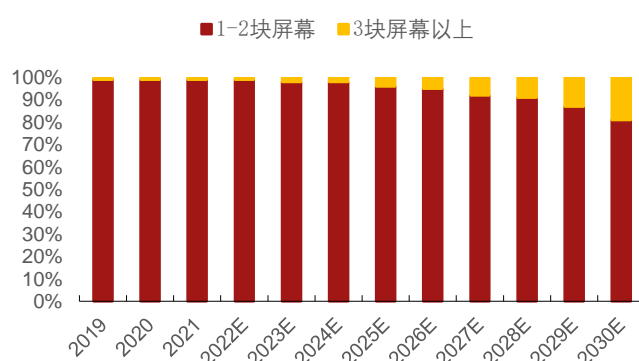
- **多屏化:** 根据佐思汽研数据, 2021 年底全年新上市车型平均屏幕数量为 1.95 块, 预计到 2025 年单车平均屏幕数量将增长至 2.66 块。而据 IHS Market 预测, 随着智能座舱的功能持续丰富, 不断迭代升级, 朝着“第三空间”转变, 预计 2025 年单车采用 3 块屏幕及以上方案的占比将提升至 4%, 到 2030 年占比将进一步扩大至 19%。

图 20: 2019-2025 年新上市车型平均屏幕数量



资料来源: 佐思汽研预测, 招商证券

图 21: 车载显示屏数量趋势



资料来源: IHS Market 预测, 招商证券

- **大屏化:** 据 CINNO Research 数据, 在中控屏方面, 新能源汽车 12"及以上尺寸市场占比为 48%, 高出传统车 29%; 而在仪表盘方面, 新能源车 12"以上的市场占比为 45%, 较燃油车提升 20%。

图 22: 新能源汽车中控屏尺寸占比 (%)

■ 7'以下 ■ 7-8' ■ 8-10' ■ 10-12' ■ 12'以上

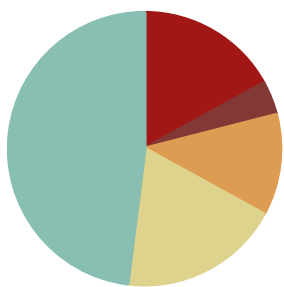
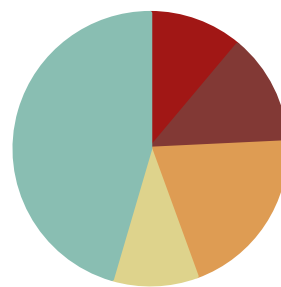


图 23: 新能源汽车仪表尺寸占比 (%)

■ 7'以下 ■ 7-8' ■ 8-10' ■ 10-12' ■ 12'以上

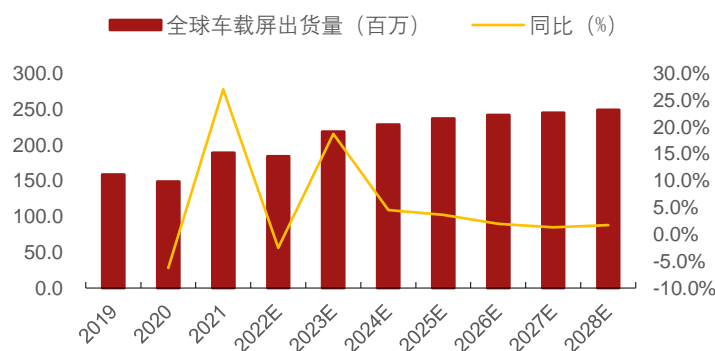


资料来源: CINNO Research, 招商证券

资料来源: CINNO Research, 招商证券

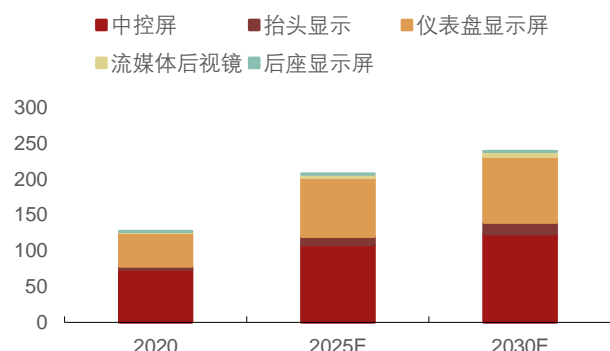
在汽车智能化驱动下的多屏化、大屏化,全球车载屏出货量及市场规模将保持稳步增长。据 Omdia 预测,2021 年全球车载屏出货量在 1.89 亿,同比增长 27.0%,而 22 年由于全球汽车行业缺芯以及疫情的影响,预计下滑 2.5%至 1.84 亿,而到 2028 年全球车载屏出货量将增长至 2.50 亿。

图 24: 2019-2028 年全球车载屏出货量预测 (百万)



资料来源: Omdia 预测, 招商证券

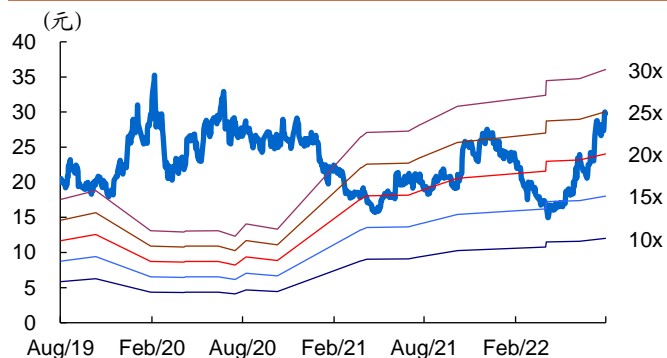
图 25: 全球市场汽车显示屏出货量结构 (百万)



资料来源: Omdia 预测, 招商证券

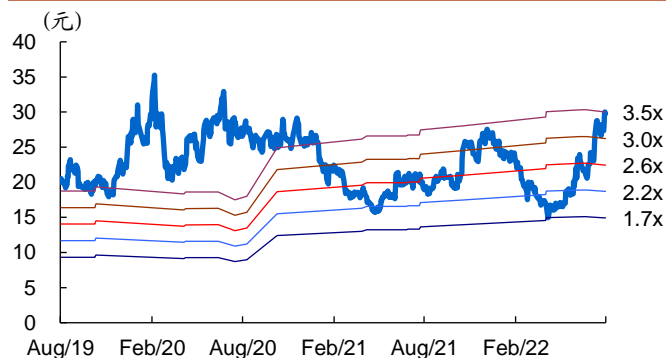
东山精密在光学显示触控领域有这丰富的研发生产制造积累,且产能充沛,在目前消费电子领域需求疲软,主要终端行业进入周期下行趋势的背景下,公司乘汽车智能化趋势东风,积极与新能源车厂合作开发创新应用,今年有望在触控显示模组领域持续导入汽车客户,为公司提供新的增长动能,进一步平抑消费电子行业的周期波动性,提升业务整体增长的稳健性。

图 26: 东山精密历史 PE Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

图 27: 东山精密历史 PB Band



资料来源: 公司数据, 招商证券

参考报告:

- 1、《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
- 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）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
- 4、《东山精密（002384）—提质增效带动业绩持续兑现，疫情影响仍待观察》2022/04/23

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	37503	37951	35963	37892	36463
流动负债	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
长期负债	4949	4347	4347	4347	4347
长期借款	2765	2031	2031	2031	2031
其他	2184	2316	2316	2316	2316
负债合计	24328	23281	25292	25174	21285
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	13069	14577	10579	12628	15091
负债及权益合计	37503	37951	35963	37892	36463

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	(3098)	(2027)	(859)	(859)	(859)
资本支出	(2391)	(3049)	(1179)	(1179)	(1179)
其他投资	(707)	1022	320	320	320
筹资活动现金流	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)
现金净增加额	938	1089	(2427)	595	(3279)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	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	13	9	9	9	9
其他收益	202	269	269	269	269
投资收益	19	42	42	42	42
营业利润	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
利润总额	1786	2111	2525	3082	3719
所得税	249	250	300	367	444
少数股东损益	7	(2)	(2)	(2)	(3)
归属于母公司净利	1530	1862	2227	2717	3278

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
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%
获利能力					
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%
偿债能力					
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
营运能力					
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
每股资料(元)					
EPS	0.89	1.09	1.30	1.59	1.92
每股经营净现	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
估值比率					
PE	33.3	27.3	22.9	18.7	15.5
PB	3.9	3.5	4.8	4.0	3.4
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，14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1/2/3/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

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。

王恬：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，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

谌薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业分析师。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

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。