

东山精密 (002384)

双轮驱动，再造东山

买入 (首次)

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 唐权喜

执业证书: S0600522070005

tangqx@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书: S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	31,793	34,565	39,583	46,619
同比	13%	9%	15%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	1,862	2,382	2,951	3,671
同比	22%	28%	24%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.09	1.39	1.73	2.15
P/E (现价&最新股本摊薄)	22.22	17.37	14.02	11.27

#第二曲线 #新产品、新技术、新客户

投资要点

- **独到的战略眼光助力公司长期成长:** 公司立业二十余年,从一家小型钣金和冲压工厂不断发展壮大,成为行业领先的佼佼者,离不开管理层独到的战略眼光。回顾东山发展历史,公司多次通过项目投资和收并购优化主业,先后收并购 MFLEX 和 Multek 实现全方位电子电路(PCB)产品及服务覆盖,形成电子电路、光电显示、精密制造三大业务板块,打造 MFLEX、Multek、LED、TP&LCM、精密制造五大事业部。
- **坐落苏州,共享发展:** 东山精密坐落苏州,市值位于苏州上市公司中前列,是电子行业相关产业链龙头,随着近年来苏州以四大产业集群为主的快速发展,同时对于上市公司政策上大力扶持下,公司有望与苏州共享发展,实现共赢。
- **消费电子稳中有增:** 手机业务作为“压舱石”为公司提供稳定收益,AR/VR 业务打开未来成长空间。手机业务是公司近年来的核心业务,公司通过与国际大客户的深度合作实现快速增长,随着公司新料号不断导入和国际大客户产品越来越丰富同时快速迭代,公司软板产品 ASP 和份额有望持续增长。可穿戴业务是公司 FPC 产品在除消费电子、新能源汽车业务之外的新的增量市场。公司未来有望凭借领先的技术实力和先进的生产制造能力,深耕多年与客户形成的良好合作关系,产品品质的高认可度,与国际大客户形成合作关系。
- **新能源汽车业务核心重点发展方向:** 公司制定了新能源汽车领域的业务目标,并组建了销售团队。公司经验和产品结构丰富,技术和规模优势明显,国际化管理团队,相关产品已经供货北美新能源汽车客户。公司现有三大板块均有涉及新能源汽车的业务。一是传统精密组件板块,核心产品主要有三电结构件、电芯、散热等;二是电子电路板块,随着新能源汽车电气化程度的提升,市场对于 FPC 和硬板的需求也在提升;三是光电显示板块,公司以 Mini LED 为代表的产品也将迎来新能源汽车的市场机遇。
- **盈利预测与投资评级:** 公司消费电子、汽车电子双轮驱动,未来有望凭借消费电子的稳中有增和汽车电子的高速发展实现再造东山。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 23.8/29.5/36.7 亿元,同比增速为 28%/24%/24%,当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 17.4/14.0/11.3 倍,给予公司 2023 年 22 倍,目标价 38 元,首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新料号导入不及预期;消费电子行业发展不及预期;新能源汽车大客户产销不及预期;国际贸易环境恶化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.20
一年最低/最高价	14.53/31.58
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	33,644.66
总市值(百万元)	41,378.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	9.07
资产负债率(%LF)	60.88
总股本(百万股)	1,709.87
流通 A 股(百万股)	1,390.28

相关研究

内容目录

1. 独到的战略眼光助力公司长期成长	5
1.1. 成功的业务拓展推动公司前进.....	6
1.2. 公司发展规划：优化当下，投入核心，投资未来.....	8
1.3. 管理优势：经验丰富的管理层，稳定的分红，持股计划留住人才.....	10
1.4. 2022 年三季报业绩超市场预期.....	11
2. 地理优势：坐落苏州，共享发展	12
3. 消费电子稳中有增	15
3.1. 手机业务作为“压舱石”为公司提供稳定收益	15
3.1.1. 手机行业稳步发展.....	15
3.1.2. 国际头部品牌有望引领新突破.....	17
3.2. AR/VR 打开未来成长空间.....	18
3.2.1. AR/VR 行业进入快速增长期.....	18
3.2.2. 公司 VR/AR 业务成熟，有望切入国际大客户	20
4. 新能源汽车业务：核心重点发展方向	21
4.1. 新能源车快速发展.....	21
4.2. 公司汽车业务核心竞争力突出.....	23
4.3. 新能源汽车业务未来发展前景广阔.....	25
5. 盈利预测与投资建议	26
5.1. 盈利预测.....	26
5.2. 投资建议.....	28
6. 风险提示	29

图表目录

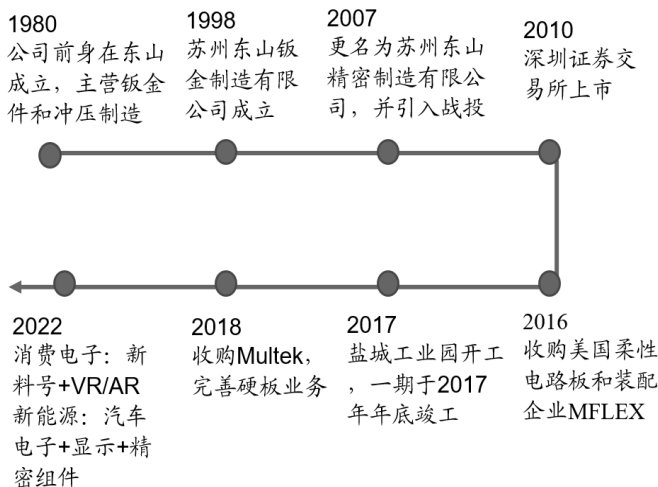
图 1: 发展历史沿革.....	5
图 2: 布局三大业务板块和五大事业部.....	5
图 3: 公司电子电路产品布局.....	6
图 4: 2021 年全球 PCB 企业营收规模.....	6
图 5: 业务拓展推动股价上行.....	6
图 6: 公司营收构成（2021 年报）.....	6
图 7: 营收和净利润实现稳定增长.....	7
图 8: 2017 年后公司经营活动现金流快速提升.....	7
图 9: 财务状况不断优化.....	8
图 10: 研发费用稳步提升.....	8
图 11: 非核心业务逐渐淡化，聚焦核心主业.....	9
图 12: 管理层行业经验丰富.....	11
图 13: 2021 年公司分红大幅提高.....	11
图 14: 苏州制造业电子设备占比达 30%.....	12
图 15: 苏州总市值前十上市公司（截至 2022/10/28）.....	12
图 16: 苏州“十四五”规划十大千亿级产业集群.....	13
图 17: 苏州“十四五”规划十大产业链.....	13
图 18: 公司 2018 年后收到政府补贴大幅提高.....	15
图 19: iPhone 季度全球出货量及同比变动.....	16
图 20: 中国大陆智能手机市场份额变化.....	16
图 21: 全球折叠屏手机出货量预测.....	17
图 22: 公司 FPC 示意图及特点.....	17
图 23: 潜望式镜头原理.....	17
图 24: 苹果潜望式镜头专利.....	17
图 25: 国内外科技巨头全力布局 VR/AR 产业生态.....	19
图 26: The information 预测苹果头显设备.....	20
图 27: 苹果此前的设备中具备简单的 AR 功能.....	20
图 28: 全球和中国新能源车销量预测.....	21
图 29: 汽车电子占成本比重持续提升.....	21
图 30: 中国汽车驾驶自动化分级.....	22
图 31: 自动驾驶传感器用量趋势（单位：个）.....	22
图 32: 全球汽车 PCB 市场规模快速增长.....	22
图 33: PCB/FPC 在汽车领域应用广阔.....	22
图 34: 特斯拉产销快速提升.....	23
图 35: 疫情不改特斯拉（上海）产销长期向上趋势.....	23
图 36: 特斯拉产能预测（万辆）.....	23
图 37: 公司通讯散热器（室内）.....	24
图 38: 公司通讯散热器（室外）.....	24
图 39: 特斯拉 4680 圆柱电池能量提升 5 倍.....	26
图 40: 4680 电池比 2170 电池提高续航并降低成本.....	26

表 1: 公司 2021 年 8 月以来累计对外投资情况.....	9
表 2: 公司持股计划梳理.....	11
表 3: 苏州出台十大措施推进上市公司做优做强.....	13
表 4: VR/AR 设备未来有望呈现阶段性成长趋势	18
表 5: 多领域应用拓展.....	19
表 6: 东山精密分业务预测.....	28
表 7: 可比公司估值（截至 2022 年 10 月 28 日）	29

1. 独到的战略眼光助力公司长期成长

公司立业二十余年，从一家小型钣金和冲压工厂不断发展壮大，成为行业领先的佼佼者，离不开管理层独到的战略眼光。回顾东山发展历史，公司多次通过项目投资和收并购优化主业，先后收并购 MFLEX 和 Multek 实现全方位电子电路(PCB)产品及服务覆盖，形成电子电路、光电显示、精密制造三大业务板块，打造 MFLEX、Multek、LED、TP&LCM、精密制造五大事业部。电子电路业务，公司综合优势突出，目前为全球第二的柔性线路板企业，全球第三的印刷电路板企业，产品广泛应用于消费电子、服务器、通信、汽车电子等领域；光电显示业务，触控显示模组及 LED 器件应用于各类消费电子产品及室内外小间距高清显示领域，在 LED 部分小间距细分领域市场全球第一；精密制造业务，公司为消费电子、通信、新能源汽车等重要客户提供金属结构件及组件。公司近年来独具慧眼地看中新能源汽车行业高速发展的未来，凭借成熟的业务能力和丰富的客户资源等优势成功切入汽车业务，作为核心重点发展第二曲线。未来汽车业务有望和消费电子业务成为公司的左膀右臂，助力公司高速发展，实现再造东山。

图1：发展历史沿革



数据来源：公司官网，东吴证券研究所整理

图2：布局三大业务板块和五大事业部



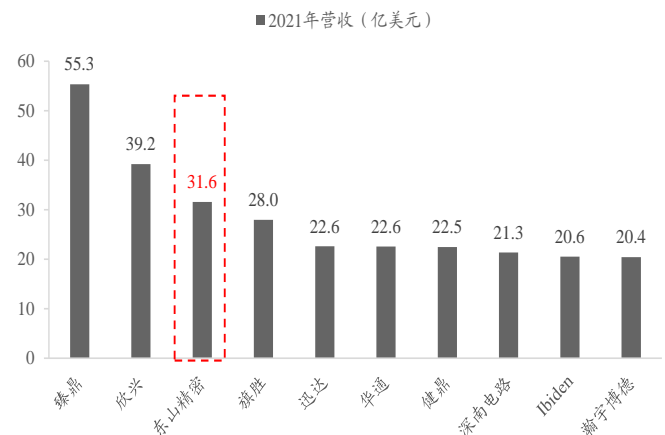
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图3: 公司电子电路产品布局



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图4: 2021 年全球 PCB 企业营收规模



数据来源: Prismark, 东吴证券研究所

注: 美元兑人民币即期汇率取 6.373, 对应日期 2021 年 12 月 31 日

1.1. 成功的业务拓展推动公司前进

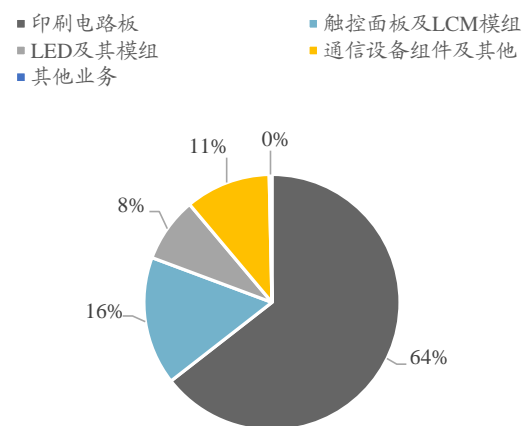
公司通过项目投资和收购兼并优化主业, 迅速建立了在行业中的优势, 形成了精密金属和精密电子制造为核心的产业发展格局。公司从 2016 年开始快速拓展业务线, 顺应时代的发展, 2016 年 4 月收购 MFLX, 2018 年 7 月收购 Multek 完善硬板业务实现快速增长, 2016-2018 年归母净利润增速分别达到为 355%, 265%, 54%, 2021 年年报披露公司印刷电路板业务占总营收 64%, 电子电路业务成为公司收入主要来源。2021 年 5 月宣布拟在上海成立东山新能源子公司, 正式进军新能源车领域, 从股价反应来看, 公司几次业务拓展不仅助推公司业务持续向上, 也同时得到了资本市场的高度认可, 证明了管理层独到的战略眼光, 实现“先知三日, 富贵十年”。

图5: 业务拓展推动股价上行



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司营收构成 (2021 年报)

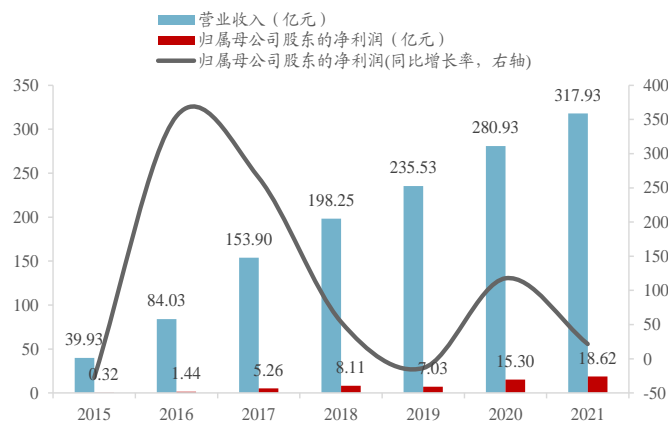


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司 2015 年以来随着业务的不断优化拓展, 营业收入和归母净利润均实现快速增长, 2015 年实现营收 40 亿元, 归母净利润 0.32 亿元, 2021 年实现营收 318 亿元, 归母净利润 18.6 亿元, 2015-2021 年公司的营收和归母净利润 CAGR 分别达到 41% 和 97%。

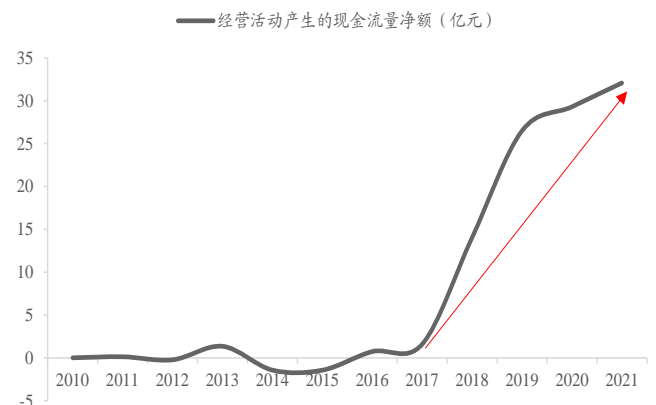
公司通过不断深入开展对标管理、降本增效持续推进, 成效显著, 通过优化组织架构, 严控非必要的资本开支, 加强预算管理, 公司财务和现金状况得到持续提升和优化。2017 年经营活动产生的现金流金额为 1.61 亿元, 2021 年经营活动产生的现金流金额为 32.1 亿元, CAGR 达到 113%, 良好的经营性现金流反映公司的产品创收持续高增, 得到市场认可, 同时有助于公司做好进一步的筹资和投资管理, 实现既定的目标。

图7: 营收和净利润实现稳定增长



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2017年后公司经营活动现金流快速提升

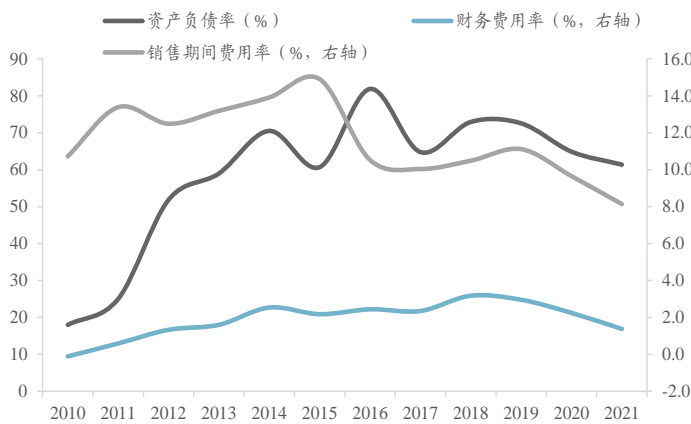


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

财务状况在降本增效的管控下不断优化。公司由于收并购等原因资产负债率在2016年, 2018年分别达到82%和73%, 2021年下降到61%, 资产负债率的下降有助于公司控制风险的同时有更大的空间进行项目投资和扩产。期间费用率也在不断优化, 2011-2015年费用率维持在13%上下, 2016-2019年下降至10%上下, 同时2019-2021年连续三年下降, 分别为11.1%、9.7%、8.1%, 财务费用率2019-2021年同样连续下降, 分别为3.0%、2.2%、1.4%, 公司降本增效效果显著。

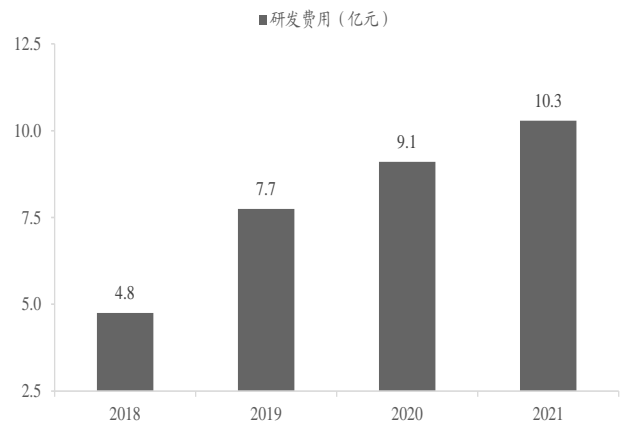
公司重视创新, 研发费用连年增加。公司2018-2021年研发费用分别为4.8、7.7、9.1、10.3亿元, 通过持续的研发实现技术创新, 截止2021年公司拥有数百项专利和授权, 形成了完善的研发体系和高效的研发机制, 为公司未来AR/VR、新能源车等领域的发展奠定了坚实的基础。

图9：财务状况不断优化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：研发费用稳步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 公司发展规划：优化当下，投入核心，投资未来

梳理公司业务变动情况和 2021 年 8 月以来的对外投资情况，公司主要从三个维度对未来发展规划进行规划：

1) 对于现有业务进行资源整合优化。公司对非核心业务逐渐淡化，聚焦核心主业，公司分别于 2018 年出售深圳东山 100% 股权（主要涉及大尺寸显示业务等非核心业务），2022 年拟出售国星光电（主营业务光电显示器件、LED 显示屏等）60% 股权，从而实现对公司资源的整合优化，提高公司运营效率。另外通过增持艾福电子子公司股份和资本注入，实现增强公司通信业务板块的业务协同效应，高效整合内资源，实现降本增效，提升企业核心竞争力。

2) 重点投入核心发展领域。2022H1 公司精密组件产品营收同比增 51.43%，主要是由于新能源汽车行业需求攀升带来订单的增加。公司持续投入核心发展领域以实现对业务的拓展，产能适配以满足客户的需求，包括成立注册资本 9000 万元的上海东澜新能源科技有限公司，两期共投入 9900 万美元的墨西哥子公司以及拟两期投入 13 亿元的苏州东越新能源科技有限公司来满足对于新能源车业务的快速，实现扩大产能，缩短运输半径，快速响应客户需求等实现提升与国际大客户的合作关系。

3) 通过入股基金对未来进行投资。公司投入 500 万美元于 BAUKUNSTFUNDI, L.P., 未来拟投资于人工智能、大数据、柔性智造等领域的科技公司，一方面有望从投资角度收获利润，另一方面更有望通过相关领域的投资发现有价值的公司，未来有望通过合作等方式实现对相关领域的发展；同时作为有限合伙人出资 3,000 万元与相关机构共同成立苏州永鑫精尚创业投资合伙企业，实现促进产业创新、提升公司投资收益，将会以股权投资形式侧重投向泛智能制造产业相关领域的初创期和成长期的创新型企业，为公司智能制造领域的未来发展埋下一颗种子。

图11: 非核心业务逐渐淡化, 聚焦核心主业

公告时间	公告内容	目的
2022/10/11	公司拟将持有的盐城东山60%股权转让给国星光电。	将进一步整合行业优质资源, 优化资源配置, 积极发挥协同效应, 提升核心竞争力, 增强企业盈利能力。同时有利于公司聚焦核心主业, 助力公司长远发展。
2018/7/12、2018/8/10	公司分别签署了《大尺寸显示业务相关资产转让的意向性协议》、《股权转让协议》, 将集团内待出售的大尺寸显示业务相关资产整合至深圳东山, 然后将所持深圳东山100%股权转让给东扬投资。	为贯彻聚焦主业的经营战略, 公司将大尺寸显示业务等非核心业务相关资产出售至袁永刚、袁永峰或其指定的第三方, 进一步优化产业布局、整合公司资源, 提高公司运营效率。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表1: 公司 2021 年 8 月以来累计对外投资情况

时间	投资客体	涉及金额	投资目的
2022/8/22	苏州东越新能源科技有限公司	计划投资总额 13 亿元, 分 2 期实施。	成立子公司, 贴近新能源汽车客户及其 TierOne 厂商, 缩短大型产品的运输半径。
2022/8/17	艾福电子通讯股份有限公司	作价 5,200 万元, 认购艾福电子新增股份 3,820 万股, 其中计入艾福电子注册资本 3,820 万元, 剩余 1,380 万元计入资本公积	增强公司通信业务板块的业务协同效应, 更好整合内部管理资源, 实现降本增效, 提升企业核心竞争力。
	墨西哥子公司	追加投资 9,100 万美元, 墨西哥东山首期投资将由 800 万美元增至 9,900 万美元。	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, 公司拟在墨西哥设立子公司。该项投资旨在充分借助人力、物流等方面的综合优势, 更好地响应客户需求, 提升客户服务能力。
2022/07	盐城东创精密制造有限公司	7,000 万元	增资
2022/5/13	墨西哥子公司	首期投资额 800 万美元	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, 公司拟在墨西哥设立子公司。该项投资旨在充分借助人力、物流等方面的综合优势, 更好地响应客户需求, 提升客户服务能力。
2022/4/27	BAUKUNSTFUND I.L.P.	500 万美元	未来拟投资于人工智能、大数据、柔性智造等领域的科技公司。
2021/11	苏州东辰智能装备制造有限公司	注册资本: 1,000 万元	中国专业化的机器人智能制造系统开发公司, 公司主要产品为机器人加工、机器人焊接、机器人打磨、机器人搬运、机器人码垛、以及自动化和智能化产线等。

	上海东澜新能源科技有限公司	注册资本: 9,000 万元	从事新能源科技领域内的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务、技术推广、技术交流; 新兴能源技术研发; 汽车零部件研发; 信息咨询服务。
2021/12/31	香港东山精密联合光电有限公司	增资 60,000 万元人民币	满足日常经营发展中的资金需求
2021/10/25	苏州永鑫精尚创业投资合伙企业	作为有限合伙人出资 3,000 万元	结合国家创新驱动发展、产业转型升级的方向, 以股权投资形式侧重投向泛智能制造产业相关领域的初创期和成长期的创新型企业, 在促进科技创新的同时, 为投资人带来合理的投资收益。
2021/8-2022/6	艾福电子通讯股份有限公司	2021 年 8 月-2022 年 6 月期间, 公司受让受让金额合计 9,610.91 万元	提高艾福电子控股比例, 受让全部股权 925.34 万股, 占艾福电子总股本比例 19.84%。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 管理优势: 经验丰富的管理层, 稳定的分红, 持股计划留住人才

公司从三方面彰显了管理优势: 管理层行业经验丰富, 布局未来; 2021 年大幅提高分红比例, 提升投资者信心; 通过员工持股计划留住人才。

1) 董事会换届完成后, 2020 年下半年公司持续推动了职业化进程。目前公司管理层队伍稳定, 高层团队平均年龄结构约 45 岁, 团队成员稳定磨合, 经验丰富。中层管理团队趋年轻化, 多为内部培养提拔。同时公司管理层行业经验丰富, 董事长袁永刚、董事, 总经理袁永峰、董事, 执行总裁单建斌分别任江苏省总商会副会长、盐城市电子信息行业协会会长、中国电子电路行业协会副理事长, 能够清晰把握行业发展脉络, 同时引导产业健康有序发展, 公司历年的发展也证明了公司管理层优秀的战略眼光和发展思路。

2) 公司近五年稳定分红, 同时 2021 年大幅提高了分红比例, 体现了公司积极回馈股东, 提升投资者信心。公司 2017-2020 年现金分红比例分别为 12.2%、10.9%、11.4%、11.2%, 实现稳定分红, 2021 年现金分红比例提升到 18.3%, 彰显了公司对新业务发展以及未来长期发展的信心。

3) 公司通过持股计划留住人才及核心员工。公司 2018、2021 年分别推出员工持股计划, 建立与员工的利益共享机制, 有利于公司长期发展; 同时进一步完善公司治理结构, 提高员工凝聚力和公司竞争力。公司于 2022 年推出了核心管理人员和技术人才持股计划, 通过考核核心管理人员和技术人才个人的绩效来给予对应权益的比例。该计划通过设置个人未来绩效评估要求及收益兑现周期, 激励授予对象努力提升自我价值的实现, 也为公司制造更多的价值, 实现个人利益与股东利益的高度统一。公司于 2022 年 10 月推出了第二期员工持股计划草案, 参与对象主要为新能源汽车业务的核心管理人员、技术骨干, 彰显了公司对于新能源业务布局的决心。持股计划的不断推出一方面说

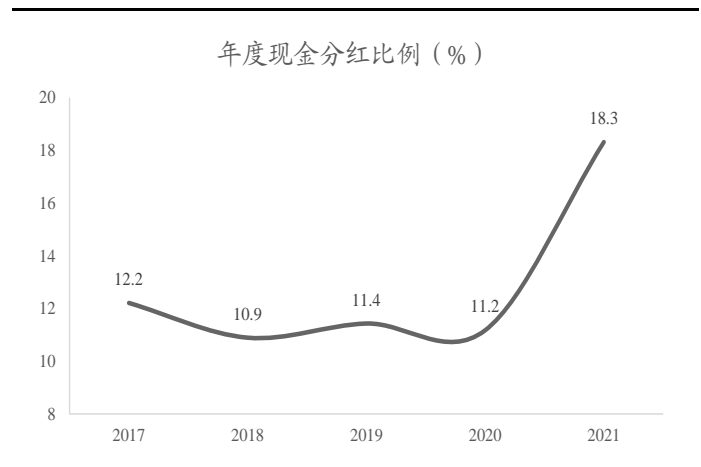
明了公司对于人才的重视，另一方面也证明了前期推出计划的成功，未来有望期待员工持股计划和股权激励计划的进一步持续推出。

图12: 管理层行业经验丰富

姓名	职位	个人简历
袁永刚	董事长	江苏省总商会副会长、政协苏州市第十四届委员会委员、苏州新一代企业家商会(直属商会)会长
赵秀田	副董事长	曾任职于美国飞创公司、美国休斯系统公司、美国MCE技术公司、美国Celiant公司、安德鲁公司
袁永峰	董事,总经理	苏州市吴中区政协委员,盐城市电子信息行业协会会长
王旭	董事,副总经理,财务总监	任苏州固锝电子股份有限公司会计处经理、财务部副部长,同时兼任苏州晶讯科技股份有限公司董事
单建斌	董事,执行总裁	江苏省政协第十二届委员会委员,中国电子电路行业协会副理事长
冒小燕	董事,副总经理,董秘	苏州市吴中区新联会理事。曾被评为“苏州市吴中区共青团系统先进工作者”、“新财富金牌董秘”、“上市公司百佳董秘”。

数据来源: 巨潮资讯网, 东吴证券研究所

图13: 2021 年公司分红大幅提高



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表2: 公司持股计划梳理

披露时间	激励名称	激励规模	涉及范围	解锁条件
2022.10	2022 第二期员工持股计划	不超过 10,000 万元	出资参加本计划的人数不超过 400 人, 主要包括公司新能源汽车业务板块的核心管理人员、技术骨干等。	/
2022.3	核心管理人员和技术人才持股计划	1,366,120 股	公司及子公司核心管理人员、技术人才不超过 350 人	根据公司绩效评估相关制度对个人进行绩效评估, 根据综合考评的结果, 确定持有人在在本计划锁定期结束后实际获得其份额所对应权益的比例
2021.2	2021 年员工持股计划	不超过 25,000 万元	出资参加本员工持股计划的人数不超过 200 人, 其中参加本员工持股; 计划的部分董事、监事、高级管理人员共 6 人	/
2018.12	2018 年员工持股计划	不超过 17,000 万元	出资参加本员工持股计划的人数不超过 600 人; 计划的董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员共 6 人	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.4. 2022 年三季报业绩超市场预期

2022 年 10 月 24 日, 公司公告了 2022 年三季报, 业绩超市场预期: 2022 年前三季度营收 228.2 亿元, 同比增长 4.64%, 归母净利润 15.81 亿元, 同比增长 31.94%, 超过此前预告 28.38%-30.86% 区间上限; 其中三季度单季营收 82.7 亿元, 同比增长 6.03%,

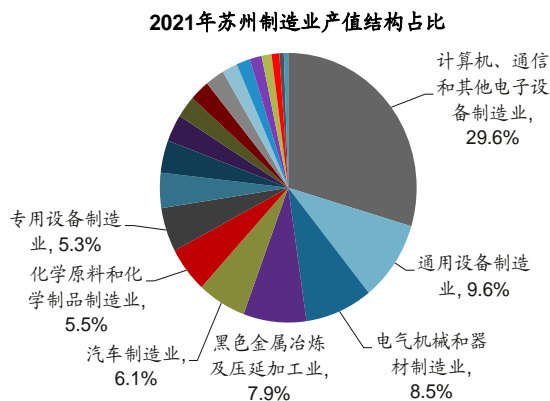
归母净利润 7.84 亿元，同比增长 32.18%，同样超出此前预告 25%-30% 区间上限。超预期的主要原因包括：1) 公司消费类电子业务客户需求总体稳定；2) 新能源车行业发展迅速，公司新产品顺利导入客户；3) 内部经营改善明显，叠加汇率变化因素，综合导致 22Q3 单季度毛利率显著高于去年同期水平，22Q3 单季毛利率与净利率分别为 20.48%、9.49%，较去年同期分别提升 3.87pct、1.87pct，拉动净利润增速高于营收。追根溯源，业绩的超预期离不开公司的独到战略眼光、成功的发展规划、优秀的管理能力，正是公司这些优势的品质引领公司持续向上发展！

2. 地理优势：坐落苏州，共享发展

东山精密坐落苏州，市值位于苏州上市公司中前列，是电子行业相关产业链龙头，随着近年来苏州以四大产业集群为主的快速发展，同时对于上市公司政策上大力扶持下，公司有望与苏州共享发展，实现共赢。

电子信息发展作为苏州四大创新产业集群之一不仅目前是苏州制造业的核心，同时也是未来发展投资的重点方向。2021 年苏州制造业中计算机，通信和其他电子设备类产值占比总产值 29.6%，居细分项首位。据苏州统计局公布的《2022 年苏州市情市力》显示，苏州市截至 2021 年新兴产业实现产值 22307.0 亿元，占规模以上工业总产值的比重达 54.0%。电子信息、装备制造、先进材料、生物医药四大创新产业集群产值比上年增长 17.1%，其中集成电路、高端装备制造、前沿新材料、创新药物产值分别增长 24.6%、15.5%、34.3% 和 20.5%。集成电路、电子元件、3D 打印设备、传感器、工业机器人等高科技产品产量分别比上年增长 38.4%、28.3%、68.5%、30.2% 和 44.8%。全年高技术产业投资比上年增长 17.1%。全年新能源汽车产量 367.7 万辆，比上年增长 152.5%；集成电路产量 3594.3 亿块，增长 37.5%。

图14：苏州制造业电子设备占比达 30%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：苏州总市值前十上市公司（截至 2022/10/28）

代码	公司简称	所在城市	申万一级行业	总市值（亿元）
300751.SZ	迈为股份	苏州市	电力设备	828
000301.SZ	东方盛虹	苏州市	石油石化	793
600487.SH	亨通光电	苏州市	通信	459
688390.SH	固德威	苏州市	电力设备	427
002384.SZ	东山精密	苏州市	电子	414
300390.SZ	天华超净	苏州市	有色金属	367
603486.SH	科沃斯	苏州市	家用电器	353
601555.SH	东吴证券	苏州市	非银金融	318
688536.SH	思瑞浦	苏州市	电子	313
688052.SH	纳芯微	苏州市	电子	307

数据来源：Wind，东吴证券研究所

苏州“十四五”规划中分别涉及了十大千亿级产业集群和十大产业链，是未来重点发展方向。其中公司涉及多个产业集群包括新型显示、光通信、软件和集成电路、高端装备制造、汽车及零部件等，同时产业链中包括半导体和集成电路、智能制造装备机器人、光通信等也有所涉及，公司的业务局部与未来发展方向与苏州的发展规划高度吻合，公司有望在未来实现与苏州共同快速发展实现互惠互利。

图16: 苏州“十四五”规划十大千亿级产业集群

- 1.生物医药和新型医疗器械。**生物创新药、基因检测及治疗、医学影像设备、高值耗材、诊断设备、治疗设备等高端医疗器械。
- 2.新型显示。**大尺寸 AMOLED 面板、中小尺寸 AMOLED 柔性折叠屏、激光显示面板等新型显示产品；基板材料、液晶材料、有机发光材料、光刻胶等核心配套材料。
- 3.光通信。**高速光模块、光器件、光纤同轴混合网（HFC）设备，可调谐激光器、光路由器等新型产品。光通信模块、功放、滤波器、天线、线路板等网络设备、终端和关键芯片研发生产。量子通信核心器件，以及量子融合通信终端、量子密钥网络管理终端、量子安全网关等核心产品。
- 4.软件和集成电路。**工业基础软件、研发设计软件、制造流程控制软件、嵌入式软件等工业软件。车用芯片、安全芯片、网络芯片、高端数模芯片、硅光芯片等集成电路设计、化合物半导体、MEMS 智能传感。
- 5.高端装备制造。**高端数控机床、工业机器人、服务机器人、增材制造装备、智能成套装备（产线）；航空发动机配件、机载电子设备等零部件制造；轨道交通核心部件及关键系统及基础零部件。
- 6.汽车及零部件。**混合动力运动型多用途汽车、绿色公交等高端产品；新能源汽车整体轻量化、智能化技术研发，构建整车、核心零部件与充电设施等完整产业链。
- 7.新能源。**太阳能高端电池组件、逆变器和储能关键设备；智能变电、配电及用电设备和技术服务；风电机组及关键零部件、集中监控及智慧风场管理系统、风电控制系统及设备；氢能。
- 8.新材料。**先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能纤维及制品和复合材料、前沿新材料等。
- 9.高端纺织。**高性能纤维、生物基合成纤维、功能性纤维以及产业用纺织品纤维。引导企业由大规模标准化生产向柔性化、个性化定制转变。
- 10.节能环保。**节能环保型锅炉、余热发电或制冷成套工程化设备、节电装备等；挥发性有机物控制技术装备、烟气脱硫脱硝除尘一体化装备、废气净化处置装备；资源循环利用技术装备。

数据来源：苏州市人民政府官网，东吴证券研究所

图17: 苏州“十四五”规划十大产业链

- 1.生物药产业链。**发展抗体药物、基因与细胞治疗、新型疫苗等。到 2025 年产值突破 1500 亿，建设国内外有竞争力的“中国药谷”。
- 2.半导体和集成电路产业链。**发展集成电路设计、特色集成电路制造，高端集成电路封测，关键设备和材料。到 2025 年产值突破 1000 亿元。
- 3.软件和信息服务产业链。**布局整机制造、工业+金融协同攻关、网安适配验证等。到 2025 年全市软件和信息服务营业收入突破 2500 亿元（含嵌入式），国产工业软件产值达到 200 亿元，打响“中国工业软件之城”品牌。
- 4.智能网联汽车产业链。**引进新型整车企业，培育新型出行服务运营商、新型零部件国内供应商，建设市级车联网云控平台。到 2025 年行业产值超 500 亿元。
- 5.智能制造装备产业链。**围绕传感器、控制器、嵌入式控制系统等关键基础零部件和技术，以及高档数控机床、增材制造、智能成套装备等领域，补齐产业链短板。到 2025 年产业产值超 1000 亿元。
- 6.高端医疗器械产业链。**发展体外诊断、医学影像、植入介入及医用材料为主。到 2025 年产业产值突破 2000 亿元。
- 7.机器人产业链。**拉长谐波减速器、伺服系统、移动机器人、医用机器人等长板，补齐高端机器人本体、控制器、传感器等短板。到 2025 年产业产值突破 1000 亿元。
- 8.光通信产业链。**引进芯片、终端设备等龙头制造商，加强光电技术及产品的研发、生产和应用，提升光器件、光模块、光通信设备及终端产品竞争力。到 2025 年产业规模突破 2000 亿元。
- 9.高性能纤维材料产业链。**围绕功能纤维新材料、高端用纤维材料及纺织品、前沿纤维新材料攻克关键共性技术。到 2025 年行业产值超 3000 亿元。
- 10.钢铁新材料产业链。**突破高端的特钢领域；引导重点企业联合建立煤

数据来源：苏州市人民政府官网，东吴证券研究所

苏州市政府 2022 年 8 月 15 日发文《推进苏州上市公司做优做强若干措施》，发布十大措施聚焦苏州上市公司做优做强，巩固上市公司在产业链中的龙头地位。推进上市公司成为创新人才、先进技术、产业资本等高端要素的重要汇聚平台，在构建具有苏州特色的产业创新集群中的引领作用进一步增强。公司有望在政策的扶持和政府的引导下做优做大，不仅在利润端享受政府给予的补贴，更能够增强公司自身的核心竞争力，从各个角度实现快速发展。

表3: 苏州出台十大措施推进上市公司做优做强

主题	内容	公司涉及方向
培育优质企业 登陆资本市场	聚焦瞪羚企业、独角兽培育企业、创新创业领军人才企业、专精特新“小巨人”企业等，动态排摸筛选出一批具备高成长性的优质科创企业，“一对一”提供培育服务，助力企业登陆适合自身发展实际的上市板块。	公司曾计划分拆艾福电子上市，但由于条件不成熟终止，未来若资源整合后有重新上市计划有望得到政府支持，提高营运效率，为优质业务提供可持续发展空间。

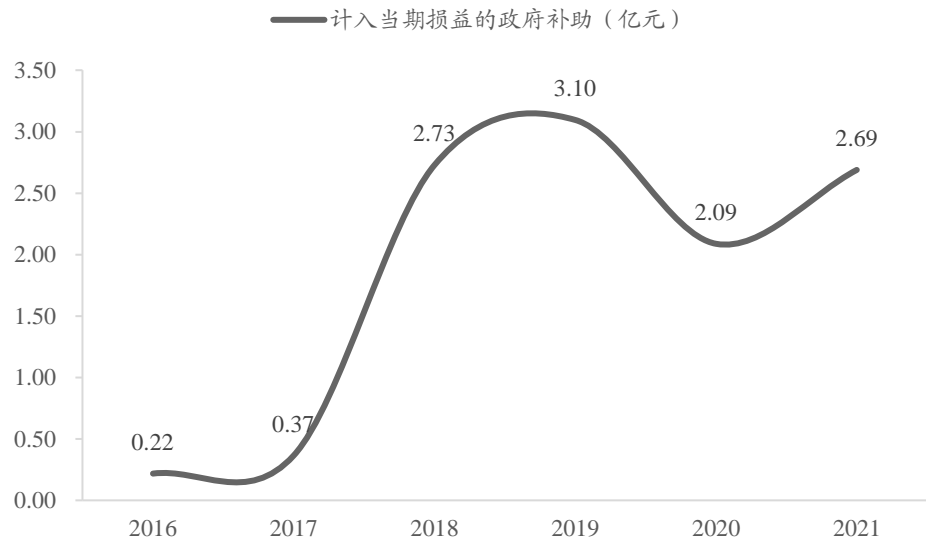
支持上市公司汇聚高端人才	对上市公司引进并入选重大创新团队、创新创业领军人才分别给予最高 5000 万元、1000 万元的资助。对符合条件的上市公司的紧缺人才，给予最高 15 万元的薪酬补贴。上市公司新引进“姑苏高技能领军人才”，可给予个人最高 100 万元安家补贴、单位最高 50 万元引才补贴等。	公司以人才为公司第一资源，近年来连续推出员工持股计划，建立起短中长期相结合的薪酬体系，同时注重高层次管理和技术人才的引进，未来有望通过持股计划以及苏州政策的资助引进更多优秀的人才，增强公司未来发展的核心竞争力。
支持上市公司提升创新能力	对获得高新技术企业认定的企业，市（区）联动给予最高 100 万元奖补。对连续两年享受研发费用加计扣除政策，且研发费用年度增长 20 万元（含）以上的上市公司，给予研发费用增长额 6% 的奖励（单户单年不超过 300 万元）等。	公司坚持科技创新能力是第一生产要素，近年来不断加大研发投入。政府提供的补贴不仅有望直接增厚公司的利润同时也有望驱动公司进一步创新，为未来的核心业务发展打基础。
支持上市公司引领产业发展	支持上市企业争取牵头建设全国重点实验室，分阶段给予最高 2 亿元资助等。推动上市公司加快成长为行业龙头企业，联合产业链上下游企业、高校科研院所组建创新联合体，并根据建设运营情况给予最高 200 万元支持等。	公司作为产业链龙头，有望在政策补贴下参与建立重点实验室，推动自身产品创新的同时推动产业发展，同时有望在政府的支持下与上下游中小企业形成联动，实现互惠互利，引导产业积极发展。
支持上市公司加强品牌建设	支持优先为上市公司的新技术、新产品和新模式提供推广示范渠道和应用场景。符合条件的境内 A 股上市公司直接认定为总部企业，享受总部企业相关政策。对首次入选“世界 500 强”“中国 500 强”“民营企业 500 强”，以及首次入选相关细分行业百强的上市公司分级给予奖励等。	公司 2019-2021 年分别为中国民营企业 500 强第 422、388、369 位、名次不断稳步提升。同时作为细分领域的佼佼者有望在政策的扶持和政府的引导下实现产品的市场拓展，以及对新技术、新产品、新模式的持续发展。
支持上市公司开展产业并购	对企业实施强链补链的兼并重组项目给予最高 1000 万元补助。募投项目落地参照招商引资项目待遇，相关部门应加快协调项目立项、用地、环评等工作中具体问题，保障募集资金顺利落地。鼓励金融机构围绕上市公司并购重组创新产品，提供投贷联动、并购贷款等综合融资支持等。	公司发展过程中通过外延并购和内生发展相结合的方式，不断完善产业和产品结构，突破自身发展瓶颈，未来在政策的引导下公司有望未来进一步实现通过兼并重组实现强链补链，提供更加全方位、一站式、技术领先的服务和产品。
支持国有上市公司提质增效	略。	公司不涉及。
增强资本市场“苏州集群”影响	与证券交易所、证券公司、公募基金等积极开展合作，编制苏州区域各类主题指数，提升资本市场“苏州集群”知名度和影响力。鼓励有条件地区建设私募证券投资基金集聚区，发挥私募证券投资基金在上市公司价值发现、估值提升等方面的积极作用等。	公司有望通过“苏州集群”进一步提升知名度和影响力，实现价值发现、估值提升，同时通过政府的牵头与产业链的上下游进行交流对接，更加有机会实现合作共赢或者产业融合。
防范化解上市公司风险	规范上市公司董监高等关键少数在公司治理和内部控制中的行为，配合上市公司监管工作，督促上市公司健全完善并严格执行内控制度，提升信息披露质量，在稳健规范基础上实现可持续高质量发展，严格执行规范引进上市公司工作机制，完善退市制度。	良好的资本市场是上市公司的立足之本，在一个法律法规更加健全、信息披露更加完善的资本市场下，公司将更有望实现高质量发展。
构建最优资本市场服务体系	略。	公司不涉及。

数据来源：苏州市人民政府官网，东吴证券研究所

公司 2018 年后收到政府补贴大幅提高，涉及各类改造项目补贴以及奖金等。公司

2016-2021 年的计入当期损益的政府补助金额分别为 0.22、0.37、2.73、3.10、2.09、2.69 亿元。

图18: 公司 2018 年后收到政府补贴大幅提高



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 消费电子稳中有增

3.1. 手机业务作为“压舱石”为公司提供稳定收益

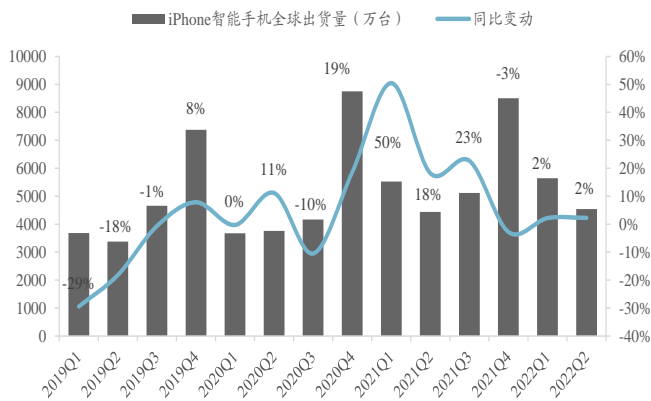
手机业务是公司近年来的核心业务,公司通过与国际大客户的深度合作实现快速增长,随着公司新料号不断导入和国际大客户产品越来越丰富同时快速迭代,公司软板产品 ASP 和份额有望持续增长。

3.1.1. 手机行业稳步发展

2022 年以来,受通胀、全球经济环境等因素影响,导致智能手机需求疲软,据 IDC 数据,2021 年 iPhone 出货量近 2.4 亿部,同比增长 16%;苹果凭借产品迭代升级、出色的软硬件协同和供应链管理,在中高端机型竞争中保持领先地位,2021 年发布的第二代 5G 手机 iPhone13 需求强劲,推升了 iPhone 系列的整体销量,2022Q2 智能手机出货量整体下滑的背景下,苹果出货量逆势提升 2.3%至 4,539 万部。

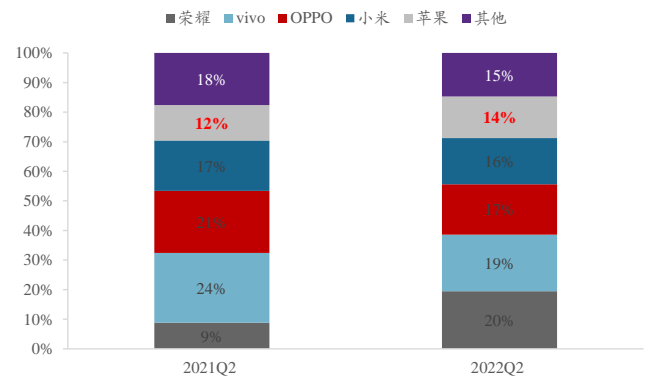
国内传统淡季叠加国内疫情影响下,苹果手机销量继续坚挺,根据 IDC 数据,2022Q2 中国智能手机出货量约 6720 万台,同比下降 14.7%,其中苹果手机逆势同比增加 0.1%至 950 万部左右,市场份额提升 2pct 至 14%。

图19: iPhone 季度全球出货量及同比变动



数据来源: IDC, 东吴证券研究所

图20: 中国大陆智能手机市场份额变化



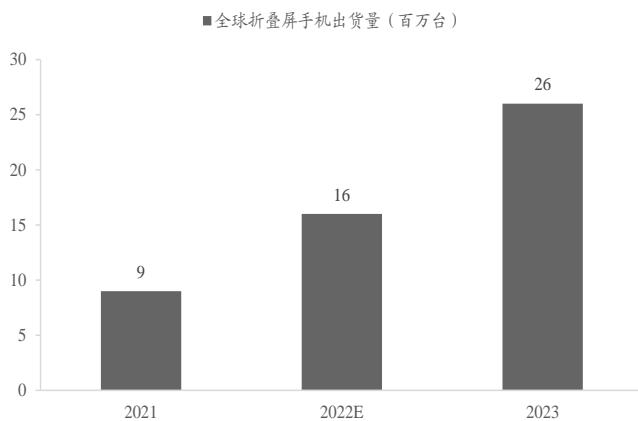
数据来源: IDC, 东吴证券研究所

从手机创新方向来看, 折叠屏是安卓机确定性趋势: 根据 Counterpoint 数据, 2021 年全球折叠屏手机出货量近 900 万部, 预计 2023 年出货量将达 2,600 万部以上, 实现年均接近翻倍增长。未来折叠屏售价有望下降, 一方面, 折叠屏技术逐渐成熟, 带动成本售价下降, 市场需求增加; 另一方面, 折叠屏手机结构设计灵活, 创造出各类特定新需求; 折叠屏手机短期销量高增长确定性较高, 长期看随着成本及售价的进一步下降, 折叠屏有望从高端机向中端机渗透。随着折叠屏手机市场空间的加大, 对于 FPC 行业的发展提供了机会。FPC 配线密度高、重量轻、厚度薄、弯折性好的特点决定了它能更加适应和匹配折叠屏手机的特点。

折叠屏手机的特点在于能利用更小的体积为用户提供更大的屏幕体验, 但同时由于折叠屏手机在使用过程中会需要大量的进行折叠, 因此对于手机的元器件提出了更高的要求, 尤其是柔性线路板 (FPC), 因为相应需要使用的面积也会更大, 相应带来的是成本的上升, 未来想要控制 FPC 成本, 往往需要依靠大规模量产形成规模效应或者技术升级来解决。

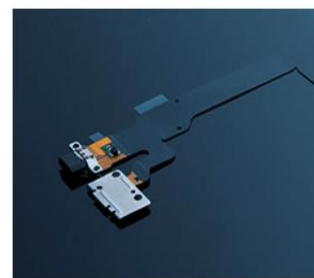
公司作为 FPC 领域的领跑者, MFLEX 在 FPC 全球排名第三, 拥有超过 30 年的经验, 和超过 2000 名研发工程管理人员, 拥有两大基地、三座工厂和遍布全球的客户网络, 成为少数能提供特定设计和整套解决方案的优秀 FPC 供应商之一。公司近年来不断导入新料号, 同时公司的 FPC 产品具有超薄、可静态弯曲、信号完整性和高频、单层到多层结构设计等多重优势, 同时能够提供相应的装配, 更有望响应不同客户对于不同产品的定制化需求。

图21: 全球折叠屏手机出货量预测



数据来源: Counterpoint, 东吴证券研究所

图22: 公司 FPC 示意图及特点



柔性电路板

单层和多层

- 粘合剂和无胶材料
- 超薄介电材料
- 薄铜 (5 μ m, 9 μ m, 12 μ m及以上)
- 静态弯曲
- 信号完整性和高频
- 通过互连 (微小孔/盲孔/埋孔)
- 高密度互连特性
- 单层到多层结构

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.1.2. 国际头部品牌有望引领新突破

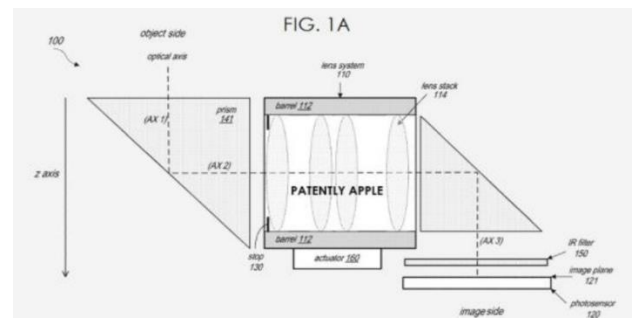
新机备货旺季及持续创新引领成长: 2022 年下半年 iPhone、AirPods、AppleWatch 等各产线新品备货旺季即将到来, 叠加供给端苹果极强的供应链关系网络和管理能力, 全年销量依然可期。同时, 明年 iPhone15 有望迎来潜望式摄像头等光学创新升级, 并预计会配合全新面世的 MR 眼镜进行应用协同, 对核心环节的参与者提出更高的技术要求。

图23: 潜望式镜头原理



数据来源: 旭日大数据, 东吴证券研究所

图24: 苹果潜望式镜头专利



数据来源: GSMArena, 东吴证券研究所

苹果公司在产品上有望引来新突破, 同时产品的成本也有所上涨。《日本经济新闻》在 Fomalhaut Techno Solutions 公司协助下, 拆解 iPhone 14 系列的 3 个机种, 并针对零件价格进行估算。根据 Fomalhaut 推估, iPhone 14 Pro Max 的零件价格合计约 501 美元, 较去年的 iPhone 13 Pro Max 高出 60 美元以上。iPhone 旗舰 Max 机种自 2018 年推出以来, 成本价格大约落在 400 至 450 美元之间, 但这次提高了 60 美元以上, 是 2018 年以来的最大上扬幅度。

公司合作的客户均为国际国内知名的高科技公司，采购量大，对产品交付要求严格，对供应商的生产规模和生产效率要求较高。未来国际大客户创新不断创新迭代也为公司将来的发展提供了良好的机遇，公司一方面产能规模较大，能够满足下游大客户的采购需求，形成规模效应，降低成本，提高行业壁垒，另一方面与国际大客户良好的长期合作关系和公司产品能提供综合解决方案以及定制化需求，因此综合来看未来公司软板产品 ASP 和份额有望持续增长。

3.2. AR/VR 打开未来成长空间

3.2.1. AR/VR 行业进入快速增长期

我们认为，硬件迭代+内容成熟是第一阶段的驱动因素，VR 设备在泛娱乐领域的年出货量级有望达到 3000 万部以上；应用场景拓展及科技巨头生态布局构成第二阶段成长驱动，VR 设备成熟、AR 设备进入消费级市场，整体年度出货有望达到大几千万量级；长期来看，随着 VR/AR 设备成为元宇宙重要入口，多领域逐渐刚需，每年出货量级有望突破数亿部。

表4: VR/AR 设备未来有望呈现阶段性成长趋势

	阶段一（未来 1-3 年）	阶段二（未来 3 至 5 年）	阶段三（未来 5-10 年）
出货量级预测	3000 万+部	6000 万+部	数亿部
预测依据	全球游戏机市场约 5000 万部，泛娱乐领域的 VR 设备出货天花板在此基础上折扣得出	应用场景拓展后产品使用目标由家庭拓展至个人，户均设备数有望翻倍	部分领域可替代智能手机（结合其他穿戴设备），刚需的渗透速度极快
驱动因素	国内外主流品牌 VR 硬件迭代；成本及售价降低；游戏内容丰富化	创造出新领域的需求（基于社交等属性潜力大）；科技巨头生态完善；AR 技术成熟	出现突破体验效果及应用瓶颈的契机（如交互及显示技术）；特定产品迭代成熟
主要格局	Meta、Sony、Pico、苹果等，产品形态及定位各异	Meta、苹果、谷歌、Pico、腾讯等，社交属性及 C 端应用市场是主战场	集中度向科技巨头集中，少数品牌成为产业风向标

数据来源：VR 陀螺，东吴证券研究所

巨头分别以自身独有的流量效应、内容储备、闭环生态为矛，意图率先攻入 VR/AR 蓝海：1）Meta/字节模式：互联网流量加码快速切入市场，软硬件生态建设齐头并进；2）索尼模式：依托原有内容优势绑定客户群体，聚焦游戏突破核心用户需求；3）苹果模式：自研芯片+硬件定义产品风向标，创造新需求为 VR/AR 市场注入活力。

图25：国内外科技巨头全力布局 VR/AR 产业生态

公司	战略布局	头显	硬件技术整合	内容生产	内容应用	分发平台
Meta	All in 元宇宙，全产业链整合；硬件优势推动社交应用和内容平台	收购Oculus，爆款产品Quest 2	自研VR操作系统；收购手势控制、面部识别、空间音效、计算机视觉、脑机接口等领域公司；收购VR变焦头显硬件厂商Lemnis	收购Roblox游戏创作平台Crayta	开发社交应用Horizon；收购Beat Games等多家游戏开发商	推出严格审核的精品封闭平台Oculus Quest平台；连接第三方平台SideQuest；推出无审核机制的APP Lab平台，对标Side Quest
微软	侧重AR和MR，从游戏场景切入	发布MR头显Hololens系列	自研MR操作系统Windows Holographic；收购最大语音识别公司Nuance	推出MR开发工具MRTK	收购《我的世界》开发商Mojang、动视暴雪、B社等多家游戏公司；收购VR社交公司Altspace VR；推出针对办公场景的Mesh for Teams	-
苹果	底层技术积累深厚，侧重AR和MR	MR产品待出	收购定位、动作捕捉、面部识别、眼动追踪、图像识别等技术公司；收购Micro LED、硅基OLED、图像传感器等硬件公司	-	收购VR直播公司NEXtVR；收购VR虚拟会议公司Spaces	-
谷歌	多方位出击	发布VR盒子Cardboard	投资眼动追踪、图像识别等技术公司；投资Micro LED、全景相机、光场技术相机等硬件公司	-	投资Resolution Games在内的多个游戏开发商	推出Daydream VR 平台
腾讯	专注内容，以游戏和社交为核心	-	投资手部追踪厂商Ultraleap；2022年6月宣布成立XR部门，正式入局	投资Roblox；投资引擎公司Unreal Engine	投资社交、游戏在内的多家内容开发商；投资社交软件Snapchat	投资Epic Games
字节跳动	抢夺硬件入口，侧重社交和游戏应用，或复制Meta路径	收购Pico	-	投资物理引擎和UGC平台代码乾坤	收购爆款沐瞳科技在内的多家游戏开发商；收购视频直播会议服务商；发布社交产品Pixsoul	推出精品封闭平台Pico Store
华为	从底层出发向上扩展	发布华为 VR Glass	发布华为XR芯片平台；成立徠卡创新实验室研究光学成像和VR技术	推出华为引擎VR/AR Engine 3.0；推出VR SDK；推出3D开发工具Reality Studio	-	-

数据来源：各公司官网等，东吴证券研究所

应用从游戏拓展至多个领域，泛娱乐、社交、办公、教育、工业等应用备受期待：
1）泛娱乐领域的影视和直播备受期待，已有简单落地场景；2）线下社交和办公场景有望被搬至虚拟空间，解决远距离交流问题；3）教育是成熟的 B 端场景，需求刚性但散点化；4）工业场景下虚拟赋能现实，实现降本增效。

表5：多领域应用拓展

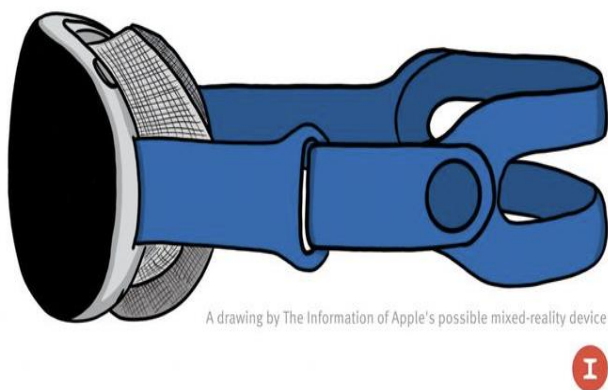
应用场景	商业落地	举例
游戏	VR 增强游戏沉浸感和互动性，手势追踪、全身动捕、空间定位等提供不同的游戏操作体验	《BeatSaber》、《HalfLife: Alyx》
影视	在全景视频、影视作品中提升内容交互性和沉浸体验	《WolvesintheWalls》获艾美奖
直播	体育赛事、演唱会等大型活动进行VR直播，抖音、快手、哔哩哔哩、爱奇艺、斗鱼等平台也增设 VR 直播板块或功能	中国全运会 5G+VR 直播观赛
社交	虚拟空间中，用户以虚拟形象进行三维全景交流，常配置破冰小游戏	FacebookHorizon、VRChat、RecRoom、BigScreen
办公	打造虚拟办公场景，允许用户将办公桌、笔记本电脑、键盘以透视的形式融合到VR办公场景中，并配置虚拟白板，实现更好地远程会议和交流	OculusInfiniteOffice、HorizonMeeting、HorizonWorkrooms
旅游	与景点、展览等构建虚拟三维立体的旅游环境，实现足不出户观赏	武功山风景名胜区推出 VR 旅游

零售	线上对顾客展示立体商品，展示更多商品信息	贝壳和链家推出 VR 看房
教育	进入中小学、高校课程和职业培训等领域，虚拟环境下打造“实操”机会	华中科技大学 5G+VR 在线虚拟直播
工业制造	帮助仿真设计和制造测试，运营维护可视化实现产品全周期监测	英伟达 Omniverse 平台，1.7 个用户体验版落地应用
医疗	提供手术培训和手术模拟等培训功能，辅助诊断、术中导航和全息图像等辅助功能以及术后康复、精神障碍恢复等服务功能	VRHealth 发布产品帮助改善自闭症患者、老年痴呆症患者的协调能力和认知水平

数据来源：Oculus，VR 陀螺，东吴证券研究所整理

我们看好短中长期不同阶段的多重因素推动 VR 设备保持快速增长趋势，同时产业生态的逐渐完善将推动 VR 硬件产业链迎来显著的业绩弹性。

图26：The information 预测苹果头显设备



数据来源：Theinformation，东吴证券研究所

图27：苹果此前的设备中具备简单的 AR 功能



数据来源：苹果，东吴证券研究所

3.2.2. 公司 VR/AR 业务成熟，有望切入国际大客户

可穿戴业务是公司 FPC 产品除消费电子、新能源汽车业务之外新的增量市场。公司过去已为全球知名厂商提供单机价值量较高的产品和服务，未来随着该行业的不断发展，预计该部分业务对公司营收的贡献将会不断增加。公司未来有望凭借领先的技术实力和先进的生产制造能力，深耕多年与客户形成的良好合作关系，产品品质的高认可度，与国际大客户形成合作关系。

可穿戴业务的发展能给公司从多个维度带来竞争力的提高：1) 提高产能利用率。过去公司曾因为疫情、淡季影响，产能利用率有所波动，对公司收入有一些影响。23 年上半年头部品牌眼镜有望面市、下半年传统手机旺季，公司产能利用率的波动有望相对稳定、更加平滑；2) 协同效应提升销量。头部品牌的可穿戴设备和传统电子设备互补协

同，有望形成更加庞大的生态体系，提高客户粘性；3）将临时员工转化为长期员工。过去由于淡季和旺季的存在，公司往往会招聘大量员工在旺季，等到了淡季再解聘，这个过程中会需要付出员工培训费等成本，工作效率也更加不稳定，而产品线的拓展为公司提供了招聘长期员工的机会，综合的培养成本将被摊销到每年，同时员工在长期工作也将提高效率，实现员工、企业共同发展。

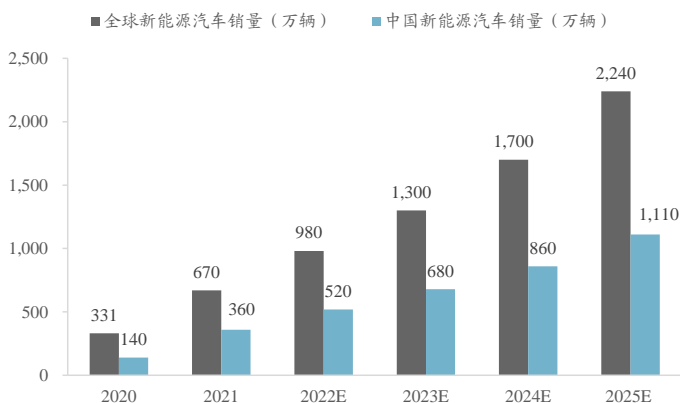
4. 新能源汽车业务：核心重点发展方向

新能源汽车是公司未来重点发展的核心：公司制定了新能源汽车领域的业务目标，并组建了销售团队。公司经验和产品结构丰富，技术和规模优势明显，国际化管理团队，相关产品已经供货北美新能源汽车客户。公司现有三大板块均有涉及新能源汽车的业务。一是传统精密组件板块，核心产品主要有三电结构件、电芯、散热等；二是电子电路板块，随着新能源汽车电气化程度的提升，市场对于 FPC 和硬板的需求也在提升；三是光电显示板块，公司以 Mini LED 为代表的产品也将迎来新能源汽车的市场机遇。

4.1. 新能源车快速发展

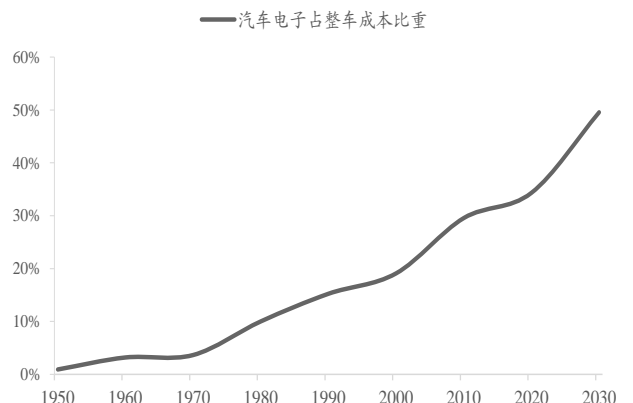
全球新能源车渗透率快速增长，中国市场占比持续提升，并保持在 40% 以上，汽车新能源化、智能化、信息化等趋势下，汽车电子占成本比重将持续提升，随着车载信息系统、车身系统、动力系统、安全系统等搭载更多各类电子元件，线路板的用量及规格也将持续升级。

图28：全球和中国新能源车销量预测



数据来源：EVTank，东吴证券研究所

图29：汽车电子占成本比重持续提升



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

汽车智能化是确定性升级方向，ADAS 系统搭载率持续上升，并向着完全无人驾驶终极目标不断发展，光学传感器（摄像头、激光雷达、毫米波雷达等）是自动驾驶刚需，催生线路板用量及价值量显著提升。动力电池容量密度的提升推动汽车轻量化要求，用 FPC 替代车身的传统线束，并在电池系统中取代传统布线方式，将有助于提升汽车安全性、集成性并满足轻量化趋势，同时也将促进车身各类结构件向着高精密度、低重量等

材质和工艺升级。

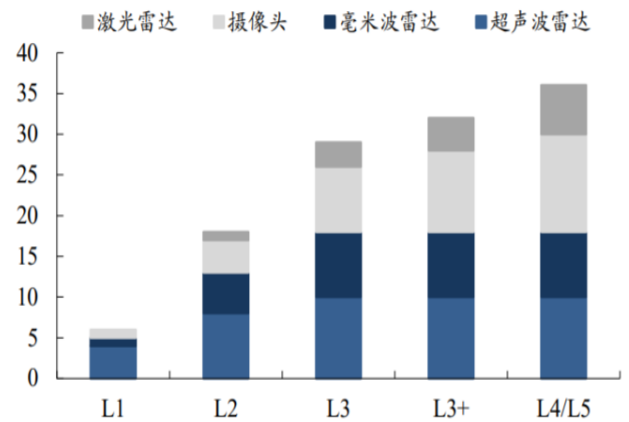
图30: 中国汽车驾驶自动化分级

分级	名称	车辆横向和纵向运动控制	目标和事件探测与响应	动态驾驶任务接管	设计运行条件
0 级	应急辅助	驾驶员	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
1 级	部分驾驶辅助	驾驶员和系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
2 级	组合驾驶辅助	系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
3 级	有条件自动驾驶	系统	系统	动态驾驶任务接管用户（接管后成为驾驶员）	有限制
4 级	高度自动驾驶	系统	系统	系统	有限制
5 级	完全自动驾驶	系统	系统	系统	无限制 ^a

^a 排除商业和法规因素等限制。

数据来源：工信部，东吴证券研究所

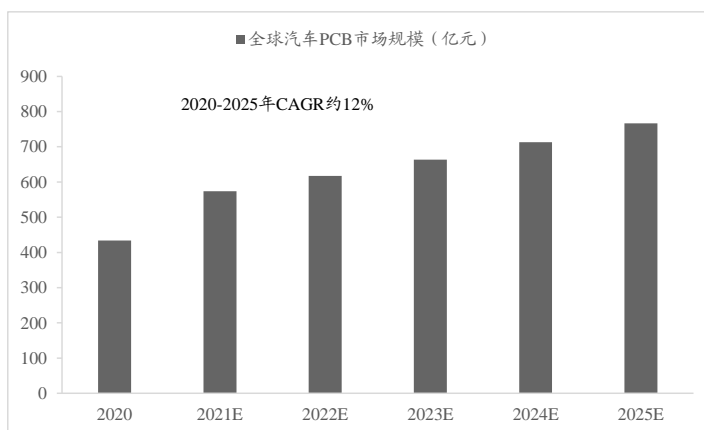
图31: 自动驾驶传感器用量趋势 (单位: 个)



数据来源：高工智能汽车，东吴证券研究所

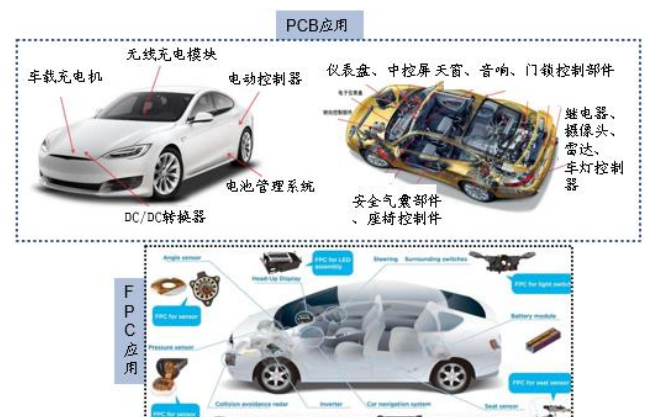
根据 Prismark 数据和我们的测算，20 年全球汽车 PCB 市场产值约为 434 亿元，25 年将超过 700 亿元，2020-2025 年 CAGR 约为 12%，增速远超整体 PCB 市场。PCB/FPC 是传统汽车刚需且应用场景持续扩充，新能源化、智能化、轻量化趋势新增大量应用需求，同时各类结构件及组件伴随线路板的应用场景拓展而需要匹配升级。

图32: 全球汽车 PCB 市场规模快速增长



数据来源：Prismark、东吴证券研究所测算

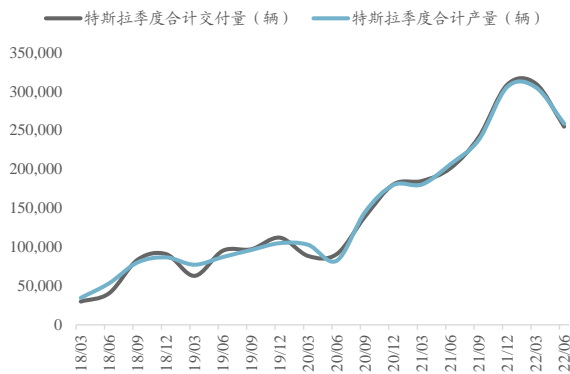
图33: PCB/FPC 在汽车领域应用广阔



数据来源：金禄电子招股书、东吴证券研究所

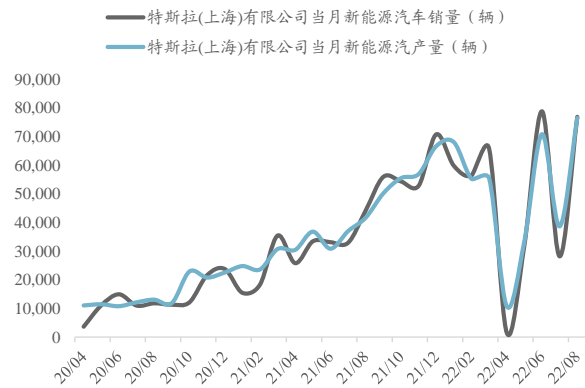
特斯拉作为全球新能源汽车的先行者和领跑者，2018 年以来快速发展。2018Q1，特斯拉产量和交付量为 3.45 和 3 万辆，2022Q2 分别实现 25.86 万辆和 25.47 万辆，四年多时间实现 7 倍以上增长。同时特斯拉（上海）的产销同样也快速提升，“本土化”策略彰显成效，尽管受到上海二季度疫情的影响，产销有较大幅度的下滑，但随后快速修复，2022 年 6 月销量为 7.89 万辆，达到了历史新高，2022 年 8 月产能为 7.66 万辆，同样创下了历史记录。

图34: 特斯拉产销快速提升



数据来源：特斯拉官网，东吴证券研究所

图35: 疫情不改特斯拉（上海）产销长期向上趋势



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

2019 和 2020 年特斯拉分别宣布在柏林和德州新建工厂，彰显扩张决心。2022 年两座工厂均已投入量产，预计年底柏林工厂实现 Model3 10 万辆产量、ModelY 20 万辆产量，德州工厂实现 ModelY 20 万辆产量，皮卡 10 万辆产量，并于未来几年慢慢实现产能爬坡。马斯克在特斯拉 2021 年股东大会上定下了 2030 年销量 2000 万辆的目标，宣布了特斯拉降低成本的“五步计划”：电池设计、电池工厂建设、正极材料、负极材料、车辆集成五大板块，将为每辆特斯拉车辆降低 69% 的支出，电池成本则减少一半，进一步推动特斯拉未来的销量增长。

图36: 特斯拉产能预测（万辆）

工厂	车型	2018年中	2018年底	2019年底	2020年底	2021年底	2022年底E	2023年底E
加州工厂	ModelS/X	10	10	10	10	10	10	10
	Model 3	10	20	35	35	35	35	35
	Model Y				15	15	35	35
上海工厂	Model 3			15	25	45	65	65
	Model Y				20	55	55	55
柏林工厂	Model 3						10	10
	Model Y						20	40
德州工厂	Model Y						20	30
	皮卡						10	20
合计产能	ModelS/X	10	10	10	10	10	10	10
	Model 3	10	20	50	60	80	110	110
	Model Y	0	0	0	35	70	130	160
	皮卡						10	20
	合计	20	30	60	105	160	260	300

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 公司汽车业务核心竞争力突出

(1) **铝合金加工**: 公司有三十年以上的铝合金加工经验，加工工艺齐全，并且铝合

金加工工艺迭代较慢，不容易被淘汰。目前铝合金在汽车上被广泛运用，是汽车轻量化过程中的首选材料，轻量化不仅能降低油耗，还提高了有效载重量，从而提高运输效率，在汽车发展越来越趋向轻量化的背景下公司凭借技术领先优势实现快速布局抢占份额，同时能够再次盘活公司的冲压、钣金、压铸等传统精密制造产能，带来了新的发展机会。

（2）通讯赋能：公司在以前的通讯业务中做过散热类的产品，可以满足散热的需求。随着汽车逐渐轻量化，对于汽车散热器的要求也越来越高，趋势向轻量化、全铝化、集成化发展，这对于散热器的设计研发提出了较大的要求。公司有通讯散热器产品，包括室内和室外等多款产品，能够满足高散热量要求，局部/整体高效散热方案，采用过高导热铝材料制造，未来有望实现通讯赋能。

图37：公司通讯散热器（室内）



通讯散热器（室内）

室内散热底座为 5G 室内高频组件降温并提供保护装配框架

- 高散热量要求--大吨位压铸
- 局部高效散热方案--嵌入式热管工艺



图38：公司通讯散热器（室外）



通讯散热器（室外）

当高频信号及微波输入电路时，将不可避免地产生热量，随着5G设备频率升高，势必产生更大热量，5G散热散热器就是处理此散热问题。

- 总高120mm，型材尺寸较大
- 为节省成本采用FSW技术将4根型材焊接起来
- 100%气密测试合格



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

（3）消费电子赋能：在汽车快速发展过程中，尤其是新能源汽车的发展需要实现轻量化、智能化、信息化不断对于零部件提出更高的要求，往往需要上游厂商能实现快速响应。消费电子一直是公司的核心和强项，而消费电子的特点就是迭代快，反应快，需要根据客户的需求快速做出响应，因此公司相比传统汽车厂商更加有望适应快速迭代的趋势。

（4）平台优势：公司具有成熟的全球销服体系、业内领先的技术实力和先进的生产制造能力，产品已获得全球各领域顶尖客户的青睐，积累了优质的客户资源。公司客户平台优势显著，有助于公司保持较好的收益水平、降低信用风险并持续拓宽合作范围。优质的客户群体产生了良好的示范效应，进一步提升公司知名度，有利于进一步提高公司开拓新客户的能力，助力公司在未来竞争中获得更大的市场份额。

（5）国际化：公司紧紧围绕国家发展战略，积极参与全球经济竞争，持续加强对行业优质资源整合。2019年成立海外总部，并在北美、欧洲、东南亚等多个国家和地区设有不同职能的运营机构，使公司的国际化运营能力进一步得到提升。公司有望得益于公司拥有得天独厚的海外客户和人才的优势，持续加大对海外市场的拓展力度，开启制造基地全球化的进程，不断满足客户需求。目前公司通过资源整合和提升管理能力降本增效；公司加大新能源车客户开拓的广度和深度，除北美客户外，国内客户也顺利实现供

货，建立了合作关系，客户覆盖范围更加全球化。

4.3. 新能源汽车业务未来发展前景广阔

新能源汽车业务作为公司未来着力拓展的新业务，经过多年的技术积累和持续的研发投入，公司在 PCB、轻量化功能性结构件等产品领域取得了突破性的成果，该行业的收入也持续实现了较高幅度的增长，核心客户群体不断扩大，核心产品的竞争力不断增强。公司将充分发挥自身在电子电路、光电显示、精密制造等领域的综合优势，全方位开发应用于智能新能源汽车等领域的新产品和服务，包括白车身、散热、FPC、电芯、壳体等产品。随着新能源汽车行业的蓬勃发展，公司将持续加大新产品的导入力度以及新产能的规划和投入，不断满足客户需求。未来随着多产品的导入以及新产能的释放，单车价值量有望得到较大的提升。

2020 年，公司生产的车载 FPC 产品与之配套的新能源汽车超过 40 万台，针对未来新能源汽车良好的发展态势，公司积极实施数倍的产能扩充计划，预计到 2022 年年底约有 300 万台车的软板产能计划。目前汽车软板主要还是以光板为主、加载 SMT 为辅，但未来加载 SMT 是大趋势，所以产品单价会得到提升。2022 年 2 月 18 日公司拟将“盐城东山通信技术有限公司无线模块生产建设项目”变更为“盐城维信电子有限公司新能源柔性线路板及其装配项目”。原计划投入募集资金 70,122.75 万元，受 5G 通信发展瓶颈、下游客户需求放缓等因素影响，项目投资进度不达预期。原募投项目已累计使用募集资金金额 8,109.45 万元，尚未使用的募集资金金额 61,565.47 万元变更加强对于车载 FPC 产品布局，进一步完善产业布局，提升客户服务能力和市场竞争力，保障募集资金使用效益。车载 FPC 业务的加入投入为公司提供扩大产能的机会，以更好地满足响应客户的需求。

2022 年 9 月 14 日，A 股公司东方电热(300217.SZ)公告，公司及东方九天与东山精密签署了《框架合作协议》，东山精密承诺向公司采购总量不低于 5 万吨锂电池钢壳预镀镍钢基带，合同金额约为 11 亿元。

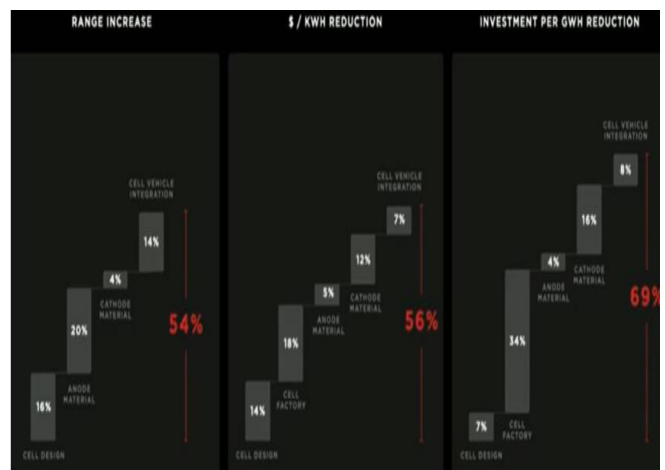
东方电热公开纪要披露据相关机构统计，2021 年，全球圆柱形电池对预镀镍材料需求约在 18.5 万吨。按目前新能源汽车的增速，到 2025 年，国内市场预镀镍材料需求保守估算预计不低于 30 万吨。预镀镍是圆柱电池未来的大势所趋，预镀镍与后电镀钢壳相比，预镀镍壳体内面镀层更均匀，因通过扩散处理，拥有卓越的电镀粘合性，加工冲压性能良好。在圆柱电池性能提升的同时对于材料提出了更高的要求，而预镀镍技术的实现能帮助圆柱电池实现进一步突破。

图39: 特斯拉 4680 圆柱电池能量提升 5 倍



数据来源: 特斯拉公开路演 ppt, 东吴证券研究所

图40: 4680 电池比 2170 电池提高续航并降低成本



数据来源: 特斯拉公开路演 ppt, 东吴证券研究所

公司与东方电热将通过对锂电池钢壳预镀镍钢基带领域的产品开发及技术合作、产品供货、供应链共同开发以及股权合作等方面进行长期框架合作, 这预示这公司在新能源汽车结构件的发展向前迈了一大步, 一方面锁定了上游原材料, 未来有望对国际大客户的产品需求做出快速响应, 另一方面在于东方电热的合作过程中也有望实现技术的突破, 实现互利互惠。

综合来看, 公司未来的发展一方面有望实现产品品类更加丰富, 另一方面有望享受技术升级带来的产品价格提升, 从而综合实现单车价值量的提升, 为公司新能源车业务的快速发展打下坚实的基础。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

2022 年增量: 消费电子业务稳定增长, 大客户备货节奏正常, 叠加管控优化带来盈利能力持续提升; 新能源车业务 ASP 提升, 同时新能源汽车市场需求持续攀升, 带动精密组件业务快速增长, PCB 业务下游种类逐渐丰富, 叠加项目投产带来产能释放。展望 **2023 年及以后增量:** 消费电子方面, 国际大客户手机业务伴随结构复杂化实现供应料号持续升级, 并有望切入 Display 模组板等更多领域, 同时 VR/AR 新品发布有望打开未来成长空间; 汽车电子方面, 公司有望凭借深耕多年的经验实现新料号的不断突破, 持续提升 ASP, 同时公司为新能源车业务发展做出了充足的准备, 从通过员工持股计划留住新能源车业务核心人才, 到在墨西哥、昆山连续成立子公司, 匹配大客户的本土化战略, 同时实现产能释放抢占份额, 以及和东方电热签订 11 亿的合同, 锁定原材料, “兵马未动, 粮草先行” 彰显公司的信心。

核心假设:

电子电路：分 MFLEX（FPC）和 Multek（RPCB）来看。MFLEX 收入主要由国际大客户手机业务贡献，根据我们测算，大客户手机 2022-2025 年出货量 CAGR 约为 2%，同时单机价值量随着 FPC 使用数量增加以及产品升级（潜望式摄像头、内部结构复杂化等），预计价值量 CAGR 增速为 5%，公司随着大客户新料号导入以及成本优势，未来可做价值量和市场份额有望不断提高，同时与全球主要客户 VR/AR 产品的顺利合作有望打开未来成长空间，预计未来五年逐步放量；非大客户业务中汽车软板加载 SMT 是趋势，所以产品单价会得到提升，同时凭借产品的优势有望不断吸引国内外新车企，实现量价齐升，综合测算得 2021-2026 年 MFLEX 营业收入 CAGR17.3%。同时因 AR/VR 业务毛利率高于手机业务未来将逐步提升整体毛利率水平。

Multek 收入较为复杂，消费电子、数通与通信、汽车、工控和医疗均有涉及。通信业务 5G 为大客户带来快速增长，根据产业链调研，我们结合 4G+5G 资本开支增速保守给予该业务 22-24 年 15% 的增长率；汽车随着 ADAS 的快速发展给下游大客户带来快速增长，同时整理得 2022 年传统油车 PCB 板价值量约为 500 元，新能源车预计 2000 元以上，国内客户不断导入，预计汽车业务未来增速有望实现 25% 以上增长；消费电子业务 AR/VR 的规模快速提升，公司有望凭借自身的竞争优势不断提升份额，综合测算得 2022-2024 营收增速分别为 9%、16%、22%；其他业务我们根据产业发展整体趋势预计 2022-2024 年营收实现 10% 增速。

综合 MFLEX 和 Multek 营收预测，我们预计公司电子电路业务 2022-2024 年营收增速为 15%、18%、20%。

精密组件业务：主要由通信业务和新能源汽车业务组成。通信业务下游主要为基站天线和滤波器，根据我们整理测算，2021-2024 年中国基站天线收入规模 CAGR7.5%，其中 5g 基站天线收入规模 CAGR8.8%，其中 2022 年 5g 基站天线收入规模增速达 14%；2020-2025 年射频滤波器收入规模 CAGR 接近 15%，结合下游产品增速我们预计通信业务的营收增速 2022-2024 年分别为 12%、11%、10%。新能源汽车业务随着新料号的导入和客户产能的提升将持续实现高增，根据我们的测算，新能源车大客户 2022-2030 年产能增速 CAGR30% 左右，公司可做单车价值量不断提升，长远来看有望突破单车价值量 1 万元，同时随着料号的导入和产品的验证份额也将不断提升，长远来看综合份额有望达到 30%，根据我们的测算，2022-2024 年大客户业务的营收增速分别为 72%、109%、73%，非国际大客户业务有望保持增速在 40%，得到汽车业务营收增速为 60%、86%、65%。**综合通信和汽车业务的营收预测，我们预计公司精密组件业务 2022-2024 年营收增速为 22%、32%、32%。**随着导入的新产品增多，产能和良率不断提升，短期可能在一定程度上影响了毛利率，因此我们下调了精密组件业务 2023、2024 年的毛利率各 0.5pct 到 15.5%、15%。

触控显示及 LCM 业务：2022 半年报营收增速-30%，下半年开学季+疫情好转，消费刺激政策出台等预计出货略有好转，因公司逐渐淡化非核心业务，叠加行业下行趋势，

但未来有望导入车载触控增收,因此我们预计公司触控面板及 LCM 模组业务 2022-2024 年营收增速分别为-20%、-15%、-10%。

LED 及其模组: 2022 半年报营收增速-5%, 下半年疫情好转, 消费刺激政策出台等预计出货略有好转, 因公司逐渐淡化非核心业务, 已出售盐城东山 60%股权, LED 业务成长空间在于 mini LED, 用于新能源车, 同时行业增速较快, 因此我们预计公司 LED 及其模组业务 2022-2024 年营收增速为 0%、5%、5%。

其他: 其他业务为公司非主营业务, 收入占比较低, 我们预计其他业务会随着公司收入的增加而增加, 2022-2024 年营收增速维持在 5%。

表6: 东山精密分业务预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
电子电路产品				
营业总收入 (百万元)	20495	23525	27664	33135
增长率	9%	15%	18%	20%
毛利率	16%	17%	17%	17%
精密组件产品				
营业总收入 (百万元)	3427	4195	5557	7330
增长率	14%	22%	32%	32%
毛利率	15%	16%	16%	15%
触控面板及 LCM 模组				
营业总收入 (百万元)	5156	4125	3506	3156
增长率	26%	-20%	-15%	-10%
毛利率	8%	4%	5%	5%
LED 及其模组				
营业总收入 (百万元)	2604	2604	2734	2871
增长率	20%	0%	5%	5%
毛利率	18%	13%	13%	13%
其他业务				
营业总收入 (百万元)	110	116	122	128
增长率	46%	5%	5%	5%
毛利率	57%	57%	57%	57%
营收合计				
营业总收入 (百万元)	31793	34565	39583	46619
增长率	13%	9%	15%	18%
综合毛利率	15%	15%	15%	15%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

5.2. 投资建议

公司消费电子、汽车电子双轮驱动，未来有望凭借消费电子的稳中有增和汽车电子的高速发展实现再造东山：消费电子中手机业务系统板收入稳定提升，模组板有望凭借和国际大客户紧密的合作关系切入，增厚利润，同时 AR/VR 业务打开成长空间；汽车电子作为核心重点发展方向，单车 ASP 有望快速突破，叠加国际大客户产品快速增长，成为公司成长新动能。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 23.8/29.5/36.7 亿元，同比增速为 28%/24%/24%，2022 年 10 月 28 日市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 17.4/14.0/11.3 倍。

公司目前的主要收入来源为印制电路板业务，因此我们选取了印制电路板行业的领跑者鹏鼎控股以及业务发展涉及新能源车的兴森科技和超华科技作为可比公司，汽车电子是公司未来的核心发展方向，因此我们选取了未来发展汽车零部件的电子元件公司水晶光电、长盈精密作为可比公司，可比公司 2023 年估值平均值为 22 倍。我们认为公司在印制电路板领域不仅处于行业领先梯队，同时将充分受益于新料号和新产品的导入实现快速增速，同时汽车电子业务卡位领先，有望凭借合金加工经验、通讯赋能、电子赋能、化平台优势、国际化五大优势实现快速增长，因此我们给予公司 2023 年估值可比公司平均值 22 倍，对应目标价 38 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表7：可比公司估值（截至 2022 年 10 月 28 日）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润(百万元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002436.SZ	兴森科技	197	723	915	1163	27	22	17
002273.SZ	水晶光电	167	576	743	907	29	22	18
002288.SZ	超华科技	52	87	157	246	60	33	21
300115.SZ	长盈精密	137	66	680	1168	208	20	12
002938.SZ	鹏鼎控股	659	4381	4938	5699	15	13	12
可比公司平均值		242	1167	1487	1837	68	22	16
002384.SZ	东山精密	414	2382	2951	3671	17	14	11

数据来源：Wind，兴森科技、水晶光电、东山精密盈利数据来源于东吴证券研究所预测，超华科技、长盈精密、鹏鼎控股未覆盖，盈利数据来源于 Wind 一致预测。

6. 风险提示

新料号导入不及预期：公司未来营收增量主要来源于消费电子和汽车电子业务国际大客户的新料号导入，若未来新料号导入不顺利或者产品未通过客户认证，将大大限制公司未来的增长空间。

消费电子行业发展不及预期：公司目前收入的主要来源是消费电子业务，受国际环境和下游终端需求影响，消费电子未来成长空间波动较大，若消费电子整体发展下行，公司业绩将下滑。

新能源车大客户产销不及预期：新能源车发展呈高速增长态势，但未来如疫情再次变异，或地缘政治风险升级带来对供应链的冲击，将导致大客户产销下滑，影响公司业绩。

国际贸易环境恶化：公司出口份额逐年连续提升，目前外销占收入比重较高，近年来区域性争端愈演愈烈，未来相关贸易政策仍然存在一定的不确定性，公司面临一定的国际贸易风险。

东山精密三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	21,731	21,708	27,762	31,904	营业总收入	31,793	34,565	39,583	46,619
货币资金及交易性金融资产	5,900	5,608	7,907	9,590	营业成本(含金融类)	27,129	29,432	33,550	39,401
经营性应收款项	8,695	8,681	11,002	12,167	税金及附加	73	80	91	107
存货	6,452	6,732	8,158	9,444	销售费用	341	228	261	308
合同资产	0	0	0	0	管理费用	782	830	910	1,026
其他流动资产	684	687	695	703	研发费用	1,029	1,072	1,187	1,352
非流动资产	16,221	15,880	15,498	15,055	财务费用	437	276	289	316
长期股权投资	143	143	143	143	加:其他收益	269	269	269	269
固定资产及使用权资产	11,657	10,827	10,116	9,440	投资净收益	42	42	42	42
在建工程	503	906	1,148	1,293	公允价值变动	9	5	5	5
无形资产	297	384	471	558	减值损失	-195	-249	-249	-249
商誉	2,212	2,212	2,212	2,212	资产处置收益	-14	-10	-10	-10
长期待摊费用	343	343	343	343	营业利润	2,114	2,705	3,351	4,167
其他非流动资产	1,065	1,065	1,065	1,065	营业外净收支	-3	-3	-3	-3
资产总计	37,951	37,589	43,260	46,959	利润总额	2,111	2,702	3,348	4,164
流动负债	18,934	17,580	20,520	20,840	减:所得税	250	320	396	493
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,538	8,991	8,991	8,991	净利润	1,861	2,382	2,951	3,671
经营性应付款项	8,377	7,811	10,641	11,029	减:少数股东损益	-2	0	0	0
合同负债	40	26	30	35	归属母公司净利润	1,862	2,382	2,951	3,671
其他流动负债	980	752	858	785	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.09	1.39	1.73	2.15
非流动负债	4,347	3,656	3,775	3,907	EBIT	2,702	3,254	3,913	4,755
长期借款	2,031	1,231	1,231	1,231	EBITDA	4,565	4,585	5,302	6,206
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.67	14.85	15.24	15.48
租赁负债	1,148	1,148	1,148	1,148	归母净利率(%)	5.86	6.89	7.46	7.87
其他非流动负债	1,168	1,277	1,397	1,529	收入增长率(%)	13.17	8.72	14.52	17.78
负债合计	23,281	21,236	24,295	24,747	归母净利润增长率(%)	21.72	27.92	23.88	24.37
归属母公司股东权益	14,577	16,259	18,871	22,117					
少数股东权益	94	94	94	94					
所有者权益合计	14,670	16,353	18,965	22,211					
负债和股东权益	37,951	37,589	43,260	46,959					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	3,210	3,174	4,027	3,487	每股净资产(元)	8.52	9.51	11.04	12.94
投资活动现金流	-2,027	-957	-973	-973	最新发行在外股份(百万股)	1,710	1,710	1,710	1,710
筹资活动现金流	-94	-2,191	-754	-830	ROIC(%)	9.01	10.41	11.88	13.12
现金净增加额	1,066	25	2,299	1,683	ROE-摊薄(%)	12.78	14.65	15.64	16.60
折旧和摊销	1,864	1,331	1,390	1,451	资产负债率(%)	61.34	56.50	56.16	52.70
资本开支	-3,034	-1,004	-1,020	-1,020	P/E (现价&最新股本摊薄)	22.22	17.37	14.02	11.27
营运资本变动	-1,063	-1,317	-1,055	-2,379	P/B (现价)	2.84	2.54	2.19	1.87

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>