

## 东山精密（002384.SZ）FPC+钣金+光电业务继往开来，新能源应用再续华章

2023年03月04日

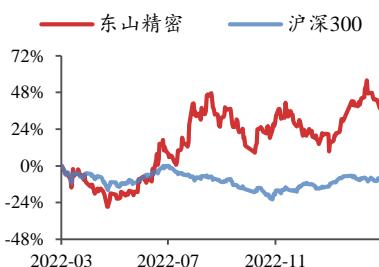
——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

2023/3/3

当前股价(元)	28.12
一年最高最低(元)	33.00/14.53
总市值(亿元)	480.81
流通市值(亿元)	390.95
总股本(亿股)	17.10
流通股本(亿股)	13.90
近3个月换手率(%)	83.18

## 股价走势图



数据来源：聚源

刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

林承瑜（分析师）

linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790521090001

## ● PCB、精密制造、光电业务卡位新能源应用，首次覆盖，给予“买入”评级

公司发源于一家从事钣金和冲压业务的小型工厂，目前形成 PCB、光电、精密制造三大业务板块，公司管理层采用职业经理人模式，收购的 Multek、MFLX 等运营得当，盈利能力持续攀升。PCB 业务已成为支柱性板块，未来有望受益于核心客户的模组板料号及份额提升，FPC 已切入汽车领域，光电板块亦有望形成客户协同，公司积极整合精密制造业务并拓展白车身结构件等产品线，有望从原有的消费电子领域切换至新能源车领域。我们预计公司 2022~2024 年归母净利润为 23.4/30.9/39.8 亿元，当前股价对应 PE 为 20.5/15.5/12.1 倍，公司当前估值低于可比公司平均估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

## ● FPC 从消费电子走向新能源车，硬板卡位高端市场份额

FPC 产品具有通用性和延展性，正在由传统消费电子应用延伸至 AR/VR 创新终端及新能源汽车应用，根据 Prismark 预测，2026 年全球 FPC 产值有望增长至 171.8 亿美元。公司 FPC 业务卡位核心客户，伴随订单份额提升而成长，有望从现有的系统板切入至模组板领域，开拓新能源汽车 FPC。公司收购 Multek PCB 全产品线，填补硬板领域空白，部分技术指标反超国内同行竞争对手，有望通过经营改善实现稳健增长。软硬板业务持续发展推动公司成为全球第二大 PCB 供应商。

## ● 新能源汽车轻量化趋势下，公司精密制造业务焕发新机

公司以精密金属制造业务起家，是国内优质供应商。公司的精密钣金和精密压铸产品应用领域从航天飞机、军工机械覆盖到家庭用具、电脑配件等。白车身轻量化趋势加强，铝合金白车身应用广泛，而公司拥有几十年的精密金属加工经验积累，包括钣金、压铸、冲压、焊接等，符合新能源汽车白车身的加工工艺特点，能够配合特斯拉扩产，发挥生产基地就近服务优势。

## ● 风险提示：消费电子需求不及预期、新能源钣金业务竞争加剧、人民币升值导致汇兑损失、客户拓展不及预期。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	28,093	31,793	36,681	45,869	56,547
YOY(%)	19.3	13.2	15.4	25.0	23.3
归母净利润(百万元)	1,530	1,862	2,342	3,093	3,982
YOY(%)	117.8	21.7	25.7	32.1	28.7
毛利率(%)	16.3	14.7	14.6	14.7	14.9
净利率(%)	5.4	5.9	6.4	6.7	7.0
ROE(%)	11.7	12.7	14.0	15.7	16.8
EPS(摊薄/元)	0.89	1.09	1.37	1.81	2.33
P/E(倍)	31.4	25.8	20.5	15.5	12.1
P/B(倍)	3.7	3.3	2.9	2.4	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 精密制造转型国内 PCB 龙头，三大业务多元发展 .....	4
1.1、 精密钣金业务起家，兼并收购布局 PCB 产业 .....	4
1.2、 公司收购 PCB 资产整合成效显著，资产负债率持续回落 .....	5
2、 FPC 从消费电子走向新能源车，硬板卡位高端市场份额 .....	7
2.1、 FPC：核心客户配套模组板订单增加，汽车 BMS 创造新机遇 .....	7
2.1.1、 借力下游厂商供应格局变化，配套核心客户 FPC 份额有望上升 .....	8
2.1.2、 新能源汽车 BMS 采用 FPC 替代传统线束 .....	10
2.2、 硬板：Multek 技术能力强劲，持续改善经营结构 .....	12
3、 新能源汽车轻量化趋势下，公司精密制造业务焕发新机 .....	13
3.1、 白车身轻量化发展，新能源车身迎来产业机遇 .....	13
3.2、 钣金及冲压业务积淀已久，新能源应用蓄势待发 .....	15
4、 盈利预测与投资建议 .....	17
4.1、 盈利预测 .....	17
4.2、 投资建议 .....	18
5、 风险提示 .....	18
附：财务预测摘要 .....	19

## 图表目录

图 1： 公司起源钣金工厂，多次投资收购布局 PCB 业务 .....	4
图 2： 公司发起人袁氏父子为实际控制人（截止至 2022 年 8 月 18 日） .....	4
图 3： 2018-2021 年公司营业收入复合增速 17.1% .....	5
图 4： 2018-2021 年公司归母净利润复合增速 31.9% .....	5
图 5： 2017-2022Q3 公司净利率稳步上升 .....	6
图 6： 2021 年 ROE 升至 12.8% 且 ROIC 达 8.3% .....	6
图 7： 2018-2021 公司资本结构优化 .....	6
图 8： 2022Q1-3 财务费用下降明显 .....	6
图 9： 2017-2021 PCB 业务持续助力营收增长（亿元） .....	7
图 10： 2022H1 PCB 业务毛利占比提高（亿元） .....	7
图 11： 预计 2026 年全球 FPC 市场规模达 171.8 亿美元 .....	8
图 12： 2019 年 FPC 下游以消费电子为主 .....	8
图 13： 近年苹果手机全球出货量稳居前列 .....	8
图 14： 国内 600 美元以上手机市场由苹果主导 .....	8
图 15： 2021 年全球 PCB 厂商中公司位列第三 .....	9
图 16： 2022H1 公司 FPC 营收同比增速加快 .....	9
图 17： 2022 年国内厂商切入 iPhone OLED 供应链 .....	9
图 18： 汽车 BMS 中采用软板方案替代传统线束 .....	10
图 19： Multek 包含五个工厂 .....	12
图 20： 2016-2017 年 Multek 下游应用结构以通信为主 .....	13
图 21： 东山精密收购后香港超毅电子营业收入增长 .....	13
图 22： 特斯拉 Model Y 车型中采用铝合金铸件 .....	14
图 23： 白车身加工依靠冲压、焊接、涂装、总装四大生产环节 .....	16

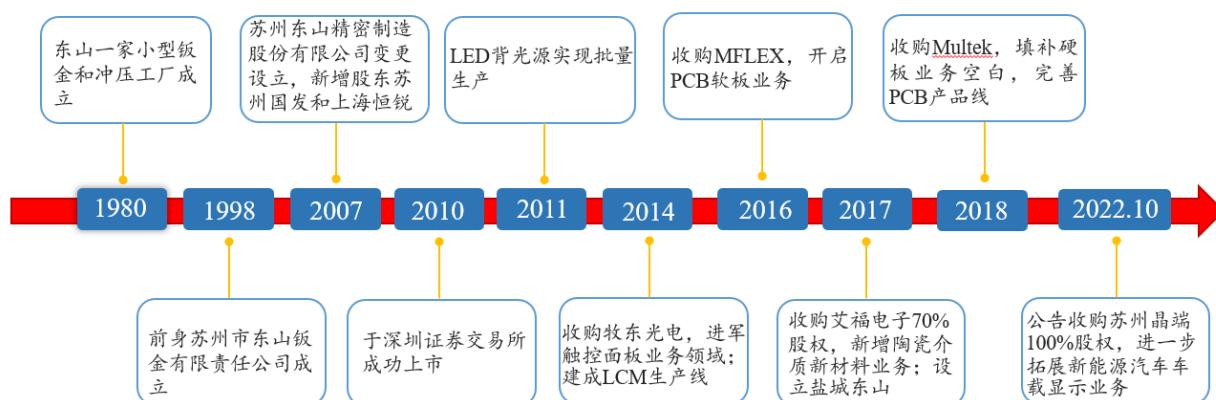
表 1：公司业务涵盖三大板块五个事业部 .....	5
表 2：公司三次定向增发改善负债结构 .....	7
表 3：苹果手机 FPC 单机用量不断增加（片） .....	8
表 4：汽车 BMS 采用 FPC 方案更加具有优势 .....	10
表 5：预计 2025 年全球汽车 BMS 软板市场规模有望达到 106.9 亿元 .....	11
表 6：公司在国内汽车 BMS 软板供应商中占据优势 .....	11
表 7：Multek 部分技术指标对标国内领先厂商 .....	13
表 8：白车身铝合金零部件减重优势明显 .....	13
表 9：国内汽车铝合金铸件供应商竞争较为充分 .....	14
表 10：公司精密金属制造业务主要包含精密钣金和精密压铸两大板块 .....	15
表 11：公司在上市时凭借精密金属加工的优质能力积累下游行业头部客户 .....	16
表 12：公司布局墨西哥、上海临港、江苏昆山等新能源生产基地 .....	16
表 13：公司分业务收入拆分（单位：亿元） .....	17
表 14：公司估值低于可比公司估值 .....	18

## 1、精密制造转型国内 PCB 龙头，三大业务多元发展

### 1.1、精密钣金业务起家，兼并收购布局 PCB 产业

苏州东山精密制造股份有限公司发源于一家从事钣金和冲压业务的小型工厂，目前形成 PCB、光电、精密制造三大业务板块。公司前身苏州市东山钣金有限责任公司，于 1998 年成立，初期主营精密钣金产品，2007 年变更设立为苏州东山精密制造股份有限公司。2010 年公司在深交所主板上市，先后扩展 LED、LCM、触控面板业务，涉足通信、消费电子、汽车行业。公司于 2016 年收购 MFLEX，开启软板 PCB 业务，并于 2018 年收购 Multek 填补硬板空白，推进 PCB 产品全方位覆盖，2021 年跻身全球第三的印刷线路板企业。

图1：公司起源钣金工厂，多次投资收购布局 PCB 业务



资料来源：公司公告、开源证券研究所

袁氏父子为公司实际控制人，采用职业经理人的经营模式。公司董事长袁永刚、总经理袁永峰、自然人股东袁富根为公司实际控制人，其中袁富根与袁永刚、袁永峰系父子关系，三人均为公司发起人，通过多次投资收购精准布局电子电路、光电显示及精密制造业务领域，聘请单建斌先生等专业人士梳理印制线路板业务。

图2：公司发起人袁氏父子为实际控制人（截止至 2022 年 8 月 18 日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司业务形成三大板块、五大事业部的布局。三大板块涵盖电子电路、光电显示和精密制造，下设 MFLEX、Multek、LED、触控显示和精密制造五大事业部，产品广泛应用于消费电子、通信设备、工业设备、新能源汽车、AI 等行业。电子电路领域，公司建立 PCB 全产品线，子公司 MFLEX 主营软板业务，Multek 主营硬板、软硬板业务，提供从设计、研发到制造、装配的全方位 PCB 产品服务。光电显示领域，LED 业务主要产品为小间距 LED、Mini LED，触控显示业务主要产品为触摸产品、液晶显示模组产品，涵盖大、中、小尺寸显示领域。精密制造领域，提供天线、滤波器、陶瓷、压铸、钣金及冲压等结构件、组件。

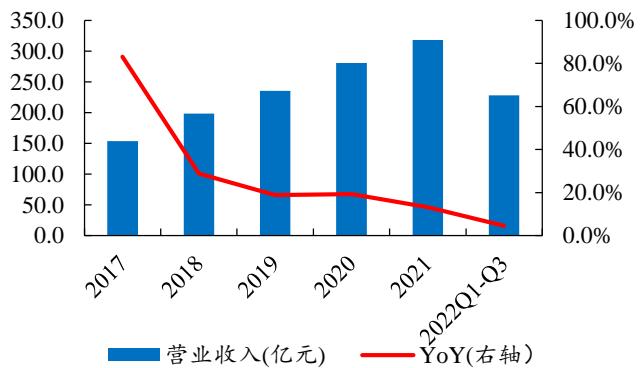
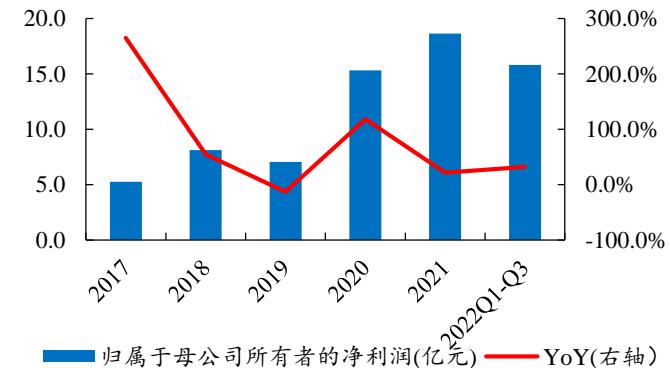
**表1：公司业务涵盖三大板块五个事业部**

业务板块	事业部	主要产品	下游应用	主要客户
电子电路	MFLEX	单层及多层柔性 PCB 生产组装、柔性电路模块组装	手机、电脑、AR/VR、可穿戴设备、服务器、通信设备、新能源汽车、工控设备	苹果、特斯拉、福特、大陆、华为、诺基亚、三星、爱立信、小米
	Multek	多层刚性 PCB、HDI 加工技术、单双多层 PCB、刚柔结合 PCB、电路板装配		思科、亚马逊、OPPO、小米
光电显示	触控显示	触控面板及液晶显示模组	手机、笔记本电脑、平板电脑、智能家居、车载屏	联想、OPPO、惠普、三星、Meta、元太
	LED	小间距 LED、Mini LED、LED 封装	室内外小间距高清显示屏	-
精密制造	精密制造	天线、滤波器、陶瓷、压铸、钣金、冲压	通信设备、消费电子、新能源汽车	艾福电子：华为、爱立信、中兴、诺基亚、摩托罗拉 新能源汽车：特斯拉

资料来源：公司官网、开源证券研究所

## 1.2、公司收购 PCB 资产整合成效显著，资产负债率持续回落

公司收购整合 MFLX、Multek 等优质资产，实现营业收入与净利润的稳步攀升。2016 年公司收购 MFLX，切入苹果供应链，基于公司的职业经理人模式，聘请单建斌先生为执行总裁，单总对公司的产能规划及生产效率进行梳理，经营效果卓有成效。2021 年公司实现营业收入 317.9 亿元，2018-2021 年公司营业收入复合增长率为 17.1%，2022Q1-Q3 营业收入达到 228.2 亿元，YoY+4.6%。公司 2018-2021 年归母净利润复合增长率 31.9%，2021 年归母净利润 18.6 亿元，YoY+21.7%。2022Q1-Q3 归母净利润 15.8 亿元，YoY+31.9%。

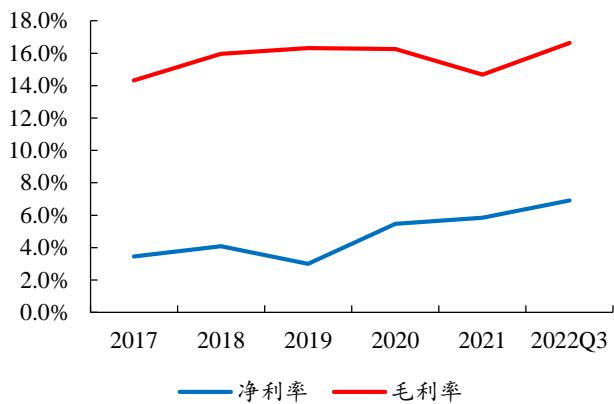
**图3：2018-2021 年公司营业收入复合增速 17.1%**

**图4：2018-2021 年公司归母净利润复合增速 31.9%**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

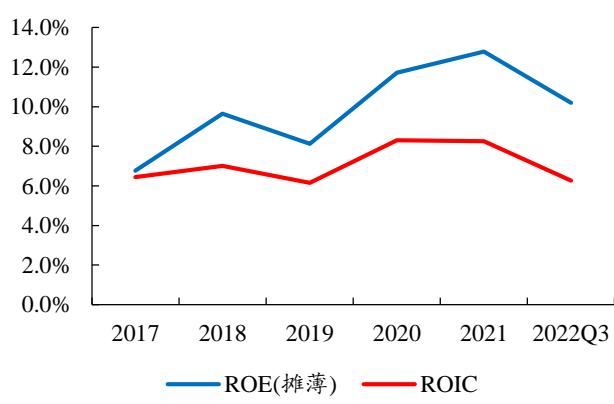
公司优化内部经营效率，实现净利率稳步提升。公司毛利率由2017年的14.3%提高至2022Q3的16.6%，Multek、MFLX由于收购的历史原因，导致债务包袱较重，资产负债率一度达到72.9%。公司通过整合Multek工厂、梳理产品结构，MFLX在原有销售团队的基础上，采用日本设备并进行产线改造，实现开源节流，从而提升在客户中的料号份额、稼动率的形式，增加经营性的现金流流入，推动净利率由2017年的3.5%上升至2022Q3的6.9%。2019-2021年ROE持续爬升，2021年ROE达12.8%，ROIC为8.3%。

图5：2017-2022Q3 公司净利率稳步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021年ROE升至12.8%且ROIC达8.3%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司优化资本结构以降低财务费用率，贯彻实施“降负债、调结构”策略。公司的资产负债率从2019年的72.9%降至2022Q3的60.9%，2022Q3资产负债率60.9%。

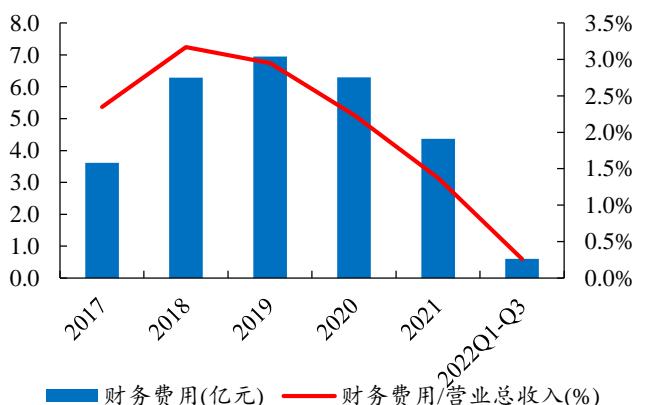
公司通过三次定向增发调整负债结构，2015、2017、2020年定向增发合计资金85.6亿元。同时，公司优化经营效率，降本增效成果显著，2018-2021年财务费用从6.3亿元降至4.4亿元，财务费用占营收比例从3.17%降至1.37%。2022Q1-Q3财务费用在美元兑人民币升值的汇兑收益影响下，下降至0.60亿元，财务费用占营收比例0.26%。

图7：2018-2021公司资本结构优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022Q1-3 财务费用下降明显



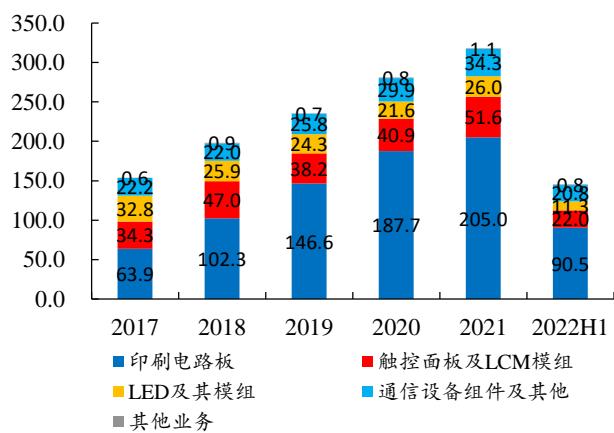
数据来源：Wind、开源证券研究所

**表2：公司三次定向增发改善负债结构**

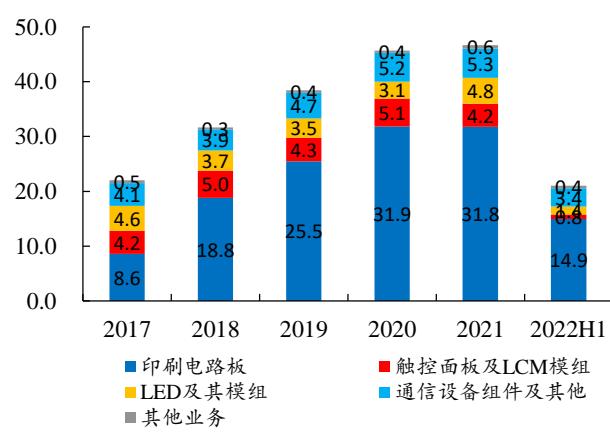
时间	资金用途	金额（亿元）
2015.4	LED 器件生产项目,精密钣金件生产项目,LCM 模组生产项目,精密金属结构件生产项目,永久补充公司流动资金	11.7
2017.5	收购 MFLX 公司 100%股权,补充流动资金,节余募集资金及利息收入永久补充流动资金	45.0
2020.8	Multek 5G 高速高频高密度印刷电路板技术改造项目,盐城维信电子有限公司新能源柔性线路板及其装配项目(变更后)	28.9

资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

PCB 业务已成为公司的支柱性业务，贡献主要盈利。2022H1 PCB 业务收入 90.5 亿元，占比为 62.2%，触控面板及 LCM 模组/LED 及其模组/通信设备组件项目分别实现收入 22.0/11.3/20.8 亿元，占比分别为 15.1%/7.8%/14.3%。2022H1 PCB 业务毛利 14.9 亿元，PCB 业务毛利占比提高至 71.1%，触控面板及 LCM 模组/LED 及其模组/通信设备组件项目毛利分别为 0.8/1.4/3.4 亿元，占比分别为 4.0%/6.8%/16.1%。

**图9：2017-2021 PCB 业务持续助力营收增长（亿元）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：2022H1 PCB 业务毛利占比提高（亿元）**


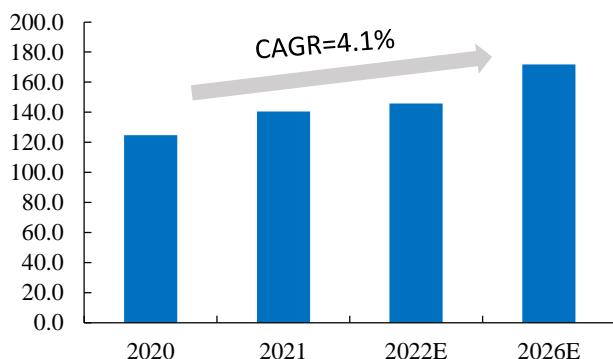
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、FPC 从消费电子走向新能源车，硬板卡位高端市场份额

### 2.1、FPC：核心客户配套模组板订单增加，汽车 BMS 创造新机遇

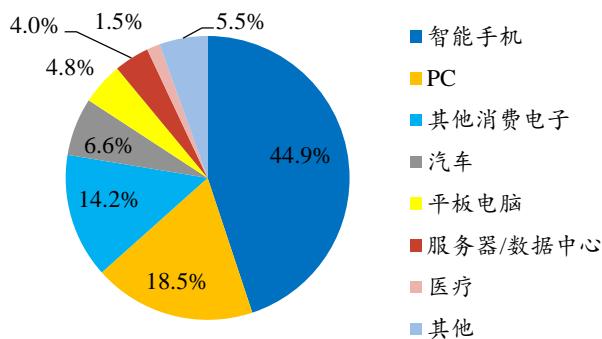
FPC 市场受消费电子需求牵引，市场规模可观。根据 Prismark 预测，2021 年全球 FPC 市场规模达 140.6 亿美元，2026 年全球 FPC 产值有望增长至 171.8 亿美元。FPC 由于其体积小重量轻、可弯曲等特点，目前主要集中应用于智能手机、PC 等消费电子领域，可以节省空间体积，根据 Prismark 测算，2019 年智能手机等消费电子下游应用合计占比 77.6%。此外，由于 FPC 是基础的电子电路，具有通用性和延展性，正在延伸至 AR/VR 创新消费电子终端及新能源汽车应用。

图11：预计 2026 年全球 FPC 市场规模达 171.8 亿美元



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图12：2019 年 FPC 下游以消费电子为主

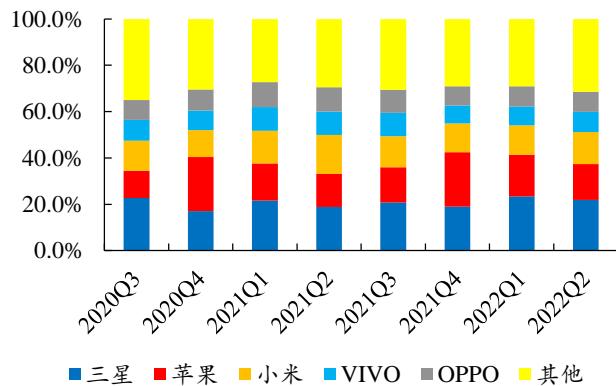


数据来源：Prismark、华经情报网、开源证券研究所

### 2.1.1、借力下游厂商供应格局变化，配套核心客户 FPC 份额有望上升

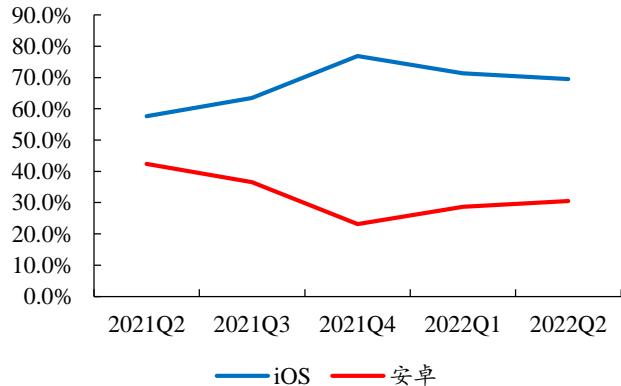
苹果主导国内高端手机市场，是 FPC 产品最重要的需求方。近年来，全球智能手机厂商中苹果出货量仅次于三星，稳居全球第二。据 IDC 数据统计，2021 年苹果手机出货量达 2.4 亿台，2022Q1-Q2 出货量合计 1.0 亿台。国内高端机型中，苹果仍旧占据主导地位，根据 IDC 数据，2022Q2 国内 600 美元以上手机市场苹果占据 69.5% 市场份额。

图13：近年苹果手机全球出货量稳居前列



数据来源：IDC、开源证券研究所

图14：国内 600 美元以上手机市场由苹果主导



数据来源：IDC、开源证券研究所

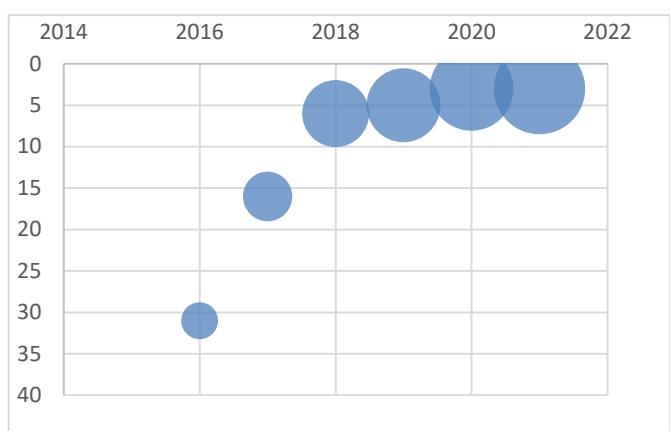
苹果发挥示范效应，FPC 单机用量不断增加且将 FPC 方案持续扩展至新的终端。苹果手机的 PCB 设计与安卓手机主板、副板连接的设计不同，苹果在手机中采用主板 + 连接模组的形式，大量使用 FPC 连接模组，主要应用于摄像头、天线、指纹、显示、振动器等器件，根据 iFixit 统计，随着功能模块增多，单机用量已由过去 iPhone 5s 中的 13 片扩展至 iPhone 12 中 FPC 单机用量 30 片。此外，AirPods、iPad 等产品也采用 FPC 软板方案，新终端扩展推动 FPC 市场持续扩容。

表3：苹果手机 FPC 单机用量不断增加 (片)

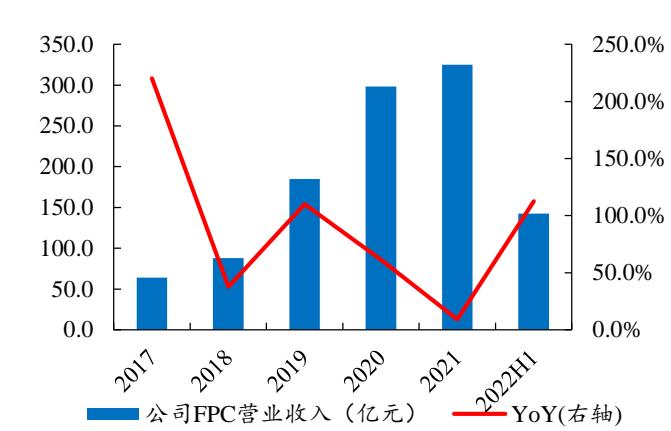
iPhone4	iPhone5s	iPhone7	iPhone8	iPhoneX	iPhoneXS	iPhone11	iPhone12
10	13	14-16	16-18	20-22	24	26	30

数据来源：iFixit、立鼎产业研究院、开源证券研究所

公司 FPC 业务日益壮大，推动公司成为全球第三大 PCB 供应商。公司 FPC 业务营业收入增长稳健，2022H1 实现 FPC 营业收入 142.3 亿元，YoY+112.6%。2016 年公司收购 MFLX 布局 FPC 业务，软板核心竞争力不断加强，根据第三方咨询机构 NTI 统计，公司在全球 PCB 业务第三，FPC 业务位居全球第二。

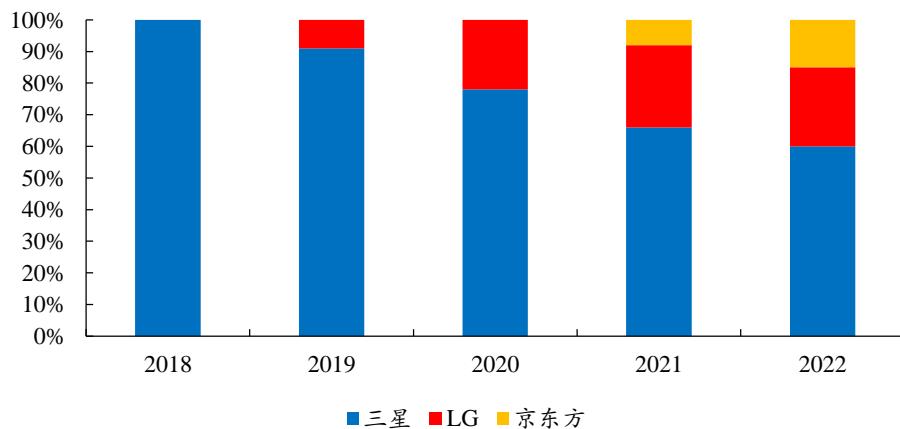
**图15：2021年全球PCB厂商中公司位列第三**


数据来源：NTI、开源证券研究所（纵轴为排名，圆圈半径大小表示营收规模体量大小）

**图16：2022H1公司FPC营收同比增速加快**


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司借力下游厂商供应格局变化，FPC 产品序列有望从核心客户的系统板产品扩展至模组板产品。国内 OLED 厂商切入苹果供应链，公司有望导入新料号实现供应配套。苹果自推出 iPhone X 开始采用 OLED 屏幕，2018-2022 年三星一直是苹果手机 OLED 屏幕最大供应商。2021 年，苹果首次引入国内厂商京东方为手机 OLED 屏幕供应商，实现供应链多元化，并且不断提升京东方的供应份额。根据第三方咨询机构 Omdia 估计，2022 年京东方在苹果 OLED 屏幕供应份额增加至 15%。软硬结合板（RFPCB）是连接 OLED 面板和主基板的重要配件，由于过去三星、LG 相关 FPC 供应商主要是三星电机、永丰电子等厂商，供应链相对封闭，伴随京东方进入供应链，公司有望实现 OLED 屏幕的料号配套国内厂商供给苹果 OLED 屏幕，从过去仅供系统板料号扩展至供应模组板料号，份额持续提升。

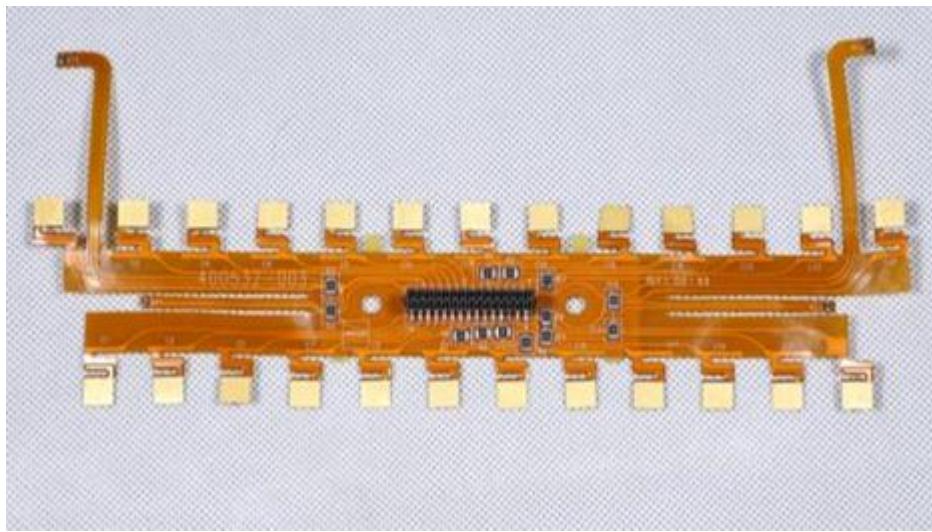
**图17：2022年国内厂商切入iPhone OLED供应链**


数据来源：Omdia、开源证券研究所

### 2.1.2、新能源汽车 BMS 采用 FPC 替代传统线束

新能源汽车 BMS 中，FPC 加速替代传统线束。BMS 线束可以实现电流信息采集传输、电池温度及单体电压监测、绝缘监测等功能。传统 BMS 线束为铜线线束，每根线束与电池包电极点对点连接，用量随动力电池包电流信号增多而不断增加，影响电池包的空间利用率。改用 FPC 方案后，可实现实金属片与汇流排进行连接，在电池包中占用空间减少且整体重量减轻。

图18：汽车 BMS 中采用软板方案替代传统线束



资料来源：深南电路官网

在装配环节，FPC 相较于传统线束工艺灵活且适合自动化生产。传统线束装配采用人工将端口固定在电池包上；FPC 在装配时可通过机械手臂抓取安装，拥有高度集成、自动化组装、工艺灵活等优势，可以提升动力电池系统成组效率。

表4：汽车 BMS 采用 FPC 方案更加具有优势

指标	FPC 优势
安全性能	FPC 在替代弱电导线的同时，用金属片与汇流排进行连接，增加熔断保护电流设计，既能实现信息高速传输，也能在电池包短路时及时熔断线路铜丝，避免引起电池包其他部分的燃烧或爆炸
轻量化	传统线束空间占比大，FPC 厚度薄、重量轻、宽度可定制，空间利用率更高，有利于增加电池包能量密度
工艺灵活性	传统线束接插点多且人工接插复杂度高，FPC 可配合动力电池包特性，进行超声波、焊接等多种工艺选择
自动化生产	FPC 形状规整、设计高度集成，免于传统线束的排线连接流程，FPC 使用机械组装，节约人工成本的同时可实现规模化、批量化制造，有利于动力电池自动化生产

资料来源：卡博尔科技官网、开源证券研究所

全球汽车 BMS 软板市场渗透率提升，推动市场扩容。汽车 BMS 软板相较于传统线束具有安全性、轻量化、工艺灵活、自动化生产等优势，特斯拉、比亚迪等新能源汽车引领 FPC 方案替代传统线束，BMS 软板方案渗透率有望持续提升，我们预计将从 2021 年的 14% 进一步上升至 2025 年的 70%，假设 2021 年汽车 BMS 软板单车价值量为 800 元/车，每年平均单价下降 5%，对应 BMS 软板市场空间将由 2021 年的 6.9 亿元上升至 2025 年的 106.9 亿元。

**表5：预计 2025 年全球汽车 BMS 软板市场规模有望达到 106.9 亿元**

	2021	2022F	2023E	2024E	2025E
全球新能源汽车销量(万辆)	616.0	1030.0	1371.0	1815.2	2344.0
YoY		67.2%	33.1%	32.4%	29.1%
汽车 BMS 软板渗透率	14.0%	20.0%	35.0%	50.0%	70.0%
汽车 BMS 软板单车价值量 (元)	800	760	722.0	685.9	651.6
汽车 BMS 软板市场空间 (亿元)	6.9	15.7	34.6	62.3	106.9
YoY		127.4%	121.3%	79.7%	71.7%

数据来源：LMC、EVTank、各国汽车工业协会、开源证券研究所

公司在国内汽车 BMS 软板供应商中占据优势，有望在行业竞争中脱颖而出。目前公司汽车 BMS 软板主要客户为特斯拉、福特、大陆等 Tier1 厂商，为客户提供汽车 BMS 软板、车载软板、新能源汽车精密结构件、车用硬板等多类汽车产品，多方位实现稳定供应。

**表6：公司在国内汽车 BMS 软板供应商中占据优势**

公司	2022Q1-Q3		2021		FPC 业务主要客户	主要汽车类产品
	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率		
东山精密	228.2	16.6%	317.9	14.7%	汽车电子：特斯拉、福特、大陆 其他 PCB 下游厂商：苹果、华为、诺基亚、三星、爱立信、思科、亚马逊、OPPO、小米	新能源汽车动力电池管理系统 FPC、车载 FPC、新能源汽车散热件、壳体类、电芯类精密结构件以及自动驾驶、智能座舱、域控制器、车身控制等车用 PCB
嘉联益	24.7	11.9%	33.77	7.5%	消费电子：苹果、HTC、胜华、友达、鸿海集团、LG、三星	车用多媒体 FPC、电动车电池 FPC、车灯系统 FPC、传动轴感应器 FPC
景旺电子	77.2	22.0%	95.3	23.4%	汽车电子：科世达、捷普、德赛西威、海拉、博世、法雷奥、德尔福、零跑汽车 其他：华星光电、vivo、歌尔股份、海康威视、OPPO、华为、天马、中兴、富士康、西门子、石头科技、松下、大疆、维信诺	新能源汽车动力电池软板、汽车自动驾驶辅助系统 ADCU 板及毫米波雷达板、新能源汽车充配电及车用动力电池 FPCA
奕东电子	11.4	22.6%	15.0	27.9%	汽车电子：比亚迪、宁德时代 其他 FPC 下游厂商：维胜科技、新能德、欣旺达、歌尔股份、龙旗电子 连接器模组制造商：安费诺、莫仕、泰科、申泰、立讯精密、中航光电 液晶显示模组厂商：信利、康惠、新辉开、超声电子、深天马、亚世光电	动力电池管理系统 FPC、中小尺寸 LED 背光模组和 LCD 接插件 (车载液晶显示屏)
弘信电子	21.8	6.5%	32.0	3.7%	汽车电子：宁德时代 其他：华为、小米、OPPO、vivo、深天马、新能源电池配套软板及 CCS 模组、车载显示 FPC、车载摄像头 利光电、深超光电、帝晶光电、欧菲科技、FPC、车载雷达 FPC、汽车 LED 照明 FPC 东山精密、联想/MOTO、同兴达、创维、立德、国显、合力泰	

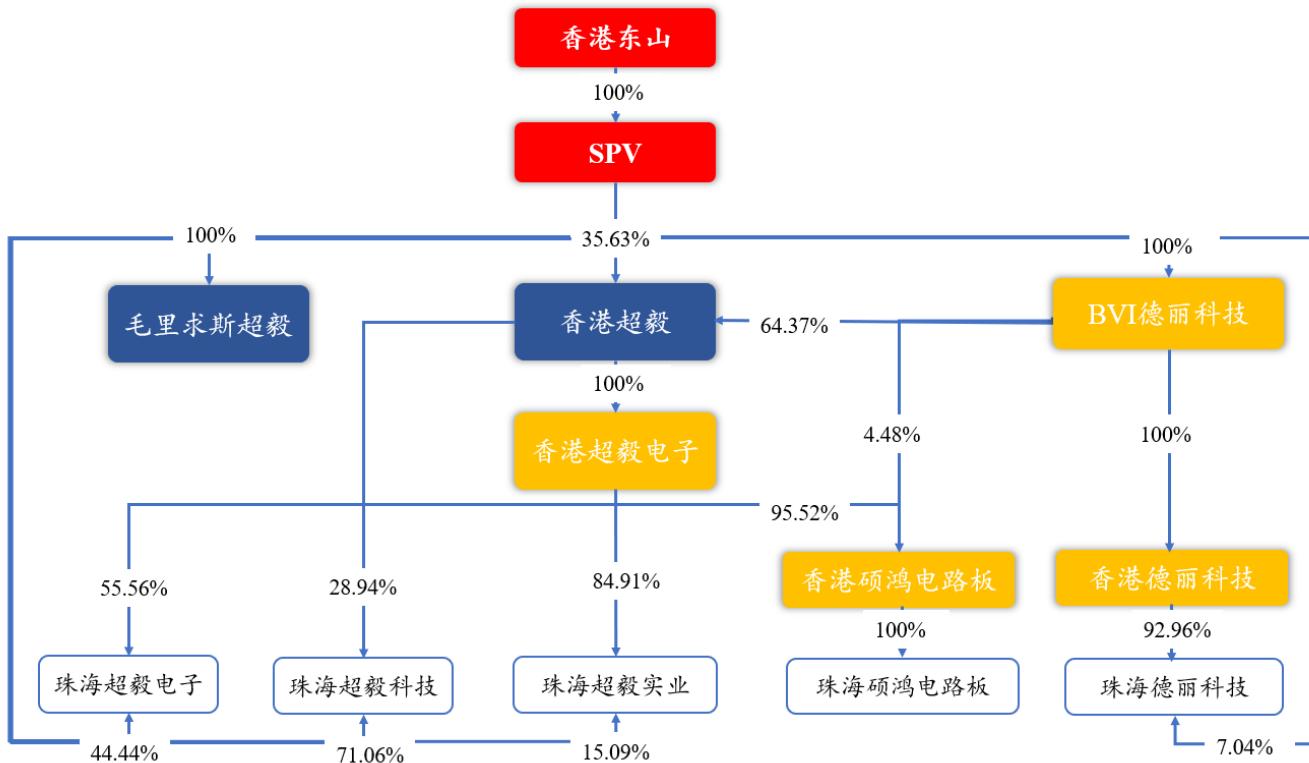
资料来源：Wind、各公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 2.2、硬板：Multek 技术能力强劲，持续改善经营结构

公司收购 Multek PCB 全产品线，填补硬板领域空白。1978 年 Multek 成立于美国加利福尼亚州，原是纳斯达克上市公司 FLEX 下属的 PCB 制造业务公司主体，主要包括珠海超毅科技等 5 家生产公司、香港超毅等 2 家贸易公司及 BVI 德丽科技等 4 家控股公司。Multek 在珠海有五家生产主体，包括珠海超毅电子、珠海超毅科技、珠海超毅实业、珠海硕鸿电路板、珠海德丽科技。公司于 2018 年以香港东山为主体收购 Multek 的股权，交易对价为 2.9 亿美元。

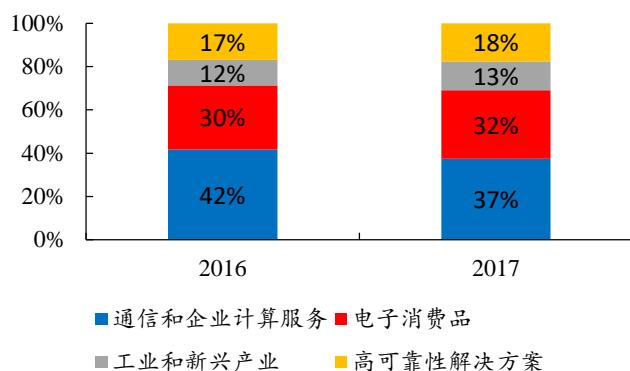
**图19：Multek 包含五个工厂**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

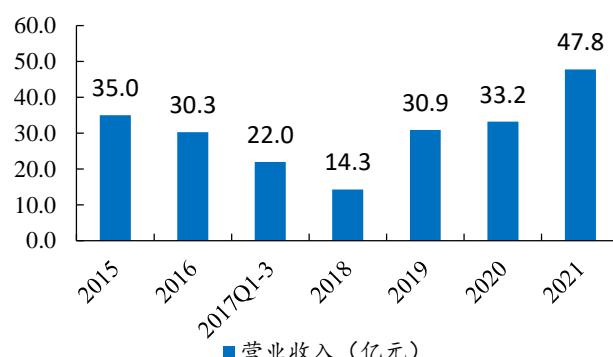
Multek 主要产品包括刚性电路板、刚柔结合电路板、柔性电路板，产品应用于通信设备、企业级服务器、电子消费品、汽车等领域，参考《东山精密：天风证券股份有限公司关于公司重大资产购买之独立财务顾问报告》，2017 年 Multek 中通信和企业计算服务、电子消费品、工业和新兴产业、高可靠性解决方案各业务占比分别为 37%/32%/13%/18%。根据公司公告，2021 年 Multek 的下游分布中，消费电子、数通与通信、汽车客户分别约占 20%/40%/10%，其余为工控和医疗客户。公司收购 Multek 后，营业收入实现攀升，香港超毅电子主体营业收入由 2019 年的 30.9 亿元上升至 47.8 亿元，此外 Multek 部分海外客户的收入通过东山精密集团内的其他贸易平台实现，实际改善状况优于香港超毅电子分部。

图20：2016-2017年 Multek 下游应用结构以通信为主



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：东山精密收购后香港超毅电子营业收入增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

Multek 技术能力扎实，部分产品技术指标反超国内竞争对手。例如，在高多层领域，Multek 机械钻孔直径小于 0.15 毫米，最高厚径比与头部厂商基本看齐，可达到 20:1，最高层数达到 46 层，此外 Multek 还能够提供高密度互联板，实现 1 到 4 阶的任意层互联。

表7：Multek 部分技术指标对标国内领先厂商

	Multek	生益电子	沪电股份	深南电路
最高层数（层）	46	单板 40，背板 56	背板 64，线卡板 40	68
机械钻孔直径(mm)	小于 0.15	≥0.15	0.2	≥0.15
最高厚径比	20:1	25:1	-	单板 20:1，背板 25:1

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

### 3、新能源汽车轻量化趋势下，公司精密制造业务焕发新机

#### 3.1、白车身轻量化发展，新能源车身迎来产业机遇

白车身轻量化趋势加强，铝合金白车身应用广泛。白车身指的是装焊完毕尚未涂装的车身。新能源汽车轻量化是提升安全性、动力性的有效路径，轻量化车身有助于减轻车身重量从而换取更大电池容量、增加续航里程。铝合金是车身轻量化主要材料，与高强钢、冷轧钢等传统车身材料相比减重优势显著。同时，由于铝合金的材料特性，在白车身装配过程中需要增加铆接和焊接工艺，导致加工成本增加，例如参考张鹏等人在《汽车工艺与材料》刊登的文献《白车身铝合金轻量化的应用现状和发展趋势》，前门外板和内板采用铝合金板代替传统冷轧钢，成本将分别上升 110/180 元/kg，此外，铝合金车身的后期维护成本也较高。

表8：白车身铝合金零部件减重优势明显

零部件	原材料（牌号）	替换材料（牌号）	质量变化/Kg	成本变化/Kg
防撞梁	高强钢（GC420/780DP）	挤压铝型材（6061）	-1.1	+104.5
B 柱加强板	高强钢（590DP）	铸造铝合金（6 系 AL-Si-Mg）	-2.5	+95
前纵梁	超高强度钢（780DP）	挤压铝型材（6061）	-5.4	+200
前门外板	冷轧钢（GC220）	铝合金板（6061）	-2.8	+110
前门内板	冷轧钢（GC270）	铝合金板（6061）	-2.5	+180

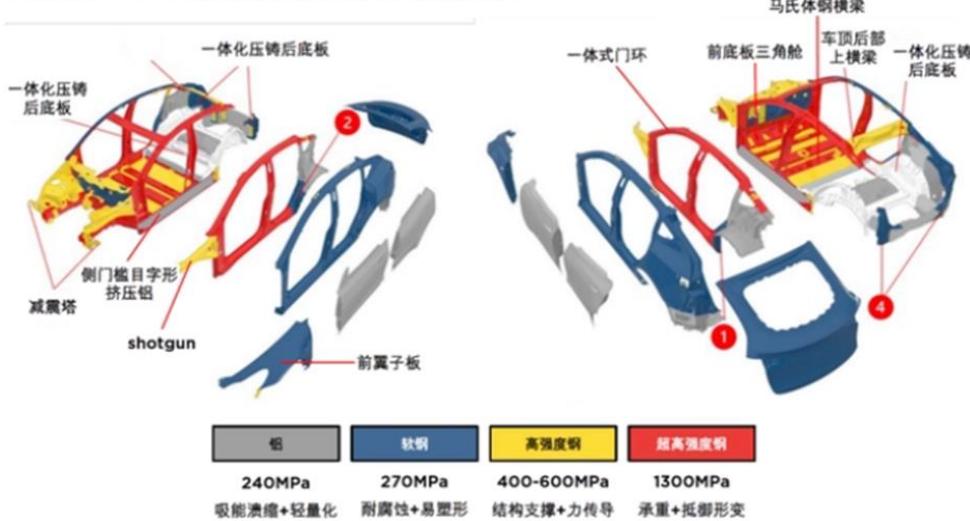
零部件	原材料(牌号)	替换材料(牌号)	质量变化/Kg	成本变化/Kg
发罩外板	锌铁合金板(GX220BD+ZF)	铝合金板(6061)	-3.9	+229.6
发罩内板	锌铁合金板(GD54D+ZF)	铝合金板(6061)	-3.1	+217
行李箱盖外板	锌铁合金板(GX220BD+ZF)	铝合金板(6061)	-3	+143
行李箱盖内板	冷轧钢(GC270F)	铝合金板(6061)	-2.8	+145

资料来源：张鹏《白车身铝合金轻量化应用现状和发展趋势》、开源证券研究所

特斯拉车型采用铝合金铸件，推动车身轻量化趋势。特斯拉综合考虑制造成本及性能优势，铝合金铸件数量占比达到各材料中的首位，以国产 Model Y 白车身为例，采用超高强度钢(红色零件， $\geq 1300 \text{ MPa}$ )、高强度钢(黄色零件， $550\text{-}1200 \text{ MPa}$ )、软钢(蓝色)、铝材质(灰色)的零件占比分别达到 18.7%/38.3%/12.5%/30.5%。此外，特斯拉 Model Y 车型首次采用一体化压铸工艺，将后车身底板、后轮拱、后横纵梁制程了一个铸铝件，将原先通过冲压工艺等生产的 80 个零件铸造为 1 个零件，降低制造成本；在下一代白车身的设计方案中，整车底板总成由大型压铸件组装而成。

图22：特斯拉 Model Y 车型中采用铝合金铸件

#### Model Y 车身结构和材料位置说明：



资料来源：车见万宜公众号

国内汽车铝合金铸件供应商竞争较为充分，各厂商在不同品牌中各自为阵。国内汽车铝合金铸件供应商包括拓普集团、文灿股份、旭升集团、爱柯迪等企业，其中旭升集团参与供应特斯拉 Model 3 车型中的散热器、电池壳体、变速箱壳体等产品，并为 Model S/X、Model 3/Y 车型提供轻量化解决方案。

表9：国内汽车铝合金铸件供应商竞争较为充分

公司简称	主要产品	主要客户
拓普集团	汽车 NVH 减震系统、内外饰系统、轻量化车身、智能座舱部件、热管理系统、底盘系统、空气悬架、智能驾驶系统共八大业务板块	国内：比亚迪、吉利新能源、赛力斯、蔚来、小鹏、理想等新能源车企 国际：与 RIVIAN、LUCID 等科技企业以及 FORD、GM、FCA 等传统车企
文灿股份	发动机系统、变速箱系统、三电系统、底盘系统、制动系统、车身结构等领域汽车铝合金精密铸件	大众、奔驰、宝马、奥迪、雷诺等国际知名整车厂商，特斯拉、蔚来汽车、理想汽车、小鹏汽车、广汽新能源等新能源汽车厂商，比亚迪、吉利、长城汽车、赛力斯等国内知名整车厂商，以及采

公司简称	主要产品	主要客户
旭升集团	悬架、车门框、电驱动、门槛梁、电池包、防撞梁、热管理等精密铝合金零部件	埃孚、博世、大陆、麦格纳、法雷奥、本特勒等全球知名一级汽车零部件供应商。2021年与亿纬锂能、欣旺达及阳光电源等知名电池厂商建立了合作关系。
爱柯迪	汽车雨刮系统、汽车动力系统、汽车热管理系统、汽车转向系统、汽车制动系统及其他系统，新能源汽车三电系统、汽车结构件、汽车视觉系统等适应汽车轻量化、电动化、智能化需求的铝合金精密压铸件	特斯拉（Model S/X、Model 3/Y）、Rivian、Lucid、Polaris、比亚迪、长城汽车、蔚来、理想、小鹏、零跑等整车厂商。采埃孚、法雷奥、西门子、宁德时代、赛科利、亿纬锂能等一级零部件供应商
广东鸿图	燃油汽车：动力总成系统、动力传输系统、底盘系统精密轻合金零部件 混动汽车：动力系统、动力传输系统、三电系统精密轻合金零部件 新能源汽车：车身及底盘结构件、超大型一体化结构件、三电系统精密轻合金零部件 汽车内外饰产品	法雷奥、博世、麦格纳、电产、耐世特、大陆、克诺尔、马勒、吉凯恩、哈金森、博格华纳、上汽集团、舍弗勒、蒂森克虏伯、采埃孚、翰昂、博泽、埃贝赫、Proterra、北极星、罗森伯格、福伊特、伟创力、Stellantis、RomeoPower、速腾聚创、汇川技术、邦奇、纬湃、海康威视、舜宇集团、宁德时代、蜂巢易创、Behr-Hella、Canoo、蔚来、零跑汽车、理想汽车
泉峰汽车	新能源汽车动力系统零部件、电气化底盘零部件，燃油车动力系统零部件、底盘零部件	本田、日产、丰田、通用、克莱斯勒、福特，奔驰、沃尔沃、大众，一汽、上汽、东风、比亚迪、小鹏汽车、蔚来汽车、宁德时代等

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2、钣金及冲压业务积淀已久，新能源应用蓄势待发

公司以精密金属制造业务起家，是国内优质供应商。公司的核心技术主要包括数控技术和钣金技术，提供给客户服务量较大的两个部分包括精密钣金和精密压铸，应用领域从航天飞机、军工机械到家庭用具、电脑配件等。

**表10：公司精密金属制造业务主要包含精密钣金和精密压铸两大板块**

	工艺	应用领域
<b>精密钣金</b>	钣金技术通过多重程序的冷加工工艺（包括剪、冲、折、焊接、铆接、拼装、成型等）对金属薄板（6毫米以下）进行加工，形成复合客户精度要求和功能要求的形状和尺寸。	航天飞机、军工机械、家庭用具、电脑配件
<b>精密压铸</b>	高压作用，使液态或半液态金属以较高的速度充填压铸模具型腔，并在压力下成型和凝固而获得铸件，再通过后期的精密机加工，使产品达到客户的需求精度	

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司因精密金属加工制造技术能力突出，积累了行业顶级客户。参考公司招股说明书，公司在通讯设备集成、通讯无线、太阳能发电设备、核能发电设备、线切割机床设备等细分领域积累了行业内优质的头部客户。

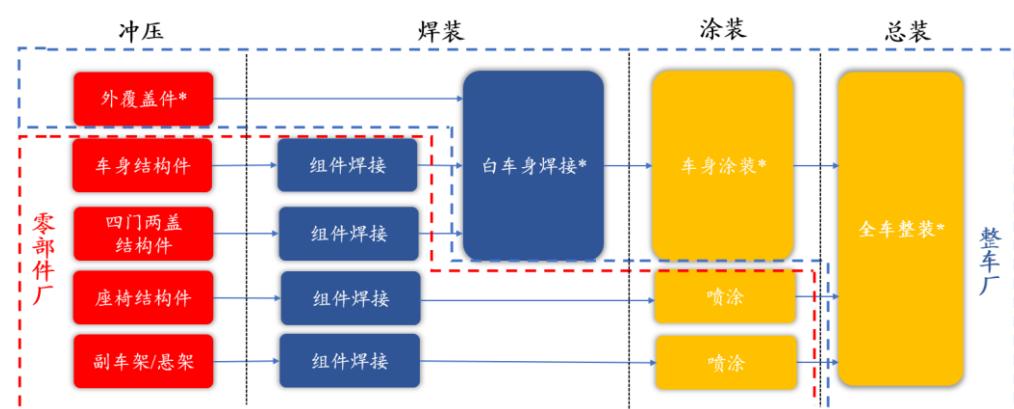
**表11：公司在上市时凭借精密金属加工的优质能力积累下游行业头部客户**

应用领域	主要客户
通讯设备集成	爱立信、华为
通讯无线	安德鲁、安弗施、波尔威
太阳能发电设备	SolFocus
核能发电设备	阿海珐
线切割机床	阿奇夏米尔、沙迪克（世界最大的两家）、三光科技

资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

公司精密金属加工工艺推广至新能源汽车业务，有望发挥传统优势。从技术方面看，公司拥有几十年的精密金属加工经验积累，包括钣金、压铸、冲压、焊接等，符合新能源汽车白车身的加工工艺特点，适用于车身结构、四门两盖结构件、座椅结构件、悬架等零部件的加工。从产业配套能力看，公司过去服务于通信设备类客户，拥有高频低损耗散热技术的经验；公司积累了服务消费电子行业客户的经验，拥有产品快速迭代及响应能力。

**图23：白车身加工依靠冲压、焊接、涂装、总装四大生产环节**



资料来源：立鼎产业研究院、开源证券研究所

公司配合特斯拉扩产，发挥生产基地就近服务优势。由于白车身车门等结构件体积大，受制于运输半径的影响，公司在切入汽车客户的早期，产品配套以白车身结构小件为主，随着后续生产基地的产能释放，有望供应高单价、大体积的料号。公司积极推动新能源汽车业务，布局墨西哥、上海临港、江苏昆山等基地。公司在墨西哥设立研发点，伴随新能源汽车业务发展，公司投资额由 800 万美元增至 9900 万美元，第一期以生产加工散热、金属结构件等产品为主，第一批员工已进驻；在上海临港设立子公司东山新能源，公司出资 19000 万元，生产销售新能源汽车精密结构件、散热片、PCB 等产品；此外，江苏昆山工厂已动工建设。此外，公司原有 TP&LCP 加工工艺，在收购 JDI 子公司苏州晶瑞后有望切入车载显示领域。

**表12：公司布局墨西哥、上海临港、江苏昆山等新能源生产基地**

生产基地	投资情况
墨西哥	通过全资子公司 DSG 以自有资金向墨西哥东山追加投资 9,100 万美元，

	生产基地	投资情况
		墨西哥东山首期投资将由 800 万美元增至 9,900 万美元，第一批员工入驻
上海临港		设立子公司东山新能源，注册资本为人民币 2 亿元，公司出资占注册资本 95%，从事智能新能源汽车等领域零部件的研发、生产、销售等，主要产品包括精密结构构件、散热片、PCB 等
江苏昆山		动工建设

资料来源：公司公告、投资者关系活动表、开源证券研究所

## 4、 盈利预测与投资建议

### 4.1、 盈利预测

基于以下假设，我们预计 2022~2024 年，公司实现营业收入 366.8/458.7/565.5 亿元，YoY+15.4%/25.0%/23.3%，归母净利润为 23.4/30.9/39.8 亿元，YoY+25.7%/32.1%/28.7%，EPS 为 1.37/1.81/2.33 元。

**假设 1：**假设 2022-2024 年公司 PCB 业务收入同比增速为 4.7%/28.2%/24.8%，毛利率维持 17.0%；

**假设 2：**假设 2022-2024 年公司触控面板及模组业务增速为 64.3%/16.1%/13.1%，毛利率维持 8.0%；

**假设 3：**假设 2022-2024 年公司 LED 显示器件业务收入增速为 0%，毛利率维持 14.0%；

**假设 4：**假设 2022-2024 年公司精密组件产品业务收入增速为 20.9%/42.6%/43.4%，毛利率维持 14.0%。

表13：公司分业务收入拆分（单位：亿元）

分类	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计	营业收入	280.9	317.9	366.8	458.7	565.5
	YoY	19.3%	13.2%	15.4%	25.0%	23.3%
	营业成本	235.6	271.6	313.4	391.2	481.5
	毛利	45.3	46.3	53.4	67.5	84.0
	毛利率	16.1%	14.6%	14.6%	14.7%	14.9%
PCB	收入	187.7	205.0	214.6	275.2	343.4
	YoY	28.1%	9.2%	4.7%	28.2%	24.8%
	毛利	31.9	31.8	36.5	46.8	58.4
	毛利率	17.0%	15.5%	17.0%	17.0%	17.0%
触控面板及模组	收入	40.9	51.6	84.7	98.3	111.2
	YoY	7.0%	26.1%	64.3%	16.1%	13.1%
	毛利	5.1	4.2	6.8	7.9	8.9
	毛利率	12.4%	8.2%	8.0%	8.0%	8.0%
LED 显示器件	收入	21.6	26.0	26.0	26.0	26.0
	YoY	-11.0%	20.4%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利	3.1	4.8	3.6	3.6	3.6

分类	项目	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
精密组件产品	毛利率	14.3%	18.3%	14.0%	14.0%	14.0%
	收入	29.9	34.3	41.4	59.1	84.7
	YoY	16.2%	14.5%	20.9%	42.6%	43.4%
	毛利	4.8	5.0	5.8	8.3	11.9
其他	毛利率	16.2%	14.5%	14.0%	14.0%	14.0%
	收入	0.8	1.1	1.3	1.7	2.2
	YoY	13.4%	44.7%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利	0.4	0.6	0.7	0.9	1.2
	毛利率	58.1%	56.6%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4.2、投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**东山精密是国内钣金起家，依靠收购PCB业务切入下游消费电子客户并实现全球份额提升的公司，公司采用职业经理人的模式，通过收购优质资产不断整合以完善业务布局，成长动能从下游消费电子应用切换至新能源汽车，在此基础上，原有的PCB、触控面板及模组、钣金业务经验将不断复用，提升经营效益。我们预计2022~2024年公司归母净利润为23.4/30.9/39.8亿元，当前股价对应PE为20.5/15.5/12.1倍。我们选取FPC苹果产业链供应商鹏鼎控股(002938.SZ)、从消费电子转向汽车电子的零件制造商立讯精密(002475.SZ)、特斯拉结构件供应商拓普集团(601689.SH)作为可比公司，公司当前估值低于行业平均估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

**表14：公司估值低于可比公司估值**

公司代码	公司简称	收盘价		EPS（元）			PE		
		2023/3/3	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002938.SZ	鹏鼎控股	29.22	1.43	2.14	2.22	2.38	13.7	13.2	12.3
002475.SZ	立讯精密	30.25	1.00	1.38	1.87	2.34	21.9	16.2	12.9
601689.SH	拓普集团	61.00	0.92	1.60	2.25	3.06	38.1	27.1	19.9
平均							24.6	18.8	15.0
002384.SZ	东山精密	28.12	1.09	1.37	1.81	2.33	20.5	15.5	12.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（立讯精密盈利预测与估值数据来自Wind一致预期）

## 5、风险提示

消费电子需求不及预期、新能源钣金业务竞争加剧、人民币升值导致汇兑损失、客户拓展不及预期。

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	21858	21731	26539	33039	39176	<b>营业收入</b>	28093	31793	36681	45869	56547
现金	5154	5401	7336	9174	11309	营业成本	23525	27129	31339	39119	48146
应收票据及应收账款	7161	7681	9443	11970	14428	营业税金及附加	87	73	110	138	170
其他应收款	567	38	629	205	824	营业费用	485	341	448	550	650
预付账款	195	186	272	301	406	管理费用	686	782	954	1147	1357
存货	5977	6452	6884	9416	10236	研发费用	910	1029	1174	1376	1696
其他流动资产	2803	1974	1974	1974	1974	财务费用	630	437	357	463	538
<b>非流动资产</b>	15645	16221	17180	19855	22628	资产减值损失	-85	-187	-220	-275	-339
长期投资	101	143	184	226	267	其他收益	202	269	100	120	140
固定资产	11225	10736	11628	14165	16768	公允价值变动收益	13	9	4	6	8
无形资产	355	297	283	269	230	投资净收益	19	42	9	10	9
其他非流动资产	3964	5044	5086	5195	5362	资产处置收益	21	-14	0	0	0
<b>资产总计</b>	37503	37951	43719	52894	61805	<b>营业利润</b>	1798	2114	2634	3487	4486
<b>流动负债</b>	19379	18934	23004	29155	34242	营业外收入	13	3	7	7	8
短期借款	8579	8047	9815	14083	14893	营业外支出	25	6	10	12	13
应付票据及应付账款	9211	8377	11941	13420	17793	<b>利润总额</b>	1786	2111	2631	3482	4480
其他流动负债	1589	2511	1249	1652	1555	所得税	249	250	289	383	493
<b>非流动负债</b>	4949	4347	4046	3970	3807	<b>净利润</b>	1537	1861	2342	3099	3987
长期借款	2765	2031	1729	1654	1491	少数股东损益	7	-2	0	6	6
其他非流动负债	2184	2316	2316	2316	2316	<b>归属母公司净利润</b>	1530	1862	2342	3093	3982
<b>负债合计</b>	24328	23281	27050	33125	38049	EBITDA	3984	4348	4375	5661	7057
少数股东权益	106	94	94	100	106	EPS(元)	0.89	1.09	1.37	1.81	2.33
股本	1710	1710	1710	1710	1710						
资本公积	8137	8100	8100	8100	8100	<b>主要财务比率</b>	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	3674	5387	7729	10828	14815	<b>成长能力</b>					
<b>归属母公司股东权益</b>	13069	14577	16576	19669	23650	营业收入(%)	19.3	13.2	15.4	25.0	23.3
<b>负债和股东权益</b>	37503	37951	43719	52894	61805	营业利润(%)	135.5	17.5	24.6	32.4	28.6
						归属于母公司净利润(%)	117.8	21.7	25.7	32.1	28.7
						<b>盈利能力</b>					
						毛利率(%)	16.3	14.7	14.6	14.7	14.9
						净利率(%)	5.4	5.9	6.4	6.7	7.0
						ROE(%)	11.7	12.7	14.0	15.7	16.8
						<b>偿债能力</b>					
						ROIC(%)	7.4	8.1	8.9	9.4	10.7
						资产负债率(%)	64.9	61.3	61.9	62.6	61.6
						净负债比率(%)	68.3	55.1	39.3	45.5	32.0
						流动比率	1.1	1.1	1.2	1.1	1.1
						速动比率	0.7	0.7	0.8	0.7	0.8
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
						应收账款周转率	4.4	4.3	4.3	4.3	4.3
						应付账款周转率	2.7	3.1	3.1	3.1	3.1
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.89	1.09	1.37	1.81	2.33
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	1.88	2.63	1.36	3.89
						每股净资产(最新摊薄)	7.64	8.52	9.69	11.50	13.83
						<b>估值比率</b>					
						P/E	31.4	25.8	20.5	15.5	12.1
						P/B	3.7	3.3	2.9	2.4	2.0
						EV/EBITDA	14.0	12.8	12.4	10.0	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。  
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持 (underperform)	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡 (underperform)	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号 楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号 楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn