

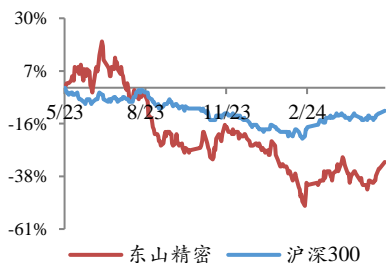
新兴应用迭出，PCB+汽车电子双轮驱动

投资评级：增持（首次）

报告日期：2024-05-06

收盘价(元)	16.05
近12个月最高/最低(元)	29.34/11.01
总股本(百万股)	1,710
流通股本(百万股)	1,390
流通股比例(%)	81.31
总市值(亿元)	274
流通市值(亿元)	223

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

邮箱：chenyaobo@hazq.com

分析师：刘志来

执业证书号：S0010523120005

邮箱：liuzhilai@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 事件

2024年4月17日，东山精密公告2023年度报告，2023年公司实现营业收入336.5亿元，同比增长6.6%；实现归母净利润19.65亿元，同比下降17.0%；实现扣非归母净利润16.16亿元，同比下降24.0%。对应4Q23公司单季度收入111.5亿元，同比增长27.3%，环比增长26.2%；单季度归母净利润6.3亿元，同比下降19.7%，环比增长24.3%；单季度扣非归母净利润5.8亿元，同比下降13.6%，环比增长25.9%。

2024年4月24日，公司公告2024年一季度报告，1Q24公司实现营业收入77.5亿元，同比增长18.9%；实现归母净利润2.9亿元，同比下降38.7%；实现扣非归母净利润2.6亿元，同比下降6.7%。

● PCB业务稳健向上，汽车电子快速增长

2023年公司实现营业收入336.5亿元，同比增长6.6%；对应4Q23公司单季度收入111.5亿元，同比增长27.3%，环比增长26.2%。2023年在消费电子市场整体疲软的形势下，公司PCB业务展现了良好的韧性，公司PCB业务实现收入232.61亿元，同比增长6.61%，新能源车业务发展势头迅猛，营收同比增加168.39%。1Q24公司收入77.5亿元，同比增长18.9%，我们认为增长主要来自于汽车电子以及部分业务并表的影响。公司2023年毛利率15.2%，同比下降2.4pct，净利率5.8%，同比下降1.7pct，公司核心业务毛利率平稳，主要是受LED业务拖累，导致整体毛利率受损，不过季度维度看，毛利率呈现修复态势，4Q23毛利率17.6%，环比增长2.8pct，净利率5.7%，环比基本持平。1Q24毛利率13.6%，同比下降1.2pct，主要因为精密制造业务稼动率爬坡影响所致。

利润角度而言，公司2023年实现归母净利润19.65亿元，同比下降17.0%；实现扣非归母净利润16.16亿元，同比下降24.0%。单季度归母净利润6.3亿元，同比下降19.7%，环比增长24.3%；单季度扣非归母净利润5.8亿元，同比下降13.6%，环比增长25.9%。拆分来看，公司核心业务中的PCB部分，其毛利额同比继续有所增长，整体利润的下降主要是由于LED等部分光电显示器件及模组产能利用率和售价均不及预期，形成了阶段性亏损，拖累了整体表现。1Q24公司归母净利润2.9亿元，同比下降38.7%；扣非归母净利润2.6亿元，同比下降6.7%；扣非利润基本稳定，后续随精密制造业务逐步爬坡上量以及LED业务亏损收窄，整体利润表现有望企稳回升。

● 新兴应用迭出，PCB规格继续升级

智能手机功能创新包括折叠屏的手机逆势增长，驱动单机FPC用量快速增加；生成式AI进入手机和电脑的应用，2024年有望成为AI手机和AI PC的元年，AI的加入对手机FPC规格或将提出更高要求，驱动FPC层数增加、线宽线距更小，进而提升单机FPC价值量。各大头部

厂商 XR 类产品陆续推出，如苹果推出的智能终端 Vision Pro，创造了新的软硬板需求，随着品类出货量的增长，相应的 PCB 需求也会水涨船高；此外，汽车 PCB 需求也随新能源汽车的渗透率逐步成长。

● **投资建议**

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 24.05、30.82、35.37 亿元，对应的 EPS 分别为 1.41、1.80、2.07 元，最新收盘价对应 PE 分别为 11.4、8.9、7.8x。首次覆盖给予公司“增持”评级。

● **风险提示**

市场复苏不及预期；产品拓展不及预期；稼动率爬坡不及预期；行业竞争加剧；地缘政治风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33651	37986	43020	47794
收入同比 (%)	6.6%	12.9%	13.3%	11.1%
归属母公司净利润	1965	2405	3082	3537
净利润同比 (%)	-17.1%	22.4%	28.1%	14.7%
毛利率 (%)	15.2%	16.0%	16.6%	16.4%
ROE (%)	10.8%	11.8%	13.2%	13.1%
每股收益 (元)	1.15	1.41	1.80	2.07
P/E	15.81	11.41	8.90	7.76
P/B	1.71	1.35	1.17	1.02
EV/EBITDA	8.35	6.52	4.85	3.66

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1. PCB 业务稳健向上，汽车电子快速增长.....	5
2. 新兴应用迭出，PCB 规格继续升级.....	7
风险提示:	8
财务报表与盈利预测.....	9

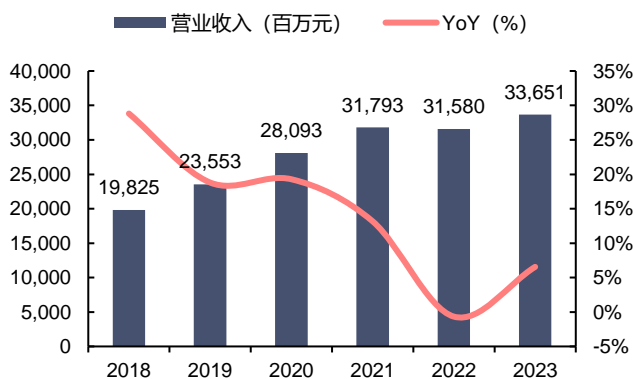
图表目录

图表 1 公司年度收入情况.....	5
图表 2 公司季度收入情况.....	5
图表 3 公司年度毛利率及净利率.....	5
图表 4 公司季度毛利率及净利率.....	5
图表 5 公司年度利润情况 (百万元)	6
图表 6 公司季度利润情况 (百万元)	6
图表 7 公司期间费用率.....	6
图表 8 公司研发投入 (百万元)	6
图表 9 公司存货情况 (百万元)	6
图表 10 公司存货周转天数.....	6
图表 11 AI 手机未来的渗透率.....	7
图表 12 公司各产品线布局情况.....	8
图表 13 公司产品在新能源汽车的应用情况.....	8

1. PCB 业务稳健向上，汽车电子快速增长

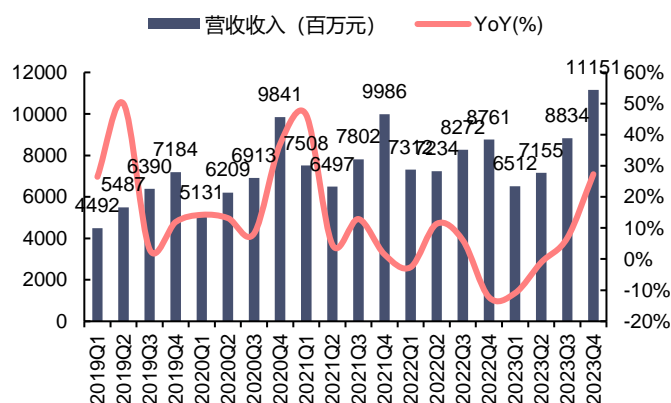
2023 年公司实现营业收入 336.5 亿元，同比增长 6.6%；对应 4Q23 公司单季度收入 111.5 亿元，同比增长 27.3%，环比增长 26.2%。2023 年在消费电子市场整体疲软的形势下，公司 PCB 业务展现了良好的韧性，公司电子电路业务实现销售 232.61 亿，较去年同比增长 6.61%，新能源车业务发展势头迅猛，营收较去年同比增加 168.39%。公司 2023 年毛利率 15.2%，同比下降 2.4pct，净利率 5.8%，同比下降 1.7pct，公司核心业务毛利率平稳，主要是 LED 业务拖累导致整体毛利率受损，不过季度维度看，毛利率呈现修复态势，4Q23 毛利率 17.6%，环比增长 2.8pct，净利率 5.7%，环比基本持平。

图表 1 公司年度收入情况



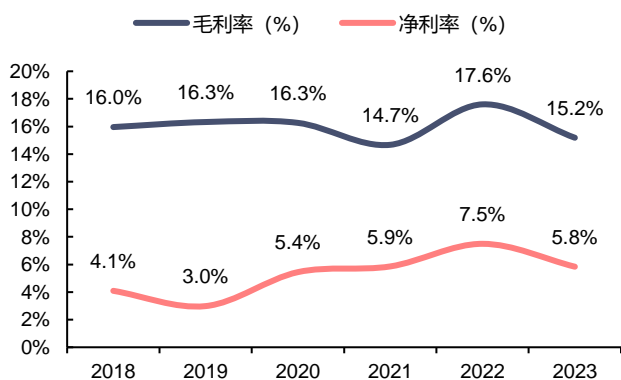
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 2 公司季度收入情况



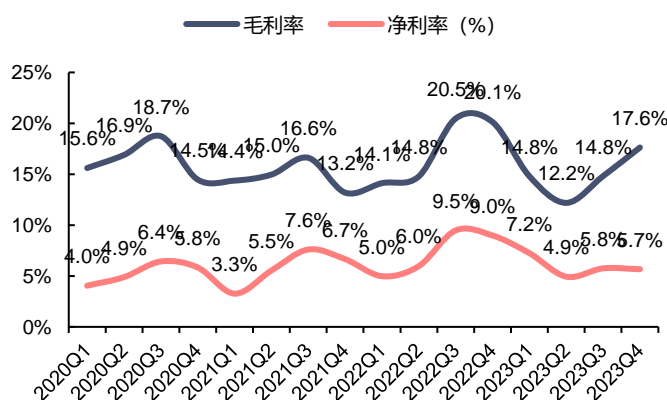
资料来源：Wind，华安证券研究所

图表 3 公司年度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

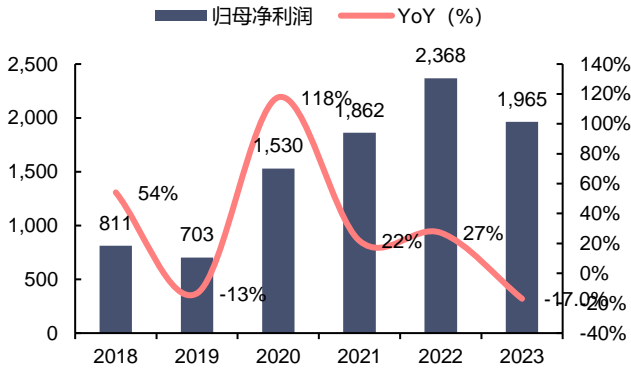
图表 4 公司季度毛利率及净利率



资料来源：Wind，华安证券研究所

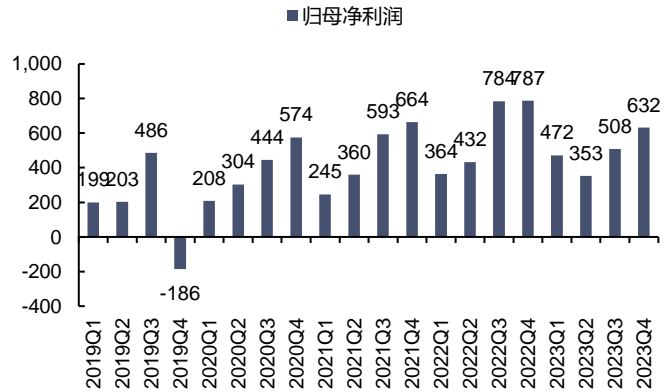
利润角度而言，公司全年实现归母净利润 19.65 亿元，同比下降 17.0%；实现扣非归母净利润 16.16 亿元，同比下降 24.0%。单季度归母净利润 6.3 亿元，同比下降 19.7%，环比增长 24.3%；单季度扣非归母净利润 5.8 亿元，同比下降 13.6%，环比增长 25.9%。拆分来看，公司核心业务中的 PCB 部分，其毛利额同比继续有所增长，利润的下降主要是由于 LED 等部分光电显示器件及模组产能利用率和售价均不及预期，形成了阶段性亏损，拖累了整体表现。

图表 5 公司年度利润情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

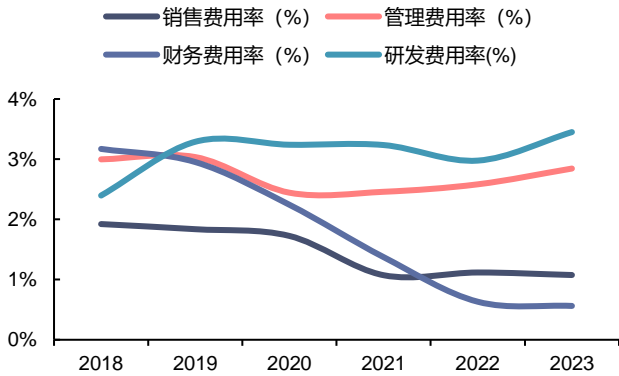
图表 6 公司季度利润情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

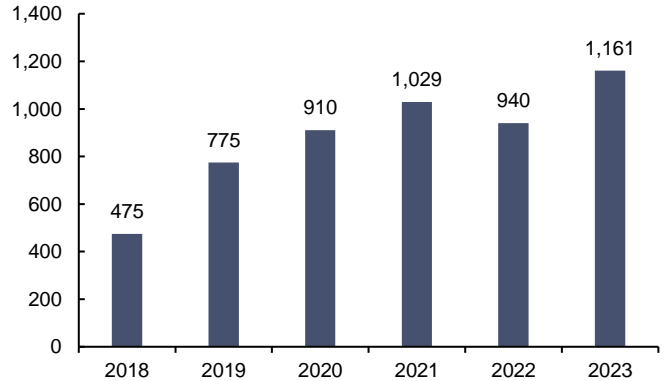
公司期间费用绝对值保持相对稳定, 同时期间费用率因为收入的增长而有所下降。从期间费用的结构来看, 财务费用绝对值和比率都有非常显著的下降, 契合了公司资产负债率的下降态势, 公司在研发费用上的投入保持稳健增长, 是近几年期间费用的主要增量来源。此外, 公司存货绝对值平稳, 存货周转天数有明显的下降。

图表 7 公司期间费用率



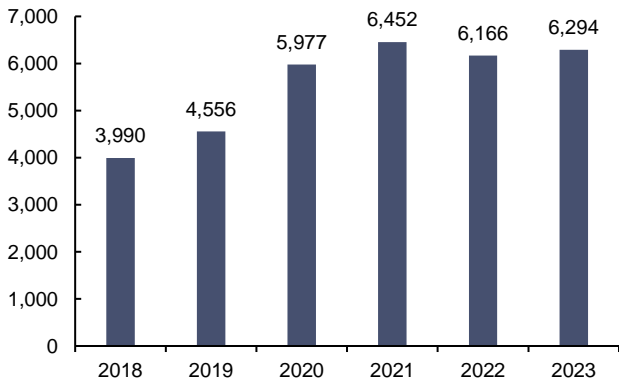
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 8 公司研发投入 (百万元)



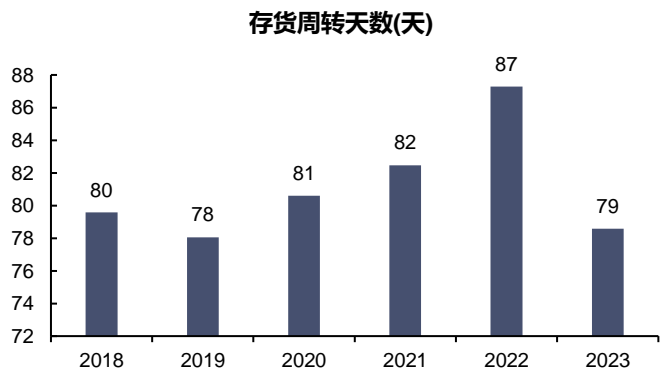
资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 9 公司存货情况 (百万元)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 10 公司存货周转天数



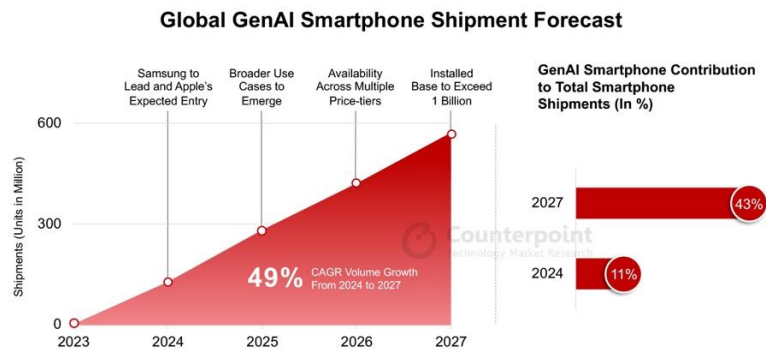
资料来源: Wind, 华安证券研究所

2. 新兴应用迭出，PCB 规格继续升级

全球 PCB 下游应用市场分布广泛，主要包括消费电子、新能源汽车、通信设备、工业控制、医疗等领域。随着研发的深入和技术的不断升级，PCB 产品逐步向高密度、小孔径、大容量、轻薄化的方向发展。智能手机功能创新包括折叠屏的手机逆势增长，驱动单机 FPC 用量快速增加；生成式 AI 进入手机和电脑的应用，2024 年有望成为 AI 手机和 AI PC 的元年；各大头部厂商智能眼镜类新产品的推出，也将催化元宇宙产业走向成熟；此外新能源汽车产业也进入了市场驱动的高速成长期。

根据咨询机构 Counterpoint 的数据，生成式人工智能 (GenAI) 智能手机出货量将在 2023~2027 年迅速增长，预计 2024 年出货量占比为 11%，到 2027 年将达到 5.5 亿部，占比 43%，年均复合增长率为 49%。机构预计到 2027 年，生成式 AI 智能手机的市场保有量将突破 10 亿部。

图表 11 AI 手机未来的渗透率



资料来源：Counterpoint，华安证券研究所

公司通过外延并购和内生发展相结合的方式，不断优化和完善产业及产品结构，突破自身发展瓶颈，持续导入能带来新利润增长点的优势产品。公司产品线横向已形成了涵盖电子电路、光电显示、精密制造三大板块，能为消费电子及新能源汽车客户提供多种智能互联互通领域基础核心器件。

在电子电路领域，根据咨询机构 PrismaMark 的研究报告数据，以 2023 年收入规模计算，公司柔性线路板 (FPC) 排名全球第二，PCB 排名全球第三。

在触控显示模组、LED 显示器件领域，公司是国内触控显示模组和 LED 显示器件领域规模较大的企业之一。2023 年 1 月，公司完成对苏州晶端的收购，进一步拓展车载显示模组业务，触控显示模组业务整体实力进一步增强。

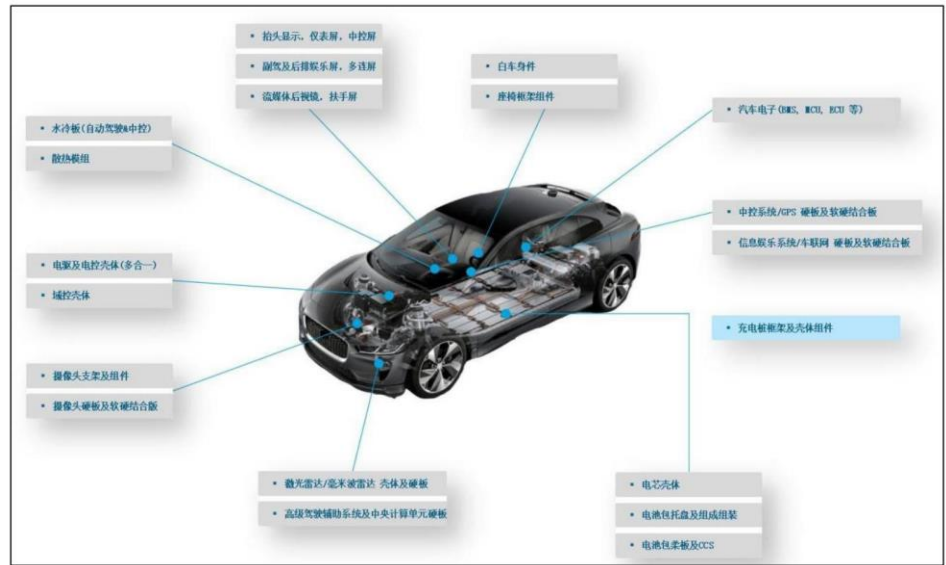
在精密组件领域，公司产品涵盖新能源汽车和通信设备等领域相关结构件产品，主要服务全球知名新能源汽车、通信设备厂商，行业竞争力较强。公司是上游供应商中为数不多的能为新能源汽车客户提供 PCB (含 FPC)、车载屏、功能性结构件等多种产品及综合解决方案的厂商。未来多产业链、一体化的优势将进一步加深公司与客户的黏性。

图表 12 公司各产品线布局情况

产品分类	产品名称	产品特点	应用场景
电子电路产品	柔性线路板	柔性线路板是由柔性基材制成的印刷线路板，基材由金属导体箔、胶粘剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装，适合具有小型化、轻量化和移动要求的各类电子产品。	主要应用于消费电子、新能源汽车、通信设备、工业设备、AI、服务器、医疗器械等行业。
	刚性线路板	刚性电路板又分为单层板、双层板、普通多层板、高层板、HDI板、ELIC板等。普通多层线路板通常为四层或四层以上；高层线路板一般层数大于18层；HDI板为高密度互连 (HighDensityInterconnect) 板，指具有高精度的线路板，可实现高密度布线；ELIC板为任一层互联 (EveryLayerInterconnection) 板，是HDI板中的高端产品。通常印刷线路板层数越多，越有利于实现信号的快速传输，提高数据处理性能。	
	刚柔结合线路板	刚柔结合板为柔性线路板与刚性线路板经过压合等工序，按相关工艺要求组合在一起，形成的具有柔性线路板特性与刚性电路板特性的线路板，可以用于一些有特殊要求的产品之中，既有一定的挠性区域，也有一定的刚性区域，对节省产品内部空间，减少成品体积，提高产品性能有很大的帮助。	
精密组件产品	各类精密金属制品	通过压铸、冲压、钣金、精密机加工等工艺形成的满足客户需求精度的精密金属件，包括新能源汽车的功能性结构件、移动通信基站天线、滤波器等。	主要应用于新能源汽车及储能、通信设备等。
触控显示模组	触控面板	触控面板和液晶显示模组是智能手机、平板电脑等消费电子产品显示屏模块的重要组成部分，公司既能够为客户提供触控面板、液晶显示模组单独组件，也能够提供触控显示模组整体产品。	主要应用于智能手机、平板电脑、智能手表等领域。
	液晶显示模组		
	车载显示模组	车载显示模组是用于汽车中的显示设备的模块。它通常是一种集成化的显示屏和控制电路的组件，用于在车辆内显示各种信息和图像。	
LED显示器件		LED显示器件是用环氧树脂或有机硅把LED芯片和支架封装起来形成的产品。公司LED显示器件包括0606、0808、1010、1515、2121、1921、2525、2727等多种型号。	主要应用于室内外小间距高清显示屏等专业显示和商用领域。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 13 公司产品在新能源汽车的应用情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

风险提示：

市场复苏不及预期；产品拓展不及预期；稼动率爬坡不及预期；行业竞争加剧；地缘政治风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22446	26275	32014	38523	营业收入	33651	37986	43020	47794
现金	7190	9791	13878	18662	营业成本	28542	31894	35893	39976
应收账款	7713	8441	9560	10621	营业税金及附加	123	152	172	191
其他应收款	77	84	96	106	销售费用	362	418	473	526
预付账款	80	96	108	120	管理费用	957	1064	1162	1243
存货	6294	6723	7188	7786	财务费用	189	199	195	154
其他流动资产	1092	1140	1185	1228	资产减值损失	-439	-365	-424	-309
非流动资产	21926	21200	19923	18355	公允价值变动收益	-10	0	0	0
长期投资	155	155	155	155	投资净收益	4	15	6	8
固定资产	12415	11769	11032	10205	营业利润	2065	2703	3463	3974
无形资产	864	824	784	744	营业外收入	141	0	0	0
其他非流动资产	8492	8451	7951	7251	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	44372	47475	51937	56878	利润总额	2191	2703	3463	3974
流动负债	17850	18820	20200	21605	所得税	226	297	381	437
短期借款	5156	5156	5156	5156	净利润	1965	2405	3082	3537
应付账款	8039	8860	9970	11105	少数股东损益	1	0	0	0
其他流动负债	4655	4804	5074	5344	归属母公司净利润	1965	2405	3082	3537
非流动负债	8332	8296	8296	8296	EBITDA	4563	4898	5745	6305
长期借款	4706	4706	4706	4706	EPS (元)	1.15	1.41	1.80	2.07
其他非流动负债	3625	3590	3590	3590					
负债合计	26181	27116	28497	29901					
少数股东权益	47	47	47	47					
股本	1710	1710	1710	1710					
资本公积	8064	8065	8065	8065					
留存收益	8369	10536	13618	17155					
归属母公司股东权益	18143	20311	23393	26930					
负债和股东权益	44372	47475	51937	56878					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	5172	4332	5196	5693	成长能力				
净利润	1965	2405	3082	3537	营业收入	6.6%	12.9%	13.3%	11.1%
折旧摊销	2243	1996	2087	2178	营业利润	-27.5%	30.9%	28.1%	14.7%
财务费用	356	293	293	293	归属于母公司净利	-17.1%	22.4%	28.1%	14.7%
投资损失	-13	-15	-6	-8	获利能力				
营运资金变动	312	-700	-696	-630	毛利率 (%)	15.2%	16.0%	16.6%	16.4%
其他经营现金流	1961	3459	4214	4490	净利率 (%)	5.8%	6.3%	7.2%	7.4%
投资活动现金流	-4839	-1241	-816	-616	ROE (%)	10.8%	11.8%	13.2%	13.1%
资本支出	-3429	-1023	-822	-624	ROIC (%)	6.4%	7.5%	8.6%	8.9%
长期投资	-1072	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-338	-219	6	8	资产负债率 (%)	59.0%	57.1%	54.9%	52.6%
筹资活动现金流	-243	-286	-293	-293	净负债比率 (%)	143.9%	133.2%	121.6%	110.8%
短期借款	-2638	0	0	0	流动比率	1.26	1.40	1.58	1.78
长期借款	1508	0	0	0	速动比率	0.86	1.00	1.19	1.39
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	9	1	0	0	总资产周转率	0.79	0.83	0.87	0.88
其他筹资现金流	878	-288	-293	-293	应收账款周转率	4.57	4.70	4.78	4.74
现金净增加额	187	2601	4087	4784	应付账款周转率	4.07	3.77	3.81	3.79
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.15	1.41	1.80	2.07
					每股经营现金流(薄)	3.03	2.53	3.04	3.33
					每股净资产	10.61	11.88	13.68	15.75
					估值比率				
					P/E	15.81	11.41	8.90	7.76
					P/B	1.71	1.35	1.17	1.02
					EV/EBITDA	8.35	6.52	4.85	3.66

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 陈耀波, 华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士, 有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管, 博时基金投资部等, 具有 8 年买方投研经验。

分析师: 刘志来, 华安证券电子分析师。2020-2021 年曾任职于信达证券, 2023 年加入华安证券。4 年电子行业研究经验, 兼具买卖方视角。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。