



# 东观大势，山铸基石，消电与汽电双驱动

——东山精密首次覆盖报告

## 买入 (首次)

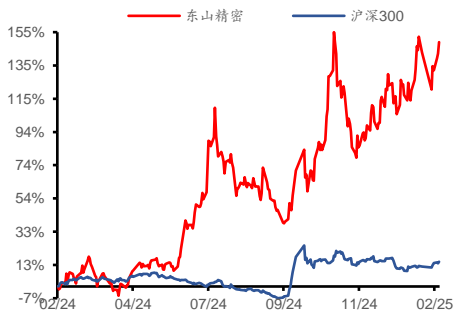
行业： 电子  
日期： 2025年02月14日

分析师： 王红兵  
SAC 编号： S0870523060002

### 基本数据

最新收盘价 (元)	34.34
12mth A 股价格区间 (元)	13.22-35.19
总股本 (百万股)	1,705.91
无限售 A 股/总股本	81.27%
流通市值 (亿元)	476.06

### 最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

### ■ 投资摘要

三大产业多元发展，全球布局制造基地，为全球客户提供高质量PCB产品服务。东山精密通过内生外购深耕拓展、优化主业，逐步形成了电子电路、光电显示和精密制造三大板块，系电子电路领域全球第二的柔性线路板企业，全球第三的印刷电路板企业。公司近年依托在消费电子、通信设备行业积累的技术优势，积极开拓新能源汽车行业全新赛道，构建起以消费电子和新能源汽车为核心的产业发展格局。公司制造基地分布于深圳、秦皇岛、淮安、印度，服务半径覆盖中国大陆、中国香港、中国台湾、日本、韩国、美国及越南等地，可为全球客户提供高速、高质、低成本及高附加值的PCB设计、开发、制造及销售服务。2023年实现营业收入336.51亿元，创历史最好水平，同比增长6.56%。2024年前三季度实现营收264.66亿元，同比增长17.62%。

#### 1、消费电子绑定北美大客户，FPC产业链持续完善。

- 消费电子是FPC最大应用市场，FPC下游需求旺盛。FPC占PCB市场份额稳定，FPC市场主要分布在亚太、欧洲和北美地区，其中亚太地区占据全球FPC市场份额最大，中国近年逐渐成为FPC主要产地，中国地区FPC产值占全球的比重不断提升。消费电子是FPC最大应用市场，通过显示、触控、指纹识别、摄像头的模组进入下游市场。
- AI手机技术升级有望带来全面换机潮和AI手机单机软板用量的提升空间。以ChatGPT为代表的人工智能技术的快速发展，AI服务器及人工智能领域产品的发展为PCB行业带来新机遇。随着人工智能的变革性发展，AI手机是未来AI应用最大的场景之一，有望带来全面换机潮和AI手机单机软板用量的提升空间，是软板行业最大确定性增长新机遇。
- 收购MFLX导入软板业务，切入北美客户供应链。公司2016年收购MFLX公司100%股权，涉及主业转移与海外并购。MFLX已列入北美客户供应链，公司收购有助于搭起与北美客户之间的合作桥梁，丰富客户渠道。随着北美客户等国际品牌对供应链多样化的诉求增强，中国FPC行业正加速向高端产品转型，在AI手机、AIPC趋势驱动下，新一轮换机潮有望逐步开始，带动消费电子行业复苏，AI有望成为带动PCB行业成长的新动力。

#### 2、汽车电子新能源业务发展强劲，打造第二成长曲线。

- 消费需求和厂商产品力不断提升，新能源汽车市场规模高速增长。中国新能源市场规模逐年提升，可选车型丰富，产品具有吸引力，市场需求强劲符合长期发展趋势，有望持续保持高增长。
- 收购PCB制造商Multek，布局全球化制造业务。公司2018年完成对伟创力旗下的PCB制造业务的收购，进军PCB硬板的研发、设计和制造业务领域。公司收购Multek旨在市场客户、技术研发、公司运营等多个领域实现优势互补和协同效应，更好地服务广大客户。

- **坚持大客户发展战略，持续释放新产能。**公司在汽车行业主要服务北美新能源汽车客户，主供的产品有白车身、散热、FPC、电芯、壳体等。公司拥有平台优势，收购MFLEX和超毅后，仍保留了原来在美国的销售管理团队，其与海外客户都能保持良好的沟通，拥有大客户的信赖和加持。公司自2022年至今在墨西哥（自建）、美国（购建）、泰国（自建，未投产）建立生产基地，截至2024年7月，墨西哥和美国工厂主要服务新能源汽车客户。

## ■ 投资建议

公司横向多品类，纵向一体化，聚焦消费电子和新能源行业相关核心器件的研发生产，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。我们预计2024-2026年公司实现归母净利润18.53亿元（yoy-5.7%）、27.97亿元（yoy+51.0%）、32.93亿元（yoy+17.7%），对应EPS分别为1.09元、1.64元、1.93元，当前股价对应估值32倍、21倍、18倍，首次覆盖给予“买入”评级。

## ■ 风险提示

客户集中度不及预期；行业技术快速升级换代不及预期；国际贸易环境不及预期；市场拓展不及预期；汇率波动不及预期；汽车零部件产品的质量控制不及预期。

## ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	33651	38277	43953	50933
年增长率	6.6%	13.7%	14.8%	15.9%
归母净利润	1965	1853	2797	3293
年增长率	-17.1%	-5.7%	51.0%	17.7%
每股收益（元）	1.15	1.09	1.64	1.93
市盈率（X）	29.82	31.62	20.94	17.79
市净率（X）	3.23	2.98	2.68	2.40

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年02月12日收盘价）

## 目 录

<b>1 东山精密：三大产业多元发展，铸就全球 PCB 龙头企业</b> .....	<b>5</b>
1.1 立业数十载，三大产业业务驱动多元发展.....	5
1.2 家族式控股管理，股权结构稳定.....	5
1.3 三大业务齐头并进，产品应用领域广泛.....	6
1.4 业绩稳健成长，收购资产加强盈利水平.....	8
<b>2 消费电子：绑定北美大客户，人工智能带动消费电子革新</b> .....	<b>11</b>
2.1 人工智能带动消费电子革新，FPC 下游需求旺盛.....	11
2.2 FPC 占 PCB 市场份额稳定，日韩 FPC 厂商逐步转至大陆地区.....	12
2.3 下游需求拉动行业发展，技术创新带动 PCB 新机遇，国产 FPC 加速高端化.....	13
2.4 收购 MFLX 导入软板业务，切入北美客户供应链.....	13
2.5 北美客户 Apple Intelligence 带动 PCB 升级，有望开启新一轮换机周期.....	14
2.6 与北美客户深度绑定，构筑护城河优势.....	15
<b>3 汽车电子：新能源业务发展强劲，打造第二成长曲线</b> .....	<b>16</b>
3.1 消费需求和厂商产品力不断提升，新能源汽车市场规模高速增长.....	16
3.2 收购 PCB 制造商 Multek，布局全球化制造业务.....	17
3.3 新能源业务快速成长，发展韧性强劲.....	17
3.4 坚持大客户发展战略，持续释放新产能.....	20
<b>4 盈利预测</b> .....	<b>21</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>22</b>

## 图

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）.....	5
图 3：公司电子电路主要产品.....	7
图 4：公司光电显示主要产品.....	7
图 5：公司精密制造主要产品.....	8
图 6：2019-2024 年前三季度营业收入及同比.....	9
图 7：2019-2024 年前三季度归母净利润及同比.....	9
图 8：2022Q1-2024Q3 单季营业收入及同比增长率.....	9
图 9：2022Q1-2024Q3 单季归母净利润及同比增长率.....	10
图 10：2019-2023 年公司收入结构（亿元）.....	10
图 11：2019-2023 年公司收入结构.....	10
图 12：2019-2024 年前三季度公司毛利率和净利率情况.....	11
图 13：全球产值分布情况.....	12
图 14：2027 预计各领域 FPC 需求占比.....	13
图 15：2022-2023 年中国主要 FPC 厂商总营收情况（单位：亿元）.....	13
图 16：公司提供印刷电路板技术解决方案.....	14

---

图 17: 公司服务行业 .....	14
图 18: 近年公司前五大客户销售额 (单位: 亿元) .....	15
图 19: 全球电动汽车市场份额变化情况 .....	16
图 20: 全球电动汽车销量变化情况 .....	16
图 21: 2013-2023 中国新能源汽车产量 (单位: 万辆) ....	17
图 22: 2013-2023 中国新能源汽车销量 (单位: 万辆) ....	17
图 23: 公司产品在新能源汽车的应用情况 .....	18

## 表

表 1: 公司主要产品及其用途 .....	6
表 2 FPC 产业链主要环节 .....	12
表 3 公司新能源汽车相关产品 (部分) .....	19

# 1 东山精密：三大产业多元发展，铸就全球 PCB 龙头企业

## 1.1 立业数十载，三大产业业务驱动多元发展

产品种类多样，致力于核心器件提供商发展。东山精密前身是成立于 80 年代苏州东山镇的一家小型钣金和冲压工厂，通过内生外购深耕拓展、优化主业，逐步形成了电子电路、光电显示和精密制造三大板块。其中在电子电路领域，公司是全球第二的柔性线路板企业，全球第三的印刷电路板企业。公司近年依托在消费电子、通信设备行业积累的技术优势，积极开拓新能源汽车行业全新赛道，构建起以消费电子和新能源汽车为核心的产业发展格局。2010 年 4 月，公司成在深圳证券交易所上市。

图 1：公司发展历程

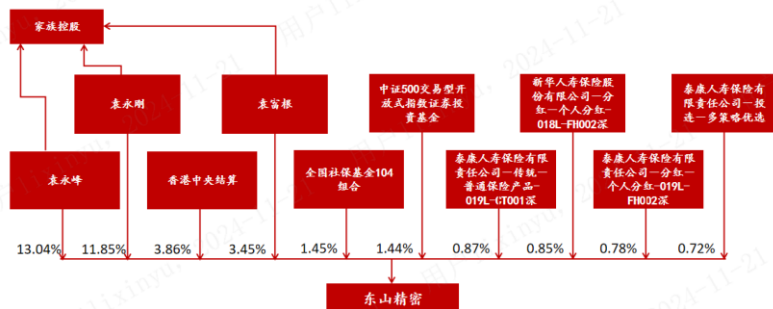


资料来源：公司官网，上海证券研究所

## 1.2 家族式控股管理，股权结构稳定

股权结构稳定，袁氏父子为实际控制人，家族合计持股 28.34%。袁氏家族为实际控制人，截至 2024 年 9 月 30 日，三人合计持股 28.34%，其中袁永刚任公司董事长，直接持股 11.85%；袁永峰任公司总经理，直接持股 13.04%；袁富根直接持股 3.45%。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 1.3 三大业务齐头并进，产品应用领域广泛

公司主营电子电路、光电显示、精密制造三大业务板块，产品种类丰富，应用领域广泛。公司电子电路主要从事柔性电路板、刚性电路板和刚柔结合板等产品的研发、设计、生产、销售业务；公司光电显示主要从事 LED 器件、触控面板及液晶显示模组等产品的研发、设计、生产、销售业务；公司精密制造主要从事精密金属结构件及组件业务等产品的设计、生产、销售业务，广泛应用于汽车、通信基站、医疗等领域。公司产品线横向涵盖三大业务板块，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。

表 1：公司主要产品及其用途

产品分类	产品名称	产品特点介绍	应用场景
电子电路产品	柔性电路板	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。
	刚性电路板	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 (High Density Interconnect) 板，指具有高精密度的线路板，可实现高密度布线；ELIC 板为任一层互联 (Every Layer Interconnection) 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、消费类电子等。
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、笔记本及平板电脑、智能手表等领域。
	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。	主要用于汽车中控屏、仪表盘及后视镜等领域。

资料来源：公司公告，上海证券研究所

收购 MFLEX、MFLEX 拓宽电子电路市场，具有较强的技术研发、质量控制、智能工厂管理等能力，能够为客户提供优质的产品和服务。公司 2016 年收购北美客户供应商 MFLEX，2018 年收购伟创力旗下 PCB 子公司 Multek，成为兼具高精密 FPC、HDI 和高多层 PCB 量产能力的全球领先电路板供应商。MFLEX 是电子电路产业的前行者，FPC 全球排名前三，内资排名第一，现拥有超 2000 名研发工程管理人员，自 1984 年于美国诞生以来，依托 2 大基地、3 座工厂及全球客户服务网络，为全球各大消费电子、新能源汽车、“AR/VR”、通讯、物联网品牌提供互联解决方案，是少数

能提供特定设计和整套解决方案的 FPC 供应商之一。MULTEK 是全球公认的互联解决方案提供商，拥有全球 5000 多名员工，在十几个国家设有办事处，凭借互连技术中心(ITC)实验室、全球应用工程师网络和杰出的原型开发和快速试生产能力，为 200 多家活跃客户提供刚性电路板、柔性电路板、刚柔结合电路板组装和成品装配，及技术先进的电路板端到端互连解决方案。

图 3：公司电子电路主要产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司光电显示业务拥有 LED 事业部和精密触控显示事业部。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。LED 事业部是高清电子显示行业的解决方案专家，产量规模全球前三，年营收超 26 亿，现拥有超 500 名研发管理人员，拥有“硅胶压模封装技术专利”和背光 LED 封装的开发生产能力，为寻求高清电子显示屏、手机、电视背光、照明等产品支持的国际知名品牌提供优良发光源产品。触控显示事业部系触控显示领域触控面板制造商，技术团队强大、生产设备先进、管理体系完善，深耕触控显示领域 20 余年，年度营收超 80 亿元，现拥有超 40 名研发管理人员，为客户提供一站式触控显示产品智能制造解决方案，成为全球触控显示智能制造厂商，2023 年布局新能源汽车业务，完成对苏州晶端的全资收购，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。

图 4：公司光电显示主要产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

精密制造事业部积极布局新能源汽车零配件生产制造领域，凭借多年在精密零部件行业的研发设计、生产制造能力，已与海内外主流新能源汽车厂商达成稳定、紧密、长期的战略合作关系。精密制造事业部系全球前列的通信设备射频子系统和天线系统供应商，年营收近 5 亿美金，拥有近 2000 名专业工程人员，其中机构设计、热管理和射频产品设计研发人员达 5%，内部纵向集成了跨越机械、机电、电子零部件、组件和成品的供应链，创立 15 年以来，凭借 24\*7 的全球交付响应能力，为全球优秀通信设备制造商提供核心器件。精密制造积极推进全球化布局，产业遍布苏州、盐城、墨西哥、美国，全方位开发应用于新能源汽车等领域的新产品和服务。

图 5：公司精密制造主要产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

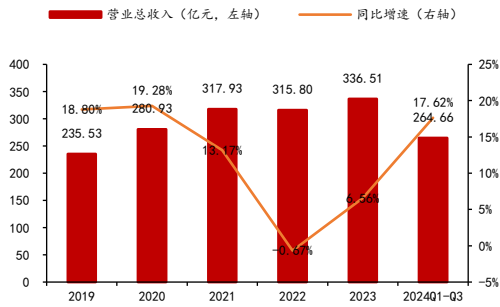
#### 1.4 业绩稳健成长，收购资产加强盈利水平

公司业绩稳健增长，营收规模不断扩大。2019 年-2023 年，公司营业收入分别为 235.53、280.93、317.93、315.80 和 336.51 亿元，年均复合增长率为 9.33%。2024 年前三季度公司实现营收 264.66 亿元，同比增加 17.62%。

公司归母净利润五年复合增长率近 30%，2023 年小幅下降。2019 年-2023 年公司的归母净利润分别为 7.03、15.30、18.62、23.68、19.65 亿元，年均复合增长率为 29.31%。2024 年前三季度公司实现归母净利润 10.67 亿元，同比下降 19.91%，主要系新基地新产品产能处于爬坡阶段、内部基地整合产生的一次性成本、LED 业务亏损扩大、非经常性损益比同期减少、汇率波动对财务费用的影响，以及公司持续的研发投入所致。

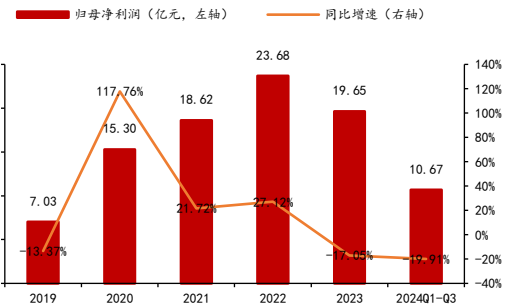


图 6：2019-2024 年前三季度营业收入及同比



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

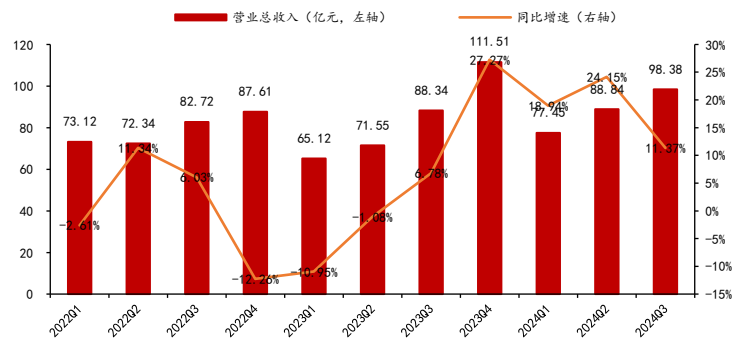
图 7：2019-2024 年前三季度归母净利润及同比



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

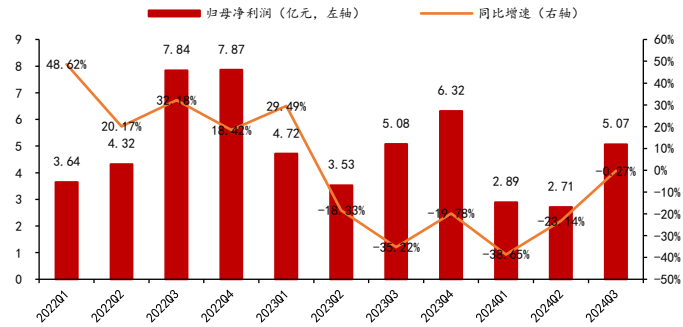
分季度看，公司 2022 年和 2023 年下半年的营收之和明显高于上半年的营收之和，2024 年单季度营收均高于 2023 年单季度。利润端方面，受复杂多变的行业竞争环境影响，东山精密非核心业务特别是 LED 业务由于同质化产品竞争激烈导致亏损，连续 6 个季度呈现增收不增利现象。我们认为 FPC 设计、技术层面等方面的难度加大，公司拥有可持续发展能力，市场竞争逐渐显现出头部集中化的趋向，伴随技术和供应链的发展，头部地位更为稳固。未来随着公司大力推进海内外生产基地的建设，且完成了对苏州晶端、美国 Aranda 工厂的收购，不断拓展产品线，使其盈利能力保持较强水平。

图 8：2022Q1-2024Q3 单季营业收入及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

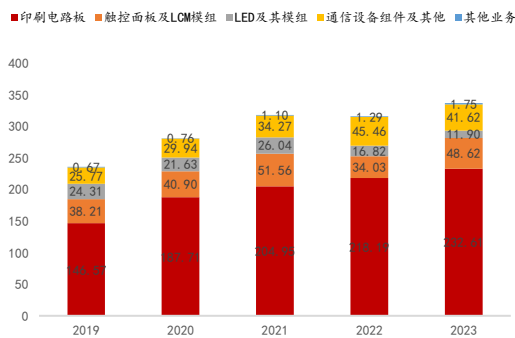
图 9：2022Q1-2024Q3 单季归母净利润及同比增长率



资料来源：Wind，上海证券研究所

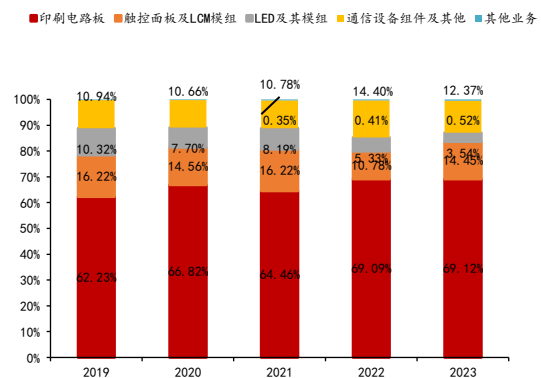
主营电子电路、光电显示、精密制造三大业务板块，产品种类丰富，应用领域广泛。2024 年前三季度电子电路、触控显示和精密制造业务均有所增长，其中电子电路业务得益于客户业务恢复增长和市场竞争格局集中，触控显示业务受益于下游行业需求复苏，精密制造业务增长来自新能源领域的增长。其中新能源板块 24 年前三季度营收 61.60 亿元 (yoy+36.89%)，主要系核心客户业务恢复、新增料号、新基地量产爬坡顺利并实现扭亏,以及国内其他新势力客户业务持续放量所致。触控显示板块 2024 年实现扭亏为盈，主要系公司 2023 年收购的苏州晶端持续稳步改善，将原本用于小尺寸的组装线转换大尺寸的组装业务，未来公司持续推动汽车模组业务与全球顶级厂商的合作，培育新的增长点。

图 10：2019-2023 年公司收入结构 (亿元)



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 11：2019-2023 年公司收入结构

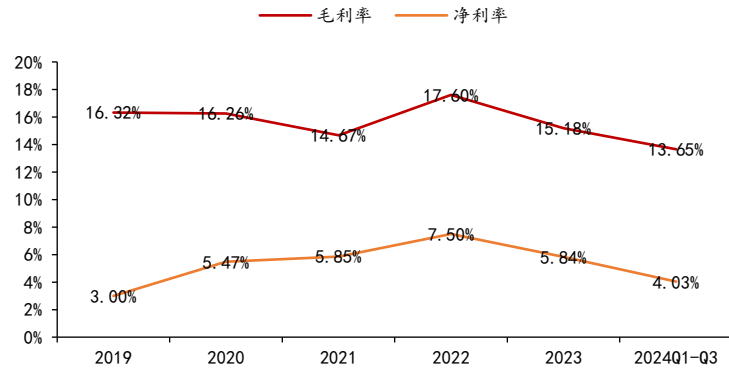


资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

公司毛利率和净利率有所下降，系公司在电子电路与精密制造领域的市场竞争加剧，导致产品价格承压下降所致。2019-2023 年及 2024 年前三季度公司毛利率分别为 16.32%、16.26%、14.67%、17.60%、15.18%和 13.65%，净利率分别为 3.00%、

5.47%、5.85%、7.50%、5.84%和 4.03%，公司毛利率和净利率有所下降主要系公司 LED 显示器件毛利率较去年减亏 20.06%，2023 年同期降价影响较大，2024 年公司积极调整经营策略初见成效，运营效率逐步提升，亏损收窄明显。

图 12: 2019-2024 年前三季度公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2 消费电子：绑定北美大客户，人工智能带动消费电子革新

### 2.1 人工智能带动消费电子革新，FPC 下游需求旺盛

**FPC 应用领域不断扩大，FPC 产业链不断完善。**FPC 上游主要是基材和铜箔生产商，中游是制造加工商，下游是终端应用厂商。中游制造加工商是关键环节，提供高质量、高效率的 FPC 制造服务，满足终端应用厂商的需求。FPC 中游企业负责设计、制造和测试 FPC 产品，涉及电路设计、材料裁切、图形转移、金属化、蚀刻、层压、表面处理、切割、组装和最终测试等复杂的工艺流程，要求高精制造能力和严质量控制，确保 FPC 具备轻薄、可弯折、高可靠性等特点，适应下游应用领域的需求。

消费电子是 FPC 最大应用市场，通过显示、触控、指纹识别、摄像头的模组进入下游市场。FPC 可直接用于智能手机、平板电脑、PC、消费类电子、功能手机和其他产品，分别占比 29%、22%、13%、19%、4%和 13%。一部智能手机大约需要 10-15 片 FPC，AR/VR 设备单机 FPC 用量范围 10-20 条，传感器多、电路复杂、性能高的高端机型 FPC 用量在 20 条以上。

表 2 FPC 产业链主要环节

环节	工艺	涉及厂商
基材生产	FPC 的基材主要是聚酰亚胺薄膜、聚酯薄膜	日本东丽、美国杜邦、韩国 SKC
铜箔生产	FPC 的铜箔主要是用于制作导电层	日本三菱材料、美国 Olin Brass、中国铝业
制造加工	PC 的制造加工主要包括印刷、蚀刻、贴膜、冲孔、折弯	日本日立化成、韩国 LG 化学、中国台湾鑫像电子
终端应用	FPC 的终端应用主要包括移动设备、医疗设备、汽车电子、航空航天	北美客户、三星、华为、GE、波音

资料来源：贝哲斯咨询，上海证券研究所

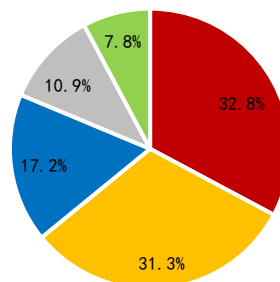
## 2.2 FPC 占 PCB 市场份额稳定，日韩 FPC 厂商逐步转至大陆地区

FPC 占 PCB 市场份额稳定，主亚太区市场份额最大。根据 FPC 信息网，2022 年全球 FPC 市场规为 204 亿美元，预计 2025 年达 287 亿美元，6 年 CAGR 可达 13.0%，2019 年至 2025 年 FPC 板占全球 PCB 市场份额将始终稳定在 18%-20%。FPC 市场主要分布在亚太、欧洲和北美地区，其中亚太地区占据全球 FPC 市场份额最大。

日韩生产成本持续攀升，中国大陆 FPC 产值占比不断提升。随着日本、韩国生产成本持续攀升，发达国家的 FPC 厂商纷纷在中国投资设厂，制造中心由国外移至中国大陆，国际知名的 FPC 厂商如日本 NOK、日东电工和住友电工等均在中国投资设厂，与此同时中国本土的 FPC 厂商也不断发展壮大，在全球 FPC 市场中占据越来越重要的角色。近年来，中国逐渐成为 FPC 主要产地，中国地区 FPC 产值占全球的比重不断提升。

图 13：全球产值分布情况

中国台湾 中国大陆 日本 韩国 其他

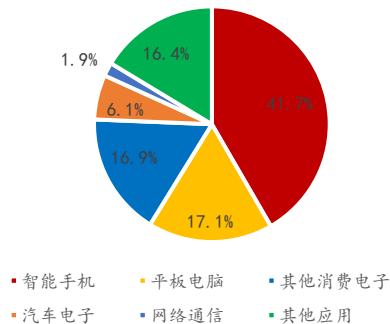


资料来源：江西省电子电路行业协会，上海证券研究所

## 2.3 下游需求拉动行业发展，技术创新带动 PCB 新机遇，国产 FPC 加速高端化

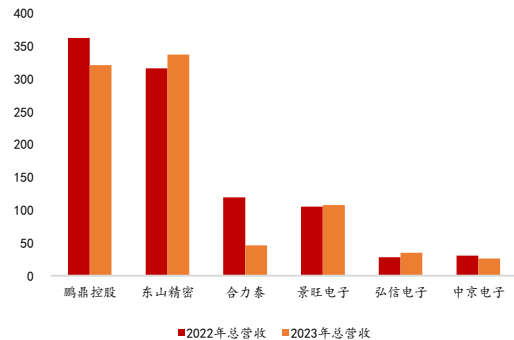
以 ChatGPT 为代表的人工智能技术的快速发展，AI 服务器及人工智能领域产品的发展为 PCB 行业带来新机遇。AI 手机技术升级有望带来全面换机潮和 AI 手机单机软板用量的提升空间。我们认为随着人工智能的变革性发展，AI 手机是未来 AI 应用最大的场景之一，有望带来全面换机潮和 AI 手机单机软板用量的提升空间。

图 14：2027 预计各领域 FPC 需求占比



资料来源：久谦资本，上海证券研究所

图 15：2022-2023 年中国主要 FPC 厂商总营收情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

## 2.4 收购 MFLX 导入软板业务，切入北美客户供应链

公司 2016 年收购 MFLX 公司 100% 股权，涉及主业转移与海外并购。MFLX 于 1984 年 10 月成立于美国加利福尼亚，2004 年在特拉华州重新注册并在纳斯达克上市。在收购 MFLX 前，东山精密专注于精密铸件领域，产品主要应用在通讯设备、新能源和机床制造等领域，业务在精密钣金行业也较为领先，但随着精密金属制造行业竞争加剧，市场规模逐渐萎缩。在并购整合后，公司业务逐渐向精密电子制造转型，收入呈现出并购式增长的趋势。在 2016 年涉及 PCB 制造后，公司营业收入增长率 40% 左右，营业利润率大幅增长。

MFLX 已入列北美客户供应链，公司收购有助于搭起与北美客户之间的合作桥梁，丰富客户渠道。供应链方面，公司收购 MFLX 后，可掌握上游原物料、零组件供应，并扩大与终端客户关

系，有利于加强 LCM 和 FPC 产品的研发、设计、一体化组装和配套服务，提升产品质量，降低产品价格，增强与国内竞争对手的比较优势。**国际市场方面**，MFLX 在美国、新加坡、韩国、中国香港、中国台湾等国家和地区拥有完整的专业销售服务团队，提供一系列成体系的销售及售后服务，跨国并购助力公司进一步提升国际影响力，开拓海外市场，扩大海外高端客户群体奠定基础，加强公司的国际化布局。

图 16：公司提供印刷电路板技术解决方案



资料来源：MFLX 官网，上海证券研究所

图 17：公司服务行业



资料来源：MFLX 官网，上海证券研究所

## 2.5 北美客户 Apple Intelligence 带动 PCB 升级，有望开启新一轮换机周期

北美客户广泛使用 FPC，国产 FPC 加速高端化。随着北美客户等国际品牌对供应链多样化的诉求增强，多家中国 FPC 厂商成功进入其供应链体系，标志着国产 FPC 在技术和品质上已达到国际标准。此外，政策的扶持与市场需求的驱动下，中国 FPC 行业正加速向高端产品转型，如折叠屏手机、5G 通信和汽车电子等新应用领域拓展，展现了国产 FPC 强大的市场潜力和产业升级的活力。

**AI 手机具备端侧运行 AI 大模型的能力，可提升用户交互和使用体验。**根据 IDC 预测，预计 2024 年全球新一代 AI 手机出货量达 1.7 亿部，约占智能手机整体出货量的 16%；受消费者对 AI 助手和端侧处理等增强功能需求的推动，Canalys 预测，预计 2023-2028 年 AI 手机市场年均复合增长率达 63%。

北美客户 WWDC24 展示新一代 iOS18、iPadOS18、macOS15、watchOS11、tvOS18 和 visionOS 的前沿创新，其中手机与 PC 操作系统将会引入 Apple Intelligence，在操作系统底层

请务必阅读尾页重要声明

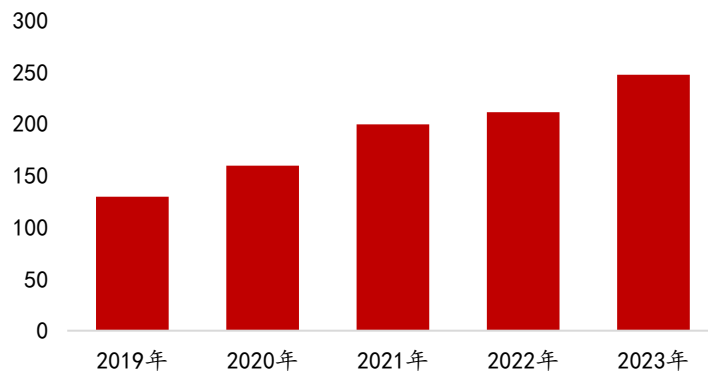
技术上引入 AI 模型，赋能 APP 应用。Intelligence 仅支持 A17Pro 以及 M 系列芯片，对应手机终端目前仅支持 iPhone15Pro 及 ProMax 两款机型，我们认为随着 Apple Intelligence 发布，新老款手机在 AI 功能的巨大差异将催化老用户加速换机，从而拉动北美客户整体销量提升。

**AI 有望成为带动 PCB 行业成长的新动力。** PCB 需随着 AI 服务器芯片升级来相应地升级，要求层数提升、传输损耗降低、设计灵活度增强、抗阻功能更佳，这也让 AI 服务器 PCB 的价值量大幅提升，相当于普通服务器 PCB 的 5 倍至 6 倍。

## 2.6 与北美客户深度绑定，构筑护城河优势

公司 2023 年前五大客户占比 73.5%，是小米及北美客户的 FPC 主要供应商。随着华为手机出货量的下降，小米和北美客户分别占据了中低端和高端市场的份额，公司成为市场变化的主要受益者，FPC 业务迎来增长。2023 年公司营收 336.51 亿元 (yoy+6.56%)，印刷线路板 (PCB) 为公司核心收入来源，其中触控面板及液晶显示模组业务营收 48.62 亿元 (yoy+42.88%)，是公司增速最快板块。

图 18：近年公司前五大客户销售额（单位：亿元）



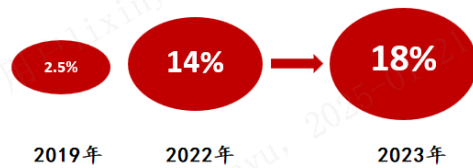
资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 3 汽车电子： 新能源业务发展强劲， 打造第二成长曲线

#### 3.1 消费需求和厂商产品力不断提升， 新能源汽车市场规模高速增长

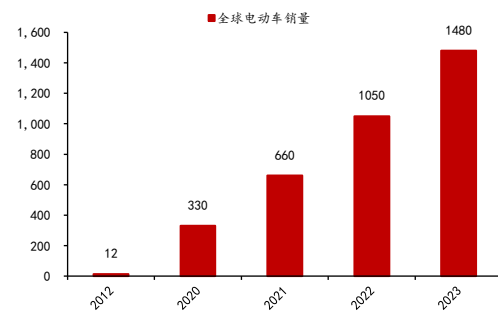
中国新能源市场规模逐年提升， 可选车型丰富， 产品具有吸引力， 市场需求强劲符合长期发展趋势， 有望持续保持高增长。 根据艾媒咨询， 2023 年中国新能源市场规模 11.5 千亿元（yoy+16.2%）， 2025 年有望达 23.1 千亿元。 根据 IEA 发布的《全球电动汽车展望 2024》， 2023 年全球近 18% 的汽车销售类型为电动汽车， 达 1480 万辆， 高于 2022 年的 14% 和 2019 年的 2.5%， 增长势头强劲， 电动汽车市场发展潜力不断提升。

图 19： 全球电动汽车市场份额变化情况



资料来源： 国家能源署， 艾媒数据中心， 上海证券研究所

图 20： 全球电动汽车销量变化情况

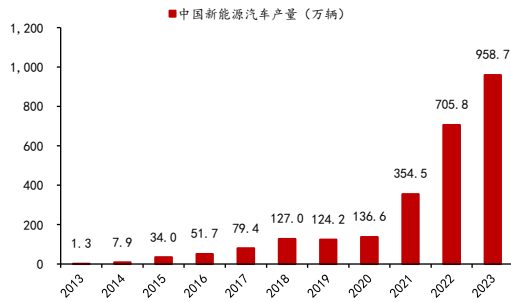


资料来源： 国家能源署， 艾媒数据中心， 上海证券研究所

根据艾媒咨询， 中国新能源汽车销量在 2013-2023 年持续增长， 2023 年产销量最高， 分别为 958.7 万辆和 949.5 万辆， 主要系消费需求增长和厂商产品力提升， 推动新能源汽车销量快速增长。

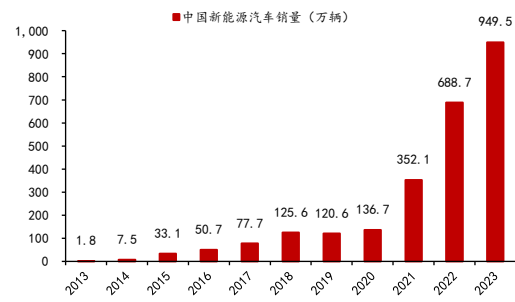


图 21: 2013-2023 中国新能源汽车产量 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 艾媒数据中心, 上海证券研究所

图 22: 2013-2023 中国新能源汽车销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 艾媒数据中心, 上海证券研究所

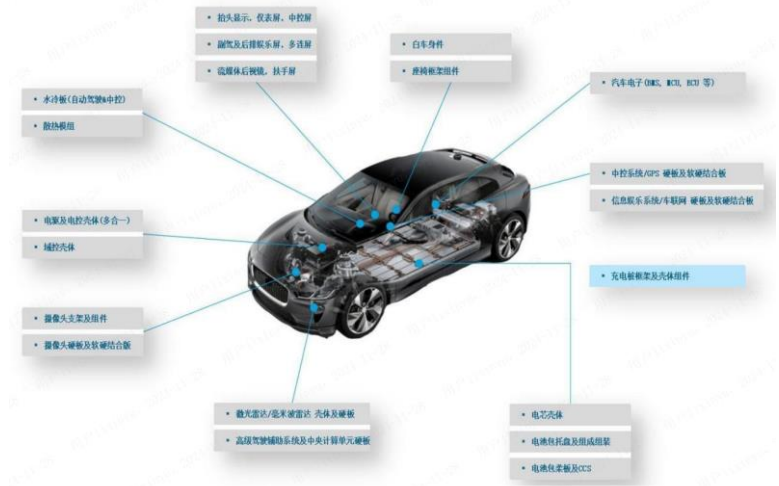
### 3.2 收购 PCB 制造商 Multek, 布局全球化制造业务

公司 2018 年完成对伟创力旗下的 PCB 制造业务的收购, 进军 PCB 硬板的研发、设计和制造业务领域。Multek 是一家全球知名的 PCB 制造商, 在全球 30 多个国家拥有上百家子公司, 业务涉及通信、汽车、网络、医疗、能源等多行业。Multek 作为伟创力旗下 PCB 制造业务的核心资产, 拥有行业领先的 PCB 研发制造技术和遍布全球的优质客户资源, 产品覆盖通信设备、消费电子、汽车、AR 等多个行业, 年销售规模约 5 亿美元, 是全球 PCB 行业定位于高端 PCB 产品设计和制造的知名厂商。公司收购 Multek 旨在市场客户、技术研发、公司运营等多个领域实现优势互补和协同效应, 更好地服务广大客户。

### 3.3 新能源业务快速成长, 发展韧性强劲

公司通过集聚资源, 强化内外部的协同, 采取更加灵活的市场开发策略, 促进新能源业务的良好发展, 助力公司长期可持续发展。随着新产能的逐步释放、新产品的平稳交付, 公司消费电子业务与新能源业务已经构成较有韧性的业务组合, 为公司的高质量发展奠定了坚实的基础。










图 23：公司产品在新能源汽车的应用情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

新能源汽车市场快速发展，车载 FPC 产品市场需求提升，公司作为国际领先新能源汽车制造商的配套供应商，汽车产品丰富。新能源汽车集成电机控制器拥有体积小、功率密度比高、成本低、集成化程度高等特点；新能源汽车整车控制器对车辆各个模块进行监控和通讯，是车辆的核心控制单元，拥有体积小，三合一精简化等特点；EPS 控制单元散热片有非常严格的清洁度要求，单位面积内小于 0.01mg，精准的尺寸要求，孔位之间的相对位置度要求±0.005mm，垂直螺纹孔不允许有任何变形。

**表 3 公司新能源汽车相关产品（部分）**

产品	用途	特点	图片
新能源汽车集成电机控制器	为新能源汽车打造的电机控制器，能源：高精度高速检测电压电流，控制：高效电机控制	<ul style="list-style-type: none"> <li>体积小，功率密度比高</li> <li>成本低，集成化程度高</li> </ul>	
新能源汽车整车控制器	为新能源汽车打造的整车控制器，对车辆各个模块进行监控和通讯，是车辆的核心控制单元	<ul style="list-style-type: none"> <li>体积较小，三合一精简化</li> <li>IP67 防护</li> </ul>	
EPS 控制单元散热片	EPS 转向系统的控制单元散热片	<ul style="list-style-type: none"> <li>非常严格的清洁度要求，单位面积内小于 0.01mg，精准的尺寸要求，孔位之间的相对位置度要求±0.005mm。</li> <li>垂直螺孔不允许有任何变形。</li> </ul>	
汽车安全带卷轴支架	汽车安全带回卷支架，应用在 BMW 某车型	<ul style="list-style-type: none"> <li>非常严格的表面光洁度要求，喷涂后不允许有任何颗粒。</li> <li>精准的尺寸要求，孔位之间的相对位置度要求±0.005mm。</li> </ul>	
新能源汽车可编程熔丝散热框架	可编程熔丝散热框架为可编程熔丝芯片/单元，提供装配/保护功能	<ul style="list-style-type: none"> <li>体积较小，成本低</li> <li>翅片薄高密，散热效率高</li> </ul>	
电火花线切割油箱	该产品用于世界优秀电火花线切割设备，其产品复杂程度高，密封性要求高。	<ul style="list-style-type: none"> <li>结构复杂度高的容器类焊接钣金服务</li> </ul>	
半导体零配件	产品供货与全球精密材料工程的优秀厂商应用材料公司 Applied Materials (AMAT)，也是全球前列的半导体设备和服务供应商。	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品生产数量少，高复杂性，高质量要求，成本控制严格，我们通过合理管控，满足交付的同时也为设备制造商在应对市场波动变化时提供了极大的灵活性</li> </ul>	
能源机柜集成服务	针对每个能源行业领域，提供符合个体需求的系统性解决方案 (EMS)。	<ul style="list-style-type: none"> <li>产品集成度高，包含结构及电子部件组装及测试，实现端到端的交付</li> </ul>	
天线射频反射板	4G 平台射频反射板，12 端口，高度集成多种模块。	<ul style="list-style-type: none"> <li>提供 4 米以内的基准通信天线反射板加工，高精度，低成本</li> </ul>	

资料来源：公司官网，上海证券研究所

### 3.4 坚持大客户发展战略，持续释放新产能

受益于大客户新增料号以及国内新势力客户的业务放量，公司精密制造业务的新能源业务领域增长强劲。2024年前三季度公司新能源业务整体收入61.60亿元，同比增长约36.89%，其中三季度汽车收入增长提速主要是由于核心客户业务恢复、新增料号、新基地量产爬坡顺利并实现扭亏，以及国内其他新势力客户业务持续放量。触控显示方面，2024年前三季度实现扭亏为盈，公司未来将进一步推动汽车模组业务与全球顶级厂商的合作。

公司在汽车行业主要服务北美新能源汽车客户，主供的产品有白车身、散热、FPC、电芯、壳体等。公司拥有平台优势，收购MFLEX和超毅后，仍保留了原来在美国的销售管理团队，其与海外客户都能保持良好的沟通，拥有大客户的信赖和加持，当新的行业机会来临的时候，能够迅速切入，无缝对接客户。新能源汽车轻量化、智能化的趋势，带来很多使用材料的改变，其中铝材被大量使用，这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。公司自2022年至今在墨西哥（自建）、美国（购建）、泰国（自建，未投产）建立生产基地，截至2024年7月，墨西哥和美国工厂主要服务新能源汽车客户。

## 4 盈利预测

公司系智能互联、互通世界的核心器件提供商，通过内生外购深耕拓展、优化主业，逐步形成了电子电路、光电显示和精密制造三大板块，依托在消费电子、通信设备行业积累的技术优势，积极开拓新能源汽车行业全新赛道，构建起以消费电子和新能源汽车为核心的产业发展格局，主要产品包括印刷电路板、新能源汽车金属结构件、LED 背光、LCM 模组、触控产品等。

印刷电路板方面，公司在电子电路领域 2023 年收入规模柔性线路板（FPC）排名全球第二，PCB 排名全球第三；精密组件领域，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。公司客户主要为全球知名消费电子和新能源汽车企业，客户资源较好，竞争实力突出，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。我们预计 2024-2026 年公司印刷电路板业务收入分别为 260.18 亿元、291.46 亿元、326.51 亿元。

公司在触控显示模组、LED 显示器件领域，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。随着公司完成对苏州晶端的收购整合，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。我们预计 2024-2026 年公司触控面板及 LCM 模组业务收入分别为 66.56 亿元、91.11 亿元、124.72 亿元。

公司横向多品类，纵向一体化，聚焦消费电子和新能源行业相关核心器件的研发生产，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。结合以上分业务盈利预测，我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 18.53 亿元（yoy-5.7%）、27.97 亿元（yoy+51.0%）、32.93 亿元（yoy+17.7%），对应 EPS 分别为 1.09 元、1.64 元、1.93 元，当前股价对应估值 32 倍、21 倍、18 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币)

印刷电路板	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	232.61	260.18	291.46	326.51
YOY	6.61%	11.85%	12.03%	12.03%
营业成本	184.25	206.09	230.87	258.63
毛利率	20.79%	20.79%	20.79%	20.79%
毛利	48.36	54.09	60.60	67.88
触控面板及 LCM 模组	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	48.62	66.56	91.11	124.72
YOY	42.87%	36.89%	36.89%	36.89%
营业成本	47.76	63.23	86.55	118.48
毛利率	1.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利	0.86	3.33	4.56	6.24
总计	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	336.51	382.77	439.53	509.33
YOY	6.56%	13.74%	14.83%	15.88%
营业成本	313.34	319.51	368.30	428.82
毛利率	15.18%	16.53%	16.21%	15.81%
毛利	23.17	63.25	71.23	80.51

资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 5 风险提示:

**1、客户集中度不及预期:** 公司前五大客户收入占比较高,未来仍有进一步增加的可能,如果主要客户的经营状况发生重大不利变化,将会对公司经营产生不利影响。

**2、行业技术快速升级换代不及预期:** 公司业务涵盖技术密集的电子电路、光电显示、精密制造等领域,产品广泛应用于消费电子、新能源汽车、通信设备、工业设备等行业,以上行业的技术更新速度较快。如果公司研发制造能力无法匹配下游产品技术快速升级换代的速度,则存在公司产品和技术被淘汰的风险。

**3、国际贸易环境不及预期：**虽然我国与世界主要国家建立了良好的对外经贸合作关系。但近年来区域性摩擦愈演愈烈，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。

**4、市场拓展不及预期：**公司下游行业具有更新速度快、消费者偏好变化快等特点，如果公司主要客户在市场中处于不利地位、不能及时满足客户需求或无法取得更多新客户等，将存在产品销量下降和产品利润率下滑的风险。

**5、汇率波动不及预期：**公司外销收入占比较高。由于公司日常运营中涉及美元等外币，而公司的合并报表采用人民币编制。伴随着人民币与美元之间的汇率变动，将可能给公司未来运营带来汇兑风险。

**6、汽车零部件产品的质量控制不及预期：**公司所从事的新能源汽车行业拥有严苛的质量管理体系和产品认证体系，整车厂商对汽车零部件产品的质量安全要求极高，产品质量是整车厂商选择汽车零部件供应商的重要指标。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	7190	7509	5072	5826
应收票据及应收账款	7717	8858	17631	23438
存货	6294	7405	17506	23118
其他流动资产	1245	1728	2000	2110
流动资产合计	22446	25500	42209	54492
长期股权投资	155	155	155	155
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	12415	12263	12526	12395
在建工程	1843	1843	1843	1843
无形资产	864	718	558	417
其他非流动资产	6648	6323	6323	6323
非流动资产合计	21926	21304	21406	21134
<b>资产总计</b>	<b>44372</b>	<b>46804</b>	<b>63615</b>	<b>75627</b>
短期借款	5156	5156	5156	5156
应付票据及应付账款	8948	9900	22851	31442
合同负债	29	37	89	138
其他流动负债	3716	3656	5274	6065
流动负债合计	17850	18750	33370	42801
长期借款	4706	4706	4706	4706
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	3625	3621	3621	3621
非流动负债合计	8332	8328	8328	8328
<b>负债合计</b>	<b>26181</b>	<b>27078</b>	<b>41698</b>	<b>51129</b>
股本	1710	1710	1710	1710
资本公积	8064	8064	8064	8064
留存收益	9210	10718	12910	15489
归属母公司股东权益	18143	19679	21871	24451
少数股东权益	47	47	47	47
<b>股东权益合计</b>	<b>18190</b>	<b>19726</b>	<b>21918</b>	<b>24497</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>44372</b>	<b>46804</b>	<b>63615</b>	<b>75627</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>5172</b>	<b>2541</b>	<b>1026</b>	<b>4085</b>
净利润	1965	1852	2797	3293
折旧摊销	2243	2543	2868	3006
营运资金变动	312	-1689	-4526	-2097
其他	652	-164	-114	-117
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-4839</b>	<b>-1629</b>	<b>-2857</b>	<b>-2618</b>
资本支出	-3429	-2136	-2866	-2631
投资变动	-1072	0	0	0
其他	-338	507	8	13
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>-243</b>	<b>-650</b>	<b>-606</b>	<b>-713</b>
债权融资	737	-169	0	0
股权融资	0	0	0	0
其他	-980	-481	-606	-713
<b>现金净流量</b>	<b>187</b>	<b>319</b>	<b>-2437</b>	<b>754</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>33651</b>	<b>38277</b>	<b>43953</b>	<b>50933</b>
营业成本	28542	31951	36830	42882
营业税金及附加	123	383	440	509
销售费用	362	1110	879	764
管理费用	957	1531	1319	1528
研发费用	1161	1722	1758	2029
财务费用	189	0	0	0
资产减值损失	-439	-3	-5	-1
投资收益	4	57	8	13
公允价值变动损益	-10	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>2065</b>	<b>2001</b>	<b>3100</b>	<b>3623</b>
营业外收支净额	126	126	126	126
<b>利润总额</b>	<b>2191</b>	<b>2128</b>	<b>3226</b>	<b>3749</b>
所得税	226	275	429	457
净利润	1965	1852	2797	3293
少数股东损益	1	0	0	0
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1965</b>	<b>1853</b>	<b>2797</b>	<b>3293</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	15.2%	16.5%	16.2%	15.8%
净利率	5.8%	4.8%	6.4%	6.5%
净资产收益率	10.8%	9.4%	12.8%	13.5%
资产回报率	4.6%	4.1%	5.1%	4.7%
投资回报率	6.4%	5.5%	7.8%	8.5%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	6.6%	13.7%	14.8%	15.9%
EBIT 增长率	-26.3%	-8.3%	51.6%	16.2%
归母净利润增长率	-17.1%	-5.7%	51.0%	17.7%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.15	1.09	1.64	1.93
每股净资产	10.64	11.54	12.82	14.33
每股经营现金流	3.03	1.49	0.60	2.39
每股股利	0.25	0.24	0.35	0.42
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.79	0.84	0.80	0.73
应收账款周转率	4.57	4.63	3.33	2.49
存货周转率	4.58	4.66	2.96	2.11
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	59.0%	57.9%	65.5%	67.6%
流动比率	1.26	1.36	1.26	1.27
速动比率	0.86	0.92	0.71	0.71
<b>估值指标</b>				
P/E	29.82	31.62	20.94	17.79
P/B	3.23	2.98	2.68	2.40
EV/EBITDA	8.35	13.95	11.09	9.89

资料来源: Wind, 上海证券研究所



### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。