

东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

拟收购法国 GMD 集团，加速全球产能及汽车电子业务布局

事件：公司发布关于收购法国 GMD 集团 100%股权暨债务重组的公告。我们点评如下：

- 通过多元化债务重组方案 1 亿欧元收购 GMD 集团。公司子公司 DSG 拟参与 GMD 集团 100%股权收购及债务重组项目，交易总金额合计约 1 亿欧元。本次交易通过多元化债务重组方案实现，DSG 将以现金折价收购 GMD 集团部分债权，并通过债转股、股东借款偿还部分债务获取债务豁免等方式，推动标的企业 GMD 集团债务结构优化。
- GMD 集团：法国领先的汽车电子厂商，收入规模超 10 亿欧元。GMD 成立于 1986 年，是一家领先的法国汽车零部件承包商，在法国及海外开展业务，专注于乘用车和商用车零部件的生产。23/24 年营业收入达 9.8/10.2 亿欧元，净利润-600/300 万欧元。GMD 在全球 12 个国家的 46 个工厂拥有超过 6,600 名员工，主要分布在欧洲、亚洲和非洲，下游客户主要为欧美 Tier1 厂商以及整车厂商。目前 GMD 集团下设三个主要的业务板块：塑料与皮革事业部、铸造事业部、冲压事业部，均为独立运营。
- 此次收购有望加速公司全球产能布局，加快提升汽车电子业务规模。我们认为本次收购若成功落地，将加速推动公司的双轮驱动战略，积极提升公司在汽车零部件领域的市场份额，建立公司在欧洲的产业布局，加速推进全球化进程，借助 GMD 集团的业务及其影响力将进一步拓展全球汽车行业知名客户。据公司公告，本次交易资产的估值较低，预计会产生债务重组收益，且目标资产在豁免债务后将节省大量的利息支出，叠加其下游整体经营趋势持续转好，预计后续随着经营质量的稳步提升，将为公司带来可观的利润弹性。
- 25-26 年关注 A 客户终端 AI 化带动软板升级、新能源需求转好趋势以及非核心业务的经营改善潜力。今明年为 A 客户的创新大年，AI 手机（含折叠屏）、AI 可穿戴、pad&笔电、机器人等产品均有望迎来大的升级革新，有望推动换机需求释放，且软板创新亦有 ASP 提升潜力，公司 A 客户业务有望迎来新一轮增长；新能源方面，未来 FSD、Robotaxi、新车型、人形机器人等产品陆续推广，公司深耕 T 客户进行多元产品布局，持续导入新客户，精密组件等业务随着稼动率和业务规模提升，业绩有望迎来释放。此外，公司子公司 Multek 在 HDI 及高多层板领域技术积累丰富，或有望在北美和国内算力市场获得新的突破。非核心的 LED 及触控显示业务整体伴随着内部管理加强，有望向着边际改善的态势发展。公司 A+T 长线核心战略持续推进，有望在端侧 AI 化大趋势下持续受益。
- 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到此收购尚未完全落地，我们维持此前预测 25-27 年营收为 404.5/453.0/498.3 亿，归母净利润为 25.0/36.0/43.8 亿，对应 EPS 为 1.46/2.11/2.57 元，对应当前股价 PE 为 19.5/13.5/11.1 倍。未来东山精密卡位 A 客户获稳健增长，同时加速布局以 T 客户为首的新能源汽车、算力、机器人等赛道，在终端 AI 化的大趋势下，有望打开第二增长曲线，维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、海外资产整合不及预期、国际贸易环境变动风险。

TMT 及中小盘/电子
当前股价：28.49 元

基础数据

总股本（百万股）	1706
已上市流通股（百万股）	1386
总市值（十亿元）	48.6
流通市值（十亿元）	39.5
每股净资产（MRQ）	11.3
ROE（TTM）	6.5
资产负债率	58.3%
主要股东	袁永峰
主要股东持股比例	13.04%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《东山精密（002384）—25Q1 利润高增符合预期，关注公司业务盈利改善潜力》2025-05-06
- 2、《东山精密（002384）—Q3 业绩继续受降价及 LED 业务拖累，关注明年新品软板升级趋势》2024-10-29
- 3、《东山精密（002384）—Q2 业绩下滑主因降价及汇兑减少，H2 关注新品销量及亏损业务改善》2024-08-20

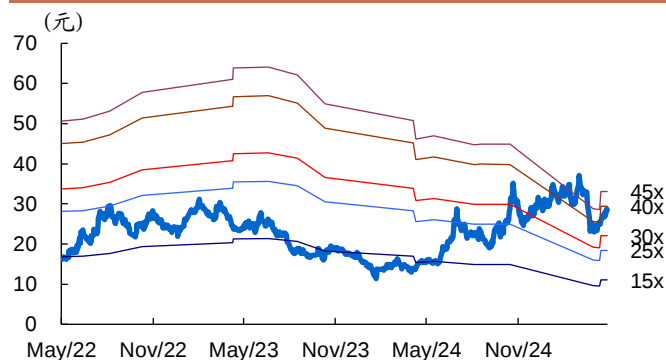
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	33651	36770	40447	45301	49831
同比增长	7%	9%	10%	12%	10%
营业利润(百万元)	2065	1480	2885	4147	5048
同比增长	-27%	-28%	95%	44%	22%
归母净利润(百万元)	1965	1086	2498	3596	4381
同比增长	-17%	-45%	130%	44%	22%
每股收益(元)	1.15	0.64	1.46	2.11	2.57
PE	24.7	44.8	19.5	13.5	11.1
PB	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8

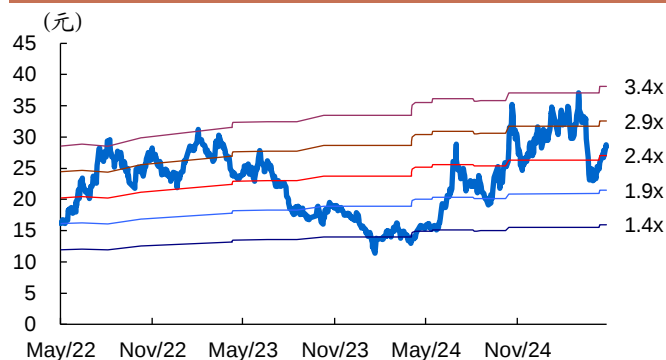
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 东山精密历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 东山精密历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、《东山精密（002384）：Q2 传统业务高增长，旺季再临下半年望有更好表现》2021-08-13
- 2、《东山精密（002384）—扣非业绩较快增长，传统业务全面改善》2021-10-26
- 3、《东山精密（002384）跟踪报告—消费电子业务稳健增长，汽车赛道布局长线可期》2021-12-10
- 4、《东山精密（002384）—提质增效带动业绩持续兑现，疫情影响仍待观察》2022-04-23
- 5、《东山精密（002384）跟踪报告—卡位 A 客户获稳健成长，深耕 T 客户打开新能源第二曲线》2022-08-19
- 6、《东山精密（002384）—Q3 业绩符合预期，聚焦 A+T 核心客户主业长线增量可期》2022-10-13
- 7、《东山精密（002384）—业绩预告符合此前指引，聚焦核心业务打开长线增量空间》2022-12-29
- 8、《东山精密（002384）点评报告—并购北美本土厂商，积极配套 T 客户加速全球化产能布局》2023-02-01
- 9、《东山精密（002384）—消费电子基本盘稳健增长，新能源深度布局带来长线增量》2023-04-26
- 10、《东山精密（002384）—大力扩充高端消费电子及新能源产能，打造新利润增长极》2023-05-27
- 11、《东山精密（002384）—Q2 业绩受光电显示拖累，关注核心客户新品未来导入进展》2023-08-31
- 12、《东山精密（002384）—Q3 业绩短期受 LED 及新品项目延后拖累，Q4 经营有望边际向好》2023-10-25
- 13、《东山精密（002384）—23 年业绩受 LED 及新品项目延后拖累，A+T 核心增长战略不改》2024-04-18
- 14、《东山精密（002384）—24Q1 业绩优于市场悲观预期，关注公司经营边际改善趋势》2024-04-25
- 15、《东山精密（002384）—Q2 业绩下滑主因降价及汇兑减少，H2 关注新品销量及亏损业务改善》2024-08-20
- 16、《东山精密（002384）—Q3 业绩继续受降价及 LED 业务拖累，关注明年新品软板升级趋势》2024-10-29
- 17、《东山精密（002384）—25Q1 利润高增符合预期，关注公司业务盈利改善潜力》2025-05-06

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	22446	22678	20727	22559	25907
现金	7190	7172	3757	3741	5313
交易性投资	146	78	78	78	78
应收票据	3	9	10	11	12
应收款项	7713	7663	8430	9441	10386
其它应收款	77	46	50	56	62
存货	6294	6153	6691	7317	7952
其他	1022	1556	1711	1913	2103
非流动资产	21926	23336	23825	24214	24521
长期股权投资	155	155	155	155	155
固定资产	12415	13595	14573	15384	16056
无形资产商誉	3073	3082	2774	2497	2247
其他	6282	6504	6323	6179	6063
资产总计	44372	46014	44553	46773	50427
流动负债	17850	19163	15324	14699	15053
短期借款	5156	4811	2486	761	0
应付账款	8948	10595	11522	12601	13694
预收账款	29	123	133	146	158
其他	3716	3635	1183	1192	1201
长期负债	8332	7965	7965	7965	7965
长期借款	4706	5289	5289	5289	5289
其他	3625	2676	2676	2676	2676
负债合计	26181	27128	23289	22664	23018
股本	1710	1706	1706	1706	1706
资本公积金	7938	7917	7917	7917	7917
留存收益	8495	9203	11582	14429	17731
少数股东权益	47	60	58	56	54
归属于母公司所有者权益	18143	18826	21205	24052	27355
负债及权益合计	44372	46014	44553	46773	50427

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5172	4986	4453	5453	6556
净利润	1965	1085	2497	3595	4379
折旧摊销	2167	2486	2815	2916	2998
财务费用	356	151	(80)	(50)	100
投资收益	(13)	16	(260)	(260)	(260)
营运资金变动	903	1066	(519)	(748)	(661)
其它	(205)	181	0	0	0
投资活动现金流	(4839)	(4094)	(3044)	(3044)	(3044)
资本支出	(3467)	(3792)	(3305)	(3305)	(3305)
其他投资	(1372)	(302)	260	260	260
筹资活动现金流	(243)	(1319)	(4824)	(2424)	(1940)
借款变动	(344)	(37)	(4784)	(1725)	(761)
普通股增加	0	(4)	0	0	0
资本公积增加	9	(21)	0	0	0
股利分配	(188)	(427)	(119)	(750)	(1079)
其他	281	(830)	80	50	(100)
现金净增加额	91	(427)	(3415)	(16)	1572

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	33651	36770	40447	45301	49831
营业成本	28542	31615	34380	37600	40862
营业税金及附加	123	167	184	206	226
营业费用	362	454	499	559	615
管理费用	957	1112	1173	1314	1395
研发费用	1161	1267	1416	1586	1694
财务费用	189	(59)	(80)	(50)	100
资产减值损失	(496)	(1218)	(250)	(200)	(150)
公允价值变动收益	(10)	(18)	(18)	(18)	(18)
其他收益	250	523	300	300	300
投资收益	4	(22)	(22)	(22)	(22)
营业利润	2065	1480	2885	4147	5048
营业外收入	141	9	9	9	9
营业外支出	15	21	21	21	21
利润总额	2191	1468	2873	4135	5037
所得税	226	383	376	540	658
少数股东损益	1	(1)	(1)	(2)	(2)
归属于母公司净利润	1965	1086	2498	3596	4381

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	7%	9%	10%	12%	10%
营业利润	-27%	-28%	95%	44%	22%
归母净利润	-17%	-45%	130%	44%	22%
获利能力					
毛利率	15.2%	14.0%	15.0%	17.0%	18.0%
净利率	5.8%	3.0%	6.2%	7.9%	8.8%
ROE	11.4%	5.9%	12.5%	15.9%	17.0%
ROIC	6.8%	3.4%	8.1%	12.0%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	59.0%	59.0%	52.3%	48.5%	45.6%
净负债比率	27.9%	27.3%	17.5%	12.9%	10.5%
流动比率	1.3	1.2	1.4	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.9	0.9	1.0	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	4.6	5.1	5.4	5.4	5.4
应收账款周转率	4.6	4.8	5.0	5.1	5.0
应付账款周转率	3.4	3.2	3.1	3.1	3.1
每股资料(元)					
EPS	1.15	0.64	1.46	2.11	2.57
每股经营净现金	3.03	2.92	2.61	3.20	3.84
每股净资产	10.64	11.04	12.43	14.10	16.04
每股股利	0.25	0.07	0.44	0.63	0.77
估值比率					
PE	24.7	44.8	19.5	13.5	11.1
PB	2.7	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.6	18.0	11.3	9.1	7.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

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

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。