

## 东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

## 拟收购索尔思光电 100% 股份，战略版图拓展至光模块领域

事件：公司发布对外投资公告，公司拟通过全资子公司香港超毅收购索尔思光电 100% 股权，以及收购其可转债，其中索尔思光电 100% 股份收购对价不超过 6.29 亿美元；索尔思光电 ESOP (Employee Stock Option Program, 员工期权激励计划，包含在本次收购方案中) 权益收购对价不超过 0.58 亿美元；为支持索尔思光电经营发展需要以及偿还万通发展认购的可转债，公司拟认购目标公司不超过 10 亿元人民币的可转债。上述投资金额合计不超过人民币 59.35 亿元。我们点评如下：

□ 索尔思光电：全球领先的光模块厂商，24 年收入规模近 30 亿，净利润 4 亿。

索尔思光电成立于 2010 年，是一家在光通信领域具有领先地位的企业，专注于设计、开发、制造和销售光通信模块及组件。产品范围覆盖从 10G 到 800G 及以上速率的各类光模块，包括用于数据中心的高速光模块，如 QSFP28、QSFP56、QSFP112 系列产品；用于电信网络的光模块，如 SFP、SFP+、XFP 等系列产品；以及适用于 5G 通信基站前传、中传和回传的各类光模块产品等。凭借其先进的技术和可靠的产品质量，在全球光通信市场占据重要地位，在全球范围内拥有丰富的客户资源和较高的市场知名度，客户群体包括全球知名的互联网数据中心运营商、电信设备制造商和通信服务提供商等。目前，索尔思光电在全球多个国家和地区设有研发中心、生产基地及销售网络，具备较强的技术研发实力和完善的产业链布局。24 年营业收入达 29.3 亿元，净利润 4.05 亿元，25Q1 营业收入 9.7 亿元，净利润 1.6 亿元，24 年/25Q1 净利率分别为 13.8%、16.1%。考虑到此次收购金额 59.35 亿，对应 24 年净利润静态 PE 约为 14.7x，相比目前市场光模块公司估值处于较低水平。

□ 此次收购将帮助公司战略布局光模块领域，实现产业协同效应和业务多元化发展。随着 AI 算力领域的快速发展，AI 服务器、400G/800G/1.6T 交换机不断迭代升级，光通信市场需求持续增长。索尔思光电在光通信模块及组件领域拥有深厚的技术积累、先进的研发能力和完善的产业链布局。通过本次收购，我们认为公司能够快速切入光通信市场，借助索尔思光电的技术和市场优势，完善公司在电子信息产业的战略布局，拓展新的业务增长点，提升公司在全球电子行业的综合竞争力。且公司在消费电子和新能源汽车领域积累了丰富的客户资源、制造经验和供应链管理能力和索尔思光电在光通信领域的技术和产品相结合，有望在客户资源共享、技术研发协同、生产制造优化以及供应链整合等方面实现显著的协同效应，实现业务多元化发展。

□ 25-26 年关注 A 客户终端 AI 化及折叠屏带动软板升级、汽车电子业务扩张、光模块资产整合以及非核心业务的经营改善潜力。今年为 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，持续导入更多新客户，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，

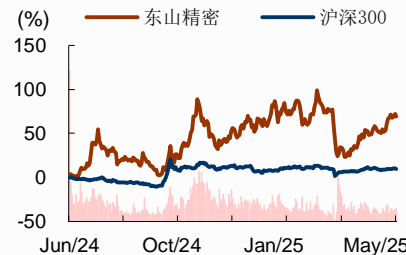
TMT 及中小盘/电子  
当前股价：31.45 元

## 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)	53.7
流通市值 (十亿元)	43.6
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	9	95
相对表现	11	11	85



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《东山精密 (002384) — 拟收购法国 GMD 集团，加速全球产能及汽车电子业务布局》2025-05-14
- 《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
- 《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

tukunshan@cmschina.com.cn

或有望在北美和国内算力市场获得新的突破，此次收购索尔思光电布局光模块领域，有望加速公司在算力领域的开拓。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“消费电子+新能源+AI 算力”长线核心战略持续推进，有望在云管端三侧 AI 化大趋势下持续受益。

□ **维持“强烈推荐”投资评级。**考虑到索尔思光模块业务收购尚未完全落地，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 21.5/14.9/12.2 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以及机器人等赛道，借助索尔思切入光模块算力领域，在云管端三侧 AI 化的大趋势下，有望打开新增长曲线，维持“强烈推荐”评级。

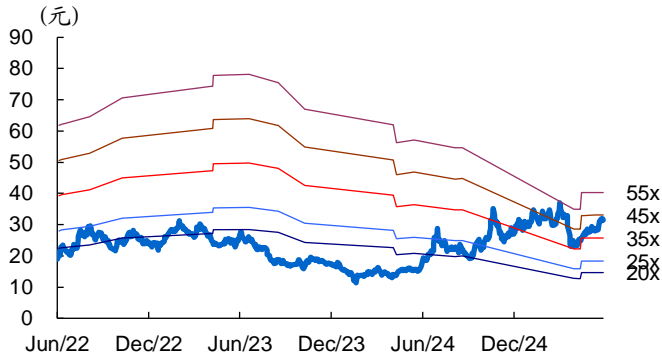
□ **风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、资产整合不及预期、国际贸易环境变动风险。**

**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	27.3	49.4	21.5	14.9	12.2
PB	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0

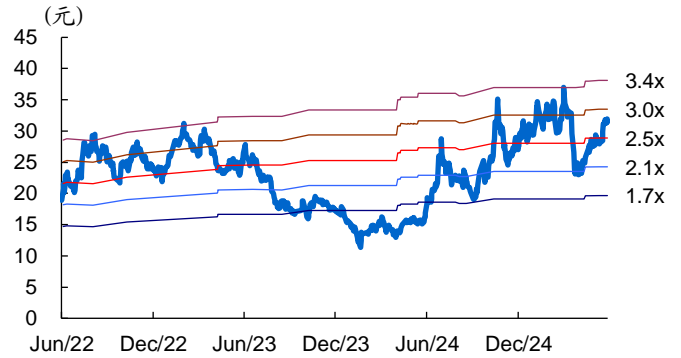
资料来源：公司数据、招商证券

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) 一扣非业绩较快增长, 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) 一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) 一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) 一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) 一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) 一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) 一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) 一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) 一23 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) 一24Q1 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) 一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) 一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) 一25Q1 利润高增符合预期, 关注公司业务盈利改善潜力》2025-05-06
- 18、《东山精密 (002384) 一拟收购法国 GMD 集团, 加速全球产能及汽车电子业务布局》2025-05-14

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>44372</b>	<b>46014</b>	<b>44553</b>	<b>46773</b>	<b>50427</b>
<b>流动负债</b>	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
<b>长期负债</b>	8332	7965	7965	7965	7965
长期借款	4706	5289	5289	5289	5289
其他	3625	2676	2676	2676	2676
<b>负债合计</b>	<b>26181</b>	<b>27128</b>	<b>23289</b>	<b>22664</b>	<b>23018</b>
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
<b>负债及权益合计</b>	<b>44372</b>	<b>46014</b>	<b>44553</b>	<b>46773</b>	<b>50427</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	(4839)	(4094)	(3044)	(3044)	(3044)
资本支出	(3467)	(3792)	(3305)	(3305)	(3305)
其他投资	(1372)	(302)	260	260	260
<b>筹资活动现金流</b>	(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)
<b>现金净增加额</b>	91	(427)	(3415)	(16)	1572

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	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)
<b>营业利润</b>	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
<b>利润总额</b>	2191	1468	2873	4135	5037
所得税	226	383	376	540	658
少数股东损益	1	(1)	(1)	(2)	(2)
<b>归属于母公司净利润</b>	1965	1086	2498	3596	4381

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股资料(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
PE	27.3	49.4	21.5	14.9	12.2
PB	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.9	20.7	13.0	10.4	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

## 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。