

东山精密 (002384.SZ)

收购索尔思切入光通信，AI 布局再下一城

东山精密公告同意公司全资子公司超毅集团拟收购索尔思光电 100% 股份，投资金额合计不超过人民币 59.35 亿元。索尔思专注于光通信领域，核心业务涵盖光通信模块及组件的设计、研发、生产与销售。产品范围覆盖从 10G 到 800G 及以上速率的各类光模块，公司凭借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，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。索尔思 2024 年实现利润约 4 亿人民币。

东山战略布局光通信领域，拓展新的业务增长点。随着 5G 通信、数据中心等行业的快速发展，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顶尖的客户资源、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，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，完善公司在光通信战略布局，拓展新的业务增长点，提升公司综合竞争力。另一方面，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，有望实现客户资源共享，拓展 AI 领域的业务能力与产业版图。

消费电子：FPC 双寡头竞争格局优势凸显+线宽线距设计难度提升，ASP 有望增长，AI 终端带动 PCB 设计难度加大，AI 服务器、AR/VR、折叠屏等产品催生需求进一步增长，龙头公司强者恒强。2025 年，随着大客户新机的推出，手机中元器件数量增加，电池容量亦不断扩大，手机内部空间趋于紧张，因而对轻薄、体积小、导线线路密度高的 FPC 需求日益提升，AI 功能的加入对于软板设计难度大幅提升，预期 ASP 提升，高端产能将会紧缺，龙头公司强者恒强。

精密制造业务快速成长，全面拥抱大客户，打造公司第二成长曲线。在世界汽车电动化的浪潮下，国内外主流车企纷纷加大新能源汽车战略布局，新能源汽车产业进入市场驱动的高速成长期，新能源汽车市场的高速增长给精密金属结构件等产业链相关企业带来众多的成长机遇。公司主要为新能源汽车客户提供 PCB、车载屏、新能源汽车散热件、电池包壳体、白车身、电池结构件等汽车组件等多种产品，全面拥抱国内外知名新能源汽车头部企业，我们预计今年公司单车 ASP 相比去年将大幅提升。

调整 LED 等非核心业务的盈利情况，2025 年有望大幅减亏。随着公司触控显示模组开拓韩系大客户，以及在 LED 显示器件领域加快推进与国际客户的合作，我们认为，产品结构有望得到进一步优化，拉动产能稼动率，盈利能力也将提升。

盈利预测及投资建议：我们预计公司在 2025/2026/2027 年分别实现营业收入 436/588/676 亿元，同比增长 18.5%/35.1%/15.0%，实现归母净利润 38/53/64 亿元，同比增长 249.4%/40.0%/21.3%，当前股价对应 2025/2026/2027 年 PE 分别为 14/10/8X，维持“买入”评级。

风险提示：行业技术迭代不及预期；新能源扩产不及预期；行业竞争加剧；客户集中度较高。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	33,651	36,770	43,565	58,837	67,644
增长率 yoy (%)	6.6	9.3	18.5	35.1	15.0
归母净利润 (百万元)	1,965	1,086	3,793	5,310	6,442
增长率 yoy (%)	-17.1	-44.7	249.4	40.0	21.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.15	0.64	2.22	3.11	3.78
净资产收益率 (%)	10.8	5.8	16.8	20.5	21.5
P/E (倍)	27.3	49.4	14.1	10.1	8.3
P/B (倍)	3.0	2.8	2.4	2.1	1.8

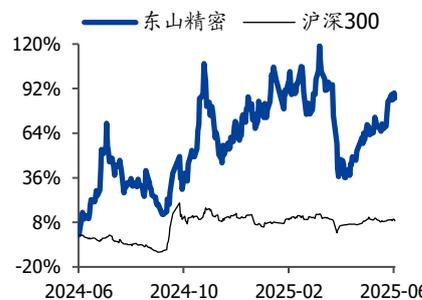
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 13 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
06 月 13 日收盘价 (元)	31.45
总市值 (百万元)	53,650.99
总股本 (百万股)	1,705.91
其中自由流通股 (%)	81.27
30 日日均成交量 (百万股)	53.87

股价走势



作者

分析师	郑震湘
执业证书编号:	S0680524120005
邮箱:	zhengzhenxiang@gszq.com
分析师	余凌晨
执业证书编号:	S0680525010004
邮箱:	shelingxing1@gszq.com
分析师	钟琳
执业证书编号:	S0680525010003
邮箱:	zhonglin1@gszq.com

相关研究

- 《东山精密 (002384.SZ): 收购法国 GMD 集团, 欧洲产业布局再下一城》 2025-05-14
- 《东山精密 (002384.SZ): 一季度净利润高增, 端侧 AI 与新能源双驱动》 2025-04-30
- 《东山精密 (002384.SZ): 轻装上阵, 折叠屏+机器人+眼镜新产品新周期》 2025-04-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22446	22678	27818	36574	45176
现金	7190	7172	11582	16407	23399
应收票据及应收账款	7717	7672	8446	11027	12097
其他应收款	77	46	68	82	94
预付账款	80	94	146	159	190
存货	6294	6153	6202	7348	7769
其他流动资产	1088	1541	1374	1552	1626
非流动资产	21926	23336	24669	23520	22014
长期投资	155	155	170	166	186
固定资产	12415	13595	14163	13325	11841
无形资产	864	963	997	736	594
其他非流动资产	8492	8624	9339	9293	9393
资产总计	44372	46014	52487	60095	67190
流动负债	17850	19163	20655	24800	27283
短期借款	5156	4811	4511	4011	3811
应付票据及应付账款	8948	10595	11662	15794	18201
其他流动负债	3745	3757	4482	4995	5271
非流动负债	8332	7965	9242	9392	9892
长期借款	4706	5289	6089	6389	6589
其他非流动负债	3625	2676	3153	3003	3303
负债合计	26181	27128	29897	34192	37175
少数股东权益	47	60	61	61	62
股本	1710	1706	1706	1706	1706
资本公积	8064	7992	7992	7992	7992
留存收益	9210	9520	13219	16531	20642
归属母公司股东权益	18143	18826	22529	25842	29952
负债和股东权益	44372	46014	52487	60095	67190

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5172	4986	7815	10200	11866
净利润	1965	1085	3794	5310	6442
折旧摊销	2243	2560	3275	3422	3545
财务费用	356	151	574	587	585
投资损失	-13	16	4	-6	14
营运资金变动	312	-251	482	713	1038
其他经营现金流	309	1425	-314	173	243
投资活动现金流	-4839	-4094	-3939	-3862	-3896
资本支出	-3429	-3619	-3471	-3507	-3532
长期投资	-1072	43	35	-76	-50
其他投资现金流	-338	-518	-502	-279	-314
筹资活动现金流	-243	-1319	516	-1513	-978
短期借款	-2638	-345	-300	-500	-200
长期借款	1508	583	800	300	200
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	9	-71	0	0	0
其他筹资现金流	878	-1482	16	-1313	-978
现金净增加额	187	-301	4410	4825	6993

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33651	36770	43565	58837	67644
营业成本	28542	31615	36602	48985	55937
营业税金及附加	123	167	174	235	271
营业费用	362	454	436	588	676
管理费用	957	1112	1242	1618	1894
研发费用	1161	1267	1298	1647	1894
财务费用	189	-59	181	166	167
资产减值损失	-439	-939	340	-3	-2
其他收益	250	523	479	471	609
公允价值变动收益	-10	-18	-10	-15	-20
投资净收益	4	-22	-4	6	-14
资产处置收益	-18	-235	-22	-146	-211
营业利润	2065	1480	4375	5850	7133
营业外收入	141	9	54	68	44
营业外支出	15	21	18	18	19
利润总额	2191	1468	4411	5900	7158
所得税	226	383	618	590	716
净利润	1965	1085	3794	5310	6442
少数股东损益	1	-1	1	1	1
归属母公司净利润	1965	1086	3793	5310	6442
EBITDA	4563	4740	7867	9488	10870
EPS (元/股)	1.15	0.64	2.22	3.11	3.78

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	6.6	9.3	18.5	35.1	15.0
营业利润(%)	-27.5	-28.3	195.7	33.7	21.9
归属母公司净利润(%)	-17.1	-44.7	249.4	40.0	21.3
获利能力					
毛利率(%)	15.2	14.0	16.0	16.7	17.3
净利率(%)	5.8	3.0	8.7	9.0	9.5
ROE(%)	10.8	5.8	16.8	20.5	21.5
ROIC(%)	6.4	4.9	10.4	13.4	14.6
偿债能力					
资产负债率(%)	59.0	59.0	57.0	56.9	55.3
净负债比率(%)	38.5	35.7	16.0	-6.0	-27.5
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	4.6	4.8	5.4	6.1	5.9
应付账款周转率	4.1	3.6	3.7	4.1	3.7
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.15	0.64	2.22	3.11	3.78
每股经营现金流(最新摊薄)	3.03	2.92	4.58	5.98	6.96
每股净资产(最新摊薄)	10.64	11.04	13.21	15.15	17.56
估值比率					
P/E	27.3	49.4	14.1	10.1	8.3
P/B	3.0	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.3	11.9	7.3	5.5	4.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年06月13日收盘价

内容目录

1、收购索尔思，拓展光通信业务布局.....	4
2、消费电子：FPC 双寡头竞争格局优势凸显，AI 驱动价值量增长.....	5
3、新能源汽车：精密制造业务快速成长，全面拥抱大客户.....	8
4、AI 服务器空间广阔，有望打开新成长曲线.....	10
5、触控显示实力将增强，LED 业务有望大幅减亏.....	12
风险提示.....	12

图表目录

图表 1: 索尔思光电 1.6T 光模块 212G PAM4 眼图.....	4
图表 2: 索尔思光电 800G 模块在交换机上跑流测试.....	4
图表 3: iPhone XS Max 使用 3 片 SLP 主板及 24 片软板.....	5
图表 4: 苹果四重反射棱镜潜望结构.....	6
图表 5: iPhone 新增两款按键.....	6
图表 6: 2023 年全球 PCB 竞争格局.....	6
图表 7: 2022 年中国 PCB 行业竞争格局.....	6
图表 8: 2024 年全球前十五大 PCB 厂商.....	7
图表 9: 2020-01 至 2025-05 中国新能源汽车销量及渗透率.....	8
图表 10: 全球汽车销量及新能源车渗透率.....	8
图表 11: 公司产品在新能源汽车的应用情况.....	9
图表 12: 全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测.....	10
图表 13: 八卡架构 AI 服务器的拆解.....	11
图表 14: 八卡加速模块实物.....	11
图表 15: AI 服务器 PCB 价值量大幅提升.....	11

1、收购索尔思，拓展光通信业务布局

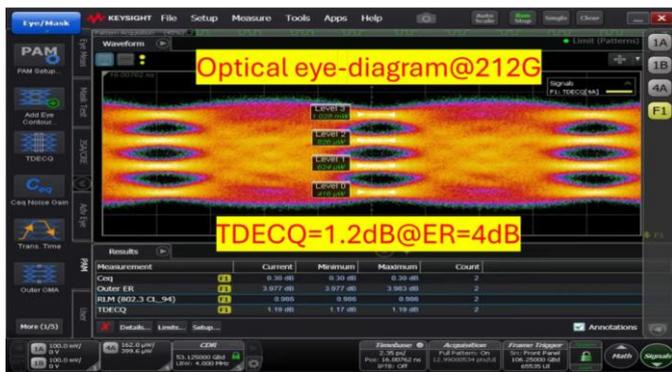
2025年6月13日，东山精密公告同意公司全资子公司香港超毅拟收购索尔思光电100%股份，投资金额合计不超过人民币59.35亿元。索尔思光电成立于2010年，专注于光通信领域，核心业务涵盖光通信模块及组件的设计、研发、生产与销售。产品范围覆盖从10G到800G及以上速率的各类光模块，如QSFP28、QSFP56、QSFP112系列产品；用于电信网络的光模块，如SFP、SFP+、XFP等系列产品；以及适用于5G通信基站前传、中传和回传的各类光模块产品等。公司凭借先进的技术和可靠的产品质量，在全球光通信市场占据重要地位，客户群体包括全球知名的互联网数据中心运营商、电信设备制造商和通信服务提供商等。2024年，索尔思实现营收29.32亿元，实现净利润4.05亿人民币。

战略布局光通信领域，拓展新的业务增长点。随着5G通信、数据中心等行业的快速发展，光通信市场需求持续增长。索尔思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，公司能够快速切入光通信市场，拓展新的业务增长点。同时，公司在消费电子和新能源汽车领域积累了丰富客户资源、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，有望形成互补的协同效应。

2021年，400G行业应用开始蓬勃发展之际，索尔思光电开始量产基于100G单波长PAM4的100G/400G光模块，迄今为止已出货超过1000万颗高速53Gbd EML芯片。在50届光纤通信会议暨展览会（OFC 25）上，索尔思光电推出1.6T光模块产品以及800G全系列产品，将支持新一代AI/ML数据中心的商用部署和应用。

- 1) 参展的1.6T DR8/2xFR4光模块采用多种技术方案，包括采用自研单波200G PAM4 CWDM/LWDM EML激光器的方案，与合作伙伴联合开发的采用InP技术的PIC集成方案，以及与Intel联合开发的采用混合集成技术的硅光方案。2025年或将是1.6T光模块的商用元年，索尔思光电推出多种技术方案，抢占AI算力高端光模块市场，并为用户提供多样化选择。
- 2) 索尔思光电的800G光模块产品家族为AI/ML数据中心提供全面的高速光电连接方案，其强大的生产能力可支持客户AI数据中心的快速部署。截至2025年4月，其800G模块出货量排名全球第四。

图表1: 索尔思光电1.6T光模块212G PAM4眼图



资料来源: 索尔思光电, 国盛证券研究所

图表2: 索尔思光电800G模块在交换机上跑流测试



资料来源: 索尔思光电, 国盛证券研究所

2、消费电子：FPC 双寡头竞争格局优势凸显，AI 驱动价值量增长

FPC 具有轻薄可弯曲特性，单机使用 FPC 数量不断上升带动需求增长。FPC 采用了柔性的基材材料，如聚酰亚胺（PI）或聚酯薄膜（PET），替代传统刚性 PCB 中的硬质玻璃环氧树脂等材料。因此，FPC 板具有高度的灵活性和可弯曲性，能够在三维空间内自由弯曲、折叠、卷曲，相比传统刚性 PCB，FPC 更能迎合下游电子产品智能化、便携化、轻薄化的发展趋势。随着 OLED 屏、面部识别、多摄像头、无线充电等功能和配置在消费电子设备上不断增加，内部空间趋于紧张，对轻薄、体积小、导线线路密度高的 FPC 需求日益提升。随着手机功能创新和集成度提升，驱动单机 FPC 用量快速增加，且对更精细化 FPC 产品需求提升。以 iPhone XS Max 为例，根据 FPCworld，使用电路板合计达 27 片，包括 3 片 SLP 主板及 24 片软板。此外，安卓系高端机型也在逐步提高单机 FPC 用量。

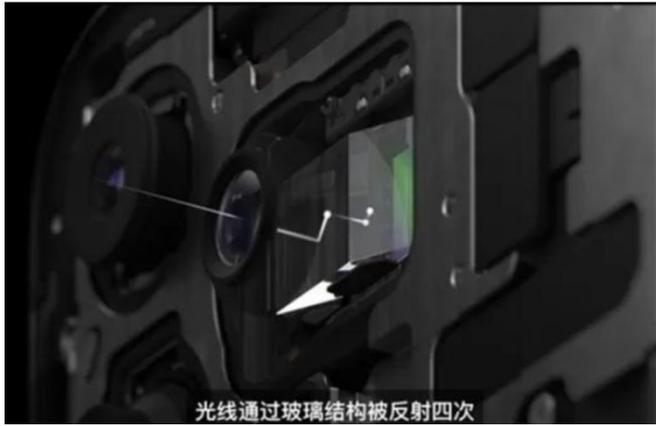
图表3: iPhone XS Max 使用 3 片 SLP 主板及 24 片软板



资料来源：FPCworld，国盛证券研究所

历代 iPhone 的硬件升级都为 FPC 带来新的增长空间。随着智能手机的进一步发展，近年来出现了指纹识别模组、电池、后置双摄/三摄、全面屏等新的需要使用 FPC 的部件，FPC 的应用更加广泛。每一代 iPhone 功能的创新，都带来了 FPC 用量的边际提升，2014 年 FPC 在 iPhone6 指纹识别模块中应用，2016 年在 iPhone7 双摄像头中应用，到 2017 年，iPhoneX 零组件迎来全面升级，根据 FPCworld，以 OLED 全面屏、3D 成像、无线充电为代表的功能创新使其 FPC 用量高达 24 块，较 iPhone7 增加了 10 块左右，单机价值量也从过去的 30 美元左右上升至 40 美元以上。根据 iFixit 的统计，随着功能模块增多，单机用量已由 iPhone5s 中 13 片扩展至 iPhone12 中 FPC 单机用量 30 片。iPhone15 系列中，全系列升级了 48MP 主摄，在 Pro Max 高端机型加入潜望式摄像头，并在 Pro 系列加入了可自定义的操作按钮；iPhone16 系列中，Pro 及 Pro Max 均搭载潜望式长焦摄像头，并且新增了相机控制按键。

图表4: 苹果四重反射棱镜潜望结构



资料来源: 快科技, 国盛证券研究所

图表5: iPhone 新增两款按键

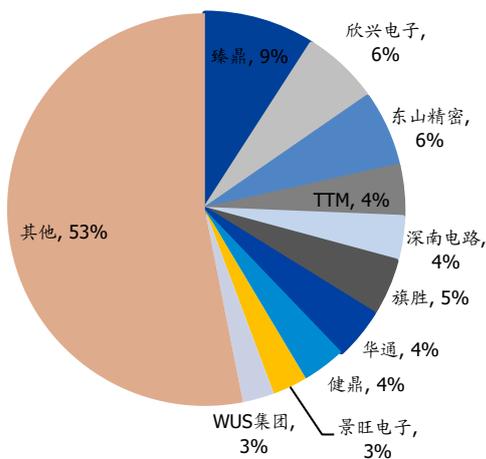


资料来源: 苹果官网, 国盛证券研究所

AI 手机推动硬件升级, 以及 AR/VR、折叠屏等产品催生需求进一步增长, FPC 用量大幅提升。 AI 手机的耗电量增加, 将推动新的端侧芯片的使用, 从而增加功耗。这种变化要求电池容量的提升, 进而需要大面积的 FPC 以满足电路传输的要求。由于电池的增大, 其他空间受到挤压, 原本使用硬板的部位将被迫转为使用 FPC, 而 FPC 对于高频高速传输的独特优势也为其应用提供了良好前景。AI 手机带来的新一轮换机周期和 AI 手机单机软板用量的提升空间, 将成为 FPC 较大确定性增长新机遇。

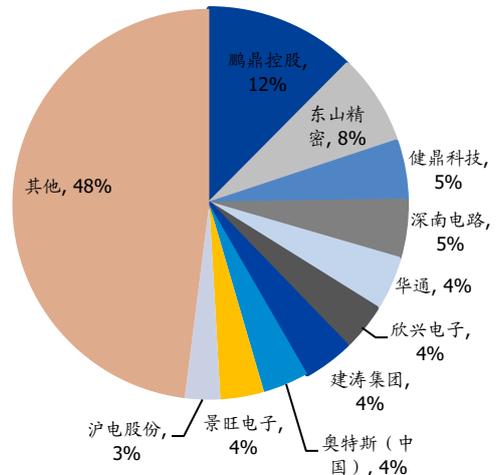
2023 年, 东山精密 PCB 份额稳居全球第三, FPC 份额排名全球第二。 根据 Prismark 数据, 2023 年全球 PCB 厂商 CR10 为 47%, 其中, 臻鼎 (包含鹏鼎) /欣兴电子/东山精密/日本旗胜/TTM 市占率分别为 9%/6%/6%/5%/4%, CR5 约 30%。根据 CPCA 数据, 2022 年中国 PCB 厂商 CR5 为 34%, CR10 为 52%, 鹏鼎控股占比最多, 达 12%, 其次是东山精密, 占比达 8%, 健鼎科技/深南电路/华通分别占比达 5%/5%/4%。在柔性线路板 (FPC) 市场中, 根据 Prismark 数据, 2023 年东山精密排名全球第二。随着手机功能创新和集成度的提升驱动单机 FPC 用量快速增加, 且对更精细化 FPC 产品需求提升。在此过程中, 行业头部 FPC 厂商积极进行资本投入, 快速提升市场竞争力, 有望获取更多的市场份额。

图表6: 2023 年全球 PCB 竞争格局



资料来源: 未来智库, Prismark, 国盛证券研究所

图表7: 2022 年中国 PCB 行业竞争格局



资料来源: CPCA, 中商情报网, 国盛证券研究所

图表8: 2024年全球前十五大PCB厂商

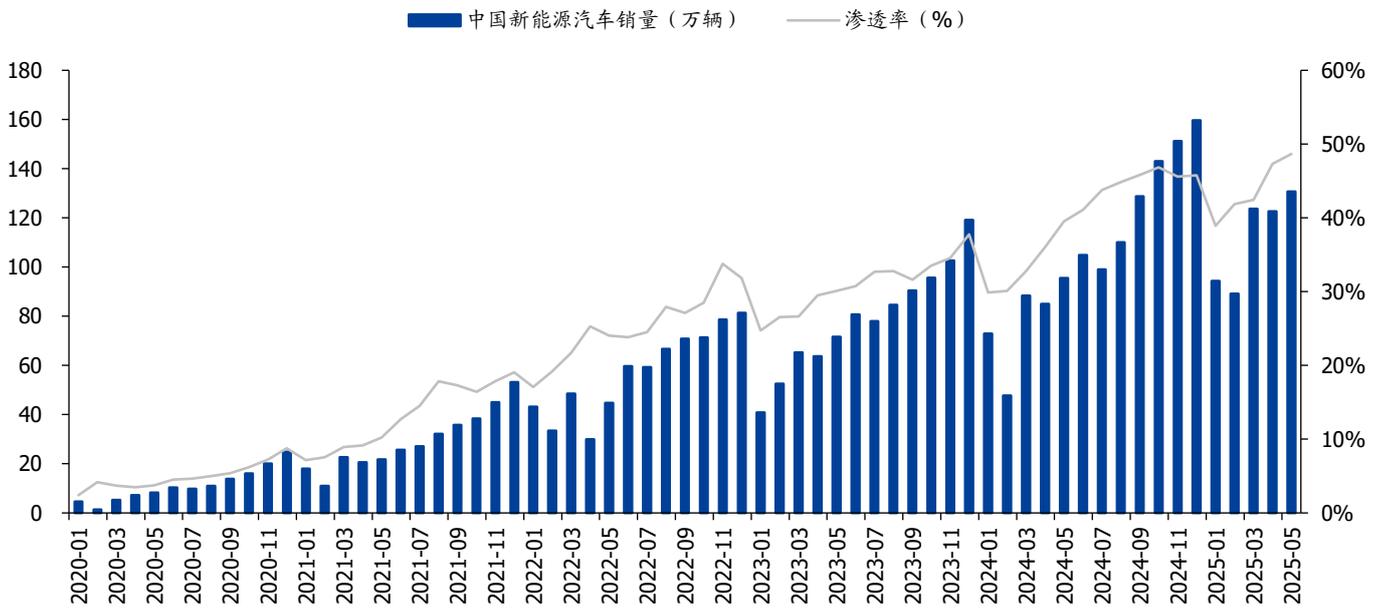
排名	公司名称	国家/地区	股票代码	2024营收 (亿美元)	2023营收 (亿美元)	同期增减 (按美元 计算)	同期增减 (按当地货 币计算)
1	臻鼎 ZDT	中国台湾	4958.TW	53.45	48.59	10.01%	13.39%
2	欣兴 Unimicron	中国台湾	3037.TW	35.92	33.39	7.59%	10.09%
3	东山精密 DSBJ	中国大陆	002384.SZ	34.5	32.88	4.93%	6.62%
4	住友电工 Sumitomo Denko	日本	5802.T	24.93	25.37	-1.75%	5.80%
5	NOK	日本	7240.T	24.51	25.61	-4.29%	3.10%
6	迅达 TTM	美国	NASDAQ:TMI	24.06	21.94	9.66%	9.66%
7	华通 Compeq	中国台湾	2313.TW	22.56	21.53	4.81%	8.03%
8	健鼎 Tripod	中国台湾	3044.TW	20.49	18.89	8.46%	11.79%
9	京瓷 Kyocera	日本	6971.T	19.87	22.39	-11.26%	-4.41%
10	楠梓+沪士 WUS (TW+CN)	中国台湾 +大陆	楠梓:2316.TW 沪士:002463.SZ	19.6	13.76	42.44%	44.86%
11	深南电路 SCC	中国大陆	002916.SZ	19.01	14.67	29.57%	31.66%
12	凸版印刷 Toppan Printing	日本	7911.T	18.49	18.97	-2.52%	5.00%
13	景旺电子 Kinwong	中国大陆	603228.SH	17.61	15.2	15.82%	17.68%
14	奥特斯 AT&S	奥地利	ISIN: AT0000969985	16.23	16.77	-3.20%	2.58%
15	建滔集团 Kingboard PCB	中国香港	00148.HK	15.52	14.88	4.29%	3.94%

资料来源: HNPCHA, 国盛证券研究所

3、新能源汽车：精密制造业务快速成长，全面拥抱大客户

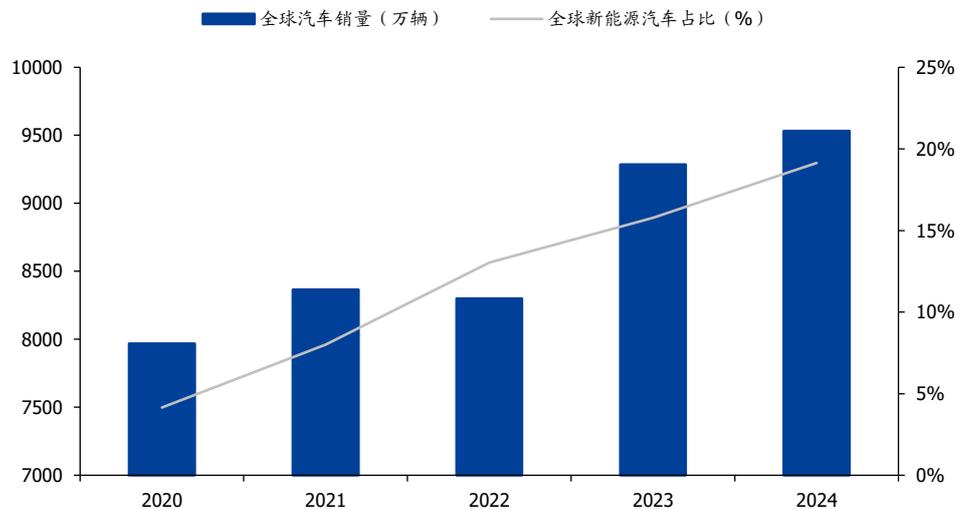
新能源汽车销量逐年上升，智能化趋势驱动汽车电子市场量价齐升。2024年，全球及中国新能源汽车产销分别为1824万辆、1287万辆，同比分别增长24.5%、35.5%，继续保持快速增长，新能源汽车渗透率分别达到19.1%、40.9%，中国成为引领全球汽车产业转型的重要力量。2025年1-5月中国新能源汽车销量为560.5万辆，较2024年同期同比增长44.0%；2025年1-5月中国新能源汽车渗透率为44.0%，较2024年同期同比增长10.1pcts，汽车电气化趋势带动渗透率快速增长。我们认为，公司汽车业务，尤其精密结构件业务稼动率有望在新能源汽车渗透率与销量的进一步增长中受益。

图表9: 2020-01至2025-05中国新能源汽车销量及渗透率



资料来源: 中国汽车工业协会, Wind, 国盛证券研究所

图表10: 全球汽车销量及新能源车渗透率



资料来源: 公司公告, 中国汽车工业协会, OICA, EVTank, 国盛证券研究所

公司各BU之间拥有高协同效应,可为下游公司提供多种产品并提供综合解决方案:2024年,公司新能源业务实现收入86.5亿元,同比增长36.98%,占公司营收比重达到23.52%:

1)精密结构件:公司凭借自身生产通讯基站用滤波器和天线积累的铝合金加工工艺切入新能源汽车精密结构件赛道。目前公司在国内昆山市、盐城市及美国、墨西哥等海外国家均设立精密组件生产基地,在进一步加深与大客户合作的基础上,进一步拓展理想、蔚来等国内优质新能源汽车客户,目前公司新能源结构件产品物料以扩展至电池包壳体、白车身、电池结构件及电驱系统等产品。

主要驱动因素: i) 新能源汽车销量上升; ii) 供应份额提升

2) PCB:据iFixit数据,预计新能源车单车FPC用量将超过100片以上,其中电池电压监测FPC用量可高达70片。公司自2016年起开始配合汽车大客户布局相关产品,据公司公告,公司2024年车载FPC产品销量、新增料号订单进一步提升。

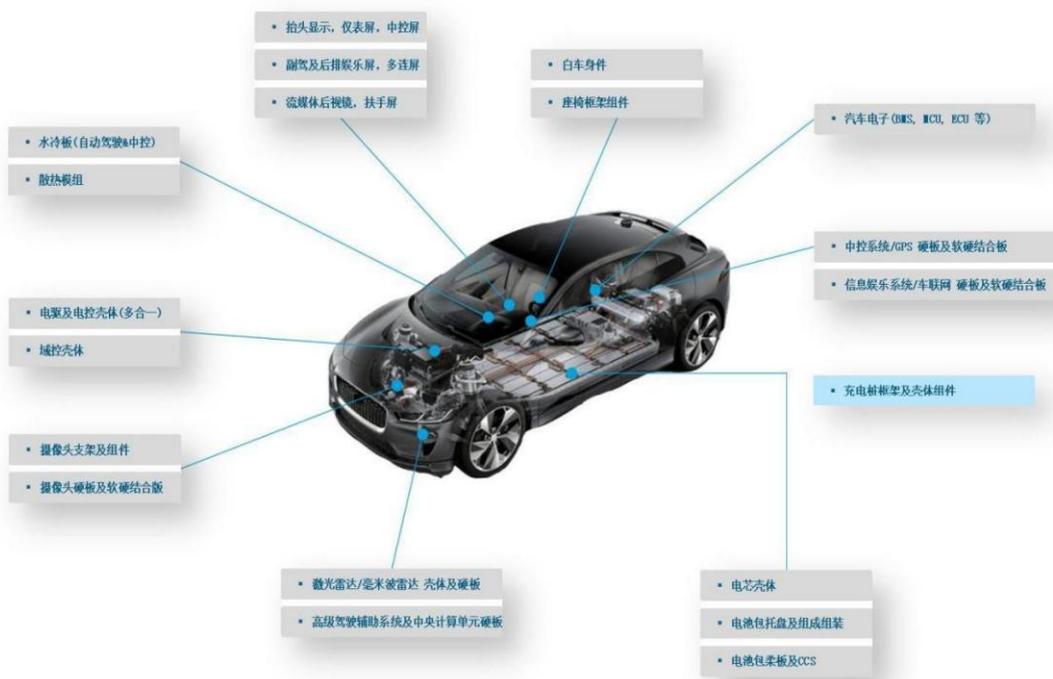
主要驱动因素: i) 新能源汽车销量上升; ii) 传感器搭载数量上升; iii) FPC进一步替代传统线束份额

3) 车载显示:公司在2023年1月收购苏州晶端切入汽车显示模组业务,进一步多元化拓展公司汽车业务。受到新能源汽车智能座舱大屏、多屏联动等需求的影响,公司2024Q1-Q3车载显示业务收入较2023年同期增加6.14亿元,同比增长33.7%。

主要驱动因素: i) 新能源汽车销量上升; ii) 信息娱乐功能升级; iii) 显示技术升级

我们认为在单车硅含量(含传感器)逐年提升、车载FPC逐步替换传统线束方案以及座舱内显示功能及需求进一步上升的大背景下,公司作为产业链配套完善,并同时各板块业务在市场中拥有高竞争力的企业,看好公司在下游客户汽车电子方面的中长期卡位能力与各大新能源汽车头部公司的良好合作关系所带来的未来潜力。

图表11: 公司产品在新能源汽车的应用情况

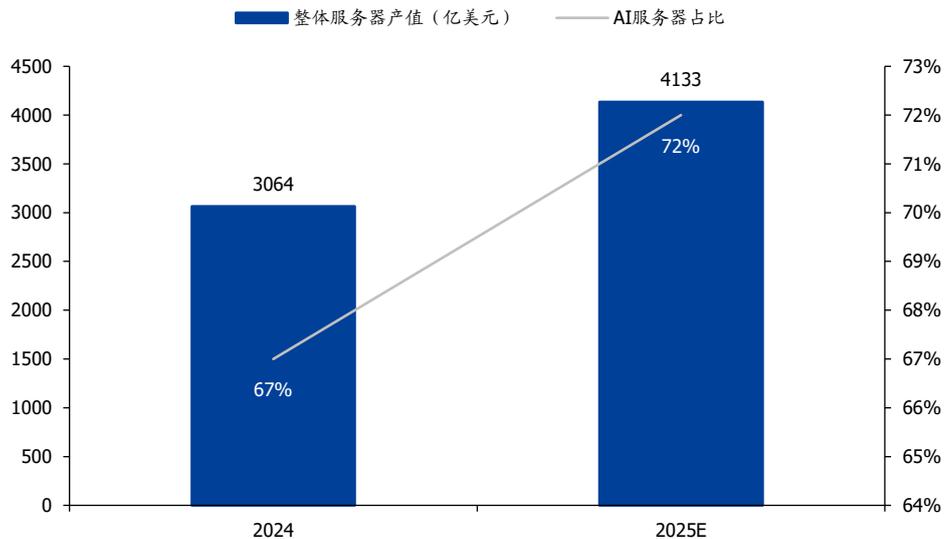


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4、AI 服务器空间广阔，有望打开新成长曲线

AI 服务器未来发展空间广阔，预计 2025 年产值接近 2980 亿美元，出货量将同比增长 28%。随着 AI 技术、云计算、物联网技术的飞速发展，全球计算设备、数据中心、AI 服务器等关键基础设施规模迅速提升。根据 TrendForce，在产值上，2024 年整体服务器产值约达 3060 亿美元，其中，AI 服务器占比为 67%，产值约为 2050 亿美元，预计 2025 年其产值有望增长至近 2980 亿美元，占比进一步提升至 72%；在出货量上，由于中美系 CSP、服务器 OEM 客户对搭载 Hopper 系列机种拉货动能增强，2024 年 AI 服务器出货量同比增长 46%，预计 2025 年其出货量将同比增长近 28%，占整体服务器出货比例进一步提升至 15%以上。

图表12：全球整体服务器产值及 AI 服务器占比情况及预测



资料来源：TrendForce，国盛证券研究所

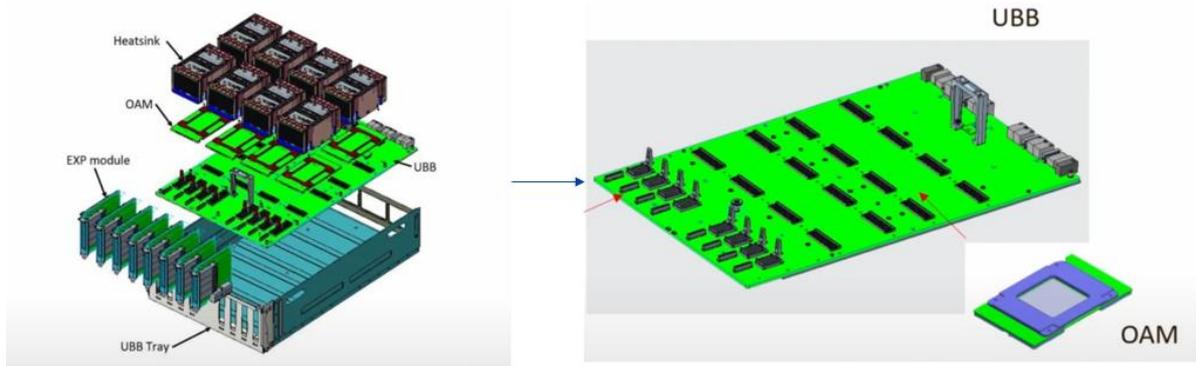
AI 服务器价值量跃升。八卡架构服务器 PCB 的主要构成为 GPU 母板 UBB (Universal Base Board)、GPU 加速卡 OAM (Open Accelerator Module)、CPU 主板以及网卡、内存、电源等产品。以 DGX H100 为例，其内部 PCB 价值量较高的 GPU 加速模块，包含一片 UBB 板，8 片 OAM 加速卡，其中 UBB 通常为高多层板，加速卡为 HDI PCB。

1) 从材料端来看，AI 服务器升级对应 PCB 的材料持续升级，AI 产品的 CCL 价格对比 whitley 服务器的 CCL 单价提升了 2~2.5 倍。

2) 从 PCB 层数来看，伴随 AI 服务器的 PCB 层数提升，其价值量也对应有显著提升。传统服务器层数一般不超过 20 层，单价约为 800~2000 元；而 AI 服务器 PCB 层数通常在 20 层以上，其单价超过 5000 元，较传统服务器 PCB 有成倍提升。

3) 从制造工艺来看，AI 加速卡的 PCB 通常采用 4 阶及以上的 HDI 工艺，高阶 HDI 制造其工序复杂生产难度大，伴随阶数提升价值量亦有显著增长。因此 AI 服务器将带动 PCB 的量价齐升，尤其是伴随高速高密度互联需求崛起，高等级材料的高层高阶 HDI 需求有望持续增长，对应价值量有望持续增长。

图表13: 八卡架构 AI 服务器的拆解



资料来源: OCP REGIONAL SUMMIT, 国盛证券研究所

图表14: 八卡加速模块实物



资料来源: servethehome, 国盛证券研究所

图表15: AI 服务器 PCB 价值量大幅提升

	Whitley	Eagle Stream	AI Level
PCB层数	12~14	16~20	20+
CCL材料	Low loss	Very Low loss	Ultra Low loss
传输速度	10Gbps	25Gbps	56Gbps
损耗 (Df)	0.006~0.009	0.005~0.006	0.0015~0.005
CCL ASP	1x	1.25x~2x	2x~2.5x
单价/单片	800元	2000元	5000元以上

资料来源: 优分析, 国盛证券研究所

2018 年收购 Multek，补全硬板业务；2025 年收购索尔斯光电，完善光通信布局，为拓展 AI 服务器业务做足准备。2018 年 3 月，东山精密全资子公司 MFLEX 与伟创力签订并购协议，拟以现金方式收购伟创力下属的 PCB 制造业务 100% 股权，合称为 Multek，其产品覆盖通信设备、消费电子、汽车、AR 等多个行业。这是公司在收购 MFLEX 的 FPC 软板业务基础上，全面进军 PCB 硬板业务领域的实力之举。在完成了对 Multek 的收购后，有效填补了公司在 PCB 硬板领域的业务空白。公司 PCB 硬板已广泛应用于计算机、网络设备、通信设备、工业控制、汽车、军事航空等电子设备，并且液冷 AI 服务器研发项目正处于样品优化阶段，为此后拓展 AI 服务器相关业务做足准备。我们认为，公司具备 AI 服务器中 PCB、散热、结构件等产品的研发制造能力，再加上收购索尔思光电，完善公司在光通信战略布局，业绩将随着 AI 服务器市场的发展而得到进一步提升。

5、触控显示实力将增强，LED业务有望大幅减亏

触控显示模组广泛应用于笔记本电脑、平板电脑、智能手表和车载显示等领域：

(1) 消费电子领域：随着智能手机和平板电脑的发展，消费者已经逐步形成触控操作的习惯，各大笔记本电脑品牌均已发布触控屏版笔记本电脑，随着变形本、二合一电脑等的出现，搭载触摸屏的笔记本电脑渗透率持续提升，进一步促进触控显示模组产品市场需求发展。根据 Wind 数据显示，2022 年、2023 年、2024 年全球笔记本电脑出货量分别为 1.86 亿台、1.66 亿台、2.02 亿台，全球平板电脑出货量分别为 1.50 亿台、1.35 亿台、1.44 亿台，市场需求呈现回升趋势。

(2) 汽车领域：车载显示主要包括中控屏、仪表盘以及新兴的 HUD 抬头显示、电子后视镜、副驾驶/后排屏等，为汽车智能化的关键交互硬件。随着科技的发展，汽车特别是新能源汽车积极布局智能化以提高品牌竞争力，车载显示模组进入快速发展期。

LED 发展趋势为持续缩小的灯珠尺寸和点间距。传统 LED 点间距大于 2.5mm，小间距 LED 点间距小于 2.5mm，Mini LED 点间距为 0.3mm—1mm，Micro LED 在此基础上进一步缩小。相较于 Mini LED，同面积上，Micro LED 芯片数量将是 Mini LED 近百倍。Mini/Micro LED 作为未来显示技术的重要发展方向，随着技术日益成熟和产业链规模化效应提升，将逐步释放出各类新应用领域的需求，有望成为行业未来的发展点。在显示背光领域，MiniLED 背光产品可赋予 LCD 更优的图像表现力，正逐渐替代传统 LED 光源，在 TV、显示器及车载显示市场中，MiniLED 背光产品正快速渗透。MicroLED 则凭借寿命长、尺寸小、亮度高、低功耗、自发光等优势，目前在 AR/VR 和大屏直显等领域实现率先突破，未来，随着技术进一步成熟和成本下降，其市场应用将加速拓展。

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。

1) 触控显示：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。

2) LED 业务：公司 LED 显示器件产品主要为小间距 LED、MiniLED 等封装颗粒产品，主要应用于室内外小间距高清显示屏等领域。2024 年，公司对 LED 业务优化运营管理，对部分低效设备进行整合和优化，产生 1.64 亿资产处置损失，并对 LED 业务相关资产计提了 5.95 亿资产减值损失。

风险提示

行业技术迭代不及预期：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、通信设备等行业，技术更新速度较快，若公司研发制造能力不能快速升级换代，将给公司业绩带来一定影响。

新能源业务扩产不及预期：2024 年 1-9 月，公司新能源汽车精密组件业务处于量产初期，未来若相关产品线扩产、新品迭代不及预期，将给第二成长曲线带来不确定性。

行业竞争加剧：公司在消费电子和汽车电子赛道均存在较多的竞争对手，未来若其他厂商实力提升或者展开价格战抢占份额，或给公司带来业绩压力。

客户集中度较高：2024 年，公司前五大客户收入占比为 71%，其中最大客户收入占比达 51%，单一大客户对公司经营业绩影响较大，若未来该业务拓展不及预期，将会给公司带来不利影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com