

东山精密 (002384.SZ)

加速高端 AI-PCB 产能扩张，望助力突破算力大客户

事件：公司发布关于投资建设高端 PCB 项目公告，公司全资子公司超毅集团预计投资不超过 10 亿美元建设高端 PCB 项目，以满足客户在高速运算服务器、人工智能等新场景对高端 PCB 的中长期需求。结合公司近况，我们点评如下：

□ 公司大力扩张 AI-PCB 高端产能，推动 PCB 产品升级，为积极开拓 AI 领域头部客户以及承接算力需求奠定产能基础。子公司 Multek 投资不超过 10 亿美元扩充面向高速运算服务器、AI 等新场景的高端 PCB 产能。目前 AI 领域客户对于高密度互连、高速信号传输等特性的 PCB 产品需求大幅增加，而 Multek 现有产能已难以满足客户未来的中长期需求，此次公司聚焦于高端 PCB 领域，通过新增产能快速填补市场缺口，满足客户需求，进一步巩固 Multek 在 PCB 领域的领先地位，并提高高密度互连、刚柔结合等先进技术产品的占比，优化产品结构。考虑到 AI 领域对高端 PCB 存在显著的中长期需求，随着行业快速发展，我们公司此次新增的产能有望得到消化，帮助公司实现整体经济效益的提升。

□ 25-26 年关注 A 客户终端 AI 化及折叠屏带动软板升级、光模块资产整合、AI-PCB 业务和汽车电子业务的扩张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；算力方面，公司子公司 Multek 在 HDI 及高多层板领域技术积累丰富，此次大力投资高端 AI-PCB 产能，有望助力公司在北美和国内算力市场获得重要突破，而此前拟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；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。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 AI-PCB 新增产能建设和客户拓展尚需时间、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 1.36/1.96/2.39 元，对应当前股价 PE 为 38.9/27.0/ 22.2 倍。未来东山精密卡位 A 客户获稳健增长，借助索尔思切入光模块算力领域，大力扩张 AI-PCB 高端产能，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，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、算力领域客户拓展不及预期、产能扩张不及预期、国际贸易环境变动风险。

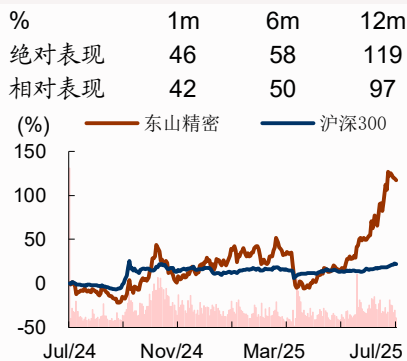
强烈推荐（维持）

TMT 及中小盘/电子
当前股价：53.03 元

基础数据

总股本（百万股）	1832
已上市流通股（百万股）	1386
总市值（十亿元）	97.1
流通市值（十亿元）	73.5
每股净资产（MRQ）	10.6
ROE（TTM）	6.5
资产负债率	58.3%
主要股东	袁永刚
主要股东持股比例	16.53%

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）—拟收购索尔思光电 100%股份，战略版图拓展至光模块领域》2025-06-16
- 2、《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
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

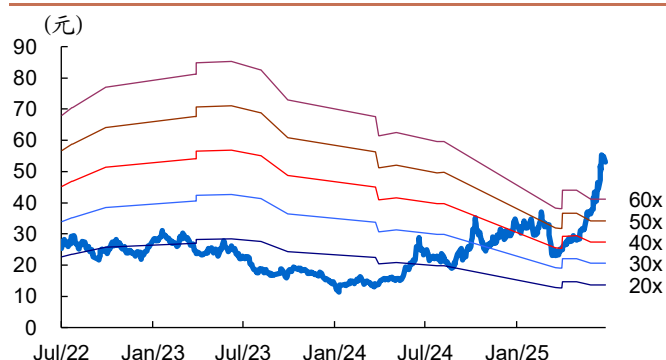
✉ tukunshan@cmschina.com.cn

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)	1.07	0.59	1.36	1.96	2.39
PE	49.4	89.5	38.9	27.0	22.2
PB	5.4	5.2	4.3	3.8	3.4

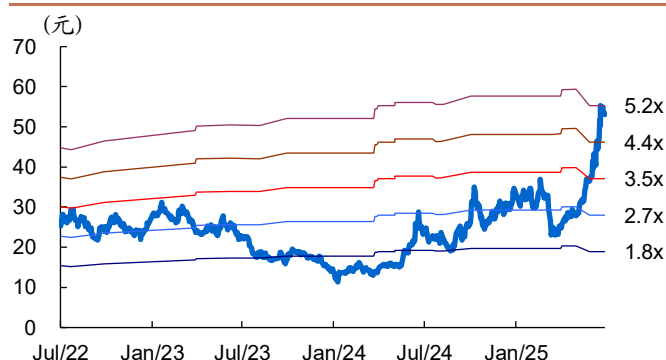
资料来源：公司数据、招商证券

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

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	23190	27298
现金	7190	7172	3757	4372	6705
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	47404	51819
流动负债	17850	19163	13932	13939	15053
短期借款	5156	4811	1094	0	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	21897	21904	23018
股本	1710	1706	1832	1832	1832
资本公积金	7938	7917	9183	9183	9183
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	22597	25444	28746
负债及权益合计	44372	46014	44553	47404	51819

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)	(1794)	(1179)
借款变动	(344)	(37)	(6176)	(1094)	0
普通股增加	0	(4)	126	0	0
资本公积增加	9	(21)	1266	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)	615	2333

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%	12.1%	15.0%	16.2%
ROIC	6.8%	3.4%	8.1%	11.9%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	59.0%	59.0%	49.1%	46.2%	44.4%
净负债比率	27.9%	27.3%	14.3%	11.2%	10.2%
流动比率	1.3	1.2	1.5	1.7	1.8
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.0
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	1.07	0.59	1.36	1.96	2.39
每股经营净现金	2.82	2.72	2.43	2.98	3.58
每股净资产	9.91	10.28	12.34	13.89	15.69
每股股利	0.23	0.07	0.41	0.59	0.72
估值比率					
PE	49.4	89.5	38.9	27.0	22.2
PB	5.4	5.2	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	28.2	32.5	20.5	16.4	14.2

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。