

东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

光模块+AI PCB 双轮驱动战略, AI 需求望推动业绩向上

公司近期公告 25 年年报和 26Q1 季报预告, 我们点评如下: 核心业务支撑利润增长, 光电显示板块拖累业绩。营收快速增长, 费用率有所提升。各业务板块表现分化, 新能源精密组件快速增长, 光模块业务盈利能力亮眼。光模块+AI PCB 双轮驱动战略深化, AI 算力需求有望提振业绩加速向上。

□ 核心业务支撑利润增长, 光电显示板块拖累业绩。25 年业绩基本符合预期, 利润改善主因核心业务增长, 但光电显示板块存在拖累。公司 25 年营收 401.25 亿元同比+9.12%, 归母净利 13.86 亿元同比+27.67%, 扣非归母 9.66 亿元同比+7.50%, 其中政府补助 3.63 亿元, 金融资产公允价值变动收益+0.62 亿元; 毛利率为 14.09%同比-0.3pcts, 扣非净利率为 2.41%同比-1.56pcts。25 年非经常性损益对利润贡献显著, 但光电显示器件及模组产能利用率和售价均承压, 扣非利润出现下滑, 而电子电路、光模块等核心主业仍保持稳健增长。

□ Q4 营收快速增长, 费用率有所提升。25Q4 营收 130.54 亿元同比+26.7%环比+29.1%, 归母净利 1.63 亿元同比+790.2%环比-65.0%, 扣非归母净利 -1.05 亿同比+4.3%环比-125.4%; 毛利率 14.71%同比-0.25pct 环比+0.59pct, 净利率 1.30%同比+1.12pct 环比-3.30pct。Q4 费用端: 管理费 4.03%同比+0.38pct; 研发费率 3.74%, 同比+0.71pct; 财务费用 1.9 亿元 (去年同期为 -1.55 亿元), 同比由负转正。

□ 各业务板块表现分化, 新能源精密组件快速增长。分产品来看, 1) 电子电路业务收入 256.2 亿元 (同比+3.3%), 占比 63.85%, 毛利率 17.59% (同比-0.75pct), 主因消费电子领域 FPC 需求稳健, 核心客户订单平稳交付; 2) 光电显示模组收入 59.86 亿元 (同比-6.03%), 占比 14.92%, 毛利率 5.18% (同比+1.86pct), 收入下滑受车载显示领域竞争加剧影响, 毛利率提升源于成本优化; 3) 精密组件收入 59.3 亿元 (同比+30.61%), 占比 14.78%, 毛利率 9.22% (同比-5.08pcts), 收入高增主因法国 GMD 集团并表及新能源订单放量, 毛利率受并表整合影响短期承压; 4) 光模块业务收入 14.36 亿元, 占比 3.58%, 毛利率 36.74%, 系收购索尔思光电新增业务, 技术壁垒推动高毛利表现。值得关注的是, 新能源车相关精密组件订单持续导入, 带动该业务收入显著增长。

□ 光模块+AI PCB 双轮驱动战略深化, AI 算力需求有望提振业绩加速向上。展望 26 年, 公司依托“光模块+AI PCB”双轮驱动战略, 持续受益 AI 算力需求扩张。短期来看, 26Q1 公司预计归母净利 10.0-11.5 亿元同比+119.4%~152.3%, 扣非归母净利 9.6-10.8 亿元同比+142.0%~172.2%。业绩实现翻倍以上增长, 主因: 1) AI 算力需求强劲, 索尔思的光模块产品不断导入新的大客户, 成为了公司新的核心利润增长点; 2) 传统业务保持同比稳定增长, 消费电子、汽车电子、PCB 硬板及光电模组出货小幅增长。中长线看, 消费电子领域, 触控面板及液晶显示模组受益于 AI 终端设备交互升级, 需求稳健增长, 公司凭借规模化产能稳定响应客户需求; 汽车电子领域, 智能座舱渗透率提升推动车载显示向大尺寸、多屏化演进, 公司触控与显示模组技术深度绑定头部车企, 窄边框车载屏等新品持续开发中; AI 算力领域,

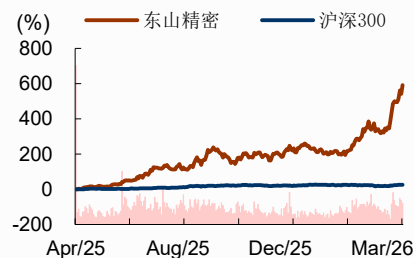
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 169.4 元

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)	310.3
流通市值 (十亿元)	234.8
每股净资产 (MRQ)	11.6
ROE (TTM)	5.8
资产负债率	58.8%
主要股东	袁永刚
主要股东持股比例	16.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	52	168	626
相对表现	47	165	600



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《东山精密 (002384) —核心业务结构优化带动盈利改善, AI 多元化布局驱动新动能》2025-08-31
- 《东山精密 (002384) —加速高端 AI-PCB 产能扩张, 望助力突破算力大客户》2025-07-28
- 《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

鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

tukunshan@cmschina.com.cn

公司重点布局 1.6T/3.2T 光模块及自研光芯片（如 212Gbaud EML），其中 1.6T 光模块已进入小批量试产，抢占下一代数据中心互联市场，同时通过自研 EML 芯片强化供应链优势；Multek 已具备 78 层及以上超高多层与 7 阶厚板 HDI PCB 的专业制造能力；液冷 AI 服务器、车载热管理集成模块、人形机器人等新品研发推进，进一步拓展技术应用场景。伴随“传统业务稳根基+新业务拓动能”战略深化，公司盈利能力有望持续提升。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑到索尔思收购落地，且光模块业务进展积极，AI PCB 高端产能加速扩张并有望在下游算力客户取得积极进展，我们最新预测 26-28 年营收为 581.8/843.6/1181.1 亿，归母净利润为 76.7/ 149.4/232.9 亿，对应 EPS 为 4.19/8.16/12.72 元，对应当前股价 PE 为 40.5/20.8/13.3 倍，维持“强烈推荐”评级。

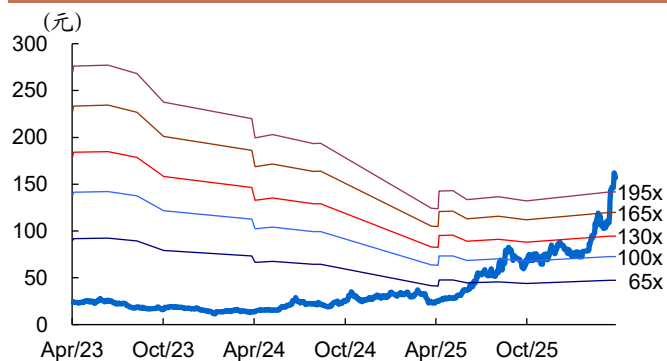
□ 风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、光模块业务进展不及预期、算力客户拓展及 AI PCB 产能扩张不及预期、国际贸易环境变动风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	36770	40125	58181	84363	118108
同比增长	9%	9%	45%	45%	40%
营业利润(百万元)	1480	1269	8921	17778	27954
同比增长	-28%	-14%	603%	99%	57%
归母净利润(百万元)	1086	1386	7668	14939	23292
同比增长	-45%	28%	453%	95%	56%
每股收益(元)	0.59	0.76	4.19	8.16	12.72
PE	285.8	223.9	40.5	20.8	13.3
PB	16.5	14.5	10.7	7.4	5.1

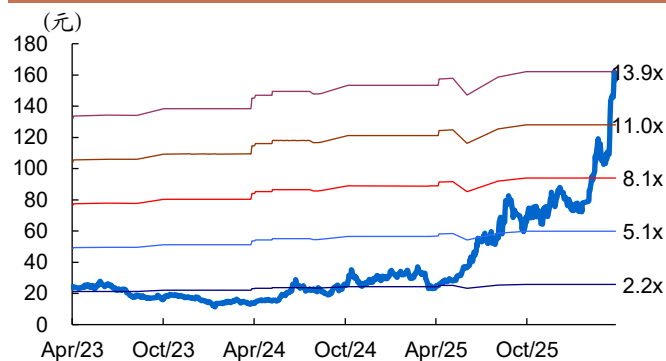
资料来源：公司数据、招商证券

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	22678	28628	34255	46953	71844
现金	7172	7650	5546	6655	16295
交易性投资	78	202	202	202	202
应收票据	9	0	0	0	0
应收款项	7663	9793	14199	20589	28825
其它应收款	46	166	240	349	488
存货	6153	8929	11378	15296	20649
其他	1556	1888	2690	3863	5385
非流动资产	23336	31623	33230	34474	35430
长期股权投资	155	127	127	127	127
固定资产	13595	16587	19005	20960	22539
无形资产商誉	3082	6132	5519	4967	4470
其他	6504	8778	8580	8421	8294
资产总计	46014	60251	67484	81427	107274
流动负债	19163	28453	27981	29211	36132
短期借款	4811	8011	7021	1840	0
应付账款	10595	14046	17898	24062	32483
预收账款	123	475	605	813	1098
其他	3635	5921	2457	2497	2551
长期负债	7965	10096	10096	10096	10096
长期借款	5289	6375	6375	6375	6375
其他	2676	3721	3721	3721	3721
负债合计	27128	38549	38077	39307	46228
股本	1706	1832	1832	1832	1832
资本公积金	7917	9083	9083	9083	9083
留存收益	9203	10547	18214	30853	49663
少数股东权益	60	241	279	353	469
归属于母公司所有者权益	18826	21461	29129	41767	60577
负债及权益合计	46014	60251	67484	81427	107274

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4986	5307	7856	14093	21493
净利润	1085	1393	7706	15013	23408
折旧摊销	2486	2958	3991	4353	4641
财务费用	151	455	300	320	350
投资收益	16	(3)	(416)	(416)	(416)
营运资金变动	1066	573	(3725)	(5178)	(6490)
其它	181	(68)	0	0	0
投资活动现金流	(4094)	(8283)	(5182)	(5182)	(5182)
资本支出	(3792)	(4383)	(5598)	(5598)	(5598)
其他投资	(302)	(3900)	416	416	416
筹资活动现金流	(1319)	3749	(4779)	(7802)	(6671)
借款变动	(37)	1799	(4479)	(5181)	(1840)
普通股增加	(4)	126	0	0	0
资本公积增加	(21)	1166	0	0	0
股利分配	(427)	(119)	0	(2300)	(4482)
其他	(830)	779	(300)	(320)	(350)
现金净增加额	(427)	773	(2104)	1109	9640

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	36770	40125	58181	84363	118108
营业成本	31615	34473	43927	59054	79723
营业税金及附加	167	136	198	287	401
营业费用	454	445	645	936	1310
管理费用	1112	1415	2051	2974	4164
研发费用	1267	1417	2055	2980	4172
财务费用	(59)	262	300	320	350
资产减值损失	(1218)	(1123)	(500)	(450)	(450)
公允价值变动收益	(18)	62	62	62	62
其他收益	523	363	363	363	363
投资收益	(22)	(9)	(9)	(9)	(9)
营业利润	1480	1269	8921	17778	27954
营业外收入	9	478	478	478	478
营业外支出	21	57	57	57	57
利润总额	1468	1690	9342	18199	28375
所得税	383	297	1637	3187	4967
少数股东损益	(1)	7	38	74	116
归属于母公司净利润	1086	1386	7668	14939	23292

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	9%	9%	45%	45%	40%
营业利润	-28%	-14%	603%	99%	57%
归母净利润	-45%	28%	453%	95%	56%
获利能力					
毛利率	14.0%	14.1%	24.5%	30.0%	32.5%
净利率	3.0%	3.5%	13.2%	17.7%	19.7%
ROE	5.9%	6.9%	30.3%	42.1%	45.5%
ROIC	3.4%	3.6%	18.5%	32.1%	39.7%
偿债能力					
资产负债率	59.0%	64.0%	56.4%	48.3%	43.1%
净负债比率	27.3%	29.7%	19.9%	10.1%	5.9%
流动比率	1.2	1.0	1.2	1.6	2.0
速动比率	0.9	0.7	0.8	1.1	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3
存货周转率	5.1	4.6	4.3	4.4	4.4
应收账款周转率	4.8	4.6	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	3.2	2.8	2.8	2.8	2.8
每股资料(元)					
EPS	0.59	0.76	4.19	8.16	12.72
每股经营净现金	2.72	2.90	4.29	7.69	11.73
每股净资产	10.28	11.72	15.90	22.80	33.07
每股股利	0.07	0.00	1.26	2.45	3.81
估值比率					
PE	285.8	223.9	40.5	20.8	13.3
PB	16.5	14.5	10.7	7.4	5.1
EV/EBITDA	96.8	82.9	26.0	15.3	10.4

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。