

东山精密 (002384.SZ)

强烈推荐 (维持)

Q1 高增源于光模块并表, "光+PCB" 双轮战略加速推进

公司近期公告 26Q1 季报: 26Q1 公司实现营业收入 131.38 亿元, 同比+52.72%, 环比+0.6%; 归母净利润 11.10 亿元, 同比+143.47%, 环比+581%; 扣非归母净利润 10.59 亿元, 同比+166.99%, 环比扭亏, 扣非/归母比 95.44%, 利润质量优异。毛利率 19.33%, 同比+5.20pcts, 环比+4.62pcts; 净利率 8.56%, 同比+3.25pcts, 环比+7.26pcts。我们点评如下:

- 26Q1 营收同比+53%、归母净利润同比+143%，盈利能力同环比大幅跃升。

26Q1 公司实现营业收入 131.38 亿元, 同比+52.72%, 环比+0.6%; 归母净利润 11.10 亿元, 同比+143.47%, 环比+581%; 扣非归母净利润 10.59 亿元, 同比+166.99%, 环比扭亏, 扣非/归母比 95.44%, 利润质量优异。毛利率 19.33%, 同比+5.20pcts, 环比+4.62pcts, 受益于高毛利光模块及光芯片业务并表贡献叠加产品结构高端化。净利率 8.56%, 同比+3.25pcts, 环比+7.26pcts, 利润增速大幅跑赢收入增速, 主因索尔思光电并表带来利润结构性改善, 单季归母净利已接近 25 年全年水平(13.86 亿元)。单季 ROE 5.03%, 同比+2.64pcts。费用端, 销售费用 1.28 亿元(费率 0.98%, 同比+0.11pcts), 管理费用 4.16 亿元(费率 3.17%, 同比-0.02pcts), 研发费用 3.71 亿元(费率 2.83%, 同比-0.37pcts, 绝对额同比+34.9%), 三项费率合计 6.98%, 同比-0.28pcts, 规模效应初步显现。财务费用 2.48 亿元(费率 1.89%, 同比+1.81pcts), 主要系收购索尔思及 GMD 后新增借款利息增加叠加汇兑损失超 1 亿元所致。经营活动现金流量净额 11.27 亿元, 经营质量稳健。基本每股收益 0.606 元(25Q1 为 0.267 元)。
- 索尔思光电并表驱动光模块+光芯片收入翻倍, AI 相关利润贡献占比过半。

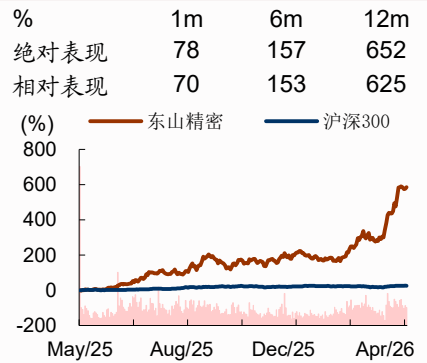
26Q1 业绩高增核心驱动力来自索尔思光电及 GMD 集团并表, 叠加全球 AI 算力需求爆发催化光模块行业景气上行。分业务看: (1) 光模块及光芯片(索尔思): 公司通过收购索尔思光电切入光模块行业, 索尔思采用 IDM 模式实现"光芯片+光模块"一体化, 为国内唯一可自供 EML 芯片并大规模量产的企业。26Q1 索尔思收入同比翻倍, 800G 光模块已向 Meta 出货, Oracle、Microsoft、xAI 等客户导入进展顺利, AWS 及 NVDA 1.6T 产品送样推进中。Q1 AI 相关业务利润贡献占比已超 50%, 成为公司核心盈利支柱。(2) 刚性 PCB (Multek): 具备 78 层以上超高多层及 7 阶厚板 HDI PCB 制造能力, 已累计投入超 13 亿美元扩充高端产能, 服务器领域 GPU/ASIC 客户打样进展顺利, 收入与利润同比稳步增长。(3) FPC 及其他传统业务: FPC 业务保持稳定, 25 年泰国工厂亏损约 2 亿元拖累盈利, 预计 26 年随产能爬坡逐步扭亏; 触控面板业务受客户调整及转向加工费模式影响营收小幅回落, 但盈利水平有所提升。
- 光芯片稀缺性持续凸显, 26-27 年三轮驱动有望迎来业绩爆发。展望 2026-2027 年, 公司三大 AI 增长引擎持续发力: (1) 光模块: 800G 为 26-27 年核心主力产品, 2027 年订单规模突破千万只; 1.6T 产品于 2H26 逐步量产放量, 2028 年将成为主流订单品类。A 客户审厂稳步推进, G 客户光芯片+光模块业务有望于 2H26 取得突破, N 客户 1.6T 光模块打样亦于 2H26 推进。(2) 光芯片: 全球 EML 芯片持续短缺, Lumentum 订单已排至 2028 年, 缺

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 186.73 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)	342.0
流通市值 (十亿元)	258.9
每股净资产 (MRQ)	12.4
ROE (TTM)	9.0
资产负债率	63.7%
主要股东	袁永刚
主要股东持股比例	16.53%

股价表现



相关报告

- 《东山精密 (002384) — 光模块 + AI PCB 双轮驱动战略, AI 需求望推动业绩向上》2026-04-23
- 《东山精密 (002384) — 核心业务结构优化带动盈利改善, AI 多元化布局望驱动新动能》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

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

口从 20%扩大至 25-30%。索尔思计划 2026 年底前实现 400G EML 量产，2H26 底芯片产能扩至 22KK/月，2027 年全年产能达 3 亿颗，为全球少数获得海外云厂商认可的中国激光芯片企业。(3) AI PCB: 新产能年内投产，管理层预计未来 2-3 年可推动刚性 PCB 业务规模有望实现翻倍增长，嵌入式电容等高端工艺竞争力突出。公司作为稀缺的"光芯片+光模块+AI PCB"全栈布局标的，三轮驱动下 2027 年有望迎来业绩爆发期。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。考虑索尔思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，我们维持预测 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 44.6/22.9/14.7 倍，维持“强烈推荐”评级。

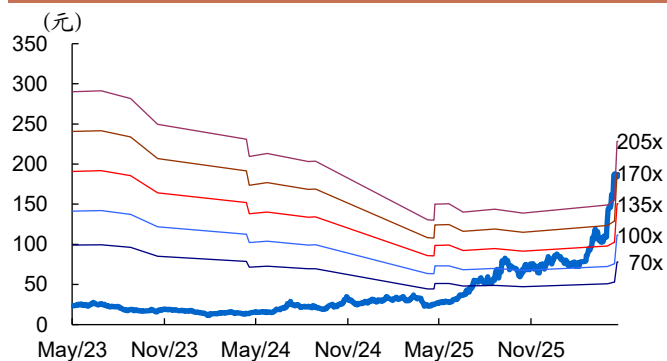
□ 风险提示：客户需求低于预期、同行竞争加剧、光模块业务进展不及预期、算力客户拓展及 AI PCB 产能扩张不及预期、国际贸易环境变动风险。

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	315.0	246.8	44.6	22.9	14.7
PB	18.2	15.9	11.7	8.2	5.6

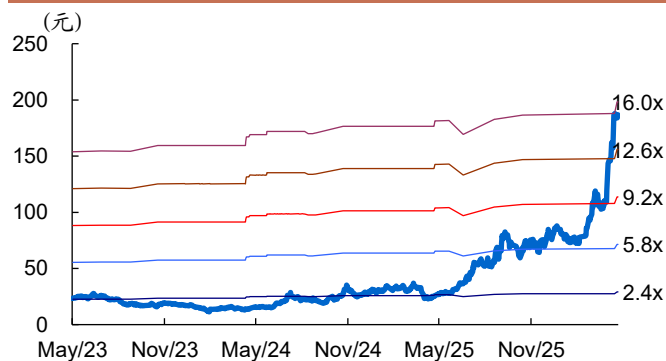
资料来源：公司数据、招商证券

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	315.0	246.8	44.6	22.9	14.7
PB	18.2	15.9	11.7	8.2	5.6
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。