

# 东山精密 (002384)

## 光模块与高端 PCB 双轮驱动 AI 基建新龙头

买入 (首次)

2026年03月30日

证券分析师 陈海进

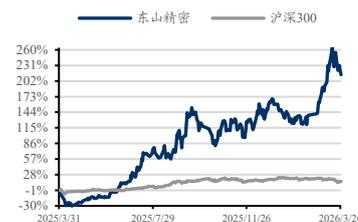
执业证书: S0600525020001  
chenhj@dwzq.com.cn

研究助理 解承堯

执业证书: S0600125020001  
xiechy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	33,651	36,770	41,742	72,062	95,133
同比 (%)	6.56	9.27	13.52	72.64	32.02
归母净利润 (百万元)	1,965	1,086	1,552	6,957	12,455
同比 (%)	(17.05)	(44.74)	42.99	348.19	79.01
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.07	0.59	0.85	3.80	6.80
P/E (现价&最新摊薄)	95.70	173.18	121.12	27.02	15.10

### 股价走势



### 投资要点

- **东山精密**历经近三十年发展,依托持续的并购整合战略,正加速从传统电子制造向 AI 算力基础设施核心供应商转型升级。公司通过收购 MFLEX 奠定全球 FPC 龙头地位,收购 Multek 补强硬板布局,并于 2025 年收购索尔思光电切入高速光通信赛道,构建起"AI 服务器 PCB+高速光模块"双技术支点。当前,公司依托 Multek 在高端硬板领域的技术积累与索尔思在 800G/1.6T 光模块及 EML 光芯片的垂直整合能力,客户结构已覆盖全球主流云服务商与头部终端品牌,在 AI 算力基础设施建设的历史性机遇中,确立了从传统零部件配套向高附加值核心器件供应的转型路径,成为全球智能互联互通与 AI 算力网络的关键基础设施供应商。
- **公司在 PCB 领域已形成"柔性+刚性"双轮驱动的产业格局,既是全球 FPC 龙头,又通过 Multek 在 AI 服务器高端硬板领域占据先发优势。**FPC 业务深度绑定全球头部消费电子客户,充分受益于终端影像升级与端侧 AI 部署带来的单机价值量提升,同时在折叠屏、AR/VR 等新兴场景持续拓展创新应用。硬板业务方面, Multek 具备高多层 PCB 量产能力,已进入头部 AI 算力客户供应链体系,精准把握 AI 服务器高多层化升级带来的结构性机遇。消费级与数据中心双赛道共振,为公司提供稳健的业绩支撑与增长动能。
- **AI 算力爆发驱动光模块产业进入高速增长期,索尔思光电作为具备光芯片自研能力的稀缺标的,已成为公司第二增长曲线的核心引擎。**区别于纯模块封装厂商,索尔思实现了从 EML 光芯片设计到模块集成的全链条布局,在 800G 批量交付基础上加速 1.6T 产品商用,充分受益于数据中心速率迭代。其自研芯片能力不仅保障了供应链稳定性,更通过芯片-模块协同设计实现成本与良率优化,盈利能力显著优于行业平均水平。随着与母公司在精密制造、散热方案及下一代 CPO 技术领域的协同深化,光模块业务将为公司贡献显著业绩弹性。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 2025-2027 年营业收入 417.42/720.62/951.33 亿元,增速分别为 13.52%/72.64%/32.02%,归母净利润 15.52/69.57/124.55 亿元,同比增速分别为 42.99%/348.19%/79.01%。考虑到公司同时具备 PCB、光芯片和光模块能力,在高增长数据中心市场拥有较强竞争力,首次覆盖,给予"买入"评级。
- **风险提示:** 技术迭代和新品开发不及预期,行业竞争加剧,产能扩张不及预期

### 市场数据

收盘价(元)	102.65
一年最低/最高价	21.62/120.50
市净率(倍)	8.82
流通 A 股市值(百万元)	142,305.92
总市值(百万元)	188,014.51

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.63
资产负债率(% ,LF)	58.82
总股本(百万股)	1,831.61
流通 A 股(百万股)	1,386.32

## 内容目录

<b>1. 国内 PCB 龙头稳健成长，光通信开启第二增长曲线</b> .....	<b>4</b>
1.1 全球领先的智能互联核心器件龙头，三大业务板块协同发展.....	4
1.2 公司营业收入稳健增长，收入结构不断优化.....	5
<b>2. AI 终端需求放量驱动，PCB 成长空间加速释放</b> .....	<b>6</b>
2.1. AI 应用需求加速释放，PCB 行业迎来结构性升级.....	6
2.2. 消费电子终端创新迭代，FPC 增量空间持续打开.....	9
2.3. 高端 PCB 与 FPC 双轮驱动，AI 服务器升级与消费电子共振成长.....	12
<b>3. 索尔思推动东山精密向光通信高价值环节跃迁</b> .....	<b>13</b>
3.1. AI 算力爆发驱动光模块市场进入黄金增长期.....	13
3.2. 光芯片是光通信产业链核心瓶颈与价值高地.....	15
3.3. 垂直整合能力构筑索尔思光电差异化竞争优势.....	17
<b>4. 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>19</b>
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 投资建议.....	20
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 东山精密发展历程.....	4
图 2: 东山精密股权结构 (截至 2025 年 11 月) .....	5
图 3: 营业收入及同比增长情况 (单位: 亿元) .....	6
图 4: 归母净利润情况 (单位: 亿元) .....	6
图 5: 2021-2025Q1-Q3 公司期间费用率情况 .....	6
图 6: 2021-2025Q1-Q3 公司研发费用情况 (单位: 亿元) .....	6
图 7: 各厂商 CCL 牌号比较及适用传输速率 .....	7
图 8: 顶级 AI 模型在训练阶段所消耗的算力变化趋势 .....	8
图 9: 英伟达 GPU 架构演进带来的算力与能效提升 .....	8
图 10: 全球 PCB 市场产值与高端 PCB 产值 (亿美元) .....	8
图 11: 2024 全球 PCB 市场细分占比 .....	8
图 12: FPC 在下游终端 (手机) 的应用 .....	9
图 13: iPhone 16 摄影控制键 .....	10
图 14: iPhone 17 48MP 主摄 .....	10
图 15: 2024-2027 年 AI 手机出货量预测 .....	11
图 16: 全球 AR/VR 头显与智能眼镜出货量预测 .....	11
图 17: 2019-2029 全球 FPC 市场规模及预测 (单位: 十亿美元) .....	11
图 18: 公司 PCB 产品所处行业产业链及客户情况 .....	12
图 19: 光模块结构示意图 .....	13
图 20: GPU 互联网络 .....	14
图 21: 不同速率光模块市场规模及预测 (单位: 十亿美元) .....	15
图 22: EML 光芯片结构图 .....	16
图 23: 硅光芯片结构图 .....	16
图 24: 索尔思光模块产品 .....	18
图 25: 东山精密盈利预测 .....	20
图 26: 可比公司估值表 .....	20

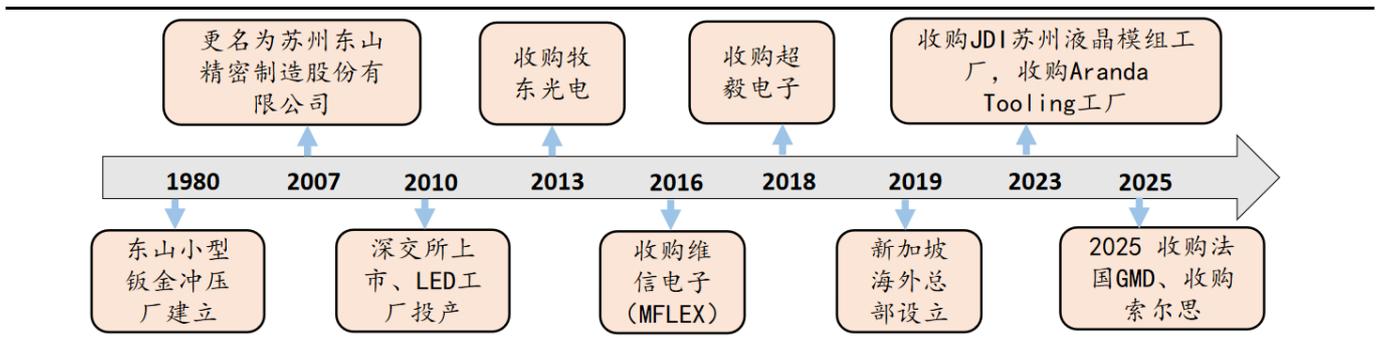
## 1. 国内 PCB 龙头稳健成长，光通信开启第二增长曲线

### 1.1 全球领先的智能互联核心器件龙头，三大业务板块协同发展

东山精密历经近三十年发展，依托持续的并购整合战略，实现了从传统钣金加工向高端电子制造产业的转型升级，目前已成为全球精密制造与电子电路解决方案的领军企业。东山精密成立于 1998 年 10 月，总部位于苏州吴中经济开发区，前身为创立于 1980 年代的钣金制造企业，2007 年完成股份制改造，2010 年 4 月登陆深交所中小板。2014 年公司以 3.13 亿元收购牧东光电，切入触控显示面板领域；2016 年以 6.11 亿美元收购纳斯达克上市公司 MFLEX，一举切入苹果供应链并跃升为全球柔性电路板(FPC)龙头；2018 年以 2.93 亿美元收购伟创力旗下 PCB 企业 Multek，补强硬板及刚挠结合板布局；2022 年以 13.83 亿元收购 JDI 持有的晶端显示，拓展车载显示模组业务；2025 年通过全资子公司香港超毅以不超过 59.35 亿元（含 6.29 亿美元股权对价及 10 亿元可转债）收购全球光模块头部企业索尔思光电 100% 股权，并于 2025 年 10 月起正式纳入合并报表，同期完成对法国 GMD 集团的收购，加速欧洲市场布局。

目前公司形成电子电路、光电显示、精密制造三大核心业务板块，产品涵盖柔性/刚性印刷电路板(FPC/PCB)、触控显示模组、新能源汽车精密结构件及光通信模块等。公司长期合作伙伴覆盖全球前五大消费电子品牌厂商中的四家、全球前五大纯电动汽车厂商及全球前五大云服务供应商中的四家，是全球智能互联互通核心器件的重要供应商。

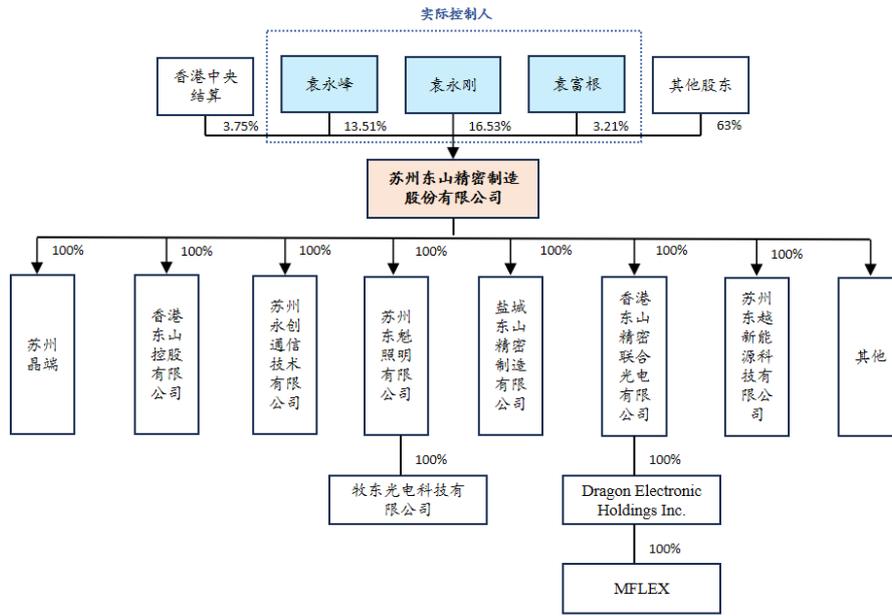
图1：东山精密发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构稳定，实控人袁氏家族通过定增巩固控制权。东山精密为自然人实际控制的民营企业，实际控制人为袁富根及其子袁永刚、袁永峰。截至 2025 年 11 月，袁永刚、袁永峰、袁富根分别直接持有公司 16.53%、13.51%、3.21% 股权，合计持股 33.25%，较 2024 年末的 28.27% 显著提升，主要系袁永刚、袁永峰于 2025 年 6 月参与定增分别增持 1.01 亿股、0.26 亿股所致。截至 2026 年 3 月 4 日，公司总股本约 18.32 亿股。当前公司股权结构稳定，实控人家族通过一致行动安排及较高比例的股份锁定（定增股份锁定期 36 个月），确保了对公司长期战略发展的控制力。

图2: 东山精密股权结构 (截至 2025 年 11 月)



数据来源: 东山精密港股招股书, 东吴证券研究所

## 1.2 公司营业收入稳健增长, 收入结构不断优化

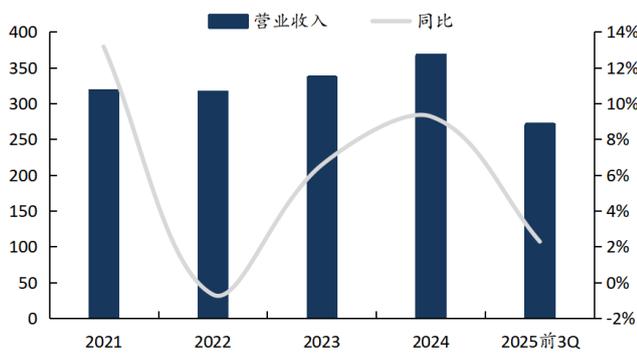
**营业收入稳健增长, 近年来保持正增长态势。** 2021-2024 年公司营收从 317.93 亿元增长至 367.70 亿元, CAGR 为 5.0%, 2024 年电子电路业务同比增长 6.62%, 新能源业务快速放量实现收入 86.5 亿元 (同比+36.98%), 共同支撑营收增长。2025 年前三季度实现营收 270.71 亿元, 同比增长 2.3%。近年来尽管消费电子整体需求承压, 但公司凭借与大客户的深度绑定及自身份额的持续提升, 核心业务仍保持稳健, 整体营收保持稳健增长。

**从收入结构看, 电子电路业务始终是公司的核心支柱。** 2024 年该板块实现收入 248.01 亿元, 同比增长 6.62%, 营收占比 67.45%, 毛利率保持在 18.34% 的行业较高水平。2025 年上半年电子电路业务收入 110.59 亿元, 同比增长 1.93%, 营收占比 65.23%, 毛利率 17.55%, 继续保持稳健增长。新能源业务 (含车载 FPC、液冷板、电池壳体等) 2024 年实现收入 86.5 亿元, 同比大增 36.98%, 营收占比提升至 23.52%。2025 年前三季度新能源业务实现收入 75.20 亿元, 同比增长 22.08%, 延续高增长态势。触控面板及液晶显示模组业务受益于苏州晶端收购整合及车载显示拓展, 2024 年收入 63.70 亿元, 同比增长 31.02%。2025 年上半年该板块收入 30.49 亿元, 同比下降 2.35%, 预计下半年随车载显示放量将有所回暖。精密组件业务稳步增长, 2024 年收入 45.40 亿元, 同比增长 9.08%。2025 年上半年精密组件业务收入 23.62 亿元, 同比增长 11.87%, 新产能爬坡效果显现。

**利润端经历战略性调整后修复态势明显。** 2021-2022 年公司归母净利润从 18.62 亿元增至 23.68 亿元, 同比增长 27.2%。2023-2024 年公司进行战略优化调整, 分别实现

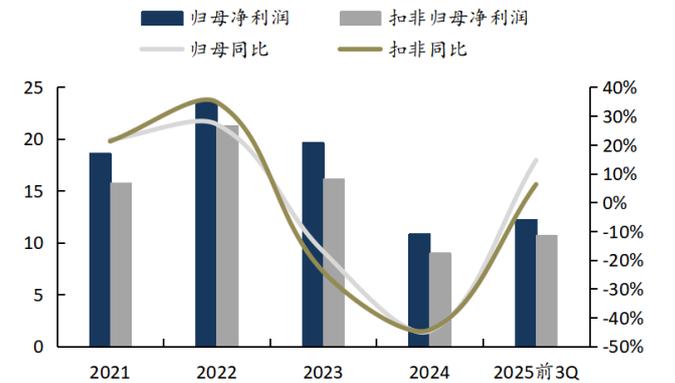
净利润 19.65 亿元和 10.86 亿元。从盈利能力看，综合毛利率由 2022 年的 17.6% 降至 2024 年的 14.02%，净利率相应波动，但核心电子电路业务毛利率仍保持在 18.34% 的较高水平。随着新能源业务持续放量，2025 年前三季度归母净利润 12.23 亿元，同比增长 14.61%，呈现明确修复态势；毛利率回升至 13.8%，净利率回升至 4.5%，步入上升通道。

图3：营业收入及同比增长情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

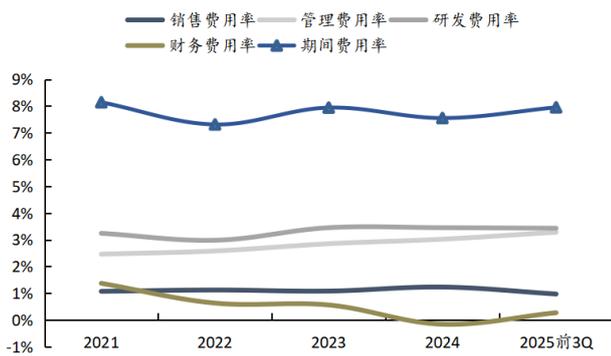
图4：归母净利润情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

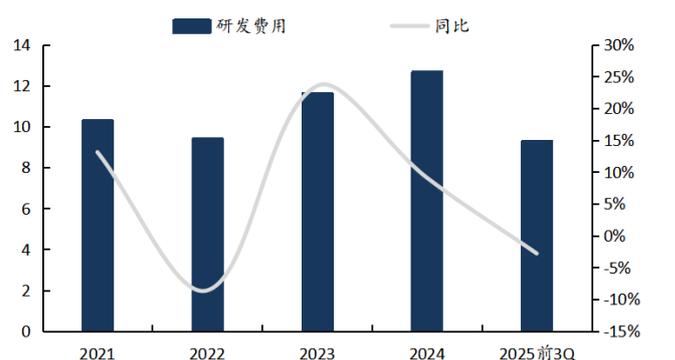
公司注重费用管控，持续加大研发投入。从费用端看，2021-2025 年前三季度期间费用率分别为 8.14%、7.31%、7.94%、7.55%、7.95%，整体占比较低，体现公司良好的成本管控能力。同时公司持续强化技术创新，2024 年研发费用 12.67 亿元，同比增长 9.1%，研发人员占比 19.64%，重点投向 AI 服务器、车载显示、光通信等前沿领域，为长期发展储备技术动能。

图5：2021-2025Q1-Q3 公司期间费用率情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2021-2025Q1-Q3 公司研发费用情况（单位：亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

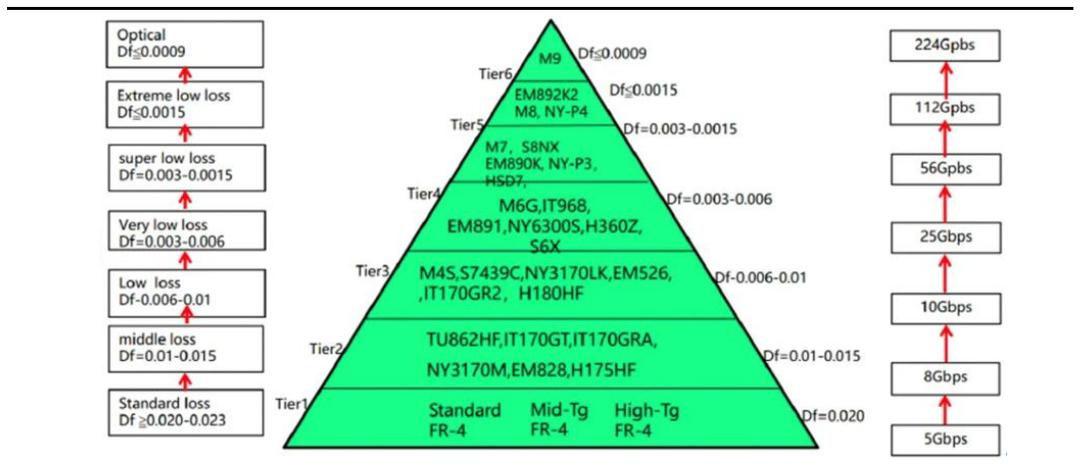
## 2. AI 终端需求放量驱动，PCB 成长空间加速释放

### 2.1. AI 应用需求加速释放，PCB 行业迎来结构性升级

随着 AI 应用需求加速释放，算力基础设施正加快向更高带宽、更高密度和更高功

率方向演进，PCB 硬板材料体系也随之进入升级通道。以 NVIDIA 平台演进为例，NVLink SerDes 速率已由 56Gbps 提升至 224Gbps，Rubin Ultra 机柜总互联带宽进一步跃升至 1.5PB/s，意味着单机柜内部信号传输频率、链路损耗控制和系统级信号完整性要求显著抬升。在这一背景下，算力升级已不再只是芯片性能的线性提升，而是对服务器内部互连介质提出了更高标准。随着 224G 及更高阶 SerDes 逐步导入，传统 M7/M8 级覆铜板在高频场景下面临介质损耗快速放大的问题，已难以支撑超高速电信号在板内稳定传输，PCB 材料体系因此正加速向 M9 等级演进。尤其在英伟达 Kyber 机柜所采用的正交背板架构中，为满足 Canister 内部无阻塞交换对低损耗传输的要求，正交背板需采用 M9 级以上超低损耗 CCL 材料，反映出 PCB 硬板已从通用连接载体转向决定 AI 服务器带宽上限和系统可靠性的关键基础设施，行业升级逻辑也由单纯层数增加，进一步转向材料、结构与电性能全面提升。

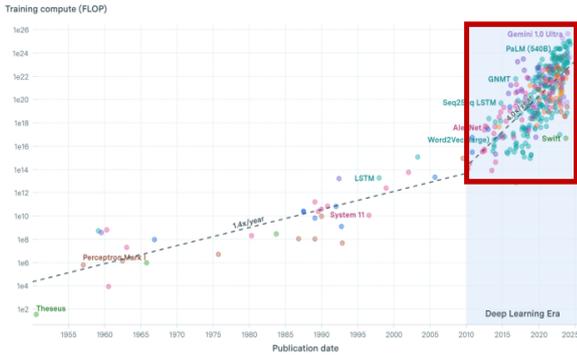
图7：各厂商 CCL 牌号比较及适用传输速率



数据来源：SemiVision Research，东吴证券研究所

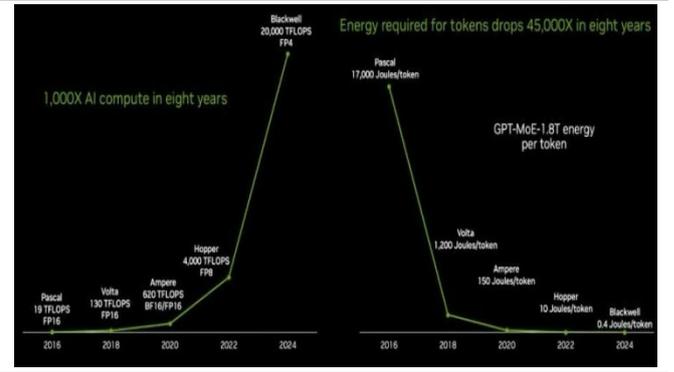
在此背景下，算力升级与密集化的要求重塑 PCB 技术路径，推动行业向高端化、高性能化方向加速迭代。随着电子系统复杂度提升，PCB 也不再只是“连线板”，而是兼顾高速信号、供电网络和电磁兼容等多重约束的关键载体。AI 应用场景从训练向推理全面扩展，大模型参数规模持续跃升，算力需求呈指数级增长，带动 GPU 架构不断向更高带宽、更高功耗和更高集成度方向演进。NVIDIA 数据显示，过去八年数据中心 GPU 算力提升约 1000 倍，同时单位 Token 能耗下降超过 4 万倍，算力效率显著改善。在算力密度与功率水平同步抬升的背景下，AI 服务器硬件体系加速向高功耗、高带宽与高密度方向演进，对 PCB 层数、材料性能及 HDI 结构提出更高要求。

图8: 顶级 AI 模型在训练阶段所消耗的算力变化趋势



数据来源: Epoch AI, 东吴证券研究所

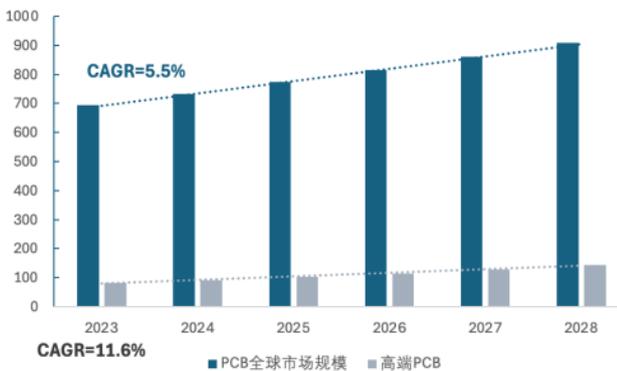
图9: 英伟达 GPU 架构演进带来的算力与能效提升



数据来源: 英伟达, 东吴证券研究所

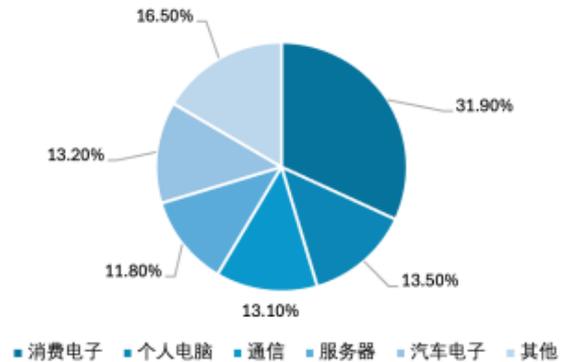
**AI 算力爆发驱动服务器 PCB 层数跃升与价值重构, 高层数刚性板成为产业链核心受益环节。**服务器及数据中心 PCB 层数近年来持续提升, 传统通用服务器主板层数多集中在 12-16 层, 而 AI 服务器主板及 GPU 加速卡层数已提升至 18 层以上, 部分高端平台达到 20 层及更高层级, 层数提升直接带来布线复杂度、材料要求及制造难度提升, 显著推高单板价值量, 使服务器主板及 AI 加速卡 PCB 单板价值量从智能手机的 30-50 美元区间跃升至数百美元级别; 市场结构性分化进一步凸显这一趋势, 2024 年全球 PCB 市场规模约 730 亿美元, 2023-2028 年全球 PCB 产值年复合增长率约 5.5%, 然而服务器及数据中心相关 PCB 细分领域产值 CAGR 达 11.6%, 增速显著高于行业平均水平, 成为拉动结构升级的核心引擎, 与此同时下游 GPU 市场的快速扩张为高端 PCB 需求提供了更加直接的增量支撑, 根据 Precedence Research 数据, 全球数据中心 GPU 市场规模预计将由 2024 年的约 169 亿美元增长至 2034 年的约 1927 亿美元, 十年复合增长率维持在高双位数水平, 随着 GPU 市场规模快速扩张, 单机 GPU 数量增加、功耗提升及高速互连需求增强, 进一步推动高层数刚性板、高阶 HDI 及高速材料体系需求同步放大, 18 层以上高层板出货占比持续提升, 成为产业链价值升级的核心受益方向。

图10: 全球 PCB 市场产值与高端 PCB 产值 (亿美元)



数据来源: Prismark, 东吴证券研究所

图11: 2024 全球 PCB 市场细分占比



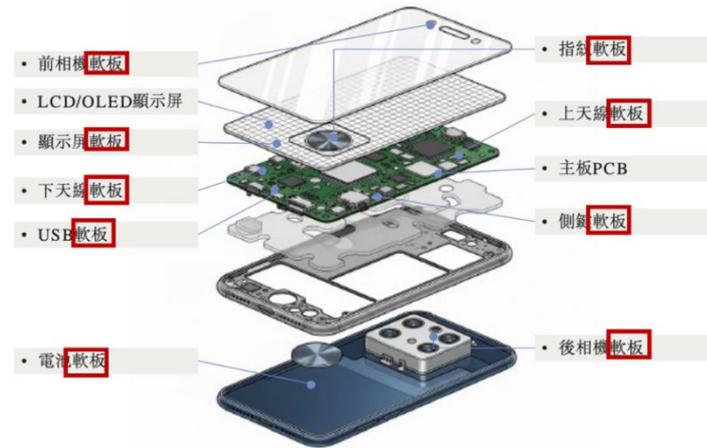
数据来源: Prismark, 东吴证券研究所

## 2.2. 消费电子终端创新迭代，FPC 增量空间持续打开

消费电子结构日益精密化，FPC 已成为支撑多模组高密度集成的核心连接方案。

FPC 核心价值在于以柔性基材替代传统刚性材料，使电路连接从平面布线走向立体布线。相较刚性板，FPC 具备轻薄、可弯折、可卷曲、可异形设计和可立体组装等特征，因此在终端设备迭代创新、内部空间不断压缩、结构设计愈发复杂的背景下，愈发适配当前消费电子的演进方向。

图12: FPC 在下游终端（手机）的应用



数据来源：东山精密港股招股书、东吴证券研究所

从终端硬件演进规律看，过去十年消费电子升级并不只是性能升级，更是内部结构持续“拥挤化”的过程。摄像头模组增加、OLED 全面屏导入、无线充电、3D 感知、侧边功能键、潜望式长焦等创新，表面上对应的是单项功能改善，实质上对应的是机身内更多元器件、更复杂模组堆叠以及更高密度的信号和电源连接需求。随着消费电子产品如手机、智能手表、VR 眼镜设备等终端迭代创新，硬件升级越难依赖单一大部件替换，反而更多依靠多个小模组同时升级，FPC 恰恰是这种多模组系统里的基础连接载体。FPC 不仅能帮助单机内多模组系统节省空间，还能在狭小空间中完成跨模组、跨层级的连接，把原本依赖结构件让位、布线绕行的设计问题转化为柔性互连方案，从而提升整机设计自由度。因而，在消费电子终端结构小型化、轻量化、移动化趋势持续强化背景下，终端单机对 FPC 数量和质量上的需求正在持续上升，且不再仅体现为简单配套数量增加，而是同时表现为数量、面积与性能要求的同步提升。

终端创新对 FPC 需求的拉动，在行业标杆产品 iPhone 的迭代中体现得尤为充分。FPCworld 和 iFixit 数据显示，2017 年 iPhone X 在 OLED 全面屏、3D 成像、无线充电等功能创新推动下，FPC 用量达到 24 块，较 iPhone 7 增加约 10 块，单机价值量也由过去约 30 美元提升至 40 美元以上；而从更长周期看，iPhone 单机 FPC 用量已由 iPhone 5s 的 13 片扩展至 iPhone 12 的 30 片。相较 iPhone 12 系列，Apple 最新发布的 iPhone 17 手机背板升级，摄像头升级为 48MP 主摄，搭载更长焦摄像头，手机侧面保留 iPhone 16 系列新增摄影控制键。该影像系统的升级对摄像头模组体积、数据吞吐与供电管理要求同

步提升，FPC 不再只是完成基础连接，而要承担更高密度、更高可靠性的信号与电源传输任务，单机 FPC 数量、面积与规格要求同步抬升。这一规律在智能手表、VR 眼镜等可穿戴设备中同样成立，印证消费电子升级对 FPC 的拉动不再体现为简单配套数量增加，而是单机内部连接方案复杂度与价值量的全面提升。

图13: iPhone 16 摄影控制键



数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

图14: iPhone 17 48MP 主摄



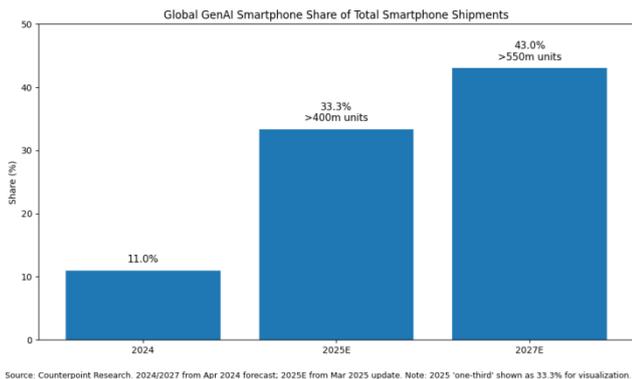
数据来源：苹果官网，东吴证券研究所

从行业发展方向上看，AI 端侧化推动终端创新，FPC 需求支撑从“单一手机周期”走向“多终端共振”。过去消费电子对 FPC 的拉动，主要来自智能手机多摄、全面屏、无线充电等硬件升级；而本轮变化的不同之处在于，AI 正在把终端升级从“单点功能增加”推向“系统架构重构”。苹果公开披露，Apple Intelligence 已集成到 iPhone、iPad 和 Mac 的核心体验中，并依赖端侧处理完成相当一部分任务；其机器学习团队也明确表示，Apple Intelligence 由多类生成式模型构成，并针对通知摘要、文本处理、图像生成和跨应用操作等场景进行优化。这意味着 AI 不再只是软件层的附加功能，而是对终端侧算力、存储、散热、电池和传感系统提出更高要求，直接倒逼单机内部容纳更强 SoC、更高内存配置、更复杂的影像与交互器件，以及更高规格的电源和散热方案。内部元器件数量与密度的陡增，意味着 FPC 不仅要完成基础连接，更要承担更高密度、更高可靠性的信号与电源传输任务，单机内部连接的数量、布线复杂度与可靠性要求同步上移。据 Counterpoint Research 预计，GenAI 智能手机在全球智能手机出货中的占比将在 2024 年达到 11%，到 2027 年提升至 43%，对应 2027 年出货量超过 5.5 亿部；到 2025 年，GenAI 手机出货量预计将超过 4 亿部，约占全球手机市场的三分之一。这一规模化渗透趋势对 FPC 产业的意义，不仅在于下游销量上涨带来的行业放量预期，更在于单机内部连接方案价值量的显著提升，AI 手机正从高端尝鲜配置走向主流，成为 FPC 需求增量的核心来源。

AI 对 FPC 的拉动并不只限于手机，正加速向 AR/VR 头显、智能眼镜等新终端扩散，形成多场景共振。IDC 在 2025 年的预测中指出，全球 AR/VR 头显与无显示智能眼镜合计出货量将在 2025 年增长 39.2%，达到 1430 万台；同一机构还预计，2025 年至 2029 年，相关市场复合增速可达 38.6%，其中 XR glasses 的 2025 至 2029 年复合增速约

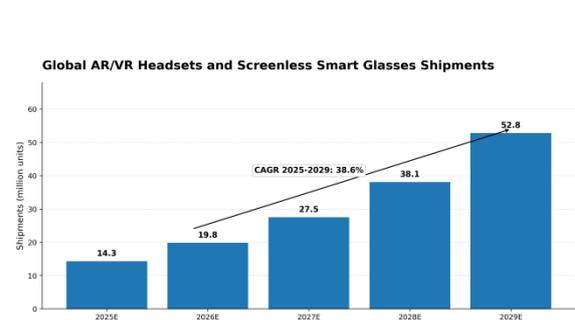
为 29.3%。这类新终端恰恰比传统手机更依赖轻量化与异形结构设计，头显设备需在极狭小空间内集成显示模组、传感器阵列、电池与计算单元，且往往存在曲面佩戴形态，刚性板难以适配其复杂曲面与内部堆叠需求。FPC 凭借可弯折、可异形设计及立体组装特性，成为 AR/VR 设备内部模组互连的必然选择，能够将显示驱动、摄像头、传感器与主板的连接从平面约束中解放出来，实现随形布线与空间极致利用。AI 功能向眼镜、XR、可穿戴等终端的扩散，正在创造比智能手机更刚性的 FPC 配套需求，推动 FPC 产业从单一手机依赖走向多终端共同驱动的新格局。

图15: 2024-2027 年 AI 手机出货量预测



数据来源: Counterpoint Research、东吴证券研究所

图16: 全球 AR/VR 头显与智能眼镜出货量预测



数据来源: IDC、东吴证券研究所

从市场空间看，FPC 行业是兼具稳步扩张与下游结构持续优化的成长型市场。数据显示，全球 FPC 市场规模预计将由 2024 年的 128 亿美元增长至 2029 年的 155 亿美元，对应复合增速约 4.0%，整体保持稳健扩容。其中，消费电子仍是当前 FPC 最大的需求来源，2024 年对应市场规模约 97 亿美元，占全球总量约 75.8%，虽然较 2019 年的 80.3% 有所回落，但其绝对规模仍在增长，说明消费电子对 FPC 的拉动并未削弱，而是行业增量来源正由过去相对单一的手机等传统终端，逐步转向智能手机高端化、可穿戴设备普及、AR/VR 等新型终端放量共同驱动。

图17: 2019-2029 全球 FPC 市场规模及预测 (单位: 十亿美元)

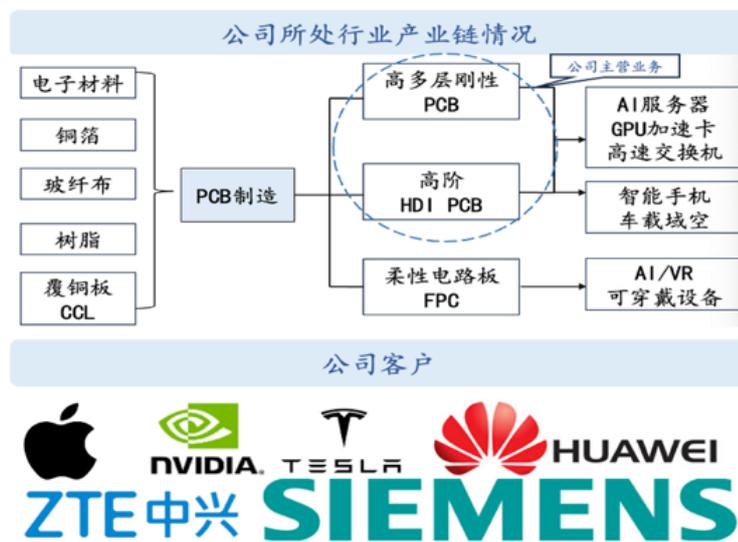


数据来源: 东山精密港股招股书、东吴证券研究所

### 2.3. 高端 PCB 与 FPC 双轮驱动，AI 服务器升级与消费电子共振成长

电子电路板领域，公司已形成高端 PCB 与 FPC 并行发展的双业务链布局。高端 PCB 业务依托 Multek 展开，核心受益于 AI 服务器及数据中心基础设施对高多层刚性板的需求爆发，凭借高多层制造积累精准切入 AI 核心板卡等高附加值赛道。FPC 业务依托 MFLEX 展开，充分受益于消费电子终端小型化、轻量化趋势及 AI 端侧化部署，作为适配异形空间、实现高密度立体布线的核心载体，需求支撑正由传统手机向可穿戴、XR 等多元终端延伸。公司深度绑定全球头部消费电子品牌，在终端创新周期中保持技术领先与份额优势。

图18: 公司 PCB 产品所处行业产业链及客户情况



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

FPC 业务方面，公司于 2016 年收购美国 MFLEX 切入全球高端 FPC 供应链。后续整合苏州维信、盐城维信等境内制造平台，形成"MFLEX 为全球技术与客户平台、维信电子为国内高端产能与交付载体"的 FPC 业务体系，实现海外客户能力向国内制造端延伸，构建"海外客户平台加中国制造交付"的组织架构。客户结构已形成"苹果核心基本盘、安卓高端补充、新兴终端渗透"三层格局：2024 年公司 FPC 业务前五大客户销售收入合计占比达 78.3%，其中第一大客户收入占比超过 40%。苹果为公司 FPC 业务核心支撑，自 2016 年通过收购 M-Flex 切入供应链以来合作已超 10 年，主要配套 iPhone 摄像头模组 FPC、侧边按键 RFPC、无线充电线圈 FPC 及 Apple Watch、AirPods 等可穿戴产品，受益于终端功能升级与模组复杂度提升，单机价值量持续上行。安卓高端市场方面，公司覆盖三星、小米等头部品牌，产品包括折叠屏铰链 FPC、潜望式长焦模组 FPC 及高端影像模组 FPC，折叠屏等新形态产品对耐弯折性能与材料工艺要求更高，带动产品附加值提升。随着 AI 推动 AR/VR、XR 眼镜等新兴终端加快放量，公司亦逐步切入 Meta、Apple 等相关供应链，供应眼动追踪与显示驱动类 FPC，新兴终端有望成为重要增量方向。

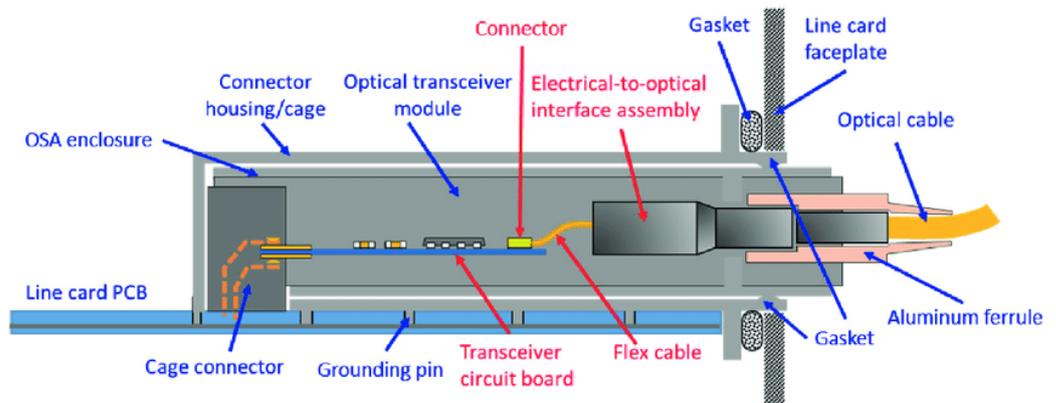
2018年，公司通过全资子公司 MFLEX 收购伟创力下属 PCB 制造业务 Multek，正式补齐高端 PCB 硬板业务版图。Multek 原为伟创力核心 PCB 平台，具备全球领先的 PCB 制造能力，收购后成为东山精密切入高多层板、高阶 HDI 及高可靠性服务器板市场的重要载体。公司在 Multek 体系内持续推进产线升级与技术改造，强化高端 PCB 制造能力，目前已具备 78 层以上高多层刚性 PCB 量产能力，技术覆盖高层数、高速高频及复杂供电网络设计，掌握 70 层以上高多层正交背板技术，可替代传统高速线缆，显著提升信号完整性、可操作性与可靠性。随着 AI 服务器 PCB 层数由传统 12-16 层提升至 18 层以上甚至 20 层以上，高多层板单板价值量明显上行。根据公司公告，其 PCB 硬板产品已进入 NVIDIA 等头部客户供应体系，应用于 AI 计算平台相关产品，高端客户认证的高门槛与长周期特征赋予订单较强稳定性与技术粘性，有助于巩固公司在高端服务器 PCB 领域的市场地位。

### 3. 索尔思推动东山精密向光通信高价值环节跃迁

#### 3.1. AI 算力爆发驱动光模块市场进入黄金增长期

作为 AI 算力基础设施的核心光电器件，光模块承担着实现高速光电信号转换与远距离数据传输的关键使命。其工作原理在于通过激光器将电信号转换为光信号，经由光纤传输后，再由探测器还原为电信号，从而突破传统铜线传输所面临的物理带宽瓶颈。得益于光信号传输特性，该技术方案具备传输速率高、信号损耗低、抗电磁干扰能力强等显著优势，能够满足 AI 时代对海量数据实时交互的严苛要求。在具体应用场景中，光模块贯穿 AI 数据中心架构的各个网络层级：既用于服务器与交换机之间的机架内短距互联，也支撑着交换机之间的机架中距互联，更可实现数据中心之间的长距离传输。作为构建高速网络互联的物理层基石，光模块为 AI 大模型训练所需的庞大算力集群提供了稳定、高效的连接保障，是支撑现代数据中心高速通信不可或缺的核心组件。

图19：光模块结构示意图



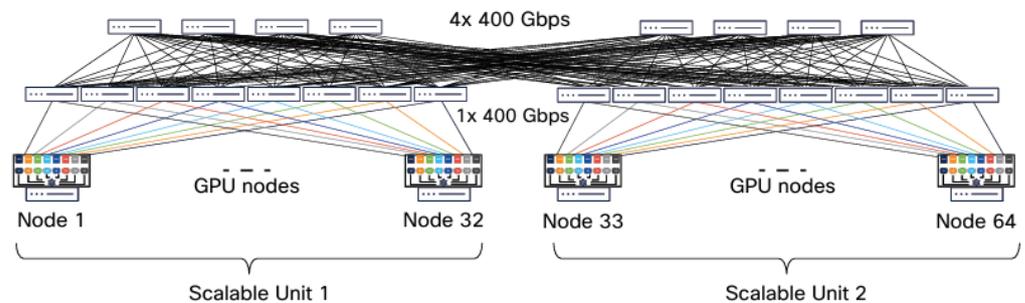
数据来源：ResearchGate，东吴证券研究所

AI 大模型训练驱动光模块需求跃升。随着生成式人工智能技术的跨越式发展，以及大语言模型持续迭代演进，模型参数规模与训练数据量呈指数级增长态势。具体而言，

GPT-3 参数量达 1,750 亿级别，训练所需算力约为 FLOPS；而 GPT-4 的训练算力需求较 GPT-3 实现数量级跃升，据 OpenAI 披露可能达到前代模型的数十倍规模。这一算力需求的爆发式增长倒逼云服务商与互联网科技企业持续扩容 GPU 算力集群，计算节点配置从早期的千卡级逐步跃升至万卡级乃至十万卡级——以英伟达 DGX GB200 NVL72 为例，单机柜即可集成 72 颗高性能 GPU，而大型 AI 训练基地通常由数十至上百个此类集群构成，形成超大规模异构计算阵列。

通信瓶颈凸显光互连的战略必要性。在大规模分布式并行训练架构下，计算节点间需高频次进行梯度同步与参数更新，通信开销随集群规模呈超线性增长。以标准 Ring All Reduce 通信范式为例，当集群规模由 1,024 卡扩展至 8,192 卡时，节点间通信量增长约 8 倍，训练效率对网络带宽的敏感度显著提升——若网络带宽供给不足，GPU 计算单元将因等待数据同步而陷入空闲等待状态，造成严重的“算力空转”资源浪费。据产业实践数据，在万卡级集群中，网络带宽瓶颈可导致 GPU 利用率从理论峰值 80% 以上骤降至 50% 以下，直接推高单卡有效训练成本与模型迭代周期。在此背景下，光互连技术凭借高带宽、低时延、低功耗的物理特性，已从传统的“性能优化可选项”跃升为“效率刚需基础设施”，光模块作为光电信号转换的核心器件，其市场需求随 AI 算力基础设施建设进入高速增长期。

图 20: GPU 互连网络



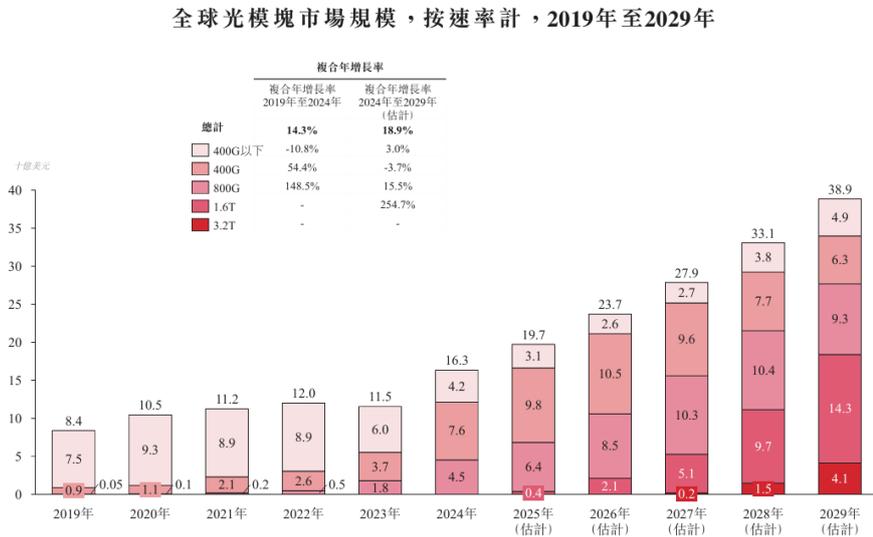
数据来源：Cisco，东吴证券研究所

光模块市场规模持续扩张，数通领域成为核心增长极。AI 算力需求释放推动全球光模块市场进入新一轮景气周期。根据灼识咨询数据，全球光模块市场规模预计从 2024 年的 163 亿美元增长至 2025 年的 197 亿美元，同比增长约 21%，2029 年有望达到 389 亿美元，2024-2029 年复合年增长率达 18.9%。从需求结构看，数通领域（数据中心互联）已成为核心增长引擎，区别于传统电信市场（基站、骨干网传输）的稳健增长特征，数通场景对带宽升级更为敏感——当 AI 训练集群规模扩张时，网络架构需同步升级以匹配算力密度，形成“算力-网络”协同迭代效应。

从速率结构演变来看，全球光模块市场正经历从 400G 向 800G、1.6T 乃至更高速率的加速迭代。根据灼识咨询数据，2024 年全球光模块市场规模约为 163 亿美元，预计到 2029 年将增长至 389 亿美元，2024 至 2029 年复合年增长率达 18.9%，显著高于前五

年 14.3% 的增速水平，充分反映出 AI 算力基础设施建设对光通信产业的强劲拉动。其中，800G 光模块市场规模将从 2024 年的 45 亿美元增长至 2029 年的 93 亿美元，复合年增长率 15.5%，逐步确立其在数据中心互联领域的主流地位；而更高速率的 1.6T 光模块则呈现出爆发式增长态势，市场规模预计从 2025 年商用元年的 4 亿美元起步，以 254.7% 的超高复合年增长率快速扩张，至 2029 年达到 143 亿美元规模，成为推动市场增长的首要动能。与此同时，400G 光模块市场进入成熟期后增长乏力，2024 至 2029 年复合年增长率为 -3.7%，预计 2029 年市场规模将回落至 63 亿美元，技术代际更替特征明显。值得注意的是，3.2T 超高速光模块将于 2027 年进入市场，2029 年规模预计达 41 亿美元，标志着光互连技术持续向更高速边界突破。整体而言，市场正形成“两年带宽翻倍（2 × bandwidth every two years）”的演进节奏，技术迭代周期较传统数据中心的 3-4 年显著压缩。

图21：不同速率光模块市场规模及预测（单位：十亿美元）



数据来源：东山精密港股招股书，东吴证券研究所

### 3.2. 光芯片是光通信产业链核心瓶颈与价值高地

光芯片作为决定光模块性能表现与成本结构的核心环节，构成了高速光互连系统的技术底座与价值重心。作为实现光电信号转换的关键半导体器件，光芯片主要分为三大技术类别：负责电光转换的激光器芯片（涵盖 VCSEL、DFB、EML 等技术路线）、实现信号编码的调制器芯片，以及完成光电还原的探测器芯片（包括 PIN、APD 等结构）。三类芯片协同工作，共同定义光模块的能力边界——激光器决定波长稳定性与发射功率，调制器控制信号编码效率与传输速率，探测器影响接收灵敏度与误码率，其带宽、功耗、插损及耦合效率等物理指标直接锁定光模块的系统性能上限。

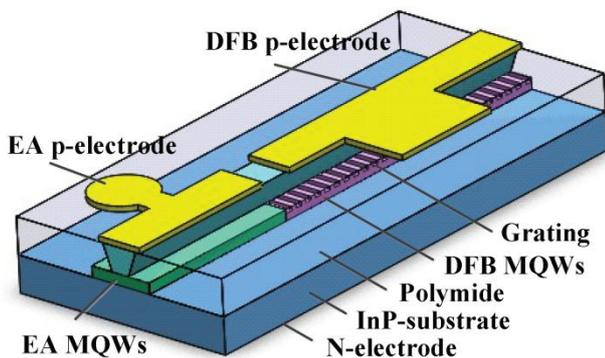
从产业链价值分布来看，光芯片在成本结构中的权重随光模块速率提升呈显著上升趋势。在高速率产品（800G 及以上）中，光芯片（含 TOSA、ROSA 封装组件）与 DSP

信号处理芯片共同构成 BOM 成本的主要部分，其中光芯片价值占比随代际跃升持续扩大，已成为光模块中价值量最高的环节。这一成本结构演变揭示出产业技术壁垒正加速向上游光芯片环节迁移——当电接口速率向 112G PAM4、224G PAM4 演进时，对光芯片的调制带宽、消光比、温漂控制及耦合容差提出指数级严苛要求，技术溢价能力随之显著增强，具备高端光芯片自主设计能力的厂商正获得产业链价值重构的最大红利

**EML 与硅光两大技术路线正并行演进，共同支撑高速光模块向更高速率迭代升级，并在不同传输场景中形成差异化竞争格局。**EML（电吸收调制激光器）方案通过将 DFB 激光器与电吸收调制器单片集成，凭借高调制速率与低啁啾特性，在单通道 100G 及以上速率、2km 至 10km 中长距离传输场景中占据不可替代的技术地位，目前 100G PAM4 EML 芯片已实现成熟量产，200G PAM4 版本预计于 2025 年进入量产阶段，为 1.6T 光模块商业化提供关键器件支撑；然而，该方案依赖磷化铟（InP）材料体系，受限于 3 英寸晶圆尺寸及高精度封装耦合要求，制造成本随速率提升呈陡峭上升趋势。相较之下，硅光（Silicon Photonics）技术依托成熟的 CMOS 工艺，将光器件与电芯片集成于硅基衬底，兼具高集成度（单芯片可集成调制器、复用器、探测器等多功能器件）、规模化制造潜力（可利用现有 8 英寸/12 英寸半导体产线摊薄单位成本）及低功耗（驱动电压显著低于 EML）三大核心优势，使其在数据中心 2km 以内短距离互联场景中的渗透率正快速提升，形成与 EML 方案长短互补、协同发展的产业态势。

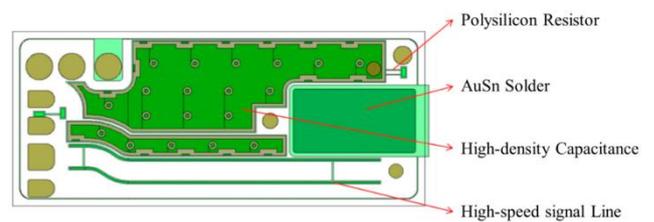
**技术路线的选择本质是场景需求与成本结构的权衡。**EML 凭借性能优势固守中长距离高端市场，硅光则依托集成度与成本优势抢占短距离大规模市场。中长期看，硅光技术的演进方向是与 CPO（共封装光学）架构深度融合，通过光引擎与交换芯片的更近距集成，进一步降低功耗与信号损耗；而 EML 技术则向 200G/通道乃至 400G/通道演进，支撑 3.2T 及更高速率光模块的实现。

图22: EML 光芯片结构图



数据来源: MDPI, 东吴证券研究所

图23: 硅光芯片结构图



数据来源: MDPI, 东吴证券研究所

**光芯片供给约束已成为制约高速光模块产业发展的核心瓶颈。**当前高端光芯片市场呈现高度集中的寡头垄断格局，主要由 Broadcom、Coherent、Lumentum、三菱电机、住友电工等美日厂商主导，上述企业凭借数十年的技术积累与专利壁垒，在 100G EML 及以上高速芯片领域占据主要市场份额。供给端的刚性约束源于技术与产能的双重壁垒：

在技术层面，高速光芯片制造涉及外延生长、精密光刻、干法刻蚀及光学镀膜等多道纳米级工艺，对材料缺陷密度、波导耦合精度要求极为严苛，以 EML 芯片为例，其电吸收调制器区与激光器区的材料组分需实现原子级精确控制，外延层厚度偏差须控制在纳米量级，相关技术 Know-how 积累周期长达 5 至 10 年；在产能层面，磷化铟（InP）衬底作为 EML 芯片的核心原材料，其晶体生长周期长、良率爬坡缓慢，产线扩产周期通常需 1 至 2 年，难以随需求快速弹性调整。随着 AI 算力基础设施建设进入高峰期，EML 芯片供需缺口持续扩大，2024 年以来 100G EML 芯片价格已呈现明显上涨态势，进一步凸显光芯片在产业链中的战略价值与议价能力。

在此背景下，光芯片的自主可控能力与垂直整合水平正成为光模块厂商的核心竞争变量。具备光芯片自研能力的厂商不仅可通过内部产能调配保障供应链稳定性，降低对海外关键供应商的依赖风险，更可通过芯片与模块的一体化协同设计优化封装工艺、提升产品良率，并在成本控制上获得显著优势。对于国内光通信产业而言，突破高端光芯片的技术封锁、实现关键器件国产替代，既是应对地缘政治风险、保障产业链安全的必要举措，更是深度参与并分享全球 AI 算力基础设施建设红利的关键路径，战略意义日益凸显。

### 3.3. 垂直整合能力构筑索尔思光电差异化竞争优势

东山精密通过收购全球光通信技术先驱索尔思光电（Source Photonics），完成了从传统精密制造向光通信产业链核心环节的战略跃迁。索尔思深耕光互联领域二十余年，业务覆盖电信接入网、数据中心互联、无线前传回传等全应用场景，在美国加州、中国成都与常州、中国台湾新竹及日本等地构建起全球化的研发制造网络，能够快速响应不同区域市场的需求差异。这一并购不仅为东山精密打开了通往高速光互联市场的战略通道，更使其得以分享 AI 算力基础设施建设的历史性机遇。

当前，索尔思正处于业绩高速增长黄金期，核心驱动力来自 AI 数据中心光模块需求的爆发。2024 年公司实现收入 29.45 亿元，同比劲增 125.6%，毛利率提升至 29.8%，净利润达 4.04 亿元，盈利能力显著改善。这一增长质量的提升源于收入结构的战略性优化：数据中心业务占比由 2022 年的 19% 快速攀升至 2024 年的 66%，成为核心增长引擎；电信接入网业务则转型为稳定的现金流支撑。随着 AI 大模型训练推动 GPU 集群从万卡级向十万卡级扩张，800G 及以上高速光模块持续放量，索尔思凭借在高速率产品的先发布局，有望充分受益于数据中心光模块升级趋势，进一步释放业绩弹性。

索尔思长期深耕光通信器件与高速光模块领域，产品体系覆盖从 10G 到 1.6T 的多代际光模块产品，并正积极推进更高速率技术储备，实现了从传统通信光模块向 AI 数据中心高速光互连解决方案的升级跨越。在光模块领域，公司主要产品包括 QSFP-DD、QSFP112 以及 OSFP 封装的 400G 光模块，以及基于 DSP、LPO 与 LRO 架构的 OSFP 和 QSFP-DD 800G 光模块。随着数据中心带宽需求持续提升，公司进一步布局 1.6T 光模块产品，兼容 EML、硅光（Silicon Photonics）以及 InP PIC 等多种技术方案，通过 OSFP

等高密度封装形式实现更高带宽与更低时延的数据中心互联。在光芯片领域，公司已实现多代高速 EML 激光器芯片的自主研发与规模化应用，其中 100G PAM4 EML 芯片已在 400G 及 800G 光模块中实现规模化部署，200G PAM4 EML 芯片逐步进入量产阶段，为 1.6T 光模块提供关键核心器件支撑。同时，公司持续推进更高速率光芯片技术研发，以支撑下一代高速光模块产品演进。此外，公司在光器件封装与集成技术方面持续优化，通过提升光电集成度与缩短信号传输路径，有效降低系统功耗与时延，更好满足 AI 训练与推理场景下对高速光互连的严苛需求。

图24: 索尔思光模块产品



数据来源：索尔思官网，东吴证券研究所

索尔思对东山精密的战略价值，核心在于其罕见的“光芯片设计-晶圆制造-模块封装”全链条垂直整合能力。在全球光模块市场中，多数厂商专注于下游封装环节，光芯片依赖 Broadcom、Coherent、Lumentum 等美日厂商外部采购；而索尔思是全球少数能够自主设计并量产高速光芯片的厂商之一，技术布局同时覆盖 EML 与硅光两大主流路线。这一垂直整合模式的核心价值在于：当行业面临光芯片供给瓶颈时，具备自研芯片能力的厂商可通过内部产能调配保障交付稳定性，同时芯片-模块协同设计可优化封装工艺、提升良率，并在成本控制上获得显著优势。这一能力在 AI 算力需求爆发周期中尤为关键——当前全球高端光芯片市场供给受限于磷化铟 (InP) 衬底的长周期特性，产能扩张缓慢，当 800G/1.6T 需求快速放量导致光芯片供需失衡时，纯模块厂商面临交付延迟与成本上涨的双重压力；而索尔思凭借自研芯片能力，能够在供应链紧张周期内保障核心器件供应，并通过芯片-模块一体化设计持续优化产品性能与成本结构。2024 年公司毛利率提升至 29.8%，显著高于行业平均水平，正是垂直整合能力的直接体现。

展望未来，索尔思与东山精密的协同效应将体现在制造、客户与研发三个维度。在

制造层面，东山精密在精密钣金、压铸、散热等领域的深厚积累，可助力索尔思优化光模块结构件设计与散热方案，提升产品在 AI 高密度集群环境下的可靠性；在客户层面，东山精密在新能源汽车、消费电子领域的头部客户资源，可为索尔思拓展车载光通信、消费级光互联等新兴应用场景提供渠道支撑，打开第二增长曲线；在研发层面，双方在材料科学、精密制造、光电集成等领域的技术积累可交叉赋能，加速硅光集成、CPO（共封装光学）等下一代技术的产业化进程，在前沿技术领域占据先发优势。随着 800G/1.6T 产品持续放量及并表效应显现，索尔思有望为母公司贡献显著收入增量，并优化整体盈利结构。在 AI 算力网络架构持续升级的产业趋势中，东山精密通过索尔思这一战略支点，不仅实现了业务结构的跨越式升级，更在光通信产业链中占据了具备垂直整合能力的稀缺价值节点，长期成长确定性显著增强。

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测

我们预测公司 2025-2027 年营业收入 **417.42/720.62/951.33 亿元**，增速分别为 **13.52%/72.64%/32.02%**，综合毛利率分别为 **13.97%/19.66%/24.04%**。分业务假设如下：

**PCB 业务：**公司 PCB 业务形成 FPC 与 Multek 硬板双轮驱动，FPC 深度绑定全球头部消费电子客户，受益端侧 AI 创新；Multek 依托高多层板技术切入 AI 服务器供应链，把握算力基建机遇。预计 2025-2027 年收入同比增长 9%/13%/18% 至 270.33/305.47/360.46 亿元，毛利率 18%/20%/25%。

**触控面板及 LCM 模组业务：**公司深耕消费电子触控显示领域，2023 年成功拓展车载显示赛道，业务结构持续优化，未来有望随行业复苏稳健增长。预计 2025-2027 年收入同比增长 6%/8%/10% 至 67.52/72.92/80.22 亿元，毛利率 5%/6%/7%。

**精密组件业务：**公司精密组件业务与国内外主流车企建立长期稳定合作，2025 年收购欧洲 GMD 整合白车身、底盘、热管理及声学解决方案能力，完善汽车领域布局，下游大客户新车型量产带动业务放量。预计 2025-2027 年收入同比增长 25%/100%/15% 至 56.75/113.50/130.53 亿元，毛利率 5%/7%/9%。

**光模块业务：**公司通过收购索尔思于 2025 年 10 月并表，切入光通信赛道。索尔思具备光芯片+光模块一体化布局，以 EML 方案为核心推进 800G/1.6T 产品，自产芯片保障供应并降本。预计 2025-2027 年收入 15.00/225.20/376.25 亿元，毛利率 5%/30%/32%。

**其他业务：**公司其他业务占比低，收入小，对公司业绩预测影响较低，预计 2025-2027 年营收分别为 7.81/3.52/3.88 亿元，毛利率 20.0%/20.0%/20.0% 左右。

图25: 东山精密盈利预测

002384.SZ	单位	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营收</b>	<b>百万元</b>	<b>33651.21</b>	<b>36770.37</b>	<b>41741.59</b>	<b>72062.18</b>	<b>95133.35</b>
PCB业务		23261.40	24800.81	27032.89	30547.16	36045.65
触控面板及LCM模组		4861.90	6369.93	6752.12	7292.29	8021.52
精密组件业务		4162.22	4540.32	5675.40	11350.80	13053.42
光模块				1500.00	22519.60	37625.20
其他业务		1365.69	1059.32	781.18	352.33	387.56
<b>营收同比</b>		<b>6.60%</b>	<b>9.27%</b>	<b>13.52%</b>	<b>72.64%</b>	<b>32.02%</b>
PCB业务		6.60%	6.62%	9.00%	13.00%	18.00%
触控面板及LCM模组		42.88%	31.02%	6.00%	8.00%	10.00%
精密组件业务		-8.45%	9.08%	25.00%	100.00%	15.00%
光模块				0.00%	1401.31%	67.08%
其他业务		35.66%	-22.47%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>毛利率</b>		<b>13.90%</b>	<b>11.50%</b>	<b>13.97%</b>	<b>19.66%</b>	<b>24.04%</b>
PCB业务		20.79%	18.34%	18.42%	20.00%	25.00%
触控面板及LCM模组		1.77%	3.32%	5.00%	6.00%	7.00%
精密组件业务		10.71%	14.30%	5.00%	7.00%	9.00%
光模块				5.00%	30.00%	32.00%
其他业务		33.53%	20.72%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>毛利润</b>		<b>5109.13</b>	<b>5155.08</b>	<b>5832.72</b>	<b>14167.87</b>	<b>22865.30</b>
PCB业务		4836.04	4548.47	4980.11	6109.43	9011.41
触控面板及LCM模组		86.06	211.48	337.61	437.54	561.51
精密组件业务		445.77	649.27	283.77	794.56	1174.81
光模块		0.00	0.00	75.00	6755.88	12040.06
其他业务		-258.74	-254.14	156.24	70.47	77.51

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4.2. 投资建议

我们选取深南电路、胜宏科技、沪电股份、鹏鼎控股等 PCB 公司作为可比公司, 我们计算出 2025/2026/2027 年可比公司平均 PE 分别为 43.31/26.28/19.78X。考虑到公司同时具备 PCB、光芯片和光模块能力, 在高增长数据中心市场拥有较强竞争力; 客户覆盖行业龙头公司, 在产品早期阶段便深度参与。公司当前股价对应 2026/2027 年 PE 分别为 27.02/15.10X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图26: 可比公司估值表

单位: 亿元		总市值	归母净利润			PE (X)		
			2025E/A	2026E	2027E	2025E/A	2026E	2027E
002916.SZ	深南电路	1588.34	32.76	50.48	67.26	48.49	31.46	23.62
300476.SZ	胜宏科技	2286.97	43.12	91.49	143.35	53.04	25.00	15.95
002463.SZ	沪电股份	1551.81	38.22	57.45	70.28	40.60	27.01	22.08
002938.SZ	鹏鼎控股	1163.20	37.38	53.78	66.62	31.12	21.63	17.46
	<b>平均值</b>					<b>43.31</b>	<b>26.28</b>	<b>19.78</b>
002384.SZ	东山精密	1880.10	15.52	69.57	124.55	121.13	27.02	15.10

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 可比公司中出沪电股份盈利预测来自东吴证券, 其余均参考 Wind 一致预期)

## 5. 风险提示

**技术迭代和新品开发不及预期:** 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。

**行业竞争加剧:** 公司在电子电路、光电显示、精密制造领域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。

**产能扩张不及预期:** 若公司产能扩张计划出现延迟或未能实现, 公司的业务、财务状况

## 三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>22,678</b>	<b>26,785</b>	<b>41,617</b>	<b>58,584</b>	<b>营业总收入</b>	<b>36,770</b>	<b>41,742</b>	<b>72,062</b>	<b>95,133</b>
货币资金及交易性金融资产	7,250	8,312	11,898	20,756	营业成本(含金融类)	31,615	35,983	57,894	72,268
经营性应收款项	8,019	9,629	16,424	21,592	税金及附加	167	161	289	393
存货	6,153	7,567	11,971	14,882	销售费用	454	477	830	1,119
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,112	1,176	2,087	2,771
其他流动资产	1,256	1,276	1,324	1,355	研发费用	1,267	1,374	2,447	3,213
<b>非流动资产</b>	<b>23,336</b>	<b>24,527</b>	<b>24,527</b>	<b>24,527</b>	财务费用	(59)	0	0	0
长期股权投资	155	155	155	155	加:其他收益	523	442	774	1,128
固定资产及使用权资产	14,909	14,909	14,909	14,909	投资净收益	(22)	(7)	(15)	(31)
在建工程	2,575	2,575	2,575	2,575	公允价值变动	(18)	0	0	0
无形资产	963	963	963	963	减值损失	(983)	(828)	(500)	(500)
商誉	2,120	2,120	2,120	2,120	资产处置收益	(235)	(292)	(288)	(285)
长期待摊费用	904	904	904	904	<b>营业利润</b>	<b>1,480</b>	<b>1,885</b>	<b>8,486</b>	<b>15,680</b>
其他非流动资产	1,711	2,902	2,902	2,902	营业外净收支	(12)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>46,014</b>	<b>51,311</b>	<b>66,144</b>	<b>83,111</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,468</b>	<b>1,885</b>	<b>8,486</b>	<b>15,680</b>
<b>流动负债</b>	<b>19,163</b>	<b>20,798</b>	<b>28,934</b>	<b>34,313</b>	减:所得税	383	333	1,529	3,228
短期借款及一年内到期的非流动负债	7,270	7,690	7,690	7,690	<b>净利润</b>	<b>1,085</b>	<b>1,552</b>	<b>6,957</b>	<b>12,451</b>
经营性应付款项	10,595	11,632	18,850	23,589	减:少数股东损益	(1)	0	(1)	(3)
合同负债	123	87	166	229	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,086</b>	<b>1,552</b>	<b>6,957</b>	<b>12,455</b>
其他流动负债	1,176	1,388	2,228	2,806	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.85	3.80	6.80
非流动负债	7,965	8,033	8,033	8,033	EBIT	2,180	1,885	8,486	15,680
长期借款	5,289	5,289	5,289	5,289	EBITDA	4,740	1,885	8,486	15,680
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	14.02	13.80	19.66	24.04
租赁负债	1,352	1,352	1,352	1,352	归母净利率(%)	2.95	3.72	9.65	13.09
其他非流动负债	1,324	1,392	1,392	1,392	收入增长率(%)	9.27	13.52	72.64	32.02
<b>负债合计</b>	<b>27,128</b>	<b>28,830</b>	<b>36,967</b>	<b>42,346</b>	归母净利润增长率(%)	(44.74)	42.99	348.19	79.01
归属母公司股东权益	18,826	22,422	29,118	40,710					
少数股东权益	60	60	59	55					
<b>所有者权益合计</b>	<b>18,886</b>	<b>22,481</b>	<b>29,176</b>	<b>40,765</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>46,014</b>	<b>51,311</b>	<b>66,144</b>	<b>83,111</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,986	832	4,650	10,538	每股净资产(元)	11.04	12.24	15.90	22.23
投资活动现金流	(4,094)	(1,466)	(304)	(317)	最新发行在外股份(百万股)	1,832	1,832	1,832	1,832
筹资活动现金流	(1,319)	1,689	(761)	(1,363)	ROIC(%)	4.94	4.46	17.32	25.26
现金净增加额	(301)	1,062	3,585	8,858	ROE-摊薄(%)	5.77	6.92	23.89	30.59
折旧和摊销	2,560	0	0	0	资产负债率(%)	58.96	56.19	55.89	50.95
资本开支	(3,619)	(292)	(288)	(285)	P/E (现价&最新股本摊薄)	173.18	121.12	27.02	15.10
营运资本变动	(251)	(1,830)	(3,110)	(2,730)	P/B (现价)	9.30	8.39	6.46	4.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>