

2025 年 11 月 14 日

东山精密（002384.SZ）

公司快报

以 HDI/光模块为引擎，开启 AI 时代增量空间

电子 | 消费电子组件III

投资要点

◆ 2025Q3 营收环比显著增长，新产能转化不足&管理费用增加致使业绩承压。

2025Q1-Q3 公司实现营收 270.7 亿，同比增长 2.28%；归母净利润 12.23 亿元，同比增长 14.61%。其中，2025Q3 公司实现营收 101.15 亿元，环比增长 21.10%，同比增长 2.82%；归母净利润为 4.65 亿元，环比增长 53.99%，同比下降 8.19%。分业务分析：公司软板业务在三季度实现增长主要得益于消费电子新机型需求增长带来的正常营收提升，但是因为泰国新产能转化不足，利润没有增长，目前公司泰国工厂软板业务已完成主要客户验证工作，预计从 2026 年下半年开始，随着新机（明年新机型）量产，产能将逐步释放；硬板业务受益于 AI 对高层和 HDI 板的需求拉动增收增利；触控显示业务因部分项目延期，整体保持平稳；LED 业务战略有所调整，经营状况较去年同期略有改善实现减亏；精密制造业务因客户进度不及预期，导致产能利用率下降，经营性利润同比相对减少。公司三季度整体增收不增利主要原因是新产能转化不足和管理费用增加（比如并购中介费用等）。

◆ 拟不超过 10 亿美元加码高端 PCB 项目，预计一期产能于 2026Q3 开始释放。

公司 AI PCB 业务发展的基础是源于 Multek 深厚的技术积淀与资源储备。Multek 原为伟创力旗下企业，技术能力显著，服务于国际知名客户，在高端 PCB 领域积累了成熟的技术体系；其拥有的优质客户资源，省去从零搭建客户网络的时间。技术维度上，Multek 是行业内少数能同时掌握 HDI（高密度互联）、高多层 PCB 等核心技术的企业，早期凭借高多层 PCB 在通讯设备中的规模化应用，积累了扎实的制造工艺经验，后续通过技术融合进一步形成多阶 HDI 产品能力，能精准适配 AI 设备对“高密度+多层级”产品的核心需求，更具备匹配 AI 高算力场景的技术实力，可充分满足高端 AI 应用的性能要求。公司为 Multek 制定 10 亿美元的整体投资规划，投资进程预计持续 2-3 年。一期设备投资仍以海外厂商为主，第一期产能预计在明年二季度完成准备，三季度开始释放；二期投资预计将采取“海外+国内”设备互补策略。鉴于国内设备厂商技术迭代加快，在部分新技术领域已具备技术先进性与成本优势，公司正同步评估国内外设备方案，以实现资源最优配置。

◆ 拓展新领域，赋能多元化发展。

公司在稳步提升消费电子业务的基础上，结合自身能力和优势，集中内外部资源，逐步拓展新的领域和行业。2025H1，公司启动对法国 GMD 和索尔思光电的收购，新业务的加入将会为公司长期可持续发展提供坚实的保障。（1）法国 GMD：GMD 是法国汽车零部件领域的领军承包商，业务不仅覆盖法国本土市场，还延伸至海外市场。该集团专注于乘用车和商用车零部件的生产，下设塑料与皮革事业部、铸造事业部、冲压事业部三大主要业务板块，各板块独立运营。本次收购及债务重组金额合计约 1 亿欧元（折合人民币约 8.14 亿元），子公司 DSBJ PTE. LTD 已完成对 GMD 集团 100% 股权的收购，交易于 2025 年 11 月 1 日起正式交割，GMD 集团将纳入公司合并报表范围。（2）索尔思光电：索尔思光电在光通信领域具有领先地位企业，产品范围覆盖从 10G 到 800G 及以上速率的各类光模块，包括用于数据中心的高速光模块，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；

投资评级

增持(首次)

股价(2025-11-14)

69.11 元

交易数据

总市值（百万元）	126,582.40
流通市值（百万元）	95,808.69
总股本（百万股）	1,831.61
流通股本（百万股）	1,386.32
12 个月价格区间	81.20/23.53

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.61	5.34	118.2
绝对收益	5.35	16.15	130.78

分析师

熊军

SAC 执业证书编号：S0910525050001
xiongjun@huajinsc.cn

分析师

宋鹏

SAC 执业证书编号：S0910525040001
songpeng@huajinsc.cn

相关报告



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。收购后长期目标将重点锁定 2027 年全球顶级科技客户的 1.6T 光模块需求，同时优化生产基地为 2026 年业务放量夯实产能基础。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 405.14/505.94/609.30 亿元，增速分别为 10.2%/24.9%/20.4%；归母净利润分别为 19.64/40.73/54.54 亿元，增速分别 80.9%/107.4%/33.9%；对应 PE 分别 64.4/31.1/23.2 倍。考虑到公司依托柔性线路板、触控显示与精密制造，稳固消费电子和新能源基本盘，为企业提供稳定且充足现金流，叠加以超高多层线路板与光模块为双引擎进攻 AI 基建侧，打开增长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

◆ **风险提示：**全球宏观经济波动加大及行业去库存水平不达预期的风险；行业变化较快及市场竞争加剧的风险；新产品、新技术的开发进展不及预期；新建生产基地投产进度不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	33,651	36,770	40,514	50,594	60,930
YoY(%)	6.6	9.3	10.2	24.9	20.4
归母净利润(百万元)	1,965	1,086	1,964	4,073	5,454
YoY(%)	-17.0	-44.7	80.9	107.4	33.9
毛利率(%)	15.2	14.0	14.7	17.1	17.6
EPS(摊薄/元)	1.07	0.59	1.07	2.22	2.98
ROE(%)	10.8	5.7	8.9	15.7	17.5
P/E(倍)	64.4	116.6	64.4	31.1	23.2
P/B(倍)	7.0	6.7	5.7	4.9	4.1
净利率(%)	5.8	3.0	4.8	8.1	9.0

数据来源：聚源、华金证券研究所

1、盈利预测核心假设

印刷电路板：未来五年 AI 系统、服务器等是 PCB 需求增长的主要动能。根据 Prismark 数据，2023 年全球 AI/HPC 服务器系统的 PCB 市场规模（不含封装基板）接近 8 亿美元，预计到 2024 年将达到 19 亿美元，同比增长接近 150%；到 2028 年，AI/HPC 服务器系统的 PCB 市场规模（不含封装基板）将追上一般服务器，达到 31.7 亿美元，2023-2028 年年均复合增速达到 32.5%，远超其他领域 PCB 市场规模增速。AI 服务器和 HPC 系统已成为推动低损耗高多层板和 HDI 板发展的重要驱动力。当前国内 PCB 企业在 AI 服务器领域呈现阶梯化发展格局：部分企业已经实现大规模量产；部分企业还处于小批量生产阶段；另有部分企业尚处于技术研发和样品导入阶段。目前，国内 PCB 企业在 AI 服务器领域的竞争格局相对稳定，率先实现大规模量产的企业凭借先发优势、客户认证壁垒和量产经验积累，在 AI 服务器领域构筑起一定竞争壁垒。我们预计 2025-2027 年公司印刷电路板业务营业收入为 261.80/319.00/374.42 亿元。

触控面板及 LCM 模组：公司在车载显示模组以及中大尺寸消费电子显示模组领域整体实力突出，随着技术研发与市场拓展的持续推进，公司触控显示模组业务整体实力不断增强，为驱动企业业绩增长提供有力支撑。我们预计 2025-2027 年公司触控面板及 LCM 模组业务营业收入为 73.41/92.79/112.17 亿元。

通信设备组件及其他：公司是综合规模较大的专业精密组件供应商之一，产品涵盖新能源汽车和通信设备等领域相关结构件产品，主要服务全球知名新能源汽车、通信设备厂商，行业竞争力较强。完成收购索尔思光电后，公司将切入光模块领域，根据 C114 通信网引用 LightCounting 数据，全球光模块市场在经历 2023 年下降 3%和 2024 年增长 42%之后，预计未来 5 年将以 22%的年复合增长率扩张。AI 集群应用对以太网光模块和 AOC 的强劲需求将是主要增长动力，云公司和电信服务提供商对 DWDM 网络的升级也将做出重大贡献。我们预计 2025-2027 年通信设备组件及其他业务营业收入为 60.45/83.89/111.44 亿元。

表 1：公司业务盈利预测（百万元/%）

产品	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
印刷电路板	收入	20,495.33	21,819.20	23,261.40	24,800.81	26,179.84	31,899.58	37,441.78
	YoY	9.18%	6.46%	6.61%	6.62%	5.56%	21.85%	17.37%
	成本	17,319.47	17,235.84	18,425.15	20,252.23	21,331.33	25,248.52	29,522.39
	毛利率	15.50%	21.01%	20.79%	18.34%	18.52%	20.85%	21.15%
触控面板及 LCM 模组	收入	5,156.40	3,402.83	4,861.90	6,369.93	7,341.05	9,278.96	11,217.30
	YoY	26.07%	-34.01%	42.88%	31.02%	15.25%	26.40%	20.89%
	成本	4,735.72	3,358.37	4,775.72	6,158.43	6,916.74	8,460.55	9,993.49
	毛利率	8.16%	1.31%	1.77%	3.32%	5.78%	8.82%	10.91%
通信设备组件及其他	收入	3,427.07	4,546.35	4,162.22	4,540.32	6,044.62	8,388.50	11,144.18
	YoY	14.47%	32.66%	-8.45%	9.08%	33.13%	38.78%	32.85%
	成本	2,898.31	3,832.89	3,716.35	3,890.91	5,352.51	7,367.62	9,737.79
	毛利率	15.43%	15.69%	10.71%	14.30%	11.45%	12.17%	12.62%
LED 及其模组	收入	2,603.93	1,682.43	1,190.46	768.13	632.01	667.84	706.79
	YoY	20.40%	-35.39%	-29.24%	-35.48%	-17.72%	5.67%	5.83%
	成本	2,127.08	1,534.25	1,507.94	1,082.59	761.26	652.95	667.50
	毛利率	18.31%	8.81%	-26.67%	-40.94%	-20.45%	2.23%	5.56%
其他	收入	110.42	129.33	175.23	291.18	316.01	359.22	420.42
	YoY	46.23%	17.12%	35.50%	66.17%	8.52%	13.67%	17.04%
	成本	47.97	59.34	116.48	230.86	205.02	228.71	307.71
	毛利率	56.55%	54.12%	33.53%	20.72%	35.12%	36.33%	26.81%
总计	收入	31,793.15	31,580.15	33,651.21	36,770.37	40,513.52	50,594.10	60,930.47
	YoY	13.17%	-0.67%	6.56%	9.27%	10.18%	24.88%	20.43%
	成本	27,128.55	26,020.68	28,541.64	31,615.01	34,566.86	41,958.36	50,228.87
	毛利率	14.67%	17.60%	15.18%	14.02%	14.68%	17.07%	17.56%

资料来源：Wind、华金证券研究所

2、可比估值

我们选取以下公司为可比公司：胜宏科技专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（多层板和 HDI 为核心）、柔性电路板（单双面板、多层板、刚挠结合板）全系列，广泛应用于人工智能、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等领域；鹏鼎控股具备各类 PCB 产品研发、设计、制造与销售服务的专业大型厂商，拥有优质多样的 PCB 产品线，广泛应用于通讯电子产品、消费电子及高性能计算机类产品以及 EV 汽车和 AI 服务器等产品。仕佳光子主营业务覆盖光芯片及器件、室内光缆、线缆高分子材料三大板块，主要产品涵盖光纤通信、移动通信、数据中心、光计算、光传感、激光雷达、卫星通信、自动驾驶、新能源汽车及储能线缆等领域。

我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 405.14/505.94/609.30 亿元，增速分别为 10.2%/24.9%/20.4%；归母净利润分别为 19.64/40.73/54.54 亿元，增速分别为 80.9%/107.4%/33.9%；对应 PE 分别 64.4/31.1/23.2 倍。考虑到公司依托柔性线路板、触控显

示与精密制造，稳固消费电子和新能源基本盘，为企业提供稳定且充足现金流，叠加以超高多层线路板与光模块为双引擎进攻 AI 基建侧，打开增长空间。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值	归母净利润（亿元）			PE		
		（亿元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300476.SZ	胜宏科技	2,393.46	50.93	83.68	118.48	47.00	28.60	20.20
002938.SZ	鹏鼎控股	1,033.39	43.76	54.89	65.27	23.62	18.83	15.83
688313.SH	仕佳光子	359.24	4.59	7.44	10.02	78.29	48.28	35.87
	均值		33.09	48.67	64.59	49.64	31.90	23.97
002384.SZ	东山精密	1,265.82	19.64	40.73	54.54	64.45	31.08	23.21

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，公司盈利预测来自华金证券研究所，数据截至 2025 年 11 月 14 日收盘价

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	22446	22678	27776	30752	35839
现金	7190	7172	7017	7880	7191
应收票据及应收账款	7717	7672	10216	12011	14629
预付账款	80	94	191	148	246
存货	6294	6153	8812	9227	12218
其他流动资产	1165	1586	1540	1486	1556
非流动资产	21926	23336	22664	24576	26367
长期投资	155	155	161	165	168
固定资产	12415	13595	13736	15732	17349
无形资产	864	963	941	929	935
其他非流动资产	8492	8624	7825	7749	7916
资产总计	44372	46014	50440	55327	62207
流动负债	17850	19163	21615	23337	25776
短期借款	5156	4811	8475	5951	7322
应付票据及应付账款	8948	10595	10965	14975	16015
其他流动负债	3745	3757	2175	2411	2440
非流动负债	8332	7965	6702	6062	5314
长期借款	4706	5289	4104	3344	2507
其他非流动负债	3625	2676	2597	2718	2808
负债合计	26181	27128	28317	29398	31091
少数股东权益	47	60	60	59	59
股本	1710	1706	1832	1832	1832
资本公积	8064	7992	9258	9258	9258
留存收益	9210	9520	11205	14694	19372
归属母公司股东权益	18143	18826	22063	25869	31057
负债和股东权益	44372	46014	50440	55327	62207

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	-525	8833	3687
净利润	1965	1085	1964	4073	5453
折旧摊销	2167	2486	2281	2724	3018
财务费用	189	-59	-7	-81	-112
投资损失	-4	22	-0	2	5
营运资金变动	438	-251	-4811	1999	-4801
其他经营现金流	417	1703	48	117	125
投资活动现金流	-4839	-4094	-2004	-4671	-4905
筹资活动现金流	-243	-1319	81	-1006	-992

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.07	0.59	1.07	2.22	2.98
每股经营现金流(最新摊薄)	2.82	2.72	-0.29	4.82	2.01
每股净资产(最新摊薄)	9.91	10.28	12.05	14.12	16.96

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	33651	36770	40514	50594	60930
营业成本	28542	31615	34567	41958	50229
营业税金及附加	123	167	149	191	235
营业费用	362	454	478	546	609
管理费用	957	1112	1215	1356	1444
研发费用	1161	1267	1345	1417	1523
财务费用	189	-59	-7	-81	-112
资产减值损失	-478	-983	-669	-532	-609
公允价值变动收益	-10	-18	-20	-22	-22
投资净收益	4	-22	0	-2	-5
营业利润	2065	1480	2347	4924	6638
营业外收入	141	9	45	47	49
营业外支出	15	21	17	17	18
利润总额	2191	1468	2375	4954	6670
所得税	226	383	410	881	1217
税后利润	1965	1085	1964	4073	5453
少数股东损益	1	-1	0	-1	-1
归属母公司净利润	1965	1086	1964	4073	5454
EBITDA	4766	4380	5001	8014	9960

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	10.2	24.9	20.4
营业利润(%)	-27.5	-28.3	58.6	109.8	34.8
归属于母公司净利润(%)	-17.0	-44.7	80.9	107.4	33.9
获利能力					
毛利率(%)	15.2	14.0	14.7	17.1	17.6
净利率(%)	5.8	3.0	4.8	8.1	9.0
ROE(%)	10.8	5.7	8.9	15.7	17.5
ROIC(%)	7.0	4.2	6.0	11.3	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	59.0	59.0	56.1	53.1	50.0
流动比率	1.3	1.2	1.3	1.3	1.4
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	1.0	1.0
应收账款周转率	4.6	4.8	4.5	4.6	4.6
应付账款周转率	3.4	3.2	3.2	3.2	3.2
估值比率					
P/E	64.4	116.6	64.4	31.1	23.2
P/B	7.0	6.7	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	28.2	30.6	27.0	16.3	13.3

资料来源：聚源、华金证券研究所

投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

熊军、宋鹏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn