

业绩逆势增长，汽车业务将持续带动业绩成长

投资要点

- 业绩总结:** 2023年一季度，公司实现收入23.4亿元，同比下降1.1%，实现归母净利润2.1亿元，同比增长20.4%。
- 利润逆势增长，研发费用小幅上行。** 2023年一季度：1) 营收端，公司实现收入23.4亿元，同比下降1.1%。2) 利润端，公司实现归母净利润2.1亿元，同比增长20.4%。公司2023年一季度毛利率为24.4%，同比提升4.9pp；净利率为9.1%，同比提升1.5pp。3) 费用端上，公司销售费用率为1.6%，同比上升0.1PP；管理费用率为4.4%，同比上升0.2PP；研发费用率为5.9%，同比上升1.2PP。
- 技术能持续突破，产品布局不断完善。** 公司持续加大产品研发力度，加速攻关高性能产品关键技术，目前已实现服务器高速板、低轨卫星空腔板、超算PCB、新能源汽车充配电板、毫米波五代雷达/4D成像雷达等产品量产出货，并且新一代服务器平台、折叠屏穿轴软板、软板 mSAP、多层高阶软硬结合板等产品研发取得重大突破，公司技术实力得以进一步夯实。
- 汽车、服务器是未来下游领域核心增量来源。** 根据 PrismaMark 数据，2022年-2027年期间全球PCB行业产值复合增速将达到3.8%，2027年全球产值将达到983.9亿美元，其中中国大陆PCB产值将达到511.3亿美元。PCB下游汽车智能化、自动驾驶、AI服务器等领域将加大对特殊高多层板（高频高速、高温、高压）、HDI等产品需求，公司未来有望持续受益于中长期汽车与服务器领域增长带动业绩成长。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为1.48元、1.78元、2.09元，对应动态PE分别为15倍、12倍、10倍，未来三年归母净利润复合增速有望达18.5%。我们给予公司2023年19倍PE，对应目标价28.12元，首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示:** 汽车领域需求不及预期、客户流失等风险。

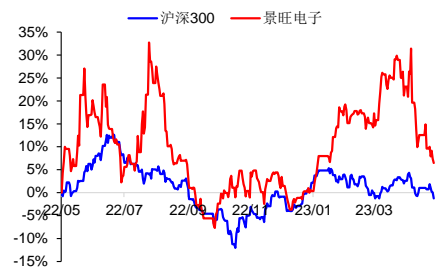
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10513.99	11657.15	13495.09	15829.84
增长率	10.30%	10.87%	15.77%	17.30%
归属母公司净利润(百万元)	1065.84	1253.40	1509.41	1773.64
增长率	13.96%	17.60%	20.43%	17.51%
每股收益EPS(元)	1.26	1.48	1.78	2.09
净资产收益率ROE	13.04%	14.19%	15.08%	15.59%
PE	17.32	14.73	12.23	10.41
PB	2.29	2.12	1.87	1.64

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	8.47
流通A股(亿股)	8.42
52周内股价区间(元)	18.89-27.17
总市值(亿元)	184.62
总资产(亿元)	142.28
每股净资产(元)	8.39

相关研究

1 公司概况：国内核心汽车 PCB 厂商

景旺电子创立于 1993 年，是全球领先的印制电路板及高端电子材料研发、生产和销售的国家高新技术企业，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性线路板和金属基电路板的厂商。公司秉持“以人为本，制造精品，拓展企业，回报社会”的经营理念，企业核心竞争力得到了快速提升，生产、研发规模迅速扩展，实现了跨区域企业资源整合，通过不断优化卓越的管理体系，建立了集团化的产业发展规模，树立了稳健的国际化品牌形象，已成为行业最具成长性的高新技术企业。

股权结构集中，实际控制人为刘绍柏、黄小芬夫妇。公司第一大股东为深圳市景鸿永泰投资控股有限公司，持有公司 34.67% 的股份，其实际控制人为黄小芬；公司另外的第一大股东为智创投资有限公司，亦持有公司 34.67% 的股份。

图 1：公司股权结构



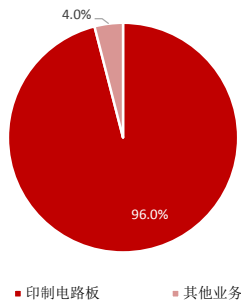
数据来源：公司公告，西南证券整理，截至 2023/03/31

公司业务包括：印制电路板、其他业务。

从营收结构来看，2022 年公司营业总收入为 105.1 亿元，同比增长 10.3%；具体来看，印制电路板达 100.9 亿元，同比增长 9.7%，占公司营业收入比重为 96.0%，贡献公司主要营收；其他业务实现营业收入 4.2 亿元，同比增长 24.6%，占公司营业收入比重为 4.0%。

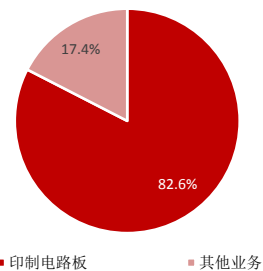
从毛利结构来看，从毛利结构来看，2022 年公司毛利率为 22.3%，实现毛利 23.5 亿元，同比增长 5.4%。主要业务中，印制电路板毛利率为 19.2%，同比下降 1.5PP，实现毛利 19.4 亿元，同比增长 1.8%，毛利占比为 82.6%；其他业务毛利率为 97.1%，同比提升 1.1PP，实现毛利 4.1 亿元，同比增长 26.7%，毛利占比为 17.4%。

图 2：公司 2022 年营业收入结构



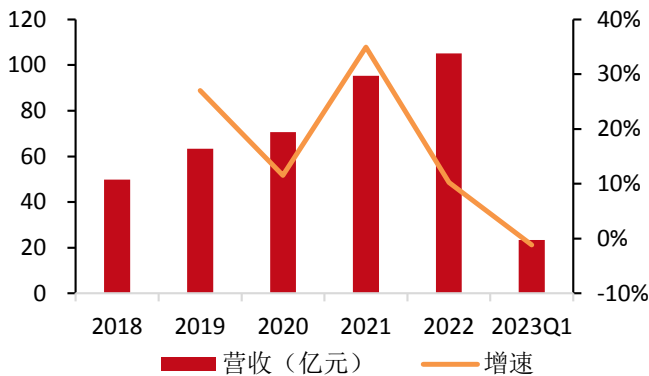
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2022 年业务毛利占比

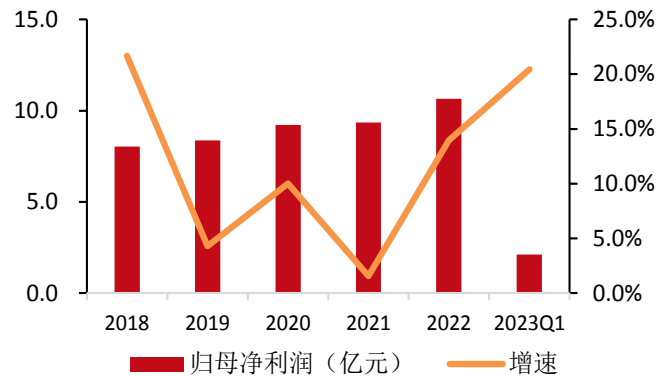


数据来源：公司公告，西南证券整理

近五年营收与净利润保持高速增长，一季度业绩逆势上行。2018-2022 年，公司营业收入由 49.9 亿元增至 105.1 亿元，期间四年复合增速达 20.5%。其中 2022 年公司营业收入达 105.1 亿元，同比增长 10.3%。从利润端来看，2022 年公司归母净利润为 10.7 亿元，同比增长 14.0%。2023 年一季度，公司营收达 23.4 亿元，同比下降 1.1%，归母净利润为 2.1 亿元，同比增长 20.4%。

图 4：公司 2018-2023Q1 年营业收入


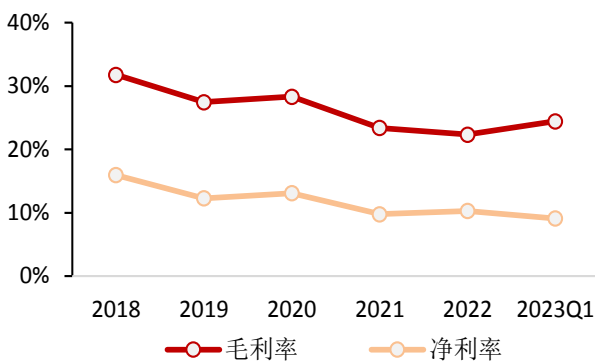
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2018-2023Q1 年归母净利润


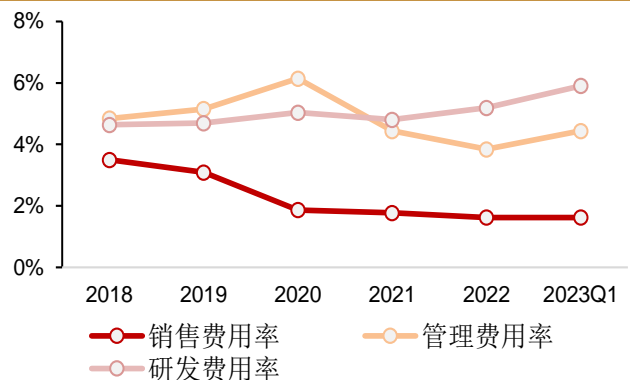
数据来源：公司公告，西南证券整理

利润率逐步修复，费用端相对稳定。1) 利润率方面：2018-2022 年公司毛利率在 22.3% 至 31.8% 间波动，2022 年公司毛利率为 22.3%，较去年同期下降 1.0pp；同期间，公司 2022 年净利率为 10.3%，同比提升 0.5pp。2023 年一季度，公司毛利率为 24.4%，较去年同期提升 4.9pp；净利率为 9.1%，较去年同期提升 1.5pp。

2) 费用率方面：2022 年公司销售费用率为 3.5%，较上年下降 0.2PP；同期间，公司管理费用率为 3.8%，同比下降 0.6PP；2022 年研发费用率为 5.2%，较去年同期上升 0.4PP。2023 年一季度，公司销售费用率为 1.6%，较上年同期上升 0.1PP；管理费用率为 4.4%，同比上升 0.2PP；研发费用率为 5.9%，同比上升 1.2PP。

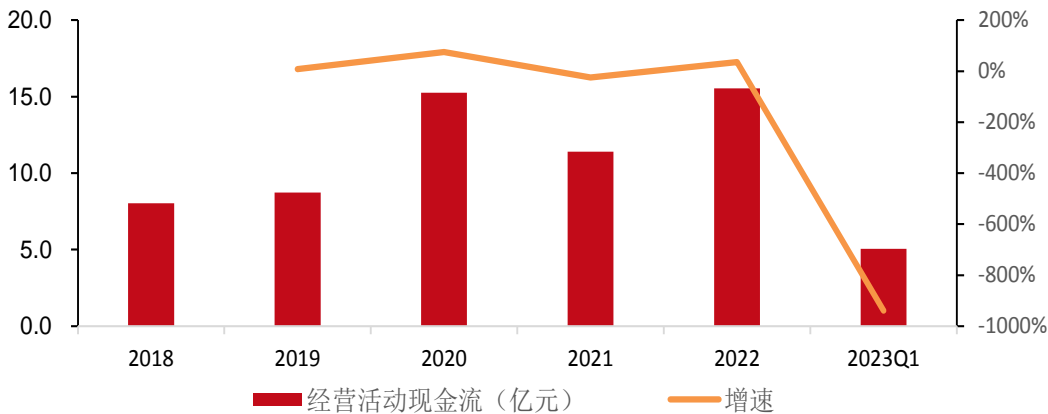
图 6：公司 2018-2023Q1 年毛利率和净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2018-2023Q1 年费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

2018-2022 年，公司经营活动现金流净额在 5.1 亿元至 15.6 亿元之间波动，2022 年公司经营活动现金流净额为 15.6 亿元，同比上升 36.4%，主要因为公司汽车业务增长强劲，并且加强了应收账款回款管理；2023 年一季度公司经营活动现金流为 5.1 亿元，同比下降 739.5%。

图 8：公司 2018-2023Q1 年经营活动现金流情况


数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：我们假设公司印制电路板业务未来三年量分别增长 8.0%、14.0%、16.0%，单价提升 2.5%、1.6%、1.2%。

假设 2：我们假设公司其他业务未来三年增长保持 15% 相对稳定增速。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
印制电路板	收入	10091.9	11171.7	12936.9	15187.9
	增速	9.8%	10.7%	15.8%	17.4%
	毛利率	19.2%	20.3%	21.5%	22.0%
其他业务	收入	422.1	485.4	558.2	642.0
	增速	25.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	97.1%	95.0%	95.0%	95.0%
合计	收入	10514.0	11657.1	13495.1	15829.8
	增速	10.3%	10.9%	15.8%	17.3%
	毛利率	22.3%	23.4%	24.5%	25.0%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 116.6 亿元、135.0 亿元和 158.3 亿元，归母净利润分别为 12.5 亿元、15.1 亿元、17.7 亿元，EPS 分别为 1.48 元、1.78 元、2.09 元，对应动态 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了 PCB 领域三家相近的公司作为估值参考，分别是深南电路、胜宏科技、世运电路。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (亿元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002916.SZ	深南电路	72.39	3.20	3.65	4.41	5.16	22.57	19.83	16.42	14.03
300476.SZ	胜宏科技	16.25	0.92	1.10	1.40	1.70	14.13	14.77	11.63	9.57
603920.SH	世运电路	16.41	0.82	1.00	1.26	1.42	17.63	16.39	13.05	11.55
平均值							18.11	17.00	13.70	11.71

数据来源：Wind，西南证券整理，截至2023/05/12

从 PE 角度看，2023 年行业平均估值为 17 倍 PE。公司为全球汽车 PCB 核心厂商，未来有望持续受益于汽车电子发展释放的 PCB 价值增量，我们给予公司 2023 年 19 倍 PE 估值，对应目标价 28.12 元，首次覆盖予以“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10513.99	11657.15	13495.09	15829.84	净利润	1081.14	1271.40	1531.08	1799.10
营业成本	8164.18	8928.14	10183.35	11878.65	折旧与摊销	643.00	477.92	477.92	477.92
营业税金及附加	66.64	73.88	85.53	100.33	财务费用	-19.85	64.56	73.13	74.52
销售费用	170.88	200.05	269.33	323.05	资产减值损失	-72.58	-53.31	-61.11	-62.33
管理费用	949.69	1102.70	1319.96	1590.75	经营营运资本变动	-943.63	841.82	-313.82	-170.80
财务费用	-19.85	64.56	73.13	74.52	其他	866.99	-42.06	96.30	92.72
资产减值损失	-72.58	-53.31	-61.11	-62.33	经营活动现金流净额	1555.06	2560.32	1803.50	2211.11
投资收益	-0.15	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1325.19	-528.00	-601.00	-557.00
公允价值变动损益	9.71	5.25	3.50	5.25	其他	-259.48	5.25	3.50	5.25
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1584.67	-522.75	-597.50	-551.75
营业利润	1231.27	1346.38	1628.40	1930.13	短期借款	162.93	-195.05	0.00	0.00
其他非经营损益	-5.57	91.79	99.25	104.81	长期借款	574.78	0.00	0.00	0.00
利润总额	1225.71	1438.17	1727.65	2034.94	股权融资	-84.77	0.00	0.00	0.00
所得税	144.57	166.77	196.57	235.84	支付股利	-254.27	-294.00	-337.44	-411.43
净利润	1081.14	1271.40	1531.08	1799.10	其他	82.51	-331.33	-26.11	-32.85
少数股东损益	15.30	17.99	21.67	25.46	筹资活动现金流净额	481.18	-820.38	-363.56	-444.29
归属母公司股东净利润	1065.84	1253.40	1509.41	1773.64	现金流量净额	475.54	1217.19	842.44	1215.08
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1485.67	2702.86	3545.30	4760.38	成长能力				
应收和预付款项	3771.54	4389.62	5039.28	5888.69	销售收入增长率	10.30%	10.87%	15.77%	17.30%
存货	1375.50	1604.79	1831.20	2123.69	营业利润增长率	17.68%	9.35%	20.95%	18.53%
其他流动资产	773.45	93.30	94.68	107.54	净利润增长率	16.17%	17.60%	20.43%	17.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	17.54%	1.86%	15.39%	13.91%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7253.86	7348.24	7515.63	7639.02	毛利率	22.35%	23.41%	24.54%	24.96%
无形资产和开发支出	268.94	234.02	199.11	164.20	三费率	10.47%	11.73%	12.32%	12.56%
其他非流动资产	562.62	553.23	543.84	534.45	净利率	10.28%	10.91%	11.35%	11.37%
资产总计	15491.57	16926.07	18769.05	21217.97	ROE	13.04%	14.19%	15.08%	15.59%
短期借款	195.05	0.00	0.00	0.00	ROA	6.98%	7.51%	8.16%	8.48%
应付和预收款项	4198.58	4960.89	5550.42	6495.83	ROIC	12.32%	13.23%	16.08%	17.97%
长期借款	574.88	574.88	574.88	574.88	EBITDA/销售收入	17.64%	16.20%	16.15%	15.68%
其他负债	2232.61	2432.75	2492.57	2608.42	营运能力				
负债合计	7201.12	7968.52	8617.87	9679.13	总资产周转率	0.70	0.72	0.76	0.79
股本	847.25	847.25	847.25	847.25	固定资产周转率	1.68	1.72	2.13	2.69
资本公积	1831.90	1831.90	1831.90	1831.90	应收账款周转率	3.10	2.99	3.05	3.07
留存收益	5164.57	6123.97	7295.94	8658.14	存货周转率	5.63	5.84	5.80	5.89
归属母公司股东权益	8072.38	8721.48	9893.45	11255.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.06%	—	—	—
少数股东权益	218.07	236.07	257.74	283.20	资本结构				
股东权益合计	8290.45	8957.55	10151.18	11538.85	资产负债率	46.48%	47.08%	45.92%	45.62%
负债和股东权益合计	15491.57	16926.07	18769.05	21217.97	带息债务/总负债	32.84%	27.23%	25.17%	22.41%
					流动比率	1.58	1.63	1.75	1.83
					速动比率	1.29	1.33	1.45	1.53
					股利支付率	23.86%	23.46%	22.36%	23.20%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1854.42	1888.85	2179.45	2482.56	每股收益	1.26	1.48	1.78	2.09
PE	17.32	14.73	12.23	10.41	每股净资产	9.53	10.29	11.68	13.28
PB	2.29	2.12	1.87	1.64	每股经营现金	1.84	3.02	2.13	2.61
PS	1.76	1.58	1.37	1.17	每股股利	0.30	0.35	0.40	0.49
EV/EBITDA	10.17	9.23	7.61	6.19					
股息率	1.38%	1.59%	1.83%	2.23%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfiiyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrty@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn