公司报告

公司首次覆盖报告

证券研究报告

平安证券

电子

2024 年 09 月 25 日

# 景旺电子(603228.SH)

# 汽车+AI构筑发展核心动力，聚焦高端助力盈利能力提升

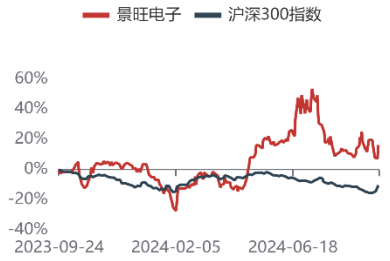
## 推荐（首次）

**股价：24.78 元**

### 主要数据

| | |
|---|---|
| 行业 | 电子 |
| 公司网址 | www.kinwong.com |
| 大股东/持股 | 深圳市景鸿永泰投资控股有限公司/31.58% |
| 实际控制人 | 卓军,黄小芬,刘绍柏 |
| 总股本(百万股) | 933 |
| 流通 A 股(百万股) | 921 |
| 流通 B/H 股(百万股) | |
| 总市值（亿元） | 231 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 228 |
| 每股净资产(元) | 9.53 |
| 资产负债率(%) | 47.2 |

### 行情走势图




### 证券分析师


付强 投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn

徐勇 投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

郭冠君 投资咨询资格编号 S1060524050003 GUOGUANJUN625@pingan.com.cn


### 平安观点：

- **全球领先的汽车 PCB 供应商，产品类型覆盖全面且客户资源丰富。**景旺电子是国内少数产品类型覆盖刚性、柔性和金属基电路板的厂商，当前公司 PCB 产品已广泛应用于服务器/数据中心、通信、消费电子、汽车、工业医疗等领域。凭借多层次、多元化的产品策略，以及一站式差异化服务，公司客户拓展效果显现，长期积累了一批优质客户，包括华为、海拉、华星光电、OPPO、vivo、富士康、中兴等国内外知名企业，并多次获得客户授予的优秀供应商称号。根据公司 2023 年年报，2023 年公司在 PCB 行业排名中位列全球第十位，中国内资 PCB 百强排名第三，另外，根据 Prismark 数据，2023 年公司已成为全球前三的汽车 PCB 供应商。

- **业绩实现稳步增长，利润率持续提升。**近几年公司不断拓展在汽车、通信、服务器等新兴市场的深度和广度，营收实现持续稳定增长，其中，2023 年公司实现营收 107.6 亿元，相较 2022 年增加 2.3%，而净利润受行业竞争加剧以及下游需求疲软影响而短期承压，2023 年公司归母净利润相较 2022 年减少 12.2%至 9.4 亿元。2024 年上半年，公司实现营收 58.7 亿元，同比+18.3%，随着公司国际化客户以及高端产品的持续增加，24H1 公司归母净利润同比+62.6%至 6.6 亿元。利润率方面，随着产品结构持续优化以及高水平的产能利用率，24H1 公司毛利率相较 2023 年增加 0.83pcts 至 24%，净利率相较 2023 年增加 2.64pcts 至 11.11%。

- **多业务实现重大突破，紧抓汽车+AI 高端化趋势。**在当前新能源汽车渗透加速以及 AI 技术高速发展背景下，公司重点围绕汽车电子+AI 进行产品布局以及客户拓展，得益于公司技术创新持续突破以及持续捕捉下游高端产品需求，2024 年上半年，公司多项业务实现持续突破，其中：1）汽车电子业务：公司汽车新定点项目导入放量明显，在自动驾驶相关的域控和传感器领域收获了许多新的定点项目，助力汽车电子业务成为公司所有业务中增速最高的细分板块；2）通信及 ICT 业务：公司在通用服务器领域已实现 EGS/Genoa 平台高速 PCB 稳定量产，同时在 Birth stream 平台高速 PCB 等产品技术上取得重大突破，在 AI 服务器领域，公司成功开拓了软板和软硬结合板在数据中心的应用产品，同时在高阶 HDI、高多层 PTFE 板等产品上实现了重大突破，另外，公司 800G 光模块、通信模组高阶 HDI 等产品已实现批量出货，112G 交换路由 PCB 取得重大技术突破。

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 10,514 | 10,757 | 12,623 | 14,975 | 16,804 |
| YOY(%) | 10.3 | 2.3 | 17.3 | 18.6 | 12.2 |
| 净利润(百万元) | 1,066 | 936 | 1,350 | 1,679 | 1,917 |
| YOY(%) | 14.0 | -12.2 | 44.2 | 24.4 | 14.1 |
| 毛利率(%) | 22.3 | 23.2 | 24.4 | 24.7 | 25.1 |
| 净利率(%) | 10.1 | 8.7 | 10.7 | 11.2 | 11.4 |
| ROE(%) | 13.2 | 10.7 | 14.0 | 15.7 | 16.1 |
| EPS(摊薄/元) | 1.14 | 1.00 | 1.45 | 1.80 | 2.06 |
| P/E(倍) | 21.7 | 24.7 | 17.1 | 13.8 | 12.1 |
| P/B(倍) | 3.0 | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **重点项目有序推进，持续聚焦高端化建设。**2020 年 8 月，公司发行了总额 17.8 亿元的“景 20 转债”，用于建设年产 120 万平方米多层印刷电路板项目，随后在 2023 年 4 月，公司顺利完成“景 23 转债”的发行上市，融资 11.54 亿元，主要用于建设年产 60 万平方米高密度互连印刷电路板项目，两大重点募投项目致力于为公司打造建设高技术、高附加值产品的生产基地。其中，在高端制程能力方面，珠海 HLC 工厂量产产品最高层数已突破 40 层，而珠海 HDI 工厂具备 Anylayer 及 mSAP 生产能力，相关产品将广泛应用于服务器、高端消费电子、AR/VR、通信、汽车等领域。当前珠海 HLC 以及 HDI 工厂各项业务持续稳步推进，不仅成功导入下游行业头部客户，同时还在高端产品开发中取得突破性进展，产量和产值均实现同步提升，24H1 珠海景旺与去年同期相比亏损明显收窄。

- **投资建议：**一方面，公司作为全球重要的汽车 PCB 供应商，技术优势明显且客户储备丰富，在新能源汽车渗透率持续提高以及 ADAS 技术快速发展背景下，公司将持续受益于汽车电子化带来的车用 PCB 需求增长。另一方面，当前通用服务器的平台升级叠加 AI 服务器对 PCB 规格的标准提升，驱动服务器单机 PCB 量价提升，当前公司已具备 AI 服务器高阶 HDI、HLC、FPC 及软硬结合板的制造能力，随着 AI 需求持续爆发，有望为公司业绩增长注入新动能。长期来看，珠海景旺高端产能持续释放，公司高端产品占比不断提升，将持续夯实公司长期竞争壁垒，公司盈利能力有望实现不断加强，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.45 元、1.8 元和 2.06 元，对应 2024 年 9 月 24 日收盘价 PE 分别为 17.1 倍、13.8 倍和 12.1 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

- **风险提示：**（1）行业与市场竞争风险：国内 PCB 企业市场竞争激烈，如公司的技术及生产能力无法满足客户更新换代的需求或客户临时变更、延缓或暂停新产品技术路线，或公司无法及时开发新客户，公司业绩将受到不利影响；（2）汇率风险：如果汇率出现较大波动，将直接影响公司进口原材料成本和出口产品售价，产生汇兑损益，进而影响公司净利润；（3）原材料供应紧张及价格波动风险。公司原材料成本占产品成本比重较高，若后续原材料价格出现大幅波动，且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导，将会对公司经营成果产生不利影响；（4）海外工厂建设运营风险：海外法律法规、政策体系、商业环境、文化特征等与国内存在较大差异，公司海外生产基地在设立及运营过程中，存在一定的管理、运营和市场风险。

# 正文目录

**一、 客户持续开拓叠加高端产品突破，助力公司经营业绩稳步提升.....5**
1.1 多层次、多元化产品策略，持续开拓优质客户资源.....5
1.2 股权结构相对稳定，子公司业务覆盖广泛.....7
1.3 不断契合客户需求，稳步推动业绩增长.....8
**二、 PCB 市场空间广阔，新兴产业推动需求增长.....10**
2.1 汽车电子：新能源车渗透加速，推动车用 PCB 需求增长.....12
2.2 服务器：AI 服务器加速出货，带动 PCB 量价齐升.....14
**三、 紧抓汽车+AI 发展机遇，持续聚焦产业高端化.....15**
3.1 技术创新能力出众，多业务实现不断突破.....15
3.2 高端产能逐步释放，稼动率保持高水平.....17
**四、 投资建议.....17**
4.1 盈利预测.....17
4.2 投资建议.....18
**五、 风险提示.....18**

# 图表目录

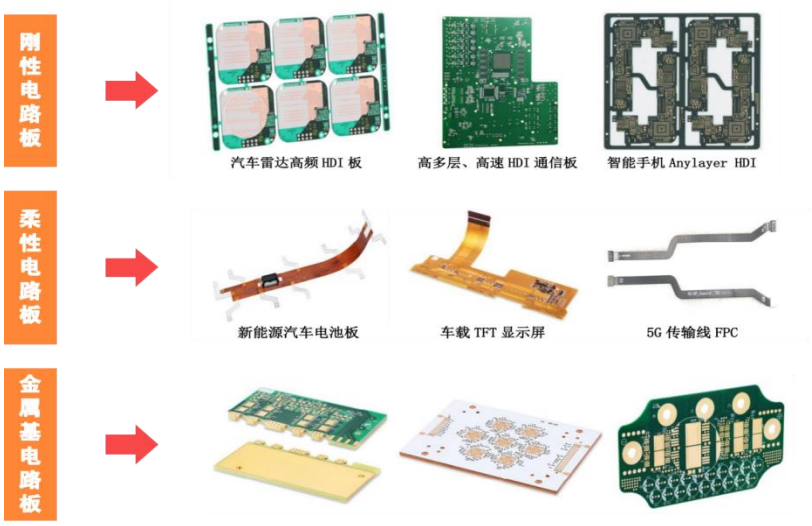
图表 1 景旺电子主要产品种类 ..... 5
图表 2 景旺电子产品重点应用领域 ..... 5
图表 3 景旺电子发展历程 ..... 6
图表 4 景旺电子全球化产业布局 ..... 7
图表 5 景旺电子股权结构（截至 2024 年 6 月） ..... 7
图表 6 景旺电子主要控股参股公司情况 ..... 8
图表 7 景旺电子营收情况 ..... 8
图表 8 景旺电子归母净利润情况 ..... 8
图表 9 景旺电子利润率情况 ..... 9
图表 10 景旺电子毛利率情况（按业务划分） ..... 9
图表 11 景旺电子营收拆分（按地区，单位：亿元） ..... 9
图表 12 景旺电子不同地区毛利率情况 ..... 9
图表 13 景旺电子费用率情况 ..... 10
图表 14 景旺电子研发费用情况 ..... 10
图表 15 2022-2028 年全球 PCB 产值情况 ..... 10
图表 16 2022-2028 年中国 PCB 产值情况 ..... 10
图表 17 2023-2028 年全球不同 PCB 产值 CAGR 预测 ..... 11
图表 18 2023-2028 年中国不同 PCB 产值 CAGR 预测 ..... 11
图表 19 2022-2027 年全球 PCB 产值预测（按应用领域，单位：百万美元） ..... 11
图表 20 2023 年全球 PCB 产值情况（按地区） ..... 12
图表 21 2023 年全球营收前十 PCB 厂商份额情况 ..... 12
图表 22 汽车电子占整车成本比例变化情况 ..... 12
图表 23 汽车电子价值量占比（按不同类型车型） ..... 12
图表 24 2021-2024 年全球轻型汽车销量 ..... 13
图表 25 2023-2024 年全球新能源汽车销量预测 ..... 13
图表 26 2020-2040 年全球汽车自动驾驶渗透率情况 ..... 13
图表 27 越高等级自动驾驶级别需要越多的传感器 ..... 13
图表 28 2020-2026 年北美云厂商资本支出预测（单位：亿美元） ..... 14
图表 29 2020-2024 年全球服务器整机出货量同比增速 ..... 14
图表 30 2022-2026 年全球 AI 服务器出货量 ..... 14
图表 31 不同服务器平台 PCB 工艺水平 ..... 15
图表 32 景旺电子主要 PCB 产品技术能力情况 ..... 16
图表 33 景旺电子主要扩产项目情况（截至 2023 年末） ..... 17
图表 34 公司盈利预测 ..... 18
图表 35 可比公司盈利预测与估值 ..... 18

# 一、 客户持续开拓叠加高端产品突破，助力公司经营业绩稳步提升

## 1.1 多层次、多元化产品策略，持续开拓优质客户资源

**全球领先汽车PCB厂商，产品类型覆盖完善。**景旺电子（603228.SH）成立于1993年，于2017年上市，是国内少数产品类型覆盖刚性、柔性和金属基电路板的厂商，当前公司 PCB 产品已广泛应用于服务器/数据中心、通信、消费电子、汽车、工业医疗等领域。根据公司2023年年报，2023年公司在PCB行业排名中位列全球第十位，中国内资PCB百强排名第三，另外，根据Prismark数据，2023年公司已成为全球前三的汽车PCB供应商。

**图表1 景旺电子主要产品种类**




*资料来源：景旺电子公告，平安证券研究所*

**图表2 景旺电子产品重点应用领域**

| 应用领域 | 公司产品 | 主要设备 | 对应产品名称 | 特征 |
|---|---|---|---|---|
| 汽车电子 | PCB | 毫米波雷达、摄像头、激光雷达、信息娱乐系统、照明系统、ADCU、新能源充配电、电驱等 | 高频微波板、软硬结合板、厚铜板、金属基板等 | 高频材料混压、高可靠性、HDI、软硬结合、半软板，多层板、厚铜、埋嵌铜、铜基、铝基板 |
| | FPC | 车载信息娱乐系统、高级驾驶辅助系统、车身电子系统、BMS | 单双面 FPC、RFPC、大尺寸 FPC、厚铜 FPC、镂空 FPC、FDC | 高挠曲性、高可靠性（高温高压）、大电流、软硬结合、高速数据传输，CCS、大尺寸、厚铜、保险丝、镂空，铜基、铝基板 |
| 工控医疗 | PCB | 工控、医疗系统 | 高多层板 | 高可靠性、多层板、软硬结合 |
| | FPC | 工业自动化设备、电力控制系统、无人机、电子烟、医疗监测仪器、医疗器械、植入式医疗设备 | FPC、RFPC、FPC、RFPC, LCP、MPI、PTFE | 高可靠性、动态连接、软硬结合、高频高速，高挠曲、应用环境复杂 |
| 消费电子 | PCB | 手机、穿戴、耳机、笔记本 | HDI | Anylayer、高密度、轻薄、精细线路，高盲孔可靠性 |
| | FPC | 手机、ARVR、耳机、笔记本 | 分层 FPC、RFPC、Anylayer、多层高阶、OLED, LCP、MPI、PTFE | 高频高速、高挠曲性、轻薄，高多阶 Anylayer、高密度、精细线路，填孔、埋孔、微小孔 |
| 数据中心 | PCB | 交换机、服务器、存储设备 | 背板、高速多层、AI 加速卡、DDR | 高速材料、高多层、大尺寸、高密度、多种背板、插损管控、金手指 |

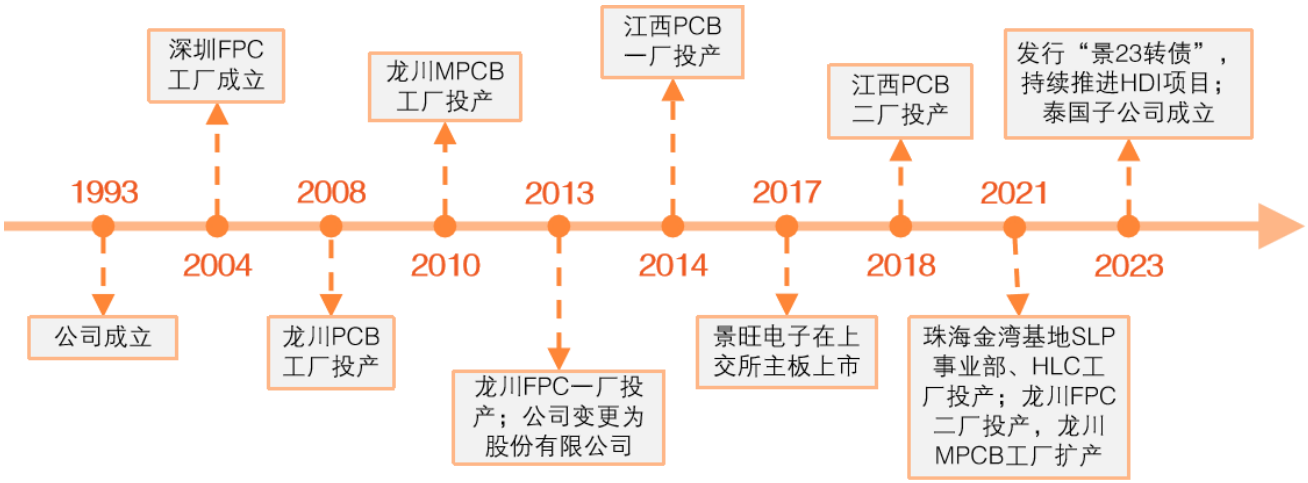
| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 通信 | 有线 | PCB | 交换路由、光纤设备等（PON\OTN\OLT） | 背板、高速多层、高频微波、光模块 | 高速材料，大尺寸、高多层、高密度、mSAP、多种背钻、高速材料混压、金手指 |
| | 无线 | | 通信基站、卫星通信、低轨卫星互联网通信 | 背钻、高速多层板、高频微波板、多功能金属基板、埋阻、空气腔板 | 金属基、大尺寸、多种背钻、高多层、高频高速材料混压，不对称结构 |
| 其他 | | 家电等 | 智能电视机、智能音响、智能家居控制系统 | FPC、OLED、RFPC | 轻薄、高速、高效 |

*资料来源：景旺电子半年报，平安证券研究所*

**客户底蕴丰富雄厚，多次获得优秀供应商奖项。**通过多层次、多元化的产品策略，以及一站式差异化服务，公司客户拓展效果显现，长期积累了一批优质客户，包括华为、海拉、华星光电、OPPO、vivo、富士康、中兴、西门子、汇川技术、阳光电源、霍尼韦尔、德赛西威、海康威视、科世达（Kostal）、SONY、Jabil等国内外知名企业，此外，公司在与客户合作过程中不断更新和总结产品品质薄弱点和改进经验，产品质量持续提升，多次获得华为、中兴等国内外知名客户授予的优秀供应商称号。

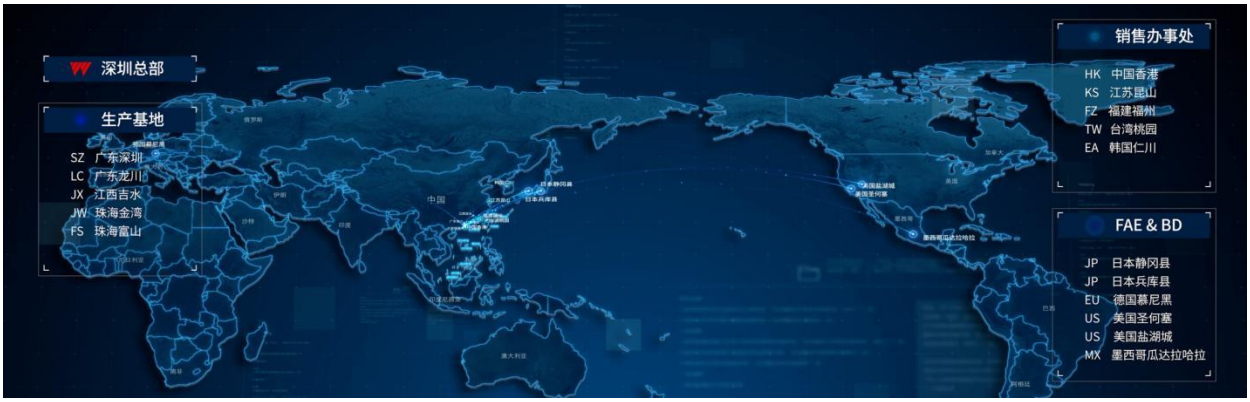
**行业深耕三十余载，全球化布局加速推进。**公司成立于1993年，经过三十多年行业深耕，已成为全球PCB行业中重要的供应商，是中国印制电路行业协会的副理事长单位，是行业标准的制定单位之一。在公司发展历程中，公司确立了以刚性PCB为基础，横向发展柔性电路板和金属基电路板的产品战略。发展至今，公司在国内拥有广东深圳、广东龙川、江西吉水、珠海金湾、珠海富山五大生产基地共12个工厂，同时在国内外设立多个办事处，销售网络和区域支持已经覆盖了全球主要地区和国家，包括德国、印度、美国、日本、墨西哥、韩国和中国台湾等，实现了跨区域、差异化、可持续供应的国际化战略布局。

**图表3　景旺电子发展历程**




*资料来源：景旺电子官网，景旺电子年报，平安证券研究所*

图表4 景旺电子全球化产业布局

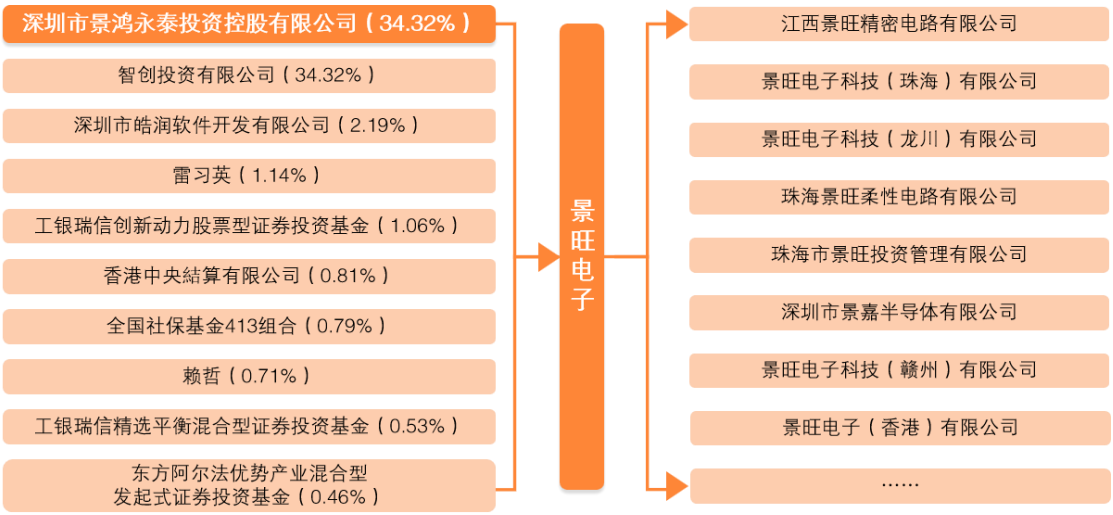



*资料来源：景旺电子官网，平安证券研究所*

## 1.2 股权结构相对稳定，子公司业务覆盖广泛

**股权结构相对稳定，刘绍柏、黄小芬、卓军为公司实际控制人。**截至 2024 年 6 月，公司前十大股东持股合计达 76.33%，其中，深圳市景鸿永泰投资控股有限公司为公司第一大股东，持股比例达 34.32%。刘绍柏、黄小芬、卓军为公司实际控制人，深圳市景鸿永泰投资控股有限公司、智创投资有限公司、深圳市奕兆投资合伙企业（有限合伙）、刘绍柏、黄小芬、卓军和刘羽为一致行动人。

图表5 景旺电子股权结构（截至 2024 年 6 月）




*资料来源：景旺电子半年报，Wind，平安证券研究所*

**子公司业务覆盖齐全，珠海景旺为募投项目实施主体。**截至 2023 年底，景旺电子共有 8 家子公司，主要生产基地包括龙川景旺、江西景旺、珠海景旺柔性和珠海景旺，其中，珠海景旺为公司 HLC、HDI（含 SLP）两个重要募投项目的实施主体，是公司高端产品的标志性工厂，将成为未来公司长远发展的坚实基础。

图表6 景旺电子主要控股参股公司情况

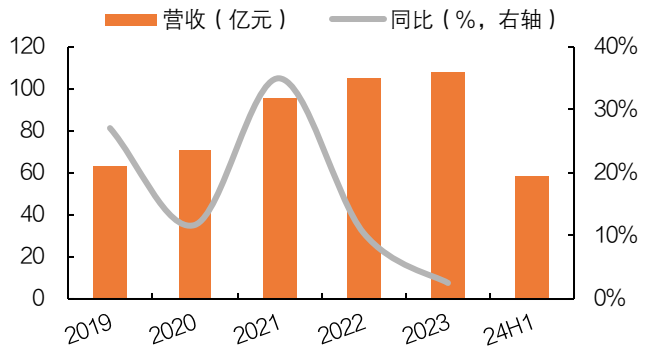
| 公司名称 | 经营范围 | 2023 年营收 | 2023年净利润 |
|---|---|---|---|
| 景旺电子科技（龙川）有限公司 | 生产和销售自产的新型电子元器件。产品出口外销及中国境内销售。 | 42.12 亿元 | 2.47 亿元 |
| 江西景旺精密电路有限公司 | 新型电子元器件（片式元器件、频率元器件、混合集成电路、电力电子器件、光电子器件、敏感元器件及传感器、新型机电元件、高密度印刷电路板和柔性电路板）制造及销售，半导体、光电子器件、新型电子元器件电子产品用材料制造及销售，碱式氯化铜、氢氧化铜、氢氧化锡产品的生产及销售。（依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动） | 37.71 亿元 | 8.55 亿元 |
| 景旺电子（香港）有限公司 | 从事印制电路板的销售。 | 38.88 亿元 | 1.30 亿元 |
| 景旺电子科技（珠海）有限公司 | 研发、生产和销售印制电路板、柔性线路板，半导体、光电子器件、电子元器件的表面贴组装加工业务，对外贸易进出口业务。（涉及前置许可的除外及国家有专门规定的除外）。 | 14.08 亿元 | -2.34 亿元 |
| 珠海景旺柔性电路有限公司 | 柔性线路板、电子元器件及其零配件的生产、销售。 | 5.13 亿元 | -0.51 亿元 |

*资料来源：景旺电子半年报，Wind，平安证券研究所*

## 1.3 不断契合客户需求，稳步推动业绩增长

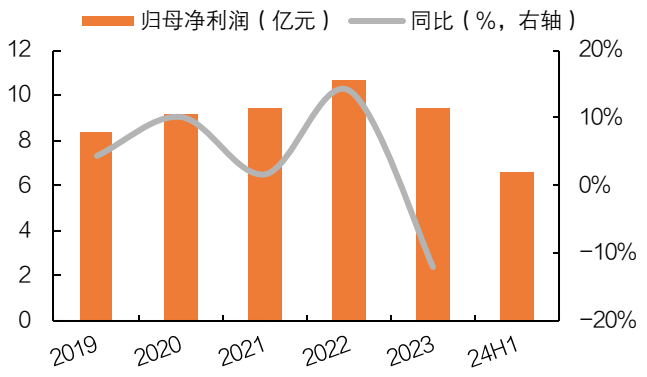
近几年公司不断拓展在汽车、通信、服务器等新兴市场的深度和广度，营收实现持续稳定增长，其中，2023 年公司实现营收 107.6 亿元，相较 2022 年增加 2.3%，而净利润受行业竞争加剧以及下游需求疲软影响而短期承压，2023 年公司归母净利润相较 2022 年减少 12.2%至 9.4 亿元。2024 年上半年，公司实现营收 58.7 亿元，同比+18.3%，随着公司国际化客户以及高端产品的持续增加，24H1 公司归母净利润同比+62.6%至 6.6 亿元。

图表7 景旺电子营收情况




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

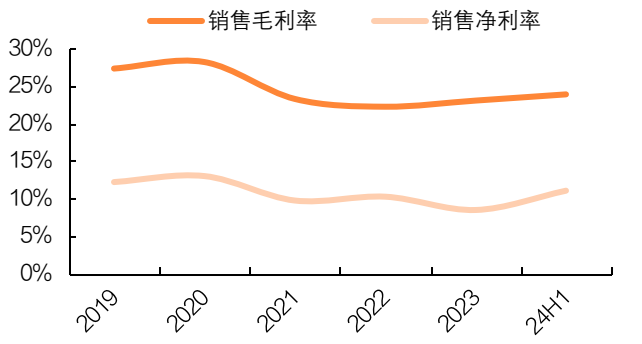
图表8 景旺电子归母净利润情况




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

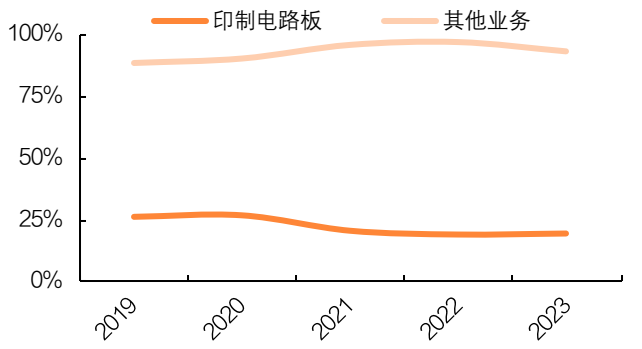
**产品结构优化叠加高水平产能利用率，共同推动公司盈利能力提升。**利润率方面，2023 年公司毛利率和净利率分别为 23.17%和 8.47%，随着产品结构持续优化以及高水平的产能利用率，24H1 公司毛利率相较 2023 年增加 0.83pcts 至 24%，净利率相较 2023 年增加 2.64pcts 至 11.11%。分业务来看，2023年公司印制电路板业务毛利率达 19.63%，相较 2022 年增加 0.41pcts。

**图表9 景旺电子利润率情况**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

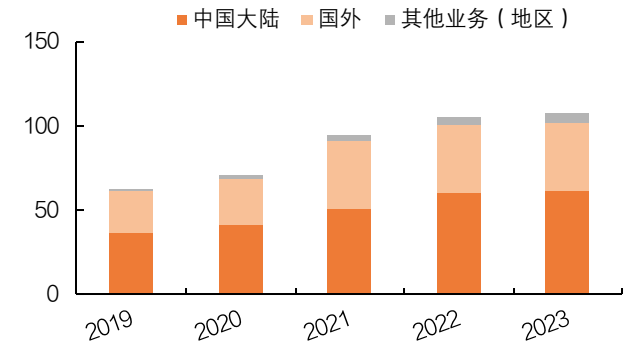
**图表10 景旺电子毛利率情况（按业务划分）**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

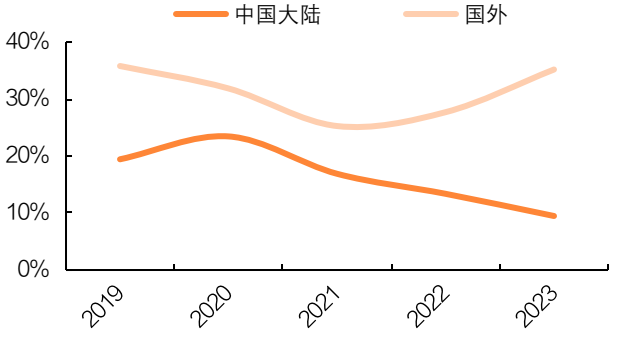
分地区来看，2023 年公司中国大陆收入达 62.11 亿元，相较 2022 年增加 3.35%，占公司整体营收比例达 57.74%，国外市场方面，2023 年公司实现营收 40.3 亿元，相较 2022 年减少 1.28%，占公司整体营收比例达 37.46%。不同地区毛利率来看，2023 年公司中国大陆业务的毛利率相较 2022 年出现一定程度的下滑，但国外业务毛利率相较 2022 年增加 7.43pcts 至 35.11%。

**图表11 景旺电子营收拆分（按地区，单位：亿元）**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

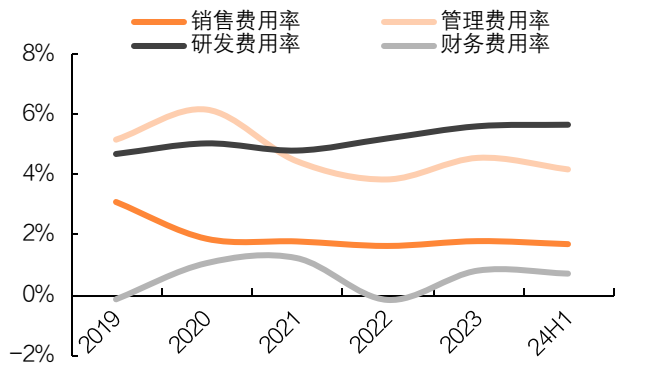
**图表12 景旺电子不同地区毛利率情况**




*资料来源：Wind，平安证券研究所*

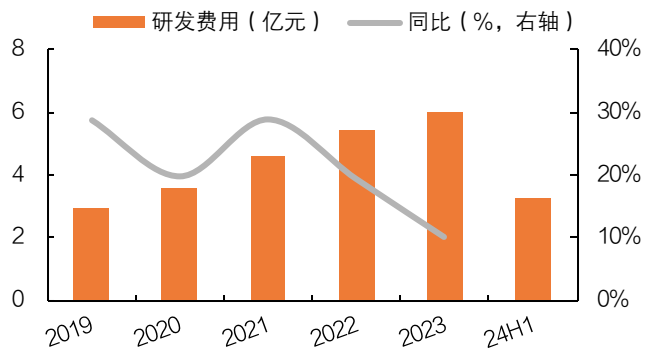
**持续加大研发投入，技术创新取得明显突破。**2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 1.79%/4.55%/5.58%/0.79%，2024 年上半年除了研发费用率略增至 5.63%之外，其余费用率均出现一定程度下滑。单看研发费用，2023 年公司研发费用达 6.01 亿元，相较 2022 年增加 10.03%，24H1 公司研发投入 3.3 亿元，同比+11.39%，上半年公司及子公司新增 17 项发明专利、7 项实用新型专利，下半年公司将进一步加大研发投入，以持续巩固公司领先的研发技术实力。

图表13 景旺电子费用率情况




资料来源：Wind，平安证券研究所

图表14 景旺电子研发费用情况

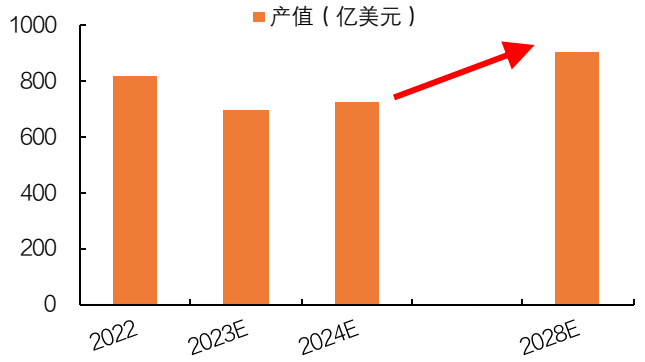



资料来源：Wind，平安证券研究所

## 二、 PCB 市场空间广阔，新兴产业推动需求增长

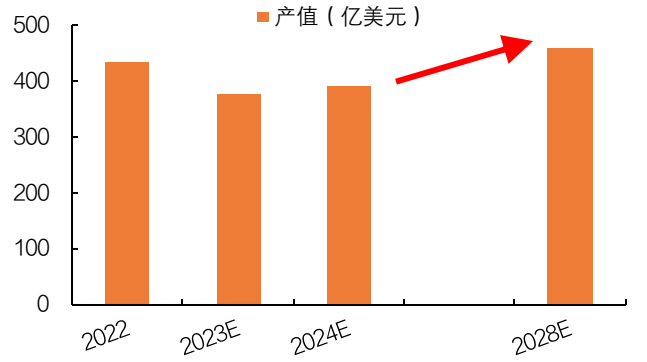
印制电路板（PCB）是承载电子元器件并连接电路的桥梁，被称为“电子产品之母”，下游广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域，在终端电子产品中具有不可替代性。PCB 不仅是现代信息技术的基础性产业，同时也是全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业，根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 产值有望同比+5%至 729.7 亿美元，2028 年有望增长至 904.1 亿美元。国内市场方面，2024 年中国 PCB 产值有望同比+4%至 393.4 亿美元，2028 年有望增长至 461.8 亿美元。

图表15 2022-2028 年全球 PCB 产值情况




资料来源：Prismark，平安证券研究所

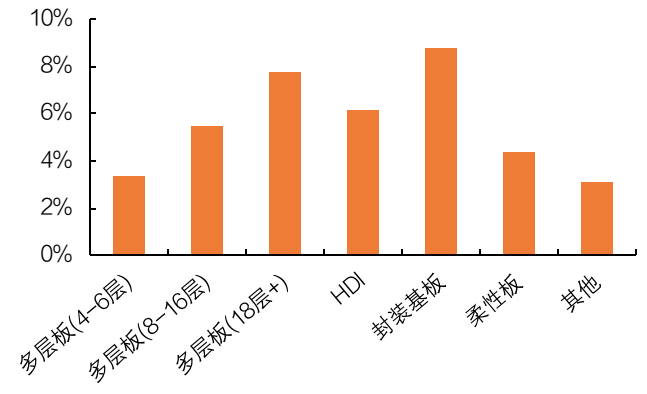
图表16 2022-2028 年中国 PCB 产值情况




资料来源：Prismark，平安证券研究所

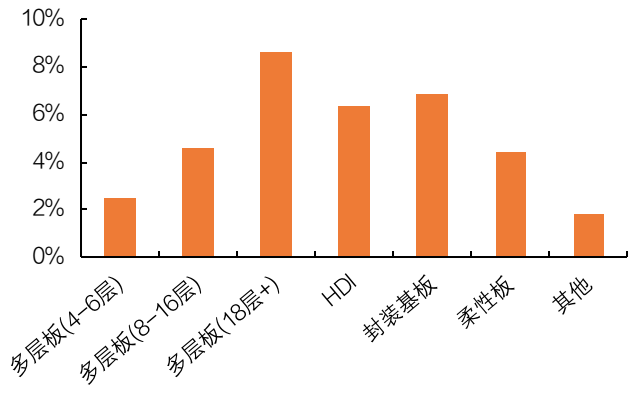
从产品结构上看，全球 PCB 产业均在向高精度、高密度和高可靠性方向靠拢，根据 Prismark 数据，全球封装基板 2023-2028 年产值 CAGR 达 8.8%，为增速最快的细分 PCB 品类，而国内市场方面，增速最快的为 18 层以上多层板，2023-2028 年产值 CAGR 达 8.6%。

**图表17 2023-2028 年全球不同 PCB 产值 CAGR 预测**




*资料来源：Prismark，平安证券研究所*

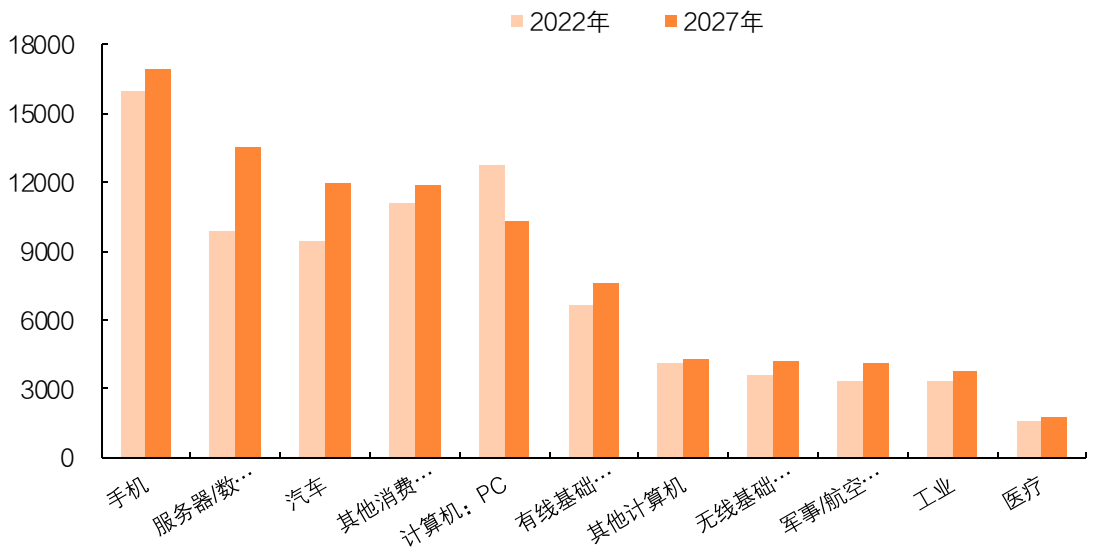
**图表18 2023-2028 年中国不同 PCB 产值 CAGR 预测**




*资料来源：Prismark，平安证券研究所*

**手机为 PCB 最大应用下游，服务器 PCB 产值受益 AI 增长迅速。**根据 Prismark 数据，2022 年手机为 PCB 最大的应用下游，全球产值达 160 亿美元，其次为 PC，全球产值达 127 亿美元，Prismark 预计到 2027 年，除了计算机（PC）之外，其余 PCB 主要应用下游产值均出现不同程度的增长，手机依旧是最核心的应用下游，2027 年产值达 170 亿美元，而服务器领域得益于 AI 的推动，相关 PCB 产值增速最为明显，2022-2027 年 CAGR 达 6.5%，另外，在汽车电子化、智能化加速背景下，车用 PCB 产值预计将从 2022 年的 95 亿美元增长至 2027 年的 120 亿美元，2022-2027 年 CAGR 达 4.8%。

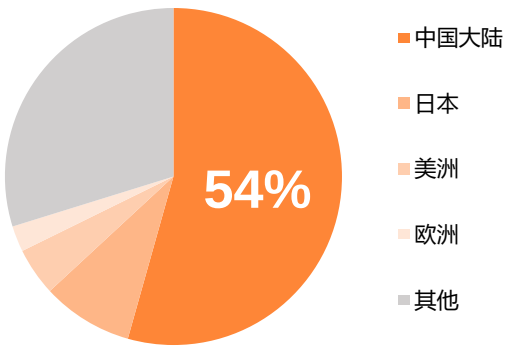
**图表19 2022-2027 年全球 PCB 产值预测（按应用领域，单位：百万美元）**




*资料来源：Prismark，平安证券研究所*

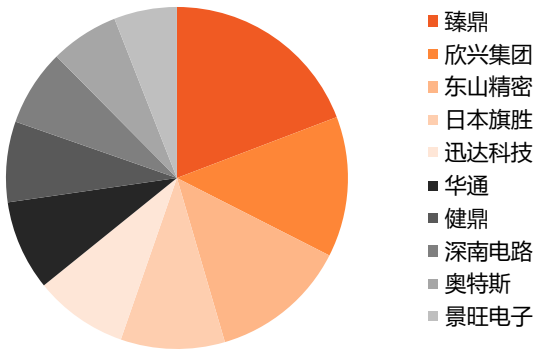
**全球 PCB 厂商众多，行业集中度较为分散。**竞争格局方面，当前全球 PCB 厂商众多，行业集中度整体较为分散，根据 Prismark 数据，2023 年全球前十 PCB 厂商营收合计约 252 亿美元，其中，臻鼎以 48 亿美元收入位列全球首位，其次为欣兴集团和东山精密。

图表20 2023 年全球 PCB 产值情况（按地区）




资料来源：Prismark，景旺电子半年报，平安证券研究所

图表21 2023 年全球营收前十 PCB 厂商份额情况

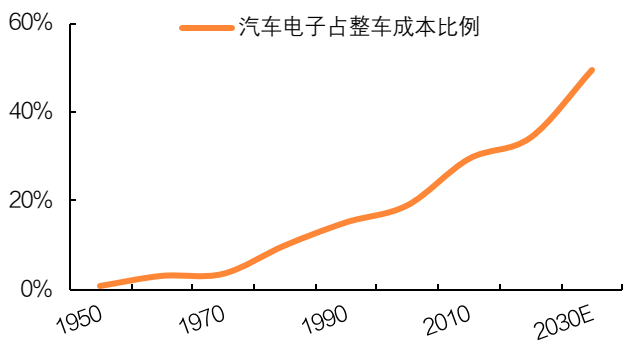



资料来源：Prismark，平安证券研究所

## 2.1 汽车电子：新能源车渗透加速，推动车用 PCB 需求增长

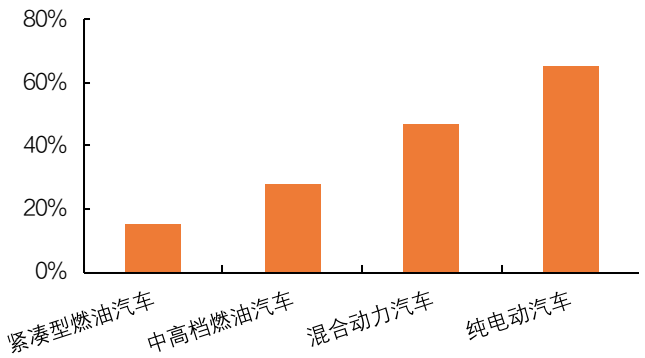
在汽车电子化、智能化趋势加速下，加上消费者对于汽车功能性和安全性要求逐步提高，汽车电子占整车成本的比例不断提升，根据中国产业信息网，预计 2030 年该比例将提升至 50%。另外，新能源汽车电子成本占整车成本比例远超过于传统燃油汽车，根据中国产业发展研究网，在各类型汽车中，纯电动汽车电子成本占比最高，达到 65%，混合动力轿车及中高档轿车占比分别为 47%和 28%。

图表22 汽车电子占整车成本比例变化情况




资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

图表23 汽车电子价值量占比（按不同类型车型）



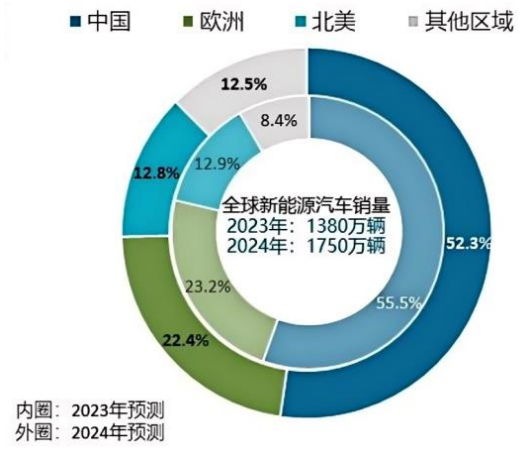

资料来源：中国产业发展研究网，平安证券研究所

**全球新能源汽车销量延续高增态势，2024 年全球销量将达 1750 万辆。**根据 Canalys 数据，预计 2024 年全球新能源汽车销量仍将延续高速增长态势，有望同比增加 27%至 1750 万辆，分地区来看，2024 年全球新能源市场中，预计中国市场将以 52.3%的市场份额位列全球首位，其次是欧洲和北美，市场份额分别为 22.4%和 12.8%。

图表24 2021-2024年全球轻型汽车销量

资料来源：Canalys，平安证券研究所

图表25 2023-2024年全球新能源汽车销量预测

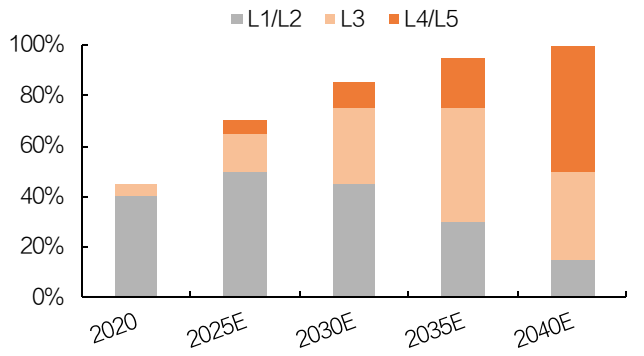



资料来源：Canalys，平安证券研究所

**新能源汽车渗透率的提升将进一步带动车用PCB需求增长。**传统汽车目前电子化程度不高，对PCB需求量较小，PCB价值量也相对较低，相较传统燃油汽车，新能源汽车电子程度较高，并新增了电驱动系统，所带来的汽车PCB价值增量主要来源于VCU（整车控制器）、MCU（电机控制器）、BMS（电池管理系统）三大动力控制系统。

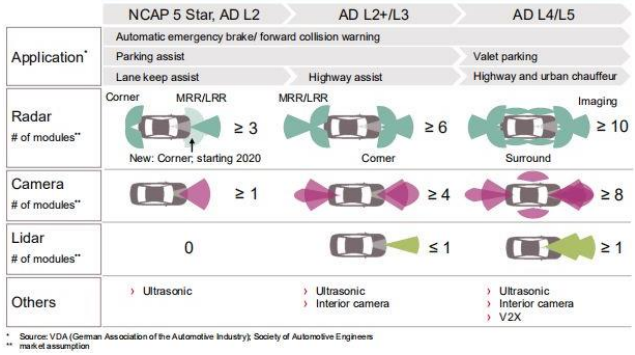
**ADAS渗透率快速提升，成为车用PCB新增长点。**随着自动驾驶技术日益成熟，当前搭载ADAS功能的车型开始规模放量，根据佐思汽车研究数据，2023年国内配备L2级及以上自动驾驶功能的乘用车新车装配量达995.3万辆，同比+43.6%。另外，汽车自动驾驶级别越高，意味着单车搭载的镜头及雷达等电子产品数量也越多，传感器性能和规格也需相应提升，根据TrendForce数据，目前车用PCB主要以4-8层多层板为主，而自动驾驶系统多数采用HDI板，其价格约为4-8层多层板的3倍，ADAS渗透提升将成为车用PCB产值增量的重要驱动力之一。

图表26 2020-2040年全球汽车自动驾驶渗透率情况




资料来源：亿欧智库，平安证券研究所

图表27 越高等级自动驾驶级别需要越多的传感器

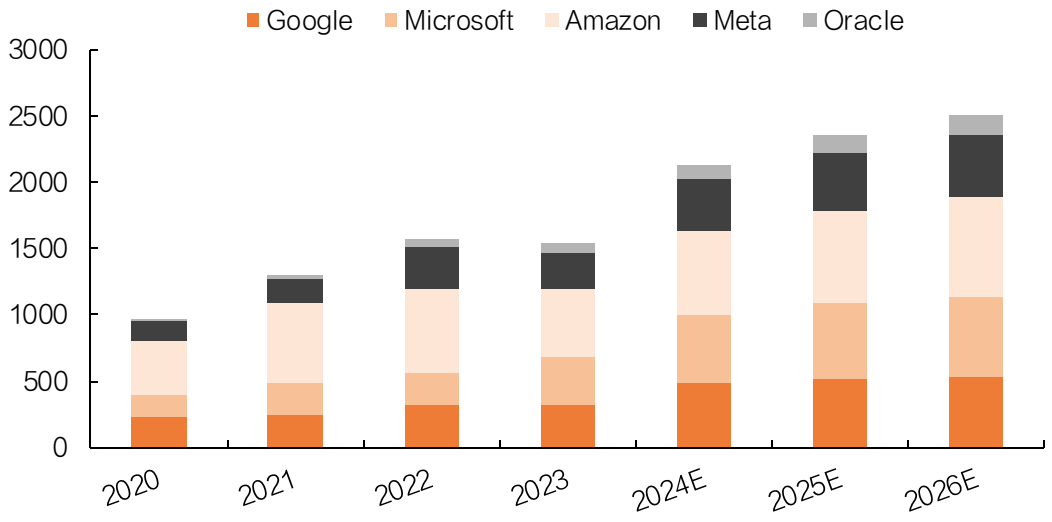



资料来源：VDA，英飞凌官网，平安证券研究所

## 2.2 服务器：AI 服务器加速出货，带动 PCB 量价齐升

**北美 CSP 资本支出持续加大，2024 年全球云支出有望增长至 2270 亿美元。**随着 ChatGPT 引爆 AI 时代后，AI 算力需求呈现井喷态势，以 Google、Microsoft 等为代表的云厂商纷纷加大资本开支，围绕 AI 展开科技竞赛，根据 BofA Global Research 数据，2023 年全球云支出达 1632 亿美元，预计 2024 年将同比+39%至 2270 亿美元，其中 Google、Microsoft、Amazon、Meta 和 Oracle 五家 CSP 云支出合计达 2127 亿美元，占全球云支出比重达 94%。

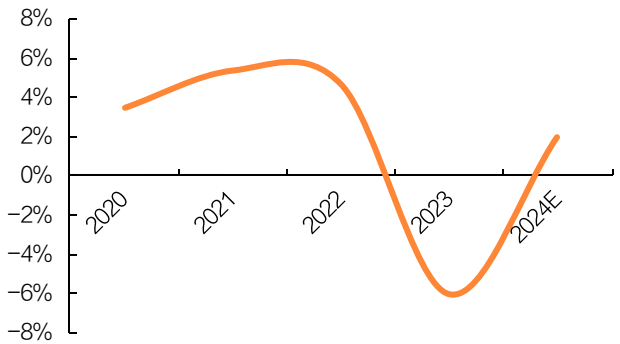
**图表28　2020-2026 年北美云厂商资本支出预测（单位：亿美元）**




*资料来源：BofA Global Research，平安证券研究所*

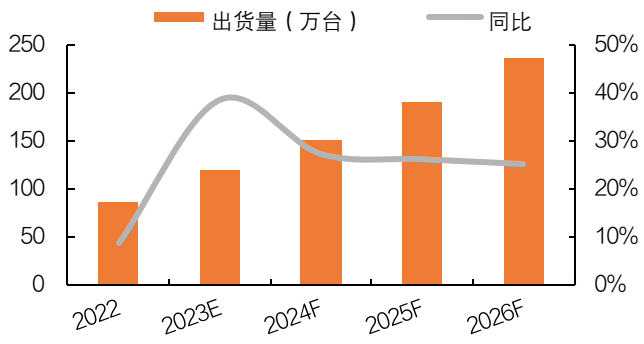
**AI 算力强劲需求持续推动 AI 服务器出货增长。**根据 IDC 数据，预计 2022 年全球人工智能 IT 总投资规模达 1325 亿美元，2027 年有望增加至 5124 亿美元，22-27 年 CAGR 达 31%。其中，预计 2027 年全球约 45%企业将通过生成式 AI 来开发产品和服务，将相应带动全球生成式 AI 市场规模增长至 1500 亿美元。在此背景下，AI 服务器作为主要硬件基础设施，全球出货量有望保持高增态势，根据 TrendForce 数据，2023 年全球 AI 服务器出货量将同比+38.4%至 118 万台，2026 年有望增长至 237 万台，2023-2026 年 CAGR 达 26%。

**图表29　2020-2024 年全球服务器整机出货量同比增速**




*资料来源：TrendForce，平安证券研究所*

**图表30　2022-2026 年全球 AI 服务器出货量**




*资料来源：TrendForce，平安证券研究所*

**传统服务器：芯片平台更新迭代，单机 PCB 层数和用料迎来升级。**当前 PCB 在服务器领域的应用主要覆盖于 CPU、主板、电源背板、硬盘背板、网卡以及 Riser 卡等多个关键部件，随着服务器平台技术的不断进步和迭代，对 PCB 的层数和材料质量的要求也在不断提高。其中，PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 10-12 层提升至 Eagle Stream 的 14-20 层，而且用料方面也对 CCL 损耗等级有着更高的要求，相应带来单机 PCB 价值量的提升。

**图表31 不同服务器平台 PCB 工艺水平**

| 指令集架构 | | Intel X86 架构 | | | | AMD X86 架构 | | | | 华为 ARM 架构 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 服务器芯片平台 | | Purley | Whitley | Eagle stream | Birch Stream | Rome | Milan | Genoa | Turin | 鲲鹏系列 |
| 芯片架构 | | Skylake | Ice lake | Sapphire Rapids | Granite Rapids | Zen2 | Zen3 | Zen4 | Zen5 | 920 |
| 芯片工艺 | | 14nm | 10nm | 7nm | 7nm | 7nm | 7nm | 5nm | 4/3nm | 7nm |
| 信号需求传输速率 | DDR | DDR3 | DDR4 | DDR5 | DDR5 | DDR4 | DDR4 | DDR5 | DDR5 | DDR4 |
| | PCIe | PCIe3.0 | PCIe4.0 | PCIe5.0 | PCIe5.0 | PCIe4.0 | PCIe4.0 | PCIe5.0 | PCIe5.0 | PCIe4.0 |
| 服务器PCB工艺 | 层数 | 10-12L | 12-18L | 14-20L | 14-20L | 12-14L | 14-16L | 14-18L | 14-18L | 12-18L |
| | BGA Pitch | 1-1.2mm | 1mm | 0.94mm | 0.94mm | 1mm | 1mm | 0.94mm | 0.94mm | 0.9mm |
| | 板厚 | 1.6-2mm | 2-2.5mm | 2.5-3.5mm | 2.5-3.5mm | 2-2.5mm | 2-2.5mm | 2-2.5mm | 2-2.5mm | 1.6-2.5mm |
| | 厚径比 | 9:1 | 10:1 | 14:1 | 14:1 | 10:1 | 10:1 | 14:1 | 14:1 | 10:1 |

*资料来源：广合科技招股书，平安证券研究所*

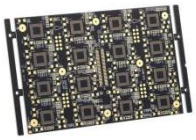
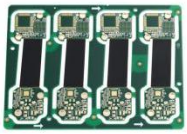
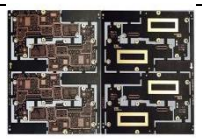
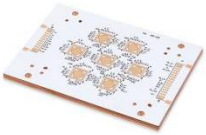
**AI 服务器：AI 高速高密特性推动 PCB 升级，规格和用料全面提升驱动价值量增长。**1）相较于传统服务器：以英伟达 DGX A100 服务器为例，其搭载了 8 颗 A100 GPU 算力卡，AI 服务器的 PCB 价值增量主要集中于 GPU 模组，其 GPU 模组板又可拆解为 GPU 载板、OAM、UBB、NVSwitch 四个部分，单机 PCB 数量和面积相较传统服务器有着明显提升。另外，考虑到高性能运算对于传输速率以及综合性能的要求，因此 GPU 模组主要采用包括高层数多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品，相应推动了单机 PCB 价值量提升。2）相较 DGX 系列服务器：在英伟达新一代 GB200 系列 AI 服务器设计中，其改变了 8 颗 GPU 互联架构，取消了原有 CPU 板+UBB+OAM 的多层结构，而采用 Computer Tray 结合 Switch Tray 的设计，其中 Switch Tray 负责互联，而 Computer Tray 用来承载 Blackwell GPU 以及 Grace CPU。考虑到 Blackwell 芯片平台的高速信号传输要求，Computer Tray 和 Switch Tray 模组板在用料、线路设计以及工艺制造方面均将全面升级，高阶 HDI 用量有望迎来明显提升，驱动 PCB 单机价值量实现进一步提升。

# 三、 紧抓汽车+AI 发展机遇，持续聚焦产业高端化

## 3.1 技术创新能力出众，多业务实现不断突破

**技术创新能力出众，产品竞争力不断增强。**景旺电子作为国内少数产品同时覆盖 RPCB、FPC 和 MPCB 的厂商，通过持续加强技术研发，已具备高多层 PCB、高阶 HDI、多层 FPC、刚挠结合 PCB 等中高端产品的批量生产技术，并向新能源汽车、智能手机、物联网、数据中心等下游新兴领域提供相应产品。截至 2024 年上半年，公司累计获授有效发明专利 301 项，实用新型专利 184 项，其中，公司微功率芯片电源埋磁芯关键技术被评为“国际先进，填补行业空白”，另外，针对现有不对称结构 PCB，公司 2 项专利“US17/826501 不对称板”及“US17/768665 一种非对称板的制作方法”对相关技术难点实现创新突破，并成功获得美国专利授权，新结构和制作方法能够提高产品的可靠性和信号精度，目前已在毫米波雷达、低轨卫星通信、AI 算力等高端领域得到应用，进一步彰显公司出众的技术实力和产品竞争力。

**图表32 景旺电子主要 PCB 产品技术能力情况**

| 产品类型 | 公司产品样例 | 公司技术能力 |
|---|---|---|
| 高多层电路板 | | 最大层数可达 40 层；材料覆盖超低损耗/非常低损耗/低损耗/中等损耗材料；最大纵横比 15:1；线宽/线距公差±20%；阻抗公差±8% |
| HDI |  | 具备 Anylayer、mSAP 等先进技术；最小线宽/线距可达 0.04mm/0.04mm；最大防焊对位公差可控制在+/-1mil 范围 |
| FPC | | 单双面板、多层板（6 层及以下）；具备 Roll to Roll 生产工艺；0.035mm 微孔设计；0.035/0.035mm 线宽/线距设计 |
| 软硬结合板 |  | 硬板区 2-16 层、软板区 1-6 层软硬结合板；软板区空气分层结构；含 2 阶 HDI 软硬结合板；不对称结构的软硬结合板 |
| 类载板 |  | 最大层数：16 层 anylayer；掌握减法工艺、mSAP 工艺、amSAP 工艺；最小 50um 镭射孔；最小 80um 防焊开窗；最小线宽/间距达 30/30um |
| 金属基板 |  | 公司是行业中唯一涵盖从散热方案设计、金属基材料生产、金属基板研发制造的一站式方案解决商，拥有 5 种等级 43 种结构的散热产品 |

*资料来源：景旺电子官网，景旺电子公告，平安证券研究所*

**多业务实现重大突破，紧抓汽车+AI 高端化趋势。**在当前新能源汽车渗透加速以及 AI 技术高速发展背景下，公司重点围绕汽车电子+AI 进行产品布局以及客户拓展，得益于公司技术创新持续突破以及持续捕捉下游高端产品需求，公司多项业务拓展成效明显，2024 年上半年公司经营业绩实现快速增长。分业务来看：

➢ **汽车电子业务：**公司作为全球前三汽车 PCB 供应商之一，在 2006 年便取得了 IATF 16949 证书，公司汽车电子产品矩阵丰富，覆盖包括厚铜、HDI、高频、高速等 PCB 产品，可应用于车联系统、自动驾驶以及电动化汽车等场景，同时满足汽车对于长寿命、高温载荷以及集成化的技术发展需求。凭借技术领先、稳定交付、快速响应和高服务质量的优势，当前公司已覆盖 90%以上的国际汽车头部企业和 Tier1 零部件供应商，在 2024 年上半年，公司汽车新定点项目导入放量明显，在自动驾驶相关的域控和传感器领域收获了许多新的定点项目，助力汽车电子业务成为公司所有业务中增速最高的细分板块。

➢ **通信以及 ICT 业务：**1）服务器：公司作为全球主要的服务器 PCB 供应商，已掌握高多层对位精度、Skip-Via、POFV、分级分段金手指等先进技术，2024 年上半年，公司在通用服务器领域已实现 EGS/Genoa 平台高速 PCB 稳定量产，同时在 Birth stream 平台高速 PCB 等产品技术上取得重大突破。另外，在 AI 服务器领域，公司成功开拓了软板和软硬结合板在数据中心的应用产品，同时在高阶 HDI、高多层 PTFE 板等产品上实现了重大突破。2）通信：公司是国内外主要通信巨头的 PCB 供应商，在多层板、高频天线、高速板、光模块等作方面积累了丰富经验，其中，在高速通信领域中，当前公司 800G 光模块、通信模组高阶 HDI 等产品实现批量出货，112G 交换路由 PCB 取得重大技术突破，另一方面，在卫星通信领域，公司多款相控阵雷达板等产品已在终端实现应用。

➢ **消费电子业务：**在消费电子领域，公司FPC技术能力处于国内领先位置，并熟练掌握HDI/Anylayer/mSAP等先进制造工艺，同时还可以提供高达16层的软硬结合板，相关产品最小板厚可达0.3mm，线路密度可实现30/30um，目前公司已在折叠屏穿轴软板、摄像头COB封装等领域积累多项国内领先技术，并持续调整订单结构布局于高端消费电子领域。

### 3.2 高端产能逐步释放，稼动率保持高水平

**先后发行两大募投项目，持续聚焦高端化建设。**2020年8月，公司发行了总额17.8亿元的“景20转债”，用于建设年产120万平方米多层印刷电路板项目，随后在2023年4月，公司顺利完成“景23转债”的发行上市，融资11.54亿元，主要用于建设年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目，两大重点募投项目致力于为公司打造建设高技术、高附加值产品的生产基地。其中，在高端制程能力方面，珠海HLC工厂量产产品最高层数已突破40层，而珠海HDI工厂具备Anylayer及mSAP生产能力，相关产品将广泛应用于服务器、高端消费电子、AR/VR、通信、汽车等领域。

**高端产能逐步释放，扩厂项目有序推进。**当前珠海HLC以及HDI工厂各项业务持续稳步推进，不仅成功导入下游行业头部客户，同时还在高端产品开发中取得突破性进展，产量和产值均实现同步提升，24H1珠海景旺与去年同期相比亏损明显收窄。除此之外，江西景旺三期已顺利投产，产能不断爬坡，为公司整体业绩贡献新增长点；信丰高多层电路板生产项目有序推进，着力于打造自动化智能化程度高、生产效率高、成本优势突出的高多层电路板研发生产基地；泰国生产基地建设项目已完成土地购买、子公司增资等工作。

**图表33 景旺电子主要扩产项目情况（截至2023年末）**

| 项目名称 | 预计总投资 | 已投资 | 设计年产能 | 开始投产时间 |
|---|---|---|---|---|
| 景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程-年产120万平方米多层印刷电路板项目 | 18.19亿元 | 17.65亿元 | 120万平米多层RPCB | 2021年3月 |
| 景旺电子科技（珠海）有限公司一期工程-年产60万平方米高密度互连印刷电路板项目 | 26.89亿元 | 19.19亿元 | 60万平方米HDI | 2021年6月 |
| 江西景旺三期厂房 | 2.57亿元 | 1.97亿元 | / | / |
| 赣州景旺厂房建设 | 4.73亿元 | 1.75亿元 | / | / |

*资料来源：景旺电子公告，平安证券研究所*

## 四、 投资建议

### 4.1 盈利预测

**盈利预测方面，核心假设如下：**一方面，公司作为全球重要的车用PCB供应商，技术优势明显且客户储备丰富，在新能源汽车渗透率持续提高以及ADAS技术快速发展背景下，公司将持续受益于汽车电子化带来的车用PCB需求增长。另一方面，当前通用服务器的平台升级叠加AI服务器对PCB规格的标准提升，驱动服务器单机PCB量价提升，当前公司已具备AI服务器高阶HDI、HLC、FPC及软硬结合板的制作能力，随着AI需求持续爆发，有望为公司业绩增长注入新动能。我们预计公司24-26年营收分别为126.23/149.75/168.04亿元，对应增速分别为17.34%/18.64%/12.21%，对应毛利率分别为24.43%/24.71%/25.05%。

图表34 公司盈利预测

| 业务 | 项目 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|---|
| 印制电路板 | 收入（亿元） | 102.41 | 121.07 | 144.59 | 162.87 |
| | 增速 | 1.48% | 18.22% | 19.43% | 12.64% |
| | 毛利率 | 19.63% | 21.33% | 22.13% | 22.77% |
| 其他业务 | 收入（亿元） | 5.16 | 5.16 | 5.16 | 5.16 |
| | 增速 | 22.34% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | 毛利率 | 93.35% | 97.00% | 97.00% | 97.00% |
| 合计 | 收入（亿元） | 107.57 | 126.23 | 149.75 | 168.04 |
| | 增速 | 2.31% | 17.34% | 18.64% | 12.21% |
| | 毛利率 | 23.17% | 24.43% | 24.71% | 25.05% |

*资料来源：Wind，平安证券研究所*

## 4.2 投资建议

投资建议方面，公司作为国内领先的PCB厂商，技术创新不断突破，产品类型覆盖全面，可为客户提供PCB、FPC、MPCB等全品类一站式解决方案。在汽车+AI产品高端化发展趋势下，公司积极布局技术附加值更高的HDI、软硬结合板、HLC等产品，叠加珠海景旺高端产能持续释放，公司高端产品占比不断提升，将持续夯实公司长期竞争壁垒，公司盈利能力有望实现不断加强，预计公司2024-2026年EPS分别为1.45元、1.8元和2.06元，对应2024年9月24日收盘价PE分别为17.1倍、13.8倍和12.1倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表35 可比公司盈利预测与估值

| 股票名称 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024/9/24 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 沪电股份 | 35.00 | 0.79 | 1.32 | 1.79 | 2.12 | 44.3 | 26.5 | 19.6 | 16.5 |
| 胜宏科技 | 29.62 | 0.78 | 1.32 | 2.26 | 2.54 | 38.0 | 22.4 | 13.1 | 11.7 |
| 深南电路 | 91.59 | 2.87 | 3.34 | 4.13 | 5.69 | 33.5 | 23.1 | 19.2 | 16.1 |
| 平均值 | | - | - | - | - | 38.6 | 24.0 | 17.3 | 14.8 |
| 景旺电子 | 24.78 | 1.00 | 1.45 | 1.80 | 2.06 | 24.7 | 17.1 | 13.8 | 12.1 |

*资料来源：Wind，平安证券研究所（注：未覆盖公司盈利预测为Wind一致预期）*

# 五、 风险提示

**（1）行业与市场竞争风险。**PCB行业供求变化受宏观经济形势的影响较大，同时PCB行业集中度较低、市场竞争较为激烈，如果公司不能有效应对日益激烈的市场竞争，将会对公司的业绩产生不利影响。

**（2）汇率风险。**公司主营业务收入对美元兑人民币汇率相对敏感，如果汇率发生重大变化，将会直接影响公司进口原材料成本和出口产品售价，产生汇兑损益，进而影响公司净利润。

**（3）原材料供应紧张及价格波动风险。**公司原材料成本占产品成本比重较高，若后续原材料价格出现大幅波动，且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导，将会对公司经营成果产生不利影响。

**（4）产品质量控制风险。**PCB如果发生质量问题，则包含所有接插在其上的元器件在内的整块集成电路板会全部报废，所以客户对PCB的产品质量要求较高，如果公司不能有效控制产品质量，相应的赔偿风险将会对公司净利润产生一定影响。

资产负债表 单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 8727 | 11542 | 13692 | 15923 |
| 现金 | 2288 | 3913 | 4696 | 5870 |
| 应收票据及应收账款 | 4736 | 5572 | 6610 | 7417 |
| 其他应收款 | 52 | 53 | 63 | 71 |
| 预付账款 | 9 | 12 | 14 | 16 |
| 存货 | 1364 | 1689 | 1997 | 2230 |
| 其他流动资产 | 278 | 302 | 312 | 320 |
| **非流动资产** | 8504 | 7288 | 6059 | 4870 |
| 长期投资 | 87 | 79 | 71 | 62 |
| 固定资产 | 7008 | 5978 | 4935 | 3880 |
| 无形资产 | 273 | 227 | 182 | 136 |
| 其他非流动资产 | 1136 | 1004 | 871 | 791 |
| **资产总计** | 17231 | 18830 | 19751 | 20793 |
| **流动负债** | 4832 | 6547 | 7316 | 7978 |
| 短期借款 | 3 | 618 | 310 | 151 |
| 应付票据及应付账款 | 3913 | 4873 | 5759 | 6433 |
| 其他流动负债 | 916 | 1056 | 1248 | 1395 |
| **非流动负债** | 3428 | 2474 | 1584 | 774 |
| 长期借款 | 3066 | 2111 | 1221 | 411 |
| 其他非流动负债 | 363 | 363 | 363 | 363 |
| **负债合计** | 8261 | 9021 | 8900 | 8752 |
| 少数股东权益 | 193 | 185 | 174 | 163 |
| 股本 | 842 | 933 | 933 | 933 |
| 资本公积 | 1770 | 1680 | 1680 | 1680 |
| 留存收益 | 6165 | 7012 | 8065 | 9267 |
| **归属母公司股东权益** | 8777 | 9624 | 10677 | 11879 |
| **负债和股东权益** | 17231 | 18830 | 19751 | 20793 |

现金流量表 单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 2096 | 2538 | 2652 | 2888 |
| 净利润 | 911 | 1342 | 1669 | 1905 |
| 折旧摊销 | 756 | 1208 | 1220 | 1181 |
| 财务费用 | 85 | 61 | 36 | 23 |
| 投资损失 | 5 | -1 | -1 | -1 |
| 营运资金变动 | 237 | -89 | -290 | -237 |
| 其他经营现金流 | 102 | 18 | 18 | 18 |
| **投资活动现金流** | -1874 | -8 | -8 | -8 |
| 资本支出 | 1410 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -143 | 0 | 0 | 0 |
| 其他投资现金流 | -3142 | -8 | -8 | -8 |
| **筹资活动现金流** | 436 | -905 | -1861 | -1706 |
| 短期借款 | -192 | 615 | -309 | -159 |
| 长期借款 | 878 | -955 | -890 | -810 |
| 其他筹资现金流 | -251 | -565 | -663 | -737 |
| **现金净增加额** | 673 | 1625 | 783 | 1174 |

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

利润表 单位：百万元

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 10757 | 12623 | 14975 | 16804 |
| 营业成本 | 8265 | 9540 | 11275 | 12594 |
| 税金及附加 | 72 | 85 | 100 | 113 |
| 营业费用 | 192 | 215 | 240 | 269 |
| 管理费用 | 489 | 543 | 644 | 731 |
| 研发费用 | 601 | 707 | 824 | 941 |
| 财务费用 | 85 | 61 | 36 | 23 |
| 资产减值损失 | -66 | -57 | -67 | -76 |
| 信用减值损失 | -7 | -8 | -10 | -11 |
| 其他收益 | 124 | 122 | 122 | 122 |
| 公允价值变动收益 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -5 | 1 | 1 | 1 |
| 资产处置收益 | -0 | -4 | -4 | -4 |
| **营业利润** | 1052 | 1527 | 1898 | 2166 |
| 营业外收入 | 5 | 3 | 3 | 3 |
| 营业外支出 | 10 | 7 | 7 | 7 |
| **利润总额** | 1048 | 1522 | 1894 | 2161 |
| 所得税 | 137 | 181 | 225 | 256 |
| **净利润** | 911 | 1342 | 1669 | 1905 |
| 少数股东损益 | -25 | -8 | -10 | -12 |
| **归属母公司净利润** | 936 | 1350 | 1679 | 1917 |
| EBITDA | 1889 | 2791 | 3151 | 3365 |
| EPS（元） | 1.00 | 1.45 | 1.80 | 2.06 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入(%) | 2.3 | 17.3 | 18.6 | 12.2 |
| 营业利润(%) | -14.6 | 45.1 | 24.3 | 14.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | -12.2 | 44.2 | 24.4 | 14.1 |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率(%) | 23.2 | 24.4 | 24.7 | 25.1 |
| 净利率(%) | 8.7 | 10.7 | 11.2 | 11.4 |
| ROE(%) | 10.7 | 14.0 | 15.7 | 16.1 |
| ROIC(%) | 9.7 | 11.9 | 13.9 | 16.0 |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率(%) | 47.9 | 47.9 | 45.1 | 42.1 |
| 净负债比率(%) | 8.7 | -12.1 | -29.2 | -44.1 |
| 流动比率 | 1.8 | 1.8 | 1.9 | 2.0 |
| 速动比率 | 1.5 | 1.5 | 1.6 | 1.7 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.7 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 2.4 | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 应付账款周转率 | 3.02 | 2.86 | 2.86 | 2.86 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.00 | 1.45 | 1.80 | 2.06 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.25 | 2.72 | 2.84 | 3.10 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 8.89 | 9.80 | 10.93 | 12.21 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 24.7 | 17.1 | 13.8 | 12.1 |
| P/B | 2.8 | 2.5 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 12 | 9 | 8 | 7 |

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

# 平安证券研究所投资评级：

## 股票投资评级:

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回　　避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

## 行业投资评级:

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所　　电话：4008866338

| 深圳 | 上海 | 北京 |
| --- | --- | --- |
| 深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层 | 上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼 | 北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层 |