

景旺电子（603228.SH）

新增产能投产影响短期盈利，汽车与数通双轮驱动长期成长

优于大市

核心观点

2024 年归母净利润同比增长 25%，新增产能爬坡影响短期毛利率。2024 年，公司实现营收 126.59 亿元 (YoY +17.68%)，归母净利润 11.69 亿元 (YoY +24.86%)，其中股权支付费用影响利润 0.87 亿元，毛利率 22.73% (YoY -0.44pct)，净利率 9.16% (YoY +0.69pct)。1Q25 公司营收 33.43 亿元 (YoY +21.90%，QoQ -6.65%)，归母净利润 3.25 亿元 (YoY +2.18%，QoQ +22.76%)，毛利率 20.78% (YoY -3.83pct，QoQ +0.67pct)，净利率 9.87% (YoY -1.7pct，QoQ +2.5pct)。2024 年下半年，受原材料价格上涨、研发成本、新厂产能爬坡等因素影响，公司毛利率短期承压。1Q25 新增产能爬坡顺利和高端产品占比提升都对公司毛利率产生了积极贡献，未来毛利率有望持续提升。

数通领域多项产品技术突破，产品升级打开成长空间。通讯领域，公司可应用于 AIDC 及 EGS/Genoa 服务器平台的 I/O 接口卡、CPU 主板、交换机主板、800G 光模块等高速 PCB 产品已实现量产，在高阶 HDI、高速软硬结合板、高速 FPC 及超高层 PTFE 板、Birch stream 平台高速 PCB、1.6T 光模块 PCB 等产品取得重大技术突破，同时开展了 224G 交换机、服务器 OKS 平台技术预研。2024 年，公司顺利通过多个头部服务器客户的审核。

产能有序扩张，高端产品良率提升推动公司盈利能力。目前，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。珠海景旺是 HLC、HDI（含 SLP）两个项目的实施主体，是公司高技术、高附加值产品的灯塔工厂，定位 AI 服务器、光模块汽车智驾、高端消费等领域的高阶产品，目前 AI 服务器和高端光模块领域订单已批量出货，3Q24 以来大幅扭亏，盈利能力改善迅速；泰国生产基地建设项目进入主体厂房框架阶段，即将封顶，主要面向海外汽车电子、算力客户，目前订单储备丰富，未来将根据订单指引分期建设。

投资建议：微调盈利预测，维持“优于大市”评级。

由于年报更新，我们微调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 14.9/18.3/22.1 亿元（25-26 年前值为 15.1/17.7 亿元），同比增速 27.4%/22.6%/21.0%，当前股价对应 PE 18/15/12x。我们看好公司汽车领域的卡位优势和数通高端产品放量潜力，维持“优于大市”评级。

风险提示：产能扩张不及预期；下游需求不及预期；新品拓展不及预期。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	10,757	12,659	14,913	17,661	20,482
(+/-%)	2.3%	17.7%	17.8%	18.4%	16.0%
净利润(百万元)	936	1169	1489	1825	2209
(+/-%)	-12.2%	24.9%	27.4%	22.6%	21.0%
每股收益(元)	1.11	1.25	1.60	1.96	2.37
EBIT Margin	10.6%	9.8%	10.6%	11.2%	11.7%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	10.3%	12.2%	13.7%	15.0%
市盈率 (PE)	25.1	22.2	17.5	14.2	11.8
EV/EBITDA	17.0	16.9	14.2	11.9	10.3
市净率 (PB)	2.67	2.30	2.13	1.95	1.77

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

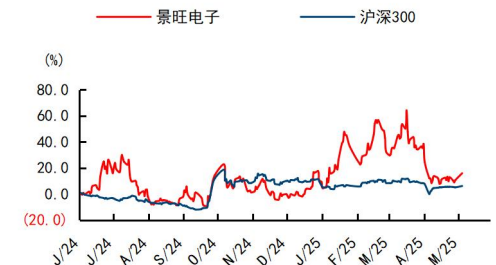
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	29.20 元
总市值/流通市值	27238/26893 百万元
52 周最高价/最低价	41.60/22.45 元
近 3 个月日均成交额	881.77 百万元

市场走势

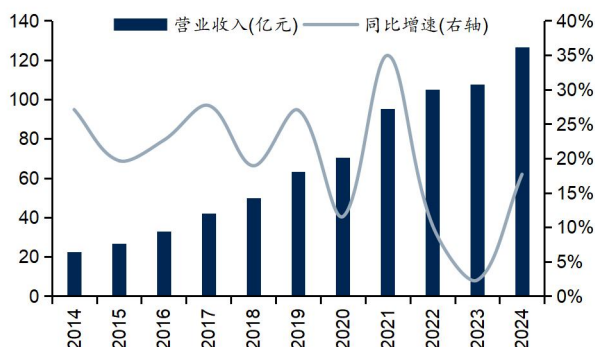


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

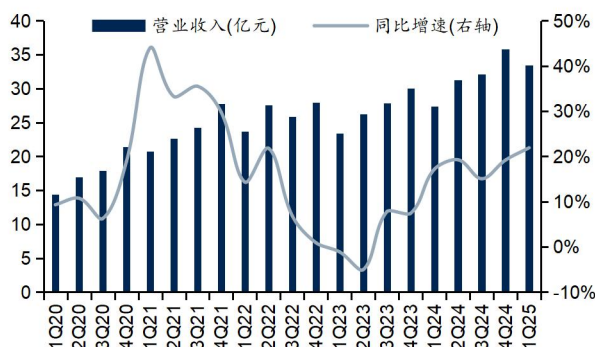
《景旺电子（603228.SH）-汽车产品需求维持高景气，高端数通产品取得突破性进展》——2024-09-18
《景旺电子（603228.SH）-多品类协同发展，车用、数通等高端产品占比提升》——2023-06-30

图1: 营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



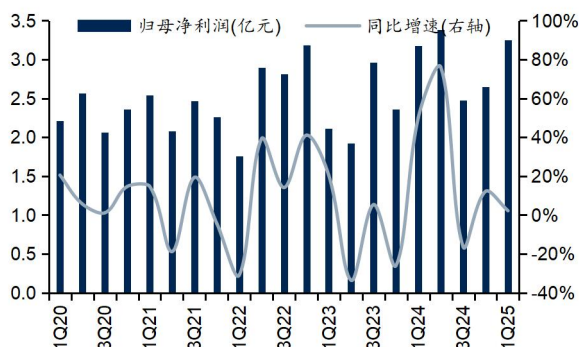
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



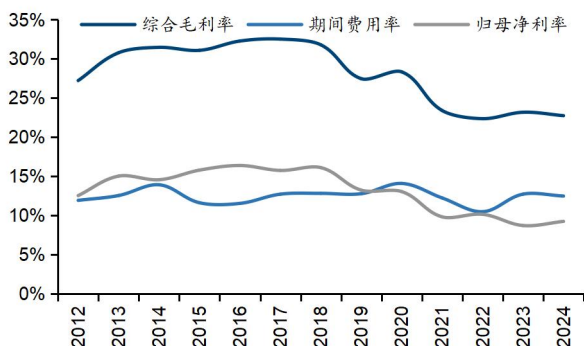
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



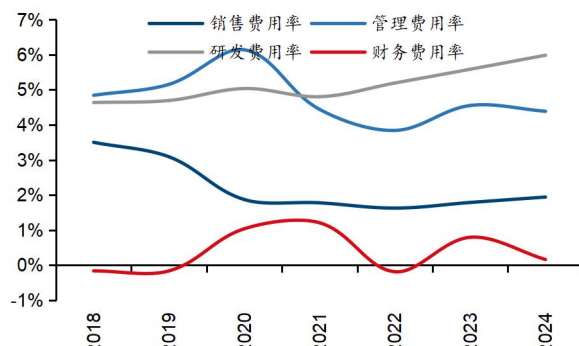
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	2288	2184	1986	2212	2755	营业收入	10757	12659	14913	17661	20482
应收款项	3951	4402	5185	6141	7122	营业成本	8265	9782	11447	13479	15549
存货净额	1364	1742	2042	2397	2765	营业税金及附加	72	75	94	112	127
其他流动资产	1124	1125	1257	1414	1584	销售费用	192	246	276	318	365
流动资产合计	8727	9452	10469	12164	14226	管理费用	489	555	653	763	874
固定资产	7466	8245	9118	9751	10298	研发费用	601	758	866	1015	1166
无形资产及其他	273	302	290	278	266	财务费用	85	20	14	13	3
其他长期资产	678	1143	1143	1143	1143	投资收益	(5)	(12)	(6)	(7)	(8)
长期股权投资	87	100	100	100	100	资产减值及公允价值变动	(113)	(64)	(83)	(102)	(105)
资产总计	17231	19244	21121	23436	26034	其他	117	175	213	213	213
短期借款及交易性金融负债	338	384	342	344	347	营业利润	1052	1323	1686	2065	2498
应付款项	3913	4853	5686	6677	7701	营业外净收支	(5)	(3)	(4)	(4)	(4)
其他流动负债	581	727	852	1000	1153	利润总额	1048	1320	1682	2061	2495
流动负债合计	4832	5964	6880	8021	9200	所得税费用	137	160	204	250	303
长期借款及应付债券	3057	1312	1312	1312	1312	少数股东损益	(25)	(9)	(11)	(14)	(17)
其他长期负债	371	470	522	582	653	归属于母公司净利润	936	1169	1489	1825	2209
长期负债合计	3428	1782	1834	1894	1965	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	8261	7746	8714	9915	11165	净利润	911	1160	1478	1811	2192
少数股东权益	193	184	173	159	142	资产减值准备	66	64	71	82	94
股东权益	8777	11314	12234	13362	14727	折旧摊销	723	754	868	1054	1215
负债和股东权益总计	17231	19244	21121	23436	26034	公允价值变动损失	47	0	12	20	11
						财务费用	136	75	14	13	3
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(346)	(41)	(217)	(288)	(283)
每股收益	1.11	1.25	1.60	1.96	2.37	其它	578	277	(85)	(95)	(97)
每股红利	0.56	0.48	0.61	0.75	0.90	经营活动现金流	2115	2290	2141	2596	3135
每股净资产	10.43	12.13	13.12	14.32	15.79	资本开支	(1451)	(1847)	(1728)	(1675)	(1750)
ROIC	9%	9%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(423)	(157)	0	0	0
ROE	11%	10%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(1874)	(2003)	(1728)	(1675)	(1750)
毛利率	23%	23%	23%	24%	24%	权益性融资	0	113	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	11%	11%	12%	负债净变化	(158)	(133)	0	0	0
EBITDA Margin	17%	16%	16%	17%	18%	支付股利、利息	(471)	(447)	(569)	(697)	(844)
收入增长	2%	18%	18%	18%	16%	其它融资现金流	1066	2	(42)	2	2
净利润增长率	-12%	25%	27%	23%	21%	融资活动现金流	436	(465)	(610)	(695)	(842)
资产负债率	49%	41%	42%	43%	43%	现金净变动	693	(130)	(198)	226	543
息率	1.8%	1.7%	2.2%	2.7%	3.2%	货币资金的期初余额	1276	1968	1838	1640	1867
P/E	25.1	22.2	17.5	14.2	11.8	货币资金的期末余额	1968	1838	1640	1867	2410
P/B	2.7	2.3	2.1	1.9	1.8	企业自由现金流	(83)	(40)	307	825	1292
EV/EBITDA	17.0	16.9	14.2	11.9	10.3	权益自由现金流	824	(171)	253	816	1291

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032