

看好 PCB 全平台工艺能力下客户突破机会

投资要点

- 业绩总结:** 2025年第一季度, 公司实现营业收入 33.4 亿元, 同比增长 21.9%; 实现归母净利润 3.3 亿元, 同比增长 2.2%; 实现扣除非经常性损益后的归母净利润 2.3 亿元, 同比下降 17.6%。
- 营收延续增长势头, 利润端短期承压。** 2025 年一季度: 1) 营收端, 公司实现营业收入 33.4 亿元, 同比增长 21.9%, 主要受益于汽车电子、数据中心等领域需求回暖及公司市场份额的提升。2) 利润端, 公司本季度实现归母净利润 3.3 亿元, 同比微增 2.2%; 扣非归母净利润为 2.3 亿元, 同比下降 17.6%。3) 盈利能力方面, 公司 Q1 毛利率约为 20.8%, 同比下降 3.9PP, 原材料波动、新产能爬坡为主要因素有关。4) 费用端, 公司销售费用率为 1.9%, 同比略有上升; 管理费用率为 4.41%, 同比下降。公司持续加大研发投入, 研发费用率为 6.0%, 同比提升 0.6PP, 主要投向 AI 服务器、高速通信、汽车电子等高端产品领域。
- 汽车业务基本盘稳固, 海外份额稳步提升。** 公司作为全球领先的 PCB 制造商, 产品矩阵丰富, 覆盖刚性板、柔性板、金属基板、HDI、HLC 等全品类。公司汽车电子作为公司第一大业务板块(营收占比约 40%-50%), 受益于全球汽车电动化、智能化趋势, 需求保持稳健增长, 公司凭借在汽车 PCB 领域全球前三的地位, 持续深化与海拉、博世、法雷奥、德赛西威等国内外 Tier1 客户的合作, 在 BMS 系统 FPC、ADAS 相关汽车 PCB 方面具备领先优势。
- 数据通信与 AI 服务器将成为公司未来第二增长曲线。** 随着 AI 算力需求爆发及服务器平台升级, 对高层数、高密度、低损耗的高端 PCB 需求显著提升。AI 服务器领域, 公司开拓了软硬结合板在数据中心的应用, 高阶 HDI、高多层、PTFE 材料等关键产品上实现技术储备, 与海外主要算力巨头在多个领域展开深度合作。公司持续推进产品结构向高附加值方向升级, 珠海金湾工厂聚焦 HLC、HDI、SLP 等高端产品, 全品类覆盖能力满足客户一站式采购需求。
- 盈利预测与投资建议:** 预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.56 元、2.18 元、2.67 元, 对应动态 PE 分别为 18 倍、13 倍、10 倍。我们看好公司 PCB 全品类工艺能力, 未来有望凭借数通放量推动利润释放, 我们给予公司 2025 年 22 倍 PE 估值, 对应目标价 34.32 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济复苏不及预期、汽车产品价格下滑幅度超预期、终端客户导入不及预期、行业竞争加剧等风险。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	12659.37	14661.60	17044.22	19519.61
增长率	17.68%	15.82%	16.25%	14.52%
归属母公司净利润(百万元)	1169.03	1456.14	2034.81	2497.21
增长率	24.86%	24.56%	39.74%	22.72%
每股收益 EPS(元)	1.25	1.56	2.18	2.67
净资产收益率 ROE	10.09%	11.59%	14.34%	15.48%
PE	21.90	17.63	12.61	10.28
PB	2.27	2.09	1.84	1.62

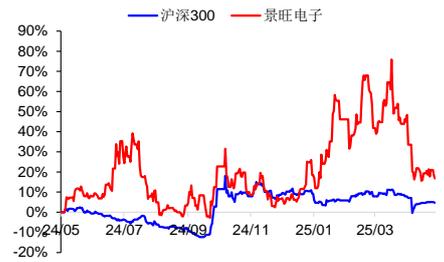
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

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

分析师: 白加一
执业证号: S1250524070004
电话: 0755-23617478
邮箱: bji@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	9.33
流通 A 股(亿股)	9.21
52 周内股价区间(元)	22.62-41.33
总市值(亿元)	256.06
总资产(亿元)	203.41
每股净资产(元)	12.34

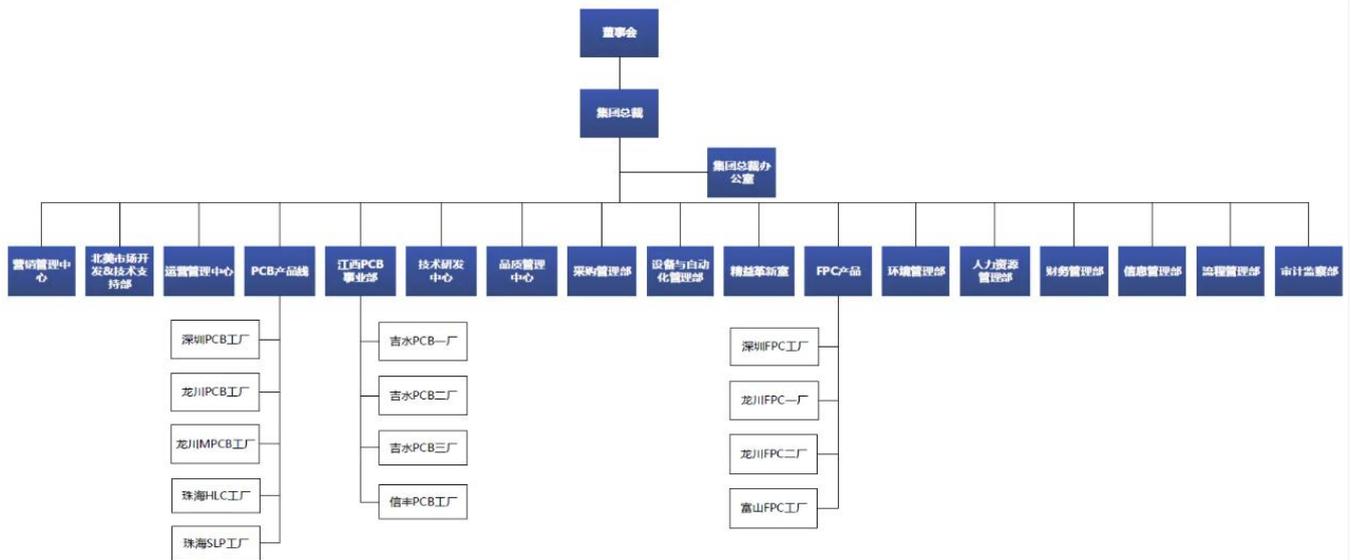
相关研究

1 公司概况：国内 PCB 核心玩家，工艺实现一体化布局

景旺电子成立于 1993 年，是国内少数实现刚性、柔性及金属基电路板全品类覆盖的 PCB 龙头企业。公司以“技术引领创新”为核心战略，持续迭代产品矩阵，覆盖多层板、HDI 板、高频高速板、软硬结合板等高端领域，并深度布局汽车电子与 AI 服务器等高增长赛道。在汽车领域，公司车载 HDI、毫米波雷达板等产品已批量供货博世、大陆等国际 Tier1 厂商，汽车业务收入占比超 40%，ADAS 及智能座舱相关产品增速显著。

产能充沛，业务互补具备全平台工艺能力。景旺电子构建了覆盖深圳、龙川、珠海等 6 大生产基地的产能网络，拥有 13 个专业化工厂及 11 个全球办事处，形成“本地化服务+多语种支持”的客户生态。公司积极拓展泰国生产基地，一期工程预计 2026 年投产，响应海外客户汽车电子与数据中心需求，强化全球化供应能力。未来随着珠海金湾基地产能爬坡、泰国工厂投产，以及汽车智能化与 AI 算力需求爆发，公司有望依托“高端产能+全品类解决方案”优势，进一步打开成长空间。

图 1：景旺电子组织架构与主要工厂布局

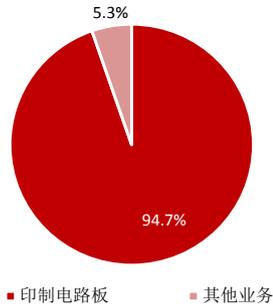


数据来源：公司公告，西南证券整理

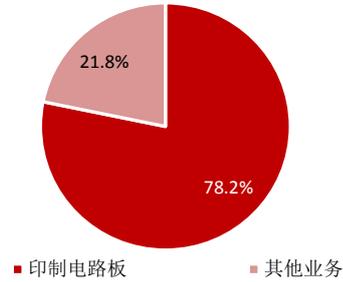
公司业务包括：公司主营业务包括：印制电路板、其他业务等。

从营收结构来看，2024 年公司营业总收入为 126.6 亿元，同比增长 17.7%；具体来看，印制电路板达 119.9 亿元，同比增长 17.0%，占公司营业收入比重为 94.7%，贡献公司主要营收；其他业务达 6.8 亿元，同比增长 30.7%，占公司营业收入比重为 5.3%。

从毛利结构来看，2024 年公司整体毛利率为 22.7% (同比-0.4PP)，毛利总额 28.8 亿元，同比增长 15.5%。分业务来看，印制电路板毛利率达 18.8% (同比-0.9PP)，贡献毛利 22.5 亿元 (同比增长 12.0%)，占比 78.2%；其他业务毛利率达 93.0% (同比-0.4PP)，贡献毛利 6.3 亿元 (同比增长 30.1%)，占比 21.8%。

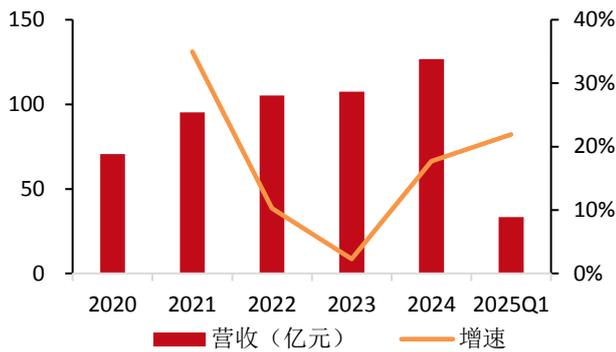
图 2：公司 2024 年营业收入结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

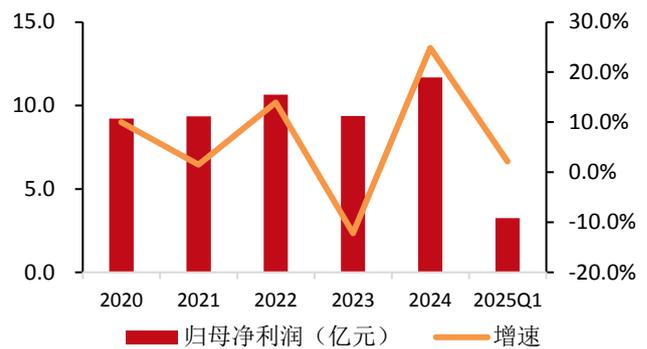
图 3：公司 2024 年业务毛利占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

营收保持稳步增长，利润小幅承压。2020-2024 年，公司营业收入由 70.6 亿元增至 126.6 亿元，期间四年复合增速达 15.7%。其中 2024 年公司营业收入达 126.6 亿元，同比增长 17.7%。从利润端来看，2024 年公司归母净利润为 11.7 亿元，同比增长 24.9%。2025 年一季度，公司营收达 33.4 亿元，同比增长 21.9%，归母净利润为 3.2 亿元，同比增长 2.2%。

图 4：公司 2020-2025Q1 年营业收入


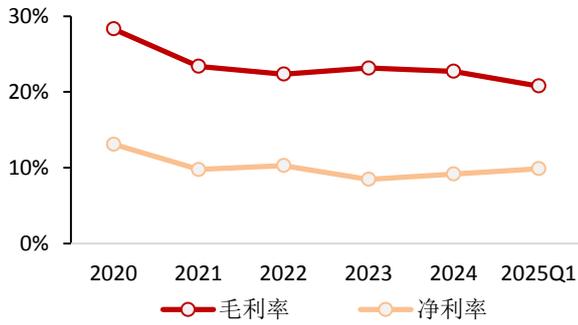
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司 2020-2025Q1 年归母净利润


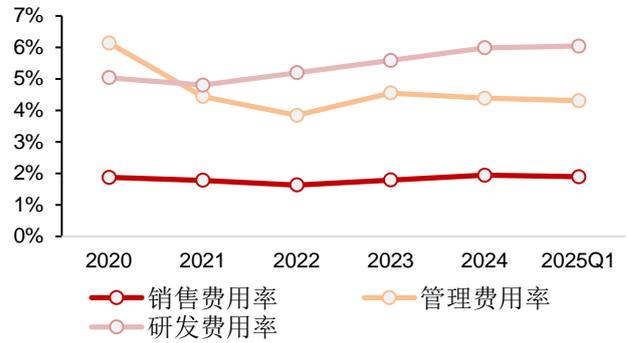
数据来源：公司公告，西南证券整理

费用端保持平稳，25Q1 利润率承压。1) 利润率方面：2020-2024 年公司毛利率在 22.3% 至 28.3% 间波动，2024 年公司毛利率为 22.7%，较去年同期下降 0.4pp；同期间，公司 2024 年净利率为 9.2%，同比提升 0.7pp。2025 年一季度，公司毛利率为 20.8%，较去年同期下降 3.8pp；净利率为 9.9%，较去年同期下降 1.7pp。

2) 费用率方面：2024 年公司销售费用率为 1.9%，较上年上升 0.2PP；同期间，公司管理费用率为 4.4%，同比下降 0.2PP；研发费用率为 6.0%，较去年同期上升 0.4PP。2025 年一季度，公司销售费用率为 1.9%，较上年同期上升 0.2PP；管理费用率为 4.4%，同比下降 0.3PP；研发费用率为 6.0%，同比上升 0.6PP。

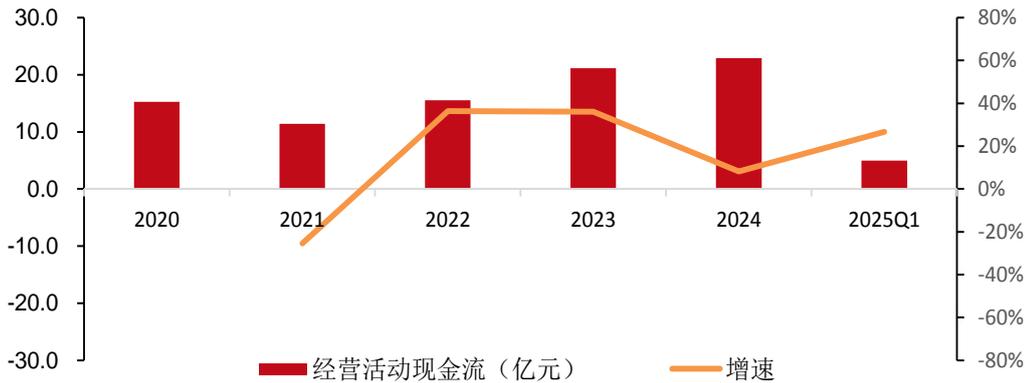
图 6：公司 2020-2025Q1 年毛利率和净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2020-2025Q1 年费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

现金流管理加强，经营活动现金流重回上行趋势。2020-2024 年，公司经营活动现金流净额在 5 亿元至 22.9 亿元之间波动，2024 年公司经营活动现金流净额为 22.9 亿元，同比下降 8.2%，2025 年一季度公司经营活动现金流为 5.0 亿元，同比增长 26.6%，下游景气度提升是主要驱动因素。

图 8：公司 2020-2025Q1 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：公司 PCB 业务受益于汽车电子渗透率提升，单车 PCB 用量增长，叠加智能驾驶下沉，我们认为汽车 PCB 将迎来持续稳定增长。此外，公司 AI 服务器产品积极推动客户合作认证，未来有望通过多层、HDI 工艺切入海外大客户产品，产品结构持续优化。我们假设公司 PCB 业务 2025-2027 年出货量分别增长 14.0%、10.0%、8.0%，价格分别上升 1.1%、5.4%、5.8%。

假设 2：我们假设公司其他业务保持稳定，未来毛利率维持 90%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2024A	2025E	2026E	2027E
测试系统	收入	11984.8	13818.5	16015.6	18305.8
	增速	17.0%	15.3%	15.9%	14.3%
	毛利率	18.8%	17.2%	18.9%	19.5%
配件	收入	674.5	843.1	1028.6	1213.8
	增速	30.6%	25.0%	22.0%	18.0%
	毛利率	93.0%	90.0%	90.0%	90.0%
合计	收入	12659.3	14661.6	17044.2	19519.6
	增速	17.7%	15.8%	16.3%	14.5%
	毛利率	22.7%	21.4%	23.2%	23.9%

数据来源：Wind, 西南证券

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 146.6 亿元（增长 15.8%）、170.4 亿元（增长 16.3%）和 195.2 亿元（增长 14.5%），归母净利润分别为 14.6 亿元（增长 24.6%）、20.3 亿元（增长 39.7%）和 25 亿元（增长 22.7%），EPS 分别为 1.56 元、2.18 元、2.67 元，对应动态 PE 分别为 17 倍、13 倍、10 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了 PCB 领域业务相近的深南电路、沪电股份、生益电子作为估值参考。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
002916.SZ	深南电路	108.06	3.66	4.96	6.00	7.14	34.15	21.81	18.02	15.13
002463.SZ	沪电股份	27.64	1.35	1.84	2.31	2.74	29.40	15.00	11.97	10.11
688183.SH	生益电子	25.43	0.40	1.05	1.49	2.11	98.37	24.20	17.08	12.06
平均值							53.97	20.34	15.69	12.44

数据来源：Wind, 西南证券整理, 截至 2025/04/29

从 PE 角度看，2025 年可比公司估值为 20 倍 PE。我们给予公司 2025 年 22 倍 PE 估值，对应目标价 34.32 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)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	12659.37	14661.60	17044.22	19519.61	净利润	1160.21	1445.15	2019.46	2478.37
营业成本	9781.69	11526.01	13091.52	14857.58	折旧与摊销	795.33	589.30	626.14	666.75
营业税金及附加	75.12	87.00	101.13	115.82	财务费用	20.14	63.37	66.21	82.19
销售费用	245.64	195.94	189.64	161.08	资产减值损失	-63.97	-67.55	-65.87	-65.80
管理费用	1312.83	1329.62	1479.48	1677.01	经营营运资本变动	253.74	547.97	-283.50	-269.22
财务费用	20.14	63.37	66.21	82.19	其他	124.18	108.83	122.84	123.19
资产减值损失	-63.97	-67.55	-65.87	-65.80	经营活动现金流净额	2289.63	2687.06	2485.28	3015.48
投资收益	-11.82	0.00	0.00	0.00	资本支出	-803.63	-847.76	-915.58	-988.83
公允价值变动损益	0.00	-11.98	-13.15	-13.52	其他	-1199.75	-11.98	-13.15	-13.52
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2003.38	-859.74	-928.73	-1002.35
营业利润	1322.96	1515.24	2168.96	2678.20	短期借款	121.97	5.64	5.89	6.16
其他非经营损益	-2.53	132.97	138.87	148.30	长期借款	-132.85	0.00	0.00	0.00
利润总额	1320.44	1648.21	2307.82	2826.51	股权融资	2208.71	31.91	0.00	0.00
所得税	160.23	203.06	288.37	348.13	支付股利	-182.45	-326.54	-403.16	-556.04
净利润	1160.21	1445.15	2019.46	2478.37	其他	-2480.03	-434.78	7.56	3.34
少数股东损益	-8.82	-10.98	-15.35	-18.84	筹资活动现金流净额	-464.65	-723.76	-389.70	-546.54
归属母公司股东净利润	1169.03	1456.14	2034.81	2497.21	现金流量净额	-129.97	1103.56	1166.84	1466.60
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2183.67	3287.23	4454.07	5920.67	成长能力				
应收和预付款项	4416.62	5185.02	6020.81	6883.30	销售收入增长率	17.68%	15.82%	16.25%	14.52%
存货	1742.45	1998.58	2287.13	2611.39	营业利润增长率	25.75%	14.53%	43.14%	23.48%
其他流动资产	1109.73	402.71	424.87	447.03	净利润增长率	27.35%	24.56%	39.74%	22.72%
长期股权投资	100.42	100.42	100.42	100.42	EBITDA 增长率	12.94%	1.38%	31.98%	19.78%
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	8244.64	8557.76	8901.87	9278.61	毛利率	22.73%	21.39%	23.19%	23.88%
无形资产和开发支出	302.41	260.74	219.07	177.40	三费率	12.47%	10.84%	10.18%	9.84%
其他非流动资产	1143.84	1130.85	1117.85	1104.86	净利率	9.16%	9.86%	11.85%	12.70%
资产总计	19243.78	20923.31	23526.10	26523.68	ROE	10.09%	11.59%	14.34%	15.48%
短期借款	125.33	130.97	136.86	143.02	ROA	6.03%	6.91%	8.58%	9.34%
应付和预收款项	5239.35	6137.68	6998.73	7918.30	ROIC	10.95%	12.54%	17.24%	19.99%
长期借款	284.06	284.06	284.06	284.06	EBITDA/销售收入	16.89%	14.79%	16.79%	17.56%
其他负债	2097.33	1901.94	2021.48	2171.00	营运能力				
负债合计	7746.07	8454.65	9441.13	10516.38	总资产周转率	0.69	0.73	0.77	0.78
股本	932.53	934.95	934.95	934.95	固定资产周转率	1.75	1.94	2.19	2.43
资本公积	3888.33	3917.82	3917.82	3917.82	应收账款周转率	3.09	3.10	3.11	3.09
留存收益	6425.28	7554.88	9186.53	11127.70	存货周转率	6.09	5.98	5.96	5.94
归属母公司股东权益	11313.67	12295.62	13927.26	15868.44	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.68%	—	—	—
少数股东权益	184.03	173.05	157.70	138.86	资本结构				
股东权益合计	11497.71	12468.67	14084.96	16007.30	资产负债率	40.25%	40.41%	40.13%	39.65%
负债和股东权益合计	19243.78	20923.31	23526.10	26523.68	带息债务/总负债	18.55%	17.07%	15.35%	13.84%
					流动比率	1.58	1.65	1.75	1.86
					速动比率	1.29	1.34	1.45	1.56
					股利支付率	15.61%	22.42%	19.81%	22.27%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	2138.43	2167.91	2861.31	3427.14	每股收益	1.25	1.56	2.18	2.67
PE	21.90	17.63	12.61	10.28	每股净资产	12.10	13.15	14.90	16.97
PB	2.27	2.09	1.84	1.62	每股经营现金	2.45	2.87	2.66	3.23
PS	2.03	1.75	1.51	1.31	每股股利	0.20	0.35	0.43	0.59
EV/EBITDA	11.12	10.38	7.46	5.80					
股息率	0.71%	1.27%	1.57%	2.17%					

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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“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

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
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
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lzh@swsc.com.cn