

景旺电子 (603228.SH)

强烈推荐 (维持)

金湾基地 50 亿扩产投资, 进一步强化公司 AI PCB 产能供应能力

事件: 公司公告珠海金湾基地 50 亿元扩产投资计划: 主要包括在高层工厂针对性的技术改造补齐瓶颈工序产能、在 HDI 工厂新增 AI 服务器高阶 HDI 产线、投资新建高阶 HDI 工厂、利用储备用地增加投资强化关键工序产能。扩产项目定位于 AI 算力、高速网络通讯、汽车智驾、AI 端侧应用等领域的高阶 HDI、HLC、SLP 产品。通过此次扩产投资, 整合珠海金湾基地资源, 增强公司高端产品制造能力, 强化高端产品供应交付能力。加速其在 AI 算力、高速网络通讯、汽车智驾、AI 端侧应用等领域的高端产品布局, 提升高阶 HDI、HLC、SLP 的产能和技术能力, 满足 AI 算力、高速网络通讯、汽车智驾、AI 端侧应用等领域客户的需求。建设周期: 2025 年至 2027 年。结合公司近况, 我们点评如下:

- 50 亿投资扩充金湾基地 AI 算力等领域产能, 有望助力公司 25-26 年在 N 客户及 CSP 客户收获弹性算力 PCB 订单。近期根据我们对产业的跟踪, 未来 AI 服务器中高多层板以及高阶 HDI 厚板的用量需求将保持快速增长, 而产业链中高端产能目前处于相对紧缺的状态。在这一趋势下, 公司有望在海外及国内核心算力客户未来产品中的高阶 HDI、HLC (含正交背板)、SLP (含 CoWoP) 等产品技术取得积极进展, 而公司珠海金湾工厂作为公司高技术、高附加值 HLC、HDI (含 SLP) 产品的灯塔工厂, 现有高层年产能 120 万平米 (具备最高层数≥64L 的量产能力) 和 HDI/SLP 年产能 30 万平米 (具备 16 层任意阶 HDI 量产能力)。此次 50 亿扩产投资将进一步提升公司高阶 HDI、HLC、SLP 的产能和技术能力, 为公司在 NV 及 ASIC 领域取得弹性算力 PCB 订单奠定坚实的产能基础。
- 维持“强烈推荐”评级。我们维持此前预测 25-27 年营收为 149.4/179.3/211.5 亿, 归母净利润 14.8/18.3/22.3 亿, 对应 EPS 为 1.57/1.94/2.36 元, 对应 PE 为 34.5/28.0/22.9 倍。考虑到公司此次加速 AI PCB 产能扩产投资, 在算力高端产能紧缺的背景下, 公司在北美 N 客户有望取得高端料号新的进展。中长期来看, 公司下游应用领域广泛, 技术及客户卡位较佳, 数通及汽车领域产品持续导入放量, 高端产能不断释放, 业务结构有望得到优化。我们看好公司优秀管理能力, 算力高端产能升级打开中长线业绩和估值的向上空间, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 行业需求低于预期、同行竞争加剧、新品导入及产能释放进度低于预期、原材料上涨风险、汇率波动带来汇兑损失的风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	10757	12659	14938	17926	21152
同比增长	2%	18%	18%	20%	18%
营业利润(百万元)	1052	1323	1672	2064	2519
同比增长	-15%	26%	26%	23%	22%
归母净利润(百万元)	936	1169	1479	1826	2230
同比增长	-12%	25%	26%	24%	22%
每股收益(元)	0.99	1.24	1.57	1.94	2.36
PE	54.6	43.7	34.5	28.0	22.9
PB	5.8	4.5	4.2	3.8	3.4

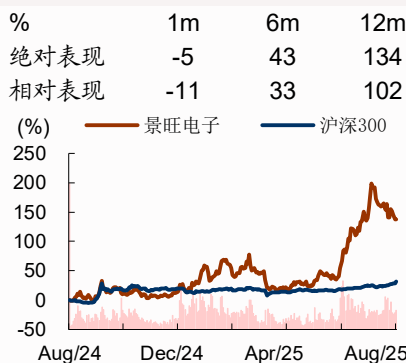
资料来源: 公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 54.18 元

基础数据

总股本 (百万股)	943
已上市流通股 (百万股)	933
总市值 (十亿元)	51.1
流通市值 (十亿元)	50.6
每股净资产 (MRQ)	12.4
ROE (TTM)	10.1
资产负债率	41.6%
主要股东	深圳市景鸿永泰投资控股有
主要股东持股比例	31.48%

股价表现



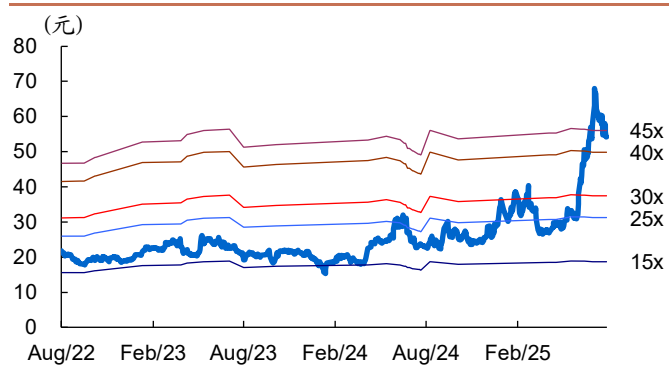
资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《景旺电子 (603228) — 业绩稳步增长符合市场预期, 智驾及 AI 算力有望打开新的增长点》2025-05-05
- 《景旺电子 (603228) — 汽车智能化驱动基本盘稳健向上, 算力领域望厚积薄发打开新空间》2025-01-20
- 《景旺电子 (603228) — Q3 受多重因素拖累, 关注算力、汽车高端产品带来的中长线业绩弹性》2024-10-27

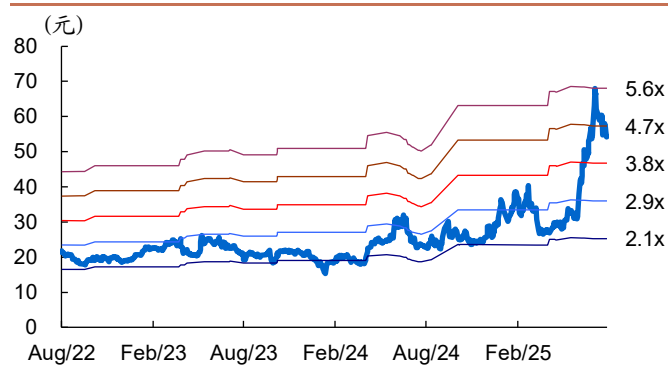
鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

图 1: 景旺电子历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 景旺电子历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8727	9452	10262	12409	14962
现金	2288	2184	1762	2287	3093
交易性投资	250	312	312	312	312
应收票据	286	194	229	275	324
应收款项	3613	4158	4906	5888	6947
其它应收款	51	50	59	70	83
存货	1364	1742	2036	2427	2845
其他	874	813	959	1150	1357
非流动资产	8504	9791	10163	10497	10798
长期股权投资	87	100	100	100	100
固定资产	6982	7461	7888	8271	8613
无形资产商誉	273	302	272	245	220
其他	1162	1928	1902	1881	1865
资产总计	17231	19244	20425	22907	25760
流动负债	4832	5964	6414	7526	8715
短期借款	3	125	0	0	0
应付账款	3913	4853	5669	6759	7923
预收账款	8	6	7	8	9
其他	908	980	738	759	783
长期负债	3428	1782	1782	1782	1782
长期借款	417	284	284	284	284
其他	3012	1498	1498	1498	1498
负债合计	8261	7746	8196	9308	10497
股本	842	933	943	943	943
资本公积金	2258	3954	3954	3954	3954
留存收益	5677	6427	7160	8543	10224
少数股东权益	193	184	173	159	142
归属于母公司所有者权益	8777	11314	12056	13439	15121
负债及权益合计	17231	19244	20425	22907	25760

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2115	2290	1705	1985	2375
净利润	911	1160	1467	1813	2213
折旧摊销	756	795	843	880	913
财务费用	136	75	30	40	45
投资收益	5	12	(238)	(238)	(238)
营运资金变动	391	300	(398)	(509)	(558)
其它	(83)	(53)	0	0	0
投资活动现金流	(1874)	(2003)	(976)	(976)	(976)
资本支出	(1451)	(1847)	(1214)	(1214)	(1214)
其他投资	(423)	(157)	238	238	238
筹资活动现金流	436	(465)	(1150)	(484)	(593)
借款变动	(342)	(290)	(384)	0	0
普通股增加	(5)	91	10	0	0
资本公积增加	198	1696	0	0	0
股利分配	(424)	(421)	(746)	(444)	(548)
其他	1010	(1540)	(30)	(40)	(45)
现金净增加额	678	(178)	(422)	525	806

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10757	12659	14938	17926	21152
营业成本	8265	9782	11428	13624	15970
营业税金及附加	72	75	89	106	126
营业费用	192	246	290	348	410
管理费用	489	555	672	807	952
研发费用	601	758	896	1076	1269
财务费用	85	20	30	40	45
资产减值损失	(74)	(102)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	(47)	0	0	0	0
其他收益	124	213	250	250	250
投资收益	(5)	(12)	(12)	(12)	(12)
营业利润	1052	1323	1672	2064	2519
营业外收入	5	5	5	5	5
营业外支出	10	7	7	7	7
利润总额	1048	1320	1669	2061	2516
所得税	137	160	202	249	303
少数股东损益	(25)	(9)	(11)	(14)	(17)
归属于母公司净利润	936	1169	1479	1826	2230

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	18%	18%	20%	18%
营业利润	-15%	26%	26%	23%	22%
归母净利润	-12%	25%	26%	24%	22%
获利能力					
毛利率	23.2%	22.7%	23.5%	24.0%	24.5%
净利率	8.7%	9.2%	9.9%	10.2%	10.5%
ROE	11.1%	11.6%	12.7%	14.3%	15.6%
ROIC	10.5%	10.8%	12.1%	14.0%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	47.9%	40.3%	40.1%	40.6%	40.7%
净负债比率	4.4%	3.5%	1.4%	1.2%	1.1%
流动比率	1.8	1.6	1.6	1.6	1.7
速动比率	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	6.0	6.3	6.0	6.1	6.1
应收账款周转率	2.8	3.1	3.1	3.2	3.1
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.2
每股资料(元)					
EPS	0.99	1.24	1.57	1.94	2.36
每股经营净现金	2.24	2.43	1.81	2.11	2.52
每股净资产	9.31	12.00	12.79	14.25	16.04
每股股利	0.45	0.79	0.47	0.58	0.71
估值比率					
PE	54.6	43.7	34.5	28.0	22.9
PB	5.8	4.5	4.2	3.8	3.4
EV/EBITDA	31.3	27.7	22.7	19.3	16.6

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

- 强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上
- 增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间
- 中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

- 推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数
- 中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。