



2025 年 09 月 29 日

AIPCB 布局深化，扩充高端 PCB 产能顺应下游 AI 高景气度

—景旺电子（603228.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

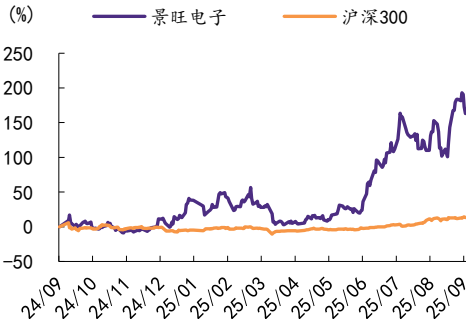
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊烨 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

基本数据

2025-09-26

当前股价（元）	63.28
总市值（亿元）	596
总股本（百万股）	942
流通股本（百万股）	933
52 周价格范围（元）	24.08-75.56
日均成交额（百万元）	1206.55

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

景旺电子发布 2025 年半年度报告：2025 年上半年实现营业收入 70.95 亿元，同比增长 20.93%；归属母公司股东的净利润为 6.50 亿元，同比下降 1.06%；扣除非经常性损益后的净利润为 5.37 亿元，同比下降 9.02%。

投资要点

■ AIPCB 布局深化，驱动业绩结构性增长

公司积极拥抱 AI 浪潮带来的机遇与挑战，在多个下游应用领域取得了丰硕成果。数据中心领域，全球云厂商资本开支继续保持高增，AI 服务器及相关领域多种创新方案涌现，使得高速材料、高端 HDI、HLC 等产品供不应求。

2025 年上半年，公司在 AI 服务器领域的量产提速，高密度高阶 HDI 能力提升顺利。800G 光模块出货量增加，已为多家光模块头部客户稳定批量供货。受益于 AI 服务器、高端光模块等领域的订单批量出货，公司加紧开展对现有珠海金湾基地 HLC、SLP 工厂进行技术改造升级。2024 年公司已成为全球第一大汽车 PCB 供应商。随着高级别智能驾驶的加速落地，AI 应用在车端的渗透率不断提升，公司在全球生产基地布局的产能有序释放，预计汽车业务未来仍有广阔的增长空间。

■ AIPCB 核心供应商，扩充高端 PCB 产能适配下游 AI 需求

公司是 AI 服务器用 PCB 的核心供应商之一，竞争优势主要体现在：（1）高端 PCB 量产能力：2025 年上半年，公司可应用于数据中心、AI 服务器、HPC、高速光模块的高阶 HDI、PTFE 软硬结合板、高速 FPC、多层 PTFE 板，112G 交换机高多层高速板等产品实现量产。此外，应用于在服务器的互联背板、1.6T 光模块 PCB 等产品取得重大技术突破，同时开展了服务器 OKS 平台、224G 交换机等下一代产品技术预研。

（2）认证壁垒与订单：公司与全球各领域的头部客户建立长期战略合作，近几年在 AI 服务器、光模块、高速交换机、AR/VR 等高附加值领域的认证布局和客户积累逐步转化为实

质性订单。（3）高端产能储备充足：公司持续发力以 HLC、HDI 为代表的 PCB 和 FPC 高端产能多年，规划总投资近百亿元，随着公司在全球生产基地布局的高端产能有序释放，预计 AI 服务器业务将为公司打开业绩增长新空间。

此外，公司在珠海金湾追加 50 亿投资建设高端产能，资金将用于三方面：1）公司在高多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，计划于 2025 年下半年实施完成并投入使用；2）公司投资新建高阶 HDI 工厂，计划于 2025 年下半年动工建设、2026 年中投产；3）公司利用储备用地增加投资强化关键工序产能，计划于 2027 年初建设、2027 年内投产。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 149.81、177.05、208.93 亿元，EPS 分别为 1.57、2.04、2.56 元，当前股价对应 PE 分别为 40.4、31.0、24.7 倍，我们认为公司在 AIPCB 领域有较为深厚的积累，扩充高端产能有望受益于下游 AI 算力景气度持续上行，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济扰动，下游 AI 算力建设景气度下降，高端 PCB 行业竞争加剧，扩充产能建设不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	12,659	14,981	17,705	20,893
增长率（%）	17.7%	18.3%	18.2%	18.0%
归母净利润（百万元）	1,169	1,475	1,925	2,415
增长率（%）	24.9%	26.2%	30.5%	25.4%
摊薄每股收益（元）	1.25	1.57	2.04	2.56
ROE（%）	10.2%	11.9%	14.2%	16.1%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：					营业收入	12,659	14,981	17,705	20,893
现金及现金等价物	2,184	3,032	3,940	5,301	营业成本	9,782	11,670	13,774	16,234
应收款	4,402	4,104	4,123	4,007	营业税金及附加	75	75	89	104
存货	1,742	1,770	1,709	1,701	销售费用	246	270	283	313
其他流动资产	1,125	1,211	1,197	1,169	管理费用	555	569	549	543
流动资产合计	9,452	10,117	10,969	12,178	财务费用	20	37	37	37
非流动资产：					研发费用	758	719	814	940
金融类资产	312	312	312	312	费用合计	1,579	1,595	1,684	1,834
固定资产	7,460	7,389	7,650	7,885	资产减值损失	-64	-68	-68	-68
在建工程	785	1,110	1,110	1,110	公允价值变动	0	-12	-12	-12
无形资产	302	292	282	273	投资收益	-12	-6	-6	-6
长期股权投资	100	100	100	100	营业利润	1,323	1,695	2,213	2,776
其他非流动资产	1,144	1,144	1,144	1,144	加：营业外收入	5	0	0	0
非流动资产合计	9,791	10,035	10,286	10,512	减：营业外支出	7	0	0	0
资产总计	19,244	20,153	21,255	22,690	利润总额	1,320	1,695	2,213	2,776
流动负债：					所得税费用	160	220	288	361
短期借款	125	125	125	125	净利润	1,160	1,475	1,925	2,415
应付账款、票据	4,853	4,827	4,748	4,700	少数股东损益	-9	0	0	0
其他流动负债	980	980	980	980	归母净利润	1,169	1,475	1,925	2,415
流动负债合计	5,964	5,973	5,902	5,863					
非流动负债：					主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
长期借款	1,312	1,312	1,312	1,312	成长性				
其他非流动负债	470	470	470	470	营业收入增长率	17.7%	18.3%	18.2%	18.0%
非流动负债合计	1,782	1,782	1,782	1,782	归母净利润增长率	24.9%	26.2%	30.5%	25.4%
负债合计	7,746	7,755	7,683	7,645	盈利能力				
所有者权益					毛利率	22.7%	22.1%	22.2%	22.3%
股本	933	942	942	942	四项费用/营收	12.5%	10.6%	9.5%	8.8%
股东权益	11,498	12,397	13,572	15,045	净利率	9.2%	9.8%	10.9%	11.6%
负债和所有者权益	19,244	20,153	21,255	22,690	ROE	10.2%	11.9%	14.2%	16.1%
					偿债能力				
现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	40.3%	38.5%	36.1%	33.7%
净利润	1160	1475	1925	2415	营运能力				
少数股东权益	-9	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9
折旧摊销	754	756	749	774	应收账款周转率	2.9	3.6	4.3	5.2
公允价值变动	0	-12	-12	-12	存货周转率	5.6	6.6	8.1	9.6
营运资金变动	384	193	-16	114	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	2290	2412	2645	3291	EPS	1.25	1.57	2.04	2.56
投资活动现金净流量	-2003	-254	-261	-235	P/E	50.5	40.4	31.0	24.7
筹资活动现金净流量	562	-575	-751	-942	P/S	4.7	4.0	3.4	2.9
现金流量净额	849	1,582	1,633	2,114	P/B	5.2	4.9	4.5	4.0

资料来源：Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。