

景旺电子 (603228.SH)

强烈推荐 (维持)

Q3 业绩环降源于原材成本上升, 静待 AI 算力业务 Q4 起量

事件: 公司公告 25 年三季报, 前三季度收入 110.8 亿同比+22.1%, 归母净利润 9.5 亿同比+4.8%, 扣非归母净利润 7.8 亿同比-6.4%; 毛利率 21.6%同比-2.2pct, 净利率 8.7%同比-1.2pct。我们点评如下:

□ Q3 业绩环降源于成本上升导致非 AI 业务盈利下滑。Q3 收入 39.9 亿同比+24.2%环比+6.3%, 归母净利润 3.0 亿同比+20.4%环比-8.1%, 扣非归母净利润 2.4 亿同比+0.2%环比-22.1%; 毛利率 22.0%同比-1.4pct 环比持平, 净利率 7.7%同比持平环比-0.9pct。业绩环比下滑, 毛利率下降, 主要源于上游 CCL 及贵金属等原材料成本涨价较多, 且公司新增产能持续投入带动折旧有所增加, 公司下游汽车电子业务占比 50%顺价存在较大的压力, 致使盈利能力下滑。费用率: 销管研财费用 1.9%/4.3%/5.9%/0.9%, 同比 0/-1.1/-0.3/+0.3pct, 总费用率同比-1.1pct。

□ 短期来看, 公司在 AI 算力领域的拓展已取得积极进展, 即将迎来第一个业绩高增拐点。公司目前在 N 客户 Gb300 的主要料号已逐步导入量产订单, Q4 有望逐月爬坡上量, 良率亦有持续提升, 算力业务利润弹性有望释放, 公司将迎来第一个业绩高增拐点。

□ PCB 业务多点开花, 高端产能升级与汽车智驾+AI 算力新兴领域布局望驱动新成长。分业务看, 公司在汽车电子领域维持全球领先优势, 据 Prismark 统计已蝉联全球第一大汽车 PCB 供应商, 在智驾算法突破及 AI 车端渗透趋势下, 公司正加速导入七代毫米波雷达板、线控底盘、电机驱动功率器件产品等匹配更高智能驾驶级别配套产品, 并在激光雷达、域控制器等量产项目上建立先发优势, 软硬结合板、埋嵌铜基板等创新工艺前瞻布局, 客户定点项目持续拓展, 全球化布局的产能释放有望打开长期空间; AI 硬件侧加速突破, AI 服务器/光模块/高速交换机等高附加值产品进入订单转化期, 公司在 N 客户下一代 Rubin 平台中各类高价值新料号的测试认证中, 公司已取得多个料号的供应资格, 同时积极跟进 CSP 厂商在 ASIC 领域的开发与合作机会, 配合泰国基地高端 HDI 产能建设以及国内珠海金湾 50 亿元扩产项目, 提升 AI 服务器、交换机、光模块所需的高阶 HDI、HLC、SLP 等产品技术及关键工序产能, 产品结构加速向 AI 算力全场景延伸; 消费电子受益 AIGC 终端创新周期, 公司在多层高密度软板、软硬结合板、HDI 等领域具备较大的技术和品质优势、良好的客户基础, 有望实现市场份额的提升, 软硬结合板技术储备为 AR/可穿戴设备放量奠定基础。我们认为公司在 AI 硬件迭代与汽车智能化双赛道的技术储备和产能布局, 叠加供应链数字化管理能力提升, 将持续强化高端市场竞争力, 打开中长期业绩弹性空间。

□ 维持“强烈推荐”评级。我们最新预测 25-27 年营收为 158.2/213.6/288.4 亿, 归母净利润 14.2/21.8/32.8 亿, 对应 EPS 为 1.44/2.21/3.33 元, 对应 PE 为 50.4/32.8/21.8 倍。考虑到公司加速 AI PCB 产能扩产投资, 在算力高端产能紧缺的背景下, 公司已在北美 N 客户取得高端料号的导入, 在 AI 算力领域展现业绩增长潜力。中长期来看, 公司技术及客户卡位较佳, 数通及汽车领域产品持续导入放量, 高端产能升级与新兴领域布局双向驱动成长潜力, 业务结构有望得到不断优化。我们看好公司优秀管理能力, 算力高端产能扩张打开中长线业绩和估值的向上空间, 维持“强烈推荐”评级。

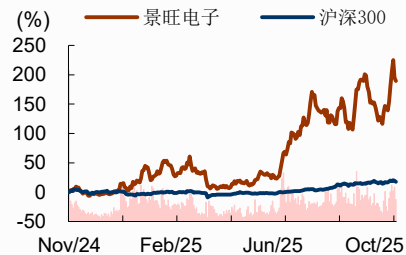
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 72.6 元

基础数据

总股本 (百万股)	985
已上市流通股 (百万股)	976
总市值 (十亿元)	71.5
流通市值 (十亿元)	70.8
每股净资产 (MRQ)	13.0
ROE (TTM)	9.5
资产负债率	43.1%
主要股东 深圳市景鸿永泰投资控股有	
主要股东持股比例	28.44%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	171	188
相对表现	14	148	169



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《景旺电子 (603228) —AIPCB 高端产能升级与新兴领域布局双向驱动成长潜力》2025-08-31
- 2、《景旺电子 (603228) —金湾基地 50 亿扩产投资, 进一步强化公司 AIPCB 产能供应能力》2025-08-24
- 3、《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

鄢凡 S1090511060002

✉ yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 S1090523070013

✉ chengxin2@cmschina.com.cn

涂银山 S1090525040004

✉ tukunshan@cmschina.com.cn

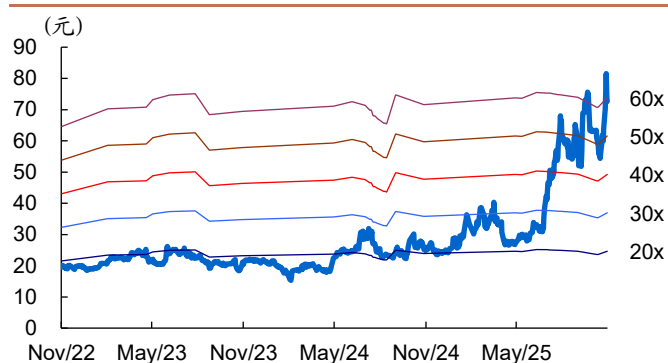
□风险提示：行业需求低于预期、同行竞争加剧、新品导入及产能释放进度低于预期、原材料上涨风险、汇率波动带来汇兑损失的风险。

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	15824	20097	26126
同比增长	2%	18%	25%	27%	30%
营业利润(百万元)	1052	1323	1605	2463	3698
同比增长	-15%	26%	21%	53%	50%
归母净利润(百万元)	936	1169	1420	2180	3275
同比增长	-12%	25%	21%	54%	50%
每股收益(元)	0.95	1.19	1.44	2.21	3.33
PE	76.4	61.2	50.4	32.8	21.8
PB	8.1	6.3	5.4	4.8	4.1

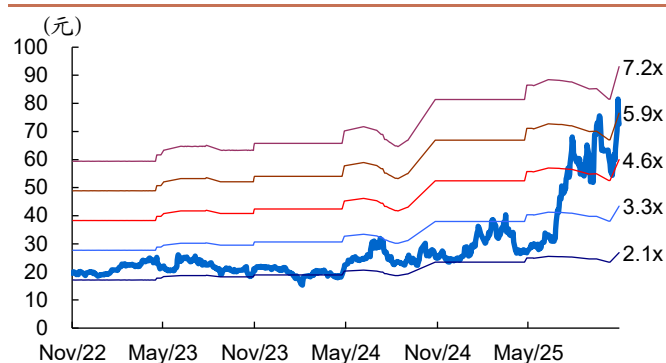
资料来源：公司数据、招商证券

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	11822	14689	19010
现金	2288	2184	2822	3414	4541
交易性投资	250	312	312	312	312
应收票据	286	194	242	308	400
应收款项	3613	4158	5197	6601	8581
其它应收款	51	50	62	79	103
存货	1364	1742	2170	2685	3397
其他	874	813	1016	1290	1676
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	21985	25186	29808
流动负债	4832	5964	6797	8261	10287
短期借款	3	125	0	0	0
应付账款	3913	4853	6045	7478	9462
预收账款	8	6	7	9	11
其他	908	980	745	774	814
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	8579	10042	12069
股本	842	933	985	985	985
资本公积金	2258	3954	5147	5147	5147
留存收益	5677	6427	7101	8855	11476
少数股东权益	193	184	173	157	132
归属于母公司所有者权益	8777	11314	13232	14987	17607
负债及权益合计	17231	19244	21985	25186	29808

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2115	2290	1610	2125	2907
净利润	911	1160	1409	2164	3250
折旧摊销	756	795	843	880	913
财务费用	136	75	60	80	100
投资收益	5	12	(188)	(188)	(188)
营运资金变动	391	300	(514)	(810)	(1168)
其它	(83)	(53)	0	0	0
投资活动现金流	(1874)	(2003)	(1026)	(1026)	(1026)
资本支出	(1451)	(1847)	(1214)	(1214)	(1214)
其他投资	(423)	(157)	188	188	188
筹资活动现金流	436	(465)	55	(506)	(754)
借款变动	(342)	(290)	(384)	0	0
普通股增加	(5)	91	52	0	0
资本公积增加	198	1696	1193	0	0
股利分配	(424)	(421)	(746)	(426)	(654)
其他	1010	(1540)	(60)	(80)	(100)
现金净增加额	678	(178)	638	593	1127

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10757	12659	15824	20097	26126
营业成本	8265	9782	12185	15073	19072
营业税金及附加	72	75	94	119	155
营业费用	192	246	307	390	523
管理费用	489	555	712	904	1150
研发费用	601	758	949	1206	1568
财务费用	85	20	60	80	100
资产减值损失	(74)	(102)	(100)	(50)	(50)
公允价值变动收益	(47)	0	0	0	0
其他收益	124	213	200	200	200
投资收益	(5)	(12)	(12)	(12)	(12)
营业利润	1052	1323	1605	2463	3698
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	1603	2460	3695
所得税	137	160	194	297	445
少数股东损益	(25)	(9)	(11)	(16)	(25)
归属于母公司净利润	936	1169	1420	2180	3275

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	2%	18%	25%	27%	30%
营业利润	-15%	26%	21%	53%	50%
归母净利润	-12%	25%	21%	54%	50%
获利能力					
毛利率	23.2%	22.7%	23.0%	25.0%	27.0%
净利率	8.7%	9.2%	9.0%	10.8%	12.5%
ROE	11.1%	11.6%	11.6%	15.5%	20.1%
ROIC	10.5%	10.8%	11.3%	15.4%	20.0%
偿债能力					
资产负债率	47.9%	40.3%	39.0%	39.9%	40.5%
净负债比率	4.4%	3.5%	1.3%	1.1%	1.0%
流动比率	1.8	1.6	1.7	1.8	1.8
速动比率	1.5	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	6.0	6.3	6.2	6.2	6.3
应收账款周转率	2.8	3.1	3.2	3.3	3.3
应付账款周转率	2.1	2.2	2.2	2.2	2.3
每股资料(元)					
EPS	0.95	1.19	1.44	2.21	3.33
每股经营净现金	2.15	2.33	1.63	2.16	2.95
每股净资产	8.91	11.49	13.44	15.22	17.88
每股股利	0.43	0.76	0.43	0.66	1.00
估值比率					
PE	76.4	61.2	50.4	32.8	21.8
PB	8.1	6.3	5.4	4.8	4.1
EV/EBITDA	42.1	37.2	30.9	22.6	16.4

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。