

景旺电子 (603228.SH)

优于大市

2Q26 收入与盈利环比改善, AI 订单放量、产能梯次接续

核心观点

公司 1H26 营收同比+21.37%, 利润端同比下滑, 背离主因汇兑损失与成本压力。1H26 公司实现营收 86.11 亿元 (YoY+21.37%), 归母净利润 6.02 亿元 (YoY-7.38%), 扣非归母净利润 4.66 亿元 (YoY-13.33%); 综合毛利率 20.22% (YoY-1.2pct, 据一季报及中报测算)。利润端承压来自三方面: 1) 人民币升值带来汇兑损失 1.23 亿元 (上年同期为收益 0.38 亿元), 公司口径对净利润同比影响超 1.5 亿元, 剔除后同比实现正增长; 2) 覆铜板等原材料涨价叠加新产能爬坡, 拖累毛利率同比下行; 3) 经营规模扩大致管理费用 3.73 亿元 (YoY+27.31%)。此外, 1H26 归母净利润同比-7.38%、扣非归母净利润同比-13.33%, 增速相差约 6pct, 主要系 1.36 亿元非经常性损益 (其中金融资产公允价值变动收益 1.32 亿元)。

AI 算力产品进入放量期, 光模块良率与产能爬坡领先。1) AI 服务器领域, 公司为全球 AI 计算基础设施领先企业客户批量供应高性能 PCB, 已通过其下一代产品量产认证, 公司预计相关订单将使现有 AI 产品工厂满产, 对未来数个季度业绩形成增量贡献; GPU 高阶 HDI 板、112G/224G 交换机 PCB、Birch Stream 平台高速 PCB 已实现量产。2) 光模块领域, 公司已批量交付 800G/1.6T 光模块 PCB, 2Q26 800G 及以上速率光模块收入环比增长近 1500%, 产品综合良率超 85%, 在手订单以 800G 为主、1.6T 订单高速增长。

AI 业务放量+传统业务修复, 支撑 2H26 毛利率环比改善。公司 AI 服务器 PCB、高速交换机 PCB、800G/1.6T 光模块 PCB 毛利率高于公司整体水平。上半年毛利率承压主要系覆铜板等原材料涨价及新产能爬坡; 展望下半年, 公司汽车电子业务经营持续修复, 与客户的调价沟通有序推进, 叠加 AI 算力领域客户订单持续放量、高毛利产品占比提升, 毛利率环比改善具备结构性支撑。

产能接续节奏明确, 43.88 亿元超高多层项目锁定中长期需求。中报披露, 现有已建及在建产能预计未来数月内无法充分覆盖快速增长的交付需求, 在此背景下公司产能呈梯次接续: 近端看, 泰国一期 9 月全线拉通、金湾高阶 HDI 工厂 10 月投产、超高多层工厂年底试产部分关键工序并于 1Q27 具备量产条件, mSAP 产线年内将建成 5 条; 远端看, 公司将原 8 亿元关键工序产能项目升级为总投资 43.88 亿元的超高多层 PCB 智能制造项目, 建设期 24 个月 (预估值)、主体厂房已于 2026 年初开工。资金层面, 公司已通过港交所主板上市聆讯, H 股发行有望为扩产周期提供资本补充。

投资建议: 短期看, 2H26 AI 订单放量与高毛利产品占比提升驱动利润环比向上; 中长期看, 超高多层产能与北美云厂商客户拓展打开成长空间。结合公司 1H26 经营情况, 我们上修 26-27 年归母净利润预测至 22.1/37.1 亿元 (前值: 21.2/28.4 亿元), 新增 2028 年预测 50.9 亿元, 当前股价对应 26-28 年 PE 分别为 47/28/21 倍, 维持“优于大市”评级。

风险提示: AI 订单放量不及预期、原材料价格持续上涨风险、汇率波动风险、新产能爬坡不及预期等。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	12,659	15,308	19,662	26,832	32,959
(+/-%)	17.7%	20.9%	28.4%	36.5%	22.8%
净利润 (百万元)	1169	1231	2207	3707	5088
(+/-%)	24.9%	5.3%	79.3%	68.0%	37.3%
每股收益 (元)	1.25	1.25	2.20	3.70	5.08
EBIT Margin	10.0%	9.1%	12.3%	15.7%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	10.3%	9.4%	15.9%	24.3%	29.7%
市盈率 (PE)	83.4	83.7	47.4	28.2	20.6
EV/EBITDA	52.2	49.6	33.5	22.1	16.9
市净率 (PB)	8.62	7.88	7.53	6.86	6.12

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: 叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

证券分析师: 詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

证券分析师: 连欣然

010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

S0980525080004

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: 黄铮

0755-81982593

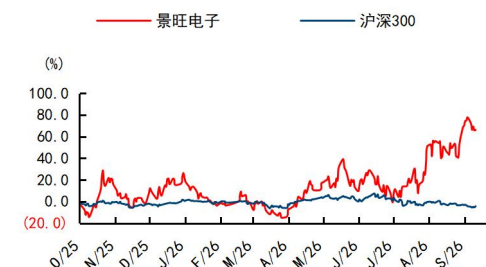
huangzheng2@guosen.com.cn

S0980526080001

基础数据

投资评级	优于大市 (维持)
合理估值	
收盘价	104.45 元
总市值/流通市值	104585/102571 百万元
52 周最高价/最低价	113.60/53.68 元
近 3 个月日均成交额	3812.70 百万元

市场走势

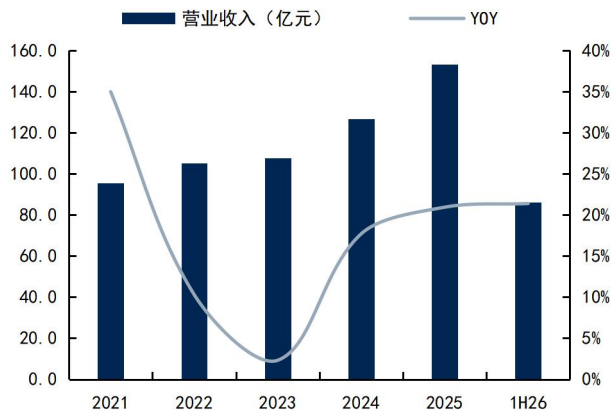


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

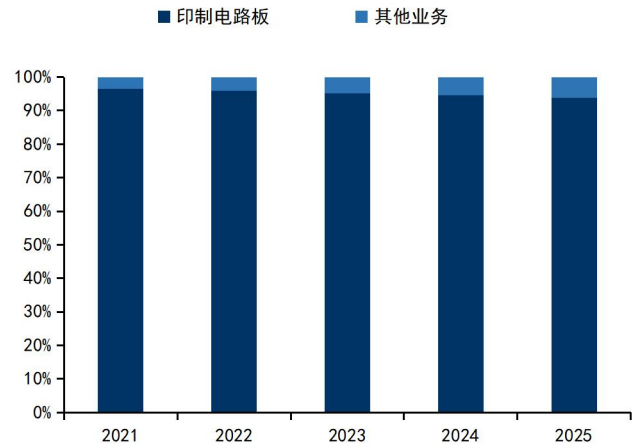
《景旺电子 (603228.SH) - 新增 50 亿扩产规划, 汽车与数通双轮驱动长期成长》——2025-09-08
《景旺电子 (603228.SH) - 新增产能投产影响短期盈利, 汽车与数通双轮驱动长期成长》——2025-05-08

图1：公司营业收入及增速(单位：亿元、%)



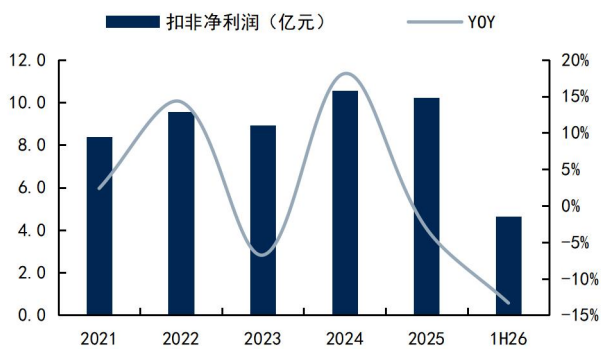
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司近年营收结构



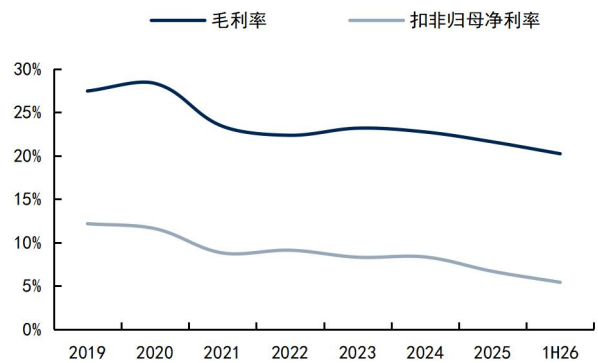
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司扣非归母净利润及增速(单位：亿元、%)



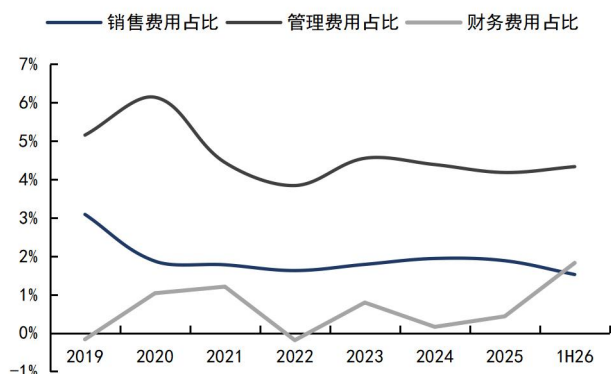
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司近年毛利率与扣非归母净利率情况(单位：%、%)



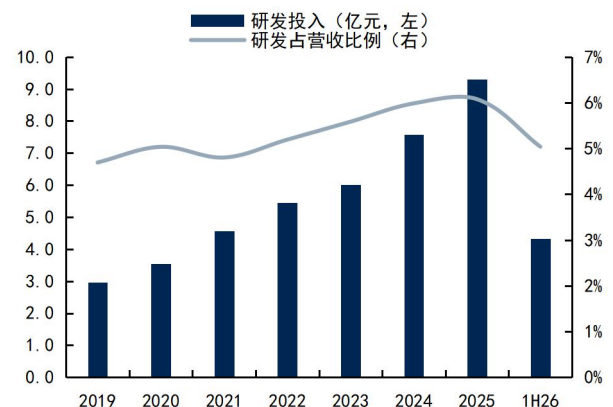
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司近年费用率(%)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司近年研发投入及占营收比例(亿元、%)



资料来源：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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	2184	2693	2963	3259	3585	营业收入	12659	15308	19662	26832	32959
应收款项	4402	4960	6371	8695	10680	营业成本	9782	12003	14837	19509	23464
存货净额	1742	2516	3103	4105	4943	营业税金及附加	75	73	74	75	59
其他流动资产	1125	1396	1893	2614	3252	销售费用	246	288	350	451	522
流动资产合计	9452	11565	14330	18672	22459	管理费用	555	640	794	999	1192
固定资产	8245	10402	11328	12233	13051	研发费用	758	930	1185	1590	1887
无形资产及其他	302	298	286	274	262	财务费用	20	66	72	107	123
其他长期资产	1143	1381	1371	1362	1354	投资收益	(12)	(18)	(11)	(14)	(14)
长期股权投资	100	80	80	80	80	资产减值及公允价值变动	(64)	84	61	36	15
资产总计	19244	23727	27396	32622	37208	其他	175	103	144	144	144
短期借款及交易性金融负债	384	609	1658	2504	2701	营业利润	1323	1476	2543	4268	5857
应付款项	4853	6722	8291	10967	13207	营业外净收支	(3)	(12)	(6)	(7)	(8)
其他流动负债	727	725	895	1180	1419	利润总额	1320	1464	2537	4261	5849
流动负债合计	5964	8055	10844	14652	17326	所得税费用	160	220	340	571	784
长期借款及应付债券	1312	1864	1864	1864	1864	少数股东损益	(9)	13	(10)	(17)	(23)
其他长期负债	470	538	604	682	752	归属于母公司净利润	1169	1231	2207	3707	5088
长期负债合计	1782	2402	2468	2546	2616	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	7746	10457	13312	17197	19942	净利润	1160	1244	2197	3690	5065
少数股东权益	184	197	187	170	147	资产减值准备	64	68	91	116	137
股东权益	11314	13073	13897	15255	17118	折旧摊销	754	894	1107	1319	1527
负债和股东权益总计	19244	23727	27396	32622	37208	公允价值变动损失	0	(152)	(152)	(152)	(152)
						财务费用	75	83	72	107	123
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(41)	(34)	(527)	(846)	(752)
每股收益	1.25	1.25	2.20	3.70	5.08	其它	277	(172)	(163)	(223)	(260)
每股红利	0.48	0.79	1.40	2.35	3.22	经营活动现金流	2290	1931	2624	4011	5688
每股净资产	12.13	13.27	13.88	15.24	17.10	资本开支	(1847)	(2768)	(2022)	(2212)	(2334)
ROIC	9%	8%	13%	20%	25%	其它投资现金流	(157)	80	0	0	0
ROE	10%	9%	16%	24%	30%	投资活动现金流	(2003)	(2688)	(2022)	(2212)	(2334)
毛利率	23%	22%	25%	27%	29%	权益性融资	113	55	16	0	0
EBIT Margin	10%	9%	12%	16%	18%	负债净变化	(133)	1580	0	0	0
EBITDA Margin	16%	15%	18%	21%	22%	支付股利、利息	(447)	(780)	(1399)	(2349)	(3225)
收入增长	18%	21%	28%	36%	23%	其它融资现金流	2	7	1049	846	196
净利润增长率	25%	5%	79%	68%	37%	融资活动现金流	(465)	862	(333)	(1503)	(3028)
资产负债率	41%	45%	49%	53%	54%	现金净变动	(130)	103	269	296	326
息率	0.4%	0.8%	1.4%	2.3%	3.1%	货币资金的期初余额	1968	1838	1941	2211	2507
P/E	83.4	83.7	47.4	28.2	20.6	货币资金的期末余额	1838	1941	2211	2507	2833
P/B	8.6	7.9	7.5	6.9	6.1	企业自由现金流	(24)	(725)	654	1906	3494
EV/EBITDA	52.2	49.6	33.5	22.1	16.9	权益自由现金流	(155)	862	1641	2659	3584

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

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