

景旺电子 (603228.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩稳健增长符合预期, 关注高端产能释放及产品结构优化

事件: 公司发布 2022 年年报: 22 年营收 105.14 亿同比+10.30%, 归母净利润 10.66 亿同比+13.96%, 扣非归母净利 9.58 亿同比+14.24%, 毛利率 22.35% 同比-1.04pcts, 净利率 10.29% 同比+0.53pct。我们点评如下:

- 业绩符合市场预期, 盈利增厚源于产品结构升级优化。22 年收入实现稳健增长, 这源于公司下游汽车电子、光伏储能、工控医疗等应用领域业务保持较快增长, 抵消了消费电子领域需求弱化。毛利率下滑受全年产能利用率不佳影响, 盈利能力有一定提升得益于公司数字化转型及对内提质增效。单季度看, 22Q4 营收 27.98 亿同比+0.91% 环比+8.07%, 归母净利润 3.19 亿同比+41.02% 环比+13.33%, 扣非归母净利 2.51 亿同比+24.03% 环比-10.69%, 毛利率 23.23% 同比+2.07pcts 环比-1.19pcts, 净利率 11.46% 同比+3.23pcts 环比+0.43pct。Q4 盈利能力进一步好转源于公司产品应用结构持续升级优化。
- 分产品结构来看, 公司硬板及金属基板收入占比约七成, 软板占比约三成, 其中硬板中 8 层以上高多层板增长幅度较大。从产品应用领域来看, 公司汽车电子业务受益于汽车三化趋势加速发展, 公司新能源车充配电板、毫米波五代雷达/4D 成像雷达板等产品实现了量产, 超长尺寸动力电池软板、车载摄像头 COB 软硬结合板、毫米波六代雷达板实现突破, 整体营收保持快速增长; 工控医疗领域受益于光伏储能行业高景气度, 实现稳步增长; 通讯领域尽管行业需求低迷, 但公司仍实现小幅增长, 公司目前在服务器 whitley 平台高速板、超算 PCB 板已量产, EGS/Genoa 平台高速板已实现突破, 有望迎来增量; 消费电子因需求弱化, 行业去库存影响, 收入规模有一定下滑。
- 展望今年, 公司高端产能持续释放, 汽车及算力产品迎来新的增长空间。据我们跟踪了解, 23Q1 下游消费需求仍弱, 汽车行业价格竞争加剧, 通讯整体景气未见明显好转, 业绩同比或将承压。进入 Q2, 伴随行业库存的去化, 公司消费类电子订单表现出环比小幅回升态势, 新能源车、光伏储能领域保持增长, 工控医疗保持稳定, 服务器及网通业务伴随公司新品及下游客户导入, 有望保持较快增长。H2 公司汽车及算力相关的需求有望持续提升, 我们预计公司下半年整体稼动率有望回升, 且产品结构进一步优化, 将带动盈利能力好转。中长线来看, 公司将持续在高端产能上持续投入, 在硬板领域珠海厂区投放的高多层、HDI 和 SLP 产能有望持续带来高端订单, 打开长线空间。
- 投资建议: 维持“强烈推荐”评级。考虑到 23H1 行业下游需求偏弱, H2 或将迎来复苏, 公司下游应用领域广泛, 技术及客户卡位较佳, 且汽车及算力领域高端产品持续导入。我们最新预计 23-25 年营收为 118.8/136.6/157.1, 归母净利润为 12.4/14.4/17.9 亿, 对应 EPS 为 1.46/1.70/2.11 元, 对应当前股价 PE 为 18.4/15.8/12.7 倍, 维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示: 下游需求不及预期风险; 原材料上涨风险; 行业竞争加剧风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 9532 | 10514 | 11881 | 13663 | 15712 |
| 同比增长 | 35% | 10% | 13% | 15% | 15% |
| 营业利润(百万元) | 1046 | 1231 | 1417 | 1648 | 2042 |
| 同比增长 | -1% | 18% | 15% | 16% | 24% |
| 归母净利润(百万元) | 935 | 1066 | 1239 | 1441 | 1788 |
| 同比增长 | 2% | 14% | 16% | 16% | 24% |
| 每股收益(元) | 1.10 | 1.26 | 1.46 | 1.70 | 2.11 |
| PE | 24.4 | 21.4 | 18.4 | 15.8 | 12.7 |
| PB | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |

资料来源: 公司数据、招商证券

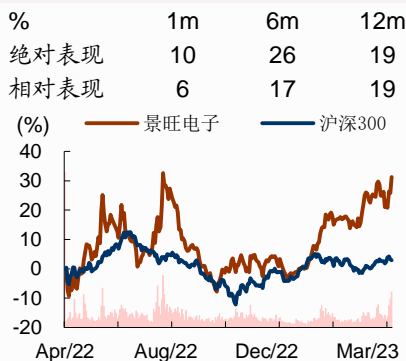
敬请阅读末页的重要说明

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 26.9 元

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 总股本(万股) | 84725 |
| 已上市流通股(万股) | 84187 |
| 总市值(亿元) | 228 |
| 流通市值(亿元) | 226 |
| 每股净资产(MRQ) | 9.5 |
| ROE(TTM) | 13.2 |
| 资产负债率 | 46.5% |
| 主要股东 | 深圳市景鸿永泰投资控股有 |
| 主要股东持股比例 | 34.67% |

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) —Q2 业绩符合预期, H2 望继续受益原料降价及稼动率提升》2022-08-08
- 《景旺电子 (603228) —原材料压力致 Q1 低于预期, 仍有望走出低谷》2022-05-06
- 《景旺电子 (603228) 跟踪报告—车载硬板+软板双轮驱动, 珠海项目贡献增量》2021-12-18

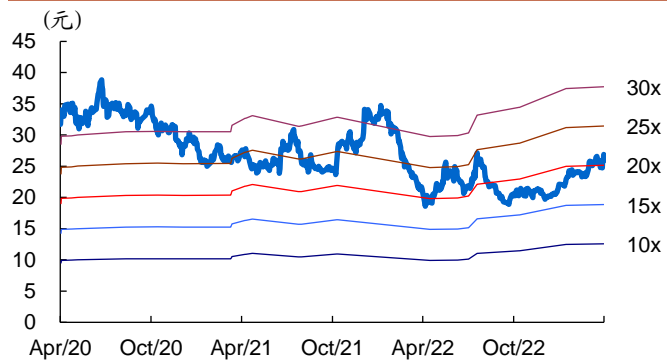
鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 研究助理

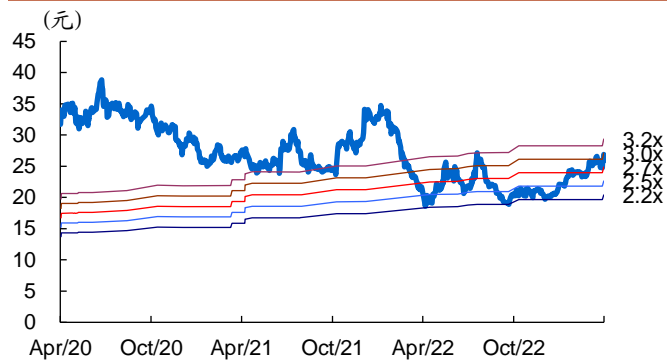
chengxin2@cmschina.com.cn

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 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 7104 | 7406 | 7706 | 8781 | 10126 |
| 现金 | 1122 | 1486 | 1054 | 1145 | 1374 |
| 交易性投资 | 335 | 22 | 22 | 22 | 22 |
| 应收票据 | 343 | 218 | 246 | 283 | 326 |
| 应收款项 | 3093 | 3512 | 3946 | 4538 | 5219 |
| 其它应收款 | 45 | 33 | 37 | 42 | 49 |
| 存货 | 1444 | 1376 | 1542 | 1762 | 2000 |
| 其他 | 724 | 760 | 859 | 988 | 1136 |
| 非流动资产 | 7237 | 8085 | 9433 | 10653 | 11758 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 5512 | 6978 | 8371 | 9631 | 10770 |
| 无形资产商誉 | 251 | 269 | 242 | 218 | 196 |
| 其他 | 1474 | 838 | 819 | 804 | 792 |
| 资产总计 | 14342 | 15492 | 17139 | 19434 | 21884 |
| 流动负债 | 5012 | 4691 | 5517 | 6736 | 7821 |
| 短期借款 | 32 | 195 | 543 | 1140 | 1554 |
| 应付账款 | 4283 | 3857 | 4350 | 4971 | 5642 |
| 预收账款 | 3 | 2 | 3 | 3 | 4 |
| 其他 | 694 | 636 | 621 | 621 | 622 |
| 长期负债 | 1849 | 2510 | 2510 | 2510 | 2510 |
| 长期借款 | 0 | 575 | 575 | 575 | 575 |
| 其他 | 1848 | 1935 | 1935 | 1935 | 1935 |
| 负债合计 | 6861 | 7201 | 8027 | 9245 | 10331 |
| 股本 | 852 | 847 | 847 | 847 | 847 |
| 资本公积金 | 2074 | 2061 | 2061 | 2061 | 2061 |
| 留存收益 | 4353 | 5165 | 5980 | 7049 | 8404 |
| 少数股东权益 | 203 | 218 | 224 | 232 | 241 |
| 归属于母公司所有者权益 | 7278 | 8072 | 8888 | 9957 | 11312 |
| 负债及权益合计 | 14342 | 15492 | 17139 | 19434 | 21884 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------|------------|--------------|-----------|------------|
| 经营活动现金流 | 1140 | 1555 | 1582 | 1789 | 2171 |
| 净利润 | 931 | 1081 | 1245 | 1448 | 1797 |
| 折旧摊销 | 416 | 643 | 715 | 842 | 958 |
| 财务费用 | 93 | 58 | 10 | 10 | 10 |
| 投资收益 | (25) | 0 | (153) | (153) | (153) |
| 营运资金变动 | (286) | (205) | (242) | (367) | (449) |
| 其它 | 11 | (22) | 7 | 8 | 8 |
| 投资活动现金流 | (1632) | (1585) | (1913) | (1913) | (1913) |
| 资本支出 | (2385) | (1888) | (2065) | (2065) | (2065) |
| 其他投资 | 753 | 304 | 153 | 153 | 153 |
| 筹资活动现金流 | (272) | 481 | (101) | 216 | (29) |
| 借款变动 | (16) | 651 | 332 | 597 | 413 |
| 普通股增加 | (2) | (4) | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 51 | (13) | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | (256) | (256) | (424) | (372) | (432) |
| 其他 | (49) | 103 | (10) | (10) | (10) |
| 现金净增加额 | (764) | 452 | (432) | 92 | 229 |

利润表

| 单位：百万元 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 9532 | 10514 | 11881 | 13663 | 15712 |
| 营业成本 | 7303 | 8164 | 9208 | 10520 | 11941 |
| 营业税金及附加 | 44 | 67 | 59 | 68 | 79 |
| 营业费用 | 169 | 171 | 190 | 219 | 251 |
| 管理费用 | 423 | 404 | 451 | 547 | 628 |
| 研发费用 | 458 | 546 | 618 | 724 | 833 |
| 财务费用 | 115 | (20) | 10 | 10 | 10 |
| 资产减值损失 | (97) | (104) | (80) | (80) | (80) |
| 公允价值变动收益 | 1 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 其他收益 | 98 | 143 | 143 | 143 | 143 |
| 投资收益 | 25 | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 营业利润 | 1046 | 1231 | 1417 | 1648 | 2042 |
| 营业外收入 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 5 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 利润总额 | 1043 | 1226 | 1411 | 1642 | 2037 |
| 所得税 | 112 | 145 | 166 | 194 | 240 |
| 少数股东损益 | (5) | 15 | 6 | 7 | 9 |
| 归属于母公司净利润 | 935 | 1066 | 1239 | 1441 | 1788 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 35% | 10% | 13% | 15% | 15% |
| 营业利润 | -1% | 18% | 15% | 16% | 24% |
| 归母净利润 | 2% | 14% | 16% | 16% | 24% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 23.4% | 22.3% | 22.5% | 23.0% | 24.0% |
| 净利率 | 9.8% | 10.1% | 10.4% | 10.5% | 11.4% |
| ROE | 13.5% | 13.9% | 14.6% | 15.3% | 16.8% |
| ROIC | 14.4% | 12.9% | 13.0% | 13.2% | 14.2% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 47.8% | 46.5% | 46.8% | 47.6% | 47.2% |
| 净负债比率 | 0.4% | 5.1% | 6.5% | 8.8% | 9.7% |
| 流动比率 | 1.4 | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| 速动比率 | 1.1 | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.8 |
| 存货周转率 | 6.3 | 5.8 | 6.3 | 6.4 | 6.3 |
| 应收账款周转率 | 3.1 | 2.9 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 应付账款周转率 | 2.0 | 2.0 | 2.2 | 2.3 | 2.3 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | 1.10 | 1.26 | 1.46 | 1.70 | 2.11 |
| 每股经营净现金 | 1.35 | 1.84 | 1.87 | 2.11 | 2.56 |
| 每股净资产 | 8.59 | 9.53 | 10.49 | 11.75 | 13.35 |
| 每股股利 | 0.30 | 0.50 | 0.44 | 0.51 | 0.63 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 24.4 | 21.4 | 18.4 | 15.8 | 12.7 |
| PB | 3.1 | 2.8 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 19.3 | 16.6 | 14.0 | 12.0 | 10.0 |

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

涂银山：昆士兰大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，2023年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能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。