下载日志已记录，仅供内部参考



# 看好 PCB 龙头 AI 与汽车双轮驱动

华泰研究 首次覆盖

2026 年 9 月 23 日 | 中国内地

首次覆盖景旺电子并给予“买入”评级，目标价 137.25 元，基于 27 年 25 倍 PE 估值。我们认为公司正处于“汽车基本盘稳固+AI 算力第二曲线放量”的关键拐点：1）AI 服务器、800G/1.6T 光模块等高端产品自 25 年起规模出货，通信及数据基础设施收入 25 年同比+70.67%、26 年 1-4 月同比+114.58%，收入占比由 23 年的 7.2%升至 15.6%，我们预计公司 AI 收入占比由 26 年的 25%提升至 27/28 年的 44%/56%；2）金湾基地追加 50 亿元投资的高阶 HDI/HLC 产能 26 年中起陆续投产，叠加泰国基地年内投产，高附加值产能集中释放有望驱动毛利率进入上行通道，业绩弹性开始兑现。

## 2025 年 AI 产品规模出货，股权激励锚定高增长目标

公司深耕 PCB 三十余载，按 25 年营收计为全球第 11 大 PCB 制造商（市占率 2.5%），中国大陆第五，并以 10.6%的份额位居全球汽车电子 PCB 第一。公司产品结构升级已在报表端验证：HDI 与 FPC 等高端产品实现量价齐升，并且我们预测 26-28 年公司 PCB 产品均价同比+7.77%/+20.00%/+13.33%。公司发布 26 年股权激励计划，以目标值计对应 26-29 年收入/归母净利润 CAGR 为 24.69%/45.61%，以触发值计为 18.32%/37.40%，彰显管理层对高增长的信心。

## AI 基础设施驱动高端 PCB 扩容，光模块 mSAP 或迎量价齐升

根据 Prismark，全球 PCB 市场规模预计 2030 年达 1446 亿美元（26-30 年 CAGR 为 11.00%），结构向多层板、HDI 等高端品类迁移。根据 LightCounting，全球 26-30 年光模块市场 CAGR 为 34.69%，其中 1.6T 光模块对线宽/线距的要求（25/25μm 及以下）已突破传统 Tenting 工艺极限，mSAP 有望成为标配；单价亦从 400G 约 2-3 美元跃升至 mSAP 800G 约 10-12 美元、1.6T 超 20 美元。我们测算光模块 mSAP PCB 市场规模中性情形下 2026-2028 年分别为 61/213/352 亿元。且高端市场集中度显著更高，供给稀缺利好具备高端量产能力的头部厂商。

## AI 高端 PCB 稀缺标的，汽车 PCB 全球龙头构筑基本盘

技术端，公司为全球顶级 AI 算力基础设施企业供应多层 PTFE PCB，亦是其 AI 服务器液冷系统仅有的两家 FPC 供应商之一。产能端，金湾高阶 HDI 工厂计划 2026 年年中试产、9 月正式投产，泰国基地 2026 年内投产。汽车电子是公司的支柱业务，全球前十大 Tier 1 汽车供应商中 8 家为公司客户，车规认证壁垒与交叉销售策略构筑长期稳定的现金流基本盘。

## 我们与市场观点不同之处

市场多将公司视为“汽车电子+全品类规模制造”的传统 PCB 厂商，我们认为公司盈利能力差距源于收入结构与产能所处阶段，而非技术能力缺失：公司 9 阶 HDI 仅 90 天即通过客户认证，高端认证与客户卡位已经完成；随着金湾高端产能 2026-2027 年集中释放、AI 相关收入占比快速提升，公司收入结构与盈利能力有望向 AI 算力头部厂商靠拢。

## 盈利预测与估值

我们预计公司 26-28 年归母净利润为 22.02/54.96/83.81 亿元，同比增长 78.92%/149.52%/52.50%。选取同样受益于 AI 算力基础设施、高端 PCB 升级的深南电路、鹏鼎控股、红板科技作为可比公司，可比公司 27 年平均 PE 为 33X，考虑到短期公司 AI 收入占比低于可比公司，给予一定估值折价，给予公司 27 年 25X PE，对应目标价 137.25 元，给予“买入”评级。

风险提示：原材料供应风险；行业及市场竞争风险；贸易摩擦风险。

| | |
|---|---|
| 投资评级(首评)： | 买入 |
| 目标价(人民币)： | 137.25 |

郇正林* 研究员
SAC No. S0570525120002 huanzhenglin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

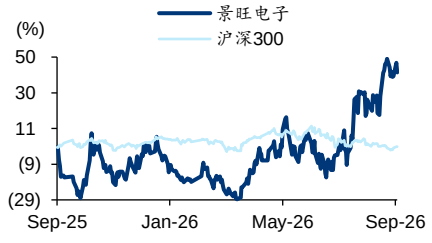
田莫充* 研究员
SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

汤仕鼐 研究员
SAC No. S0570524090007 tangshihe@htsc.com
SFC No. BUQ838 +(86) 10 6321 1166

### 基本数据

| | |
|---|---|
| 收盘价 (人民币 截至 9 月 22 日) | 106.12 |
| 市值 (人民币百万) | 106,257 |
| 6 个月平均日成交额 (人民币百万) | 3,333 |
| 52 周价格范围 (人民币) | 53.89-111.75 |

### 股价走势图




资料来源：Wind

### 经营预测指标与估值

| 会计年度 (人民币) | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万) | 15,308 | 19,952 | 28,554 | 38,735 |
| +/-% | 20.92 | 30.34 | 43.11 | 35.66 |
| 归属母公司净利润 (百万) | 1,231 | 2,202 | 5,496 | 8,381 |
| +/-% | 5.30 | 78.92 | 149.52 | 52.50 |
| EPS (最新摊薄) | 1.23 | 2.20 | 5.49 | 8.37 |
| ROE (%) | 9.37 | 14.88 | 27.83 | 30.38 |
| PE (倍) | 86.32 | 48.25 | 19.34 | 12.68 |
| PB (倍) | 8.13 | 7.21 | 5.40 | 3.86 |
| EV EBITDA (倍) | 43.61 | 29.97 | 13.82 | 8.99 |
| 股息率 (%) | 0.52 | 0.52 | 0.52 | 0.52 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考



# 盈利预测

**资产负债表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 9,452 | 11,565 | 13,279 | 18,895 | 22,322 |
| 现金 | 2,184 | 2,693 | 2,993 | 4,283 | 5,810 |
| 应收账款 | 4,158 | 4,696 | 5,536 | 8,741 | 9,275 |
| 其他应收账款 | 49.78 | 90.56 | 92.35 | 169.42 | 185.69 |
| 预付账款 | 15.02 | 8.57 | 22.17 | 21.83 | 37.86 |
| 存货 | 1,742 | 2,516 | 2,953 | 3,939 | 5,119 |
| 其他流动资产 | 1,304 | 1,561 | 1,683 | 1,741 | 1,895 |
| **非流动资产** | 9,791 | 12,162 | 15,892 | 19,340 | 22,769 |
| 长期投资 | 100.42 | 80.37 | 85.46 | 95.57 | 90.25 |
| 固定投资 | 7,460 | 9,792 | 13,262 | 16,519 | 19,729 |
| 无形资产 | 302.41 | 298.06 | 289.01 | 279.67 | 268.68 |
| 其他非流动资产 | 1,929 | 1,992 | 2,256 | 2,446 | 2,681 |
| **资产总计** | 19,244 | 23,727 | 29,172 | 38,235 | 45,091 |
| **流动负债** | 5,964 | 8,055 | 12,188 | 16,622 | 15,932 |
| 短期借款 | 125.33 | 378.80 | 3,793 | 5,098 | 1,904 |
| 应付账款 | 3,589 | 4,894 | 5,133 | 7,503 | 9,103 |
| 其他流动负债 | 2,250 | 2,783 | 3,263 | 4,021 | 4,925 |
| **非流动负债** | 1,782 | 2,402 | 2,029 | 1,656 | 1,284 |
| 长期借款 | 284.06 | 1,864 | 1,491 | 1,118 | 745.58 |
| 其他非流动负债 | 1,498 | 538.08 | 538.08 | 538.08 | 538.08 |
| **负债合计** | 7,746 | 10,457 | 14,218 | 18,278 | 17,215 |
| 少数股东权益 | 184.03 | 197.08 | 220.43 | 278.68 | 367.52 |
| 股本 | 932.53 | 984.81 | 1,001 | 1,001 | 1,001 |
| 资本公积 | 3,888 | 5,254 | 5,254 | 5,254 | 5,254 |
| 留存公积 | 6,425 | 6,909 | 8,156 | 11,266 | 16,009 |
| 归属母公司股东权益 | 11,314 | 13,073 | 14,734 | 19,678 | 27,509 |
| **负债和股东权益** | 19,244 | 23,727 | 29,172 | 38,235 | 45,091 |

**现金流量表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金** | 2,290 | 1,931 | 2,528 | 5,971 | 11,096 |
| 净利润 | 1,160 | 1,244 | 2,226 | 5,554 | 8,470 |
| 折旧摊销 | 816.78 | 971.77 | 1,044 | 1,436 | 1,853 |
| 财务费用 | 20.14 | 66.25 | 275.63 | 257.20 | 248.42 |
| 投资损失 | 11.82 | 17.72 | 12.67 | 12.67 | 12.67 |
| 营运资金变动 | 86.79 | (501.26) | (858.22) | (1,212) | 584.41 |
| 其他经营现金 | 193.90 | 132.73 | (171.27) | (76.94) | (71.85) |
| **投资活动现金** | (2,003) | (2,688) | (4,596) | (4,805) | (5,203) |
| 资本支出 | (1,847) | (2,768) | (4,741) | (4,871) | (5,286) |
| 长期投资 | (31.57) | 6.60 | (5.09) | (10.11) | 5.32 |
| 其他投资现金 | (125.28) | 73.21 | 150.70 | 76.20 | 77.72 |
| **筹资活动现金** | (464.65) | 862.05 | 2,367 | 124.43 | (4,366) |
| 短期借款 | 121.97 | 253.47 | 3,414 | 1,305 | (3,194) |
| 长期借款 | (132.85) | 1,580 | (372.79) | (372.79) | (372.79) |
| 普通股增加 | 90.66 | 52.28 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 2,118 | 1,366 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (2,662) | (2,389) | (674.45) | (807.93) | (799.15) |
| 现金净增加额 | (129.97) | 102.77 | 299.44 | 1,290 | 1,527 |

**利润表**

| 会计年度 (人民币百万) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 12,659 | 15,308 | 19,952 | 28,554 | 38,735 |
| 营业成本 | 9,782 | 12,003 | 15,040 | 18,953 | 24,909 |
| 营业税金及附加 | 75.12 | 73.21 | 95.42 | 136.56 | 185.25 |
| 营业费用 | 245.64 | 288.16 | 319.23 | 399.75 | 464.82 |
| 管理费用 | 555.24 | 639.89 | 798.07 | 1,085 | 1,433 |
| 财务费用 | 20.14 | 66.25 | 275.63 | 257.20 | 248.42 |
| 资产减值损失 | (63.97) | (68.39) | (89.78) | (114.22) | (154.94) |
| 公允价值变动收益 | 0.00 | 152.18 | 200.00 | 100.00 | 100.00 |
| 投资净收益 | (11.82) | (17.72) | (12.67) | (12.67) | (12.67) |
| **营业利润** | 1,323 | 1,476 | 2,545 | 6,327 | 9,641 |
| 营业外收入 | 4.73 | 4.00 | 4.00 | 4.00 | 4.00 |
| 营业外支出 | 7.26 | 15.67 | 20.00 | 20.00 | 20.00 |
| **利润总额** | 1,320 | 1,464 | 2,529 | 6,311 | 9,625 |
| 所得税 | 160.23 | 220.36 | 303.52 | 757.33 | 1,155 |
| **净利润** | 1,160 | 1,244 | 2,226 | 5,554 | 8,470 |
| 少数股东损益 | (8.82) | 13.05 | 23.35 | 58.25 | 88.84 |
| 归属母公司净利润 | 1,169 | 1,231 | 2,202 | 5,496 | 8,381 |
| EBITDA | 2,117 | 2,441 | 3,649 | 7,890 | 11,571 |
| EPS (人民币，基本) | 1.34 | 1.30 | 2.20 | 5.49 | 8.37 |

**主要财务比率**

| 会计年度 (%) | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入 | 17.68 | 20.92 | 30.34 | 43.11 | 35.66 |
| 营业利润 | 25.75 | 11.57 | 72.44 | 148.58 | 52.37 |
| 归属母公司净利润 | 24.86 | 5.30 | 78.92 | 149.52 | 52.50 |
| **获利能力 (%)** | | | | | |
| 毛利率 | 22.73 | 21.59 | 24.62 | 33.62 | 35.69 |
| 净利率 | 9.16 | 8.13 | 11.16 | 19.45 | 21.87 |
| ROE | 10.09 | 9.37 | 14.88 | 27.83 | 30.38 |
| ROIC | 8.88 | 8.53 | 12.48 | 23.93 | 29.69 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 40.25 | 44.07 | 48.74 | 47.80 | 38.18 |
| 净负债比率 (%) | (1.41) | 1.38 | 20.51 | 13.58 | (8.55) |
| 流动比率 | 1.58 | 1.44 | 1.09 | 1.14 | 1.40 |
| 速动比率 | 1.27 | 1.09 | 0.83 | 0.89 | 1.06 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.69 | 0.71 | 0.75 | 0.85 | 0.93 |
| 应收账款周转率 | 3.26 | 3.46 | 3.90 | 4.00 | 4.30 |
| 应付账款周转率 | 3.09 | 2.83 | 3.00 | 3.00 | 3.00 |
| **每股指标 (人民币)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.17 | 1.23 | 2.20 | 5.49 | 8.37 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.29 | 1.93 | 2.52 | 5.96 | 11.08 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 11.30 | 13.06 | 14.71 | 19.65 | 27.47 |
| **估值比率** | | | | | |
| PE (倍) | 90.90 | 86.32 | 48.25 | 19.34 | 12.68 |
| PB (倍) | 9.39 | 8.13 | 7.21 | 5.40 | 3.86 |
| EV EBITDA (倍) | 50.06 | 43.61 | 29.97 | 13.82 | 8.99 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

**投资要点** ..... **5**

**区别于市场观点** ..... **6**

**景旺电子：汽车+AI 双轮驱动的 PCB 头部厂商** ..... **7**

PCB 行业老兵，“1+1+N”战略打开成长空间 ..... 7

公司营收逐年增长，AI 高端产品放量后业绩可期 ..... 9

AI 浪潮下 PCB 市场前景广阔，看好高端头部厂商 ..... 14

**AI 基础设施加速建设，驱动高端 PCB 需求扩张** ..... **17**

光模块向更高速率演进，PCB 迈进同步升级之路 ..... 17

mSAP 带动 PCB 价值重塑 ..... 18

公司 AI PCB 技术储备深厚，高端竞争优势领先 ..... 22

**汽车 PCB 构筑公司稳定基本盘** ..... **27**

汽车电动化、智能化深入发展，PCB 需求扩容 ..... 27

公司汽车 PCB 龙头地位稳固，持续发挥“现金牛”作用 ..... 30

**盈利预测、估值与投资建议** ..... **32**

估值与投资建议 ..... 35

风险提示 ..... 36

# 图表目录

图表 1： 景旺电子 PCB 产品单价预测 ..... 5

图表 2： 景旺电子 PCB 产品毛利率预测 ..... 5

图表 3： 景旺电子 PCB 产品销售量预测 ..... 5

图表 4： 景旺电子归母净利润预测 ..... 5

图表 5： 景旺电子发展历史 ..... 7

图表 6： 公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日） ..... 7

图表 7： 景旺电子高管团队背景 ..... 8

图表 8： 公司“1+1+N”业务布局 ..... 8

图表 9： 公司 2026 年激励计划考核目标 ..... 9

图表 10： 发行 H 股募集资金用途 ..... 9

图表 13： 公司各类产品销量 ..... 10

图表 14： 公司各类产品单价 ..... 10

图表 15： 公司营收拆分-按产品形态 ..... 11

图表 16： 公司毛利率-按产品形态 ..... 11

图表 19： 毛利率同业对比 ..... 12

图表 20： 净利率同业对比 ..... 12

图表 25： 公司生产基地（截至 2026 年 4 月 30 日） ..... 13

图表 26： 公司产能利用率情况 ..... 14

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 27： PCB 产业链 ..... 14
图表 28： 6 层 PCB 结构示意图 ..... 14
图表 29： 覆铜板结构示意图 ..... 14
图表 30： PCB 生产地分布 ..... 15
图表 31： 2025 年全球头部 PCB 制造商 ..... 15
图表 32： 全球 PCB 产品结构及各类别增速 ..... 16
图表 38： 光模块 PCB 技术要求演进 ..... 18
图表 39： 不同等级覆铜板材料关键性能参数对比 ..... 18
图表 43： Tenting、mSAP、SAP 工艺对比 ..... 20
图表 46： mSAP PCB 产品在光模块领域的市场空间预测 ..... 21
图表 49： 公司通信及数据基础设施产品 ..... 23
图表 53： 金湾生产基地 50 亿额外投资计划 ..... 26
图表 57： 智能驾驶增量 PCB 具体应用举例 ..... 28
图表 64： 2025 年全球前五大汽车电子 PCB 制造商 ..... 30
图表 65： 公司汽车 PCB 产品覆盖范围 ..... 31
图表 66： 景旺电子：盈利预测 ..... 32
图表 67： 公司印制电路板盈利预测 ..... 32
图表 68： 景旺电子印制电路板单位材料成本情况 ..... 34
图表 69： 7628 电子布价格情况 ..... 34
图表 70： 公司印制电路板盈利预测-按下游应用拆分 ..... 34
图表 71： 可比公司估值 ..... 35
图表 72： 景旺电子 PE-Bands ..... 36
图表 73： 景旺电子 PB-Bands ..... 36

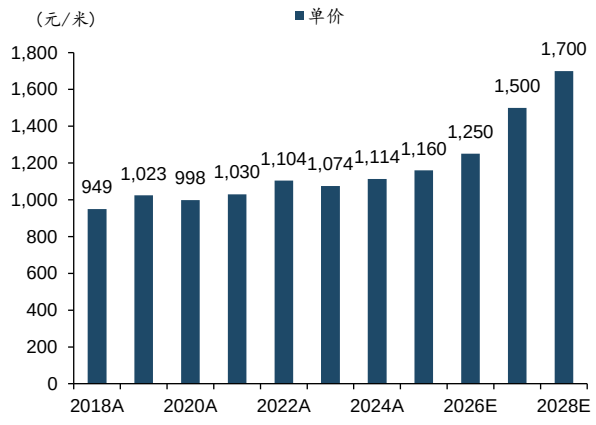
下载日志已记录，仅供内部参考



## 投资要点

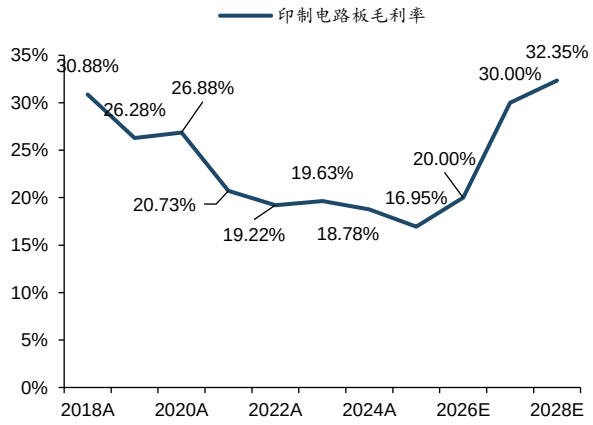
我们认为，景旺电子的核心投资逻辑是“汽车基本盘+AI 第二曲线”共同驱动下 PCB 主业的量价齐升。量的维度，来自 AI 服务器、800G/1.6T 光模块、高速交换机等 AI 基础设施需求放量，以及金湾、信丰、泰国新产能的陆续投放，我们预计公司 PCB 销量 2026-2028 年同比增长 20.66%/20.00%/20.00%。价的维度，来自高阶 HDI、HLC、mSAP、多层 PTFE 等高附加值产品占比提升——2023 年以来 HDI 与 FPC 累计 ASP 分别提升 61.11%/31.96%，我们预计 PCB 单平米售价由 2025 年的 1159.88 元升至 2026-2028 年的 1250/1500/1700 元，同比+7.77%/+20.00%/+13.33%。

**图表1：景旺电子 PCB 产品单价预测**




资料来源：Wind，华泰研究预测

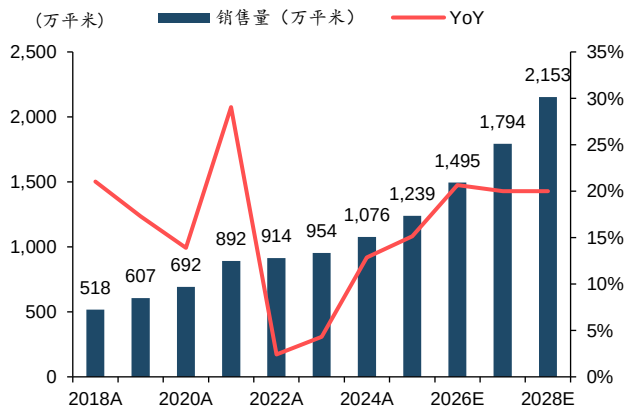
**图表2：景旺电子 PCB 产品毛利率预测**




资料来源：Wind，华泰研究预测

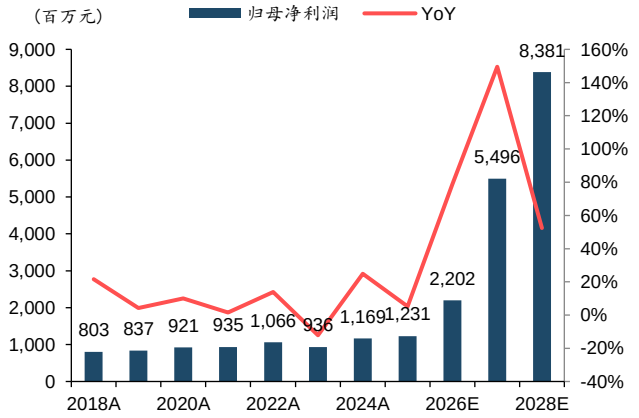
公司盈利释放仍处于前半段。26H1 归母净利润同比下滑 7.38%，主因原材料涨价与汇兑损失。但我们观察到，公司高端产品的价格传导显著顺畅于中低端：2024-2025 年公司 HDI 产品价格涨幅分别达 20.73%/24.65%，明显高于同期平均材料成本涨幅（5.00%/7.97%），“结构升级→单位毛利扩张”的路径已获验证。随着客户涨价谈判整体有序推进、金湾高端产能爬坡带来规模效应释放，我们预计 PCB 业务毛利率将由 2025 年的 16.95%提升至 2026-2028 年的 20.00%/30.00%/32.35%，单平米毛利由 196.60 元升至 250/450/550 元；预计 2026-2028 年归母净利润为 22.02/54.96/83.81 亿元，同比增长 78.92%/149.52%/52.50%。

**图表3：景旺电子 PCB 产品销售量预测**




资料来源：Wind，华泰研究预测

**图表4：景旺电子归母净利润预测**




资料来源：Wind，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考



## 区别于市场观点

主流观点认为公司是“汽车 PCB+全品类制造”厂商，我们认为公司是被低估的 AI 高端 PCB 稀缺供应商。根据公司 2025 年年报，其在 90 天内通过 9 阶 HDI 客户认证、成为全球先进 GPU 多层 PTFE PCB 的少数供应商之一。公司当前 AI 相关收入占比较低（2025 年约 10%），AI 收入向上弹性更大，公司 2026 年 1-4 月通信及数据基础设施收入同比+114.58%、占比升至 15.6%，叠加金湾 50 亿元高端产能 2026-2027 年集中投放，公司收入结构与盈利能力有望向 AI 算力头部厂商靠拢，估值体系亦有望从“传统汽车 PCB 周期股”切换至“AI 算力材料成长股”。

下载日志已记录，仅供内部参考

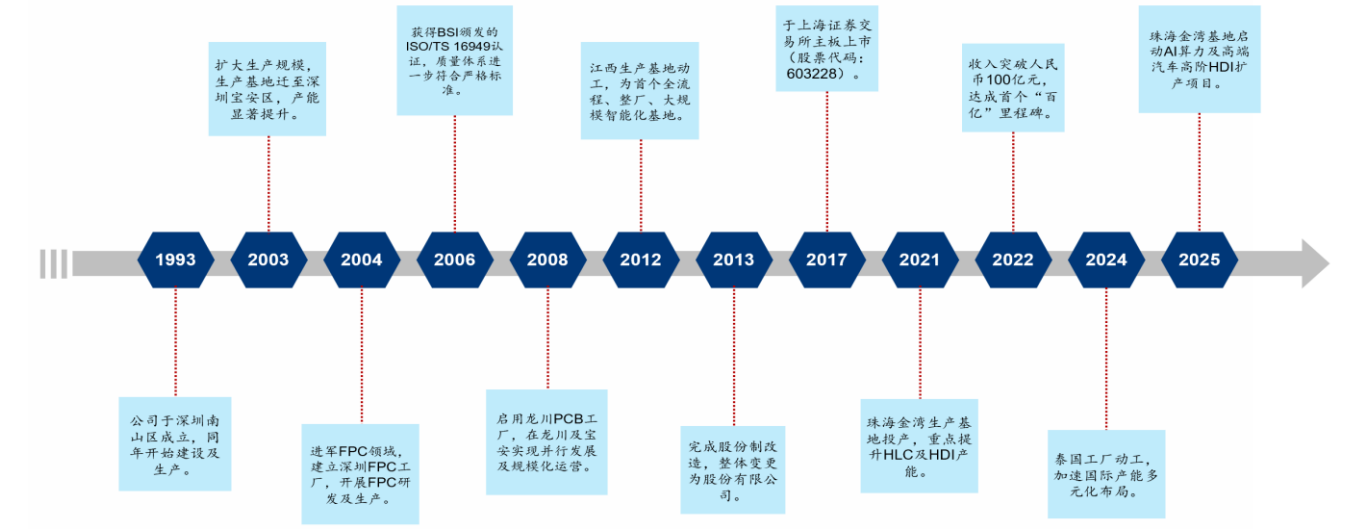


# 景旺电子：汽车+AI 双轮驱动的 PCB 头部厂商

## PCB 行业老兵，“1+1+N”战略打开成长空间

**景旺电子深耕 PCB 三十余载，是国内领先、具有全球竞争力的头部厂商。**公司成立于 1993 年，自成立起就专注于 PCB 制造，公司 2017 年成功在上交所主板上市，2022 年收入首次突破百亿，2024 年泰国工厂开工奠基、开启了布局全球的战略征途。目前，公司拥有深圳、龙川、吉水、信丰、珠海、富山、泰国 7 大生产基地，共 13 个工厂，全球超过 23,000 名员工。根据灼识咨询，按 2025 年营收计，公司在全球 PCB 制造商中排名第 11，占市场份额 2.5%，是中国大陆第五大 PCB 制造商，在汽车电子 PCB 细分赛道排名全球第一。

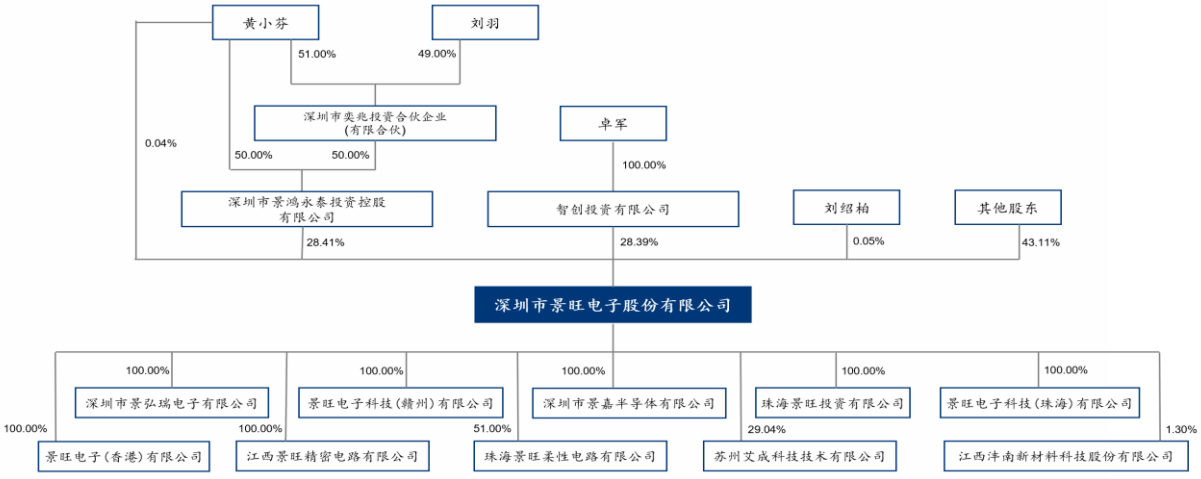
**图表5：景旺电子发展历史**




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**公司股权结构稳固，高管团队经验丰富。**截至 2026 年 6 月 30 日，公司控股股东为景鸿永泰、智创投资，实际控制人为刘绍柏、黄小芬和卓军，控股股东及其一致行动人合计持股 56.89%。公司管理层具备丰富的产业经验和前瞻性的战略视野，多名高管长期在公司任职。

**图表6：公司股权结构（截至 2026 年 6 月 30 日）**




资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表7：景旺电子高管团队背景**

| 姓名 | 年龄 | 职务 | 经历 |
|---|---|---|---|
| 刘绍柏 | 64 | 董事长、董事 | 中国国籍，无境外永久居留权，高级管理人员工商管理硕士，会计师职称。历任深圳锦龙无线电公司财务部长、深圳市南山区工业发展公司副总经理，1993 年 3 月至 2022 年 8 月任深圳市景旺电子股份有限公司总裁、董事长，现任深圳市景旺电子股份有限公司董事长。 |
| 卓勇 | 59 | 副董事长、董事 | 大专学历。中国香港居民，历任香港黄林梁郭会计师事务所审计师、新世纪集团会计部经理，2000 年 12 月入职深圳市景旺电子股份有限公司，历任财务总监、副总裁，现任深圳市景旺电子股份有限公司副董事长。 |
| 刘羽 | 40 | 董事、总裁 | 理学硕士学位、高级工商管理硕士学位。2012 年 3 月加入深圳市景旺电子股份有限公司，历任部门经理、事业部总经理、事业群副总裁、事业群总裁、公司副总裁，现任深圳市景旺电子股份有限公司董事、总裁。 |
| 邓利 | 49 | 职工董事、副总裁 | 中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，高级工商管理硕士。2000 年 7 月至今任职于深圳市景旺电子股份有限公司，历任部门经理、事业部总经理，现任深圳市景旺电子股份有限公司董事、副总裁。 |
| 王俊 | 47 | 副总裁 | 中国国籍，无境外永久居留权。高级工程师职称，深圳市地方级领军人才、宝安区高层次科技创新人才、“广东省高可靠性汽车印制电路板工程技术研究中心”主任。历任深圳市景旺电子股份有限公司副总工程师、技术中心主任、产品线技术总监、集团技术总监，现任深圳市景旺电子股份有限公司集团副总裁。 |
| 董晓军 | 67 | 副总裁 | 中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。1996 年至 2022 年 4 月任广东生益科技股份有限公司副总经理等职务，现任深圳市景旺电子股份有限公司副总裁。 |
| 卓军 | 60 | 董事 | 中国香港居民，高中学历。1996 年至今任职于深圳市景旺电子股份有限公司，现任深圳市景旺电子股份有限公司董事。 |
| 黄小芬 | 63 | 董事 | 大学学历，中国国籍，无境外永久居留权，会计师职称。2007 年 10 月至今任职于深圳市景旺电子股份有限公司，现任深圳市景旺电子股份有限公司董事。 |

资料来源：Wind，华泰研究

**公司产品矩阵多元，“1+1+N”业务布局清晰。**公司具备完善的 PCB 产品组合，能够制造和提供单双面 PCB、多层 PCB、HDI PCB、FPC、金属基 PCB（MPCB）及刚挠结合板等多种产品。广泛的产品组合使公司具备提供完整的一站式 PCB 解决方案的能力，有利于公司在广泛的应用领域中把握业务机会、深度切入客户供应链。

**图表8：公司“1+1+N”业务布局**




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**股权激励强化人才绑定，进取目标彰显成长信心。**公司 2026 年股票期权与限制性股票激励计划共覆盖 1,190 人，包括公司董事、高管与核心管理、技术、业务人员，人数相比 2024 年激励计划的 916 人有所增加，进一步体现公司对核心人才的重视。此次激励计划的考核期为 2026-2029 年，对营业收入和剔除股份支付费用后的归母净利润设定了目标，任一指标达标即可。以目标值计，对应 2026-2029 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 24.69/45.61%，以触发值计为 18.32/37.40%，即使在保守预期下增速仍然较高。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表9：公司 2026 年激励计划考核目标**

| | 年度营业收入 | | | | 年度净利润 | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 考核年度 | 触发值 | 增长率 | 目标值 | 增长率 | 触发值 | 增长率 | 目标值 | 增长率 |
| 2026 年 | 180.00 | 17.6% | 190.00 | 24.1% | 20.03 | 62.7% | 22.00 | 78.7% |
| 2027 年 | 210.00 | 37.2% | 240.00 | 56.8% | 25.08 | 103.7% | 27.44 | 122.9% |
| 2028 年 | 250.00 | 63.3% | 300.00 | 96.0% | 32.75 | 166.0% | 38.97 | 216.6% |
| 2029 年 | 300.00 | 96.0% | 370.00 | 141.7% | 43.88 | 256.5% | 55.34 | 349.6% |
| 26-29 年 CAGR | 18.32% | - | 24.69% | - | 37.40% | - | 45.61% | - |

注：触发值、目标值单位均为亿元，增长率为相对 2025 年的增长率
资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

**赴港上市加速全球化布局，高端产能与技术研发持续加码。**公司拟发行 H 股并在港交所主板上市，已获中国证监会备案并于 2026 年 7 月 3 日向港交所递交申请，目前正处于港交所审核阶段。此次赴港上市或将进一步拓宽公司国际融资渠道、提升全球品牌影响力。募集资金将主要用于扩充并升级高附加值 PCB 产能，以承接 AI 驱动的增量需求，同时加大新一代技术研发与储备投入。

**图表10：发行 H 股募集资金用途**

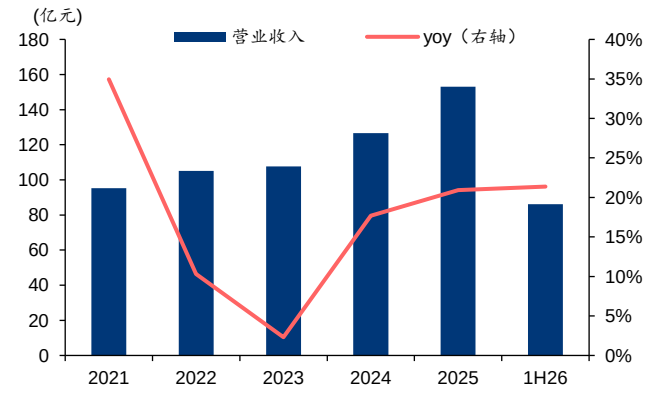



资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

## 公司营收逐年增长，AI 高端产品放量后业绩可期

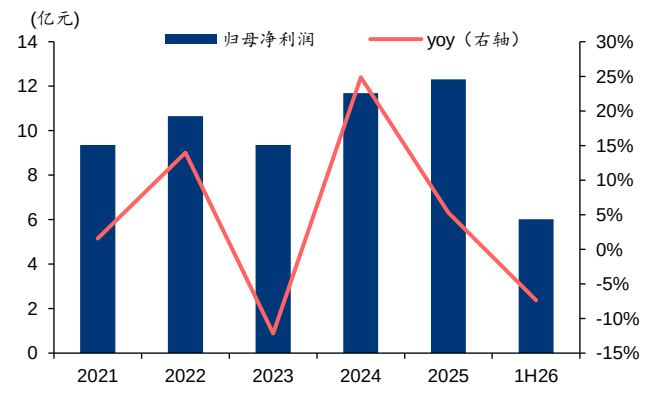
**公司营收稳步扩大，利润端短期承压。**2021-2025 年公司营收逐年增长，22-25 年 CAGR 为 12.57%。1H26 公司实现营业收入 86.11 亿元，同比增长 21.37%，实现归母净利润 6.02 亿元，同比下滑 7.38%。公司利润端受原材料涨价、人民币升值带来汇兑损失增加等影响短期承压。

**图表11：公司营业收入及增速**




资料来源：Wind，华泰研究

**图表12：公司归母净利润及增速**




资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**从产品形态看，公司产品结构逐渐优化。**

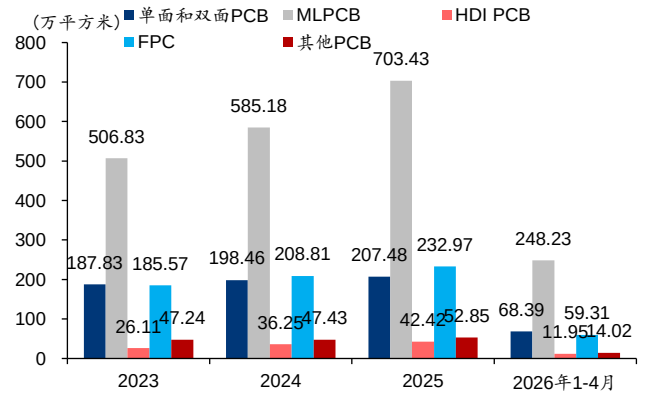
**销量：** 2023-2025 年，HDI、MLPCB 与 FPC 的销量累计增幅分别为 62.47/38.79/25.54%，其余产品略超 10%。HDI 增长主要受高端客户导入、高端应用拓展及 AI 相关高端产品逐步放量驱动；MLPCB 的应用范围广泛，同时覆盖汽车电子、AI、工控、医疗等多领域，增长主要受汽车基本盘扩张叠加 AI 增量共同推动；FPC 主要应用于消费电子领域，在汽车与 AI 眼镜、折叠屏等新兴产品中也有应用，增长受消费电子复苏、汽车订单增加与新兴产品需求释放共同拉动。

**价格：**公司各产品价格差异明显，每期 ASP 均为 HDI＞FPC＞其他 PCB（主要包括 MPCB 和刚挠结合板）＞MLPCB＞单面和双面 PCB。2023 年以来 HDI 和 FPC 的累计 ASP 提升幅度分别为 61.11/31.96%，其他产品未超过 10%。本身价值量较高的产品的平均价格涨幅也更大，我们推测一方面技术持续升级及对高技术含量产品的需求增长带来价格提升，另一方面公司或对这两类产品内部的结构也进行了优化，产能或更多地向高价值产品倾斜，并适当淘汰低价拖累项。

**营收：**2023-2025 年营收累计增幅较大的有 HDI（144.43%）、FPC（47.81%）与 MLPCB（38.55%），其中 HDI 与 FPC 受销量与价格增长共同驱动，而 MLPCB 价格变化不明显，基本上仅由销量增长驱动。HDI 等高端品类实现量价齐升，反映公司产品结构优化取得初步成效。

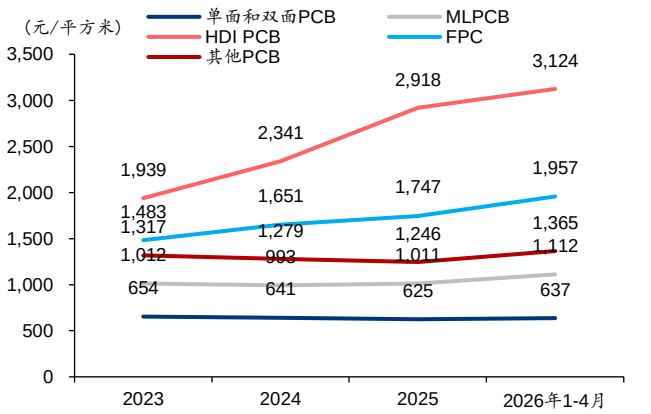
**毛利率：**HDI 与 FPC 整体改善，其他板型普遍承压，除了部分新增产能尚处于爬坡阶段以外，我们认为毛利率下滑可能与其他板型中传统低价值产品占比较大有关，在原材料涨价的环境下，中低端产品相比高端产品通常更难将价格传导至下游，就会压缩毛利率。2023-2025 年 HDI 毛利率逐年抬升，而 2026 年 1-4 月同比下降 7.7pct，主要系新高端产能爬坡所致。

**图表13： 公司各类产品销量**




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**图表14： 公司各类产品单价**

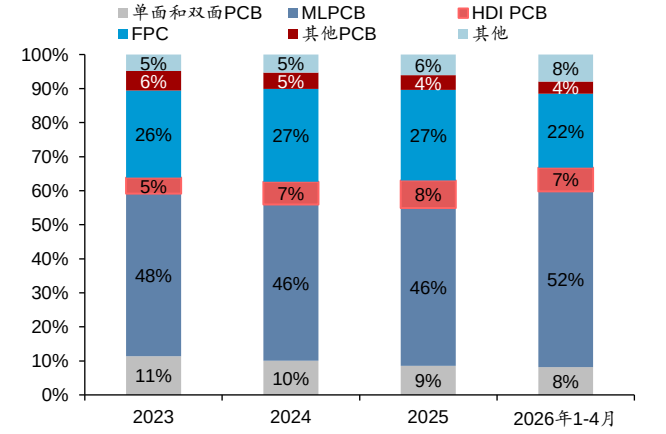



资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

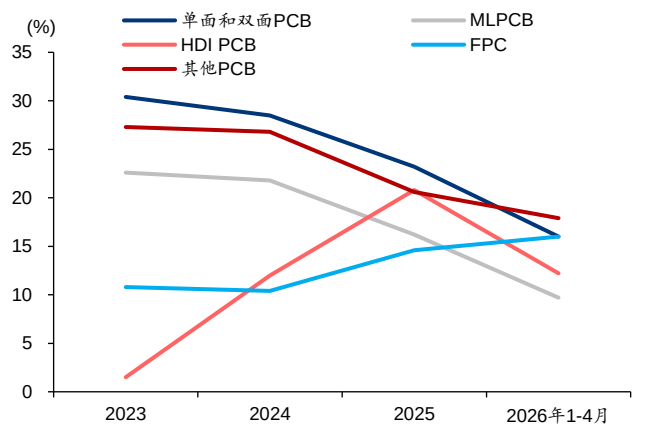


图表15：公司营收拆分-按产品形态




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

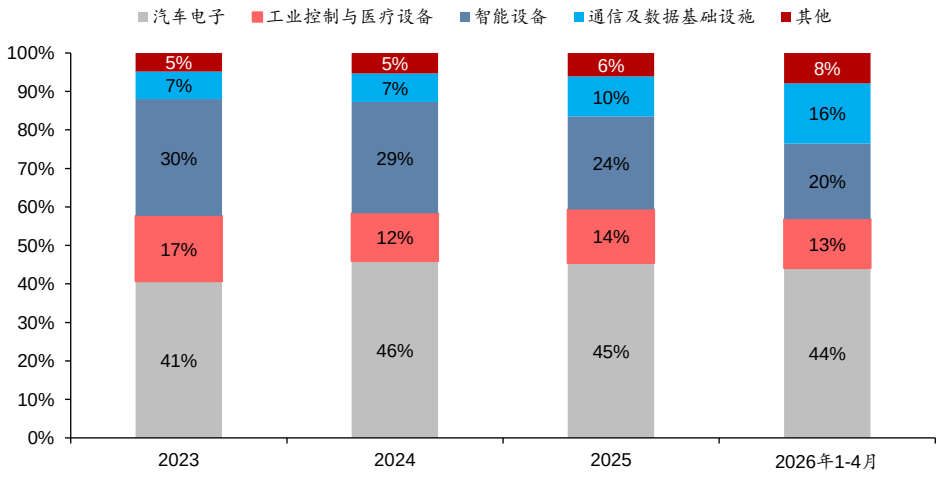
图表16：公司毛利率-按产品形态




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**从终端应用看，结构性变化贴合公司“1+1+N”的发展规划。**汽车电子是公司第一大业务，基本盘稳固，2023-2025 年及 2026 年 1-4 月每期均录得 40%以上的同比增长率，近年来占比稳定在 45%左右。通信及数据基础设施占比快速提升，体现了公司积极把握 AI 基建趋势、持续加码 AI 相关业务布局，2025 年实现收入 15.91 亿元，同比增长 70.67%；2026 年前 4 个月实现收入 8.33 亿元，同比增长 114.58%。随着 AI 相关高端产品的产能放量，公司收入结构与毛利率有望同步改善。

图表17：营收拆分-按终端应用



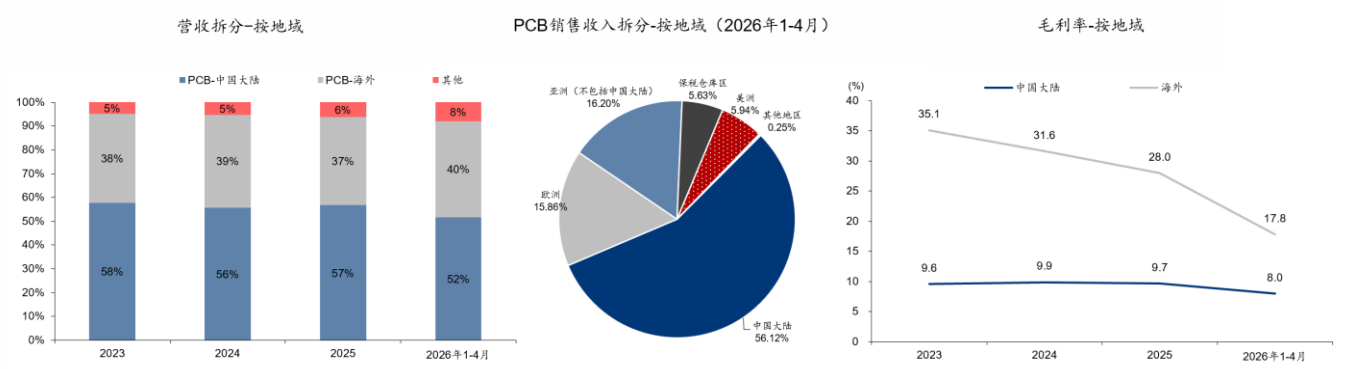

资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**从销售地域看，海外市场的毛利率更高。**海外市场的竞争饱和度低，客户更愿意为可靠及技术先进的产品支付费用，因此公司在海外市场享有更大的定价权和更优惠的条款，使海外市场的毛利率显著高于中国大陆市场。2026 年 1-4 月中国大陆、海外 PCB 销售毛利率分别为 8.0/17.8%。公司海外收入有所上升，2026 年 1-4 月在 PCB 销售中的占比已达 43.88%。

下载日志已记录，仅供内部参考



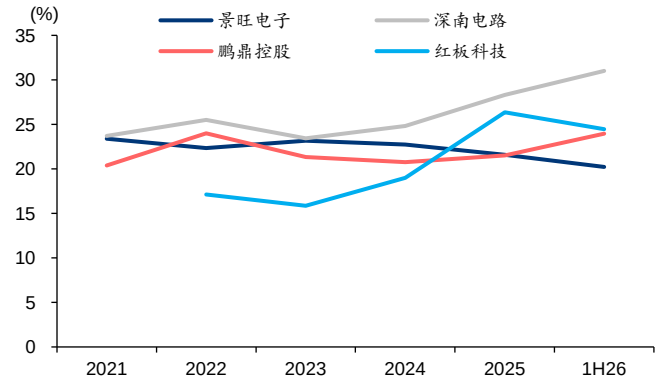
**图表18：按销售地域拆分情况**




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

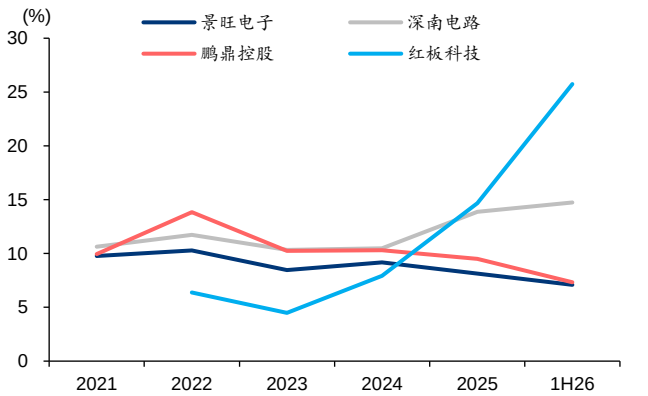
**公司毛利率、净利率短期承压，后续随产品结构优化有望改善。**公司 2025、1H26 毛利率分别为 21.59/20.22%，净利率分别为 8.13/7.09%，近年来有所下滑，主要原因有原材料价格上涨、新生产基地爬坡、汽车电子行业竞争加剧等。公司表现在同业中并不优秀，我们认为与公司产品结构、下游结构与产能所处阶段有关。公司目前仍带有较强的“汽车电子+全品类规模制造”属性，2025 年营收中通信及数据基础设施占比仅为 10.4%，且仍处于产能爬坡阶段，高端产品对毛利拉动尚未充分体现。而同业其他盈利能力较强的公司产品结构已明显偏向 AI 算力。尽管公司当前 AI 相关业务占比较低，但公司已将其定位为“重点发展业务”，且具备 40 层以上高多层板、6 阶 22 层 HDI 及 mSAP 14 层 HDI 等高端量产能力，并已完成部分头部客户认证，随着金湾基地高端 HDI/HLC 扩产逐步落地，良率和产能利用率将持续爬坡，公司的盈利能力有望同步改善。

**图表19：毛利率同业对比**




资料来源：Wind，华泰研究

**图表20：净利率同业对比**



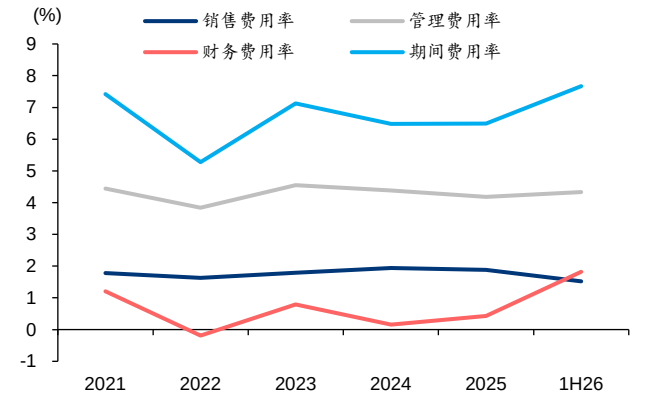

资料来源：Wind，华泰研究

**公司期间费用基本保持稳定。**1H26 公司销售、管理、财务费用率分别为 1.52/ 4.33/ 1.82%，近年来销售、管理费用率基本保持稳定，财务费用率窄幅波动。1H26 财务费用率同比上升 2.05pct，主要系汇兑损失较大幅度上升所致。公司期间费用率处于行业较高水平，我们认为与其多业务、多基地的经营模式有关，且公司尚处于扩产阶段，收入增长带来的费用摊薄效应还未充分显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

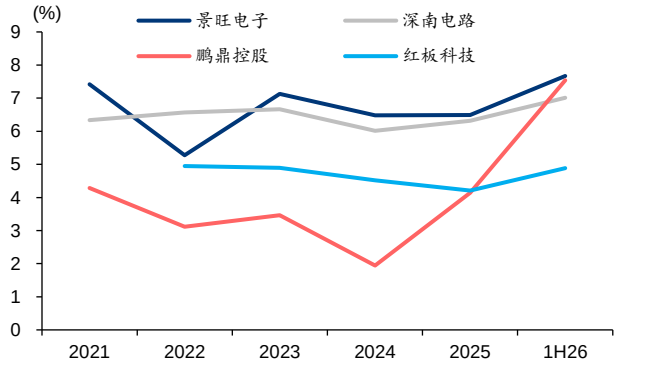


**图表21：公司各项费用率**




资料来源：Wind，华泰研究

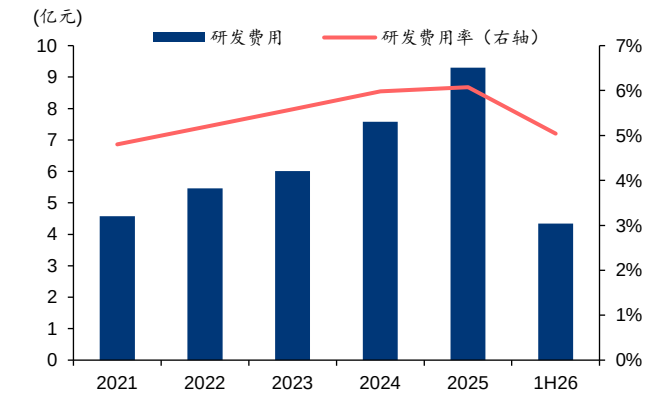
**图表22：期间费用率同业对比**




资料来源：Wind，华泰研究

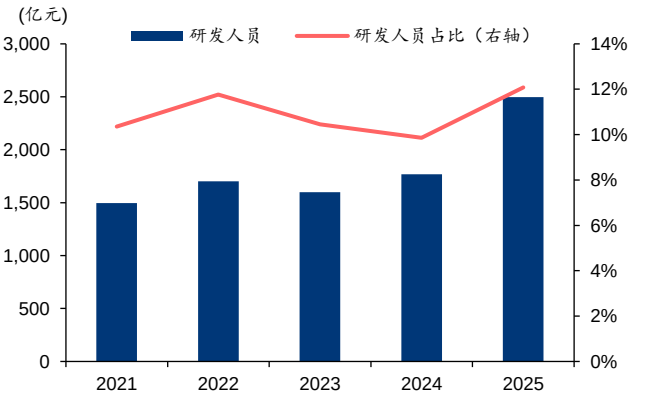
**公司长期重视研发投入及人才引进，持续以技术升级驱动高端产品迭代。**2021–2025 年，公司研发费用由 4.58 亿元提升至 9.30 亿元，研发费用率由 4.80%提升至 6.07%；研发人员由 1,497 人增至 2,498 人，占员工总人数比例由 10.35%提升至 12.08%。截至 2026 年 4 月 30 日，公司研发团队达 2,582 人，核心研发人员平均拥有逾 18 年 PCB 行业经验。雄厚的研发能力已推动公司在高阶 HDI、高多层板、AI 服务器 PCB 等多个高端领域实现技术突破。未来五年，公司将继续加码研发投入，计划招募 1,000 名研发人才，其中专注于解决核心技术挑战的高层次人才超 80 名。

**图表23：公司研发费用及研发费用率**




资料来源：Wind，华泰研究

**图表24：公司研发人员及占比**




资料来源：公司公告，华泰研究

**公司整体产能利用率较高，现有产能消化情况良好。**截至 2026 年 4 月 30 日，公司共有 6 个生产基地、12 个现代化工厂在产，均位于中国大陆，泰国生产基地正在建设中。2023-2025 年公司整体产能利用率分别为 90.9/96.6/93.2%；2026 年 1-4 月为 85.6%，主要受春节假期影响。

**图表25：公司生产基地（截至 2026 年 4 月 30 日）**

| 生产基地 | 所在地 | 占地面积（平方米） | 主要产品 | 投产年份 |
|---|---|---|---|---|
| 金湾 | 广东省珠海市 | 157,381 | HDI、SLP、HLC | 2021 年 |
| 龙川 | 广东省河源市 | 273,592 | RPCB、FPC、MPCB | 2008 年 |
| 吉水 | 江西省吉安市 | 243,676 | RPCB | 2014 年 |
| 信丰 | 江西省赣州市 | 219,106 | RPCB | 2025 年 |
| 深圳 | 广东省深圳市 | 92,466 | RPCB、FPC | 1993 年 |
| 富山 | 广东省珠海市 | 85,542 | FPC | 2004 年 |

资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表26：公司产能利用率情况**

| | 2023 年 | | | 2024 年 | | | 2025 年 | | | 2026 年 1-4 月 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 设计产能 | 总产量 | 利用率 | 设计产能 | 总产量 | 利用率 | 设计产能 | 总产量 | 利用率 | 设计产能 | 总产量 | 利用率 |
| RPCB | 7,421.0 | 6,816.4 | 91.9% | 7,686.9 | 7,673.4 | 99.8% | 9,853.1 | 9,148.0 | 92.8% | 3,410.4 | 3,051.1 | 89.5% |
| FPC | 2,043.1 | 1,812.8 | 88.7% | 2,413.7 | 2,140.2 | 88.7% | 2,488.8 | 2,365.7 | 95.1% | 851.3 | 638.1 | 75.0% |
| MPCB | 538.0 | 462.3 | 85.9% | 550.9 | 476.6 | 86.5% | 570.0 | 517.8 | 90.8% | 208.9 | 139.8 | 66.9% |
| 总计 | 10,002.1 | 9,091.6 | 90.9% | 10,651.5 | 10,290.2 | 96.6% | 12,911.9 | 12,031.5 | 93.2% | 4,470.6 | 3,829.0 | 85.6% |

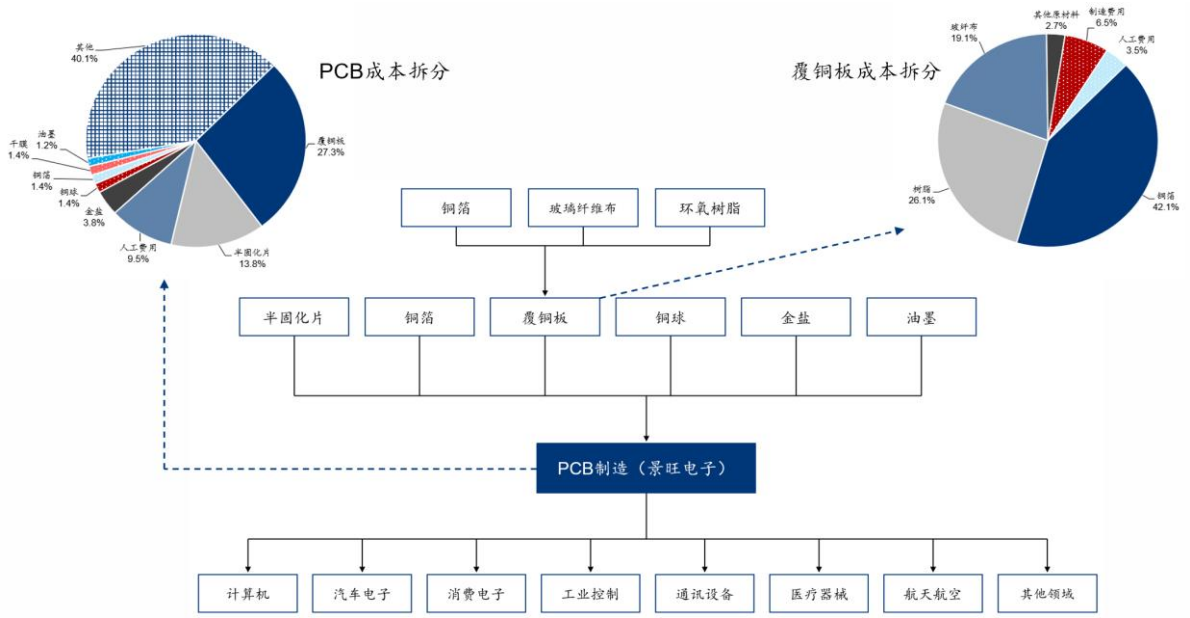
注：设计产能、总产量单位均为千平方米

资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

## AI 浪潮下 PCB 市场前景广阔，看好高端头部厂商

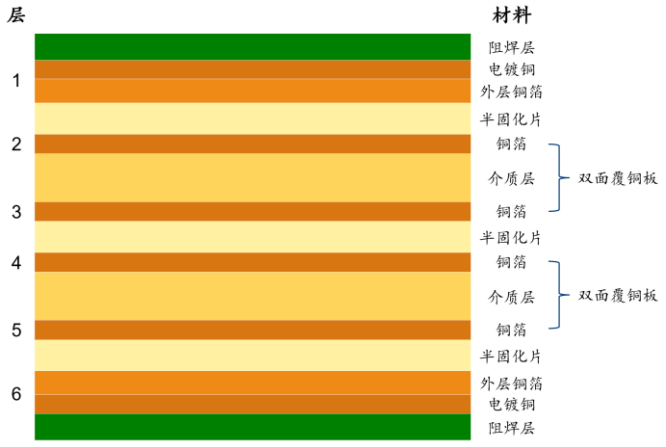
**PCB 是电子系统最基础、最通用的载体之一，被誉为“电子产品之母”。**PCB 通过在绝缘基材上形成导电线路，为芯片、电阻、电容及连接器等元器件提供机械支撑、信号传输和电源分配，下游应用广泛，绝大多数现代电子产品都需要用到 PCB。PCB 产业链上游以原材料为主，其中覆铜板（CCL）是成本占比最高的核心材料，而铜箔是覆铜板的最主要成本来源。

**图表27：PCB 产业链**



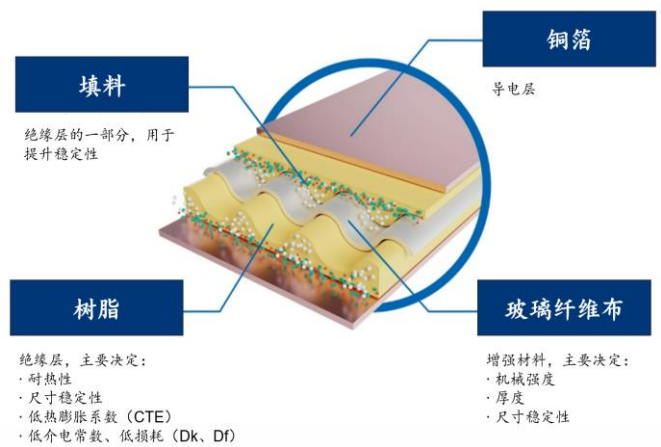

资料来源：红板科技招股说明书，中商产业研究院，华泰研究

**图表28：6 层 PCB 结构示意图**




资料来源：Nanotech Elektronik 官网，华泰研究

**图表29：覆铜板结构示意图**



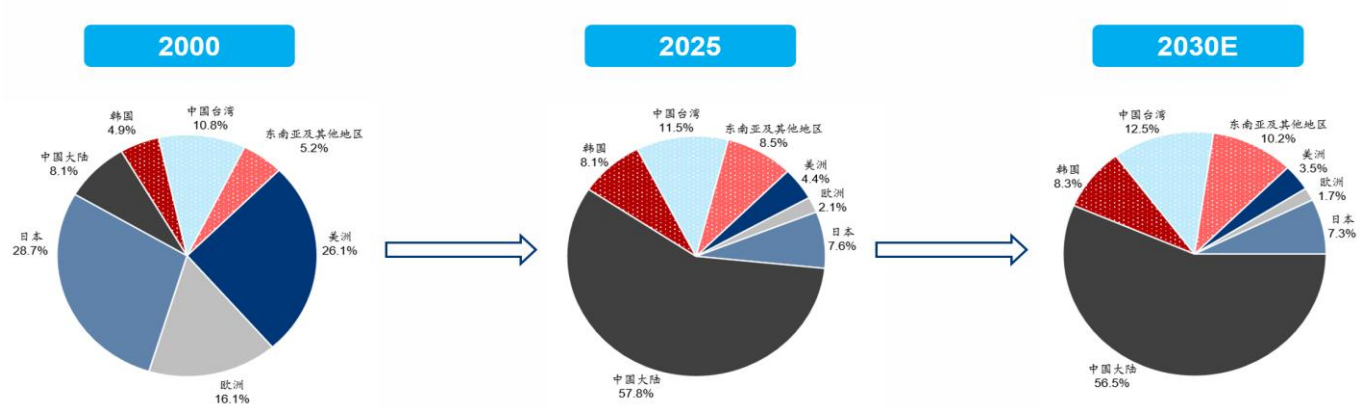

资料来源：斗山电子材料官网，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**PCB 生产地主要集中在东亚，中国占全球产值约七成。**欧美 PCB 产能逐步转向东亚，根据 Prismark 数据，欧美产值占比已由 2000 年的 42.2%下降至 2025 年的 6.5%，当前中国大陆和中国台湾拥有最完整的 PCB 产业链及主要高端产能。预计未来新增产能或向东南亚有所延伸，但整体格局基本保持不变。

**图表30： PCB 生产地分布**




资料来源：Prismark，华泰研究

**PCB 行业整体竞争格局分散，但分化明显，高端市场集中度相对较高。**整体来看，全球 PCB 行业竞争激烈且分散，根据各上市公司公告及灼识咨询数据，2025 年全球第一大 PCB 制造商市占率仅 6.9%，行业 CR5 为 23.2%，CR10 为 37.6%。分结构看，普通板产品同质化程度高、供给充分，市场竞争已趋红海，厂商议价能力和盈利空间受限，而高端产品厂商近年来在 AI 浪潮下收入与利润增长表现显著更优。高端市场亦相对更集中，以部分细分方向为例，2025 年全球数据中心 PCB 的 CR5 为 35.2%，22 层及以上多层 PCB 为 62.3%，边缘 AI 设备 PCB 为 71.3%。

**图表31： 2025 年全球头部 PCB 制造商**

| 排名 | 公司名称 | 国家（地区） | 2025 年销售额（百万美元） | 市占率（%） |
|---|---|---|---|---|
| 1 | 臻鼎科技 | 中国台湾 | 5,895.5 | 6.9 |
| 2 | 欣兴电子 | 中国台湾 | 4239.1 | 5.0 |
| 3 | 东山精密 | 中国大陆 | 3,615.3 | 4.2 |
| 4 | 深南电路 | 中国大陆 | 3,150.7 | 3.7 |
| 5 | TTM Technologies | 美国 | 2,906.3 | 3.4 |
| 6 | 沪电股份 | 中国大陆 | 2,560.2 | 3.0 |
| 7 | 胜宏科技 | 中国大陆 | 2,551.8 | 3.0 |
| 8 | 华通电脑 | 中国台湾 | 2,454.7 | 2.9 |
| 9 | 健鼎科技 | 中国台湾 | 2,370.8 | 2.8 |
| 10 | MEKTEC | 日本 | 2,273.0 | 2.7 |
| **前十大合计** | | | **32,017.4** | **37.4** |
| 11 | **景旺电子** | **中国大陆** | **2,127.5** | **2.5** |

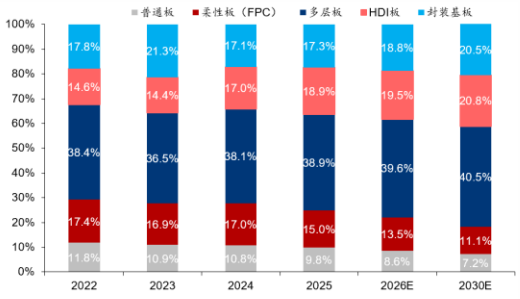
资料来源：各上市公司公告，灼识咨询，Prismark，华泰研究

**PCB 市场规模有望持续扩大，AI 相关高端 PCB 高景气。**根据 Prismark 数据，受 AI 相关基础设施、高速网络及通信的强劲需求拉动，2025 年全球 PCB 市场规模约为 858 亿美元，同比增长 16.7%，预计 2030 年将达到 1,446 亿美元，26-30 年 CAGR 为 11.00%。产品结构向高端化迁移，多层板、HDI 和封装基板的增速显著高于低端品，占比有望持续提升。结合行业集中度与未来市场空间的分化，我们认为 PCB 行业的核心机会将集中于具备高端产品能力、能够持续承接 AI 需求的头部厂商。

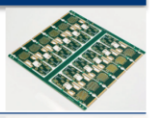
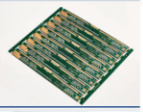
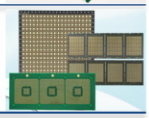
下载日志已记录，仅供内部参考



**图表32：全球 PCB 产品结构及各类别增速**




| 类别 | 普通板 | 柔性板（FPC） | 多层板 | HDI板 | 封装基板 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2025-2030 CAGR | 4.2% | 4.5% | 11.9% | 13.1% | 14.7% |

| 类别 | 简介 | 示意图 |
|---|---|---|
| 多层板 | 有四层或四层以上导电图形的印制电路板，内层是由导电图形与绝缘粘结片叠合压制而成，外层为铜箔，经压制成为一个整体。为了将夹在绝缘基板中间的印刷导线引出，多层板上安装元件的孔（即导孔）需经金属化孔处理，使之与夹在绝缘基板中的印刷导线连接。多层板导电图形的制作以感光法为主。层数通常为偶数，并且包含最外侧的两层。 |  |
| HDI板 | 即High Density Interconnect（高密度互连技术），是印制电路板技术的一种。HDI板一般采用积层法制造，采用激光打孔技术对积层进行打孔导通，使整块印刷电路板形成了以埋、盲孔为主要导通方式的层间连接。相较于传统多层印制板，HDI 板可提高板件布线密度，有利于先进封装技术的使用；可使信号输出品质提升；还可以使电子产品在外观上变得更为小巧方便。 |  |
| 封装基板 | 即IC封装载板，直接用于搭载芯片，可为芯片提供电连接、保护、支撑、散热、组装等功效，以实现多引脚化，缩小封装产品体积、改善电性能及散热性、超高密度或多芯片模块化的目的。 |  |

资料来源：Prismark，生益电子公告，公司 H 股招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

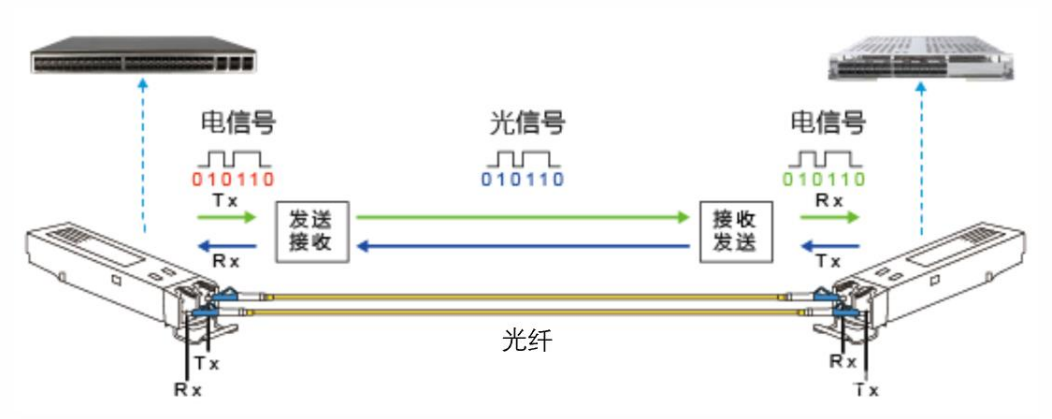


# AI 基础设施加速建设，驱动高端 PCB 需求扩张

## 光模块向更高速率演进，PCB 迈进同步升级之路

**光模块是 AI 数据中心实现高速数据传输和算力互连的核心器件。**随着 AI 模型参数量、训练数据规模的持续增长，单颗芯片内部算力提升已不足以满足需求，大量 GPU、交换机与服务器之间需要通过高速网络协同工作。光模块主要负责电信号与光信号之间的转换，将交换芯片输出的高速电信号转换为光信号并通过光纤传输，再在接收端还原为电信号。相较于传统电互连，光互连在长距离、高速率场景下具有传输损耗低、带宽密度高、功耗相对可控等优势，能够缓解 AI 集群中的通信瓶颈，因此已成为 AI 基础设施中不可或缺的关键连接环节。

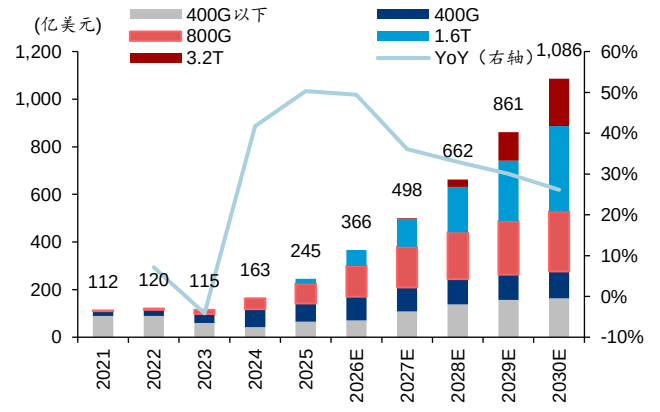
**图表33：光模块工作原理**




资料来源：思瀚产业研究院，华泰研究

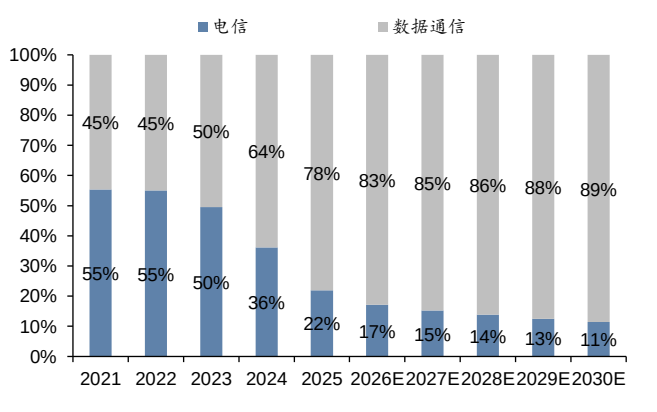
**AI 算力需求推动光模块加速迭代，未来市场空间广阔。**根据 LightCounting 和灼识咨询数据，2025 年全球光模块市场规模约为 245 亿美元，预计 2030 年达 1,086 亿美元，26-30 年 CAGR 为 34.69%；从下游应用看，光模块需求的高速增长主要由 AI 拉动，传统电信领域占比大幅下降。随着 AI 高速互连需求持续增长，光模块正向更高速率迭代，800G 是目前主流，1.6T 已在放量初期，3.2T 则是更远期的演进方向，预计将在 2029 年前后成为新的增长点。

**图表34：全球光模块市场规模**




资料来源：LightCounting，灼识咨询，华泰研究

**图表35：全球光模块应用占比**



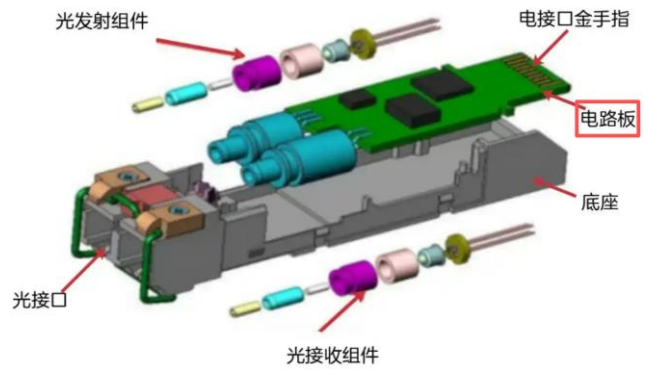

资料来源：LightCounting，灼识咨询，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



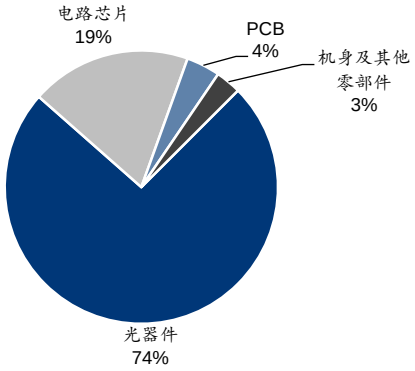
**PCB 占光模块成本比例较低，但具备刚性配套属性。**根据中商产业研究院 2025 年 8 月发布的《2025-2030 年全球光模块产业深度研究及发展前景投资预测分析报告》，光器件（光芯片、TOSA、ROSA 等）、电路芯片、PCB 分别占光模块总成本的 74/19/4%，PCB 占比较低，但每个光模块必须用到 1 块 PCB，因此光模块 PCB 的市场空间与光模块出货量直接相关。

**图表36： 光模块爆炸图**




资料来源：思瀚产业研究院，华泰研究

**图表37： 光模块成本拆分**




资料来源：中商产业研究院，华泰研究

**光模块持续向更高速率迭代，对 PCB 性能提出更高要求。**随着光模块向 800G、1.6T 及更高速率演进，单通道传输速率不断提升，高频信号的传输损耗、串扰及反射问题更加突出，对 PCB 的信号完整性、阻抗控制和加工精度提出更高要求。为提高布线密度并缩短互连路径，光模块 PCB 的线宽/线距和铜厚持续缩小，并使用更先进的工艺与材料。

**图表38： 光模块 PCB 技术要求演进**

| | 400G | 800G | 1.6T | 3.2T |
|---|---|---|---|---|
| **层数** | 10 层 | 10-12 层 / 12-16 层 | 12-16 层 | 12-18 层 |
| **PCB 材料** | M6 | M6/M7 | M6/M7 | BT/ABF |
| **铜厚（μm）** | 20-25 | 最小 15 | 最小 10 | 最小 10 |
| **线宽/线距（μm）** | 75/75 | 60/60 | 25/25 | 15/15 |
| **工艺** | Tenting | Tenting/mSAP | mSAP | SAP |

资料来源：Prismark，华泰研究

**材料端：高等级材料与高加工能力共同构筑壁垒。**更高速率的光模块对 PCB 材料的介电常数（dk）、介质损耗因子（df）及铜箔粗糙度提出了更高要求。采用 M7-M9 等高速低损耗材料及低粗糙度铜箔，可有效提升高速信号的传输稳定性与完整性。材料的价值量随等级与供给紧缺度提升，构成 PCB 制造厂商的成本项，因此需重点关注厂商是否具有强势的议价能力，能否将原材料的涨价顺利传导给下游。材料升级的同时，PCB 制造厂商亦需具备压合、钻孔、涨缩控制及层间结合等精细化加工能力，技术难度、技术壁垒持续上升。

**图表39： 不同等级覆铜板材料关键性能参数对比**

| 材料等级 | 代表型号 | Dk（介电常数） | Df（介质损耗因子） | Tg（玻璃化转变温度） | 测试频率 |
|---|---|---|---|---|---|
| M2 | R-1577 | 4 | 0.013 | 170℃ | 10GHz |
| M4 | R-5725 | 3.68 | 0.0074 | 176℃ | 13GHz |
| M6 | R-5775(N) | 3.34 | 0.0037 | 185℃ | 13GHz |
| M7 | R-5785(N) | 3.31 | 0.0023 | 200℃ | 14GHz |
| M8 | R-5795(U) | 3.08 | 0.0012 | 220℃ | 14GHz |

资料来源：松下官网，华泰研究

## mSAP 带动 PCB 价值重塑

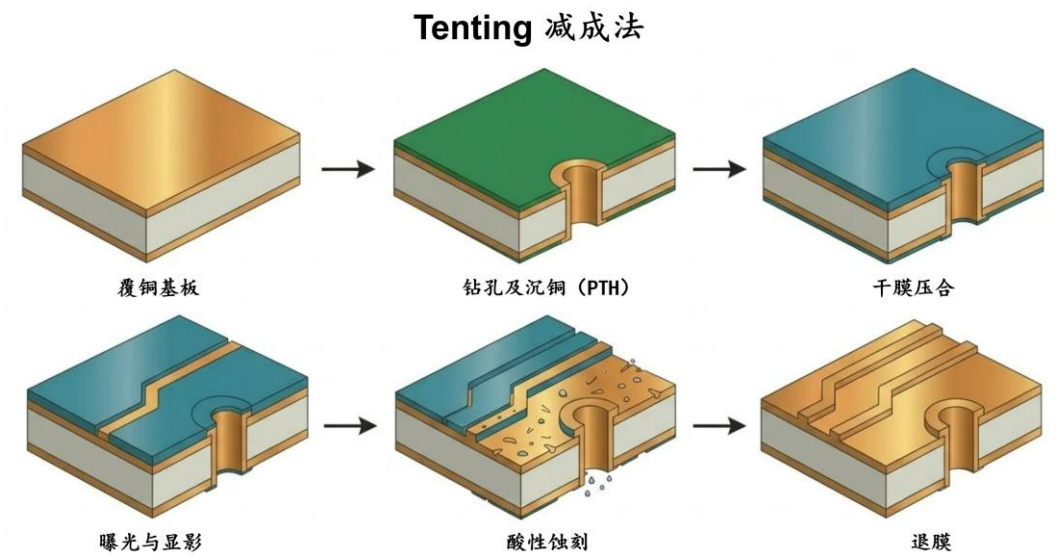
**工艺端：Tenting→mSAP→SAP 演进，mSAP 是当前高端主流工艺。**随着高速光模块 PCB 线宽线距持续缩小，传统 Tenting 的精细线路加工能力逐渐不足，SAP 则是未来前沿发展方向。

下载日志已记录，仅供内部参考



**（1）Tenting：**属于减成法，是 PCB 及低密度封装基板领域最传统、应用最广泛的线路成形技术之一。以覆有较厚铜箔（厚度通常大于 12 μm）的覆铜板（CCL）为起始材料，先在板面压覆干膜光刻胶，通过曝光和显影，使干膜覆盖需要保留的线路区域，随后通过化学蚀刻去除未受干膜保护的铜层，从而形成所需线路图形。减成法最大的问题是侧蚀，在化学蚀刻过程中，铜层会同时沿垂直方向和水平方向被去除，导致线路侧壁受到横向侵蚀，最终形成上窄下宽的梯形截面，从而降低线宽控制精度，并限制线路进一步精细化。

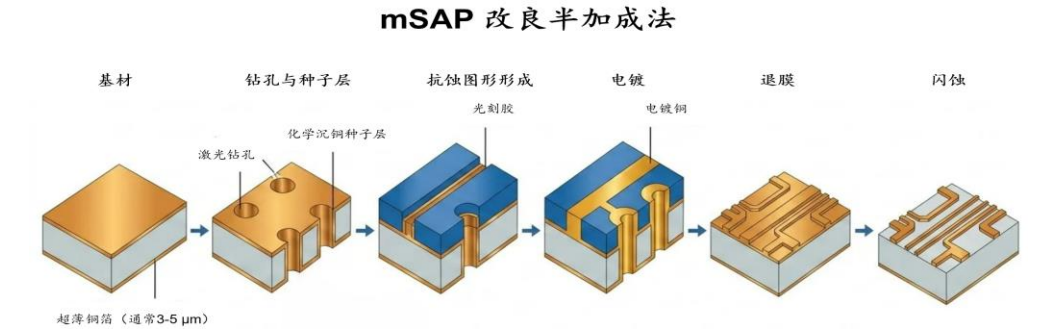
**图表40：Tenting 工艺流程**




资料来源：维动智芯科技官网，华泰研究

**（2）mSAP 改良半加成法：**全称 Modified Semi-Additive Process，与以较厚铜箔为起始材料的减成法不同，mSAP 通常以厚度约为 3-5 μm 的超薄铜箔作为基底或通过化学沉铜形成导电种子层，随后利用图形电镀，仅在需要形成线路的区域选择性增厚铜层，直至达到目标铜厚。图形电镀完成后，通过快速蚀刻去除线路之间残留的超薄底铜或种子层。由于待蚀刻铜层很薄，所需蚀刻时间较短，可显著减轻侧蚀，使线路侧壁更接近垂直、线路截面更接近矩形，线宽/线距可缩小至约 10/10 μm。

**图表41：mSAP 工艺流程**



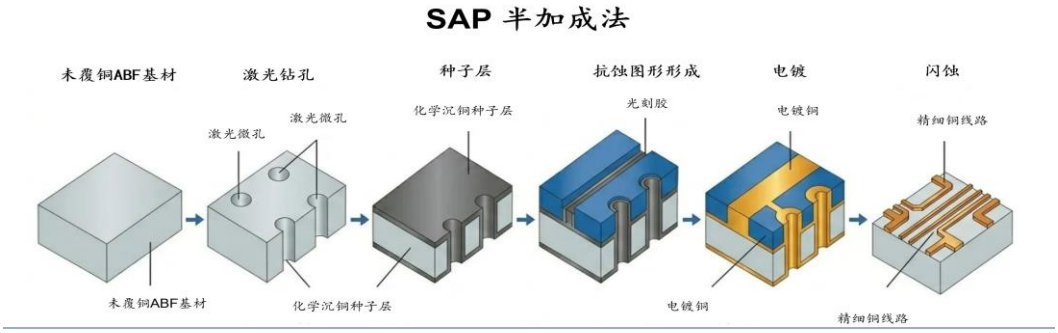

资料来源：维动智芯科技官网，华泰研究

**（3）SAP 半加成法：**全称 Semi-Additive Process，代表了当前精细线路制造的较高技术水平，通常被视为 mSAP 的进一步精细化。与 mSAP 采用超薄铜箔不同，SAP 以无铜介质材料为基础，其中较具代表性的是 ABF（Ajinomoto Build-up Film，味之素堆积膜）。首先在介质材料表面通过化学沉铜形成厚度小于 1 μm 的超薄种子层，随后通过图形电镀在指定区域选择性增厚铜层，从而形成线路。由于种子层极薄，后续闪蚀所需去除的铜量很少，对线路形貌的影响较小，可形成侧壁接近垂直、截面接近矩形的精细线路，线宽/线距可达到约 10/10 μm 以下，同时有利于提高高速信号线路的阻抗控制精度。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表42：SAP 工艺流程**




资料来源：维动智芯科技官网，华泰研究

**图表43：Tenting、mSAP、SAP 工艺对比**

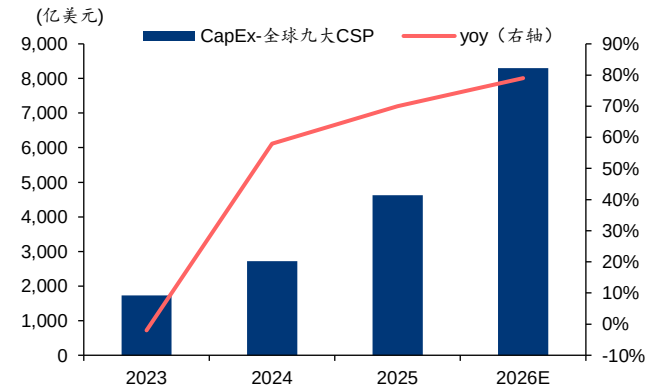
| 工艺 | Tenting | mSAP | SAP |
|---|---|---|---|
| 核心原理 | 蚀刻去除较厚铜箔 | 在超薄铜箔基底上进行电镀增厚 | 在无铜介电层上形成种子层并进行电镀 |
| 线路精度（线宽/线距） | >30 μm | 10–30 μm | <10 μm |
| 线路截面形状 | 梯形（存在侧蚀） | 接近矩形 | 理想矩形 |
| 基材 | 标准覆铜板（CCL） | 超薄铜箔 | ABF（味之素积层膜） |
| 成本及成熟度 | 成本低、工艺高度成熟 | 成本中高、高端产品主流工艺 | 成本很高、前沿工艺 |

资料来源：维动智芯科技，华泰研究

**我们认为光模块 mSAP 或将迎来量价齐升，市场规模有望迅速扩大。**

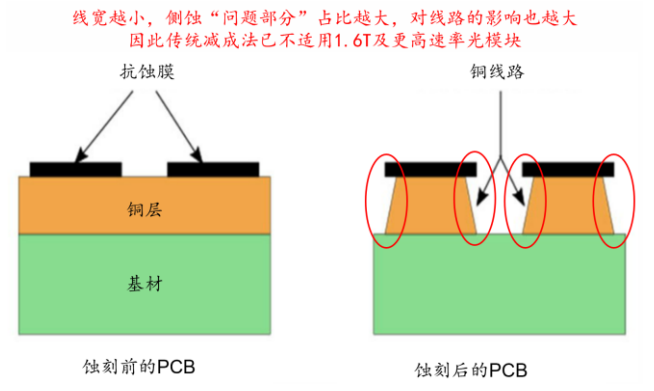
**量：**一方面，AI 算力基建持续扩张，带动 AI 服务器、交换机及高速网络端口数量增长，光互连需求随之提升。同时，随着 AI 集群规模扩大及网络带宽需求增长，数据中心网络持续向 800G、1.6T 及更高速率升级。基于上述趋势，我们预计全球高速光模块总出货量将保持增长，且不同速率产品呈现明显的代际切换，800G 短期持续放量，1.6T 逐步成为主要增长动力，3.2T 则有望于后续年份开始小批量出货。另一方面，从渗透率看，凭借性能优势，目前 800G 光模块 PCB 已部分使用 mSAP 工艺。1.6T 需大幅提升布线密度，线宽/线距将缩短至 25/25 μm 及更低，而传统 Tenting 法因侧蚀问题，在极低线宽下线路难以稳定成型。1.6T 对线宽/线距的要求已突破 Tenting 法的极限，因此 1.6T 光模块 PCB 有望全面使用 mSAP 工艺。

**图表44：CSP 资本开支持续增长，需求热有望延续**




资料来源：TrendForce，华泰研究

**图表45：侧蚀示意图**




资料来源：PSElectronics，华泰研究

**价：**更高速率光模块对 PCB 的材料性能、线路精度、层数及加工工艺等各方面的要求更高，技术含量和制造难度显著提升，带动 PCB 价值量同步提升。根据 Prismark 数据，400G 光模块 PCB 单价约 2-3 美元，普通 800G 约 4-5 美元，mSAP 800G 约 10-12 美元，1.6T 可超过 20 美元。受产能紧张、原材料涨价等因素影响，存在进一步涨价的可能。mSAP 工艺推动 PCB 由传统的基础性的电路互连载体升级为兼具高精度、高密度与高可靠性的关键电子部件，在 AI 基建中的重要性日益提升，技术含量与壁垒显著提高，同时在价值量方面也实现了重塑，呈现非线性增长趋势。

下载日志已记录，仅供内部参考



**我们预测光模块 mSAP PCB 市场规模或将大幅扩容。**根据 Prismark，2025 年光模块 mSAP PCB 市场规模约为 12.56 亿元。我们对 2026-2028 年光模块出货量与 mSAP 工艺渗透率作出中性、乐观、悲观三种情景假设，测算 2026-2028 年光模块 mSAP PCB 市场规模分别为 61/213/352 亿元（中性）、81/276/409 亿元（乐观）、43/159/270 亿元（悲观）。

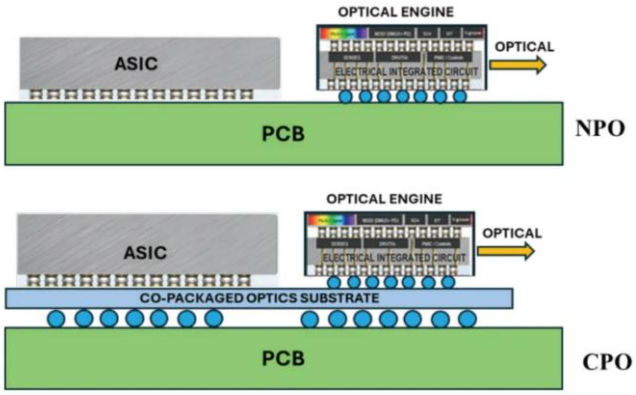
**图表46： mSAP PCB 产品在光模块领域的市场空间预测**

| | 中性 | | | 乐观 | | | 悲观 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E | 2026E | 2027E | 2028E |
| **出货量（万只）** | | | | | | | | | |
| 800G | 5,000 | 7,000 | 6,000 | 6,000 | 8,000 | 7,000 | 4,000 | 6,000 | 5,000 |
| 1.6T | 2,000 | 7,000 | 10,000 | 2,500 | 9,000 | 11,000 | 1,500 | 5,000 | 8,000 |
| 3.2T | 0 | 500 | 2,000 | 0 | 500 | 2,500 | 0 | 500 | 1,500 |
| 800G 及以上合计 | 7,000 | 14,500 | 18,000 | 8,500 | 17,500 | 20,500 | 5,500 | 11,500 | 14,500 |
| | | | | | | | | | |
| **mSAP 渗透率** | | | | | | | | | |
| 800G | 40% | 60% | 80% | 50% | 80% | 90% | 30% | 50% | 60% |
| 1.6T | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| 3.2T | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| | | | | | | | | | |
| **mSAP PCB 单价 ASP（美元）** | | | | | | | | | |
| 800G | | 12 | | | 12 | | | 12 | |
| 1.6T | | 33 | | | 33 | | | 33 | |
| 3.2T | | 65 | | | 65 | | | 65 | |
| | | | | | | | | | |
| **市场规模（亿美元）** | | | | | | | | | |
| 800G | 2.40 | 5.04 | 5.76 | 3.60 | 7.68 | 7.56 | 1.44 | 3.60 | 3.60 |
| 1.6T | 6.60 | 23.10 | 33.00 | 8.25 | 29.70 | 36.30 | 4.95 | 16.50 | 26.40 |
| 3.2T | 0.00 | 3.25 | 13.00 | 0.00 | 3.25 | 16.25 | 0.00 | 3.25 | 9.75 |
| 合计 | 9.00 | 31.39 | 51.76 | 11.85 | 40.63 | 60.11 | 6.39 | 23.35 | 39.75 |
| | | | | | | | | | |
| **市场规模（亿元）** | | | | | | | | | |
| 合计 | 61.20 | 213.45 | 351.97 | 80.58 | 276.28 | 408.75 | 43.45 | 158.78 | 270.30 |

资料来源：LightCounting，Prismark，华泰研究预测

**光互连向 NPO、CPO 深入演进，先进 PCB 工艺加速导入。**光互连技术的发展方向，本质上就是让光电转换的位置离算力芯片越来越近，从而降低功耗、延迟和损耗。具体技术路线上，呈现可插拔→NPO（近封装）→CPO（共封装）的趋势。NPO 放量在即，有望从 2026 年下半年开始大批量交付，CPO 大规模商业化落地或将在 2028-2029 年。NPO、CPO 对 PCB 的性能提出了更高的要求，需更小的线宽线距，因此 mSAP 工艺有望进一步渗透。

**图表47： NPO 与 CPO 示意图**



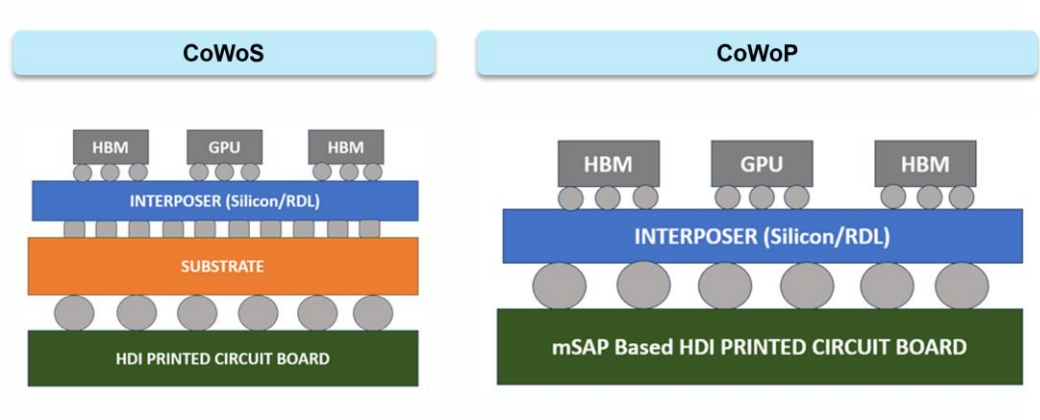

资料来源：半导体行业观察公众号，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**先进封装技术升级亦带来 mSAP 需求增量及 PCB 价值量提升。**CoWoP（Chip on Wafer on PCB）直接将芯片通过硅中介层连接到 PCB 上，省略了封装基板，被视为继 CoWoS（Chip on Wafer on Substrate）之后的下一阶段演进方向。CoWoP 要求 PCB 的线路密度、平整度和公差达到半导体先进封装级别的标准，由于省略了封装基板，PCB 必须具备此前由封装基板承担的部分高精度布线能力，达到类载板要求，类载板相比传统 HDI 具有更高的单位面积互连密度，因此需要更先进的 mSAP 工艺。CoWoP 可能使部分价值量从封装环节向 PCB 环节转移，具有高端制造能力、高技术壁垒的 PCB 厂商有望深度受益。

**图表48：CoWoS 与 CoWoP 对比**




资料来源：R. Anjanappa《Introduction to CoWoP》 2025 年 8 月 7 日，华泰研究

## 公司 AI PCB 技术储备深厚，高端竞争优势领先

**实力强劲，全球 AI 高端 PCB 稀缺标的。**AI 相关的产品技术含量高、迭代速度快，技术储备与研发能力是公司能否在市场竞争中脱颖而出的关键因素之一。公司是少数为全球 AI 计算基础设施领先企业提供 PCB 产品的厂商之一。

**量产能力：**公司已量产可应用于 AI 领域的高端 PCB，包括 40 层以上高多层 PCB，采用 mSAP 工艺的 6 阶 22 层 HDI PCB、14 层 HDI PCB。材料端，公司具备应用 M7 至 M9 高速材料产品的量产能力，并掌握了行业稀缺的多层 PTFE FPC 加工能力，同时正根据客户需求开展更高性能材料的研发与验证工作，其中包括 M9+级材料等下一代超低损耗高速材料。根据公司 H 股招股说明书援引灼识咨询资料，公司是为全球顶级 AI 算力基础设施企业的先进 GPU 产品提供多层 PTFE PCB 的少数供应商之一，截至 2026 年 4 月 30 日，公司亦是该等企业 AI 服务器液冷系统仅有的两家 FPC 供应商之一。

**技术储备：**公司具备 70 层以上高多层 PCB、12 层 any-layer 刚挠结合板及高速 FPC 的制造能力，11 阶 HDI PCB 处于客户认证阶段。公司亦具备 9 阶 28 层 HDI PCB 的制造能力，该产品布线密度是传统 HDI PCB 的 2～3 倍，能够满足先进 AI 芯片对超高布线密度、高速信号完整性和高集成度互联的要求。公司的“800G 超高速光模块 PCB 关键技术研发”及“数据中心高速互连线缆高阶 HDI PCB 产品整体制造技术”获评为国际领先技术，多项其他核心技术达到国际先进水平，根据公司 25 年年报，9 阶 HDI PCB 仅在 90 天内便获得客户认证，都彰显了公司在 AI 基建领域的技术成熟度和产品可靠性。

工艺制程方面，公司研发了 0-4 mil 残桩背钻技术、动态电流密度/波形高厚径比电镀技术、Z 向互联技术等先进加工能力，能够满足 AI 基础设施对 PCB 高速信号传输与超低损耗的严苛要求。同时，公司持续在高阶 HDI 加工、超高层对准度控制、背钻残桩控制、高精度阻抗控制、信号仿真与信号完整性控制等关键技术方向开展深入研究。依托上述工艺技术，公司为高多层 PCB、高阶 HDI PCB 以及其他先进及前瞻性产品开发了一整套行业领先、具备量产可行性的生产制造体系，为公司在高端应用领域的产品导入、客户开发和订单获取奠定了基础。

下载日志已记录，仅供内部参考



**设备优势：**公司率先在金湾生产基地等重点基地配备了激光钻孔机、PLB 水平电镀线、CT 穿透测试机、CCD 背钻机等先进设备。上述设备通常供货周期较长，公司对这些设备的战略性配置能够全面满足 AI 计算对材料性能、精密加工及可靠性的严苛标准，从而巩固公司在高端 AI PCB 制造领域的竞争优势。

**检测能力：**公司在检测阶段也配备了先进仪器设备，包括双束聚焦离子束显微镜、计算机断层扫描设备及超声波扫描仪。此外，公司还拥有 110GHz 矢量网络分析仪，可执行高频信号完整性分析。

**客户资源：**公司已顺利通过多个头部服务器、交换机、光模块客户的审核，在此方向的认证布局和客户积累在近几年逐步转化为了实质性订单。同时，公司积极跟进云服务器厂商在 ASIC 领域的开发与合作机会，加速业务布局与产品结构升级。

**图表49：公司通信及数据基础设施产品**

| 应用场景 | 主要产品 | 主要特色 |
| --- | --- | --- |
| 主要应用于 AI 加速卡、通用服务器、AI 服务器、400G 和 800G AI 服务器交换机、56G 和 112G 通信交换机、卫星通信、通信天线、400G 和 800G 光模块、存储设备、交换路由器、光纤设备及通信基站 | (i) 20 层或以上层数的高多层 PCB；<br>(ii) HDI PCB（高达 11 阶）；<br>(iii) 服务器和数据中心厚铜电源 PCB | (i) 板厚高达 10 毫米及以上、纵横比高达 40:1 的高多层 PCB；<br>(ii) 最小盲孔直径为 60 μm、间距为 150 μm，且最小线宽与间距均为 30/30 μm 的 HDI PCB；<br>(iii) 通孔、any-layer 设计、内层铜箔厚度 2 至 6 盎司、部分嵌入式结构，且采用铜基或金手指设计 |

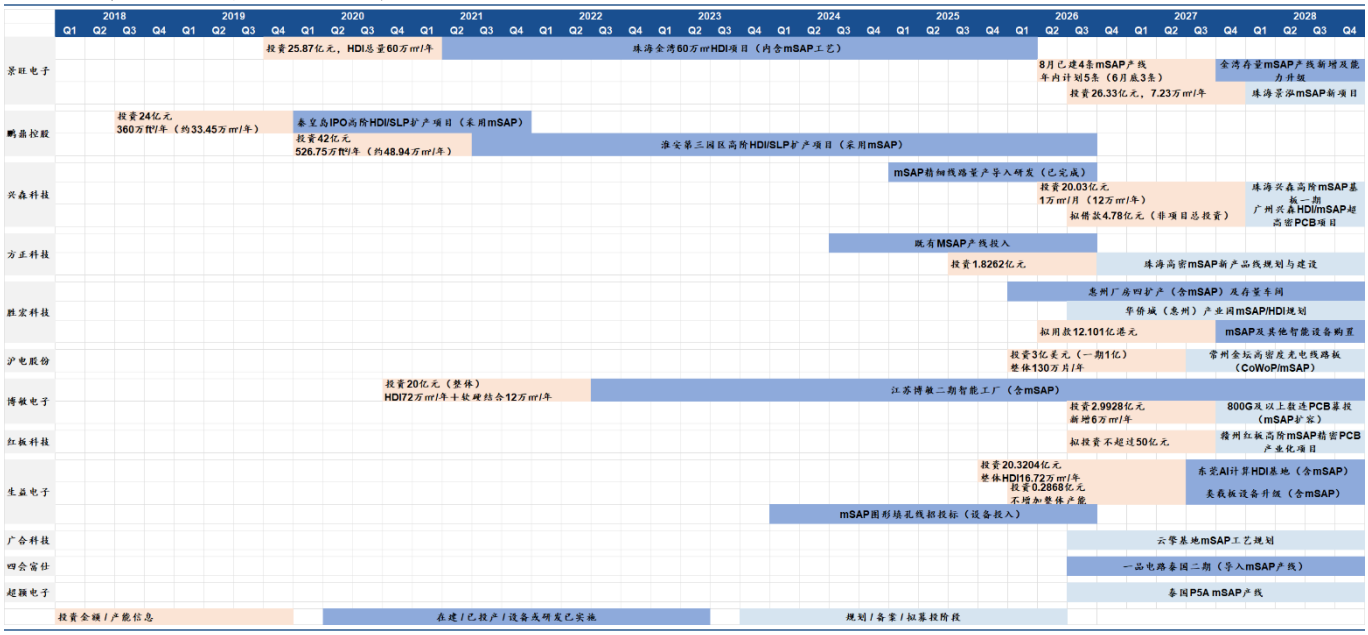
资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**PCB 厂商加速布局 mSAP 产能，公司凭借前瞻布局具备先发优势。**2026 年以来，兴森科技、胜宏科技、沪电股份、方正科技、红板科技、生益电子等厂商均陆续规划新建或扩充 mSAP 相关产能，行业进入集中扩产阶段。相较多数厂商近期启动的新项目，景旺电子较早完成 mSAP 工艺及产能布局，珠海金湾 HDI 项目早期即导入 mSAP 工艺，目前已形成多条 mSAP 量产线，并持续推进存量产线升级及新增项目建设。我们认为，公司在设备调试、工艺积累、良率爬坡及客户认证等方面具备更充分的时间积累，有望在本轮高端 PCB 需求扩张中保持一定先发优势。

**图表50： 部分 PCB 厂商 mSAP 相关投资项目**




资料来源：各公司公告，华泰研究

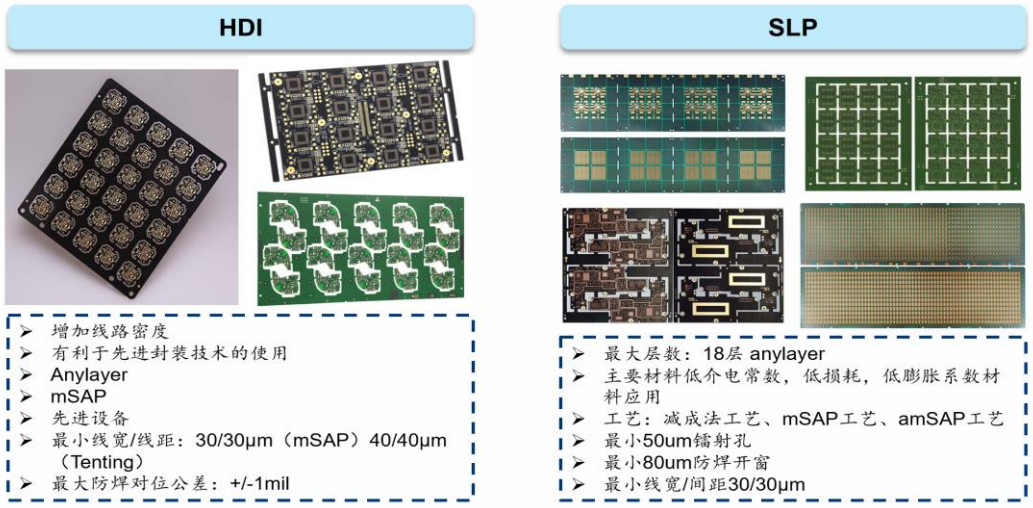
**具体到光模块，800G、1.6T 高速光模块均已实现量产。**根据公司 26 年中报，公司具备 100G-1.6T 高速光模块 PCB 产品的量产能力，已为多家光模块头部客户稳定批量供货 800G 光模块产品，1.6T 产品也已实现批量交付。

**mSAP 工艺主要应用在公司 HDI 与 SLP 产品中，近年来收入增长显著。**公司采用 mSAP 工艺的 HDI 产品最小线宽/线距可至 30/30 μm，采用 mSAP 工艺的 SLP 产品亦可达到同等线宽/线距水平。2024-2025 年公司 HDI 产品营收 CAGR 为 56.34%，是增速最快的细分产品。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表51：公司 HDI 与 SLP 技术能力**




资料来源：公司官网，华泰研究

**加码高端产能，打开 AI 业务成长空间。**位于广东珠海的金湾生产基地是公司实施“AI+”战略的核心基地，配置了行业领先的制造设备和生产管理系统，专注于高端 HDI、SLP、HLC 领域，具备 Anylayer 任意阶的量产能力和 mSAP 工艺。2025 年 8 月，公司宣布额外投资 50 亿元用于该基地的高端产能扩张，尤其是高端 HDI 与 HLC 产能，主要面向 AI 下游应用，预计于 2027 年全面投产。截至 2026 年 4 月 30 日，金湾基地累计投资共达 81 亿元。此外，公司泰国生产基地也将于 2026 年年内投产，主要面向高端产能；港股上市募集资金拟部分投入高阶 HDI 产能、CPO/CPC 等新技术，进一步提升技术能力与量产能力。随着公司研发成果与产线扩建持续落地，公司在光模块、服务器等 AI 应用领域的优势有望扩大。

**图表52：主要面向高端产能的金湾生产基地**




资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表53：金湾生产基地 50 亿额外投资计划**

| 建设内容 | 投资金额 | 预计形成产能 | 建设周期 |
|---|---|---|---|
| 在高多层工厂针对性地进行技术改造，补齐瓶颈工序产能；在 HDI 工厂新增 AI 服务器高阶 HDI 产线 | 10 亿元 | 利用现有厂房空间，加大设备投入，突破现有产线瓶颈，提升技术能力 | 2025 年下半年实施完成并投入使用 |
| 投资新建高阶 HDI 工厂 | 32 亿元 | 年产 80 万平方米高阶 HDI 产能 | 计划于 2025 年下半年动工建设，2026 年中投产 |
| 利用储备用地增加投资，强化关键工序产能 | 8 亿元 | 解决关键技术难题，提升技术能力 | 计划于 2027 年初建设，2027 年内投产 |
| 合计 | 50 亿元 | | |

资料来源：公司公告，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

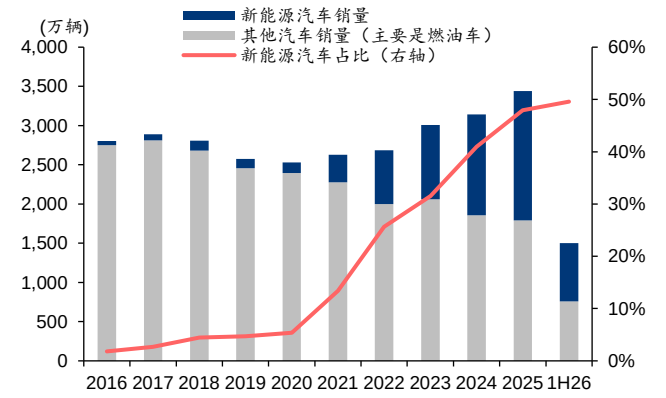


# 汽车 PCB 构筑公司稳定基本盘

## 汽车电动化、智能化深入发展，PCB 需求扩容

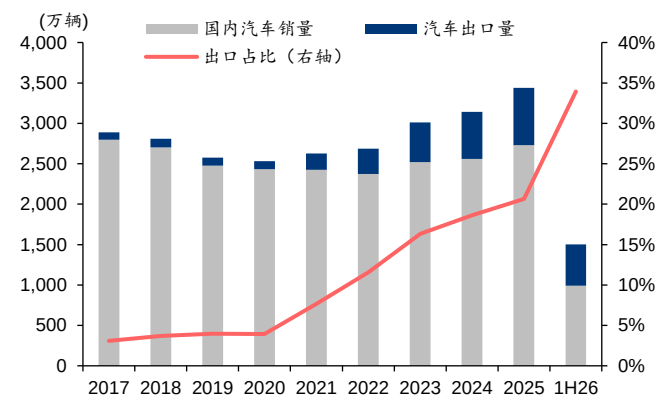
**汽车销量总体保持温和增长。**根据中汽协数据，2025 年中国汽车销量为 3,440 万辆，同比增长 9.43%，1H26 销量为 1,501.70 万辆，同比增长 4.24%。2021-2025 年销量 CAGR 为 6.33%。

**图表54：汽车销量：按车类别分**




资料来源：中国汽车工业协会，华泰研究

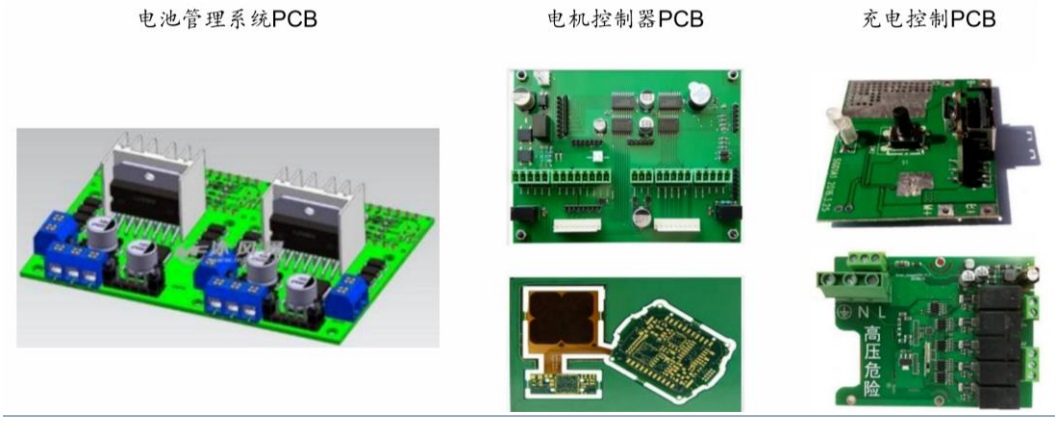
**图表55：汽车销量：按内外销分**




资料来源：中国汽车工业协会，华泰研究

**新能源车单车 PCB 价值显著高于传统燃油车。**新能源车用“三电系统”（电池、电机、电控）取代了燃油车的发动机和变速箱，新增了电池管理系统（BMS）、电机控制器/逆变器、车载充电机（OBC）、DC-DC 转换器、整车控制器（VCU）等大量电子部件，带动单车 PCB 用量显著提升。根据联茂电子 4Q24 暨全年投资人简报，电动车 PCB 用量约为传统燃油车的 4-5 倍。同时，高压大电流环境对 PCB 的载流、散热、绝缘及可靠性提出更高要求，推动厚铜板、金属基板、FPC、高多层板等高价值产品渗透，单车 PCB 的价值量亦明显高于传统燃油车。

**图表56：新能源车增量 PCB 具体应用举例**



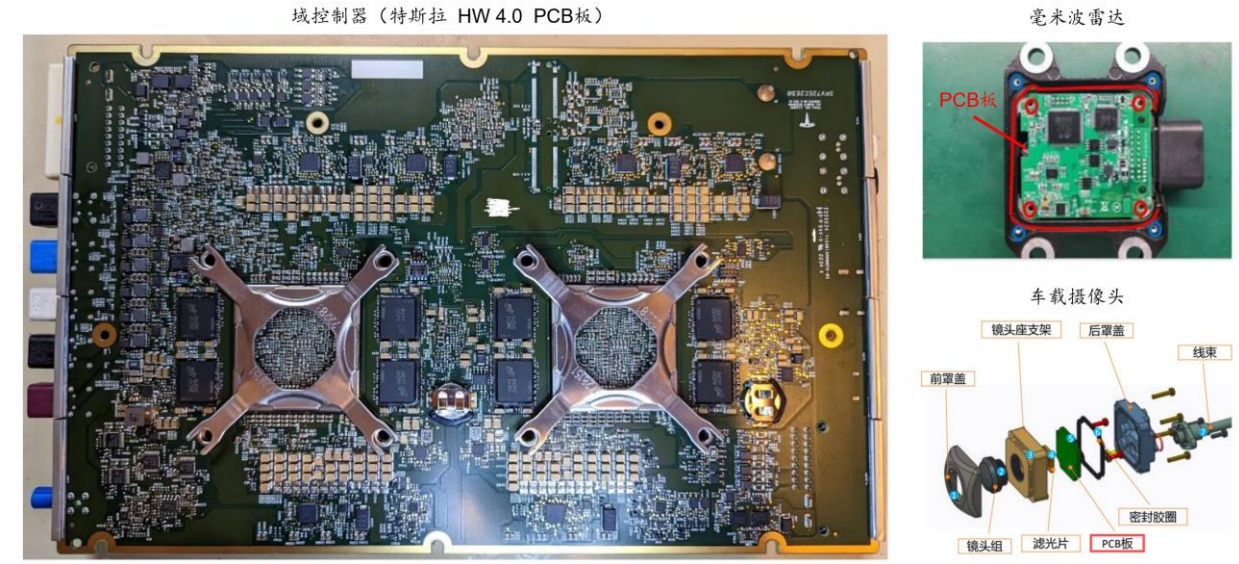

资料来源：锂电科技派公众号，华泰研究

**智能驾驶带来 PCB 需求增量，智驾升级推动单车 PCB 价值量进一步提高。**智驾会在新能源车原有“三电系统”的基础上，额外增加一整套感知-传输-计算-执行的电子系统。首先，具备智驾功能的汽车需搭载更多摄像头、雷达等传感器，各类传感器内部均需配置 PCB；其次，域控制器及中央计算平台需要对多路传感器数据进行融合和实时运算，其内部集成高算力芯片、存储器、电源管理、高速接口等，也会带来 PCB 增量，且通常需要层数更高、布线更密、尺寸更大的高多层板、HDI 板等高频高速 PCB；再次，车载以太网、高速通信系统升级等其他方面都能进一步增加 PCB 需求。并且随着智驾等级的提升，对 PCB 的用量、性能要求同步提高，PCB 有望迎来量价齐升。

下载日志已记录，仅供内部参考

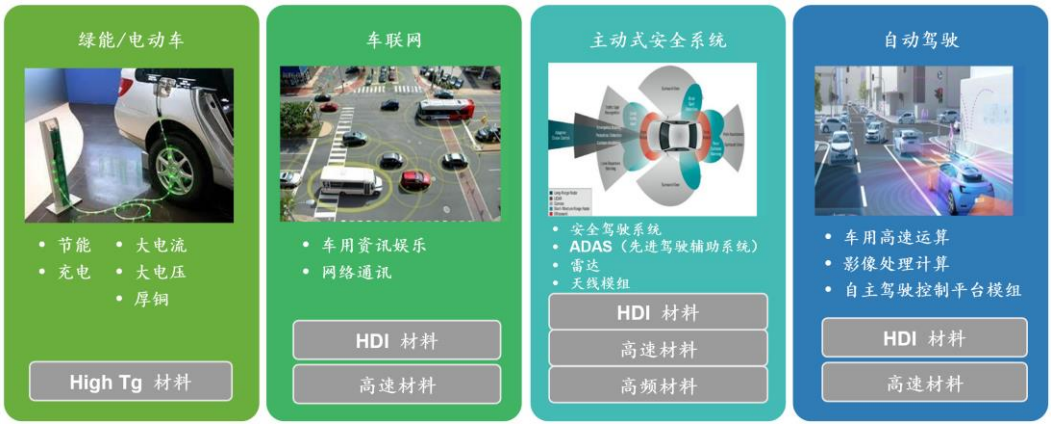


**图表57： 智能驾驶增量 PCB 具体应用举例**




资料来源：佐思汽研，3M 官网，华泰研究

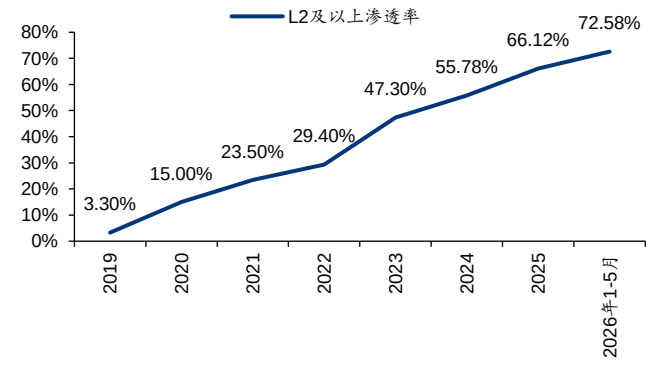
**图表58： 电动化、智能化对 PCB 的用量与性能要求提升**




资料来源：联茂电子 4Q24 暨全年投资人简报，华泰研究

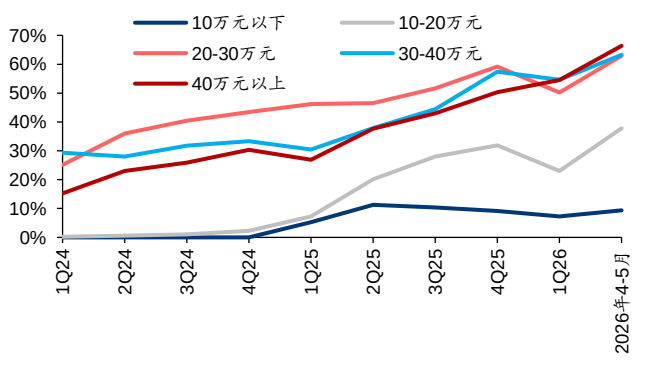
**“智驾平权”时代来临，智驾渗透率持续提升。**2025 年起，比亚迪、长安、吉利等头部车企纷纷推动“智驾平权”，搭载高速 NOA 的车型下探至 10 万元以内。与此同时，中高端车型的智驾能力持续升级，城市 NOA、端到端辅助驾驶及车位到车位等更高阶功能加速搭载，推动智驾由低价位普及与高价位升级共同演进。根据 NE 时代数据，2026 年 1-5 月 L2（单车道）及以上渗透率达 72.58%，L2++（高速 NOA）及以上渗透率达 41.13%。

**图表59： L2 及以上智驾渗透率**




资料来源：NE 时代，华泰研究

**图表60： 各价位 L2++及以上智驾渗透率**




资料来源：NE 时代，华泰研究

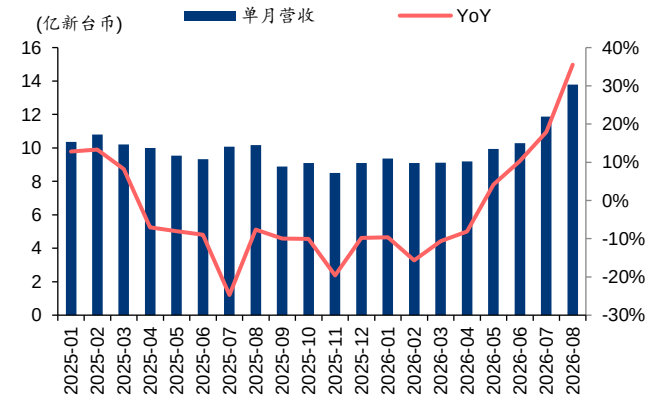
下载日志已记录，仅供内部参考



**海外市场电动化与智能化普及均处于起步阶段，未来尚有较大的增长空间。**根据 IEA 数据，2025 年全球电动车在乘用车中的渗透率为 25%，中国接近 55%，全球数据受中国市场的影响较大，海外市场的实际渗透率更低，我们估算仅为约 13%。2025 年全球 L2 及以上智驾渗透率约为一半，出于同样的原因，海外实际渗透率会相对更低。我们认为海外电动化、智能化的前景广阔，结合当前汽车出海有望成为趋势，国内 PCB 厂商或将依托与车企的配套关系，共同分享海外增量需求。

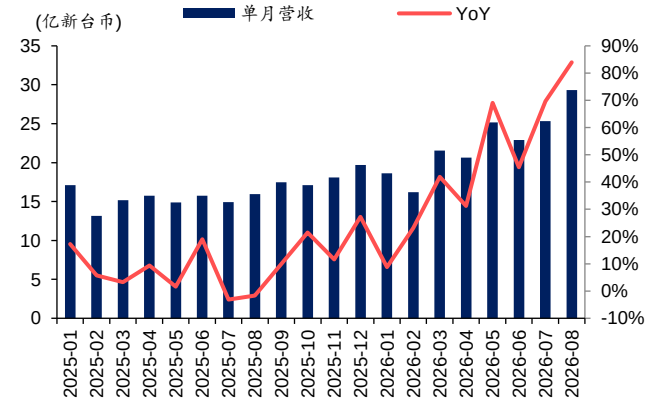
**汽车等非 AI PCB 价格持续上行，涨价效应逐步向收入端传导。**2026 年以来，普通 FR-4 等 PCB 上游材料价格持续上行，2026 下半年 PCB 厂商亦逐步向下游客户传导成本压力。我们选取台股泰鼎-KY 与定颖投控两家传统 PCB 厂商作为样本，泰鼎-KY 产品主要覆盖汽车、家用、PC 及通讯等传统应用，定颖投控的 PCB 产品下游覆盖汽车电子、显示、储存、通信、消费电子、服务器等多个领域，其中汽车电子是绝对主力。两家公司 AI 相关业务占比相对有限，其单月收入增速可较好反映非 AI PCB 景气及价格变化。根据各公司公告，泰鼎-KY 月度营收增速自 2026 年 5 月起由负转正，5–8 月单月营收同比增速分别为 4.2%、10.3%、17.9%和 35.5%，呈持续改善趋势。定颖投控 8 月营收 29.32 亿新台币，同比+84.0%、环比+15.8%。考虑到各企业的非 AI PCB 产能暂无明显扩充，同时新增的 AI PCB 产能落地主要集中在 2027H2，因此我们认为当前高端 AI PCB 产能挤压非 AI 产能，叠加上游 CCL 持续涨价带来的非 AI PCB 向下游顺价情况有望持续至 2027H2。

**图表61： 泰鼎-KY 单月营收情况**




资料来源：泰鼎-KY 官网，华泰研究

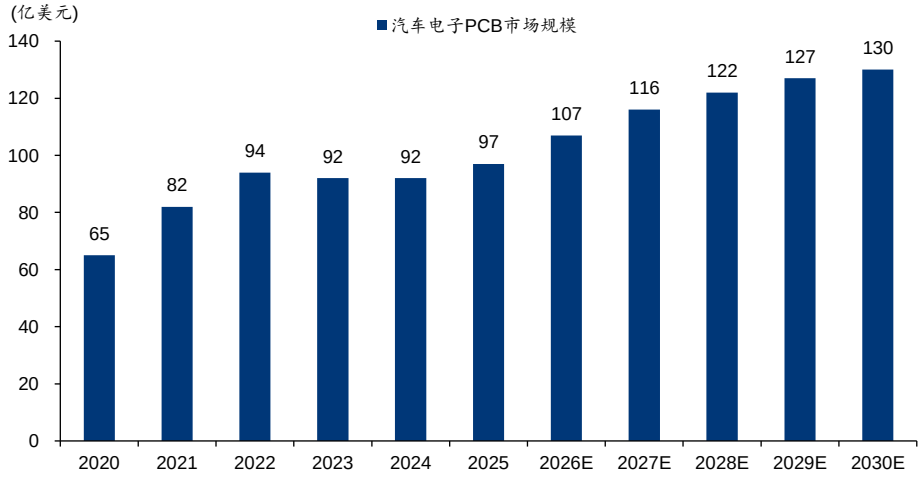
**图表62： 定颖投控单月营收情况**




资料来源：定颖投控官网，华泰研究

**预计汽车 PCB 市场规模将保持持续增长。**根据灼识咨询数据，2025 年汽车电子 PCB 市场规模约为 97 亿美元，预计 2030 年将达到 130 亿美元，26-30 年 CAGR 为 6.03%。

**图表63： 汽车电子 PCB 市场规模**




资料来源：灼识咨询，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



## 公司汽车 PCB 龙头地位稳固，持续发挥“现金牛”作用

**业务布局充分，市占率全球第一。**公司将汽车电子定位为“1+1+N”战略中的支柱型业务，相关布局充分，积累了全面的技术能力和生产管理经验。公司的汽车电子 PCB 产品广泛应用于 ADAS、信息娱乐系统、车身电子系统、电池管理系统、照明系统及充电配电系统等领域。依托全面的 PCB 产品组合，公司为汽车电子领域提供多样化且高可靠的 PCB 产品，能够满足汽车电子 PCB 在宽温度和湿度范围、持续振动等复杂工况下稳定运行的要求。同时，公司持续加强对 HDI、高频高速、厚铜及嵌入式 PCB 产品的研发与供应，以适应汽车电动化及智能化、更高功率及散热需求等趋势下，对 PCB 性能日益增长的需求。公司与众多关键供应商达成了战略合作伙伴关系，能及时响应汽车电子 PCB 对新材料、新设备的应用需求。汽车电子业务自 2024 年以来在营收中的占比稳定在 45%左右，根据灼识咨询数据，按 2025 年收入计，公司市场份额达到 10.6%，是全球第一大汽车电子 PCB 供应商。

**汽车 PCB 竞争格局相对 PCB 整体更为集中，公司在国内厂商中优势较为突出。**根据灼识咨询数据，2025 年全球汽车 PCB 市场 CR5 为 32.3%，相比 PCB 整体高出 9.1pct，头部厂商集中度更高。并且，公司是 2025 年全球前五大汽车 PCB 厂商中唯一的中国大陆供应商，我们认为在中国已成为全球新能源汽车产业的重要生产和消费市场的条件下，公司凭借长期积累的汽车电子客户资源及本土化供应能力，有望深度参与国内新能源汽车产业链升级，在国内主机厂及 Tier 1 客户拓展、新项目导入等方面具备较好的需求承接基础。

**图表64：2025 年全球前五大汽车电子 PCB 制造商**

| 排名 | 公司 | 总部 | 2025 年汽车电子 PCB 收入（百万美元） | 市占率(%) | 备注 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 景旺电子 | 中国广东 | 1,019.4 | 10.6 | - |
| 2 | 公司 O | 日本 | 616.7 | 6.4 | 公司 O 为一家成立于 1975 年的上市公司，于东京证券交易所上市，总部位于日本，主要从事各类 PCB 及其他电子相关业务的研发、制造及销售。 |
| 3 | 公司 P | 日本 | 554.5 | 5.7 | 公司 P 为一家成立于 1961 年的上市公司，于东京证券交易所上市，总部位于日本，主要从事各类 PCB 的研发、制造及销售。 |
| 4 | 公司 J | 日本 | 477.3 | 4.9 | - |
| 5 | 公司 I | 中国台湾 | 450.1 | 4.7 | - |
| 前五大合计 | | | 3,118.0 | 32.3 | |

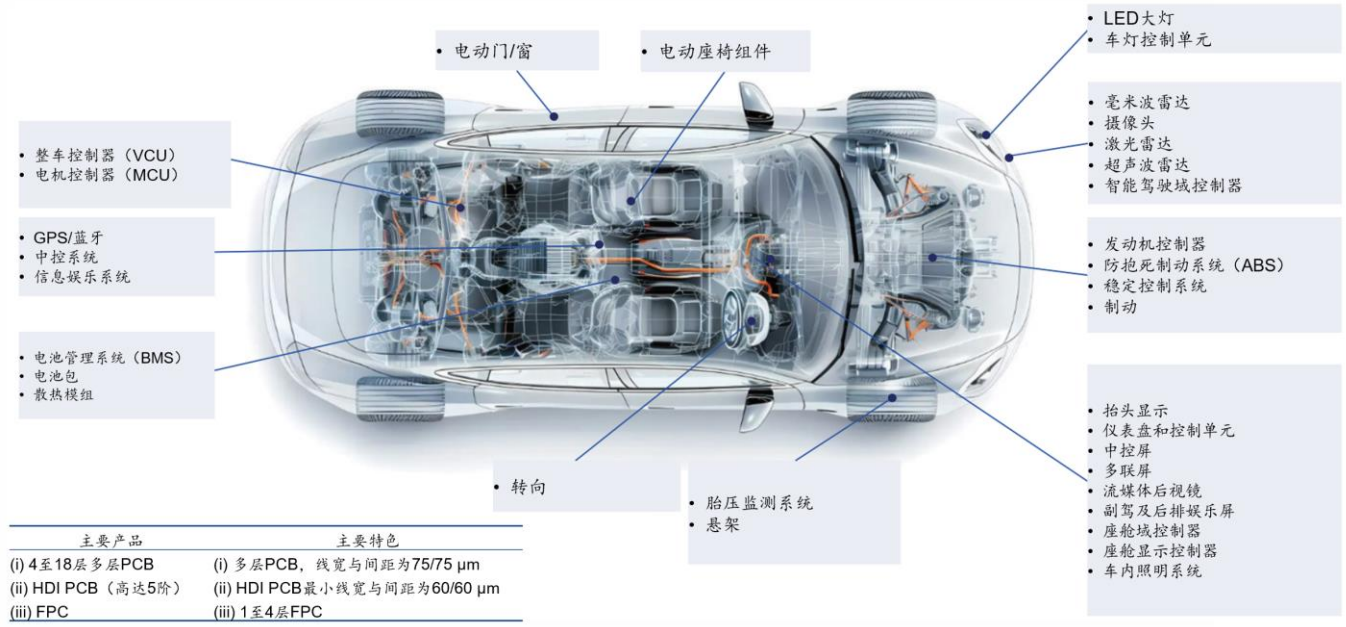
资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**技术储备领先，供应能力强大。**公司 PCB 产品深度赋能汽车智能化和电动化，在技术上处于领导地位，公司已实现激光雷达板、五代与六代毫米波雷达板、ADCU 高阶 HDI 主板及 400V/800V 电气平台用耐高压 PCB 的量产，并且具备七代毫米波雷达板、自动驾驶多域控制 HDI PCB 的制造能力。公司有能力供应一辆汽车需要的所有 PCB。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表65：公司汽车 PCB 产品覆盖范围**




| 主要产品 | 主要特色 |
|---|---|
| (i) 4至18层多层PCB | (i) 多层PCB，线宽与间距为75/75 μm |
| (ii) HDI PCB（高达5阶） | (ii) HDI PCB最小线宽与间距为60/60 μm |
| (iii) FPC | (iii) 1至4层FPC |

资料来源：公司 H 股招股说明书，华泰研究

**深耕全球头部汽车产业链，优质客户资源构筑长期壁垒。**相比于其他应用领域，汽车产品对安全性的要求极高，汽车 PCB 需经过漫长的车规认证后才能进入供应链，形成稳定供应关系后客户一般不会轻易更换供应商，因此具有较高的技术壁垒和客户壁垒。根据灼识咨询，全球前十大 Tier 1 汽车供应商中有 8 家是公司客户，公司已成功建立起了汽车 PCB 领域的先发优势，较高的客户黏性有望给公司提供长期稳定现金流。

**凭借广泛的产品组合，交叉销售策略卓有成效。**在汽车电子领域，公司与客户的合作通常始于 RPCB，然后通过积极的市场拓展配合客户实际需求，逐步延伸至 FPC、HDI PCB 及 MPCB 等多元产品线。先从特定产品切入客户供应链，再交叉销售多种产品深化合作关系，为客户提供完整的一站式 PCB 解决方案，从而提升销售规模和客户留存率。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 盈利预测、估值与投资建议

考虑到景旺电子已从传统汽车 PCB 供应商，切入“AI 服务器+高速光模块+高阶 HDI/HLC”的高端 PCB 赛道，2026 年起有望迎来 AI 算力 PCB 规模化放量与高端产能集中释放兑现，我们预计 2026-2028 年公司收入分别为 199.52/285.54/387.35 亿元，同比增长 30.34%/43.11%/35.66%，归母净利润分别为 22.02/54.96/83.81 亿元，同比增长 78.92%/149.52%/52.50%。

**图表66：景旺电子：盈利预测**

| （人民币百万元） | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **总收入** | **10,757.30** | **12,659.37** | **15,308.05** | **19,951.82** | **28,553.82** | **38,734.69** |
| 增长率（YoY） | 2.31% | 17.68% | 20.92% | 30.34% | 43.11% | 35.66% |
| 印制电路板收入 | 10,240.93 | 11,984.84 | 14,372.62 | 18,688.99 | 26,912.14 | 36,600.51 |
| YoY | 1.48% | 17.03% | 19.92% | 30.03% | 44.00% | 36.00% |
| 其他业务收入 | 516.37 | 674.54 | 935.43 | 1,262.83 | 1,641.68 | 2,134.18 |
| YoY | 22.34% | 30.63% | 38.68% | 35.00% | 30.00% | 30.00% |
| **总毛利** | **2,492.32** | **2,877.69** | **3,304.89** | **4,912.23** | **9,600.40** | **13,826.13** |
| 增长率（YoY） | 6.06% | 15.46% | 14.85% | 48.64% | 95.44% | 44.02% |
| **总毛利率** | **23.17%** | **22.73%** | **21.59%** | **24.62%** | **33.62%** | **35.69%** |
| 印制电路板毛利率 | 19.63% | 18.78% | 16.95% | 20.00% | 30.00% | 32.35% |
| 其他业务毛利率 | 93.35% | 92.96% | 92.94% | 93.00% | 93.00% | 93.00% |
| 销售费用率 | 1.79% | 1.94% | 1.88% | 1.60% | 1.40% | 1.20% |
| 管理费用率 | 4.55% | 4.39% | 4.18% | 4.00% | 3.80% | 3.70% |
| 研发费用率 | 5.58% | 5.98% | 6.07% | 5.50% | 5.20% | 4.90% |
| **归母净利润** | **936.25** | **1,169.03** | **1,230.97** | **2,202.48** | **5,495.52** | **8,380.90** |
| 增长率（YoY） | -12.16% | 24.86% | 5.30% | 78.92% | 149.52% | 52.50% |

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

**1）印制电路板：**

公司印制电路板业务 23-25 年及 1H26 实现收入 102.41/119.85/143.73/79.31 亿元，24-25 年及 1H26 同比增速分别为+17.03%/+19.92%/+18.72%。该业务 23-25 年及 1H26 毛利率分别为 19.63%/18.78%/16.95%/13.86%，24-25 年及 1H26 同比分别变动 -0.85/-1.83/-3.11pcts，毛利率持续下滑主要系上游覆铜板等原材料价格高位震荡、新产能爬坡初期固定成本分摊增加所致。结合后文对 PCB 产销量、销售单价及毛利率的预测，我们预计该业务 26-28 年实现收入 186.89/269.12/366.01 亿元，同比 +30.03%/+44.00%/+36.00%，预计 26-28 年毛利率分别为 20.00%/30.00%/32.35%，同比 +3.05/+10.00/+2.35pcts，毛利率进入上行通道主要系 AI 服务器、高阶 HDI 等高附加值产品占比提升、原材料成本向客户端传导以及规模效应释放。

**图表67：公司印制电路板盈利预测**

| 单位：百万元 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 印制电路板营收 | 10,240.93 | 11,984.84 | 14,372.62 | 18,688.99 | 26,912.14 | 36,600.51 |
| YoY | 1.48% | 17.03% | 19.92% | 30.03% | 44.00% | 36.00% |
| 生产量（万平米） | 950.17 | 1,106.26 | 1,267.05 | 1,495.12 | 1,794.14 | 2,152.97 |
| YoY | 2.50% | 16.43% | 14.53% | 18.00% | 20.00% | 20.00% |
| 销售量（万平米） | 953.57 | 1,076.14 | 1,239.15 | 1,495.12 | 1,794.14 | 2,152.97 |
| YoY | 4.33% | 12.85% | 15.15% | 20.66% | 20.00% | 20.00% |
| 产销率 | 100.36% | 97.28% | 97.80% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 单价（元/米） | 1,073.96 | 1,113.69 | 1,159.88 | 1,250.00 | 1,500.00 | 1,700.00 |
| 印制电路板成本 | 8,230.64 | 9,734.08 | 11,936.46 | 14,951.19 | 18,838.50 | 24,759.17 |
| 单位成本（元/米） | 863.14 | 904.54 | 963.28 | 1,000.00 | 1,050.00 | 1,150.00 |
| 印制电路板毛利润 | 2,010.30 | 2,250.75 | 2,436.16 | 3,737.80 | 8,073.64 | 11,841.34 |
| 单位毛利（元/米） | 210.82 | 209.15 | 196.60 | 250.00 | 450.00 | 550.00 |
| 印制电路板毛利率 | 19.63% | 18.78% | 16.95% | 20.00% | 30.00% | 32.35% |

资料来源：Wind，景旺电子公告，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考



**产销量：**

公司印制电路板 2023-2025 年生产量分别为 950.17/1106.26/1267.05 万平方米，同比增速分别为+2.50%/+16.43%/+14.53%；2023-2025 年销售量分别为 953.57/1076.14/1239.15 万平方米，同比增速分别为+4.33%/+12.85%/+15.15%。公司 PCB 产销量在 2023 年增速较低，主要受下游消费电子等领域需求走弱影响；2024-2025 年产销量恢复较快增长，主要受益于汽车电子需求稳健及 AI 服务器 PCB 开始规模出货。产销率方面，2023-2025 年分别为 100.36%/97.28%/97.80%，整体维持高位。

展望未来。汽车电子方面，根据公司 2025 年年报援引灼识咨询统计，公司 2024 年已成为全球第一大汽车 PCB 供应商，全球前十大 Tier 1 汽车供应商中有 8 家是公司客户，随着高阶智能驾驶功能快速下沉、域控制器前装渗透率持续提升，汽车 PCB 需求有望保持稳健增长。通信与数据基础设施方面，根据公司 2025 年年报，公司 AI 服务器 PCB 产品经过多年蓄势后于 2025 年规模出货，已实现 40 层以上 HLC、6 阶 22 层 HDI、采用 mSAP 工艺的 14 层 HDI 以及多层 PTFE FPC 等高端产品大规模量产，800G 光模块 PCB 稳定批量供货并推动 1.6T 光模块量产出货。同时根据公司 H 股招股说明书，2023-2026 年 1-4 月，公司通信及数据基础设施营收占比分别为 7.20%/7.40%/10.40%/15.60%，高端领域收入占比逐步提升。

产能层面，根据公司 Wind 端投资者调研纪要（2026.4.10），公司珠海金湾基地追加 50 亿元投资建设高端产能，其中高阶 HDI 工厂（一号厂房）计划 2026 年年中试产、9 月正式投产，超高多层工厂（金湾三期）计划 2026 年 11 月底部分投产；泰国生产基地已完成主体结构封顶，预计 2026 年内投产；江西信丰基地已于 2025 年 1 月投产，产能爬坡顺利。综合来看，我们预计公司 PCB 2026-2028 年销售量同比增长 20.66%/20.00%/20.00%。

**单价：**

公司 2023-2025 年 PCB 单平米售价分别为 1073.96/1113.69/1159.88 元，24-25 年价格呈稳步提升趋势，同比+3.70%/+4.15%。PCB 单价的提升主要反映产品结构优化——高附加值的高阶 HDI、HLC、PTFE 软硬结合板等高端产品占比提升。根据公司 2026 年中报，AI 服务器与数据中心领域，当前头部客户的订单将使公司现有的 AI 产品工厂满产，对公司未来数个季度的经营业绩形成明确的增量贡献；光模块领域，随着公司新增 mSAP 产线安装调试完成，大批量产能落地。据此，我们认为随着 AI 相关产品占比的提升，PCB 均价仍有较大上行空间，预计 2026-2028 年 PCB 单平米售价分别为 1250.00/1500.00/1700.00 元，同比+7.77%/+20.00%/+13.33%。根据公司 H 股招股说明书，26 年 1-4 月公司 AI 相关业务占比仅为 15.60%，仍以传统业务为主，因此我们认为 26 年 AI 相关产品仍处于放量初期，全年价格涨幅较为温和。

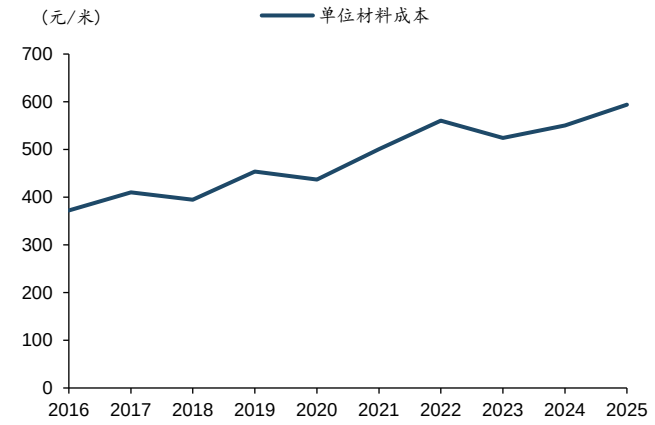
**单位成本：**

公司 PCB 2023-2025 年单平米成本分别为 863.14/904.54/963.28 元，逐年上升，主要系覆铜板等上游原材料价格持续上涨以及新基地产能爬坡初期效率偏低所致。根据公司 H 股招股说明书，公司单面和双面 PCB/MLPCB/HDI PCB/FPC 在 2024 年涨价幅度分别为-1.99%/-1.88%/20.73%/11.33%，在 2025 年涨价幅度分别为-2.50%/1.81%/24.65%/5.81%。我们认为公司高端产品如 HDI PCB 在 2024-2025 年价格涨幅分别高达 20.73%/24.65%，但公司平均材料成本涨幅分别为 5.00%/7.97%，或说明高端产品的供给更为紧缺，导致产品价格传导更为顺畅，产品单价涨幅往往高于成本涨幅。展望未来，我们认为公司单位成本或仍有所提升，但成本上涨幅度或低于价格传导幅度，最终导致公司毛利率进入上行通道，主要基于：1）产品结构优化——AI 服务器 HLC/HDI、光模块 PTFE 板等高附加值产品占比快速提升，AI 服务器 PCB 毛利率显著高于公司平均水平；2）原材料成本传导——公司已启动全面客户涨价谈判，我们预计 2026 年下半年起成本传导效果将充分体现；3）规模效应释放——珠海金湾新工厂投产后高端产能规模化释放，单位固定成本有望下降；4）高阶产能稀缺性——行业高阶 HDI、mSAP 等产能持续紧缺，公司具备先发优势，议价能力增强。我们预计 2026-2028 年 PCB 单平米成本为 1000.00/1050.00/1150.00 元，对应 PCB 产品单平米毛利为 250.00/450.00/550.00 元，毛利率分别为 20.00%/30.00%/32.35%。

下载日志已记录，仅供内部参考

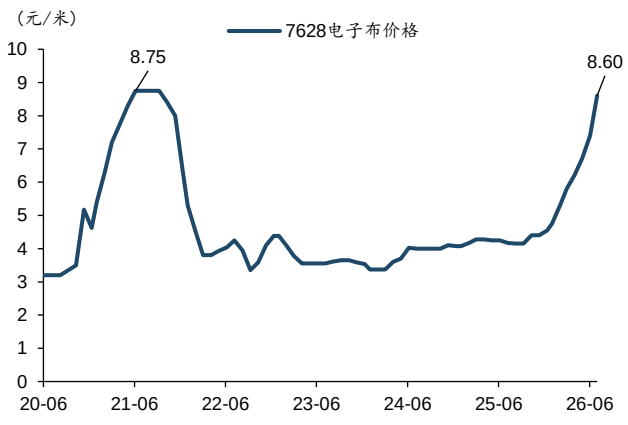


**图表68：景旺电子印制电路板单位材料成本情况**




资料来源：景旺电子年报，华泰研究

**图表69：7628 电子布价格情况**




资料来源：卓创资讯，华泰研究

**按下游应用拆分：**

从下游应用看，公司未来收入增量主要来自 AI 相关业务。2026-2028 年，汽车电子、智能设备及工业控制与医疗设备等传统业务整体保持稳健增长，而 AI 业务收入占比持续提升。我们预计 2026-2028 年通信与数据基础设施（不含光模块 PCB）收入分别为 37.38/59.21/69.54 亿元，占印制电路板收入比重为 20%/22%/19%；光模块 PCB 收入分别为 9.34/59.21/135.42 亿元，占比由 5%快速提升至 22%/37%。合计来看，AI 相关业务收入占比由 2026 年的 25%提升至 2027 年的 44%和 2028 年的 56%，成为公司收入增长的主要来源。随着 AI 服务器、高速交换机及 800G/1.6T 光模块需求持续放量，公司产品结构有望加速向高阶 HDI、HLC 及 mSAP 等高附加值产品倾斜，AI 业务或将成为未来盈利能力提升和业绩增长的核心驱动。

**图表70：公司印制电路板盈利预测-按下游应用拆分**

| 单位：百万元 | 2023A | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 印制电路板营收 | 10,240.93 | 11,984.84 | 14,372.62 | 18,688.99 | 26,912.14 | 36,600.51 |
| YoY | 1.48% | 17.03% | 19.92% | 30.03% | 44.00% | 36.00% |
| 汽车电子营收 | 4,374.96 | 5,814.18 | 6,952.94 | 7849.37 | 8611.89 | 9516.13 |
| YoY | | 32.90% | 19.59% | 12.89% | 9.71% | 10.50% |
| 占比 | 42.72% | 48.51% | 48.38% | 42.00% | 32.00% | 26.00% |
| 毛利率 | | | | 17.00% | 18.00% | 19.00% |
| 智能设备营收 | 3,258.09 | 3,672.76 | 3,705.20 | 3,924.69 | 4,036.82 | 4,392.06 |
| YoY | | 12.73% | 0.88% | 5.92% | 2.86% | 8.80% |
| 占比 | 31.81% | 30.65% | 25.78% | 21.00% | 15.00% | 12.00% |
| 毛利率 | | | | 14.00% | 15.00% | 16.00% |
| 工业控制与医疗设备营收 | 1,835.76 | 1,565.88 | 2,123.80 | 2,242.68 | 2,422.09 | 2,196.03 |
| YoY | | -14.70% | 35.63% | 5.60% | 8.00% | -9.33% |
| 占比 | 17.93% | 13.07% | 14.78% | 12.00% | 9.00% | 6.00% |
| 毛利率 | | | | 22.00% | 23.00% | 24.00% |
| 通信与数据基础设施营收 | 772.12 | 932.02 | 1,590.68 | 3,737.80 | 5,920.67 | 6,954.10 |
| YoY | | 20.71% | 70.67% | 134.98% | 58.40% | 17.45% |
| 占比 | 7.54% | 7.78% | 11.07% | 20.00% | 22.00% | 19.00% |
| 毛利率 | | | | 25.00% | 30.00% | 32.00% |
| 光模块 PCB 营收 | | | | 934.45 | 5,920.67 | 13,542.19 |
| YoY | | | | | 533.60% | 128.73% |
| 占比 | | | | 5.00% | 22.00% | 37.00% |
| 毛利率 | | | | 45.60% | 60.55% | 48.58% |
| 印制电路板毛利率 | 19.63% | 18.78% | 16.95% | 20.00% | 30.00% | 32.35% |

资料来源：Wind，景旺电子公告，华泰研究预测

注：2023A-2025A“光模块 PCB”业务包含在“通信与数据基础设施”业务中，2026E 起将其单独拆分预测

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考



**2）其他业务：**

主要包含生产 PCB 所产生的废料废液收入、电路板加工收入以及销售材料收入等。该业务 2023-2025 年分别实现收入 5.16/6.75/9.35 亿元，同比+22.34%/+30.63%/+38.68%。该业务毛利率较高，2023-2025 年分别为 93.35%/92.96%/92.94%，主要系废料废液销售成本极低所致。随着公司 PCB 产能规模持续扩张，废料废液产出量相应增加，我们预计该业务 2026-2028 年收入增速分别为 35.00%/30.00%/30.00%，毛利率参考历史水平维持在 93.00%。

**费用率预测：**

**1）销售费用率：**2023-2025 年分别为 1.79%/1.94%/1.88%，其中 2025 年公司销售费用绝对值同比增长，主要系市场开拓力度加大及股份支付费用增加所致。2026H1 销售费用率为 1.52%，同比下降 0.27pcts。我们预计随着公司营收规模快速扩张，销售费用率将略有下滑，预计 2026-2028 年销售费用率为 1.60%/1.40%/1.20%。

**2）管理费用率：**2023-2025 年分别为 4.55%/4.39%/4.18%，呈逐年下降趋势，主要系公司营收规模增长快于管理费用增长。2026H1 公司管理费用率为 4.33%，同比上升 0.20pcts，我们预计随着珠海金湾、泰国等新基地陆续投产、营收规模快速扩张，管理费用率将小幅下滑，预计 2026-2028 年管理费用率分别为 4.00%/3.80%/3.70%。

**3）研发费用率：**2023-2025 年分别为 5.58%/5.98%/6.07%，呈逐年上升趋势，主要系公司持续加大 AI 服务器、高阶 HDI、高速光模块等高端产品研发投入。2026H1 公司研发费用率为 5.04%，同比下降 0.96pcts。考虑到公司需持续进行高端 PCB 技术投入以保持竞争力，我们预计研发费用绝对值仍将增长，但费用率随营收规模扩大略有下滑，预计 2026-2028 年研发费用率分别为 5.50%/5.20%/4.90%。

**4）财务费用率：**2023-2025 年分别为 0.79%/0.16%/0.43%，整体处于较低水平。2026H1 公司财务费用率为 1.82%，同比上升 2.05pcts，主要系汇兑损失同比增加所致。考虑到 2026 年汇兑损失影响及扩产相关资金需求，我们预计全年财务费用率仍将阶段性上升；随着汇兑损失影响减弱、营收规模扩大及费用摊薄效应逐步显现，财务费用率有望逐年回落，预计 2026-2028 年分别为 1.38%/0.90%/0.64%。

## 估值与投资建议

公司作为全球汽车 PCB 龙头及 AI 高端 PCB 核心供应商，有望充分受益于下游 AI 服务器、高速交换机、800G/1.6T 光模块及汽车智能化需求放量驱动。我们预计公司 2026-2028 年分别实现归母净利润 22.02/54.96/83.81 亿元，同比增长 78.92%/149.52%/52.50%。选取同样受益于 AI 算力基础设施、高端 PCB 升级的可比公司深南电路、鹏鼎控股、红板科技等作为可比公司。可比公司 2027 年平均 PE 为 33X，考虑到公司传统汽车电子、智能设备等领域收入占比较高，AI 收入占比低于可比公司，给予一定估值折价，给予公司 27 年 25X PE，对应目标价 137.25 元，给予“买入”评级。

**图表71：可比公司估值**

| | | 股价（元/股） | 市值 (mn) | 市盈率 (x) | | | 市净率 (x) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **公司名称** | **股票代码** | **2026/9/22** | **2026/9/22** | **2026E** | **2027E** | **2028E** | **2026E** | **2027E** | **2028E** |
| 深南电路 | 002916 CH | 400.00 | 272,467 | 46 | 31 | 23 | 12.8 | 10.0 | 7.6 |
| 鹏鼎控股 | 002938 CH | 89.25 | 206,840 | 39 | 27 | 20 | 5.5 | 4.8 | 4.1 |
| 红板科技 | 603459 CH | 89.80 | 67,687 | 67 | 40 | 26 | 13.7 | 10.3 | 7.4 |
| **平均值** | | | **136,748** | **51** | **33** | **23** | **10.7** | **8.4** | **6.4** |
| 景旺电子 | 603228 CH | 106.12 | 106,261 | 48 | 19 | 13 | 7.2 | 5.4 | 3.9 |

注：除景旺电子外，其余公司盈利预测来自于 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考



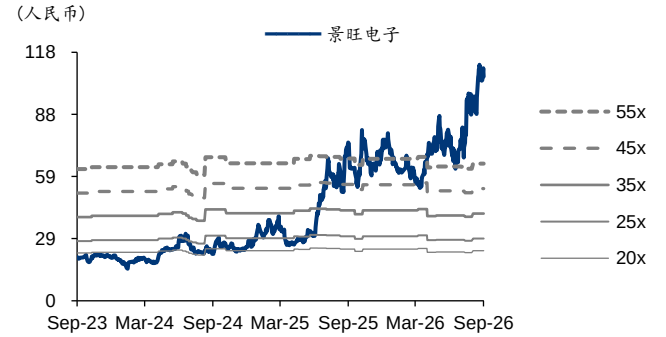
## 风险提示

**原材料供应及价格波动风险。**公司生产经营所使用的主要原材料包括覆铜板、铜球、铜箔、半固化片、金盐、干膜、油墨等，占主营业务成本比例较高。主要原材料价格受国际市场铜、黄金、石油等大宗商品的影响较大。主要原材料供应链的稳定性和价格的走势将影响公司未来的生产稳定性和盈利能力。

**行业及市场竞争风险。**PCB 行业集中度较低，产能扩张较多、产品迭代速度快、成本和市场优势逐步缩小，中国 PCB 企业将面临更激烈的市场竞争。如公司的技术及生产能力无法满足客户更新换代的需求或客户临时变更、延缓或暂停新产品技术路线，或公司无法及时开发新客户，公司业绩将受到不利影响。

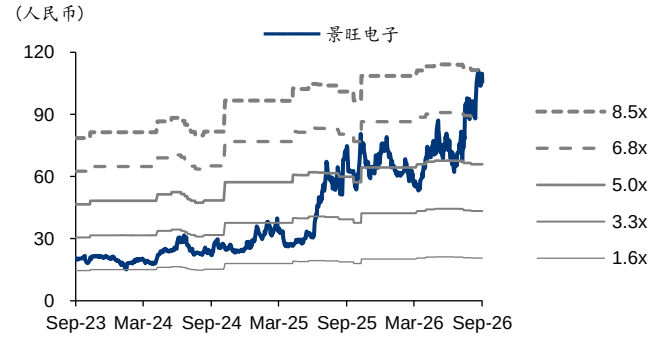
**贸易摩擦风险。**近年来，国际政治经济环境变化，国际贸易摩擦不断升级，如果因国际贸易摩擦而导致相关国家对我国 PCB 产品采取限制政策、提高关税及采取其他方面的贸易保护主义措施，将会对我国 PCB 行业造成一定冲击，从而可能对公司的业务发展产生不利影响。

**图表72： 景旺电子 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰研究

**图表73： 景旺电子 PB-Bands**




资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考



# 免责声明

**分析师声明**

本人，邹正林、田莫充、汤仕鬻，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

**一般声明及披露**

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰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。华泰证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

**中国香港**

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考



**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

**美国**

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师邹正林、田莫充、汤仕鬻本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**新加坡**

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

**行业评级**

**增持：**预计行业股票指数超越基准
**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

**买入：**预计股价超越基准 15%以上
**增持：**预计股价超越基准 5%~15%
**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考



**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J
**香港：**华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231
**新加坡：**华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**北京**
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**深圳**
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**上海**
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股（香港）有限公司**
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

**华泰证券（美国）有限公司**
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

**华泰证券（新加坡）有限公司**
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司