

# 胜宏科技 (300476.SZ)

## 公司快报

### 聚焦 AI 服务器高端产品需求，业绩增长动能强劲

#### 投资要点

◆ **人工智能 AI 催生 PCB 行业增长新动能，深度参与国际头部大客户新产品预研。**受益于人工智能 AI 算力基建带来的服务器、交换机需求高速增长，以及 AI 开启的消费电子终端创新周期，HDI、层数较高的高多层板等高端品需求快速增长，PCB 行业景气度持续上行，根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 产值恢复增长，产值达到 735.65 亿美元，同比增长 5.8%；预计 2029 年全球 PCB 产值将达到 946.61 亿美元，2024-2029 年年均复合增长率预计为 5.2%。而 HDI 将成为 AI 服务器相关 PCB 市场增速最快的品类，Prismark 预测 2023-2028 年 AI 服务器相关 HDI 的年均复合增速将达到 16.3%。根据 IDC 数据，2024 年全球 AI 服务器出货金额将达到 280 亿美元，同比增长 16%，其中，高阶 AI 服务器出货量增速将达到 128%。其中，英伟达占据 AI 服务器 GPU 主导地位。公司在算力和 AI 服务器领域取得重大突破，如基于 AI 服务器加速模块的多阶 HDI 及高多层产品，24 层 6 阶 HDI 产品和 32 层高多层板已实现大批量出货，并具备 70 层高精密多层线路板、28 层 8 阶高密度互连 HDI 板的量产能力。2025Q1 公司 AI 算力、数据中心相关产品收入占比超过 40%。公司在 AI 算力卡、AI Data Center UBB&交换机领域市场份额全球第一。凭借领先的研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，公司深度参与国际头部大客户新产品预研，从产品规划到技术能力提升，再到扩产计划，全程跟踪服务客户，品质优、交期快、服务好，已形成较强的技术壁垒与客户粘性，市场竞争力强劲。

◆ **顺应“中国+N”行业趋势，拟开展越南人工智能 HDI/泰国高多层 PCB 项目。**随着“中国+N”模式的持续发展，以越南、泰国、印尼为代表的东南亚国家成为本轮产业转移的最主要受益者，国内外 PCB 厂商普遍加大对东南亚的投资、产能扩张力。根据 Prismark 数据，预计到 2029 年，东南亚地区 PCB 产值将达到约 108.98 亿美元，产值占比提升到 12.4%，2024 年-2029 年年均复合增长率达到 12.4%，领跑全球其他地区及 PCB 行业整体。**(1) 越南胜宏人工智能 HDI 项目：**随着人工智能技术和应用的快速发展，未来五年 AI 系统、服务器、存储、网络设备等是 PCB 需求增长的主要动能。随着 AI 服务器的升级，GPU 主板也将由高多层板逐步升级为 HDI，HDI 将是未来 5 年 AI 服务器相关增速最快的 PCB，特别是 4 级以上的高阶 HDI 产品需求增速快。公司计划投资 18.15 亿元，建设生产人工智能用高阶 HDI 产品，计划年产能 15 万平方米。建设期第 3 年预计达产 40%，建设期第 5 年全部达产，项目计算期内，达产后年销售收入 16.50 亿元。**(2) 泰国高多层印制线路板项目：**随着服务器平台的升级，服务器 PCB 持续向更高层板发展，对技术和装备的升级提出要求。对应于 PCIe3.0 的 Purely 服务器平台一般使用 8-12 层的 PCB 主板；PCIe4.0 的 Whitley 平台则要求 12-16 层的 PCB 层数；对于未来将要使用 PCIe5.0 的 Eagle Stream 平台而言，PCB 层数需要达到 16-18 层以上。根据 Prismark 数据，18 层以上 PCB 单价约是 12-16 层价格的 3 倍。公司计划投资 14.02 亿元，本项目主要产品为高多层板，包括 14 层以上高多层板，建设期第 2 年预计达产 50%，建设期第 3 年预计全部达产，项目计算期内，达产后

电子 | PCBIII

投资评级

**增持(首次)**

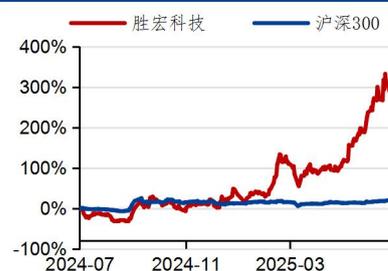
股价(2025-07-25)

155.53 元

#### 交易数据

总市值(百万元)	134,173.96
流通市值(百万元)	133,010.61
总股本(百万股)	862.69
流通股本(百万股)	855.21
12个月价格区间	161.52/27.38

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	16.44	93.35	283.72
绝对收益	21.04	102.33	304.77

分析师

熊军

 SAC 执业证书编号：S0910525050001  
 xiongjun@huajinsec.cn

分析师

宋鹏

 SAC 执业证书编号：S0910525040001  
 songpeng@huajinsec.cn

#### 相关报告



年销售收入 19.50 亿元。

- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 190.16/247.53/289.91 亿元，增速分别为 77.2%/30.2%/17.1%；归母净利润分别为 45.13/59.51/70.79 亿元，增速分别 291.0%/31.8%/19.0%；对应 PE 分别 29.7/22.5/19.0 倍。考虑到公司已实现 AI 服务器相关 PCB 产品的大规模量产，并已切入全球顶级服务器客户供应链，叠加公司产品最终广泛应用于英伟达、AMD、英特尔、特斯拉、Continental、诺和诺德、微软、博世、台达等众多国际知名品牌，长期稳定的优质客户资源为公司业绩增长和未来发展奠定坚实基础，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示:** 全球宏观经济波动加大及行业去库存水平不达预期的风险；行业变化较快及市场竞争加剧的风险；新产品、新技术的开发进展不及预期；新建生产基地投产进度不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,931	10,731	19,016	24,753	28,991
YoY(%)	0.6	35.3	77.2	30.2	17.1
归母净利润(百万元)	671	1,154	4,513	5,951	7,079
YoY(%)	-15.1	72.0	291.0	31.8	19.0
毛利率(%)	20.7	22.7	36.3	36.6	36.6
EPS(摊薄/元)	0.78	1.34	5.23	6.90	8.21
ROE(%)	8.8	12.9	34.2	31.4	27.4
P/E(倍)	199.9	116.2	29.7	22.5	19.0
P/B(倍)	17.6	15.0	10.2	7.1	5.2
净利率(%)	8.5	10.8	23.7	24.0	24.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 一、盈利预测核心假设

胜宏科技专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（多层板和 HDI 为核心）、柔性电路板（单双面板、多层板、刚挠结合板）全系列，广泛应用于人工智能、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等领域。

未来五年 AI 系统、服务器等是 PCB 需求增长的主要动能。根据 Prismark 数据，2023 年全球 AI/HPC 服务器系统的 PCB 市场规模（不含封装基板）接近 8 亿美元，预计到 2024 年将达到 19 亿美元，同比增长接近 150%；到 2028 年，AI/HPC 服务器系统的 PCB 市场规模（不含封装基板）将追上一级服务器，达到 31.7 亿美元，2023-2028 年年均复合增速达到 32.5%，远超其他领域 PCB 市场规模增速。AI 服务器和 HPC 系统已成为推动低损耗高多层板和 HDI 板发展的重要驱动力。当前国内 PCB 企业在 AI 服务器领域呈现阶梯化发展格局：部分企业已经实现大规模量产；部分企业还处于小批量生产阶段；另有部分企业尚处于技术研发和样品导入阶段。目前，国内 PCB 企业在 AI 服务器领域的竞争格局相对稳定，率先实现大规模量产的企业凭借先发优势、客户认证壁垒和量产经验积累，在 AI 服务器领域构筑起一定竞争壁垒。我们预计 2025-2027 年公司 PCB 制造业务营业收入为 180.90/236.04/277.68 亿元。

表 1：公司业务盈利预测（百万元/%）

产品	指标	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PCB 制造	收入	6,954.53	7,491.37	7,458.58	10,050.76	18,089.67	23,604.49	27,767.95
	YoY	30.57%	7.72%	-0.44%	34.75%	79.98%	30.49%	17.64%
	成本	5,914.46	6,452.93	6,276.52	8,255.49	12,056.76	15,637.97	18,291.42
	毛利率	14.96%	13.86%	15.85%	17.86%	33.35%	33.75%	34.13%
其他业务	收入	477.49	393.79	472.67	680.71	926.07	1,148.54	1,223.44
	YoY	74.63%	-17.53%	20.03%	44.01%	36.04%	24.02%	6.52%
	成本	3.49	1.26	13.17	37.31	53.43	66.96	75.12
	毛利率	99.27%	99.68%	97.21%	94.52%	94.23%	94.17%	93.86%
总计	收入	7,432.01	7,885.15	7,931.25	10,731.47	19,015.73	24,753.03	28,991.39
	YoY	32.72%	6.10%	0.58%	35.31%	77.20%	30.17%	17.12%
	成本	5,917.95	6,454.19	6,289.69	8,292.81	12,110.20	15,704.93	18,366.54
	毛利率	20.37%	18.15%	20.70%	22.72%	36.31%	36.55%	36.65%

资料来源：Wind、华金证券研究所

## 二、可比估值

我们选取以下公司为可比公司：生益电子为客户提供定制化 PCB 产品；沪电股份 PCB 产品以通信通讯设备、数据中心基础设施、汽车电子为核心应用领域，辅以工业设备、半导体芯片测试等应用领域；生益科技立足于终端功能需求的解决者，始终坚持高标准、高品质、高性能，高可靠性，自主生产覆铜板、半固化片、绝缘层压板、金属基覆铜箔板、涂树脂铜箔、覆盖膜类等高端电子材料；景旺电子产品覆盖多层板、类载板、厚铜板、高频高速板、金属基电路板、双面

/多层柔性电路板、高密度柔性电路板、HDI板、刚挠结合板、特种材料 PCB 等，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性线路板和金属基电路板的厂商。

我们预测公司 2025 年至 2027 年营业收入分别为 190.16/247.53/289.91 亿元，增速分别为 77.2%/30.2%/17.1%；归母净利润分别为 45.13/59.51/70.79 亿元，增速分别 291.0%/31.8%/19.0%；对应 PE 分别 29.7/22.5/19.0 倍。考虑到公司已实现 AI 服务器相关 PCB 产品的大规模量产，并已切入全球顶级服务器客户供应链，叠加公司产品最终广泛应用于英伟达、AMD、英特尔、特斯拉、Continental、诺和诺德、微软、博世、台达等众多国际知名品牌，长期稳定的优质客户资源为公司业绩增长和未来发展奠定坚实基础，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2：可比公司估值

股票代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
688183.SH	生益电子	403.60	9.97	14.33	18.86	40.50	28.17	21.41
002463.SZ	沪电股份	953.01	36.47	47.54	57.44	26.13	20.05	16.59
600183.SH	生益科技	924.33	27.94	35.79	43.27	33.08	25.83	21.36
603228.SH	景旺电子	549.64	15.20	19.40	23.58	36.16	28.34	23.31
	均值		22.40	29.26	35.79	33.97	25.60	20.67
300476.SZ	胜宏科技	1,341.74	45.13	59.51	70.79	29.73	22.55	18.95

资料来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，公司盈利预测来自华金证券研究所，股价为 2025 年 07 月 25 日收盘价

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	7263	8080	13536	17369	23496	<b>营业收入</b>	7931	10731	19016	24753	28991
现金	2141	1662	3803	6055	10317	营业成本	6290	8293	12110	15705	18367
应收票据及应收账款	3421	4079	6383	7209	8671	营业税金及附加	52	64	110	146	174
预付账款	37	34	93	74	122	营业费用	153	201	329	421	490
存货	1377	2045	2797	3543	3876	管理费用	268	392	580	748	861
其他流动资产	286	259	461	489	510	研发费用	348	450	719	908	1046
<b>非流动资产</b>	10120	11095	12043	12944	13841	财务费用	53	21	115	111	72
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-31	-15	-1	-41	-27
固定资产	6916	7172	8593	9219	9911	公允价值变动收益	2	-3	-2	-2	-2
无形资产	760	756	866	997	1127	投资净收益	41	9	26	27	26
其他非流动资产	2445	3167	2585	2728	2803	<b>营业利润</b>	759	1288	5078	6697	7975
<b>资产总计</b>	17384	19175	25579	30314	37337	营业外收入	1	44	15	17	19
<b>流动负债</b>	7576	7530	10163	9494	10023	营业外支出	10	20	12	13	14
短期借款	3014	1254	3295	2010	2013	<b>利润总额</b>	749	1312	5081	6701	7980
应付票据及应付账款	3605	4963	5802	6164	6725	所得税	78	157	568	750	901
其他流动负债	957	1314	1067	1320	1285	<b>税后利润</b>	671	1154	4513	5951	7079
<b>非流动负债</b>	2182	2717	2234	1882	1497	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	1777	2310	1964	1586	1182	<b>归属母公司净利润</b>	671	1154	4513	5951	7079
其他非流动负债	405	407	270	296	314	EBITDA	1625	2278	5909	7618	8875
<b>负债合计</b>	9758	10247	12397	11376	11520	<b>主要财务比率</b>					
少数股东权益	0	0	0	0	0	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	863	863	863	863	863	<b>成长能力</b>					
资本公积	3256	3267	3267	3267	3267	营业收入(%)	0.6	35.3	77.2	30.2	17.1
留存收益	3317	4308	7768	12347	17795	营业利润(%)	-16.3	69.8	294.2	31.9	19.1
归属母公司股东权益	7626	8928	13182	18938	25817	归属于母公司净利润(%)	-15.1	72.0	291.0	31.8	19.0
<b>负债和股东权益</b>	17384	19175	25579	30314	37337	<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	20.7	22.7	36.3	36.6	36.6
						净利率(%)	8.5	10.8	23.7	24.0	24.4
						ROE(%)	8.8	12.9	34.2	31.4	27.4
						ROIC(%)	6.9	9.9	24.3	26.0	23.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	56.1	53.4	48.5	37.5	30.9
						流动比率	1.0	1.1	1.3	1.8	2.3
						速动比率	0.7	0.8	1.0	1.4	1.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.5	0.6	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.4	2.9	3.6	3.6	3.7
						应付账款周转率	1.8	1.9	2.3	2.6	2.9
						<b>估值比率</b>					
						P/E	199.9	116.2	29.7	22.5	19.0
						P/B	17.6	15.0	10.2	7.1	5.2
						EV/EBITDA	84.4	60.1	23.0	17.3	14.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

## 投资评级说明

公司投资评级：

买入 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%；

增持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%至 15%之间；

中性 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%至 5%之间；

减持 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅在 5%至 15%之间；

卖出 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数跌幅大于 15%。

行业投资评级：

领先大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数领先 10%以上；

同步大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数涨跌幅介于-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6-12 个月内相对同期相关证券市场代表性指数落后 10%以上。

基准指数说明：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，美股市场以标普 500 指数为基准。

## 分析师声明

熊军、宋鹏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)