

胜宏科技 (300476)

报告日期: 2023年07月31日

## 软硬协同布局, 算力驱动成长

### ——胜宏科技深度报告

#### 投资要点

- **AI服务器用PCB新跃之星, 未来受益于AI算力、电车智能化等终端需求驱动及下游周期性修复, 复合成长性有望超预期。**
- **内资PCB龙头企业, 产品布局多元化**

2021, 胜宏科技位居中国印制电路行业企业百强排行榜内资第4名, 主要产品有高端多层板、HDI板等, 广泛应用于新能源、汽车电子(新能源)、5G新基建、人工智能等领域。其中高密度多层VGA(显卡)PCB、小间距LED PCB市场份额全球第一。2022年, 公司营收达到78.85亿元, 同比增长6.1%, 主要受益于优质客户增加、产品结构优化。2023年7月26日, 公司发布公告称, 拟以不超过4.6亿美元的总成本向THL购买其持有的PSL 100%股权, 交易完成还将间接持有MFSS及其5家全资子公司。通过此次收购, 公司欲打造覆盖刚性电路板(多层板和HDI为核心)、挠性电路板(单双面板、多层板、刚挠结合板)的全系列PCB产品组合, 有利于进一步丰富产品结构, 提升整体竞争力, 提高抗风险能力。
- **AI算力+电车智能化共振, 引领行业新发展**

受益于AI及汽车等领域发展, PCB行业有望迎来新一轮成长周期, 据Prismark预计到2027年全球产值将达到983.88亿美元。1) **AI带动算力需求激增, 推动数据中心硬件升级, 驱动高端PCB发展。**高速运算服务器、交换机、路由器、数据存储、机器人等新兴场景催生对大尺寸、高层数、高阶HDI及高频高速PCB产品的强劲需求。据Prismark数据, 2027年服务器及存储相关PCB产值将达142.01亿美元, 2022-2027年CAGR为7.6%。2) **智能座舱、自动驾驶快速渗透, 车用中高端PCB需求持续增长。**据IHS数据, 2025年全球智能驾驶车辆将超过三百万辆, 到2030年全球L4级别的自动驾驶车辆渗透率将达到15%。据Prismark数据, 2027年汽车相关PCB产值将达123.81亿美元, 2022-2027年CAGR为5.7%。
- **尖端技术持续突破, 高端产品产业领跑**

1) **具备70层高精密线路板、20层五阶HDI线路板的研发制造能力。**公司HDI二期项目正处于产能爬坡阶段, 高端产能持续扩充。2) **坚持高端产品战略布局。**公司开展“仿真人形机器人控制电路板的研发”、“无人机投递控制器模块电路板研发”、“超导线路悬空电路板研发”, 应用于Eagle Stream级服务器领域产品已实现规模化量产, Birch Stream级已小批量导入; 应用于GPU、FPGA等加速模块类产品已批量出货。3) **公司拥有大量优质客户。**客户群体涵盖英伟达、英特尔、AMD等行业龙头企业。公司是全球最大电动车客户的TOP2供应商, 众多国际Tier 1车载企业的合格供应商, 产品涉及自动驾驶运算模块(4阶HDI), 三电系统, 车身控制模组(3阶HDI)及集成MCU。
- **盈利预测与估值**

选择A股上市PCB公司沪电股份、深南电路作为可比公司, 预计公司2023-2025年营业收入分别为94.18/112.23/140.47亿元, 同比增速为19.44%/19.16%/25.17%; 归母净利润为9.34/12.30/15.49亿元, 同比增速为18.19%/31.65%/25.90%, 当前股价对应PE为20.85/15.83/12.58倍, EPS为1.08/1.43/1.80元。受益于下游AI及汽车电子等领域需求持续发展与升级, 公司前瞻布局有望充分受益。综上, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示**

经济波动风险、市场竞争风险、原材料紧张及价格波动风险、汇率波动等风险。

#### 投资评级: 买入(首次)

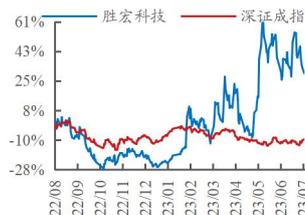
分析师: 蒋高振  
执业证书号: S1230520050002  
jianggaozhen@stocke.com.cn

研究助理: 褚旭  
chuxu@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥22.58
总市值(百万元)	19,479.51
总股本(百万股)	862.69

#### 股票走势图



#### 相关报告

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	7885	9418	11223	14047
(+/-) (%)	6.10%	19.44%	19.16%	25.17%
归母净利润	791	934	1230	1549
(+/-) (%)	2.00%	18.19%	31.65%	25.90%
每股收益(元)	0.92	1.08	1.43	1.80
P/E	24.64	20.85	15.83	12.58

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

1 胜宏科技：内资 PCB 龙头企业，产品布局多元化.....	5
1.1 多层 VGA、小间距 LED PCB 份额全球第一，全球布局深化客户合作.....	5
1.2 经营业绩稳定向好，短期受周期下行扰动.....	6
1.3 员工股东利益绑定，完善激励共谋发展.....	7
2 AI 算力+电车智能化共振，引领行业新发展.....	8
2.1 下游新兴产业兴起，推动全新发展周期.....	8
2.2 AI 带动硬件升级，驱动 PCB 高端化快速发展.....	9
2.3 电车智能化加速渗透，引领多层、高阶 HDI 发展.....	10
3 尖端技术不断突破，深入聚焦优质客户.....	12
3.1 多方位研发布局，高端产品持续扩充.....	12
3.2 精准把握需求，布局新兴领域.....	13
4 盈利预测与估值.....	13
4.1 细分产品盈利预测.....	13
4.2 估值.....	14
5 风险提示.....	15

## 图表目录

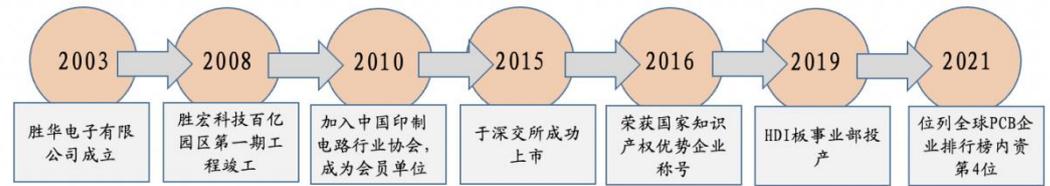
图 1: 胜宏科技发展历程	5
图 2: 胜宏科技主要客户	5
图 3: 2023Q1 营收同比下降 13.35%	6
图 4: 2023Q1 归母净利润同比下降 38.16%	6
图 5: 2023Q1 销售毛利率、净利率分别为 20.11%、7.11%	6
图 6: 2023Q1 期间费用率整体回升	6
图 7: 胜宏科技股权结构 (截至 2023 年第一季度)	7
图 8: 2018-2026 年全球 PCB 市场规模 (亿美元)	8
图 9: 国内 PCB 产值预计在未来持续提升	9
图 10: 全球 PCB 下游应用市场规模 (亿美元)	9
图 11: 服务器及存储行业电子产品产值 (十亿美元)	9
图 12: 全球 PCB 呈现高密度化、高性能化发展趋势	10
图 13: 2022 年全球新能源汽车销量突破 1000 万	11
图 14: 2021-2022 中国新能源汽车销量爆发式增长	11
图 15: 2017-2022 中国智能座舱市场规模逐步提升	11
图 16: 2021 年中国市场内各价位车型智能座舱均有渗透	11
图 17: 汽车行业电子产品产值 (十亿美元)	12
表 1: 胜宏科技现任管理层	7
表 2: 2022 年胜宏科技股权激励计划业绩考核目标	8
表 3: 各公司类 ChatGPT 项目布局 (截至 2022 年 4 月)	10
表 4: 胜宏科技部分研发项目情况 (截至 2022 年)	12
表 5: 公司细产品盈利预测表	14
表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 31 日收盘)	14
表附录: 三大报表预测值	16

## 1 胜宏科技：内资 PCB 龙头企业，产品布局多元化

### 1.1 多层 VGA、小间距 LED PCB 份额全球第一，全球布局深化客户合作

2021，胜宏科技位居中国印制电路行业企业百强排行榜内资第 4 名。公司高密度多层 VGA（显卡）PCB、小间距 LED PCB 市场份额全球第一。公司专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，主要产品有高端多层板、HDI 板等，广泛应用于新能源、汽车电子(新能源)、5G 新基建、大数据中心、人工智能、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等领域。

图 1：胜宏科技发展历程



资料来源：胜宏科技公司官网，浙商证券研究所

**积极推进优质大客户战略，深入布局全球市场。**公司现有客户已达数百家，基本覆盖下游领域头部厂商或品牌，代表客户包括戴尔、华硕、三星、英特尔、英伟达、AMD 等国内外众多知名品牌。该等客户的 PCB 采购需求量大，与公司的合作规模均存在较大成长空间。公司采用全球布局，为顺应区域化、周边化、本地化的全球供应趋势，公司分别在美国、日本、中国台湾、欧洲、马来西亚、韩国地区设立分公司和办事处，并配备专业技术服务团队，为国际客户提供全球化销售服务和技术支持。

图 2：胜宏科技主要客户



资料来源：胜宏科技 2021 年募集说明书，浙商证券研究所

**智慧工厂降本增效，高端产能扩张迅速。**2018 年，公司投产同行业第一家工业互联网智慧工厂，产能品质提升，人均产值提高。同时，公司于 2019 年投产 HDI 事业部。于 2020 年，完成 HDI 工厂二期装机调试。2021 年，HDI 二期投产。公司持续推进高端产品产能扩张，多层板 6 处和 HDI 二期持续爬坡释放产能。

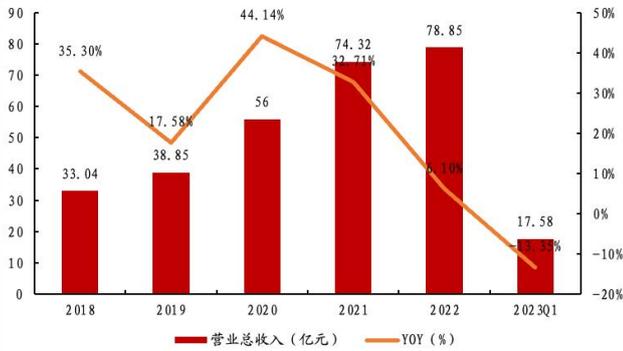
**补全软板，积极布局 PCB 产业链横向一体化。**2023 年 7 月 26 日，公司发布公告称，拟以不超过 4.6 亿美元的总成本向 THL 购买其持有的 PSL 100% 股权，交易完成将持有 PSL 100% 股权并间接持有 MFSS 及其所有子公司（包括 MFS Technology (M) Sdn Bhd、湖南维胜科技电路板有限公司、湖南维胜科技有限公司、益阳维胜科技有限公司和 MFS Technology Europe UG）100% 的股权。若本次收购顺利完成，公司将形成覆盖刚性电路板（多层板和 HDI 为核心）、挠性电路板（单双面板、多层板、刚挠结合板）的全系列 PCB

产品组合，迅速丰富产品结构，提升整体竞争力，在满足客户多种需求的同时，进一步分经营风险、提高抗风险能力。

### 1.2 经营业绩稳定向好，短期受周期下行扰动

**2022年营收、利润增长，2023Q1业绩波动。**2022年，公司营业收入为78.85亿元，同比增长6.10%；归母净利润为7.91亿元，同比增长17.93%。营收增长主要得益于公司客户与高端产品布局，海内外优质客户收入贡献持续提升，产品结构不断升级；公司配合国际知名新能源汽车客户布局自动驾驶领域，导入车载HDI等核心产品，汽车电子产品占比显著提升；同时，新能源、新能源汽车、服务器、新型智能终端及智能家居类产品迎来成倍增长，公司产品结构进一步优化。2023Q1营收、归母净利润分别为17.58、1.25亿元，分别同比下降13.35%、38.16%，主要系工厂开工率不足、产能利用率较低以及客户端部分产品降价等所致。

图 3：2023Q1 营收同比下降 13.35%



资料来源：Choice，胜宏科技定期公告，浙商证券研究所

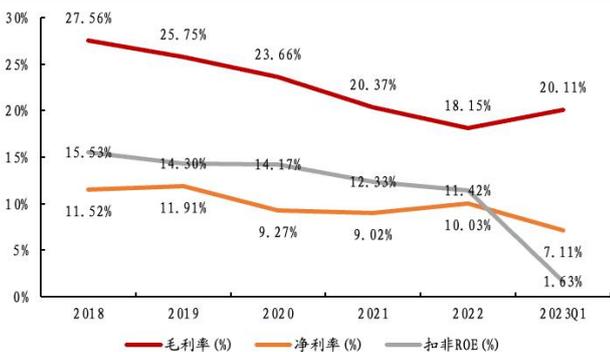
图 4：2023Q1 归母净利润同比下降 38.16%



资料来源：Choice，胜宏科技定期公告，浙商证券研究所

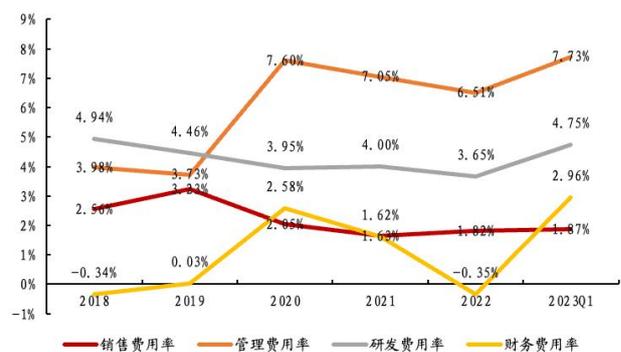
**期间费用逐步优化，盈利能力受到扰动。**全球电子整机市场新增需求下降，PC、手机、电视等领域受到较大影响。公司所处PCB行业的短期需求暂时放缓。近年来毛利率有所下滑，净利率相对稳定。受益于公司治理机制的进一步完善，2022年销售、管理、研发、财务费用率分别为1.82%、6.51%、3.65%、-0.35%，其中财务费用波动主要系汇率变化影响导致。2022年，公司研发投入为2.87亿元，其研发费用主要投入于工艺技术研发、拓宽市场、提升产品附加价值以及产品性能提升技术研发。2023Q1销售、管理、研发、财务费用分别波动至1.87%、7.73%、4.75%、2.96%。

图 5：2023Q1 销售毛利率、净利率分别为 20.11%、7.11%



资料来源：Choice，浙商证券研究所

图 6：2023Q1 期间费用率整体回升

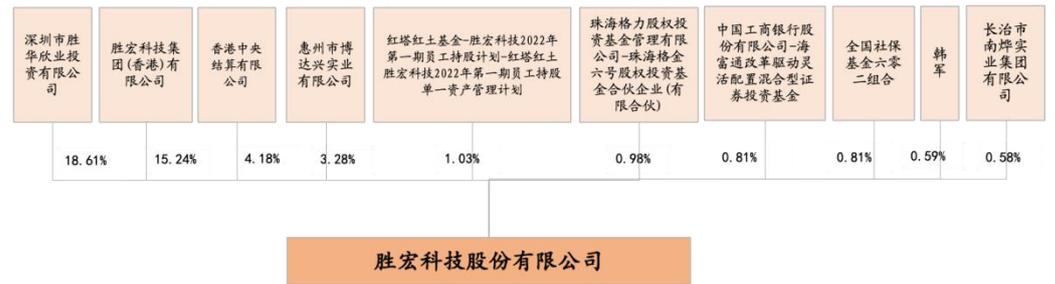


资料来源：Choice，浙商证券研究所

### 1.3 员工股东利益绑定，完善激励共谋发展

实际控制人为陈涛，控股股东为深圳市胜华欣业投资有限公司。截至 2022 年，公司第一大股东深圳胜华持股比例为 18.61%；第二大股东为胜宏科技集团（香港）有限公司持股比例为 15.24%。公司下设全资子公司胜华惠阳、南通胜宏等。截至 2022 年，陈涛持有深圳胜华 90%股权，并控股惠州宏大 70%股权，后者为香港胜宏股东。公司创始人陈涛通过深圳胜华和香港胜宏合计控制公司 33.85%的表决权。

图 7：胜宏科技股权结构（截至 2023 年第一季度）



资料来源：Choice，浙商证券研究所

表 1：胜宏科技现任管理层

姓名	职务	性别	出生年份	简历
陈涛	总经理、董事长	男	1972	中国国籍，无境外永久居留权，EMBA，高级工程师；曾任新疆兵团武警指挥部三支队机关事务长、新疆喀什市二轻局服务公司业务经理、广东惠州统将电子有限公司董事长助理。
赵启祥	副总经理、董事会秘书	男	1977	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历，曾任群雄电子(惠阳)有限公司生管课长、柏承电子(惠阳)有限公司管理部主任。
何连琪	副总经理、董事	男	1956	中国国籍，无境外永久居留权，高中学历，曾任深圳华乐股份公司企管部长、深圳嘉华电子公司总经理、深圳博冠达公司总经理。
陈勇	副总经理、董事	男	1979	中国国籍，无境外永久居留权，大学本科，曾任胜华电子业务部经理。
刘春兰	董事	女	1977	中国国籍，无境外永久居留权，EMBA；现任本公司董事、深圳市胜华欣业投资有限公司总经理、前海兰创投资管理有限责任公司执行董事兼总经理、惠州市宏大投资发展有限公司总经理、文县陈氏庄园酒店管理有限公司监事、南通胜宏科技有限公司董事。
王海燕	监事会主席	女	1978	中国国籍，无境外永久居留权，本科学历。曾任深圳市崇达多层线路板有限公司工程部经理。

资料来源：Choice，浙商证券研究所

**股权激励健全人才机制，员工股东利益绑定。**公司于 2015、2018、2022 年多次推行限制性股权激励计划。2022 年公司股权激励计划覆盖公司董事、高级管理人员及骨干员工合计 872 人，以 2021 年净利润或营业收入为基础，考核年度为 2022-2024 三个会计年度，每个会计年度考核一次。公司通过股权激励、员工持股计划建立健全的股票激励制度，将员工、高管、股东利益绑定，有助于帮助企业在未来取得更大发展。

表 2: 2022 年胜宏科技股权激励计划业绩考核目标

行权期	对应考核年度	业绩考核目标 以 2021 年净利润或营业收入为基础	
		基准值增长率 (A)	目标值增长率 (B)
第一个行权期	2022	20%	30%
第二个行权期	2023	44%	69%
第三个行权期	2024	72.8%	119.7%
考核指标		业绩目标完成度	公司层面可归属限制性股票比例
考核年度净利润或营业收入相较 2021 年的增长率 (X)		$X \geq B$	100%
		$B > X \geq A$	$80\% + (X-A) / (B-A) \times 20\%$
		$X < A$	$X=0$

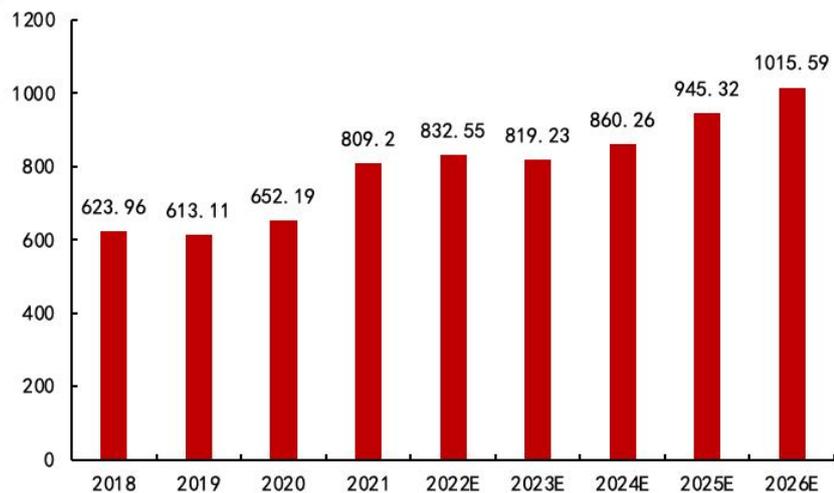
资料来源: 胜宏科技公告, 浙商证券研究所

## 2 AI 算力+电车智能化共振, 引领行业新发展

### 2.1 下游新兴产业兴起, 推动全新发展周期

PCB 市场面临新一轮增长周期, 增长动能涉及多个领域。PCB 是承载电子元器件并连接电路的桥梁, 广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子等领域, 是现代电子信息产品中不可或缺的电子元器件。随着下游通信、汽车、云计算、物联网、智能家居、可穿戴设备等新兴领域的蓬勃发展, PCB 行业迎来了新一轮的发展周期。据 PrismaMark 数据, 在手机、个人电脑、汽车电子等领域带动下, 2021 年全球 PCB 市场实现大幅增长, 市场规模达 809.20 亿美元, 同比 2020 年增长达 24.1%。同时, PrismaMark 预测 2021 至 2026 年间全球 PCB 行业产值将以 4.6% 的年复合增长率成长, 到 2026 年将达到 1015.59 亿美元。

图 8: 2018-2026 年全球 PCB 市场规模 (亿美元)

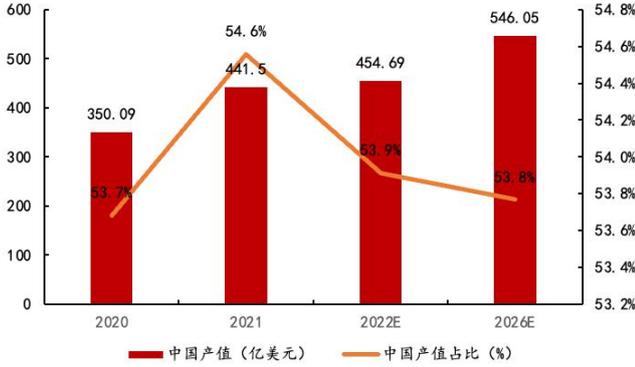


资料来源: PrismaMark, 鹏鼎控股 2022 年募集说明书, 浙商证券研究所

全球产能向亚洲转移, 我国 PCB 行业迎来新的发展机遇。2000 年以前, 美洲、欧洲和日本三大地区合计产值占据全球 PCB 产值的 70% 以上, 但近 20 年来, 全球 PCB 产业重心不断向亚洲地区转移, 已形成以中国大陆为中心、其他地区为辅的新格局。据 PrismaMark 数据, 2022 年亚洲地区 PCB 产值占比超过全球 90%, 其中, 中国占全球产值比重为 54%, 为全球第一大 PCB 生产国。随着数字经济、人工智能、云计算及数据中心、智能汽车、绿

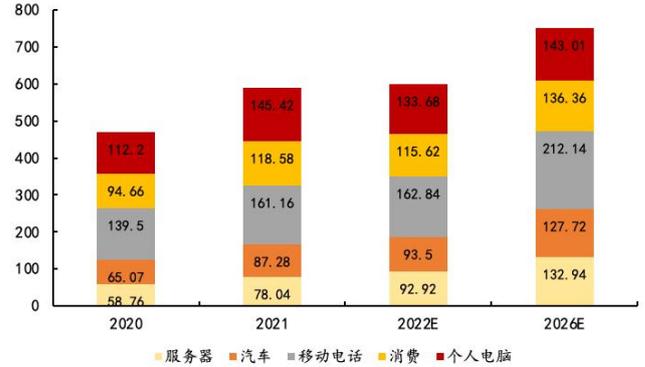
色能源、ARVR、卫星通讯等应用领域的高速发展，未来 PCB 产品需求将急剧增加，我国 PCB 行业的发展态势将呈现较强的势头。

图 9: 国内 PCB 产值预计在未来持续提升



资料来源: 沪电股份定期公告, 浙商证券研究所

图 10: 全球 PCB 下游应用市场规模 (亿美元)

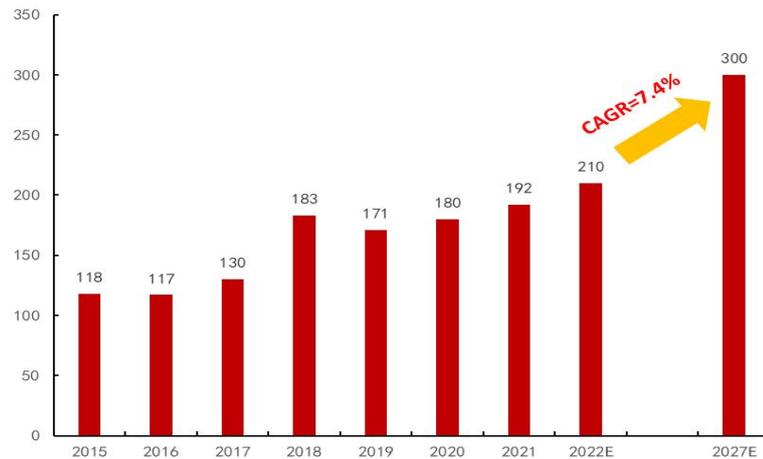


资料来源: Prismark, 鹏鼎控股募集说明书, 浙商证券研究所

## 2.2 AI 带动硬件升级，驱动 PCB 高端化快速发展

新型应用领域不断发展，为行业长期发展提供优秀赛道。数字经济已成为全球经济发展的主要驱动力，数字经济规模占 GDP 比例稳步提升。随着全球数据流量的指数级增长以及全球信息化建设速度加快，服务器作为最重要的算力基础设施，全球范围内的出货量与市场规模得以大幅增长。PCB 是承载服务器运行的关键部件，服务器出货量的大幅增长也使得服务器 PCB 市场规模迅速扩容，成为 PCB 市场中复合增长率最快的下游细分市场。根据 Prismark 估算，2022 年全球服务器及存储领域市场规模为 2,100 亿美元，预计 2027 年达到 3,000 亿美元，复合增长率为 7.4%。根据 Prismark 估算，2022 年服务器及存储相关 PCB 产值达 98.68 亿美元，较前一年成长高达 26.4%，2022 至 2027 年复合成长率 7.6%，2027 年相关 PCB 产值将达 142.01 亿美元。

图 11: 服务器及存储行业电子产品产值 (十亿美元)



资料来源: Prismark, 鹏鼎控股定期公告, 浙商证券研究所

未来 AI 或将成为电子行业主要驱动力。全球范围内大型云服务和互联网厂商对数据中心基础设施的投资不断增加，云计算、大数据、超高清视频、物联网、人工智能等新一代信息技术的应用和发展将促使全球数字化转型，并进一步放大了网络的重要性，加快了

数字化转型的进程。近期 OpenAI 的 ChatGPT 的显著成功似乎为商业人工智能应用发展开启了新时代的大门，各类企业纷纷布局人工智能领域。未来随着 AI 的应用场景逐渐落地，图像、语音、机器视觉和游戏等领域的数据将呈现爆发式增长。据 IDC 数据，到 2025 年全球数据创建量预计将增长到 175ZB，随着数据创建量的强劲增长，数据存储容量的安装基数预计也将同步增加。

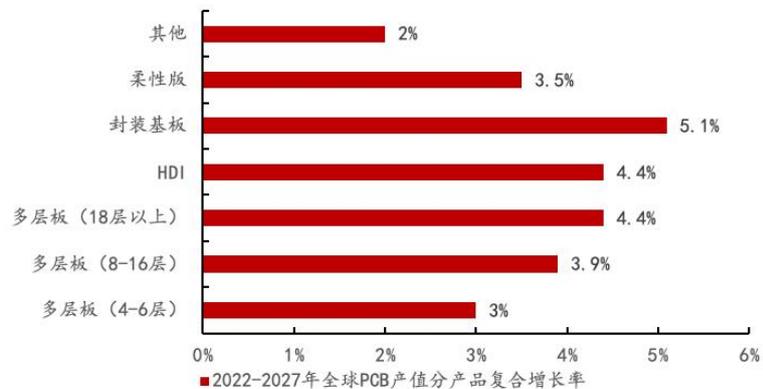
表 3: 各公司类 ChatGPT 项目布局 (截至 2022 年 4 月)

公司	类 ChatGPT 项目/ChatGPT 应用
百度	百度正打造类 ChatGPT 项目文心一言 (ERNIE Bot)，该产品目前已面向公众开放。
阿里	阿里正版聊天机器人正研发中，目前处于内侧阶段。
小米	小米表示在 ChatGPT 领域有丰富的落地场景，包括小爱对话、机器人等。其中小爱拥有庞大数据支撑，会让小米在大模型方面更加迅速。
网易有道	网易有道自研的教育场景下类 ChatGPT 模型将于近期推出，模型名字确定为“子曰”。基于“子曰”研发的 AI 口语老师和中文作文批改 DEMO 已完成，近期开放内测。
谷歌	谷歌现已推出类 ChatGPT 聊天机器人 Bard。

资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

**算力需求推动 PCB 高端化发展。** AI 模型需要越来越多的计算能力来管理越来越大的数据量，数据洪流对端、边、云的冲击将推动网络、计算技术进入新一轮高速创新期，并推动数据中心朝更高速数据传输标准发展，有望加速 400Gbps 和更高速度的数据中心交换机的采用以及服务器产品的更新换代，相关的路由器、数据存储、AI 加速计算服务器产品也有望高速成长，催生对大尺寸、高层数、高阶 HDI 以及高频高速 PCB 产品需求。

图 12: 全球 PCB 呈现高密度化、高性能化发展趋势



资料来源：Prismark，沪电股份定期公告，浙商证券研究所

### 2.3 电车智能化加速渗透，引领多层、高阶 HDI 发展

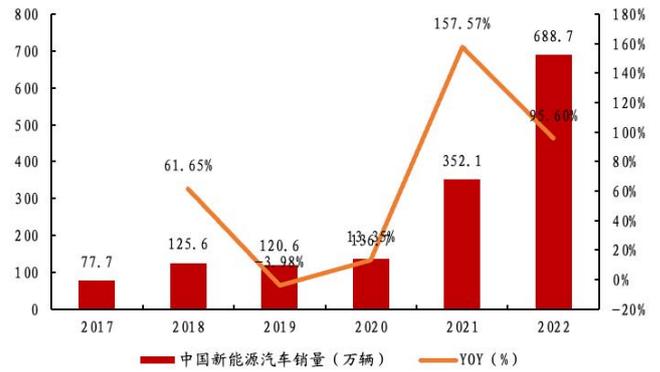
**新能源汽车快速发展，智能驾驶行业渗透迅速。** 随着能源革命和新材料、新一代信息技术的不断突破，汽车产品加快向电动化、轻量化、智能化、网联化方向发展，从交通工具转变为大型移动智能终端。ADAS 乘用车逐渐落地，智能驾驶逐步增加 L3 功能，直至推出 L4/5 车型。根据 IHS 数据，2025 年全球智能驾驶车辆将超过三百万辆，智能驾驶市场规模达到 26 亿美元，到 2030 年全球 L4 级别的自动驾驶车辆渗透率将达到 15%。电子硬件能力是信息技术与汽车产品融合的基础。随着智能驾驶向高阶演进，市场不断向中低端车型传导和渗透，带来感知、传输、算力、控制等电子硬件能力的整体提升，有效促进汽车电子领域上游各类电子器件及组件行业的快速发展。

图 13: 2022 年全球新能源汽车销量突破 1000 万



资料来源: Trendforce, 浙商证券研究所

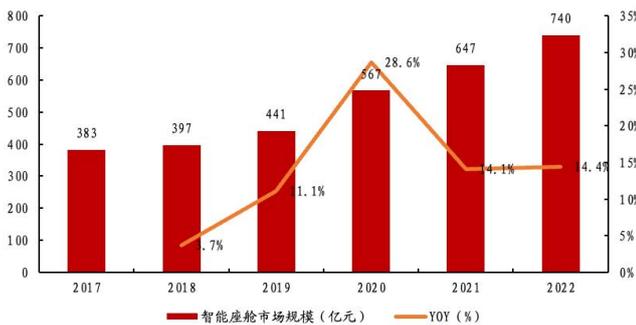
图 14: 2021-2022 中国新能源汽车销量爆发式增长



资料来源: Choice, 光明网, 浙商证券研究所

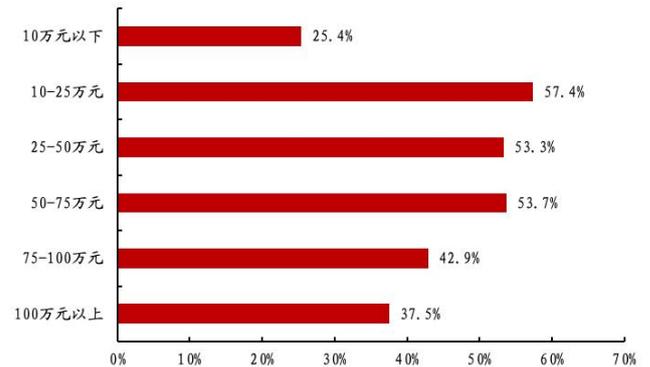
**智能座舱引领潮流，车机智能化增加 PCB 需求。**随着汽车智能座舱、新能源的技术升级和普及率持续增长，车辆的功能设计逐渐丰富，电子控制单元(ECU)数量迅速增加，这使分布式电子电气架构(EEA)已无法满足日趋复杂的系统设计，同时也存在成本过高与安全风险等问题。各大车厂逐渐往域集中式 EEA 发展，除具备结构简化、高拓展性、算力集中等优点，还可执行远程升级(OTA)，赋予汽车即时更新的驾驶体验。域集中式 EEA 是根据汽车功能划分若干领域，如车身控制域、自动驾驶域、智能座舱域等，功能相似的 ECU 将整合成性能更强大的单一 ECU，并透过域中心控制器协调整合，以实现更复杂的功能。而这类具有整合性、多功能、高效能等特性的 ECU，将推动相关高端汽车板的需求增加，其复杂度、性能和可靠性的要求也不断提高，传统 6 层以内为主的汽车板逐步向多层、高阶 HDI、高频高速等方向升级。

图 15: 2017-2022 中国智能座舱市场规模逐步提升



资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

图 16: 2021 年中国市场内各价位车型智能座舱均有渗透

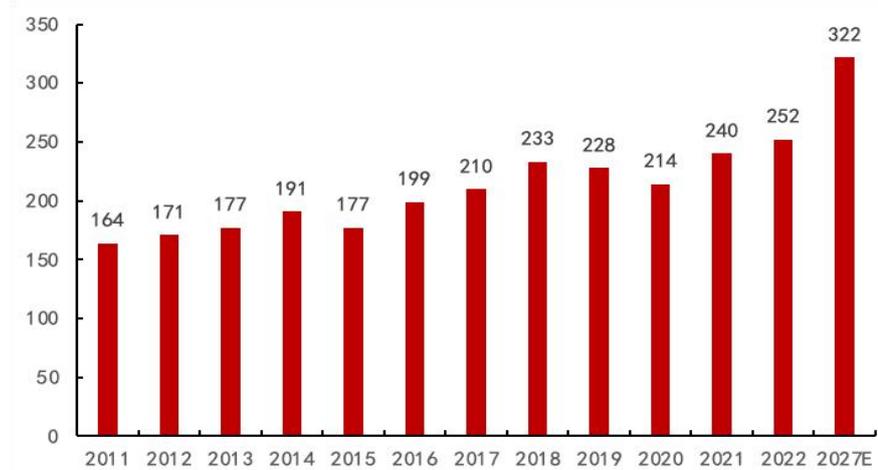


资料来源: 智研咨询, 浙商证券研究所

**全球汽车产业变动引领汽车行业电子产品产值持续攀升。**据 Statista 预测，到 2030 年汽车电子占整车直接成本将达到 45%。据 Prismark 数据，2022 年全球汽车行业电子产品市场规模为 2520 亿美元，2027 年产值将达 3220 亿美元，2022-2027 年 CAGR 为 5.0%。ADAS、传感器等汽车电子应用快速发展的智能化浪潮下，汽车 PCB 作为各类汽车电子应用的重要底座支撑，将随着汽车电子市场的发展保持增长趋势。据 Prismark 数据，2022 年

汽车相关 PCB 市场达 94 亿美元，较 2021 年增长 7.7%，2027 年相关 PCB 产值将达 123.81 亿美元，2022-2027 年 CAGR 为 5.7%。

图 17: 汽车行业电子产品产值 (十亿美元)



资料来源: Prismark, 鹏鼎控股定期公告, 浙商证券研究所

### 3 尖端技术不断突破，深入聚焦优质客户

#### 3.1 多方位研发布局，高端产品持续扩充

具备 70 层高精密线路板、20 层五阶 HDI 线路板的研发制造能力。2022 年，公司拥有省级新型研发机构、省级工程研发中心和企业技术中心，专业研发人员 1077 人，拥有线路板领域有效专利 286 项，其中发明专利 108 项、实用新型专利 170 项。公司开展了“仿真机器人控制电路板的研发”、“无人机投递控制器模块电路板研发”、“超导线路悬空电路板研发”、“高端智能手机电路板研发”、“逆变器控制电路板技术研发”等 68 个研究开发项目。在具体产品方面，应用于 Eagle Stream 级服务器领域的产品已实现规模化量产，Birch Stream 级已小批量导入，通讯 5G 基站类产品已实现批量性产业化。

表 4: 胜宏科技部分研发项目情况 (截至 2022 年)

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	影响
磁悬浮线圈镶嵌电路板研发	提高充电桩产品的技术能力	进行中	满足新能源、高端显卡、高端通讯等拳头产品的前沿应用，以及量产	进一步提升公司产品附加价值，提升该领域技术优势
高功率电源用导热厚铜电路板研发		进行中		
全面包金阶梯天线板研发	提升高端显卡产品的竞争力	进行中		
阵列阶梯盲孔板技术研发		进行中		
通讯辅助用射频电路板研发	提升 5G 通讯产品的技术能力和市场竞争力	进行中		
混合材料射频电路板研发		进行中		
基站控制器用主板研发		进行中		
5G 基站 RRU 主板研发	提高 5G 通讯产品的技术能力	已完成	实现 5G 通讯产品量产	提高该产品市场竞争力
5G 芯片测试板研发		已完成		

资料来源: 胜宏科技定期报告, 浙商证券研究所

### 3.2 精准把握需求，布局新兴领域

**AI浪潮推动相关产品加速布局。** ChatGPT 在全球范围内掀起了一场技术革命与商业浪潮，AI 市场也迎来了前所未有的机遇与增量。随着 AI 应用场景的逐渐落地，图像、游戏、机器视觉等领域将迅猛发展，数据创建量将激增，数据存储容量的安装基数也将随之增长。AI 模型需要提高算力来管理越来越大的数据量，将带动网络、计算技术进入新一轮高速创新期，并推动数据中心高质量发展，服务器类产品的更新换代，相关的路由器、数据存储、AI 加速计算服务器产品也有望迎来高速增长，对高阶 HDI、高频高速 PCB 产品出现强劲需求。公司应用于 AI 加速、Graphics、应用于 GPU、FPGA 等加速模块类的产品已批量出货。在高阶数据中心交换机领域，应用于 Pre800G 的产品已小批量生产，基于 AI 服务器的加速模块的多阶 HDI 及高多层产品，已实现 4 阶 HDI 及高多层的产品化，6 阶 HDI 产品已在加速布局中。

**车载相关产品业内领先，细分领域研发持续推进。** 针对车载电子产品，公司是全球最大电动车客户的 TOP2 供应商，众多国际 Tier 1 车载企业的合格供应商，产品涉及自动驾驶运算模块（4 阶 HDI），三电系统，车身控制模组（3 阶 HDI）以及集成 MCU，77Ghz 车载雷达已实现了小批量作业。同时加大对细分领域的研发，如热管理，成功布局散热膏，超厚铜，埋嵌铜块等产品。加大高端车载电子产品的导入及客户端的资源配置。

**紧抓增长机遇，深入协同客户。** 公司营销团队抓住传统能源向新能源转型以及信息技术发展的机遇，在未来持续增长的新能源、新能源汽车、人工智能、新一代通信技术等领域紧跟国际科技巨头企业战略布局。提升公司自身研发创新能力，在具体的产品规划、技术能力规划以及扩产计划中全过程跟踪服务客户，促进优势互补、协同发展。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 细分产品盈利预测

**多层板：**公司目前已具备 70 层高精密线路板的研发制造能力。多层板产品拥有大量优质客户，被广泛应用于汽车电子、人工智能等多个领域。随着 23H2 下游需求逐渐改善，公司产品也在进一步向高密度、高集成、高速高频方向发展，满足路由器、数据存储、AI 加速计算服务器等产品对 PCB 产品的需求，同时深化与下游核心大客户合作，有望进一步提升公司行业地位，带动营业收入持续增长。公司应用于 Eagle Stream 级服务器领域的产品已实现规模化量产，Birch Stream 级已小批量导入，巩固技术领先地位，预计相关产品销量将实现稳定增长。随着产品结构持续优化，原材料价格整体呈下降趋势，叠加内部精益化管理强化，产品价格有望稳定提升，同时带动毛利率改善。我们预计，2023-2025 年公司多层板营收分别为 69.9/81.9/99.8 亿元，毛利率为 15.0%/15.5%/15.5%。

**HDI 板：**公司目前已具备 20 层五阶 HDI 线路板的研发制造能力，已有多处 HDI 扩产项目，HDI 二期项目正处于产能爬坡阶段。随着产能持续提升，人工智能、自动驾驶等领域研发项目稳步推进，产品将进一步升级，持续深化与国际知名电动汽车及 AI 相关企业的合作，有望带动销量持续增长。针对车载电子产品，公司是全球最大电动车客户的 TOP2 供应商，众多国际 Tier1 车载企业的合格供应商，产品涉及自动驾驶运算模块（4 阶 HDI），三电系统，车身控制模组（3 阶 HDI）。基于 AI 服务器的加速模块的多阶 HDI 及高多层产品，已实现 4 阶 HDI 及高多层的产品化，6 阶 HDI 产品已在加速布局中。公司加大对细分领域的研发，强化高端电子产品的导入及客户端的资源配置，有望带动高附加值产品占比

提升，带动产品均价提升及毛利率改善。我们预计，2023-2025 年公司 HDI 板营收分别为 16.2/19.9/27.0 亿元，毛利率为 14.0%/14.5%/14.5%。

表 5: 公司细产品盈利预测表

业务	指标	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
多层板	产品均价 (元/m <sup>2</sup> )	705.00	744.21	831.48	814.85	831.15	856.08	890.33
	销量 (万m <sup>2</sup> )	501.00	656.38	750.10	746.94	840.74	956.35	1121.34
	营业收入 (百万元)	3532.04	4884.86	6236.95	6086.47	6987.84	8187.13	9983.61
	毛利率 (%)	22.50%	20.10%	16.00%	14.00%	15.00%	15.50%	15.50%
HDI	产品均价 (元/m <sup>2</sup> )	1833.48	1806.51	1761.35	1743.73	1761.17	1796.39	1868.25
	销量 (万m <sup>2</sup> )	6.75	24.43	40.74	65.18	92.19	110.58	144.49
	营业收入 (百万元)	123.76	441.33	717.57	1136.63	1623.60	1986.45	2699.45
	毛利率 (%)	20.00%	18.50%	14.20%	13.00%	14.00%	14.50%	14.50%
其他	营业收入 (百万元)	228.82	273.42	477.49	620.74	806.96	1049.05	1363.76
	毛利率 (%)	78.85%	95.52%	99.27%	90.00%	85.00%	85.00%	85.00%
合计	营业收入 (百万元)	3884.62	5599.61	7432.01	7885.15	9418.40	11222.62	14046.83
	YOY	17.58%	44.15%	32.72%	6.10%	19.44%	19.16%	25.17%
	综合毛利率	25.74%	23.66%	21.18%	19.77%	20.83%	21.82%	22.06%

资料来源：胜宏科技定期公告，浙商证券研究所

## 4.2 估值

我们选择 A 股上市 PCB 公司沪电股份、深南电路作为可比公司，预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 94.18/112.23/140.47 亿元，同比增速为 19.44%/19.16%/25.17%；归母净利润为 9.34/12.30/15.49 亿元，同比增速为 18.19%/31.65%/25.90%，当前股价对应 PE 为 20.85/15.83/12.58 倍，EPS 为 1.08/1.43/1.80 元。考虑 PCB 行业稳定增长，下游产业 AI 及汽车电子等领域需求及技术要求持续提升，公司持续布局高成长性、高阶产品，高端产能扩张稳步推进，后续有望充分受益。综上，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值 (截至 2023 年 7 月 31 日收盘)

股票代码	公司名称	最新收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002463.SZ	沪电股份	21.93	417.78	0.85	1.09	1.35	25.71	20.06	16.27
002916.SZ	深南电路	76.53	392.51	3.60	4.38	5.09	21.23	17.48	15.02
	平均			2.23	2.74	3.22	23.47	18.77	15.65
300476.SZ	胜宏科技	22.58	194.80	1.08	1.43	1.80	20.85	15.83	12.58

资料来源：Choice，浙商证券研究所，注：沪电股份、深南电路均来自 Choice 一致预期

## 5 风险提示

**宏观经济波动风险。**PCB 行业发展具有周期性，与宏观经济景气度密切相关。如果国际、国内宏观经济形势以及国家的财政政策、货币政策、贸易政策等宏观政策发生不利变化或调整，将可能对公司经营业绩产生不利影响。

**市场竞争风险。**PCB 行业各类生产企业众多，市场竞争较为激烈，并日益呈现“大型化、集中化”的趋势。若公司未在产品开发、营销策略等方面及时适应市场需求及竞争状况，公司的市场竞争优势将可能被削弱，并面临市场份额下降的风险。

**原材料供应紧张及价格波动的风险。**2020-2022 年，公司原材料占营业成本比重分别为 63.35%、70.64%、66.31%，占比较高。若未来原材料供应紧张、价格大幅上涨，而公司不能向下游客户转嫁原材料涨价成本，或通过技术工艺创新抵消成本上涨的压力，可能出现原材料供应不足或盈利能力下降等情形，将对公司的经营成果产生不利影响。

**汇率波动风险。**公司 2020-2022 年直接出口占收入比重分别为 57.88%、63.97%、62.22%，外销收入金额较大，主要以美元和港币结算，容易受到汇率波动的影响。虽然公司采用远期外汇合同减小汇率波动的影响，但仍不能完全消除汇率波动给公司经营业绩带来的影响。

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5886	7563	8639	10934
现金	1095	1426	1339	2081
交易性金融资产	502	325	426	418
应收账款	3057	4081	4816	6061
其它应收款	41	73	82	95
预付账款	23	33	35	44
存货	1124	1551	1867	2171
其他	42	75	74	64
<b>非流动资产</b>	8418	8795	9706	10295
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6392	7017	7790	8198
无形资产	188	235	299	338
在建工程	125	60	128	199
其他	1712	1483	1489	1561
<b>资产总计</b>	14304	16359	18344	21230
<b>流动负债</b>	6343	7352	8095	9426
短期借款	2452	1715	1821	1996
应付款项	3410	5097	5643	6770
预收账款	0	0	0	0
其他	481	540	631	661
<b>非流动负债</b>	1024	986	998	1003
长期借款	898	898	898	898
其他	126	87	99	104
<b>负债合计</b>	7367	8337	9093	10429
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	6937	8021	9252	10801
<b>负债和股东权益</b>	14304	16359	18344	21230

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1240	1942	1389	1756
净利润	791	934	1230	1549
折旧摊销	601	449	521	588
财务费用	(28)	152	107	90
投资损失	(41)	(12)	(15)	(20)
营运资金变动	(718)	739	(44)	64
其它	635	(322)	(410)	(515)
<b>投资活动现金流</b>	(1466)	(866)	(1512)	(1076)
资本支出	(395)	(992)	(1344)	(1046)
长期投资	0	0	0	0
其他	(1071)	125	(168)	(30)
<b>筹资活动现金流</b>	370	(745)	36	62
短期借款	1157	(737)	106	175
长期借款	(10)	0	0	0
其他	(777)	(8)	(69)	(113)
<b>现金净增加额</b>	144	331	(87)	742

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7885	9418	11223	14047
营业成本	6454	7457	8774	10949
营业税金及附加	48	45	55	74
营业费用	143	179	236	309
管理费用	226	283	370	478
研发费用	287	377	449	590
财务费用	(28)	152	107	90
资产减值损失	(95)	(87)	(106)	(144)
公允价值变动损益	0	0	(6)	(2)
投资净收益	41	12	15	20
其他经营收益	16	24	28	23
<b>营业利润</b>	906	1049	1376	1743
营业外收支	(9)	(9)	(9)	(9)
<b>利润总额</b>	897	1040	1367	1734
所得税	107	105	136	185
<b>净利润</b>	791	934	1230	1549
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	791	934	1230	1549
EBITDA	1658	1638	2019	2455
EPS (最新摊薄)	0.92	1.08	1.43	1.80

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	6.10%	19.44%	19.16%	25.17%
营业利润	7.41%	15.71%	31.17%	26.69%
归属于母公司净利润	2.00%	18.19%	31.65%	25.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率	18.15%	20.83%	21.82%	22.06%
净利率	10.03%	9.92%	10.96%	11.03%
ROE	11.97%	12.49%	14.24%	15.45%
ROIC	8.88%	9.88%	11.06%	12.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.50%	50.97%	49.57%	49.12%
净负债比率	47.71%	33.22%	32.04%	29.40%
流动比率	0.93	1.03	1.07	1.16
速动比率	0.75	0.82	0.84	0.93
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.57	0.61	0.65	0.71
应收账款周转率	2.93	3.08	2.99	3.13
应付账款周转率	3.51	3.63	3.38	3.66
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.92	1.08	1.43	1.80
每股经营现金流	1.44	2.25	1.61	2.04
每股净资产	8.04	9.30	10.72	12.52
<b>估值比率</b>				
P/E	24.64	20.85	15.83	12.58
P/B	2.81	2.43	2.11	1.80
EV/EBITDA	7.92	12.53	10.23	8.18

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>