

## 胜宏科技(300476.SZ)

## 高端PCB创新引领者，深度布局AI+汽车电子

## 推荐（首次）

股价：26.57元

## 主要数据

行业	电子
公司网址	www.shpcb.com
大股东/持股	深圳市胜华欣业投资有限公司 /18.61%
实际控制人	陈涛
总股本(百万股)	863
流通A股(百万股)	855
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	229
流通A股市值(亿元)	227
每股净资产(元)	8.60
资产负债率(%)	51.0

## 行情走势图



## 证券分析师

付强	投资咨询资格编号 S1060520070001 FUQIANG021@pingan.com.cn
徐勇	投资咨询资格编号 S1060519090004 XUYONG318@pingan.com.cn

## 研究助理

郭冠君	一般证券从业资格编号 S1060122050053 GUOGUANJUN625@pingan.com.cn
-----	---



## 平安观点：

- 国内 PCB 领先企业，多层板/HDI 技术领先。胜宏科技为国内领先 PCB 企业，经过数十年行业深耕，具备行业领先的多层板及 HDI 技术，公司硬板 PCB 产品广泛应用于计算机、汽车电子、5G 新基建、大数据中心等领域，并与英伟达、特斯拉等国际知名品牌保持长期深度合作，根据公司 2023 年半年报，当前公司已具备 70 层高精密线路板、24 层六阶 HDI 线路板的研发制造能力，同时公司高密度多层 VGA(显卡)PCB、小间距 LED PCB 市场份额位列全球第一。
- AI 服务器延续高增态势，高端 PCB 迎来放量良机。当前 AI 技术及应用处于快速发展阶段，AI 服务器有望延续高增态势，考虑到高性能运算对于传输速率以及综合性能的要求，将进一步推动高阶 HDI 和高频高速 PCB 产品需求增长。当前公司高端显卡 PCB 技术全球领先，在算力、AI 服务器等领域持续取得突破，并围绕 AI 技术以及海外大客户进行技术创新与产品布局。其中，公司应用于 Eagle Stream 级服务器产品已规模量产，应用于 GPU、FPGA 等加速模块类产品同样形成批量出货，在高阶数据中心交换机领域，应用于 Pre800G 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。结合公司技术实力及行业地位，预计 2024 年公司 AI 服务器产品有望在 AI 算力需求爆发背景下迎来快速发展。
- 汽车电子化/智能化加速推动车用 PCB 需求长期增长。当前新能源车渗透率不断提升，加上汽车电子化/智能化进程加速，持续推动车用 PCB 需求增长，TrendForce 预计 2027 年全球车用 PCB 产值将达 94 亿美元。根据公司 22 年年报，在车用 PCB 领域，公司既是全球最大电动车客户的 TOP2 供应商，同时也是众多国际 Tier1 车载企业的合格供应商，合作客户包括特斯拉、博世、安波福等，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）、集成 MCU，同时具备厚铜+铜基、半扰性基板等产品生产能力。随着公司加大高端车载电子产品的导入及客户端的资源配置，我们看好公司车用 PCB 业务的长期增长潜力。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7,432	7,885	8,372	11,644	13,720
YOY(%)	32.7	6.1	6.2	39.1	17.8
净利润(百万元)	670	791	841	1,251	1,566
YOY(%)	29.2	17.9	6.4	48.8	25.1
毛利率(%)	20.4	18.1	22.4	23.2	23.6
净利率(%)	9.0	10.0	10.0	10.7	11.4
ROE(%)	10.7	11.4	11.1	14.7	16.1
EPS(摊薄/元)	0.78	0.92	0.98	1.45	1.82
P/E(倍)	34.2	29.0	27.2	18.3	14.6
P/B(倍)	3.7	3.3	3.0	2.7	2.4

- **并购完善全球化布局，推动产业链横向一体化。**公司在行业深耕数年，在多层板和 HDI 板等刚性 PCB 产品方面已具备较强的市场竞争力，通过收购 PSL 切入 PCB 软板业务后，形成“软硬兼具”的产品布局，加上 PSL 子公司 MFSS 聚焦于汽车、工业、医疗等行业，而该等下游领域的供应商认证壁垒高，稳定且粘性大，将助力公司扩大客户覆盖面并不断提高市场份额。此外，MFSS 在马来西亚拥有成熟的产线、稳定的供应链以及优质的客户资源，本次并购将有助于推进公司全球一体化战略，实现海外产能布局，在增强抗风险能力的同时能够进一步提高公司的核心竞争力。
- **投资建议：**公司作为国内领先 PCB 企业，凭借行业领先的多层板及 HDI 研发制造技术，公司高密度多层 VGA(显卡)PCB、小间距 LED PCB 市场份额位列全球第一，当前公司深度布局 AI 及汽车电子领域，并与英伟达、特斯拉等具备行业代表性的国际大客户保持深度合作，进一步彰显公司综合实力和行业地位。随着 AI 技术及应用的快速兴起以及汽车电子化/智能化加速，将进一步推动高阶 HDI/高频高速 PCB 产品需求提升，公司将持续受益。另外，公司通过收购 PSL 及其子公司 MFSS 打通 PCB 软板业务，“软硬兼具”产品布局成型，综合竞争力进一步加强，未来成长空间广阔，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.45/1.82 元，对应 2024 年 3 月 8 日收盘价 PE 分别为 27.2/18.3/14.6X，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**（1）宏观经济恢复不及预期：PCB 行业发展周期与宏观经济具有紧密联系，如果后续宏观经济恢复不及预期，将对 PCB 产业链企业经营业绩造成不利影响；（2）市场竞争风险。当前 PCB 生产厂商数量众多，市场竞争激烈，若公司未能保持相关产品领先的竞争力，将会面临市场份额下降的风险；（3）原材料供应紧张及价格波动风险。公司原材料成本占产品成本比重较高，若后续原材料价格出现大幅波动，且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导，将会对公司经营成果产生不利影响。

# 正文目录

<b>一、国内领先 PCB 企业，持续深耕国际大客户</b>	<b>5</b>
1.1 国内 PCB 领先企业，多层板/HDI 技术领先	5
1.2 股权结构清晰，管理层履职经验丰富	6
1.3 周期下行导致业绩波动，毛利率环比改善明显	7
<b>二、全球性大产业，亚洲地区逐步崛起</b>	<b>8</b>
2.1 全球性大产业，电子产品基石	8
2.2 市场空间广阔，产业逐步东移	10
2.3 下游应用广泛，新兴产业催生增量需求	12
<b>三、AI+汽车成为业绩增量点，横向并购完善全球化布局</b>	<b>15</b>
3.1 秉持创新驱动，多业务持续突破	15
3.2 并购完善全球化布局，推动产业链横向一体化	16
<b>四、投资建议</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	18
<b>五、风险提示</b>	<b>18</b>

# 图表目录

图表 1	公司主要产品及应用	5
图表 2	公司主要客户	5
图表 3	公司发展历程及重要里程碑	6
图表 4	公司股权结构（截至 2023 年 9 月）	6
图表 5	公司主要管理层履历	7
图表 6	公司营业收入情况	7
图表 7	公司归母净利润情况	7
图表 8	公司费用率情况	8
图表 9	公司研发费用情况	8
图表 10	公司毛利率和净利率情况	8
图表 11	公司单季度毛利率和净利率情况	8
图表 12	PCB 产品展示	9
图表 13	常规 PCB 产品结构	9
图表 14	PCB 产品种类	9
图表 15	2021 年全球 PCB 细分产品结构	10
图表 16	2021 年中国大陆 PCB 细分产品结构	10
图表 17	PCB 行业产业链	10
图表 18	2018-2025 年全球 PCB 市场规模	11
图表 19	2018-2023 年国内 PCB 市场规模	11
图表 20	2022 年全球 PCB 产值市场份额（按地区）	12
图表 21	2022 年全球营收前十 PCB 厂商市场份额	12
图表 22	2021 年全球 PCB 下游应用结构	12
图表 23	2021 年中国 PCB 下游应用结构	12
图表 24	2020-2024 年全球服务器整机出货量同比增速	13
图表 25	2022-2026 年全球 AI 服务器出货量	13
图表 26	不同服务器平台 PCB 工艺水平	13
图表 27	汽车电子占整车成本比例变化情况	14
图表 28	汽车电子价值量占比（按不同类型车型）	14
图表 29	中国新能源汽车销量	14
图表 30	中国新能源汽车渗透率	14
图表 31	2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估	15
图表 32	PSL 子公司及主营业务	16
图表 33	PSL 营业收入情况（单位：百万美元）	16
图表 34	PSL 净利润情况（单位：百万美元）	16
图表 35	MFSS 八大市场板块	17
图表 36	公司盈利预测	18
图表 37	可比公司盈利预测与估值	18

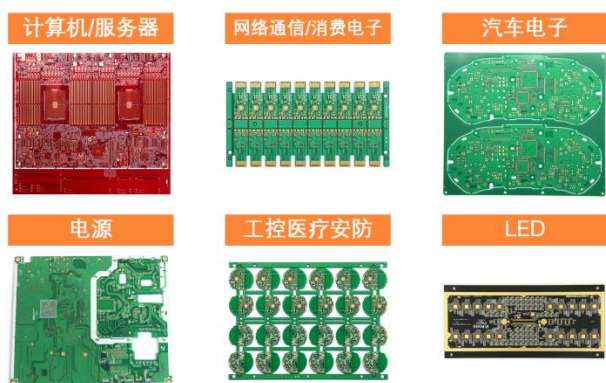
## 一、国内领先 PCB 企业，持续深耕国际大客户

### 1.1 国内 PCB 领先企业，多层板/HDI 技术领先

胜宏科技（300476.SZ）成立于 2006 年，于 2015 年在深交所创业板上市，主要从事高精密多层、HDI PCB 的研发、生产和销售，产品广泛应用于计算机、汽车电子、5G 新基建、大数据中心等领域。根据公司 23 年半年报，当前公司已具备 70 层高精密线路板、24 层六阶 HDI 线路板的研发制造能力，同时公司高密度多层 VGA（显卡）PCB、小间距 LED PCB 市场份额位列全球第一。

**坚持全球化战略布局，积极推进大客户经营战略。**近几年，公司坚持全球化战略布局，并持续推进大客户战略，相关产品最终广泛应用于英伟达、特斯拉、英特尔、AMD、亚马逊、微软、思科、Meta、谷歌、三星等国际知名品牌，彰显出公司在 PCB 领域领先的研发技术和综合服务能力。

图表1 公司主要产品及应用



资料来源：胜宏科技官网，平安证券研究所

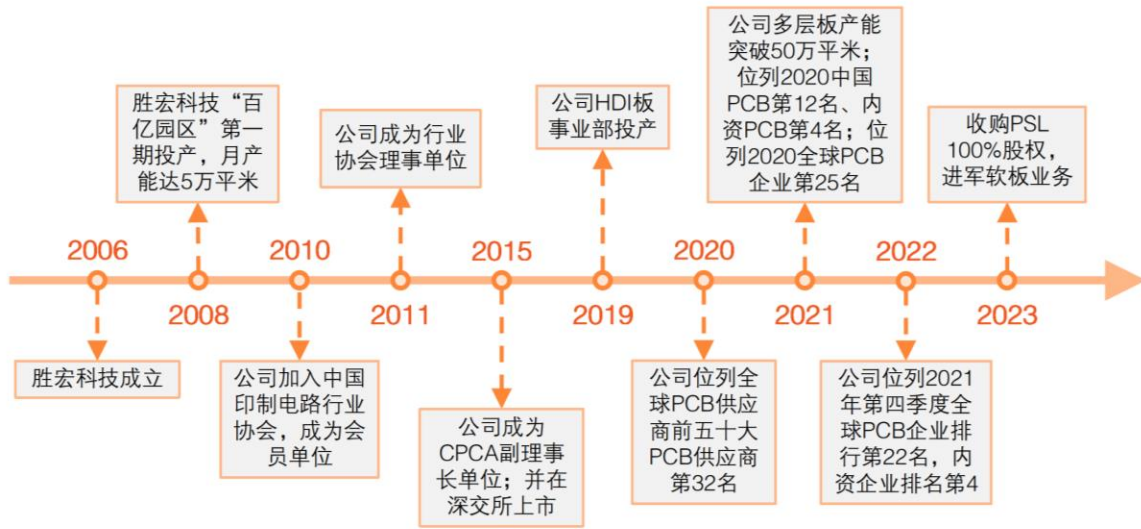
图表2 公司主要客户



资料来源：Wind，各公司官网，平安证券研究所

**行业深耕十数载，市场地位不断提升。**经过十余年在 PCB 行业的深耕和积累，凭借高技术、高品质和高质量的服务，公司行业地位不断提升，2015 年公司成为 CPCA 副理事长单位，并连续多年位居“中国 PCB 百强榜”和“全球 PCB 百强榜”前列，根据公司 22 年年报披露的 PrismaMark 数据，公司位列全球 PCB 供应商第 21 名、中国大陆内资 PCB 厂商第四名。2023 年，公司完成收购 Pole Star Limited 100% 股权，并通过 PSL 间接持有 MFS Technology (S) Pte Ltd 及其所有子公司 100% 股权，正式进军 PCB 软板业务。

图表3 公司发展历程及重要里程碑

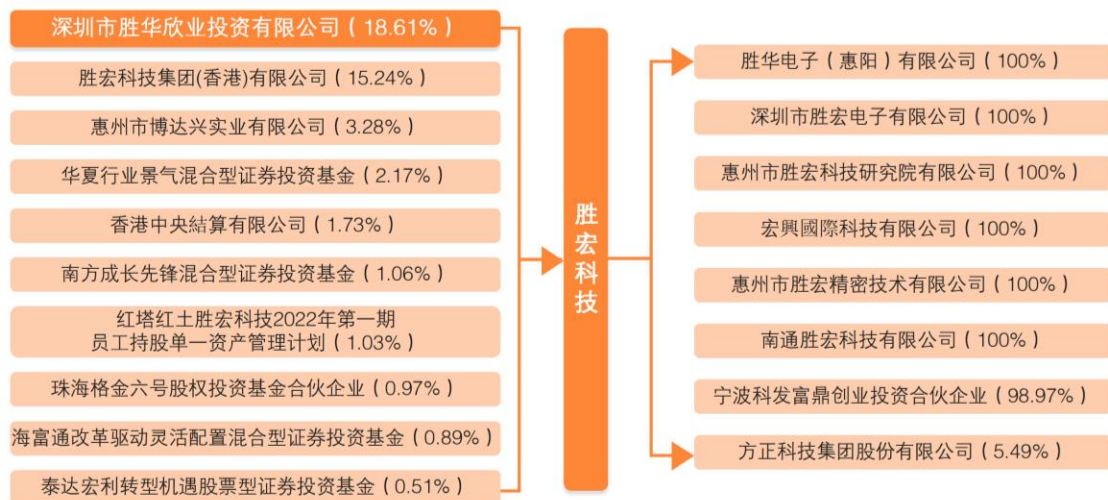


资料来源：胜宏科技官网，平安证券研究所

### 1.2 股权结构清晰，管理层履职经验丰富

截至 2023 年 9 月底，公司前十大股东持股比例合计达 45.49%，其中，深圳市胜华欣业投资有限公司为公司第一大股东，持股比例达 18.61%，其次为胜宏科技集团（香港）有限公司，持股比例达 15.24%。而公司董事长陈涛先生分别持有深圳市胜华欣业投资有限公司 90%股份和胜宏科技集团（香港）有限公司 70%股份，为公司实际控制人。

图表4 公司股权结构（截至 2023 年 9 月）



资料来源：胜宏科技季报，Wind，平安证券研究所

图表5 公司主要管理层履历

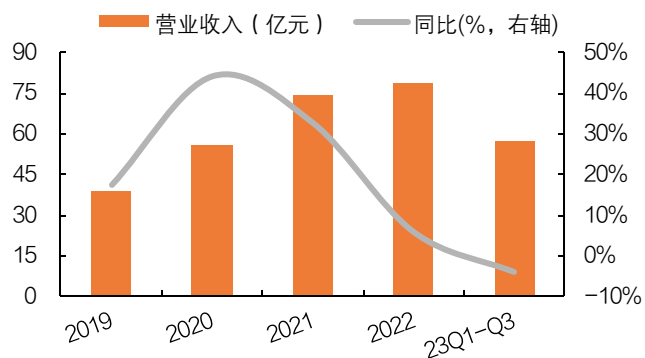
姓名	职务	履职经历
陈涛	董事长、董事	出生于 1972 年 4 月，中国国籍，EMBA，高级工程师，无境外永久居留权；曾任新疆兵团武警指挥部三支队机关事务长，新疆喀什市二轻局服务公司业务经理，广东惠州统将电子有限公司董事长助理，现任公司董事长兼总经理，胜华电子(惠阳)有限公司董事长兼总经理，宏兴国际科技有限公司董事，胜宏科技集团(香港)有限公司董事，惠州市宏大投资发展有限公司执行董事，深圳市胜宏电子有限公司执行董事，深圳市胜华欣业投资有限公司执行董事。
陈勇	董事	出生于 1979 年 8 月，中国国籍，本科，无境外永久居留权，曾任胜华电子业务部经理，现任本公司董事，副总经理，胜华电子(惠阳)有限公司董事。
何连琪	董事	出生于 1956 年 8 月，中国国籍，高中学历，无境外永久居留权，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，现任本公司董事，副总经理，胜华电子(惠阳)有限公司董事，胜宏科技集团(香港)有限公司董事，惠州市博达兴实业有限公司执行董事。
刘春兰	董事	出生于 1977 年 7 月，中国国籍，MBA，无境外永久居留权；现任本公司董事，深圳市胜华欣业投资有限公司总经理。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 1.3 周期下行导致业绩波动，毛利率环比改善明显

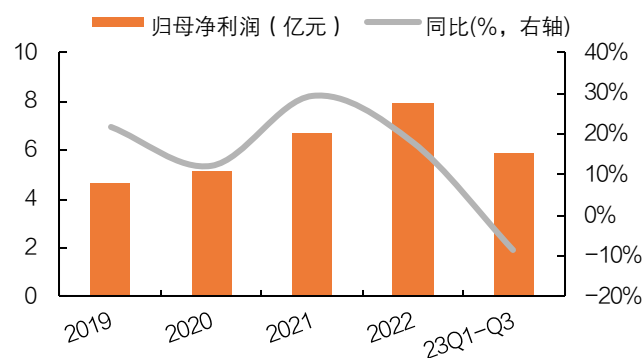
由于宏观经济低迷、终端需求疲软、行业竞争加剧等影响，公司经营业绩短期承压，2023 年前三季度公司实现营收 57.44 亿元,同比-3.73%,实现归母净利润 5.86 亿元,同比-8.45%。单季度来看,23Q3 单季度公司实现营收 20.7 亿元,同比+5.13%,环比+8.43%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比+29.97%，环比+9.85%，公司经营业绩呈现环比改善趋势。

图表6 公司营业收入情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

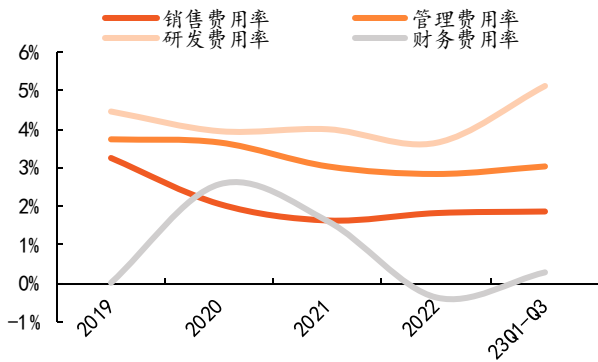
图表7 公司归母净利润情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

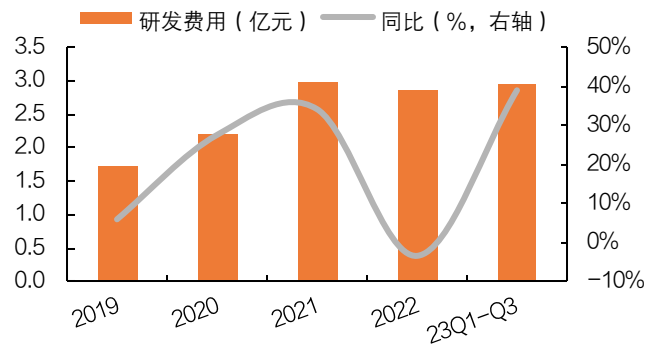
2023 年前三季度，公司销售/管理/财务/研发费用率分别为 1.9%/3.1%/0.3%/5.1%，其中，财务费用率受汇兑损益减少影响有所提升。研发费用方面，23Q1-Q3 公司研发费用达 2.94 亿元，同比+39.2%，随着公司持续加大在 AI 领域的投入，预计未来公司研发费用将持续增长。

图表8 公司费用率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

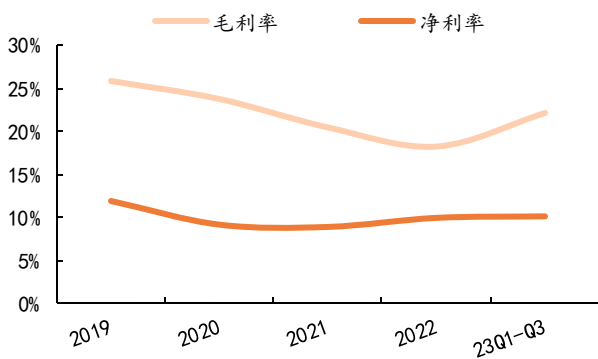
图表9 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

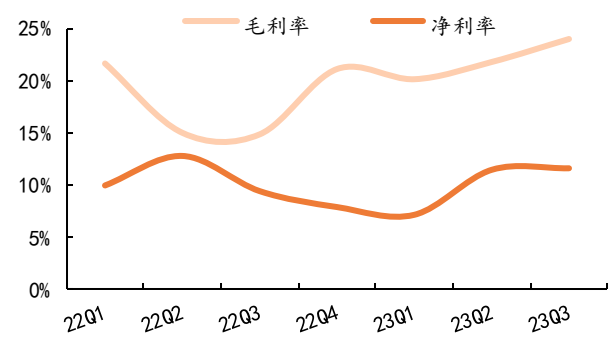
毛利率逐季改善, 净利率趋于平稳。毛利率方面, 随着产品结构持续优化以及相关 AI 产品放量, 2023 年前三季度公司毛利率达 22%, 单季度来看, 自 23Q1 起, 公司毛利率呈现逐季提升态势, 23Q3 公司毛利率达 24%, 相较 22Q3 增加 9 个百分点。净利率方面, 近几年公司净利率较为稳定, 2023 年前三季度公司净利率落在 10%, 单季度来看, 23Q1 公司净利率处于 7% 低位, 23Q3 提升至 12%。

图表10 公司毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表11 公司单季度毛利率和净利率情况



资料来源: Wind, 平安证券研究所

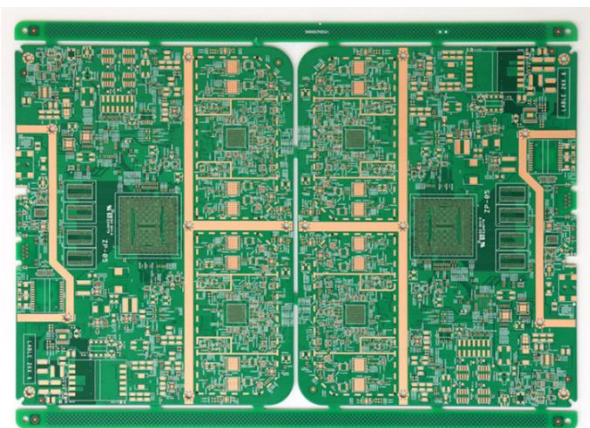
## 二、全球性大产业, 亚洲地区逐步崛起

### 2.1 全球性大产业, 电子产品基石

印制电路板 (PCB) 是承载电子元器件并连接电路的桥梁, 被称为“电子产品之母”, 下游广泛应用于通讯电子、消费电子、计算机、汽车电子、工业控制、医疗器械、国防及航空航天等领域, 在终端电子产品中具有不可替代性。PCB 不仅是现代信息技术的基础性产业, 同时也是全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业。

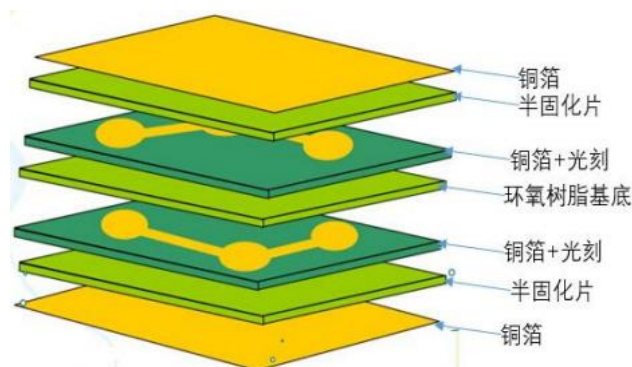


图表12 PCB产品展示



资料来源：胜宏科技官网，平安证券研究所

图表13 常规 PCB 产品结构



资料来源：智研咨询，平安证券研究所

PCB 产品类型众多，根据基材材质、产品性能、应用领域等维度可划分为单/双面板、多层板、HDI、柔性板、IC 载板等。从产品结构来看，根据 Prismark 数据，以产值作为统计口径，2021 年多层板在全球 PCB 市场占比达 38%，为全球最主要的 PCB 产品类型，其次为封装基板和柔性板，占比分别达 18%和 17%。国内市场方面，多层板在中国市场占比达 47%，依旧位于首位，与海外市场不同，技术难度相对较高的封装基板在国内市场占比仅为 6%。

图表14 PCB 产品种类

产品类型	产品特性	主要应用
单面板	在绝缘基材上仅一面具有导电图形的印制电路板	普通家电、遥控器、传真机等
双面板	在绝缘基材的正反面都形成导体图形的印制电路板，一般采用丝印法或感光法制成	计算机周边产品、家用电器等
普通多层板	内层由四层及以上导电图形与绝缘材料压制而成，外层为铜箔。层间导电图形通过导孔进行互连	消费电子、通信设备和汽车电子等领域
背板	用于连接或插接多块单板以形成独立系统的印制电路板	通信、服务/存储、航空航天、超级计算机、医疗等重要场合
高速多层板	由多层导电图形和低介电损耗的高速材料压制而成的印制电路板	通信、服务/存储等
金属基板	由金属基材、绝缘介质层和电路层三部分构成的复合印制线路板	通信无线基站、微波通信等
厚铜板	使用厚铜箔（铜厚在 3OZ 及以上）或成品任何一层铜厚为 3OZ 及以上的印制电路板	通信电源、医疗设备电源、工业电源、新能源汽车等
高频微波板	采用特殊的高频材料（如聚四氟乙烯等）进行加工制造而成的印制电路板	通信基站、微波传输、卫星通信、导航雷达等
HDI	孔径在 0.15mm 以下、孔环之环径在 0.25mm 以下、接点密度在 130 点/平方英寸以上、布线密度在 117 英寸/平方英寸以上的多层印制电路板	智能手机、平板电脑、数码相机、可穿戴设备等消费类电子产品，在通信设备、航空航天、工控医疗等领域亦增长较快
柔性板	由柔性基材制成的印制电路板，基材由金属导体箔、胶黏剂和绝缘薄膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装	智能手机、平板电脑、可穿戴设备等移动智能终端
刚挠结合板	刚性板和挠性板的结合，既可以提供刚性板的支撑作用，又具有挠性板的弯曲特性，能够满足三维组装需求	通信设备、计算机、工控医疗、航空航天、汽车电子、消费电子

等领域

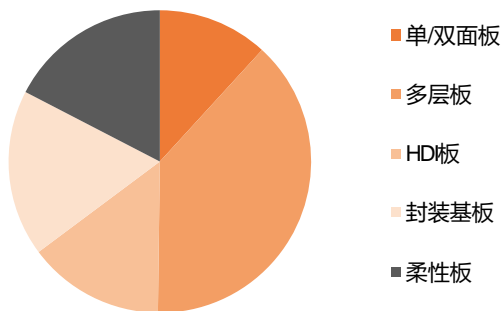
IC 封装基板

封装基板作为一种高端的 PCB，具有高密度、高精度、高性能、小型化及薄型化等特点，以移动产品处理器的芯片封装基板为例，其线宽/线距为 20μm/20μm

移动智能终端、服务/存储等

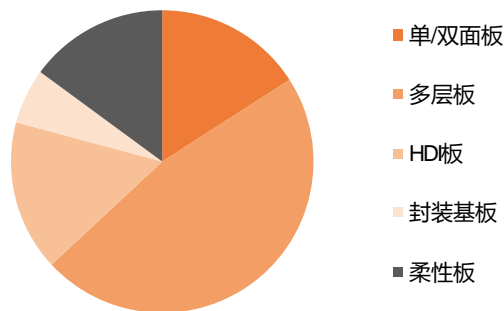
资料来源：深南电路招股书，平安证券研究所

图表15 2021 年全球 PCB 细分产品结构



资料来源：Prismark，平安证券研究所

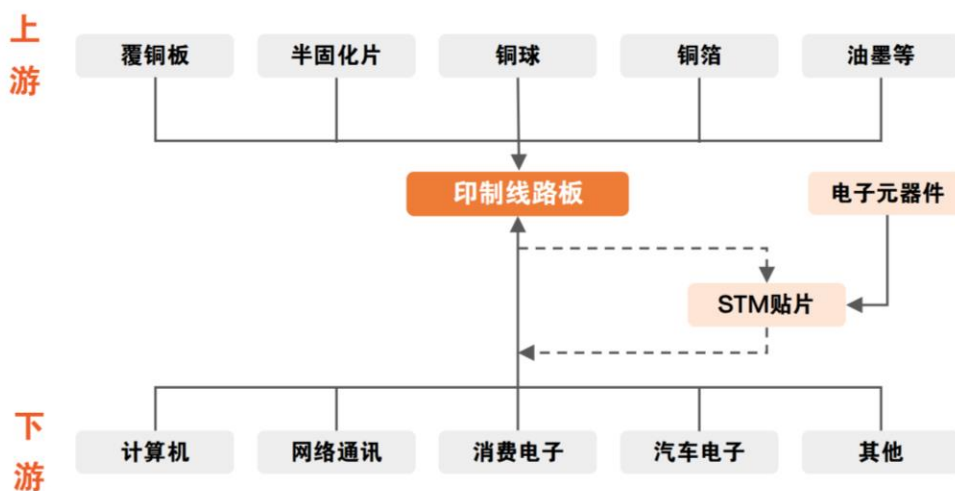
图表16 2021 年中国大陆 PCB 细分产品结构



资料来源：Prismark，平安证券研究所

PCB 上游原材料主要包括覆铜板、铜箔、半固化片及油墨等，其中，覆铜板为最重要的原材料之一，在 PCB 中起到互联、导通和支撑的作用，与 PCB 的品质和性能紧密挂钩，是 PCB 主要的成本来源，根据金禄电子招股书，覆铜板约占 PCB 生产成本 20%-40%。从供应角度来看，目前国内 PCB 上游原材料供应整体比较充足，能够满足国内 PCB 行业的基本发展需求。

图表17 PCB 行业产业链

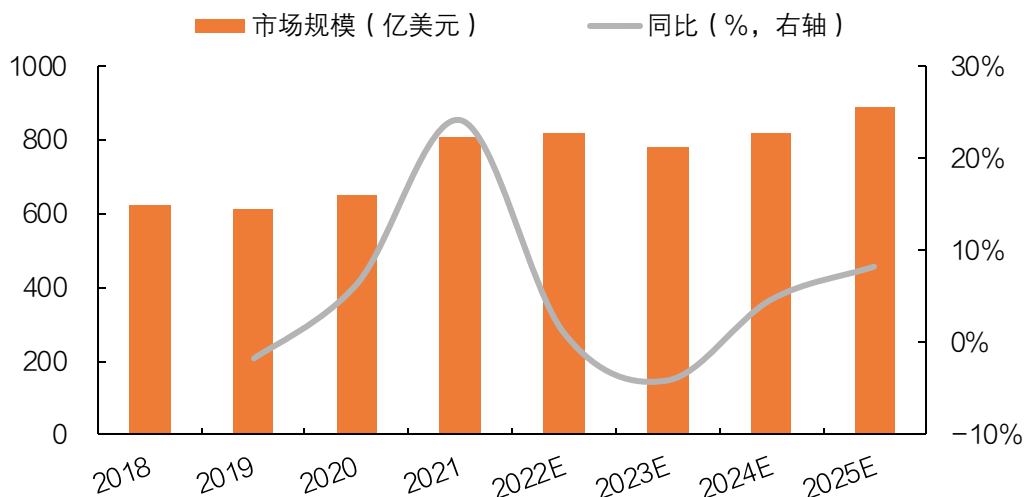


资料来源：平安证券研究所

## 2.2 市场空间广阔，产业逐步东移

历经几十年的发展，PCB 行业已发展成为全球性大行业，是电子元器件细分行业中比重最大的产业，根据 PrismaMark 数据，2021 年全球 PCB 市场规模达 809 亿美元，同比+24%，在 AI、云计算、5G 等新一代信息技术发展推动下，2025 年全球 PCB 市场规模有望增长至 887 亿美元，2021-2025 年年复合增长率达 2.3%。

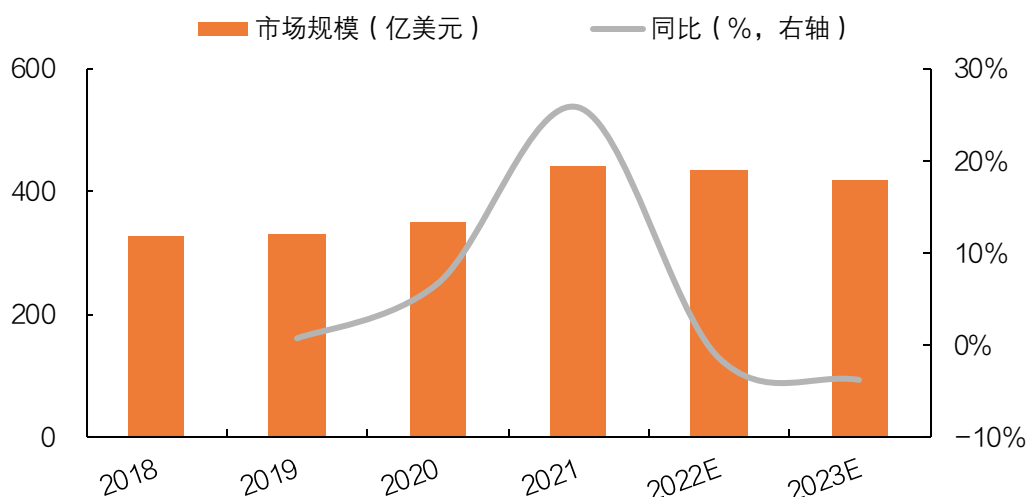
图表18 2018-2025 年全球 PCB 市场规模



资料来源: PrismaMark, 平安证券研究所

全球 PCB 产能向东迁移，国内 PCB 行业迎来发展机遇。2000 年以前，全球 PCB 产值 70% 主要分布在欧洲、美洲、日本三个地区，进入 21 世纪后，随着产业链东移的不断进行，亚洲逐渐成为全球 PCB 主导地区，根据 PrismaMark 数据，2022 年亚洲 PCB 产值占比超过全球 90%，其中，中国也逐步发展成全球 PCB 第一大生产国，PrismaMark 预测 2022 年国内 PCB 市场规模将达 436 亿美元，预计 2023 年将同比-4%至 419 亿美元。

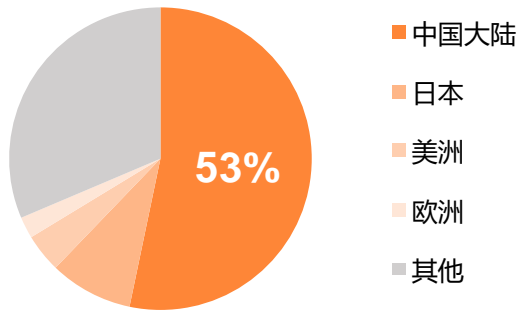
图表19 2018-2023 年国内 PCB 市场规模



资料来源: PrismaMark, 平安证券研究所

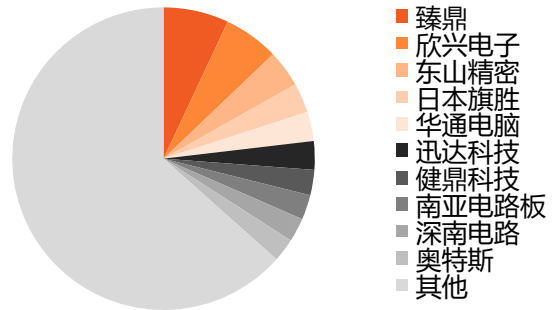
全球 PCB 厂商众多,行业集中度较为分散。竞争格局方面,当前全球 PCB 厂商众多,行业集中度整体较为分散,根据 PrismaMark 数据,2022 年全球前十 PCB 厂商营收合计达 299 亿美元,占全球市场比例达 37%,其中,臻鼎以 7%的市占率位列全球首位,其次为欣兴电子和东山精密,市占率分别为 6%和 4%。

图表20 2022 年全球 PCB 产值市场份额 (按地区)



资料来源: PrismaMark, 平安证券研究所

图表21 2022 年全球营收前十 PCB 厂商市场份额

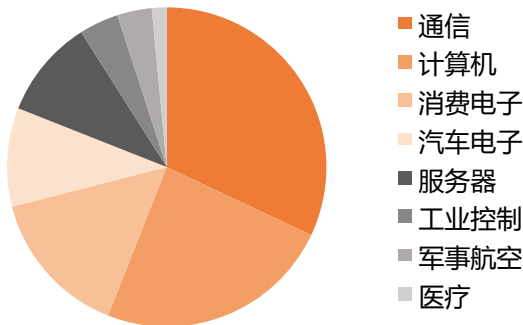


资料来源: PrismaMark, PCBWorld, 平安证券研究所

### 2.3 下游应用广泛, 新兴产业催生增量需求

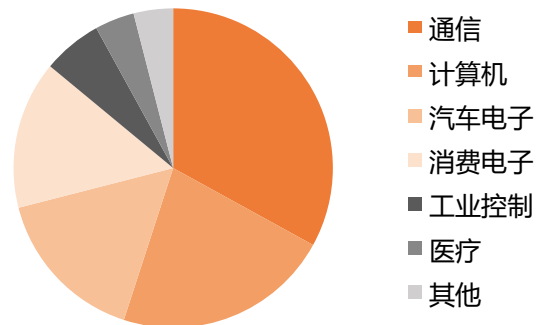
PCB 应用下游十分广泛, 涵盖通信、计算机、消费电子、汽车电子等领域, 根据 PrismaMark 数据, 2021 年全球 PCB 下游应用占比最高的是通信, 占比达 32%, 其次为计算机和消费电子, 占比分别达 24%和 15%; 国内市场方面, 2021 年通信在中国市场占比达 33%, 其次为计算机和汽车电子, 占比分别达 22%和 16%。展望未来, 以 AI 为代表的新兴产业的快速发展将成为 PCB 行业新增需求的驱动力。

图表22 2021 年全球 PCB 下游应用结构



资料来源: PrismaMark, 平安证券研究所

图表23 2021 年中国 PCB 下游应用结构

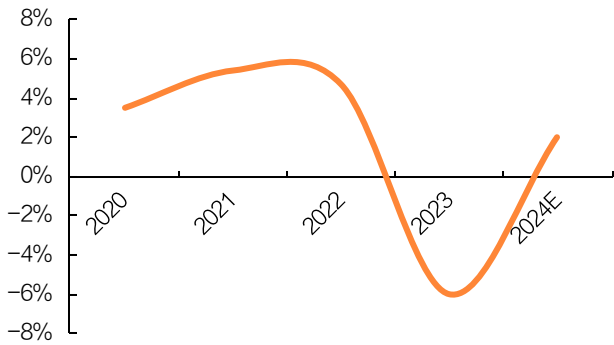


资料来源: WECC, 中商产业研究院, 平安证券研究所

#### (1) 服务器: AI 服务器加速出货, 带动 PCB 量价齐升

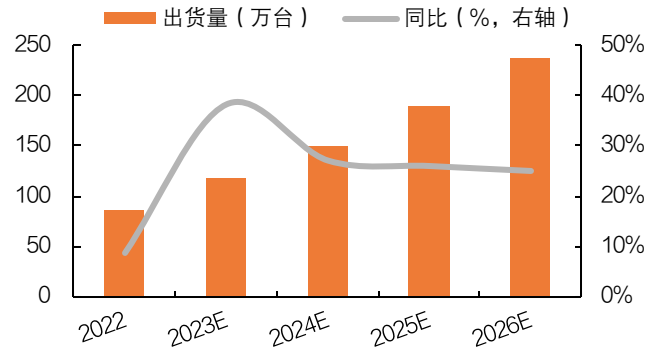
根据 TrendForce 数据, 预计 2024 年全球服务器出货量将达 1365.4 万台, 同比+2.05%。AI 服务器方面, 当前百度“文心一言”、阿里“通义千问”和华为“盘古大模型”等大模型平台纷纷推出, 带动 AI 服务器需求快速增长, 预计 2023 年全球 AI 服务器出货量将同比+38.4%至 118 万台, 2026 年有望增长至 237 万台, 2023-2026 年 CAGR 达 26%。

图表24 2020-2024年全球服务器整机出货量同比增速



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

图表25 2022-2026年全球AI服务器出货量



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

当前 PCB 主要应用于服务器 CPU、主板、电源背板、硬盘背板、网卡以及 Riser 卡等部分。随着当前服务器平台持续迭代，对于服务器 PCB 层数以及材料的要求也越来越高，PCB 所需层数不仅从 Purley 平台的 10-12 层提升至 Eagle Stream 的 14-20 层，而且用料方面也要对 CCL 损耗等级有着更高的要求，相应带来单机 PCB 价值量的提升。

图表26 不同服务器平台 PCB 工艺水平

指令集架构	Intel X86 架构				AMD X86 架构				华为 ARM 架构	
	服务器芯片平台	Purley	Whitley	Eagle stream	Birch Stream	Rome	Milan	Genoa	Turin	鲲鹏系列
芯片架构	Skylake	Ice lake	Sapphire Rapids	Granite Rapids	Zen2	Zen3	Zen4	Zen5	920	
芯片工艺	14nm	10nm	7nm	7nm	7nm	7nm	5nm	4/3nm	7nm	
信号需求传输速率	DDR	DDR3	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4	DDR4	DDR5	DDR5	DDR4
	PCIe	PCIe3.0	PCIe4.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0	PCIe4.0	PCIe5.0	PCIe5.0	PCIe4.0
服务器 PCB 工艺	层数	10-12L	12-18L	14-20L	14-20L	12-14L	14-16L	14-18L	14-18L	12-18L
	BGA Pitch	1-1.2mm	1mm	0.94mm	0.94mm	1mm	1mm	0.94mm	0.94mm	0.9mm
	板厚	1.6-2mm	2-2.5mm	2.5-3.5mm	2.5-3.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	2-2.5mm	1.6-2.5mm
	厚径比	9:1	10:1	14:1	14:1	10:1	10:1	14:1	14:1	10:1

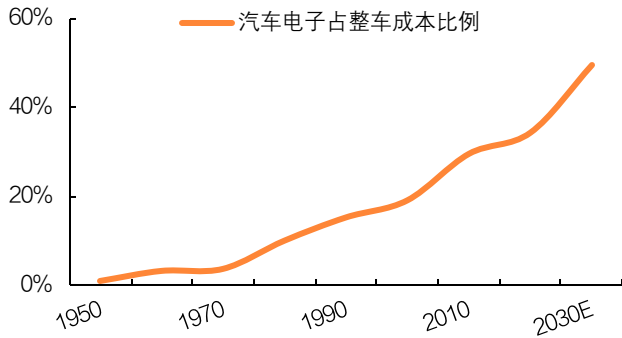
资料来源: 广合科技招股书, 平安证券研究所

AI 服务器快速发展带动 PCB 量价齐升。随着 ChatGPT 引爆 AI 时代后，AI 算力需求呈现井喷态势，作为底层支撑的硬件基础设施如 AI 服务器需求也进入快速增长阶段。相较于传统服务器，AI 服务器的 PCB 价值增量主要集中于 GPU 模组，以英伟达 DGX A100 服务器为例，其搭载了 8 颗 A100 GPU 算力卡，其 GPU 模组板又可拆解为 GPU 载板、OAM、UBB、NVSwitch 四个部分，单机 PCB 数量和面积相较传统服务器有着明显提升。另外，考虑到高性能运算对于传输速率以及综合性能的要求，因此 GPU 模组主要采用包括高层数多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品，相应推动了单机 PCB 价值量提升。

(2) 汽车电子：新能源车渗透加速，推动车用 PCB 需求增长

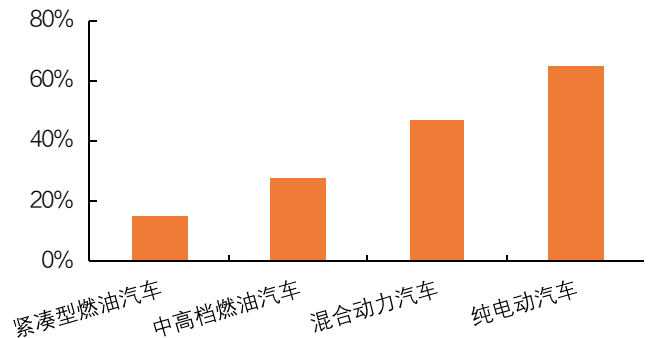
在汽车电子化、智能化趋势加速下，加上消费者对于汽车功能性和安全性要求逐步提高，汽车电子占整车成本的比例不断提升，根据中国产业信息网，预计 2030 年该比例将提升至 50%。另外，新能源汽车电子成本占整车成本比例远超过于传统燃油汽车，根据中国产业发展研究网，在各类型汽车中，纯电动汽车电子成本占比最高，达到 65%，混合动力轿车及中高档轿车占比分别为 47%和 28%。

图表27 汽车电子占整车成本比例变化情况



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

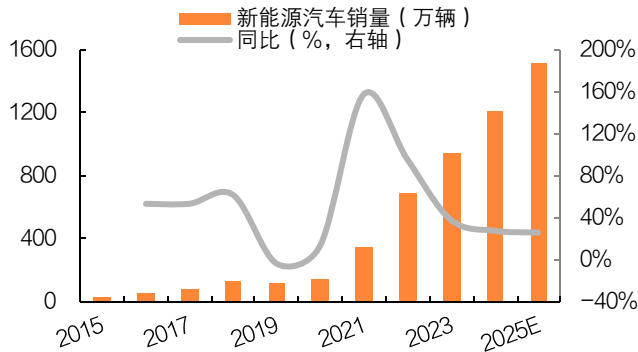
图表28 汽车电子价值量占比（按不同类型车型）



资料来源：中国产业发展研究网，平安证券研究所

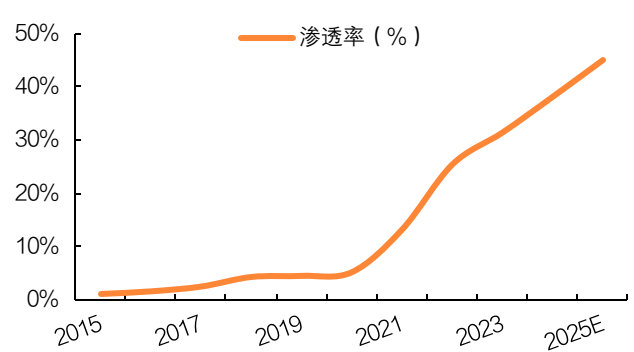
国内新能源汽车销量持续增长，渗透率不断提升。在国家政策扶持以及新能源汽车续航和性能提升背景下，近几年国内新能源汽车销量呈现稳步提升态势，根据 SPIR 数据，2023 年国内新能源汽车销量达 950 万辆，同比+38%，预计 2025 年将增加至 1520 万辆，对应渗透率达 45.2%。

图表29 中国新能源汽车销量



资料来源：SPIR，平安证券研究所

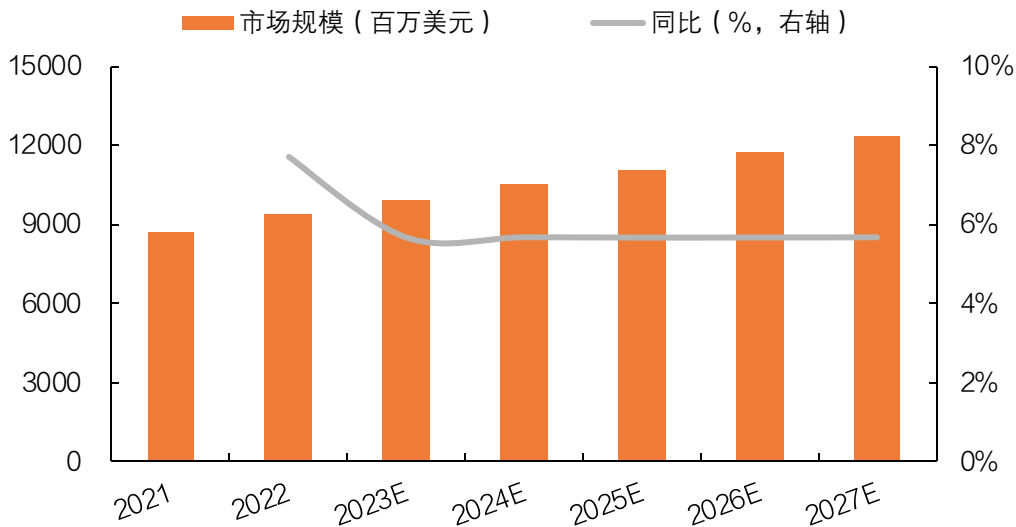
图表30 中国新能源汽车渗透率



资料来源：SPIR，平安证券研究所

新能源汽车渗透率的提升将进一步带动车用 PCB 需求增长。传统汽车目前电子化程度不高，对 PCB 需求量较小，PCB 价值量也相对较低，相较传统燃油汽车，新能源汽车新增了电驱动系统，所带来的汽车 PCB 价值增量主要来源于 VCU（整车控制器）、MCU（电机控制器）、BMS（电池管理系统）三大动力控制系统，尤其是 BMS，作为电池单元中的核心组件，由于架构复杂需要用到大量 PCB，将带来大量 PCB 新增用量需求。根据 TrendForce 预测数据，2022 年全球车用 PCB 产值达 94 亿美元，同比+8%，预计 2027 年有望增加至 124 亿美元，2022-2027 年 CAGR 达 5.66%。

图表31 2022-2026 年全球车用 PCB 产值预估



资料来源: TrendForce, 平安证券研究所

**ADAS 渗透率快速提升, 成为车用 PCB 新增长点。**随着自动驾驶技术日益成熟, 当前搭载 ADAS 功能的车型开始规模放量, 根据佐思汽车研究数据, 2023 年国内配备 L2 级及以上自动驾驶功能的乘用车新车装配量达 995.3 万辆, 同比+43.6%。另外, 汽车自动驾驶级别越高, 意味着单车搭载的镜头及雷达等电子产品数量也越多, 传感器性能和规格也需相应提升, 根据 TrendForce 数据, 目前车用 PCB 主要以 4-8 层多层板为主, 而自动驾驶系统多数采用 HDI 板, 其价格约为 4-8 层多层板的 3 倍, ADAS 渗透提升将成为车用 PCB 产值增量的重要驱动力之一。

### 三、 AI+汽车成为业绩增量点, 横向并购完善全球化布局

#### 3.1 秉持创新驱动, 多业务持续突破

**AI 应用加速发展, 推动高端 PCB 需求提升。**当前 AI 技术及应用的快速发展带动了网络、计算技术进入新一轮高速创新期, 相应推动数据中心高质量发展以及服务器平台更新换代, 相关的路由器、数据存储和 AI 加速计算服务器产品迎来快速增长, 对高阶 HDI 和高频高速 PCB 产品的需求产生强劲推动。近些年, 公司坚持创新驱动, 持续加大研发投入, 其中, 公司高端显卡 PCB 技术全球领先, 并在算力、AI 服务器等领域持续取得突破, 当前公司紧紧围绕 AI 技术以及海外大客户进行技术创新与产品布局, 已推出高阶 HDI、高频高速 PCB 等多款 AI 服务器相关产品。

具体产品方面, 公司应用于 Eagle Stream 级服务器领域的产品已规模量产, Birch Stream 级产品已实现小批量导入; 在 HPC 领域, 公司布局通用计算, 应用于 GPU、FPGA 等加速模块类产品已批量出货; 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; 通讯 5G 基站类产品已实现了批量产业化。

**持续深耕汽车电子, 优质客户持续拓展。**根据公司 22 年年报, 在车用 PCB 领域, 公司既是全球最大电动车客户的 TOP2 供应商, 同时也是众多国际 Tier1 车载企业的合格供应商, 合作客户包括特斯拉、博世、安波福等, 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)、集成 MCU, 同时具备厚铜+铜基、半扰性基板等产品生产能力, 另外, 公司持续加大对热管理等细分领域的研发, 并加大高端车载电子产品的导入及客户端的资源配置。

### 3.2 并购完善全球化布局，推动产业链横向一体化

横向收购完善产业布局，软硬兼具产品格局成型。2023年11月，公司完成对 Pole Star Limited（简称 PSL）100%的股权收购，PSL 为集团控股平台，无实质业务，拥有 1 家全资子公司和 5 家全资二级子公司，其中，PSL 子公司 MFSS 成立于 1988 年，经过三十余年行业深耕，已发展成为全球领先的柔性印刷电路和互连解决方案创新提供商，在高密度、多层数柔性电路板方面具有领先的设计和制造能力，专注于医疗、数据存储、汽车与工业控制等终端行业。

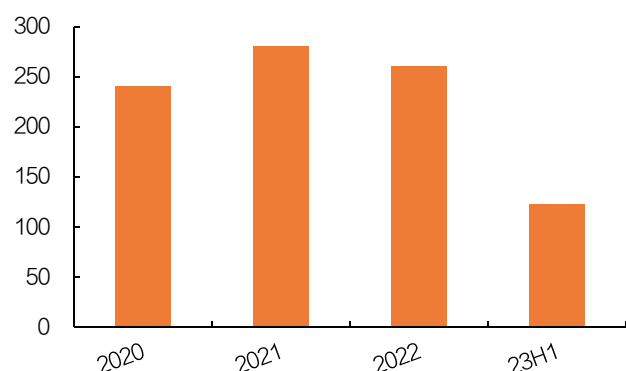
图表32 PSL 子公司及主营业务

公司名称	主营业务
MFS Technology (S) Pte Ltd (MFSS)	主要负责产品销售以及集团整体管理业务
MFS TECHNOLOGY (M) Sdn Bhd (MFSM)	主要负责 FPC 电路板产品制造、销售以及研发，能够生产包括多层柔性板、软硬结合板及高密度互联软性板，线宽可达 25 $\mu$ m
湖南维胜科技电路板有限公司 (MFSP)	负责 PCB 及 FPC 电路板产品制造、销售以及研发，具有多层柔性板，软硬结合板，高密度互联软性板的生产能力，线宽可达 25 $\mu$ m
湖南维胜科技有限公司 (HMFS)	负责 PCB 及 FPC 电路板产品制造、销售以及研发，具有重铜板、电源用硬板的生产能力，层数最高可达 32 层
益阳维胜科技有限公司 (MFSY)	负责 PCB 及 FPC 电路板产品制造、销售以及研发，能够生产包括多层柔性板、软硬结合板及超高密度互联软性板，同时也是定位世界上最先进的卷对卷工厂之一
MFS Technology Europe UG (MFSE)	主要负责集团产品在欧洲的销售

资料来源：胜宏科技公告，平安证券研究所

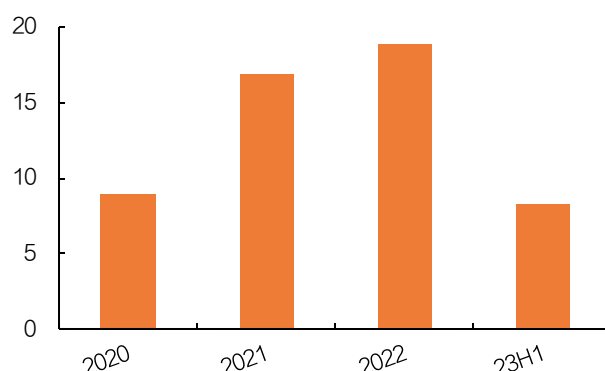
根据胜宏科技公告，2022 年 PSL 实现营收 2.6 亿美元，尽管相较 2021 年有所下滑，但其 2022 年的净利润同比+12%至 1890 万美元，另外，从毛利率角度看，2023 年上半年 PSL 毛利率为 24%，相较年初增加 0.7 个百分点，净利率为 7%，较年初相比出现小幅下滑。

图表33 PSL 营业收入情况（单位：百万美元）



资料来源：胜宏科技公告，平安证券研究所（注：23H1 业绩以 7.26 汇率计算）

图表34 PSL 净利润情况（单位：百万美元）



资料来源：胜宏科技公告，平安证券研究所（注：23H1 业绩以 7.26 汇率计算）

MFSS 作为全球领先的柔性 PCB 厂商，在 FPC、PCB、刚性 Flex 领域具有较强的设计和制造能力。PCB 软板方面，当前公司高密度 HDI 软板最小线中间距达 50  $\mu$ m，拥有独特凸点设计，压力触点具有高可靠性和抗腐蚀性，另外，公司还开发



了 MIS-Flex™ ( 微创手术柔性电路板 ) 产品，最长可达 2 米，线宽/线距可满足 35um/35um，零件宽度最小可达 1mm，可满足当今医疗内镜对柔性电路板小批量到大批量的需求；PCB 硬板方面，公司厚铜板最厚可达 10oz，最高层数可达 32 层。

图表35 MFSS 八大市场板块



资料来源：MFSS 官网，平安证券研究所

充分发挥协同效应，核心竞争力不断加强。公司在行业深耕数年，在多层板和 HDI 板等刚性 PCB 产品方面已具备较强的市场竞争力，通过收购 PSL 切入 PCB 软板业务后，形成“软硬兼具”的产品布局，加上 PSL 子公司 MFSS 聚焦于汽车、工业、医疗等行业，而该等下游领域的供应商认证壁垒高，稳定且粘性大，有利于助力公司扩大客户覆盖面并不断提高市场份额。此外，MFSS 在马来西亚拥有成熟的产线、稳定的供应链以及优质的客户资源，本次并购将有助于推进公司全球一体化战略，实现海外产能布局，在增强抗风险能力的同时能够进一步提高公司的核心竞争力。

## 四、 投资建议

### 4.1 盈利预测

盈利预测方面，核心假设如下：

1) **PCB 硬板业务：**随着 AI 服务器出货延续高增态势，以及汽车电子化、智能化加速，将进一步推动高端刚性 PCB 需求提升，当前公司紧紧围绕 AI+汽车电子进行产品布局，与英伟达、特斯拉等国际知名厂商保持长期深度合作，结合公司领先的技术实力和行业地位，2024 年公司 AI/汽车电子产品有望在大客户战略下迎来快速发展，我们预计公司 PCB 硬板业务 2023-2025 年营收增速分别为 6%/24%/19%，对应毛利率分别为 19%/20%/21%。

2) **PCB 软板业务：**2023 年 11 月底公司通过收购 PSL 其子公司 MFSS 成功切入软板 PCB 业务，MFSS 为全球领先的柔性 PCB 厂商，产品布局主要聚焦于汽车、工业以及医疗行业，客户资源优质且具备较强粘性，公司有望通过软硬协同持续扩大客户覆盖面并不断提高市场份额，我们预计公司 PCB 软板业务 23-25 年营收分别为 1/15/17 亿元，对应毛利率分别为 25%/26%/27%。

综上，我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 83.7/116.4/137.2 亿元，对应同比增速为 6%/39%/18%，毛利率分别为 22%/23%/24%，归母净利润分别为 8.4/12.5/15.7 亿元，23-25 年同比增速分别为 6%/49%/25%；EPS 分别为 0.98/1.45/1.82 元，2024 年 3 月 8 日股价对应 PE 估值分别为 27.2/18.3/14.6X。

图表36 公司盈利预测

业务	项目	2022A	2023E	2024E	2025E
PCB 硬板	收入（百万元）	7491	7922	9794	11645
	增速	8%	6%	24%	19%
	毛利率	14%	19%	20%	21%
PCB 软板	收入（百万元）	-	100	1500	1725
	增速	-	-	1400%	15%
	毛利率	-	25%	26%	27%
其他	收入（百万元）	394	350	350	350
	增速	-18%	-11%	0%	0%
	毛利率	99.7%	99.7%	99.7%	99.7%
合计	收入（百万元）	7885	8372	11644	13720
	增速	6%	6%	39%	18%
	毛利率	18%	22%	23%	24%

资料来源：Wind，平安证券研究所

## 4.2 投资建议

投资建议方面，公司作为国内领先 PCB 企业，凭借行业领先的多层板及 HDI 研发制造技术，公司高密度多层 VGA（显卡）PCB、小间距 LED PCB 市场份额位列全球第一，当前公司深度布局 AI 及汽车电子领域，并与英伟达、特斯拉等具备行业代表性的国际大客户保持深度合作，进一步彰显公司综合实力和行业地位。随着 AI 技术及应用的快速兴起以及汽车电子化/智能化加速，将进一步推动高阶 HDI/高频高速 PCB 产品需求提升，公司将持续受益。另外，公司通过收购 PSL 及其子公司 MFSS 打通 PCB 软板业务，“软硬兼具”产品布局成型，综合竞争力进一步加强，未来成长空间广阔，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.98/1.45/1.82 元，对应 2024 年 3 月 8 日收盘价 PE 分别为 27.2/18.3/14.6X，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表37 可比公司盈利预测与估值

股票名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
	2024/3/8	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
沪电股份	31.74	0.72	0.79	1.06	1.32	44.1	40.2	29.9	24.0
深南电路	89.32	3.2	2.64	3.27	4.13	27.9	33.8	27.3	21.6
行业平均	-	-	-	-	-	36.0	37.0	28.6	22.8
胜宏科技	26.57	0.92	0.98	1.45	1.82	29.0	27.2	18.3	14.6

资料来源：Wind，平安证券研究所（注：未覆盖公司盈利预测为 Wind 一致预期，其中沪电股份 23 年 EPS 为其业绩快报实际值）

## 五、 风险提示

（1）宏观经济恢复不及预期。PCB 行业发展周期与宏观经济具有紧密联系，如果后续宏观经济恢复不及预期，将对 PCB 产业链企业经营业绩造成不利影响。

**(2) 市场竞争风险。**当前 PCB 生产厂商数量众多，市场竞争激烈，若公司未能保持相关产品领先的竞争力，将会面临市场份额下降的风险。

**(3) 原材料供应紧张及价格波动风险。**公司原材料成本占产品成本比重较高，若后续原材料价格出现大幅波动，且公司无法通过提高产品价格向下游客户传导，将会对公司经营成果产生不利影响。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	5,886	8,576	11,712	13,700
现金	1,095	3,349	4,658	5,488
应收票据及应收账款	3,076	3,243	4,511	5,315
其他应收款	41	65	91	107
预付账款	23	29	41	48
存货	1,124	1,351	1,860	2,181
其他流动资产	525	538	552	561
<b>非流动资产</b>	8,418	7,353	6,285	5,236
长期投资	0	0	0	0
固定资产	6,432	5,442	4,449	3,452
无形资产	188	157	126	94
其他非流动资产	1,798	1,754	1,710	1,689
<b>资产总计</b>	14,304	15,929	17,997	18,936
<b>流动负债</b>	6,343	7,665	9,120	9,206
短期借款	2,452	2,735	2,332	1,248
应付票据及应付账款	3,410	4,440	6,113	7,168
其他流动负债	481	490	675	791
<b>非流动负债</b>	1,024	692	360	30
长期借款	932	600	268	-62
其他非流动负债	92	92	92	92
<b>负债合计</b>	7,367	8,357	9,480	9,236
少数股东权益	0	0	0	0
股本	863	863	863	863
资本公积	3,258	3,258	3,258	3,258
留存收益	2,816	3,451	4,396	5,579
<b>归属母公司股东权益</b>	6,937	7,572	8,517	9,700
<b>负债和股东权益</b>	14,304	15,929	17,997	18,936

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1,232	2,551	2,378	2,640
净利润	791	841	1,251	1,566
折旧摊销	601	1,065	1,068	1,049
财务费用	-28	63	47	32
投资损失	-41	-25	-25	-25
营运资金变动	-184	602	31	13
其他经营现金流	93	5	5	5
<b>投资活动现金流</b>	-1,466	20	20	20
资本支出	1,023	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-2,489	20	20	20
<b>筹资活动现金流</b>	370	-318	-1,090	-1,829
短期借款	1,157	283	-403	-1,084
长期借款	-6	-332	-332	-330
其他筹资现金流	-782	-269	-354	-416
<b>现金净增加额</b>	167	2,254	1,309	831

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	7,885	8,372	11,644	13,720
营业成本	6,454	6,496	8,944	10,487
税金及附加	48	51	71	84
营业费用	143	155	233	261
管理费用	226	260	361	412
研发费用	287	431	605	707
财务费用	-28	63	47	32
资产减值损失	-29	-21	-29	-35
信用减值损失	124	11	15	18
其他收益	20	20	20	20
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	41	25	25	25
资产处置收益	-4	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	906	951	1,412	1,766
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	10	6	6	6
<b>利润总额</b>	897	946	1,407	1,761
所得税	107	105	156	195
<b>净利润</b>	791	841	1,251	1,566
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	791	841	1,251	1,566
EBITDA	1,471	2,074	2,523	2,842
EPS (元)	0.92	0.98	1.45	1.82

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	6.1	6.2	39.1	17.8
营业利润(%)	22.6	4.9	48.5	25.0
归属于母公司净利润(%)	17.9	6.4	48.8	25.1
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	18.1	22.4	23.2	23.6
净利率(%)	10.0	10.0	10.7	11.4
ROE(%)	11.4	11.1	14.7	16.1
ROIC(%)	10.7	10.7	14.4	17.3
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	51.5	52.5	52.7	48.8
净负债比率(%)	33.0	-0.2	-24.2	-44.4
流动比率	0.9	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.7	0.9	1.1	1.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.9	3.0	3.0	3.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.92	0.98	1.45	1.82
每股经营现金流(最新摊薄)	1.43	2.96	2.76	3.06
每股净资产(最新摊薄)	8.04	8.78	9.87	11.24
<b>估值比率</b>				
P/E	29.0	27.2	18.3	14.6
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	8.6	11.7	9.4	7.8

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融  
融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼  
丽泽平安金融中心 B 座 25 层