

信义山证汇通天下

证券研究报告

PCB

胜宏科技（300476.SZ）

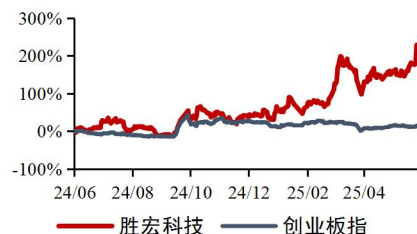
买入-A(首次)

“软硬兼具”的高端 PCB 龙头，AI 算力需求带来超预期增长空间

2025 年 6 月 9 日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



市场数据：2025 年 6 月 6 日

收盘价（元）：	100.20
总股本（亿股）：	8.63
流通股本（亿股）：	8.55
流通市值（亿元）：	856.92

基础数据：2025 年 3 月 31 日

每股净资产（元）：	11.51
每股资本公积（元）：	3.79
每股未分配利润（元）：	5.51

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

研究助理：

董雯丹

邮箱：dongwendan@sxzq.com

投资要点：

➢ 国内高端 PCB 龙头，多层板/HDI 板技术领先，通过收购形成“软硬兼具”布局。公司作为 PCB 硬板龙头，经过近二十载行业深耕，积累了深厚的技术与经验，公司多层板和 HDI 板技术行业领先，目前 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 板量产能力。公司产品广泛应用于大数据中心、人工智能、汽车电子、工业互联等领域，并和英伟达、特斯拉、AMD、微软等国内外知名品牌保持长期合作。2023 年，公司通过收购 PSL 切入 PCB 软板业务，形成“软硬兼具”的产品布局。

➢ 算力需求爆发+汽车电动化、智能化、轻量化驱动 PCB 行业快速增长，高附加值产品需求旺盛。服务器方面，算力需求增加带来 AI 服务器中的 PCB 用量大幅提升，其中新增 GPU 模组的相关 PCB 产品会是主要价值增量，同时，AI 服务器高速传输需求和总线标准提高带动 PCB 规格及材料双重升级。英伟达 GB200 系列的升级有望带动 PCB 单机价值量进一步提升。汽车电子方面，汽车电气化、智能化和轻量化趋势推动汽车单车 PCB 价值量显著提升，鉴于汽车对数据传输的可靠性的要求不断提高，车用 PCB 中高频 PCB、HDI 板、FPC 等中高阶 PCB 应用不断增长。根据 Prismark，2024—2028 年，全球 PCB 行业产值将以 5.4% 的年复合增长率成长，到 2028 年预计超过 900 亿美元。随着电子产品对 PCB 板的高密度、高精度、高性能要求更加突出，未来多层板、HDI 板、封装基板等高端 PCB 产品的需求增长将日益显著。

➢ 公司在产品、客户、产能三端发力，AI 算力需求带来超预期增长空间。产品方面，公司收购 PSL 形成“软硬兼具”布局，随着公司产品结构不断丰富，有助于提升公司整体竞争力，并提升公司市场份额。随着高阶 HDI 线路板、高端多层、高频高速等高附加值产品的占比不断提升，公司产品结构逐步优化。客户方面，公司紧密绑定优质客户，和英伟达、特斯拉、AMD、微软等国内外知名品牌保持长期深度合作，长期的合作基础为公司 HDI 板进入大客户供应链建立壁垒，使得公司充分受益于英伟达 AI 服务器出货量的快速增长。产能方面，公司积极完善产能布局，规划国内国外产能双重保障。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2025-2027 年归母公司净利润 46.50/65.81/81.49 亿元，同比增长 302.8%/41.5%/23.8%，对应 EPS 为 5.39/7.63/9.45 元，PE 为 18.6/13.1/10.6 倍。公司作为 PCB 硬板龙头，受益于 AI 服务器需求增长带来的高端 PCB 需求增长，公司板顺利导入大客户并占据



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

优势份额，首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：AI 算力需求不及预期风险；原材料价格变动风险；汇率波动风险；宏观经济波动风险。

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	19,180	25,134	29,831
YoY(%)	0.6	35.3	78.7	31.0	18.7
净利润(百万元)	671	1,154	4,650	6,581	8,149
YoY(%)	-15.1	72.0	302.8	41.5	23.8
毛利率(%)	20.7	22.7	34.4	36.1	37.1
EPS(摊薄/元)	0.78	1.34	5.39	7.63	9.45
ROE(%)	8.8	12.9	34.9	33.4	29.5
P/E(倍)	128.8	74.9	18.6	13.1	10.6
P/B(倍)	11.3	9.7	6.5	4.4	3.1
净利率(%)	8.5	10.8	24.2	26.2	27.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

目录

1. 胜宏科技：PCB 硬板龙头，AI 助力业绩爆发式增长.....	6
1.1 深耕 PCB 近二十载，终成 PCB 行业龙头.....	6
1.2 受益 AI 战略布局，25Q1 业绩爆发式增长.....	9
2. 算力需求爆发+汽车三化驱动 PCB 行业高增.....	11
2.1 算力需求爆发推动 AI 服务器 PCB 量价齐升.....	11
2.2 电动化、智能化、轻量化驱动车用 PCB 价值量增长.....	14
2.3 PCB 迎来新一轮成长周期，高附加值产品需求旺盛.....	17
3. 横向并购完成软硬布局，高端 PCB 深度受益大客户放量.....	19
3.1 产品端：形成“软硬兼具”布局，产品结构高端化.....	19
3.2 客户端：坚持创新驱动，紧密绑定优质客户.....	21
3.3 产能端：产能持续释放，经营效率稳步提高.....	23
4. 盈利预测与投资建议.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 投资建议.....	26
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1： PCB 硬板龙头的二十年发展之路.....	7
图 2： HDI 板业务发展迅猛.....	8
图 3： 公司股权相对集中（截至 2025 年一季度）.....	8
图 4： 25Q1 公司营收同比大幅增长（单位：亿元）.....	9
图 5： 25Q1 公司净利润同比大幅提升（单位：亿元）.....	9
图 6： 2025 年一季度公司毛利率和净利率均有显著提升.....	10

图 7: 公司费用率整体控制良好.....	10
图 8: 2025 年 AI 服务器产值比例进一步提升.....	11
图 9: 传统服务器中的 PCB 应用.....	12
图 10: DGX A100 GPU 板组 PCB 分解.....	12
图 11: AI 服务器用的 PCB 层数和 CCL 材料需求.....	12
图 12: 各等级 CCL 材料价格.....	12
图 13: GB200 中的 Bianca 板.....	13
图 14: GB200 中的 NVLink Switch 板.....	13
图 15: NVL72 overpass 和背板连接示意图.....	13
图 16: overpass 分电源（红）和板外飞线（蓝）.....	13
图 17: GB300 的 Cordelia 设计.....	14
图 18: PCB 在汽车电子中的应用.....	15
图 19: 全球车用 PCB 产值（单位：亿美元）.....	15
图 20: 传统汽车 PCB 应用.....	15
图 21: 新能源汽车 PCB 应用.....	15
图 22: 智能驾驶渗透率.....	16
图 23: FPC 在 BMS 中的渗透率.....	17
图 24: 全球历年 PCB 产值预测.....	17
图 25: PCB 成本结构.....	18
图 26: 2024 年全球 PCB 下游应用占比.....	18
图 27: 2024 年-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测（按下游应用领域分）.....	18
图 28: 2024 年全球各 PCB 产品产值占比.....	19
图 29: 2024-2029 年全球各 PCB 产品 CAGR 预测.....	19

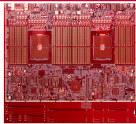
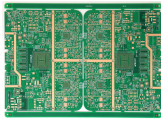
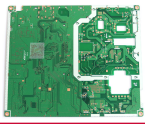
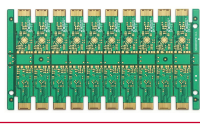
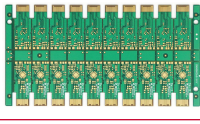
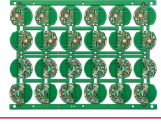
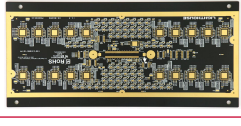
图 30: MFS 八大市场板块.....	20
图 31: 公司产品均价持续增长.....	21
图 32: 公司紧密绑定优质客户.....	22
图 33: 公司建成工业互联网智慧工厂.....	24
表 1: 公司主要产品及其应用领域.....	6
表 2: 不同等级自动驾驶所需的摄像头和雷达数目.....	16
表 3: 公司多层板技术路径.....	20
表 4: 公司 HDI 板技术路径.....	21
表 5: 胜宏科技在 AI 领域的研发项目（截至 2024 年）.....	22
表 6: 公司扩产项目.....	23
表 7: 2021-2027 年公司业绩拆分及盈利预测.....	25
表 8: 2023-2027 年公司财务数据.....	26
表 9: 可比公司估值.....	26

1. 胜宏科技：PCB 硬板龙头，AI 助力业绩爆发式增长

1.1 深耕 PCB 近二十载，终成 PCB 行业龙头

胜宏科技是 PCB 硬板龙头。公司主要从事高精密多层板、HDI 板、FPC 和软硬结合板的研发、生产和销售，产品广泛应用于新能源、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、人工智能、工业互联网等领域。经过多年蓄力深耕，公司积累了深厚的技术与经验，在行业内保持着优势地位，多年连续入围全球百强印制电路板百强企业名单。随着公司业务快速增长，公司精准快速把握客户需求，与全球 160 多家顶尖企业建立了长期稳定的合作关系，并及时调整客户和产品结构，进一步提升高端产品在公司份额和市场占有率。

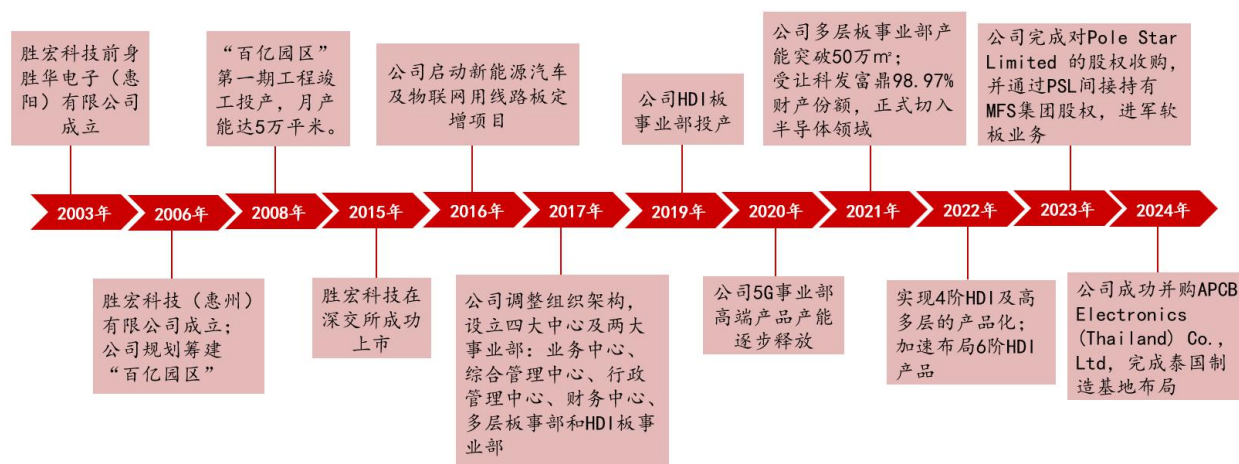
表 1：公司主要产品及其应用领域

应用领域	主要产品	图示
计算机及周边	高密度多层板、金手指板	
汽车电子	普通多层板、HDI、HLC、FPC 以及 Rigid-Flex 产品	
服务器	多阶 HDI、高多层板、高频高速板	
电源	厚铜板、多层板	
网络通信	双面板、多层板、高频高速板、厚铜板	
消费类电子	双面板、多层板、柔性板、刚挠结合板	
工控医疗安防	软板、多层板	
LED	HDI 小间距 LED PCB	

资料来源：公司官网，2022、2023 年年报，公司招股书，山西证券研究所

稳扎稳打，战略蓝图不断拓展。2003 年公司前身胜华电子成立，2006 年胜宏科技（惠州）有限公司成立并规划筹建“百亿园区”项目，2008 年“百亿园区”第一期投产，月产能达 5 万平米。2009-2015 年公司加强技术研发投入，通过多项行业认证。2015 年公司于深交所创业板上市。2016 年公司启动新能源汽车及物联网用线路板定增项目，着力产品多元化发展。2019 年公司 HDI 板事业部投产，布局不断延伸。2020 年公司 5G 事业部高端产品产能逐步释放。2021 年公司多层板事业部产能突破 50 万 m²，并通过受让科发富鼎财产正式切入半导体领域。2022 年公司实现 4 阶 HDI 及高多层的产品化并加速布局 6 阶 HDI 产品。2023 年公司成功收购 Pole Star，并间接持有 MFS Technology 公司及其所属子公司，正式进军软板业务，形成“软硬兼具”的产品布局。2024 年度公司成功并购 APCB Electronics (Thailand) Co., Ltd，完成泰国制造基地布局。

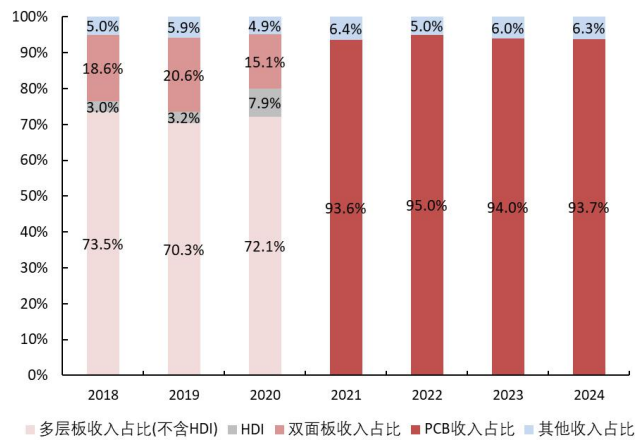
图 1：PCB 硬板龙头的二十年发展之路



资料来源：公司官网，2016-2017 年、2020-2024 年年报，山西证券研究所

公司 PCB 硬板产品包括双面板、多层板和 HDI，其中，多层板和 HDI 板营收占比较高。2018-2020 年公司多层板收入占比最高，维持 70%以上，双面板的占比相对较低约 15%-20%。自 2019 年 HDI 板事业部投产之后，HDI 产品收入在 2020 年出现了较大的涨幅，占比从 3.2%提升至 7.9%。2023 年以来，公司精准把握 AI 算力技术革新与数据中心升级浪潮带来的历史新机遇，深耕新作国际头部大客户，高阶 HDI、高频高速 PCB 产品快速出货，实现大规模量产。目前，公司多层板和 HDI 板营收占比较高，未来 HDI 占比有望进一步提升。

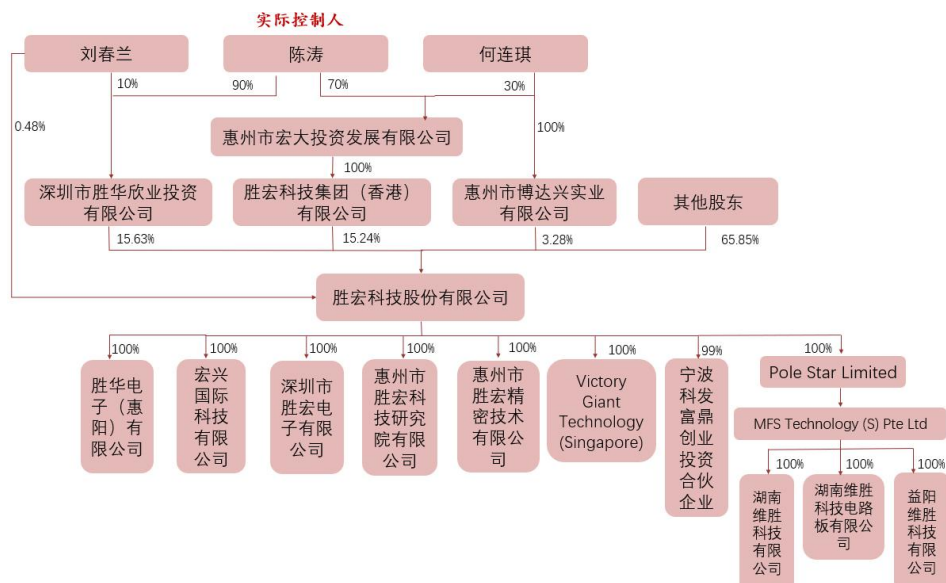
图 2：HDI 板业务发展迅猛



资料来源：胜宏科技 2021 年度向特定对象发行股票募集说明书（申报稿），wind，山西证券研究所

公司股权结构相对集中，实际控制人为董事长陈涛。公司董事长陈涛、董事刘春兰与董事何连琪三人通过间接持股的方式，合计控制公司 34.15% 股份，其中陈涛与刘春兰为夫妻关系。董事长陈涛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，通过信托等资产管理方式控制公司，为公司实际控制人。同时，为顺应区域化、周边化、本地化的全球供应趋势，公司积极开展全球布局，在新加坡、泰国、马来西亚、越南、中国台湾、欧洲等多地设立子公司和办事处。

图 3：公司股权相对集中（截至 2025 年一季度）

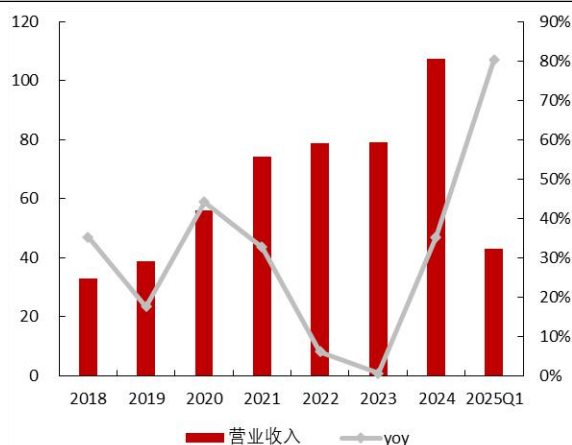


资料来源：2024 年年报，wind，山西证券研究所

1.2 受益 AI 战略布局，25Q1 业绩爆发式增长

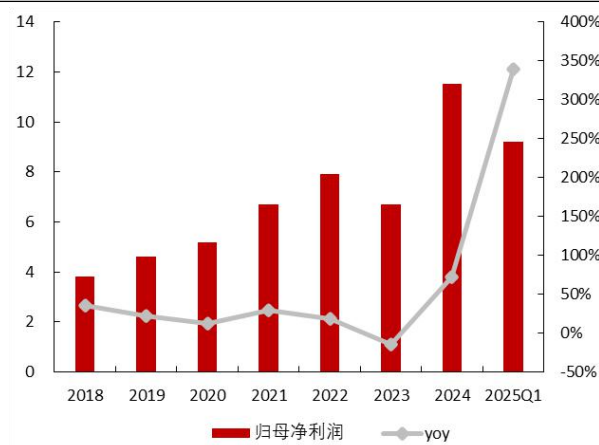
受益 AI 战略布局，公司 25Q1 业绩呈爆发式增长。2024 年公司实现营业收入 107.31 亿元，同比增长 35.31%，实现归母净利润 11.54 亿元，同比增长 71.96%；25Q1 公司实现营业收入 43.12 亿元，同比增长 80.31%，环比增长 42.15%，实现归母净利润 9.21 亿元，同比增长 339.22%，环比增长 136.17%。25Q1 公司业绩呈爆发式增长，主要得益于公司以“拥抱 AI，奔向未来”为核心发展理念，精准把握 AI 算力技术革新与数据中心升级浪潮带来的历史新机遇，24Q4 作为公司大客户真正量产交付的关键节点，公司 AI 算力、数据中心等领域产品实现大规模量产。目前，公司在手订单饱满，订单能见度较高，未来业绩有望保持高增长。

图 4：25Q1 公司营收同比大幅增长（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

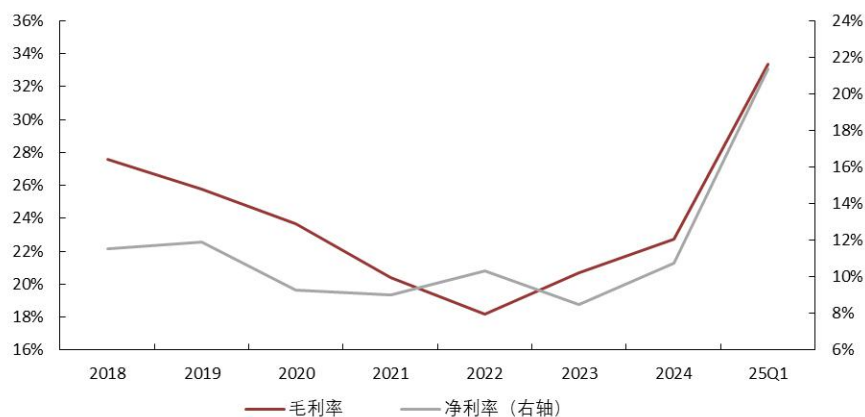
图 5：25Q1 公司净利润同比大幅提升（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

高端产品占比提升，公司盈利能力显著增强。2024 年公司毛利率为 22.72%，同比增长 2.02pcts，净利率为 10.76%，同比增长 2.30pcts；25Q1 毛利率为 33.37%，同比增长 13.88pcts，环比增长 7.67pcts，净利率为 21.35%，同比增长 12.59pcts，环比增长 8.50pcts。25Q1 公司盈利能力显著增长，一是得益于公司产品结构持续优化，高多层、高阶 HDI 等高毛利产品占比提升，二是公司良率突破带动毛利率提升，三是降本增效战略的实施。未来，公司及时根据市场需求调整客户结构和产品结构，大力拓展 AI 算力、高端服务器、基站通讯、新能源、新能源汽车、光传输等高端产品在公司份额及市场占有率。

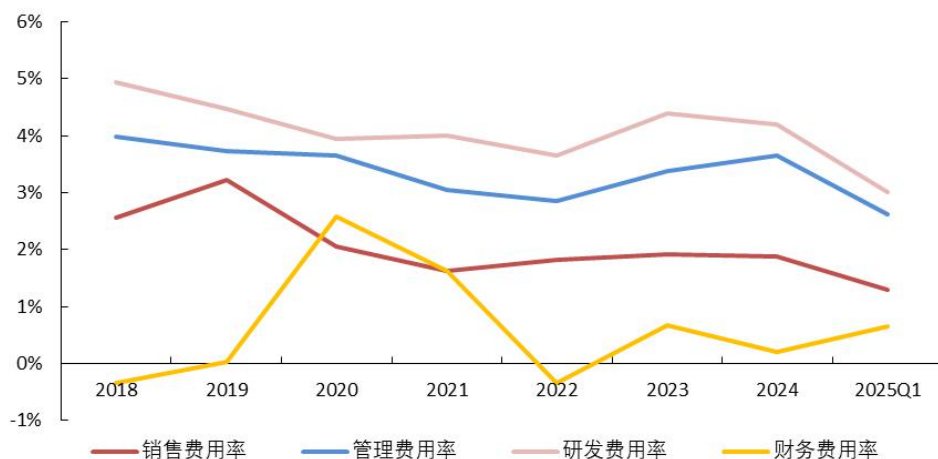
图 6：2025 年一季度公司毛利率和净利率均有显著提升



资料来源：Wind，山西证券研究所

公司持续加大研发投入，管理、销售费用率控制良好，财务费用受汇率波动影响较大。受益于数字化智能运营平台和成本精细化管理，及公司营收快速增长，2018 年至今公司销售、管理、研发费用率整体呈下降趋势。2024 年受收购 Pole Star Limited 并表影响，公司销售、管理、研发费用同比分别增长 30.05%、46.27%、29.15%至 2.01、3.92、4.50 亿元。公司财务费用率则具有一定波动性，2020 年和 2021 年财务费用率出现大幅升高，主要系汇兑损失引起。由于公司海外收入占 60%以上，未来汇率波动将会对公司财务费用产生较大影响。

图 7：公司费用率整体控制良好



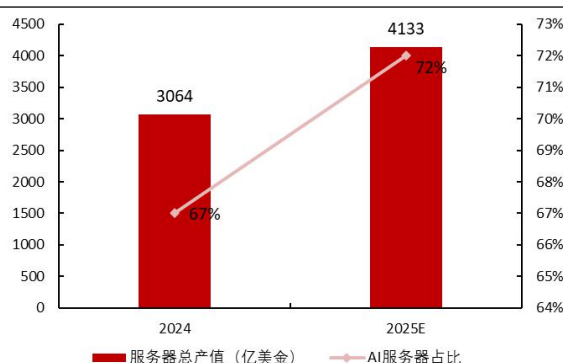
资料来源：Wind，山西证券研究所

2. 算力需求爆发+汽车三化驱动 PCB 行业高增

2.1 算力需求爆发推动 AI 服务器 PCB 量价齐升

受益于大模型算力需求爆发，2024 年预计全球服务器出货恢复增长，AI 服务器占比有望达到 12%。根据 OpenAI 测算，自 2012 年至 2018 年，用于 AI 训练的算力大约每隔 3-4 个月翻倍，每年头部训练模型所需算力增长幅度高达 10 倍，整体呈现指数级增长。根据 TrendForce 最新数据，2024 年全球服务器产值约达 3060 亿美元，其中 AI 服务器占比为 67%。随着算力规模的高速增长，AI 服务器需求也在不断提升。受北美 CSP 订单的推动，以及服务器品牌商、tier2 数据中心等对 AI 服务器的需求扩大，预计 2025 年 AI 服务器出货量将继续保持强劲，同时因为 AI 服务器单机价值量较高，TrendForce 预计 2025 年全球 AI 服务器产值有望提升至近 2980 亿美元，占整体服务器产值比例进一步提升至 7 成以上。

图 8：2025 年 AI 服务器产值比例进一步提升

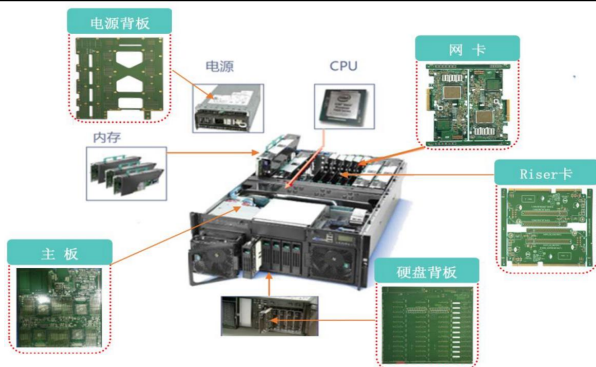


资料来源：TrendForce，山西证券研究所

AI 服务器中 PCB 单机价值量明显增长。

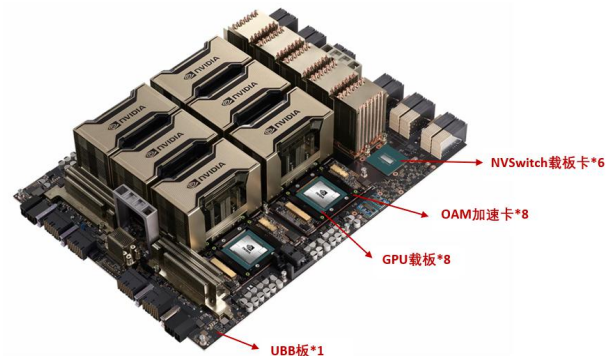
（1）算力需求增加，带来 AI 服务器中的 PCB 用量大幅提升：传统服务器中 PCB 产品可用于主板、CPU、内存、电源背板、硬盘背板、网卡、Riser 卡，与传统服务器相比，AI 服务器除了搭载 1-2 颗 CPU 之外，还需搭载 4-8 颗 GPU。新增 GPU 模组后，AI 服务器将新增 GPU 载板、UBB 板（GPU 模组的基板，用于支持多 GPU 连接）、OAM 加速卡和 Switch Board（用于 CPU 与 GPU 之间的数据交换）。其中 GPU 载板、Switch Board 的 PCB 产品属于载板类产品，UBB 模组板采用 20 层以上的通孔板，OAM 加速卡为 HDI 板，英伟达 DGX A100 的 OAM 加速卡使用了 4 阶 HDI 工艺的 20 层 PCB 板（H100 升级至 5 阶 HDI 工艺）。随着 PCB 用量的大幅增加，预期 AI 服务器的 PCB 单机价值量将明显增长，其中新增 GPU 模组的相关 PCB 产品会是主要价值增量。

图 9：传统服务器中的 PCB 应用



资料来源：广合科技招股书，山西证券研究所

图 10：DGX A100 GPU 板组 PCB 分解

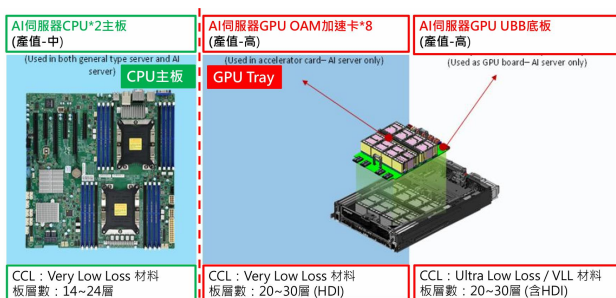


资料来源：英伟达官网，山西证券研究所

(2) **AI 服务器高速传输需求下，促使 PCB 层数增加：**AI 服务器在信号传输速率、数据传输损耗、布线密度等方面要求提升，要求 PCB 需要拥有更高层数。PCB 层数越多，电路板走线设计的灵活性越大，并实现更好的阻抗控制，从而实现芯片组间电路信号高速传输。相比传统服务器 PCB 一般最多 16 层，AI 服务器 PCB 一般在 20-30 层。PCB 每增加一层，其价值量均有明显提升，故 PCB 层数增加将带动 AI 服务器 PCB 价值量大大提升。

(3) **AI 服务器 PCB 规格升级，使得配套 CCL 材料性能提升：**覆铜板作为 PCB 的关键原材料，同样需要提升性能参数以适应服务器升级。AI 服务器的 CCL 规格要求从 Low Loss 等级提高到 Very Low Loss 再升级到 Ultra Low Loss，价格上也较 Whitley 平台翻了 6 倍以上，较 Eagle Stream 平台翻了 2 倍以上。

图 11：AI 服务器用的 PCB 层数和 CCL 材料需求



资料来源：联茂电子法说会，山西证券研究所

图 12：各等级 CCL 材料价格

	Whitley	Eagle Stream	AI Level
PCB层数	12-14	16-20	20+
CCL材料	Low Loss	Very Low Loss	Ultra Low Loss
传输速度	10Gbps	25Gbps	56Gbps
单价/单片	800元	2000元	5000元以上

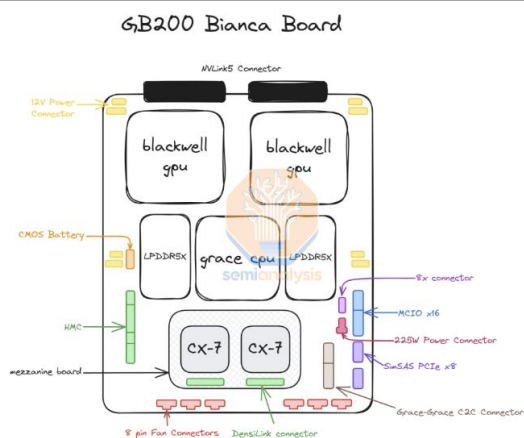
资料来源：优分析，山西证券研究所

英伟达 GB200 系列的升级有望带动 PCB 单机价值量进一步提升。

Computer tray 和 GB200 NVL36 中的 NVLink Switch 板保持 HDI 方案。GB200 集群主要包含 NVL36 和 NVL72 两种规格，NVL72 由 18 个 Computer tray 和 9 个 Switch tray 组成，NVL36 由 9 个 Computer tray

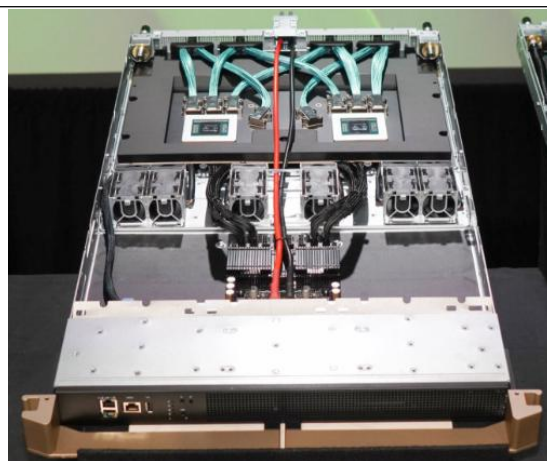
和 9 个 Switch tray 组成。NVL72 中每个 Computer tray 高 1U，包含 2 个 Bianca 板，NVL36 中每个 Computer tray 高 2U，也包含 2 个 Bianca 板。Bianca 板作为升级版 OAM 卡，搭载 1 颗 Grace CPU 和 2 颗 Blackwell GPU。因为 CPU 不用再单独搭载至主板，所以 GB200 取消了主板。同时，GB200 中 GPU 数量因为大幅增至 72 颗，所以采用 Switch tray 取代 UBB 板的互联功能，增加了 NVLink Switch 板。目前 GB200 NVL36/NVL72 两种规格的 Computer tray 和 GB200 NVL36 中的 NVLink switch 板都保持采用 HDI 方案。

图 13：GB200 中的 Bianca 板



资料来源：Semianalysis，山西证券研究所

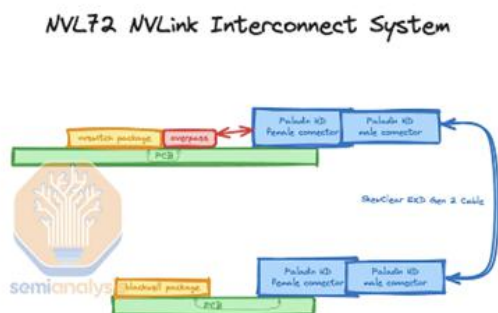
图 14：GB200 中的 NVLink Switch 板



资料来源：十轮网，山西证券研究所

NVL72 中的 NVLink Switch 板改为高多层方案。受 overpass 排线过多影响，NVL72 机柜内液冷散热成为难点，并且铜缆弯折使得信号产生损失，所以 NVL72 中的 Switch tray 可能采用更多 PCB 替代 overpass 和连接器的新方案，NVL72 中的 NVLink Switch 板也将从 24 层 6 阶 M7 的 HDI 板换成 22 层 M8 的高多层通孔板。

图 15：NVL72 overpass 和背板连接示意图



资料来源：Semianalysis，山西证券研究所

图 16：overpass 分电源（红）和板外飞线（蓝）

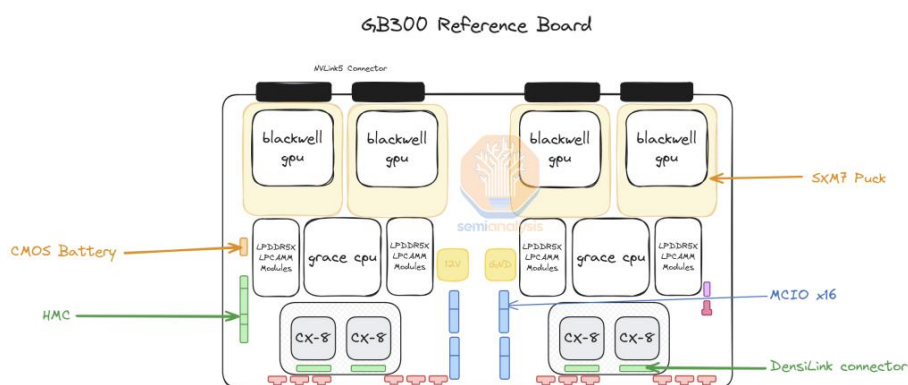


资料来源：IT 之家，山西证券研究所

GB200 中 HDI 用量和 PCB 规格材料明显提升。Bianca 板需要搭载 GPU、CPU、网卡、内存等多个关键器件，并实现各器件间的互联互通，这要求 Bianca 板的面积增大以承接更多器件，同时随着整体集成度和线路复杂度提高，Bianca 板的规格、材料也要升级以匹配高性能。Switch tray 中需要使用 NVLink Switch 进行 72 个 GPU 之间的互联，因为 GB200 中互联链路的数量和带宽要求都非常高，那随着带宽提升，对 PCB 布线密度、规格材料要求也明显增加。所以 Computer tray 和 GB200 NVL36 中的 NVLink Switch 板均升级到 20 层以上 5-6 阶的 HDI 板和 M7 级别的 CCL，我们预计单 GPU 对应 PCB 价值量会显著增长。如果 NVL72 中的 NVLink Switch 板改为高多层方案，除了 PCB 用量将增加，PCB 材料 M8 CCL 的价值量较 M7 CCL 价值量翻倍，考虑 CCL 占 PCB 成本比重，所以我们总估计能带来 PCB 30%-40% 的价值量增长。

英伟达 GB300 和 Rubin 持续迭代，推动 PCB 材料、层数等要求不断增长。英伟达为了提供更高性能和更低成本的服务器，迭代升级出最新版 GB300，预计将于今年第三季度面世。为了加快部署速度，英伟达在 GB300 的设计方面做了一些妥协，舍弃原先规划导入的 Cordelia（多层 PCB 设计）的新芯片板设计，通知供应商暂时回归目前 GB200 所使用的 Bianca（HDI PCB）设计。Bianca 设计是单主板上拥有 2 颗 B300 GPU 和 1 颗 Grace CPU；而 Cordelia 设计则是 4 颗 GPU 和 2 颗 Grace CPU，利用 SXM 插槽接口相连，可以让单颗 GPU 被独立更换，能提升客户的维护便利性，但是存在信号丢失问题。需要注意的是，英伟达没有放弃 Cordelia 设计，Cordelia 设计仍有可能在后续世代中重新回归。

图 17：GB300 的 Cordelia 设计



资料来源：Semianalysis，山西证券研究所

2.2 电动化、智能化、轻量化驱动车用 PCB 价值量增长

汽车 PCB 应用广泛，车用 PCB 产值和在整体 PCB 中的市场份额均有望逐年上升。PCB 在汽车电子中的应用可以分为车体电子控制系统和车载电子控制系统应用，其中车体电子控制系统主要包括发动机控制

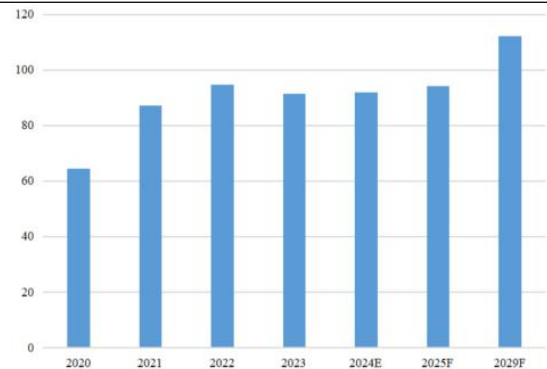
系统、车身控制系统和底盘控制系统。车载电子控制系统主要用于提升汽车舒适和便利性，分为信息系统、导航系统和娱乐系统等。根据 Prismark 预测，随着全球汽车电动化、智能化、轻量化趋势加速，车用 PCB 产值将持续上升，2024 年全球车用 PCB 市场规模为 91.95 亿美元，同比增长 0.5%；到 2029 年，全球车用 PCB 市场规模将增长到 112.05 亿美元，2024 年至 2029 年将保持 4.0% 的复合增长。

图 18：PCB 在汽车电子中的应用



资料来源：汇和电路官网，山西证券研究所

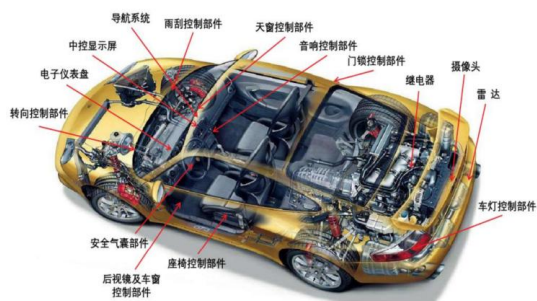
图 19：全球车用 PCB 产值（单位：亿美元）



资料来源：Prismark，胜宏科技 2024 年度向特定对象发行股票募集说明书，山西证券研究所

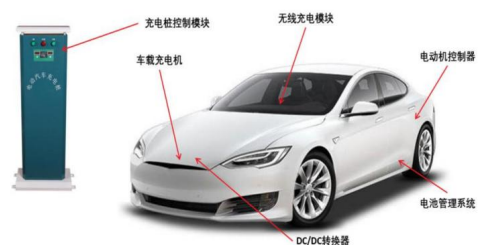
汽车电动化带动 PCB 用量和价值量大幅提升。根据汇和电路统计，传统燃油汽车对 PCB 的需求量较小，PCB 价值量也比较低，主要是动力系统（也叫发动机控制系统）的 PCB 需求最多，占比达到 32%。对比来看，传统燃油车单车 PCB 用量约 1 平方米，价值 60 美元，高端车型 PCB 用量在 2-3 平方米，价值约 120-130 美元，而新能源汽 PCB 单车用量接近 8 平方米，价值量高达 400 美元，较传统燃油车 PCB 价值量翻 6 倍以上。

图 20：传统汽车 PCB 应用



资料来源：金禄电子招股书，山西证券研究所

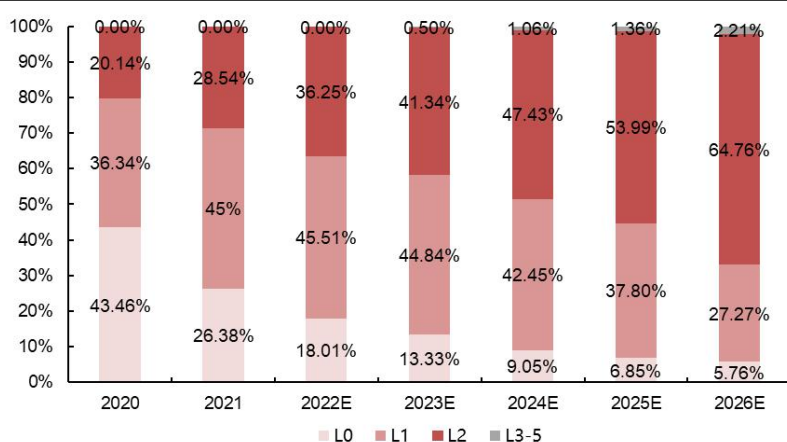
图 21：新能源汽车 PCB 应用



资料来源：金禄电子招股书，山西证券研究所

汽车智能化带动车载传感器用量提升，带动车用 PCB 需求增长。根据 ICV TAnK 的数据，2023 年全球 85% 的乘用车具备自动驾驶功能，主要为 L1/L2 级，到 2026 年，90% 乘用车具备自动驾驶功能。为了能够在一定场景下的完全自动驾驶，汽车需要搭载更多更高清的摄像头、激光雷达、超声波雷达等高端传感器，这将进一步提高单车 PCB 用量。同时，毫米波雷达使用高频 PCB 板，激光雷达使用线宽线距更窄的 HDI 板。高频 PCB、HDI 板等中高阶 PCB 可以增强电路的抗干扰能力和稳定性，保证汽车电子系统安全稳定性。随着高频 PCB、HDI 板等中高阶 PCB 应用的增长，单车 PCB 价值量有望增长。

图 22：智能驾驶渗透率



资料来源：ICV TAnK,《Global Intelligent Driving Forecast 2022》，山西证券研究所

表 2：不同等级自动驾驶所需的摄像头和雷达数目

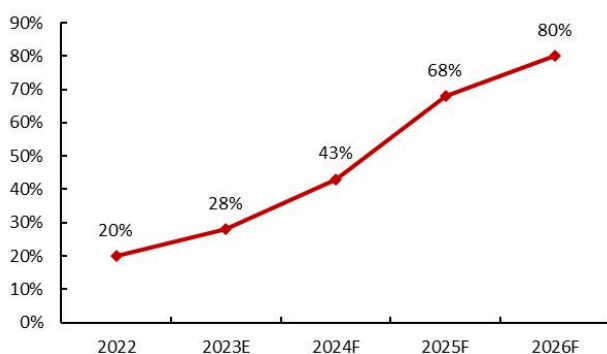
	摄像头	超声波雷达	毫米波雷达	激光雷达
L1	2-3	6	1	0
L2	3-6	8	1	0
L3	6-10	8	5	1
L4	10-12	8	5	2
L5	13-15	8	5	4

资料来源：TrendForce，山西证券研究所

轻量化发展趋势下，FPC 代替传统电池线束带来新增量。在新能源汽车中，电池的重量占据全车重量约三分之一，同时为了保持汽车正常系统的工作，大量电池线束被集成到汽车内部之中，占用了较多空间，且降低了装配的自动化程度。FPC 软板的体积小、重量轻、弯折性好，能够很好地满足电池 BMS 的轻量化需求。FPC 替代电池线束将成为未来趋势之一，根据 TrendForce 预测，2022 年 FPC 在 BMS 中的渗透率约

为 20%，随着特斯拉、宁德时代等主要汽车电池厂商持续将 FPC 作为电池的主流规格，预计到 2026 年，FPC 的渗透率将达到 80%。目前主流的汽车电池组需要 7 到 12 个电池模块，每个模块需要 1-2 个 FPC，整车 PCB 的价值量增加约 60-210 美元。

图 23：FPC 在 BMS 中的渗透率

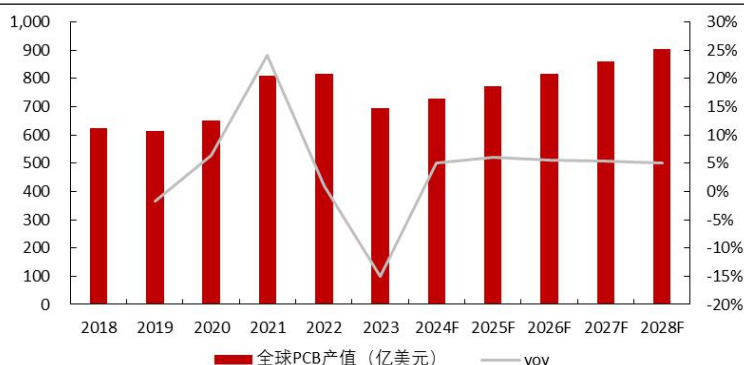


资料来源：TrendForce，山西证券研究所

2.3 PCB 迎来新一轮成长周期，高附加值产品需求旺盛

预计 2025 年 PCB 将迎来新一轮成长周期。2024 年，受益于库存改善、需求逐步恢复，PCB 行业开始呈复苏迹象，根据 Prismark 预测，2024 年全球 PCB 产值将增长 5.0%，达 729.71 亿美元。中长期看，人工智能、HPC、通信基础设施、汽车电子、具有先进人工智能能力的便携式智能消费电子设备等预期将产生增量需求。Prismark 预计 PCB 全球产值在 2024 年至 2028 年间，将以 5.4% 的年复合增长率成长，到 2028 年预计超过 900 亿美元。

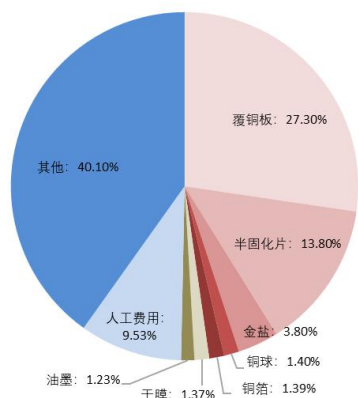
图 24：全球历年 PCB 产值预测



资料来源：鹏鼎控股 2023 年年报，生益电子 2024 年半年报，Prismark，山西证券研究所

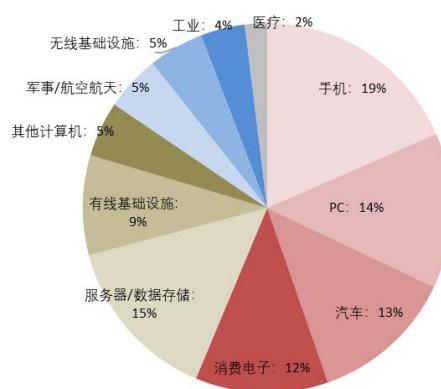
PCB 上游主要为覆铜板等原材料，下游应用场景广泛，服务器/数据存储和汽车下游应用增速最快。PCB 直接材料成本占比达 50%，其中覆铜板占比约 27.3%，因此上游覆铜板价格变化对中游 PCB 厂商成本影响较大。而覆铜板三大主要原材料为铜箔、树脂和玻璃纤维布，其原材料价格波动有望通过覆铜板传导至 PCB 市场。根据 Prismark 数据，手机、PC、汽车、消费电子、服务器/数据存储是 PCB 五大核心应用，其中手机和 PC 在 PCB 下游应用中占比最高，2024-2029 年预计服务器/数据存储增长最强劲。

图 25：PCB 成本结构



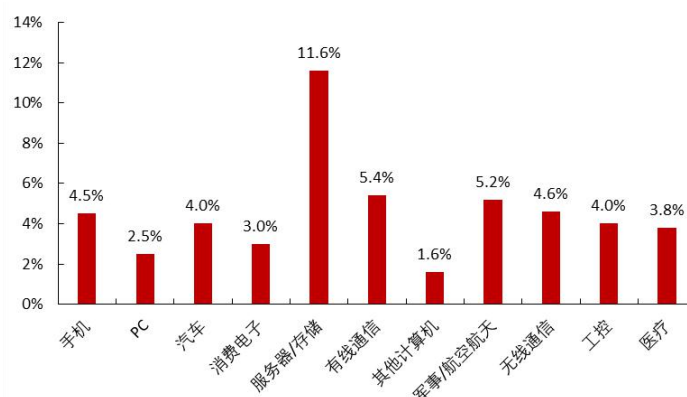
资料来源：中商产业研究院，山西证券研究所

图 26：2024 年全球 PCB 下游应用占比



资料来源：Prismark，胜宏科技 2024 年度向特定对象发行股票募集说明书，山西证券研究所

图 27：2024 年-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测（按下游应用领域分）

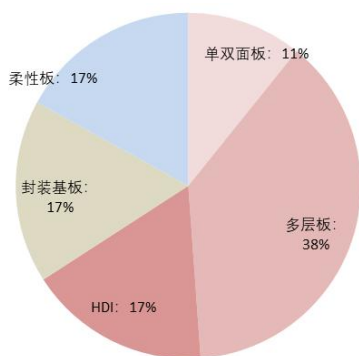


资料来源：Prismark，胜宏科技 2024 年度向特定对象发行股票募集说明书，山西证券研究所

全球 PCB 产品的精度、密度、性能不断提高，高端多层板、HDI 板等高附加值产品需求旺盛。PCB 产品按结构主要分为单面板、双面板、多层板、HDI 板、封装基板、柔性板等类型。根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 产品中占比最高的是多层板，占比为 38%；其次是封装基板、柔性板、HDI 板和单双面板，

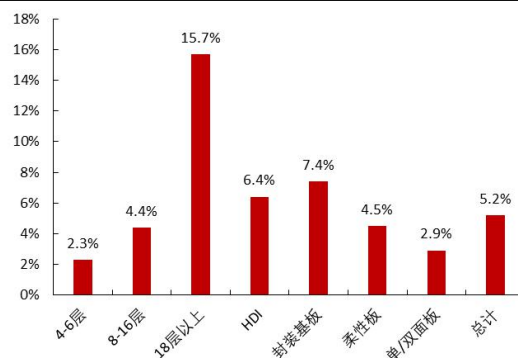
占比分别为 17%、17%、17%和 11%。随着世界电子电路行业技术迅速发展，元器件的片式化和集成化应用日益广泛，电子产品对 PCB 板的高密度、高精度、高性能要求更加突出，未来多层板、HDI 板、封装基板等高端 PCB 产品的需求增长将日益显著。根据 Prismark 预测，2024-2029 年 18 层以上多层板、封装基板和 HDI 板的 CAGR 分别为 15.7%、7.4%和 6.4%，明显高于行业平均的 5.2%增速。

图 28：2024 年全球各 PCB 产品产值占比



资料来源：Prismark，胜宏科技 2024 年年报，山西证券研究所

图 29：2024-2029 年全球各 PCB 产品 CAGR 预测



资料来源：Prismark，胜宏科技 2024 年度向特定对象发行股票募集说明书，山西证券研究所

3. 横向并购完成软硬布局，高端 PCB 深度受益大客户放量

3.1 产品端：形成“软硬兼具”布局，产品结构高端化

收购补足柔性电路板产品，形成“软硬兼具”的产品布局。2023 年，公司完成了对 Pole Star Limited 100% 股权收购，公司在单双面板、多层板和 HDI 板等刚性 PCB 产品方面拥有较强的市场竞争力，PSL 是在开曼群岛注册的控股公司，无实质业务，主要持有 MFSS100%的股权，MFSS 擅长高密度、多层数柔性电路板的设计与生产，与公司产品具有互补性。本次收购完成后，公司将形成覆盖刚性电路板（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）的全系列 PCB 产品组合。随着公司产品结构不断丰富，有助于提升公司整体竞争力，并且在满足客户多种需求的同时，提高公司的抗风险能力。

收购推动横向一体化，实现协同效应。公司收购 PSL 后，将与 PSL 共享科研成果、生产管理经验、采购渠道、客户渠道等各类资源，充分发挥协同效应，增强全球供应链整合，有望进一步扩大营收、优化生产成本、降低费用，盈利能力将有显著提高，实现“1+1>2”的经济效应。

图 30：MFS 八大市场板块



资料来源：MFS 官网，山西证券研究所

公司持续加强技术实力，多层板和 HDI 线路板工艺不断迭代。公司 2019 年正式突破 HDI Anylayer 任意层互联技术，由于 HDI 产线投资重、技术要求高、环保审批等壁垒严重，同时高阶产线的扩充需要提前 1-2 年准备，无法在短期内形成大规模新产能并释放出来。胜宏科技作为最早突破 HDI 量产技术的公司，占据先发优势，不断迭代 HDI 线路板的工艺水平并加速产能布局。目前，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 板量产能力，同时，公司 HDI 良率从 50%突破提升至 80%以上。

表 3：公司多层板技术路径

		2021	2022	2023	2024
板厚	层数	2-32L	2-36L	2-40L	2-42L
	最薄 PP 厚度	40 μ m	40 μ m	30 μ m	25 μ m
	板厚公差	$\pm 10\%$	$\pm 8\%$	$\pm 5\%$	$\pm 5\%$
钻孔	最小机械孔径	150 μ m	150 μ m	100 μ m	100 μ m
	背钻孔径	D+6mil	D+6mil	D+5mil	D+4mil
	背钻孔残桩	5 $\pm$ 3mil	5 $\pm$ 3mil	4 $\pm$ 2mil	4 $\pm$ 2mil
线路及阻抗	线宽/线距 (铜厚 1/2oz+电镀)	100/100 μ m	90/90 μ m	90/90 μ m	85/85 μ m
	对位能力 (外层和内层对位焊盘尺寸)	DHS+8mil	DHS+6mil	DHS+6mil	DHS+6mil
	阻抗控制能力	$\pm 10\%$	$\pm 8\%$	$\pm 8\%$	$\pm 7\%$

资料来源：公司官网，山西证券研究所

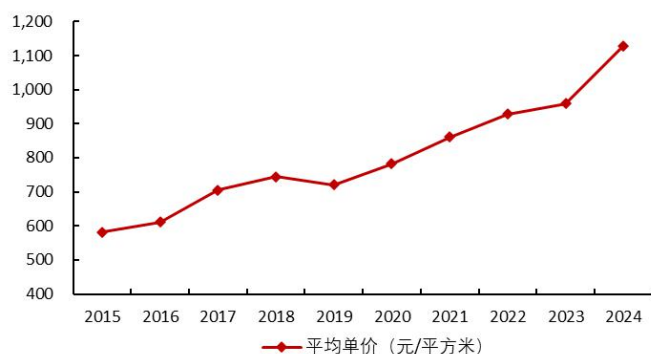
表 4：公司 HDI 板技术路径

		2021	2022	2023	2024
层数	N/M/N	4-20L(5 steps)	4-20L(5 steps)	4-24L(6 steps)	4-28L(6 steps)
	任意层互联	12L	14L	14L	16L
板厚	总板厚(μm)	300-3200	200-3200	200-3200	200-3200
	半固化片类型和厚度	PP1027/40 μm	PP1017/30 μm	PP1017/30 μm	PP1010/22 μm
	铜箔类型	HTE.RTF.VLP	RTF.VLP.SLP	RTF.VLP.SLP	VLP.SLP.SLP2
线路	最小线宽/线距	40/40 μm	35/40 μm	30/40 μm	35/35 μm
	BGA pitch	400	350	330	300
成型	成型公差	±100 μm	±87.5 μm	±75 μm	±75 μm
	最小槽孔宽	0.4 μm	0.4 μm	0.3 μm	0.3 μm

资料来源：公司官网，山西证券研究所

产品结构持续优化，不断提升高附加值产品占比。随着公司技术工艺的不断精进，公司产品结构持续优化，高阶 HDI 线路板、高端多层、高频高速等高附加值产品的占比不断提升。高附加值产品营收占比提高有效带动了公司 PCB 产品均价的提升，公司 PCB 产品均价从 2015 年的 582.4 元/平方米增至 2024 年的 1128.5 元/平方米，产品均价增长了 93.8%。

图 31：公司产品均价持续增长



资料来源：公司 2015-2024 年年报，山西证券研究所

3.2 客户端：坚持创新驱动，紧密绑定优质客户

伴随 AI 算力需求提升，公司持续加大研发投入，紧密围绕客户进行技术创新与产品布局。AI 服务器领域，公司已实现 6 阶 24 层 HDI 产品和 32 层高多层板的批量作业，并加速布局下一代 10 阶 30 层 HDI 产品的研发认证；HPC 领域，公司实现了 AIPC/AI 手机的批量化作业；高阶数据传输领域，1.6T 光模块已完成打样、高端 SSD 已实现产业化作业，并加速布局下一

代 224G 传输的 ATE 产品与正交背板产品，以及 PTFE 相关产品的研发认证；人工智能领域，工业人形机器人产品已实现产业化作业；低空经济领域，垂直起降航空器（eVTOL）已开始送样测试。公司将继续在高端人工智能领域产品的布局研发，紧跟市场，与客户共成长，把握未来技术与产品的风向标，为客户提供更高更优的技术和品质服务。

表 5：胜宏科技在 AI 领域的研发项目（截至 2024 年）

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
家务机器人辅助电路板研发	研究解决 M7/M8 材料对应产品加工的过程工艺及性能的高可靠性，背钻残桩对信号的管控，层压、防焊对位精度技术、高多层电镀孔的均匀性；	已完成	增加 AI 领域类产品的技术能力，前沿技术应用。	加速布局 AI 领域的产品，争取更多市场份额。
高端人工智能控制用电路板研发		已完成		
芯片测试板技术研发		已完成		
工业机器人用电路板研发		已完成		
3D 视觉传感器用电路板研发		已完成		
智能控制器电路板研发		进行中		

资料来源：公司 2024 年年报，山西证券研究所

紧密绑定优质大客户，建立战略合作关系。公司一直重视大客户销售策略，并致力于与全球范围内的领先企业建立长期合作关系。凭借在 PCB 行业积累的优势技术与经验，公司和众多国内外知名客户建立深厚的战略合作关系。公司的高端多层板、HDI 板等产品广泛应用于亚马逊、微软、思科、Meta、谷歌、三星、英特尔、英伟达、AMD 等国内外知名品牌，与全球 160 多家顶尖企业建立了长期稳定的合作关系。未来公司将继续推进大客户销售策略，加强与国内外手机、电脑、汽车、通讯、服务器等重点行业领先企业的合作，不断拓展新的客户资源和市场份额。

图 32：公司紧密绑定优质客户



资料来源：2023 年年报，2021 年 7 月 19 日投资者关系记录表，2023 年 9 月 19 日投资者调研纪要，2021

年度向特定对象发行股票募集说明书(注册稿), 山西证券研究所

3.3 产能端：产能持续释放，经营效率稳步提高

公司合理调整产能布局，产能释放空间大。公司自成立伊始，便以百亿产能为目标规划建设园区，并根据市场需求变化和行业发展趋势，合理调整产能布局，确保能快速响应市场变化，满足客户需求。2015年，募集资金5亿元建设高端高精密线路板项目，项目建成后，每年PCB产能将增加60万平方米，其中新增高端HDI产能18万平方米/年，高端多层板产能42万平方米/年；2017年募集资金11亿元，建设新能源汽车及物联网用线路板项目；2021年定增建设高端多层、高阶HDI印制线路板及IC封装基板建设项目，但受2022年三季度开始市场增速放缓及PCB行业在东南亚建厂扩产趋势的影响，公司综合考虑行业短期需求及长期发展趋势，为保证募集资金使用效率，于2023年2月终止该项目；2023年收购Pole Star Limited 100%股权，实现FPC和PCB产能扩充；2024年公司募集资金总额不超过19.8亿元，用于投资越南建设生产年产能15万平方米的人工智能用高阶HDI产品，和泰国建设生产年产能150万平方米的服务器、交换机、消费电子等领域用高多层PCB产品。随着产能的不断扩张，公司未来产能释放空间大。

表 6：公司扩产项目

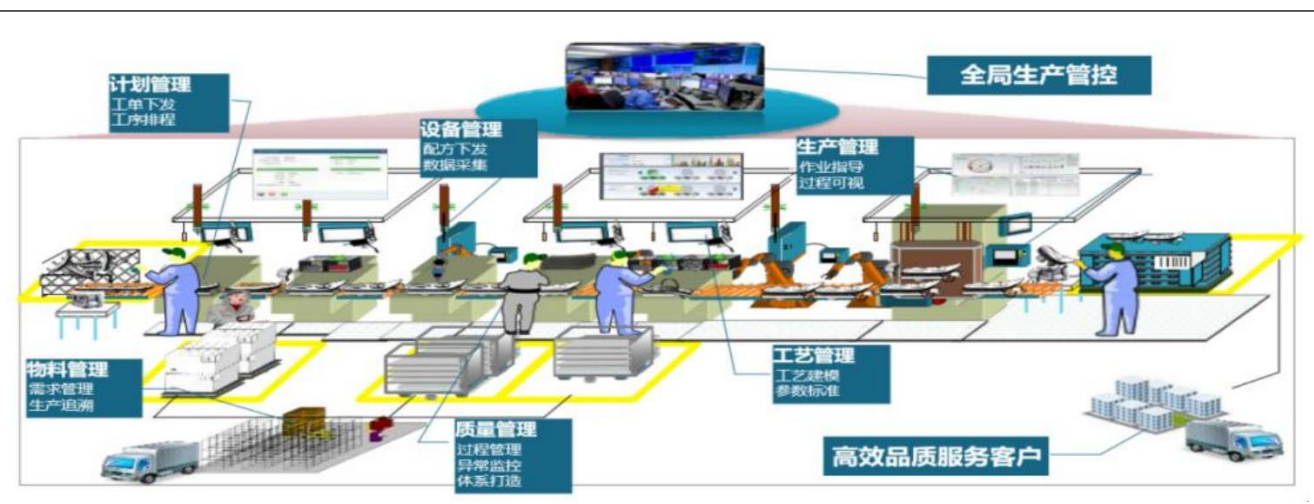
时间	项目	资金来源	投资额 (万元)	扩产计划	建设 周期	备注
2015 年	高端高精密线路板扩产项目	IPO 募投	50,210	公司的每年 PCB 产能将增加 60 万平方米，其中新增高端 HDI 产能 18 万平方米/年，高端多层板产能 42 万平方米/年	2 年	
2017 年	新能源汽车及物联网用线路板项目	定向增发	111,199		18 个月	
2021 年	高端多层、高阶 HDI 印制线路板及 IC 封装基板建设项目	定向增发	298,947	计划新建高端多层板产能 145 万 m ² /年,高阶 HDI 40 万 m ² /年、IC 封装基板 14 万 m ² /年	2 年	2023 年 2 月终止
2023 年	收购 PoleStar Limited 100% 股权	自有资金、银行贷款、募集资金	287,670	收购前 1 年(2022 年)MFS 集团 FPC 产量为 4,501 千平方英尺, PCB 产量为 1,592 千平方英尺, 营业收入为 2.61 亿美元, FPC 产品收入为 1.97 亿美元, PCB 产品收入为 6,470 万美元		
2024 年	越南胜宏人工智能 HDI 项目	自有资金或自筹资金、募集资金	181,548	计划于越南北宁省, 拟建设生产人工智能用高阶 HDI 产品, 预计年产能 15 万平方米	3 年	

时间	项目	资金来源	投资额 (万元)	扩产计划	建设 周期	备注
2024 年	收购 APCB Electronics (Thailand) Co., Ltd.	自有现金	27,870	收购完成后，标的公司将成为公司在泰国的生产基地，以及海外业务拓展的桥头堡		
2024 年	泰国高多层印制线路 板项目	自有资金或自 筹资金、募集资 金	140,208	计划于泰国大城府，拟建设生产服务器、交换机、消费电子等领域用高多层 PCB 产品，预计年产能 150 万平方米。	2 年	

资料来源：首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书，2017 年非公开发行股票发行情况报告暨上市公告书，2021 年度向特定对象发行股票的募集说明书(注册稿)，2023 年年报，2023 年关于对深圳证券交易所关注函的回复公告，2023 年关于终止部分募集资金投资项目的公告，2024 年关于在越南投资新建生产基地的公告，2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案，2024 年关于全资子公司收购境外公司并增资的公告，山西证券研究所

公司率先建成第一代工业互联网智慧工厂，显著提升经营管理效率。作为行业内率先打造智慧工厂的企业，公司引入自动化设备和信息化管理系统，实现生产过程的智能化控制，适配更加先进的工艺，提升产品一致性和品质稳定性，同时降低人工成本，提高生产效率。此外，智慧工厂能够快速响应市场变化，根据客户需求灵活调整生产计划，缩短产品交付周期，并有效降低生产运营成本。

图 33：公司建成工业互联网智慧工厂



资料来源：公司 2023 年年报，山西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

公司主要业务为印制电路板业务，其中产品包括双面板、多层板、HDI 板和软板（含软硬结合板）。公司双面板产品稳定出货；多层板产品不断向高端迭代，随着算力需求增长和汽车电动化、智能化发展趋势，客户订单不断增长；公司加速布局 HDI 板，产品广泛应用于国内外 AI 服务器，并进入大客户供应链，带来超预期增长空间；公司通过并购完善软板布局，进一步扩大市场份额。通过分别测算，预计公司印制电路板业务 2025-2027 年实现营收 183.63、241.53、286.54 亿元，同比增长 82.7%、31.5%、18.6%，毛利率分别为 31.9%、33.9%、35.0%。

表 7：2021-2027 年公司业绩拆分及盈利预测

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
印制电路板							
营业收入（百万元）	6955	7491	7459	10051	18363	24153	28654
YoY		7.7%	-0.4%	34.8%	82.7%	31.5%	18.6%
毛利（百万元）	1040	1038	1182	1825	5866	8200	10021
毛利率	15.0%	13.9%	15.9%	18.2%	31.9%	33.9%	35.0%
其他业务							
营业收入（百万元）	477	394	472	681	817	981	1177
YoY		-17.5%	19.9%	44.3%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利（百万元）	474	393	460	613	736	883	1059
毛利率	99.3%	99.7%	97.2%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
营业总收入							
营业收入（百万元）	7432	7885	7931	10731	19180	25134	29831
YoY		6.1%	0.6%	35.3%	78.7%	31.0%	18.7%
毛利（百万元）	1514	1431	1642	2438	6601	9083	11080
毛利率	20.4%	18.2%	20.7%	22.7%	34.4%	36.1%	37.1%

资料来源：最闻，Wind，山西证券研究所

综上，我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 191.80、251.34、289.31 亿元，同比分别增长 78.7%、31.0%、18.7%，2025-2027 年分别实现归母净利润 46.50、65.81、81.49 亿元，同比分别增长 302.8%、41.5%、23.8%，看好公司未来确定性增长。

表 8：2023-2027 年公司财务数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7931	10731	19180	25134	29831
YoY	0.6%	35.3%	78.7%	31.0%	18.7%
净利润(百万元)	671	1154	4650	6581	8149
YoY	-15.1%	72.0%	302.8%	41.5%	23.8%
毛利率	20.7%	22.7%	34.4%	36.1%	37.1%
净利率	8.5%	10.8%	24.2%	26.2%	27.3%

资料来源：最闻，Wind，山西证券研究所

4.2 投资建议

首次覆盖，给予“买入-A”评级。估值方面，我们选取沪电股份、深南电路、广合科技、生益电子作为可比上市公司，采用 PE 法进行估值，得到可比公司 2025-2027 年平均估值 27.2、20.9、16.9 倍。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 5.39、7.63、9.45 元，当前股价对应 PE 为 18.6、13.1、10.6 倍。公司作为 PCB 硬板龙头，受益于 AI 服务器需求增长带来的 HDI 板需求增长，公司 HDI 板顺利导入大客户并占据优势份额，给公司营收、利润带来超预期增长空间，同时公司收购 PSL 带来软板的稳定收入，在“软硬兼具”布局 and 充足产能保证下，综合考虑公司成长性可比公司估值，首次覆盖给予公司“买入-A”评级。

表 9：可比公司估值

证券代码	证券简称	最新 股价 (元)	EPS					PE				
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
002463.SZ	沪电股份	35.43	0.79	1.35	1.84	2.31	2.73	45.1	26.3	19.2	15.3	13.0
002916.SZ	深南电路	91.88	2.10	2.82	3.82	4.63	5.49	43.8	32.6	24.1	19.9	16.7
001389.SZ	广合科技	53.30	0.98	1.59	2.07	2.59	3.12	54.7	33.5	25.7	20.6	17.1
688183.SH	生益电子	41.33	-0.03	0.40	1.04	1.49	1.99	-1375.5	103.6	39.6	27.8	20.8
平均值								47.8	49.0	27.2	20.9	16.9
300476.SZ	胜宏科技	100.20	0.78	1.34	5.39	7.63	9.45	128.8	74.9	18.6	13.1	10.6

资料来源：最闻，Wind，山西证券研究所（截至到 2025 年 6 月 6 日，2023 年行业平均 PE 去除负数）

5. 风险提示

AI 算力需求不及预期风险：目前大模型 AI 算力仍在早期阶段，但如果后续大模型代际演进放缓或者应用落地效果不及预期，AI 算力需求可能降低，从而影响公司 PCB 产品所应用的 AI 服务器放量，同时影响公司 PCB 产品收入。

原材料价格变动风险：公司 PCB 产品生产所需的原材料主要为覆铜板、半固化片、铜球、铜箔，这些原材料成本占总成本比重较高，2023 年和 2024 年分别为 58.64%和 62.67%。若原材料成本产生较大波动会对公司利润率产生较大影响。

汇率波动风险：公司超过一半的营业收入来自海外市场，2022 年到 2024 年，公司海外市场营收占比分别为 62.22%、61.48%和 60.88%，汇率波动将会对公司收入带来风险。

宏观经济波动风险：PCB 行业发展具有周期性，与宏观经济景气度和半导体行业景气度都有密切联系。如果国内宏观经济政策发生变动，可能会对公司经营业绩产生不利影响。



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7263	8080	9937	13334	19690
现金	2141	1662	2480	5215	12149
应收票据及应收账款	3421	4079	4842	5212	4732
预付账款	37	34	103	71	139
存货	1377	2045	2148	2439	2249
其他流动资产	286	259	365	398	421
非流动资产	10120	11095	14926	17394	18786
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	6916	7172	10814	12945	14240
无形资产	760	756	1012	1121	1297
其他非流动资产	2445	3167	3099	3328	3250
资产总计	17384	19175	24862	30728	38476
流动负债	7576	7530	8700	8391	8686
短期借款	3014	1254	2195	1694	1914
应付票据及应付账款	3605	4963	5100	5091	5099
其他流动负债	957	1314	1405	1606	1673
非流动负债	2182	2717	2844	2633	2143
长期借款	1777	2310	2438	2227	1737
其他非流动负债	405	407	406	406	406
负债合计	9758	10247	11543	11024	10829
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	863	863	863	863	863
资本公积	3256	3267	3267	3267	3267
留存收益	3317	4308	7910	12969	19268
归属母公司股东权益	7626	8928	13319	19704	27647
负债和股东权益	17384	19175	24862	30728	38476

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1280	1358	4661	7133	10090
净利润	671	1154	4650	6581	8149
折旧摊销	640	788	779	1078	1307
财务费用	53	21	25	29	34
投资损失	-41	-9	-30	-26	-22
营运资金变动	-50	-710	-750	-570	599
其他经营现金流	5	114	-13	41	24
投资活动现金流	-2000	-1041	-4589	-3550	-2706
筹资活动现金流	734	-210	684	-786	-450
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.34	5.39	7.63	9.45
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.57	5.40	8.27	11.70
每股净资产(最新摊薄)	8.84	10.35	15.44	22.84	32.05

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7931	10731	19180	25134	29831
营业成本	6290	8293	12579	16051	18751
营业税金及附加	52	64	120	158	184
营业费用	153	201	269	327	373
管理费用	268	392	479	553	641
研发费用	348	450	537	628	701
财务费用	53	21	25	29	34
资产减值损失	-31	-15	38	38	30
公允价值变动收益	2	-3	-0	-0	-1
投资净收益	41	9	30	26	22
营业利润	759	1288	5235	7439	9187
营业外收入	1	44	15	20	26
营业外支出	10	20	14	15	16
利润总额	749	1312	5236	7444	9197
所得税	78	157	586	863	1048
税后利润	671	1154	4650	6581	8149
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	671	1154	4650	6581	8149
EBITDA	1625	2278	6136	8601	10419

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.6	35.3	78.7	31.0	18.7
营业利润(%)	-16.3	69.8	306.3	42.1	23.5
归属于母公司净利润(%)	-15.1	72.0	302.8	41.5	23.8
获利能力					
毛利率(%)	20.7	22.7	34.4	36.1	37.1
净利率(%)	8.5	10.8	24.2	26.2	27.3
ROE(%)	8.8	12.9	34.9	33.4	29.5
ROIC(%)	6.9	9.9	25.5	27.2	25.1
偿债能力					
资产负债率(%)	56.1	53.4	46.4	35.9	28.1
流动比率	1.0	1.1	1.1	1.6	2.3
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.3	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	2.4	2.9	4.3	5.0	6.0
应付账款周转率	1.8	1.9	2.5	3.2	3.7
估值比率					
P/E	128.8	74.9	18.6	13.1	10.6
P/B	11.3	9.7	6.5	4.4	3.1
EV/EBITDA	55.1	39.1	14.6	10.0	7.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未

经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

