

买入（维持）

胜宏科技（300476）深度报告

乘AI东风，业绩加速释放

2025年7月4日

投资要点：

罗伟斌

SAC 执业证书编号：

S0340521020001

电话：0769-22110619

邮箱：

luoweibin@dgzq.com.cn

陈伟光

SAC 执业证书编号：

S0340520060001

电话：0769-22119430

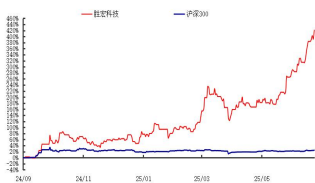
邮箱：

chenweiguang@dgzq.com.cn

主要数据（截至 2025/7/3）

收盘价（元）	142.68
总市值（亿元）	1,230.88
总股本（亿股）	8.63
流通股本（亿股）	8.55
ROE（TTM）	18.79%
12月最高价（元）	142.78
12月最低价（元）	26.45

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，iFind

相关报告

胜宏科技（300476）2024 及 2025Q1 业绩点评：Q1 业绩大增，Q2 指引亮眼

胜宏科技（300476）2024 半年报业绩点评：上半年业绩快速增长

■ **乘AI东风，业绩加速释放。**公司多年来始终深耕PCB的研发、生产和销售，产品包括刚性电路板（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。今年Q1受益于AI算力旺盛需求，公司高价值量产品订单规模急速上升，同时产品良率进一步提升，营收达到43.12亿元，同比增长80.31%；归母净利润、扣非后归母净利润分别为9.21和9.24亿元，同比分别增长339.22%和347.20%。另外公司指引Q2净利润环比增长不低于30%，H1净利润同比增长超过360%，表现亮眼。

■ **HDI性能优异，需求大、价值量大。**Scaling Law从预训练进一步拓展至后训练、推理阶段，同时叠加Agent、物理AI等应用广泛落地，算力需求仍将持续加大。海内外科技巨头AI商业化进程加快，资本开支增速维持高位，近期AI扩散规则取消后，主权AI需求加速释放，为算力基建提供有力支撑。目前GB200 NVL72出货节奏加快，台系ODM厂月度营收高增，后续出货动能充足，PCB作为AI服务器的关键零部件有望迎来量价齐升。HDI具备高密度互联、高频高速、高可靠性稳定性等优势，目前GB200大量采用高阶HDI方案，后续GB300新品亦有望沿用，需求有望井喷。从价值量来看，阶数越高，钻孔、镀铜、压合等工序就越多，如5阶HDI的工序超过200道，对生产工艺和技术要求很高，产品价值量也越大。

■ **具备技术、客户、产能壁垒。**技术方面，公司在AI算力领域持续突破，应用于AI服务器的24层6阶HDI和32层高多层板产品已实现大批量出货，同时具备70层高精密多层板、28层8阶HDI的量产能力，并加速布局下一代30层10阶HDI的研发认证，技术卡位优势明显。客户方面，公司已经成功进入英伟达、AMD、英特尔、特斯拉、微软、亚马逊、谷歌、博世、台达等多个知名品牌的供应链，优质的核心客户群体驱动公司订单需求的增长。公司与国家头部大客户保持紧密合作关系，不仅深度参与相关产品的供应，同时积极参与新产品预研，并且突破超高多层板、高阶HDI相结合的新技术，实现了PTFE等新材料的应用。产能方面，公司积极推进高端产能扩产，越南HDI、HDI设备更新、惠州厂房四项目达产后分别新增年产能15、32和12万平方米。越南HDI项目以5阶及以上的高阶品为主；HDI设备更新项目、厂房四项目分别聚焦4阶HDI和6阶HDI产品。丰富的高端产能有助于满足下游客户的多样化需求，提高公司在AI算力高端市场的份额，巩固领先地位。

■ **投资建议：**公司深耕PCB领域多年，应用于AI服务器的HDI、高多层板产品已实现大批量出货，同时与国际头部大客户保持紧密合作关系，积极扩充高端品产能满足下游客户需求，业绩有望乘AI东风持续兑现。预计公司2025-2026年EPS分别为5.65和7.51元，对应PE分别为25和19倍。

■ **风险提示：**下游需求不及预期；技术推进不及预期；行业竞争加剧；原材料涨幅超预期。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

目 录

1. 乘 AI 东风，业绩加速释放	3
2. HDI 性能优异，需求大、价值量大	5
3. 具备技术、客户、产能壁垒	12
4. 投资建议	14
5. 风险提示	15

插图目录

图 1：公司主要产品	3
图 2：公司惠州生产基地	3
图 3：公司越南生产基地	3
图 4：公司 2020-2025Q1 营业收入	4
图 5：公司 2020-2025Q1 归母净利润	4
图 6：公司 2020-2025Q1 扣非后归母净利润	4
图 7：公司 2020-2025Q1 盈利能力	5
图 8：公司 2020-2025Q1 期间费用率及研发费用率	5
图 9：o1 性能随着训练时间和测试时间计算而提升	6
图 10：Qwen3-235B-A22B 性能随思考预算增加而提升	6
图 11：谷歌月均处理 token 数量	6
图 12：豆包大模型日均处理 token 数量	6
图 13：英伟达 2025GTC 大会展示三大 Scaling Law	6
图 14：谷歌、微软、Meta、亚马逊四大 CSP 资本开支	7
图 15：腾讯 2023-2025Q1 资本开支	8
图 16：阿里巴巴 2023-2025Q1 资本开支	8
图 17：英伟达营收及数据中心业务营收	9
图 18：英伟达产品路线	9
图 19：英伟达 Blackwell Ultra NVL72 机架	9
图 20：台系 ODM 厂单季度收入同比增速	10
图 21：全球 AI 服务器出货量	10
图 22：HDI 产品示意图	10
图 23：HDI 工艺流程	10
图 24：DGX A100 服务器	11
图 25：GB200 NVL72 服务器 Compute tray	11
图 26：公司 2018-2024 年研发费用	12

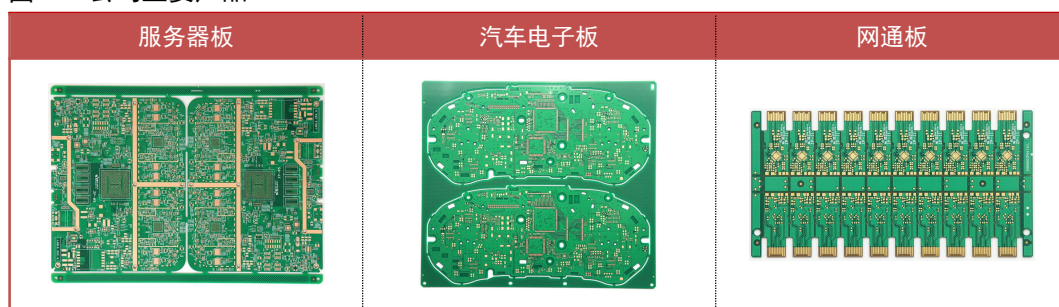
表格目录

表 1：AI 三大 Scaling Law	5
表 2：主权 AI 需求加速释放	8
表 3：胜宏科技、沪电股份 HDI 产品价格	12
表 4：定增项目使用计划	13
表 5：越南 HDI 项目、HDI 设备更新及惠州厂房四项目产能（单位：万平方米）	13
表 6：HDI 项目扩产后，公司在全球 HDI 市场份额预测	13
表 7：高多层项目扩产后，公司在全球高多层板市场份额预测	14
表 8：公司盈利预测简表（截至 2025/7/3）	14

1. 乘 AI 东风，业绩加速释放

深耕 PCB 领域多年，市场地位领先。公司前身是 2003 年成立的胜华电子，多年来始终深耕 PCB 的研发、生产和销售，产品包括刚性电路板（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、航空航天等多个领域。经过多年发展，公司技术和产品获全球多个知名客户认可，市场地位领先，据 Prismark 数据，2024 年公司位列全球 PCB 厂商第 13 名、内资 PCB 企业第 4 名。

图 1：公司主要产品



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

生产基地全球化布局，满足下游客户需求。目前公司在惠州、长沙、益阳、马来西亚、泰国等地建立了多个生产服务基地，同时拟定增扩充泰国基地产能以及在越南建立 HDI 生产基地。公司通过在全球布局生产基地，有助于更好满足国际客户产品设计、技术研发、订单交付的需求，增强与客户的粘性。

图 2：公司惠州生产基地



数据来源：公司公众号，东莞证券研究所

图 3：公司越南生产基地



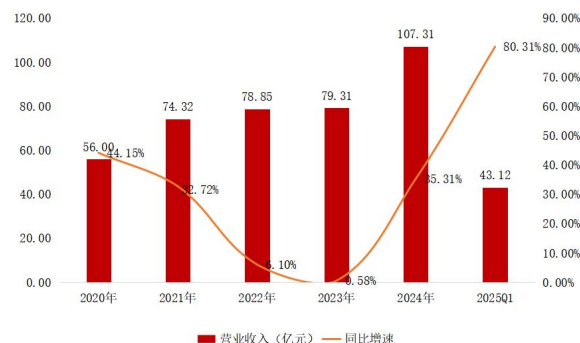
数据来源：公司公众号，东莞证券研究所

乘 AI 东风，业绩加速释放。公司 2024 年营业收入突破百亿元大关，达到 107.31 亿元，同比增长 35.31%；归母净利润、扣非后归母净利润为 11.54 和 11.41 亿元，同比分别增长 71.96%和 72.40%。业绩快速增长，主要得益于公司深耕国际头部大客户，AI 算力、数据中心等领域 PCB 产品大规模量产，此外 MFS 集团业绩释放、强化成本管理也在一定程度助推业绩增长。

今年一季度，受益于下游 AI 算力旺盛需求，公司高价值量产品订单规模急速上升，同

时产品良率进一步提升，Q1 营收达到 43.12 亿元，同比增长 80.31%；归母净利润、扣非后归母净利润分别为 9.21 和 9.24 亿元，同比分别增长 339.22%和 347.20%。另外公司指引 Q2 净利润环比增长不低于 30%，H1 净利润同比增长超过 360%，表现亮眼。

图 4：公司 2020-2025Q1 营业收入



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 5：公司 2020-2025Q1 归母净利润



数据来源：wind，东莞证券研究所

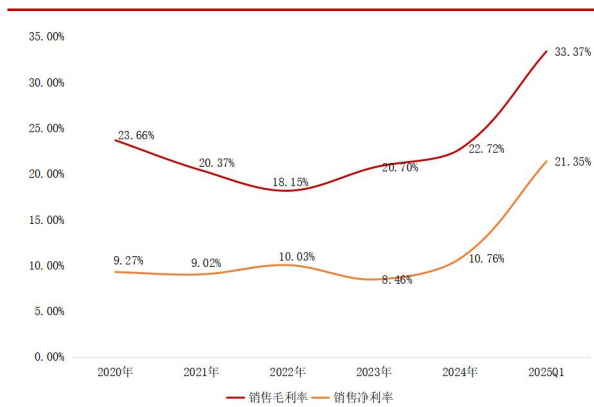
图 6：公司 2020-2025Q1 扣非后归母净利润



数据来源：wind，东莞证券研究所

盈利能力增强。2024 年公司毛利率为 22.72%，同比提升了 2.02 个百分点，主要受高多层、HDI 等高价值量产品订单释放推动；净利率为 10.76%，同比提升了 2.30 个百分点，除了受产品结构优化影响外，控费能力增强也提升了净利率。今年一季度，高端品持续放量，且良率进一步提升，Q1 单季度毛利率达到 33.37%，同比、环比分别大幅提升 13.88 和 7.67 个百分点；净利率为 21.35%，同比、环比分别大幅提升 12.59 和 8.50 个百分点。

图 7：公司 2020-2025Q1 盈利能力



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 8：公司 2020-2025Q1 期间费用率及研发费用率



数据来源：wind，东莞证券研究所

2. HDI 性能优异，需求大、价值量大

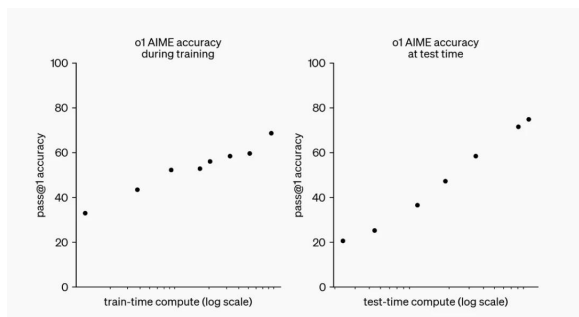
Scaling Law 从预训练拓展至后训练、推理阶段。前期海内外模型厂商主要通过加大模型参数量、训练数据量、计算资源来提升模型性能，而随着预训练投入加大，模型性能提升幅度有所趋缓。模型厂商开始将重点放在基于强化学习、思维链等创新上，在后训练、推理阶段投入更多算力，进一步提升大模型深度思考能力。其中 OpenAI 在 2024 年 9 月公布的 o1 模型，在经过强化学习增加和思考时间延长后，展示出更强大的推理能力，而阿里旗下的 Qwen3-235B 通过增加思考预算，在数学、编程等领域表现亦大幅提升。

表 1：AI 三大 Scaling Law

阶段	定义
Pre-Train Scaling Law	在模型的预训练阶段，通过增加模型参数数量、算力和训练数据规模来提升模型性能。这种类型的 Scaling Law 强调了模型大小、数据集大小和计算资源之间的协同关系，通常表现为模型性能随着这些因素的增加而呈幂律增长。
Post-Train Scaling Law	在模型已经完成预训练后，通过强化学习、人类反馈等技术手段进一步优化模型性能。这种类型的 Scaling Law 表明，即使模型参数保持不变，通过增加推理阶段的计算量或引入人类反馈，也能显著提升模型的表现。
Test-Time Scaling Law	在模型训练完成后，通过在不同芯片或计算资源之间进行最优资源调配，以找到最佳路径来提升模型性能。这种方法强调了在推理阶段通过优化计算资源分配来提高模型效率。例如，推理时计算量的增加被认为是提升模型性能的关键手段之一。

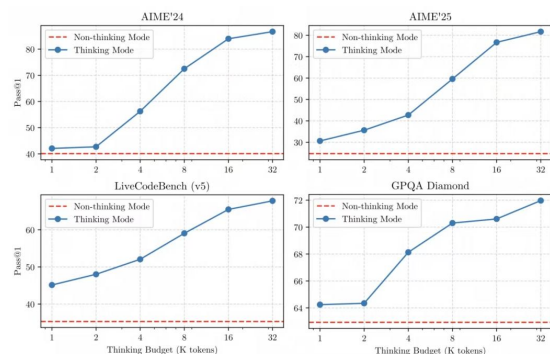
数据来源：CSDN官网，东莞证券研究所

图 9：o1 性能随着训练时间和测试时间计算而提升



数据来源：甲子光年公众号，东莞证券研究所

图 10：Qwen3-235B-A22B 性能随思考预算增加而提升



数据来源：通义千问Qwen公众号，东莞证券研究所

推理带动 Token 消耗量增加。随着模型性能提升以及深度思考模型广泛推出，模型在 B 端、C 端应用进一步加快，带动 token 消耗量大幅增加。谷歌在今年 I/O 大会上指出，过去一年来，每月处理的 token 数量激增，从去年 4 月的 9.7 万亿增长至目前超过 480 万亿，增加幅度接近 50 倍。豆包大模型方面，截至 5 月，日均 tokens 使用量达到 16.4 万亿，相较于去年 5 月增长 137 倍。未来随着 Agent、物理 AI 等领域广泛应用，所需要的推理算力需求将进一步爆发。英伟达 CEO 黄仁勋在 2025 年 GTC 大会表示，由于 Agentic AI 和思考模型的出现，目前所需的计算力将比去年预想的多出 100 倍。

图 11：谷歌月均处理 token 数量



数据来源：谷歌开发者大会，东莞证券研究所

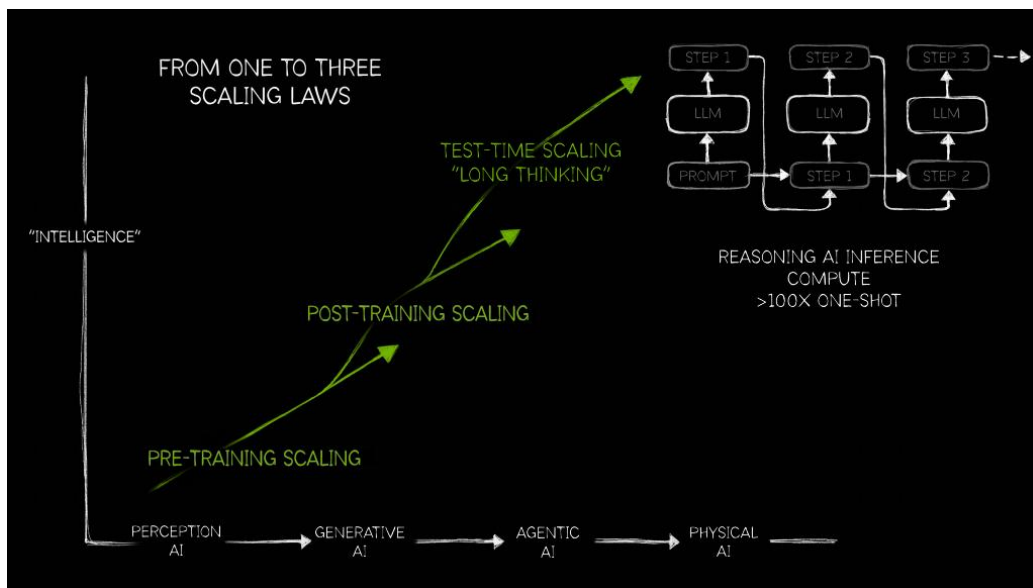
图 12：豆包大模型日均处理 token 数量

截至2025年5月底，豆包大模型日均tokens使用量超过16.4万亿，较去年5月刚发布时增长超过137倍。



数据来源：火山引擎公众号，东莞证券研究所

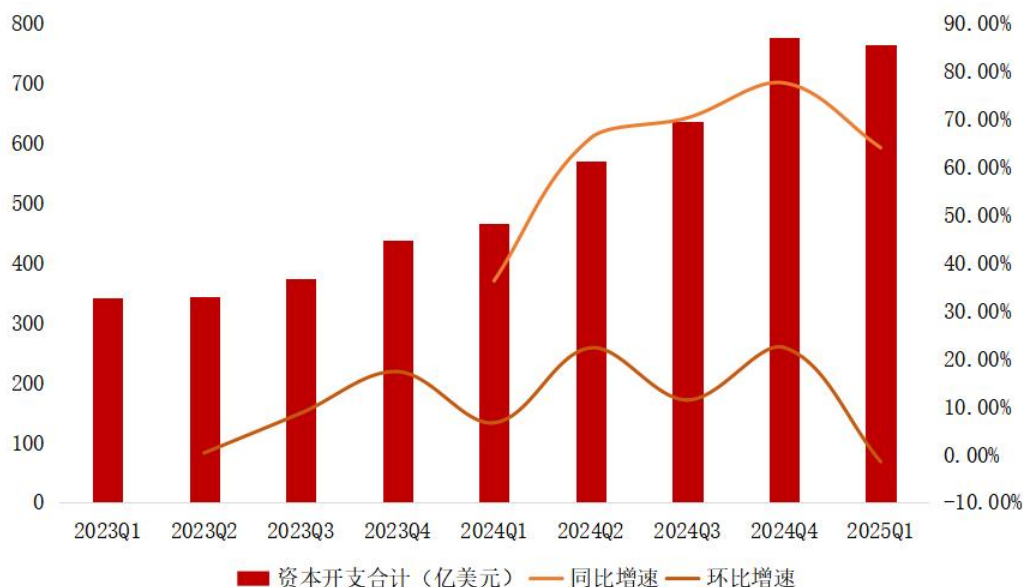
图 13：英伟达 2025GTC 大会展示三大 Scaling Law



数据来源：英伟达官网，东莞证券研究所

海内外巨头资本开支高增。海外方面，近期谷歌、微软、Meta、亚马逊等科技巨头陆续披露Q1业绩，四大巨头营业收入均超市场预期，且AI商业化进一步加快。其中微软 Azure 收入在固定汇率下增长 35%，超过此前指引，AI 贡献增长 16 个百分点，环比提升 3 个百分点。资本开支方面，四大巨头 Q1 资本开支合计约为 766 亿美元，同比大增 64%，主要用于服务器、数据中心等基础设施投资，支持云、AI 等业务发展。在后续资本开支展望上，Meta 进一步上调全年资本开支指引，从 600-650 亿美元上调至 640-720 亿美元，反映数据中心投资扩大及硬件成本增加；微软指引下一季度资本开支环比增加，2026 财年资本支出将增加；谷歌维持今年资本开支 750 亿美元指引。

图 14：谷歌、微软、Meta、亚马逊四大 CSP 资本开支

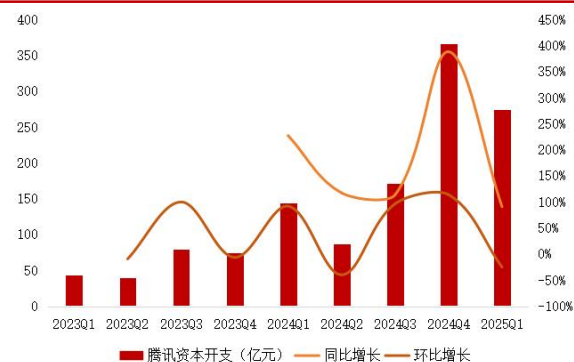


数据来源：谷歌、微软、Meta、亚马逊官网，东莞证券研究所

国内方面，腾讯在 Q1 业绩说明会上指出，AI 显著赋能广告、游戏、云计算等核心业务

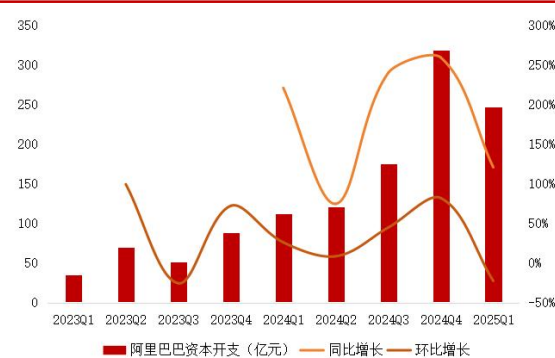
线条，Q1 资本开支约为 275 亿元，同比大增 91%，主要用于 GPU 和服务器投资。阿里 Q1 AI 相关产品收入连续七个季度实现三位数的同比增长，并且指引阿里云营收会持续加速增长，Q1 资本开支约为 246 亿元，同比增长 121%。今年 2 月，阿里宣布 2025-2027 年将投入超过 3,800 亿元人民币，用于建设云和 AI 硬件基础设施，总额超过过去十年总和。

图 15：腾讯 2023-2025Q1 资本开支



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 16：阿里巴巴 2023-2025Q1 资本开支



数据来源：wind，东莞证券研究所

主权 AI 需求有望加速释放。随着 AI 扩散规则取消后，主权 AI 需求进一步井喷。中东地区方面，以沙特为例，英伟达、AMD 在 5 月与沙特阿拉伯公共投资基金旗下的 Humain 达成了 150 亿美元合作协议，其中英伟达未来 5 年将向沙特销售数十万颗 AI 芯片，首批部署 1.8 万颗芯片（来源：新浪财经）。欧洲地区方面，英伟达 CEO 黄仁勋 6 月欧洲行期间宣布正在欧洲筹建超过 20 个 AI 超级工厂，并与法国、英国、德国等当地企业合作并部署多块 Blackwell 芯片。除此之外，英伟达在 FY26Q1 业绩说明会上指出，瑞典、日本、韩国等多个国家正在建设国家人工智能工厂。

表 2：主权 AI 需求加速释放

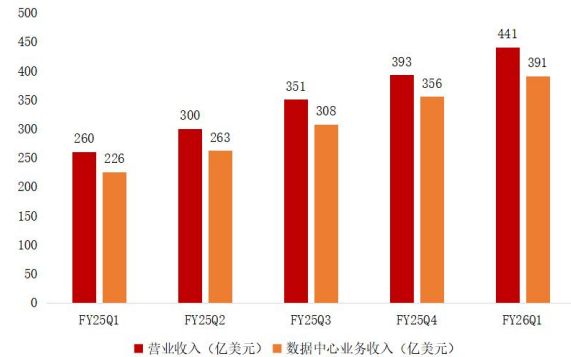
地区	国家	需求
中东	沙特	英伟达、AMD 与沙特阿拉伯公共投资基金旗下的 Humain 达成了 150 亿美元合作协议，英伟达未来 5 年将向沙特销售数十万颗 AI 芯片，首批部署 1.8 万颗芯片
	阿联酋	美国允许其每年进口 50 万颗英伟达芯片，其中 20% 的芯片提供给阿联酋科技公司 G42。多家公司计划与 G42 在沙漠建设一个耗电达 5 千兆瓦的 10 平方英里数据中心园区
欧洲	法国	英伟达与 Mistral AI 合作，打造端到端云平台，第一阶段将由 1.8 万个 Blackwell 系统提供支持，计划 2026 年在多个地点扩展
	英国	英伟达与 Nebius 和 Nscale 展开合作，计划部署 1.4 万块 Blackwell GPU
	德国	英伟达和德国电信合作，计划合作开发欧洲首个工业人工智能云，英伟达将为新设施提供 1 万块 Blackwell GPU

数据来源：新浪财经，路透社，英伟达官网，金融界，东莞证券研究所

英伟达 FY26Q1 业绩略超预期，Blackwell 出货加快。近期英伟达公布 FY26Q1 业绩，营收 441 亿美元，超市场预期的 433 亿美元；其中数据中心业务收入 391 亿美元，略低于市场预期的 392 亿美元；非 GAAP 毛利率 61%，若剔除 H20 影响，毛利率将达到 71.3%。本季度 Blackwell 贡献数据中心业务收入近 70%，Hopper 到 Blackwell 的产品过渡期基本完成，同时随着制造良率提升，服务器机架正加速出货，超大 CSP 平均每周部署近 1,000 台 NVL72 机架，并预计产量进一步提高。目前公司已经向主要 CSP 提供 GB300 样品，由于 GB300 采用与 GB200 相同架构、物理尺寸、电气和机械规格，我们预计后续新品有望

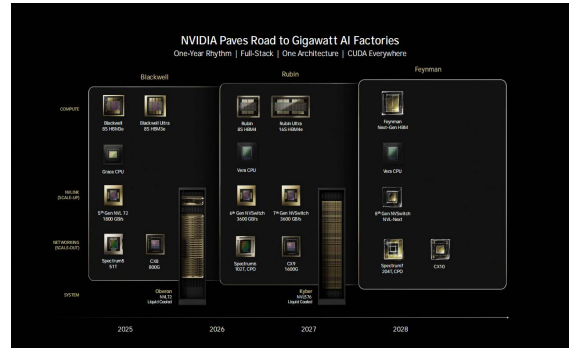
在前代产品经验下快速爬坡放量。展望 Q2，英伟达预计营收为 450 亿美元，上下浮动 2%，预计所有平台的收入将实现温和的环比增长，非 GAAP 毛利率为 72%，上下浮动 50 个基点。

图 17：英伟达营收及数据中心业务营收



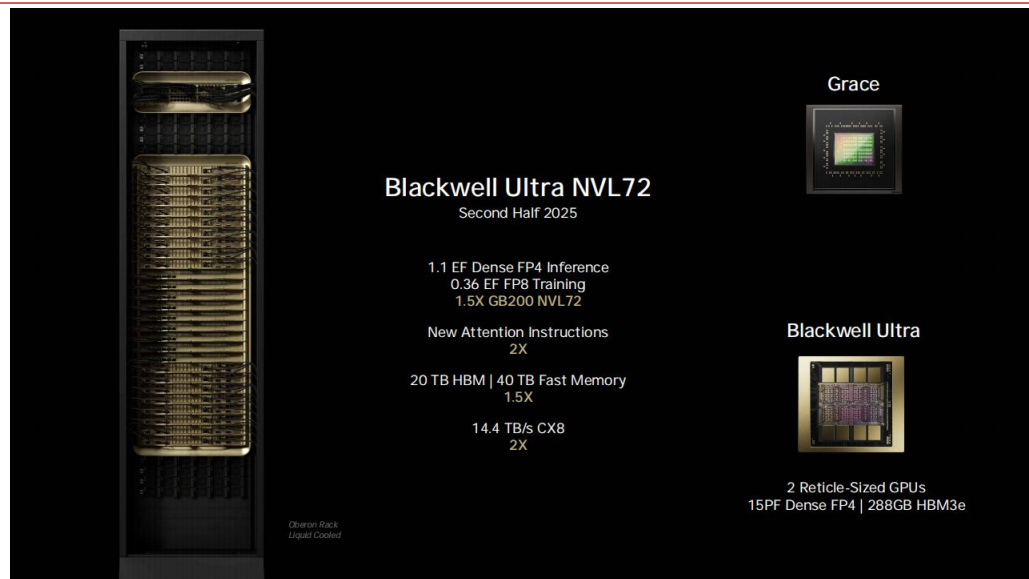
数据来源：wind，东莞证券研究所

图 18：英伟达产品路线



数据来源：英伟达官网，东莞证券研究所

图 19：英伟达 Blackwell Ultra NVL72 机架



数据来源：英伟达官网，东莞证券研究所

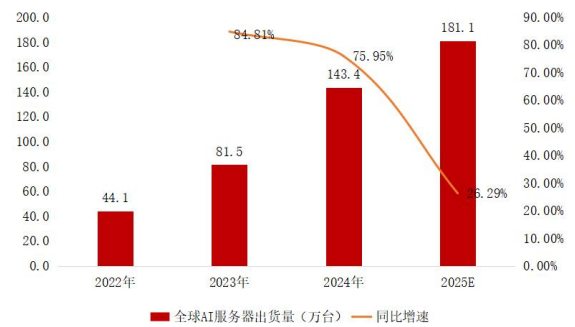
台系 ODM 厂月度营收高增，AI 服务器出货动能充足。鸿海、广达、纬创等主要台系 ODM 厂近月营收增速同比高增，主要受益于 GB200 服务器出货节奏加快。其中鸿海在 Q1 业绩说明会表示，下游对 AI 及通用服务器需求强劲，公司 Q1 服务器营收同比增长超过 50%，并表示产品加速量产爬坡，预计 Q2 AI 服务器收入同比、环比将翻倍增长，逐季向好。广达同样表示 Q1 AI 及通用服务器需求强劲，并预计随着 Blackwell 平台产品放量，Q2 AI 服务器收入占整体服务器收入的比重超过 70%。据 Digitimes 预测，今年全球 AI 服务器出货量有望达到 181.1 万台，同比增长 26.29%，其中搭载 HBM 的高阶 AI 服务器出货量将达到 108.8 万台，同比增长 40% 以上。市场规模方面，IDC 预计今年全球 AI 服务器市场规模有望增长至 1,587 亿美元，同比增长 26.86%。

图 20：台系 ODM 厂单季度收入同比增速



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 21：全球 AI 服务器出货量



数据来源：Digitimes，东莞证券研究所

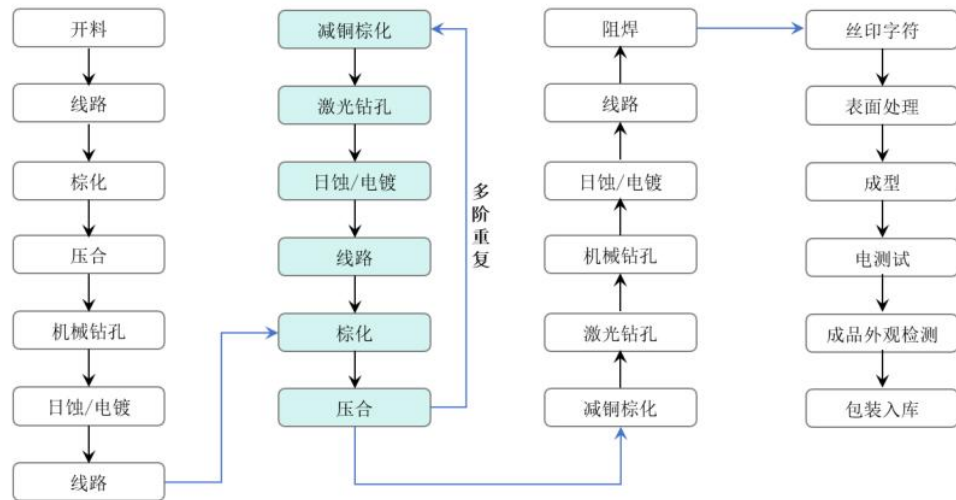
高阶 HDI 性能优异。相较于传统 PCB 的通孔，HDI 主要以埋孔、盲孔的方式来实现层间连接，可以释放出更多空间用于布线，同时也能够满足 AI 服务器的高频高速、高稳定性和可靠性等要求。根据增层的不同，即生产流程中次外层加工环节的重复次数，可以将 HDI 划分为一阶 HDI、二阶 HDI、任意阶 HDI 等产品。

图 22：HDI 产品示意图

类别	通孔板	一阶 HDI 板 (1+N+1)
图示		
制作工艺	通过机械钻孔加工贯穿所有层次进行导通	“N”表示埋孔层数；“1”表示一阶 HDI 板，埋孔层外再增加 1 次压合和 1 次镭射盲孔加工
类别	二阶 HDI 板 (2+N+2)	任意互连 HDI 板 (Anylayer)
图示		
制作工艺	“N”表示埋孔层数；“2”表示二阶 HDI 板，埋孔层外再增加 2 次压合和 2 次镭射盲孔加工	各个层次通过镭射盲孔加工实现任意层之间的互连导通，每压合一次后增加 1 次镭射盲孔加工

数据来源：红板科技主板首次公开发行股票招股说明书(申报稿)，东莞证券研究所

图 23：HDI 工艺流程



数据来源：红板科技主板首次公开发行股票招股说明书(申报稿)，东莞证券研究所

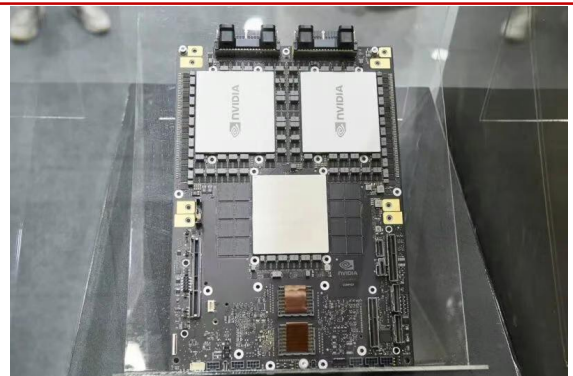
HDI 需求有望井喷，价值量大幅提升。目前 AI 服务器主流方案主要有两种，一是与传统服务器形态相似，如英伟达 DGX A100/H100 服务器，搭载 8 个 GPU 芯片；二是系统级机柜形态，如英伟达 GB200 NVL72 机架，由 18 个 Compute tray、9 个 Switch tray 等部件组成。传统形态中，AI 服务器主要新增 GPU 模块，包括加速卡 OAM 和模组板 UBB，PCB 面积相应增加。同时 AI 服务器对高频高速信号传输、集成度、散热等方面要求高，将会加大对高多层板、HDI 需求。以 DGX A100 服务器为例，加速卡 OAM 主要采用 HDI 设计，而模组板 UBB 则采用了高多层板设计。系统级机柜中，以 GB200 NVL72 为例，Compute tray 升级为 Superchip 承载 GPU、CPU 等模块，主要采用高阶 HDI 设计，Switch tray 主要承担互联功能，可能采用 HDI 或高多层设计。由于 GB300 采用与 GB200 相同架构、物理尺寸、电气和机械规格，预计有望沿用 GB200 的 PCB 设计，HDI 需求有望进一步释放。

图 24：DGX A100 服务器



数据来源：智东西公众号，东莞证券研究所

图 25：GB200 NVL72 服务器 Compute tray



数据来源：半导体行业观察公众号，东莞证券研究所

从价值量来看，阶数越高，钻孔、镀铜、压合等工序就越多，如 5 阶 HDI 的工序超过 200 道，对生产工艺和技术要求很高，价值量也越大。据公司披露的公告，拟定增的越南 HDI 项目，主要产品为 5 阶 HDI，销售均价达到 1.1 万元/平方米，相较于泰国项目 14 层板以下的 700 元/平方米和 14 层板以上的 2,500 元/平方米大幅提升。

表 3：胜宏科技、沪电股份 HDI 产品价格

公司	项目名称	应用领域	产品类别	销售均价（元/平方米）
沪电股份	人工智能芯片配套高端印刷电路板扩产项目第一阶段	人工智能芯片配套	HDI	16,666.67
	人工智能芯片配套高端印刷电路板扩产项目第二阶段	人工智能芯片配套	HDI	16,363.64
胜宏科技	越南胜宏人工智能 HDI 项目	人工智能	五阶及以上 HDI	11,000.00
	泰国高多层印制线路板项目	服务器、交换机、消费电子	14 层板以上	2,500.00
			14 层板以下	700.00

数据来源：胜宏科技（惠州）股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函回复（修订稿），东莞证券研究所

3. 具备技术、客户、产能壁垒

持续研发投入，AI 算力产品迎收获期。公司近年持续加大研发投入，2024 年研发费用达到 4.50 亿元，同比增长 29.31%，2018-2024 年复合增速为 18.44%。在高强度研发支出下，公司在多层板、HDI 领域具备较深的技术积累及护城河，多层板的层数、线宽/线距等性能指标居于行业前列，HDI 产品技术、良率进一步提升。应用方面，公司产品在 AI 算力领域持续突破，应用于 AI 服务器的 24 层 6 阶 HDI 和 32 层高多层板产品已经实现大批量出货，驱动公司 2024Q4、2025Q1 业绩及盈利能力大幅增长，目前公司在 AI 算力卡、AI Data Center UBB&交换机领域市场份额全球第一。在技术储备方面，公司目前已经具备了 70 层高精密多层板、28 层 8 阶 HDI 板的量产能力，并且加速布局下一代 30 层 10 阶 HDI 板的研发认证，技术卡位优势明显。

图 26：公司 2018-2024 年研发费用



数据来源：wind，东莞证券研究所

进入多个国际知名品牌供应链，与国际头部大客户保持紧密合作关系。经过多年发展，公司技术和产品获得众多客户认可，已经成功进入英伟达、AMD、英特尔、特斯拉、微软、亚马逊、谷歌、博世、台达等多个知名品牌的供应链，优质的核心客户群体驱动公司订单需求的增长。其中公司与国家头部大客户保持紧密合作关系，不仅深度参与相关产品的供应，同时积极参与新产品预研，并且突破超高多层板、高阶 HDI 相结合的新技术，实现了 PTFE 等新材料的应用。

积极扩充高端产能。公司积极推进越南 HDI、HDI 设备更新、惠州厂房四项目建设，预计达产后分别新增年产能 15、32 和 12 万平方米，其中厂房四项目于 6 月正式投产。产品结构方面，越南 HDI 项目聚焦 AI 赛道，拟投资业内领先的先进制程设备，生产 AI 服务器及终端、GPU 芯片、高频高速传输等应用领域的 HDI 产品，以 5 阶及以上的高阶产品为主；HDI 设备更新项目、厂房四项目分别聚焦 4 阶 HDI 和 6 阶 HDI 产品。

表 4：定增项目使用计划

项目名称	总投资额（万元）	总投资额（万元）
越南胜宏人工智能 HDI 项目	181,547.67	85,000.00
泰国高多层印制线路板项目	140,207.90	50,000.00
补充流动资金和偿还银行贷款	55,000.00	55,000.00
合计	376,755.57	190,000.00

数据来源：胜宏科技（惠州）股份有限公司2024年度向特定对象发行股票募集说明书（修订稿），东莞证券研究所

表 5：越南 HDI 项目、HDI 设备更新及惠州厂房四项目产能（单位：万平方米）

年度	越南胜宏人工智能 HDI 项目		HDI 设备更新及厂房 四项目		合计			
	项目产能	当年度新增产能	项目产能	当年度新增产能	项目产能	项目产能占 2024 年产能 比例	当年新增 产能	当年新增产 能占 2024 年 产能比例
2025 年度	——	——	3.00	3.00	3.00	3.23%	3.00	3.23%
2026 年度	——	——	28.00	25.00	28.00	30.10%	25.00	26.88%
2027 年度	6.00	6.00	44.00	16.00	50.00	53.76%	22.00	23.65%
2028 年度	10.50	4.50	44.00	——	54.50	58.60%	4.50	4.84%
2029 年度	15.00	4.50	44.00	——	59.00	63.43%	4.50	4.84%

数据来源：胜宏科技（惠州）股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函回复，东莞证券研究所

高多层方面，公司泰国高多层项目拟总投资 14.02 亿元，主要生产用于服务器、交换机、消费电子等领域的高多层产品，规划年产能 150 万平方米，其中 14 层以上的多层板产值占比超过 60%。根据公司测算，HDI 产能扩充后，公司 2029 年全球 HDI 市场份额有望达到 7.40%，相较于 2024 年扩产前的 1.74%大幅提升；多层板产能扩充后，公司 2029 年全球多层板市场份额有望达到 3.33%，相较于 2024 年扩产前的 3.15%进一步提升。丰富的 HDI 及高多层产能，不仅有助于满足下游客户的多样化需求，也能够提高公司在 AI 算力高端市场的份额，巩固公司领先地位。

表 6：HDI 项目扩产后，公司在全球 HDI 市场份额预测

项目	2024 年度（募投扩产前）	2029 年度（募投扩产后、预测）	2029 年度（募投扩产后，并考虑其他扩产项目影响、预测）
不含募投项目的 HDI 收入（万元）	152,077.28	152,077.28	152,077.28
含募投项目预计的 HDI 收入（万元）	152,077.28	317,077.28	881,977.28
全球 HDI 产值（万美元）	1,251,800	1,703,700	1,703,700
全球 HDI 产值（万元）	8,762,600	11,925,900	11,925,900
市场占有率	1.74%	2.66%	7.40%

数据来源：胜宏科技（惠州）股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函回复，东莞证券研究所

表 7：高多层项目扩产后，公司在全球高多层板市场份额预测

项目	2024 年度（募投扩产前）	2029 年度（募投扩产后、预测）
不含募投项目的多层板收入（万元）	617,275.59	617,275.59
含募投项目预计的多层板收入（万元）	617,275.59	812,275.59
全球多层板产值（万美元）	2,799,400	3,487,300
全球多层板产值（万元）	19,595,800	24,411,100
市场占有率	3.15%	3.33%

数据来源：胜宏科技（惠州）股份有限公司申请向特定对象发行股票的第二轮审核问询函回复，东莞证券研究所

4. 投资建议

公司深耕 PCB 领域多年，应用于 AI 服务器的 HDI、高多层板等高端品已实现大批量出货，同时与国际头部大客户保持紧密合作关系，积极扩充高端品产能满足下游客户需求，业绩有望乘 AI 东风持续兑现。预计公司 2025-2026 年 EPS 分别为 5.65 和 7.51 元，对应 PE 分别为 25 和 19 倍。

表 8：公司盈利预测简表（截至 2025/7/3）

科目（百万元）	2023A	2024A	2025E	2026E
营业总收入	7,931.25	10,731.47	19,277.30	25,060.49
营业总成本	7,164.26	9,421.29	13,801.12	17,773.84
营业成本	6,289.69	8,292.81	11,989.06	15,468.18
营业税金及附加	52.13	64.47	115.66	150.45
销售费用	152.67	200.81	289.16	363.38
管理费用	268.15	392.24	636.15	814.47
研发费用	348.30	449.83	732.54	927.24
财务费用	53.32	21.14	38.55	50.12
资产减值损失	-16.13	-23.62	-20.00	-20.00
其他经营收益	29.61	40.80	38.00	33.00
公允价值变动净收益	2.35	-3.49	3.00	3.00
投资净收益	40.56	8.64	5.00	5.00
其他收益	-13.30	35.65	30.00	25.00
营业利润	758.93	1,288.34	5,499.18	7,304.65

加营业外收入	0.53	43.72	1.00	1.00
减营业外支出	10.25	20.24	10.00	10.00
利润总额	749.21	1,311.82	5,490.18	7,295.65
减所得税	77.87	157.39	614.66	816.79
净利润	671.35	1,154.43	4,875.52	6,478.86
减少数股东损益	-	-	-	-
归母公司所有者的净利润	671.35	1,154.43	4,875.52	6,478.86
基本每股收益（元）	0.78	1.34	5.65	7.51
PE（倍）	183.35	106.62	25.25	19.00

数据来源：wind，东莞证券研究所

5. 风险提示

下游需求不及预期：公司产品主要应用于人工智能、汽车电子、新一代通信技术、大数据中心、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等多个领域，若下游应用需求不及预期，或将影响 PCB 出货量，进而影响公司业绩；

技术推进不及预期：AI 算力领域发展较快，相关产品更新速度也较快，若公司相关技术、产品不能符合最新终端产品需求，或会对公司业绩产生影响；

行业竞争加剧：近年多家 PCB 厂商积极进军 AI 算力领域，若相关公司成功进入客户供应链并批量供货，或会对公司份额产生影响；

原材料涨幅超预期：PCB 生产所需原材料包括覆铜板、半固化片、铜球、铜箔等材料，原材料占营业成本比重较大。若原材料价格涨幅超预期，或将影响公司业绩、盈利能力。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn