

2025年07月14日

海外算力建设热度持续火爆，国产 AI PCB 龙头厂商业绩高增

—胜宏科技（300476.SZ）公司动态研究报告

买入(首次)

投资要点

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

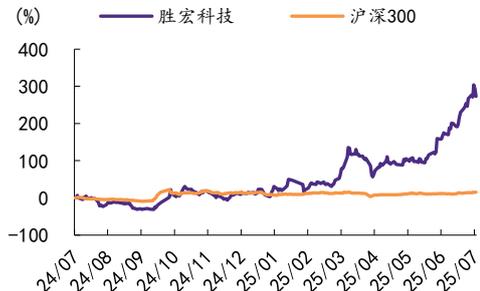
hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2025-07-11

当前股价(元)	145.05
总市值(亿元)	1251
总股本(百万股)	863
流通股本(百万股)	855
52周价格范围(元)	27.02-157.2
日均成交额(百万元)	2642.65

市场表现



相关研究

■ 公司业绩增长显著，AI PCB 订单饱满

2025Q1，公司实现总营业收入 43.12 亿元，同比增长 80.31%；实现归母净利润 9.21 亿元，同比增长 339.22%。公司业绩双增的主要原因系公司前瞻布局 AI PCB 领域，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，占据全球 PCB 制造技术制高点，凭借研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，驱动公司高价值量产品的订单规模急速上升，盈利能力进一步增强。根据公司预测，2025 年 Q2 公司净利润环比增长不低于 30%，2025 年 H1 公司净利润同比增长超 360%。

■ 下游 AI 算力建设力度持续加大，具有量产能力且通过验证的 AI PCB 厂商显著受益

受益于下游生成式 AI 的催化，市场对于 AI 服务器的需求大幅提升，英伟达作为 AI 算力全球龙头于近期市值突破 4 万亿美元。根据 Bernstein 的数据，预计在 2025 年第三季度，GB200 机架的出货量达到 10000 台，GB300 预计 2025 年第四季度出货量为数千台，预计 2025 年全年 GB200 NVL72 总出货量将超过 27000 台。AI 算力投资火热，海外 CSP 大厂资本开支持续高增。AI 数据中心是下游大厂最重要的投资方向。根据 Visible Alpha 数据，2025 年海外主要云服务厂商 CSP，包括 META、谷歌、微软、亚马逊、甲骨文的资本开支总额或达到 2802 亿美元，同比增长 34%，并且 2026 年有望持续保持高位。目前，META、谷歌、亚马逊等纷纷推出自研 ASIC 服务器，试图构建自身的算力护城河。从 AI 服务器的角度来看，2025 年，全球 AI 服务器市场规模有望达到 2980 亿美元，同比增长 72%。PCB 作为 AI 服务器的基石，被大量地运用于 CPU 板卡组、GPU 板卡组、交换板卡、电源背板、硬盘背板、网卡等核心部分。相较于传统服务器，AI 服务器对于 PCB 在两方面提出更高的要求：1) PCB 板层数提升，从传统服务器的 12-16 层提升至 24-40 层，需满足高速信号传输及散热需求；2) 材料升级，需采用高频高速材料（PTFE 混压板）以降低信号损耗。因此，越来越多的高多层 PCB 和 HDI

被用于 AI 服务器。其中，HDI 是未来 5 年增速最快的 PCB 品类。根据 PrismaMark 预计，2023-2028 年 HDI 的 CAGR 将达到 16.3%。我们认为随着下游 AI 算力建设力度的持续加大，中游具备 AI PCB 板（高多层+HDI）量产能力且通过验证的厂商是这一轮 AI 浪潮下明显的受益者。

■ PCB 品类全覆盖，AI PCB 产品份额领先

公司主要产品覆盖刚性电路板（多层板和 HDI 等）、柔性电路板（单双面板、多层板、刚挠结合板），产品被广泛应用于人工智能、汽车电子（新能源）、新一代通信技术、大数据中心、工业互联、医疗仪器、计算机、航空航天等领域。公司以市场需求为核心指引，围绕“CPU、GPU”关键技术路线，展开前瞻性技术布局。紧盯人工智能、AI 服务器、AI 算力卡、AI Phone、AIPC、智能驾驶、新一代通信技术等前沿领域，攻克 PCIe 6、Oak stream 平台、800G/1.6T 等高速率传输设备、芯片测试 10mm 厚板等前沿技术难题。目前，公司实现 PCB 全品类覆盖（PTH、HDI、FPC、软硬结合板 Rigid Flex、FPCA、PCBA 等）；具备 70 层高精密线路板、28 层八阶 HDI 线路板、14 层高精密 HDI 任意阶互联板、12 层高精密板软硬结合板 Rigid Flex、10 层高精密 FPC/FPCA（线宽 25um）的量产能力，78 层 TLPS 研发制造能力；公司的 PCB 产品在 AI 算力卡、AI Data Center UBB & 交换机市场份额全球领先。研发投入方面，2024 年公司累计研发投入 4.5 亿元。公司已实现 6 阶 24 层 HDI 产品与 32 层高多的批量化作业，并加速布局下一代 10 阶 30 层 HDI 产品的研发认证；已实现 800G 交换机产品的批量化作业，1.6T 光模块已实现产业化作业；已实现 AI PC/AI 手机产品的批量化作业。公司的 PCB 品类全方位覆盖下游主流应用领域。同时，公司的研发进展领先，技术处于行业领先地位。我们认为胜宏科技有望持续受益于下游 AI、通信、消费电子、汽车电子等多领域的发展，公司业绩有望保持高增。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 194.24、251.54、302.13 亿元，EPS 分别为 5.44、7.40、9.13 元，当前股价对应 PE 分别为 26.7、19.6、15.9 倍，我们认为随着海外 CSP 厂商持续扩大资本开支投入 AI 算力建设，公司绑定下游大客户，AI PCB 产品在下游 AI 数据中心应用领域的市场份额全球领先，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

AI PCB 出货不及预期，海外 CSP 厂商资本开支不及预期，公

司新品研发进度不及预期，。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	10,731	19,424	25,154	30,213
增长率（%）	35.3%	81.0%	29.5%	20.1%
归母净利润（百万元）	1,154	4,691	6,388	7,876
增长率（%）	72.0%	306.3%	36.2%	23.3%
摊薄每股收益（元）	1.34	5.44	7.40	9.13
ROE（%）	12.9%	37.4%	36.6%	33.5%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,662	3,393	7,938	13,967
应收款	4,200	7,610	9,648	11,174
存货	2,045	2,794	3,611	4,331
其他流动资产	173	738	956	1,148
流动资产合计	8,080	14,535	22,153	30,620
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	7,164	6,418	5,805	5,240
在建工程	257	257	257	257
无形资产	756	718	680	644
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	2,919	2,919	2,919	2,919
非流动资产合计	11,095	10,312	9,661	9,060
资产总计	19,175	24,847	31,814	39,680
流动负债:				
短期借款	1,254	1,254	1,254	1,254
应付账款、票据	4,963	6,984	9,027	10,827
其他流动负债	1,310	1,310	1,310	1,310
流动负债合计	7,530	9,590	11,638	13,440
非流动负债:				
长期借款	2,310	2,310	2,310	2,310
其他非流动负债	407	407	407	407
非流动负债合计	2,717	2,717	2,717	2,717
负债合计	10,247	12,307	14,355	16,157
所有者权益				
股本	863	863	863	863
股东权益	8,928	12,540	17,458	23,523
负债和所有者权益	19,175	24,847	31,814	39,680

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1154	4691	6388	7876
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	737	933	749	679
公允价值变动	-3	0	0	0
营运资金变动	-530	-2664	-1025	-637
经营活动现金净流量	1358	2960	6112	7918
投资活动现金净流量	-1041	745	613	565
筹资活动现金净流量	1414	-1079	-1469	-1812
现金流量净额	1,731	2,627	5,256	6,672

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10,731	19,424	25,154	30,213
营业成本	8,293	12,649	16,348	19,608
营业税金及附加	64	97	126	151
销售费用	201	241	262	272
管理费用	392	486	528	544
财务费用	21	51	-4	-75
研发费用	450	563	629	755
费用合计	1,064	1,340	1,415	1,496
资产减值损失	-24	-17	-17	-17
公允价值变动	-3	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
营业利润	1,288	5,331	7,259	8,950
加: 营业外收入	44	0	0	0
减: 营业外支出	20	0	0	0
利润总额	1,312	5,331	7,259	8,950
所得税费用	157	640	871	1,074
净利润	1,154	4,691	6,388	7,876
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	1,154	4,691	6,388	7,876

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	35.3%	81.0%	29.5%	20.1%
归母净利润增长率	72.0%	306.3%	36.2%	23.3%
盈利能力				
毛利率	22.7%	34.9%	35.0%	35.1%
四项费用/营收	9.9%	6.9%	5.6%	5.0%
净利率	10.8%	24.1%	25.4%	26.1%
ROE	12.9%	37.4%	36.6%	33.5%
偿债能力				
资产负债率	53.4%	49.5%	45.1%	40.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	2.6	2.6	2.6	2.7
存货周转率	4.1	4.6	4.6	4.6
每股数据(元/股)				
EPS	1.34	5.44	7.40	9.13
P/E	108.4	26.7	19.6	15.9
P/S	11.7	6.4	5.0	4.1
P/B	14.0	10.0	7.2	5.3

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

石俊焯：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。