



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

全球高端 PCB 龙头企业，AI 算力需求 引领公司业绩增长

——胜宏科技首次覆盖报告

买入 (首次)

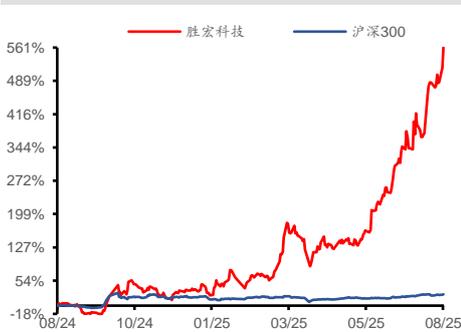
行业： 电子
日期： 2025年08月13日

分析师： 颜枫
E-mail: yanfeng@shzq.com
SAC 编号: S0870525030001
分析师： 李心语
SAC 编号: S0870525040001

基本数据

最新收盘价 (元)	216.88
12mth A 股价格区间 (元)	27.02-216.88
总股本 (百万股)	862.69
无限售 A 股/总股本	99.13%
流通市值 (亿元)	1,854.78

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

■ 投资摘要

胜宏科技主营高密度印制线路板的研发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（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）全系列。公司围绕“CPU、GPU”关键技术路线，紧盯人工智能、AI服务器、AI算力卡、AI Phone、AIPC、智能驾驶、新能源汽车、新一代通信技术等领域，解决 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，从材料、设计、工艺技术多维度提前储备技术，以市场需求为核心指引，开展技术创新和产品研发工作。2024年实现营业收入107.31亿元，创历史最好水平，同比增长35.31%。2025年一季度实现营收43.12亿元，同比增长80.31%。

聚焦AI算力需求，构建深厚的技术护城河，行业地位不断提升。公司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 AI 算力卡、AI Data Center UBB & 交换机市场份额全球第一。公司应用于 Eagle / Birch Stream/Turin 平台服务器领域的产品均已实现批量化作业，下一代 Oak Stream/ Venice 平台服务器进入产品测试阶段。伴随AI算力技术需求提升，公司持续加大研发投入，在算力和 AI 服务器领域取得重大突破，公司行业地位不断提升。

在手订单饱满，全球化战略驱动公司成长，高端PCB产能释放，带动产品量价提升。公司在美国、新加坡、日本、中国台湾、欧洲、马来西亚、韩国、泰国、越南等地设立分公司、子公司和办事处，组建专业技术服务团队为客户提供全球化销售服务和技术支持，提升客户满意度，增强公司在国际市场的影响力。公司目前在手订单饱满，订单生产和交付均在正常履行中。新建厂房投产初期的产线磨合和产能产量逐步释放，使用行业内顶级设备的生产设备，工程师团队和管理团队经验丰富，制程稳定性强，维持大批量量产后的良率水平。未来随着AI、高性能计算、高速通讯等应用领域的快速发展，下游硬件对于通讯频率、传输速度等方面性能要求不断提升，HDI产品材料、线宽线距、层数及阶数将伴随着下游的产品迭代不断升级，产品价值量持续增加。

■ 投资建议

公司在手订单饱满，订单生产和交付正常履行，新建厂房有序推进，产能产量逐步释放，带动业绩增长。我们预计2025-2027年公司实现归母净利润56.59亿元 (yoy+390.2%)、76.25亿元 (yoy+34.7%)、99.66亿元 (yoy+30.7%)，对应EPS分别为6.56元、8.84元、11.55元，当前股价对应PE估值33倍、25倍、19倍，首次覆盖给予“买

入”评级。

■ 风险提示

宏观经济波动风险；市场竞争风险；原材料供应紧张及价格波动风险；人工成本上升风险；汇率风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10731	20417	25447	31693
年增长率	35.3%	90.3%	24.6%	24.5%
归母净利润	1154	5659	7625	9966
年增长率	72.0%	390.2%	34.7%	30.7%
每股收益（元）	1.34	6.56	8.84	11.55
市盈率（X）	162.07	33.06	24.54	18.77
市净率（X）	20.96	13.95	9.68	6.91

资料来源：Wind，上海证券研究所（2025年08月12日收盘价）

目 录

1 胜宏科技：AI 带动需求增长，高价值量产品订单规模逐渐显现	5
1.1 深耕行业二十载，核心技术铸就高端 PCB 供应商	5
1.2 股权结构稳定，公司董事长为陈涛先生	5
1.3 产品应用领域广阔，国内外客户需求强劲	6
1.4 高价值量产品订单增长，带动公司盈利能力显著提升	7
2 行业情况：人工智能推动高端 PCB 发展，带动产品量价齐升	10
2.1 产品结构丰富，AI 带动下游需求增长	10
2.2 AI 服务器带动 PCB 需求激增，产业迎来技术突破	11
2.3 汽车电动化持续渗透，带动 PCB 需求增长	13
3 公司产品：聚焦 AI 算力需求，筑牢技术护城河体系	14
3.1 AI 算力基础设施需求激增，推动公司技术创新	14
3.2 深耕高端人工智能领域，构建深厚的技术护城河	15
3.3 加大车载新材料研发投入，新技术助力汽车智能化发展	16
4 全球化战略驱动公司成长，持续推动高端 PCB 产能释放	16
4.1 战略化布局全球市场，产品价值量持续增长	16
4.2 定增越南、泰国工厂建设，高多层及 HDI 产能持续释放	17
4.3 高端产品产能扩张带动出货量增长，有望进一步提升市场份额	18
5 盈利预测	21
6 风险提示：	22

图

图 1：公司发展历程	5
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	6
图 3：2020-2024 年营业收入及同比	8
图 4：2020-2024 年归母净利润及同比	8
图 5：2023Q1-2025Q1 单季营业收入及同比增长率	9
图 6：2023Q1-2025Q1 单季归母净利润及同比增长率	9
图 7：2020-2024 年毛利率及净利率	10
图 8：2020-2024 年费用率	10
图 9：2023-2028 年服务器 PCB 分产品增速预测	12
图 10：GB200 NVL72	13
图 11：Blackwell NVLink Switch Tray	13
图 12：汽车 PCB 应用	14

表

表 1：公司核心团队	6
表 2：公司产品应用领域	7
表 3：2024-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测(按地区) (单位：百万美元)	11
表 4：公司主要研发项目（部分）	15

表 5: 公司定增项目 (单位: 亿元)	17
表 6: PCB 重点公司扩产情况	19
表 7: PCB 重点公司财务情况	20
表 8: 可比公司估值分析 (截至 2025 年 8 月 12 日)	22

1 胜宏科技：AI 带动需求增长，高价值量产品订单规模逐渐显现

1.1 深耕行业二十载，核心技术铸就高端 PCB 供应商

专注 PCB 领域发展，产品应用领域广阔。胜宏科技成立于 2006 年，专注于高精密多层、HDI、FPC、软硬结合板的研发、生产和销售，产品广泛应用于人工智能、大数据中心、工业互联、汽车电子(新能源)、新一代通信技术、新能源、航空航天、医疗仪器等领域。2015 年 6 月，公司在深圳证券交易所创业板上市。公司拥有省级工程技术研发中心和省级企业技术中心，是 CPCA 副理事长单位，行业标准的制定单位之一。公司坚持用高技术、高品质、高质量服务为客户创造价值，为社会增添效益。多年的蓄力深耕孕育出特色的公司文化和管理体系，拥有强大的研发能力和制造技术。

图 1：公司发展历程

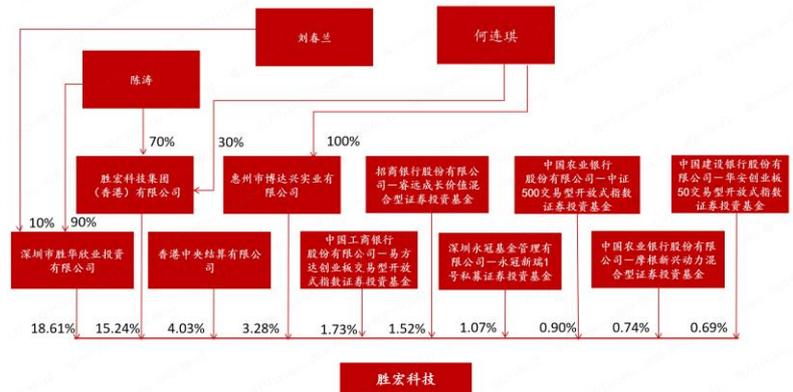


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构稳定，公司董事长为陈涛先生

股权结构稳定，公司董事长为陈涛先生。截至 2025 年 3 月 31 日，公司董事长陈涛通过深圳市胜华欣业投资有限公司、胜宏科技集团（香港）有限公司间接持股 16.75%、10.67%，合计持股 27.42%；何连琪通过惠州市博达兴实业有限公司、胜宏科技集团（香港）有限公司间接持股 3.28%、4.57%；刘春兰通过深圳市胜华欣业投资有限公司间接持股 1.86%。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

表 1：公司核心团队

姓名	职务	履历
陈涛	董事长、董事	中国国籍，EMBA，高级工程师，无境外永久居留权；现任公司董事长；胜华电子（惠州）有限公司董事长、总经理；深圳市胜华欣业投资有限公司执行董事；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；胜宏科技集团（香港）有限公司董事；陇上江南旅游开发有限公司执行董事；甘肃龙台酒业有限公司执行董事；文县陈氏庄园酒店管理有限公司执行董事；惠州市胜宏科技研究院有限公司执行董事；惠州市胜宏精密技术有限公司执行董事；湖南维胜科技有限公司董事；湖南维胜科技电路板有限公司董事；益阳维胜科技有限公司董事。曾在新疆兵团武警指挥部三支队、新疆喀什市二轻局服务公司、广东惠州统将电子有限公司任职。
赵启祥	总裁、董事	出生于 1977 年 4 月，中国国籍，本科学历，工程师，持有香港身份证，无境外永久居留权，曾任群雄电子（惠州）有限公司生管课长；柏承电子（惠州）有限公司管理部主任；胜宏科技（惠州）股份有限公司总经理助理、董事长助理、副总经理、董事会秘书，现任方正科技集团股份有限公司董事、胜宏科技（惠州）股份有限公司董事、总经理。
陈勇	副总裁、董事	出生于 1979 年 8 月，中国国籍，本科学历，无境外永久居留权，曾任胜华电子业务部经理，现任公司董事、副总经理、胜华电子（惠州）有限公司董事。
朱溪瑶	副总裁，董事会秘书	出生于 1994 年 10 月，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历。历任东海基金管理有限责任公司研究员；胜宏科技（惠州）股份有限公司投资者关系经理，现任胜宏科技（惠州）股份有限公司副总经理、董事会秘书。
周定忠	副总裁	出生于 1982 年 11 月，中国国籍，本科学历。2004 年 9 月至 2014 年 2 月就职于胜华电子（惠州）有限公司，历任制造干膜课长、制造主任、制造经理、总监；2014 年 2 月至今就职于公司历任公司运营总监、多层板事业部总经理，现任公司副总经理。
Victor J. Taveras	首席技术官	出生于 1959 年，新西兰国籍，毕业于康奈尔大学，先后担任 HADCO 马来西亚建厂总经理；SANMINA 马来西亚总经理；UNIMICRON TECHNOLOGY CORPORATION 深圳工厂厂长；VIASYSTEMS 广州工厂总经理，SYNERGICAD 越南工厂运营总监；在美国、马来西亚、中国、越南都有建厂和技术领导经历。
王辉	执行副总裁	1976 年 2 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，西安交通大学本科学历，1999 年 7 月至 2018 年 7 月就职于华通电脑（惠州）有限公司，先后从事设备部门、品质部门、生产部门、计划部门以及技术部门高管、处长职位。2019 年 8 月至今入职胜宏科技（惠州）股份有限公司，担任公司副总经理。
朱国强	财务总监	出生于 1972 年 11 月，中国国籍，本科学历，中级会计师，无境外永久居留权，曾任统将（惠州）电子有限公司财务主管，现任本公司财务总监、胜华电子（惠州）有限公司财务总监、宏兴国际科技有限公司财务负责人。

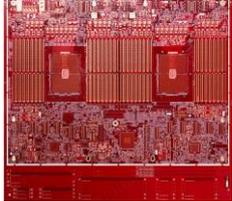
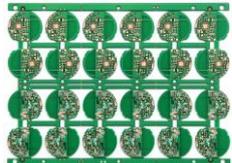
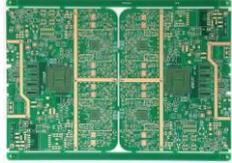
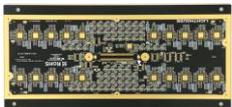
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 产品应用领域广阔，国内外客户需求强劲

公司主营新型电子器件（高精密度线路板）的研究开发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（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）全系列，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，产品国内外销

售。

表 2：公司产品应用领域

产品应用	终端应用特征	图示
计算机及周边	计算机以数据为核心，具有计算精确化、运行高速化，应用智能化特点，彻底打破了时间和空间的界限。云计算、大数据、社交、娱乐、移动设备的需求不断增加，大大提升工作效率、丰富生活娱乐方式，推动现代社会工作、生活体验的提升。	服务器主板 
网络通信	通信多层、高频天线、高速板、光模块、厚铜、埋铜块、背钻、背板制作方面积累了丰富的经验，对信号完整性和阻抗管控有一定的研究，并具备独立测试的能力。	网通 
消费类电子	随着消费电子产品逐渐朝更轻、更薄、更智能化的应用方向发展，对显示技术、数据传送机处理能力提出了更高要求，用途的多样化和体积的轻薄化也促使印制线路板在有限的面积内布置更多导线，不断向线宽细、布线密、工艺精等超精细化方向发展，高密度、轻薄、柔性、刚挠结合以及环境友好型生产逐渐成为未来发展的方向。	长短金手指板 
汽车电子	汽车电子控制装置和车载汽车电子控制装置的总称。车体汽车电子控制装置，包括发动机控制系统、底盘控制系统和车身电子控制系统（车身电子 ECU）。汽车电子最重要的作用是提高汽车的安全性、舒适性、经济性和娱乐性。	车载 
工控医疗安防	工业自动化正成为工业制造业的主要方向，企业对自动化设备的需求，促使智能制造的工业自动化控制装置、工业机器人，智能化成套设备等迅速发展。PCB 是现代医疗设备的重要零部件，收入水平的提高和健康意识的提高促使医疗市场成长快速。	医疗 
服务器	服务器对硬件的要求主要是，高处理能力，高存储能力，高可靠性，高稳定性，高容错能力，易维护性等	服务器板 
LED	LED 的特点非常明显，寿命长、光效高、无辐射与低功耗。	小间距 LED 光电板 

资料来源：公司官网，海证券研究所

1.4 高价值量产品订单增长，带动公司盈利能力显著提升

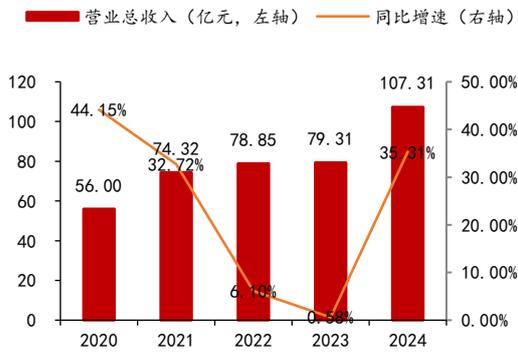
精准把握 AI 算力，技术优势带动营收规模不断扩大。公司坚定“拥抱 AI，奔向未来”，精准把握 AI 算力技术革新与数据中心升级浪潮带来的历史新机遇，占据全球 PCB 制造技术制高点，凭借研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，驱动公司高价值

请务必阅读尾页重要声明

量产品的订单规模上升，带动公司业绩增长。2020年-2024年，公司营业收入分别为56.00、74.32、78.85、79.31和107.31亿元，年均复合增长率为17.66%。2025年一季度公司营收43.12亿元，同比增长80.31%。

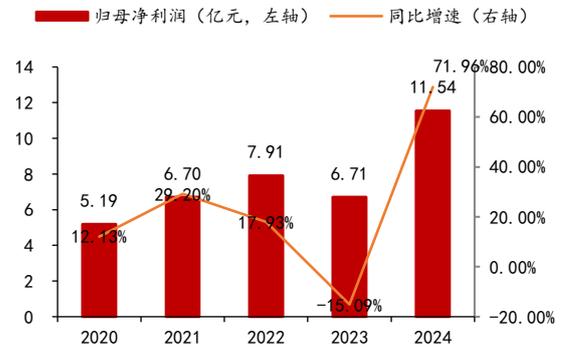
公司2020-2024年归母净利润复合增长率22.13%，2025年一季度实现翻倍增长。2020年-2024年公司的归母净利润分别为5.19、6.70、7.91、6.71和11.54亿元，年均复合增长率为22.13%。2025年一季度实现9.21亿元，同比大增339.22%，主要系公司高价值量产品的订单规模上升带动营收增长，公司产品竞争力增强，订单量上升，规模效应逐渐显现，盈利能力显著提升。

图 3：2020-2024 年营业收入及同比



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

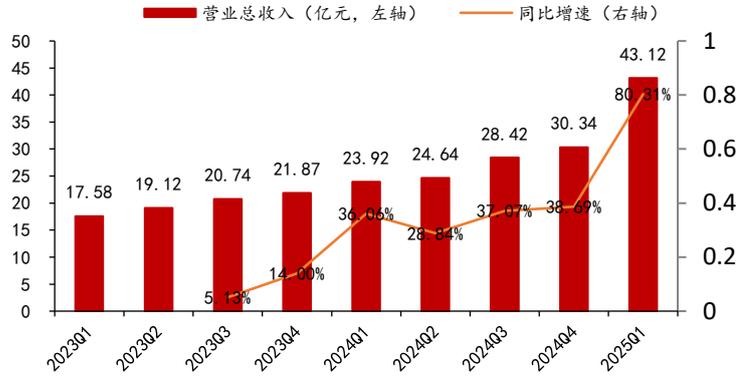
图 4：2020-2024 年归母净利润及同比



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

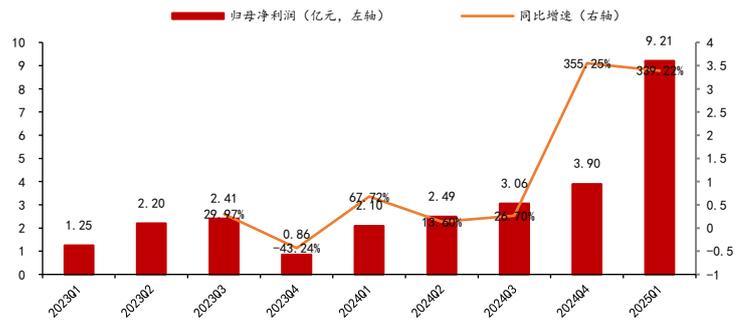
分季度看，公司自2023年三季度以来，持续维持营收同比、环比正增长，其中2025年一季度营收突破历史新高，达43.12亿元。利润端方面，公司2024年一季度归母净利润同比增速由负转正，24Q4归母净利润3.90亿元（yoy+355.25%），25Q1归母净利润9.21亿元（yoy+339.22%），创历史新高，连续五个季度实现正增长。我们认为公司在AI算力技术革新与数据中心升级的市场机遇下，公司凭借技术优势，不断巩固和拓展主营业务，有望实现规模和利润的进一步提升。

图 5: 2023Q1-2025Q1 单季营业收入及同比增长率



资料来源: Wind, 公司公告, 上海证券研究所

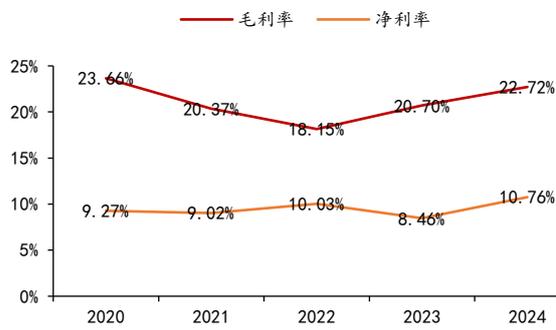
图 6: 2023Q1-2025Q1 单季归母净利润及同比增长率



资料来源: Wind, 公司公告, 上海证券研究所

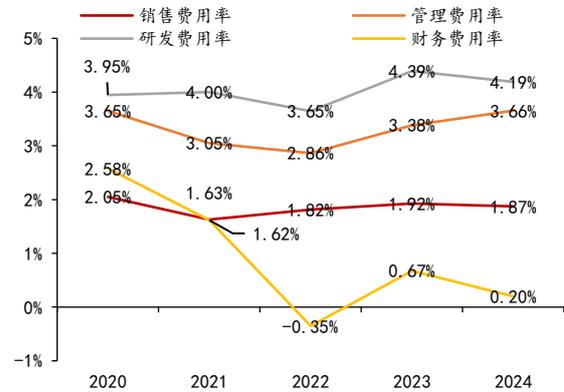
公司毛利率和净利率均有所提升，高附加值产品订单量提升带动盈利能力增强。公司 2024 年毛利率 22.72%、净利率 10.76%，25Q1 毛利率 33.37%，yoy+13.88 个百分点，qoq+7.67 个百分点；净利率 21.35%，yoy+12.59 个百分点，qoq+8.50 个百分点。公司在 AI 算力和高阶 PCB 产品领域的技术优势得到市场充分验证，通过不断提升高附加值产品的订单量，盈利能力显著提升，毛利率和净利率持续攀升。

图 7：2020-2024 年毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

图 8：2020-2024 年费用率



资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

2 行业情况：人工智能推动高端 PCB 发展，带动产品量价齐升

2.1 产品结构丰富，AI 带动下游需求增长

应用领域广泛，下游需求呈增长态势。PCB 印制电路板是指采用电子印刷术制作的、在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制组件的印制板，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、医疗仪器、计算机、航空航天等领域，在整个电子产品中具有不可替代性，被誉为“电子产品之母”。

在人工智能、数据中心、智能汽车等 PCB 下游应用领域持续推动下，全球 PCB 需求总体呈增长态势。根据 Prismark 数据显示，2024 年全球 PCB 产值为 735.65 亿元，同比增长 5.8%；2029 年全球 PCB 市场规模预计将达 946.61 亿美元，2024—2029 年年均复合增长率预计为 5.2%。其中，2024 年中国大陆 PCB 产值为 412.13 亿美元，2029 年 PCB 市场规模预计将达 508.04 亿美元，2024—2029 年年均复合增长率预计为 4.3%。

PCB 产业分布广泛，欧美日发达国家起步较早，中国大陆自 2006 年起成为全球第一大 PCB 生产国。2000 年以前，全球 PCB 产值 70% 以上分布在美洲（主要是北美）、欧洲及日本等地区。中国大陆、东南亚凭借劳动力、资源、政策、产业聚集等优势，请务必阅读尾页重要声明

全球电子制造业产能向中国大陆、东南亚等亚洲地区进行转移，PCB 行业呈现以亚洲为制造中心的新格局。自 2006 年开始，中国超越日本成为全球第一大 PCB 生产国，PCB 的产量和产值均居世界第一。

表 3：2024-2029 年全球 PCB 产值复合增长率预测(按地区) (单位：百万美元)

类型/年份	2000	2023	2024E	2024/2023	2029F	2024-2029F 复合增长率
美洲	10852	3206	3493	9.0%	4075	3.1%
欧洲	6702	1728	1638	-5.3%	1863	2.6%
日本	11924	6078	5840	-3.9%	7855	6.1%
中国大陆	3368	37794	41213	9.0%	50804	4.3%
亚洲 (中国大陆、日本除外)	8724	20710	21381	3.2%	30064	7.1%
合计	4157	69517	73565	5.8%	94661	5.2%

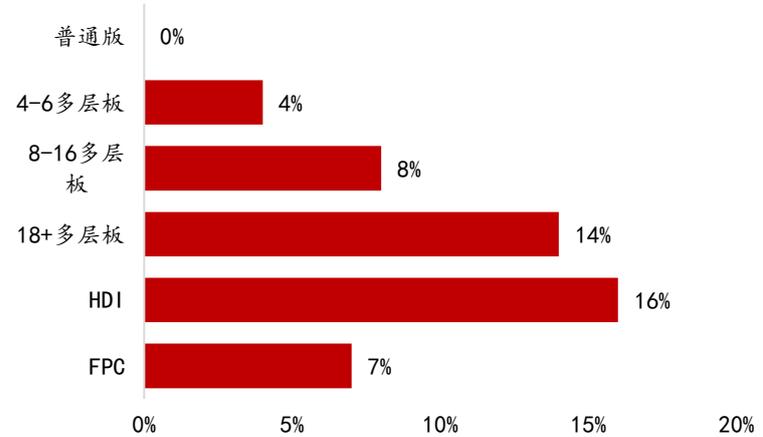
资料来源：公司公告，上海证券研究所

2.2 AI 服务器带动 PCB 需求激增，产业迎来技术突破

受益于人工智能、数据中心、高性能计算等技术的驱动，服务器市场的强劲需求将带动高多层板、高阶 HDI 等高端 PCB 产品的增长。根据 Prismark 数据，2024 年全球服务器/数据存储领域 PCB 市场规模为 109.16 亿美元，同比增长 33.1%，远超 PCB 其他应用领域增速；预计 2029 年全球服务器/数据存储领域 PCB 市场规模将达到 189.21 亿美元，2024 年-2029 年将以 11.6% 的复合增长领跑 PCB 其他应用领域。

随着全球 AI 服务器出货量以 80% 的增速增长，传统服务器主板层数突破 18 层技术门槛，高阶 HDI 板需求激增 150%，PCB 产业迎来技术代际跃迁的关键节点。AI 服务器主要涉及 3 类产品：GPU 的基板需要用到 20 层以上的高多层板；小型 AI 加速器模组通常使用 4-5 阶的 HDI 来达到高密度互联；传统 CPU 的母板。随着 AI 服务器升级，GPU 主板也将逐步升级为 HDI，4 阶以上的高阶 HDI 产品需求增速快。根据 Prismark，2023-2028 年 AI 服务器相关 HDI 的年均复合增速将达到 16.3%。

图 9：2023-2028 年服务器 PCB 分产品增速预测



资料来源：Prismark, 上海证券研究所

客户需求爆发式增长，保障 PCB 充足的市场投放。受益于人工智能、大数据等新兴技术的蓬勃发展，对高性能芯片的需求呈爆发式增长，超大规模数据中心对 GB200 的订单需求远超预期。GB200 作为一款高性能芯片，订单的超预期增长推动了排产节奏的加快，意味着在未来一段时间内，英伟达的 PCB 生产将保持稳定且充足的供应，为其产品的市场投放提供了有力保障。根据珠海市电子电路行业协会，GB200 的 PCB 排产计划从每月约 6000 - 7000 平方米大幅上修至 1 万平方米，提升幅度显示了英伟达对市场需求的乐观预期和满足市场的决心。

英伟达推动 HDI 发展，用量和规格有望持续提升。英伟达 GB200 的 HDI 板比常规 HDI 板面积大、层数高，令优质产能更加稀缺。GB300 内部 HDI 用量和规格有望进一步提升，预计英伟达 Blackwell 架构芯片需求远超供应，将大幅带动公司业绩增长，引领 PCB 广阔的发展空间。

图 10: GB200 NVL72



资料来源: Nvidia, 上海证券研究所

图 11: Blackwell NVLink Switch Tray



资料来源: Nvidia, 上海证券研究所

2.3 汽车电动化持续渗透，带动 PCB 需求增长

全球汽车电动化推动车辆效率、安全性和互联能力提升，推动高端 PCB 需求。印制电路板是电动汽车的电子中枢，负责协调车辆各系统间的通信与电力传输。在电动汽车中，PCB 支撑着电池管理系统（BMS）、电机控制单元、高级驾驶辅助系统

（ADAS）以及信息娱乐模块等关键部件，需兼具高性能、热稳定性和耐久性，以适应电动汽车严苛的运行环境。电动汽车 PCB 市场涵盖多层板、柔性板和高密度互连（HDI）PCB 等先进技术，这些技术通过优化布局和提升信号完整性，显著提高车辆效率、安全性和互联能力。

电动汽车普及率上升拉动 PCB 需求增长。自动驾驶技术从 L3 向 L4 级别演进，单车电子元件数量激增，催生对高速多层 PCB 的需求。此类 PCB 需处理来自传感器和车载处理器的海量数据，并在高达 50 Gbps 的传输速率下保持信号完整性，以支持实时决策与车联网（V2X）功能。柔性 PCB 凭借可塑形与空间利用率优势，柔性 PCB 在电池管理与传感器应用中渗透率提升。根据电子半导体观察，多层 PCB 以近 74% 的市占率成为主流，因其能在缩小体积与重量的同时支持复杂电子系统。高密度互连（HDI）PCB 支持 ADAS 与自动驾驶系统所需的高速率数据传输与紧凑布局。随着电动汽车普及率上升，到 2030 年全球电动汽车年销量将达 4500 万辆，显著拉动 PCB 需求。

图 12：汽车 PCB 应用



资料来源：电子半导体现察，上海证券研究所

3 公司产品：聚焦 AI 算力需求，筑牢技术护城河体系

3.1 AI 算力基础设施需求激增，推动公司技术创新

AI 服务器对 PCB 技术要求远高于传统产品。一般情况下，AI 服务器 PCB 通常包含 20 至 28 层的多层结构，远超传统服务器的 12 至 16 层。在 AI 算力需求爆发、全球产业链重组的背景下，高端 PCB（如 18 层以上多层板、HDI、IC 载板）增速领先行业，PCB 行业将呈现“高端市场供不应求”与“中低端产能过剩”的双重特征。

公司主营高密度印制线路板的研发、生产和销售，产品覆盖刚性电路板（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）全系列。公司围绕“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、新能源汽车、新一代通信技术等领域，解决 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，从材料、设计、工艺技术多维度提前储备技术。以市场需求为核心指引，开

展技术创新和产品研发工作。

表 4：公司主要研发项目（部分）

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
红外线额温枪用电路板研发	研究解决阻抗公差管控，盖孔电镀 PAD 结合力控制技术，混压制作技术、铜厚管控技术、ICD 管控技术。	已完成	实现多种医疗、安防类产品产业化。	拓宽医疗、安防类产品的市场。
智能假肢驱动系统用电路板研发		进行中		
自适应重心轮椅控制电路板研发		进行中		
血糖测试仪用电路板技术研发		进行中		
超声波彩超机用电路板研发		进行中		
无线消防探测器电路板研发	解决产品线路蚀刻 SMT 尺寸管控技术、电路板盖孔电镀技术、BGA 焊盘尺寸管控技术、成品阻焊技术。	已完成		
船舶电子巡航用电路板研发		已完成		
生物识别门禁系统电路板研发		已完成		
环境检测仪用电路板研发		进行中		
稀有金属检测仪电路板研发		进行中		
5G 智能无线充电器电路板研发	研究解决产品埋置元器件技术、解决埋置元器件脱焊技术、埋置元器件压合可靠性。	已完成	满足拳头产品的前沿应用，以及量产。	进一步提升公司产品在消费电子领域的附加价值，提升该领域技术优势。
变频空调控制主板关键技术研发		进行中		
电子竞技游戏机用主板研发		进行中		
高端智能手机电路板研发		进行中		
微小无人机电路板研发	研究解决产品阶梯半孔的生产管控技术、矩阵焊盘精度管制技术。	已完成	提高无人机产品性能。	拓宽无人机应用领域，提高公司市场竞争力。
超视距无人机电路板研发		进行中		
无人机投掷控制器模块电路板研发		进行中		
阵列阶梯盲孔板技术研发	研究解决产品阵列设计、阵列阶梯盲孔、控深钻的制作工艺等工艺技术。	已完成	提升高端显卡产品的技术创新能力和技术领先优势。	进一步提升高端显卡电路板拳头产品的高附加值和竞争力。
高端内层条用电路板研发		已完成		
交换机用高频阶梯插头线路板研发		进行中		

资料来源：公司公告，上海证券研究所

3.2 深耕高端人工智能领域，构建深厚的技术护城河

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。PCB 产业横向一体化，PCB 全品类覆盖(PTH、HDI、FPC、软硬结合板 Rigid Flex、FPCA、PCBA 等)；公司具备 70 层高密度线路板、28 层八阶 HDI 线路板、14 层高精度 HDI 任意阶互联板、12 层高精度板软硬结合板 Rigid Flex、10 层高精度 FPC/FPCA(线宽 25um)的量产能力，78 层 TLPS 研发制造能力；公司的 AI 算力卡、AI Data Center UBB & 交换机市场份额全球第一。

公司应用于 Eagle / Birch Stream/Turin 平台服务器领域的产品均已实现批量化作业，下一代 Oak Stream/ Venice 平台服务器进入产品测试阶段。伴随 AI 算力技术需求提升，公司持续加大研发投入，在算力和 AI 服务器领域取得重大突破，如基于 AI 服务器加

速模块的多阶 HDI 及高多层产品。

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，此类产品广泛应用于各系列 AI 服务器领域。在 HPC 领域，公司实现了 AI PC/AI 手机产品的批量化作业。在高阶数据传输领域，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；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。人工智能领域的工业人形机器人产品已实现产业化作业；低空经济领域的垂直起降航空器(eVTOL)已开始送样测试。

3.3 加大车载新材料研发投入，新技术助力汽车智能化发展

公司是全球最大电动汽车客户的 TOP2 PCB 供应商，销售额逐年增长；截至 2024 年公司已经引进多家国际一流的车载 Tier1 客户（如 Bosch、Aptiv、Continental、Harman、UAES 等），产品实现小批量的产业化；目前车载产品涉及普通多层、HDI、HLC、FPC 以及 Rigid-Flex，广泛应用于 ECU、BMS、IPB、EPS、Airbag、Inverter、OBC 和刹车系统等部件的安全件 PCB，同时供应车灯、智能驾驶 ADAS、自动驾驶运算模块（多阶 HDI）、车身控制模组（1 阶 HDI）和新能源车的三电系统用 PCB；公司不断加大车载新技术和新物料的研发投入，已经完成散热膏的导入，车载厚铜、埋嵌铜块等产品的研发导入。

4 全球化战略驱动公司成长，持续推动高端 PCB 产能释放

4.1 战略化布局全球市场，产品价值量持续增长

公司顺应区域化、周边化、本地化的全球供应趋势，开展全球布局，在美国、新加坡、日本、中国台湾、欧洲、马来西亚、韩国、泰国、越南等地设立分公司、子公司和办事处，并组建专业技术服务团队，为客户提供全球化销售服务和技术支持。公司通过搭建本地化服务网络，满足多元需求，创造卓越客户体验，进一步提升客户满意度，增强公司在国际市场的影响力。

公司目前在手订单饱满，业务进展顺利，订单生产和交付均在正常履行中。新建厂房按照计划有序推进，投产初期的产线磨合和产能产量逐步释放，使用的生产设备为行业内顶级设备，工程师团队和管理团队经验丰富，制程稳定性强，能够在大批量量产维持较高的良率水平。未来随着 AI、高性能计算、高速通讯等应用领域的快速发展，下游硬件对于通讯频率、传输速度等方面性能要求不断提升，HDI 产品材料、线宽线距、层数及阶数将伴随着下游的产品迭代不断升级，HDI 制造难度进一步提升，对企业的技术能力与品质控制能力提出更为严苛的要求，产品价值量持续增加。

4.2 定增越南、泰国工厂建设，高多层及 HDI 产能持续释放

公司 2025 年 4 月发布公告称拟向特定对象发行股票拟募集资金总额不超过 19 亿元，其中 8.5 亿元用于越南胜宏人工智能 HDI 项目、5 亿元用于泰国高多层印制线路板项目、5.5 亿元用于补充流动资金和偿还银行贷款。

越南项目聚焦高速成长的人工智能赛道，拟投资业内领先的先进制程装备，生产人工智能 AI 服务器及终端、GPU 芯片、高频高速传输等应用领域的高阶 HDI 产品。越南胜宏人工智能 HDI 项目预计总投资 18.15 亿元，拟使用募集资金 8.5 亿元，建设期 3 年，第三年开始分步投产，至第五年全部达产。越南胜宏人工智能 HDI 项目位于越南北宁省，实施主体为全资子公司越南胜宏，拟建设生产人工智能用高阶 HDI 产品，计划年产能 15 万平米。

泰国高多层印制线路板项目预计总投资 14.02 亿元，拟使用募集资金 5 亿元，建设期 2 年，第三年全部达产。泰国高多层印制线路板项目位于泰国大城府，实施主体为全资子公司泰国胜宏，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，计划年产能 150 万平方米。

表 5：公司定增项目（单位：亿元）

项目名称	总投资额	拟用于本次募集资金投入
越南胜宏人工智能 HDI 项目	18.15	8.5
泰国高多层印制线路板项目	14.02	5.0
补充流动资金和偿还银行贷款	5.5	5.5

资料来源：公司公告，上海证券研究所

4.3 高端产品产能扩张带动出货量增长，有望进一步提升市场份额

凭借高技术、高品质和高质量服务，铸就 AI 算力市场份额全球第一企业。公司具备 28 层八阶 HDI、14 层高精密 HDI 任意阶互联板的量产能力。2024 年公司 AI 算力卡、AI Data Center UBB& 交换机市场份额全球第一。作为 PCB 厂商，公司业务覆盖全面，包含软板、软硬结合版、HDI 和 PCBA 等产品。公司产能充足，一方面，公司 2023 年收购 FPC 软板生产商 MFS 集团，收购完成后，公司业务布局更加全面，2024 年 MFS 集团营收同比增长 14%，净利润同比增长 114%，助力公司业绩增长；另一方面，公司持续推进东南亚基地扩产。

产能扩张带动 HDI、高层板出货量快速增长。公司在东南亚扩产的产品以高多层板、HDI 产品为主。根据 Prismark，从 2024 到 2029 年 PCB 行业发展情况来看，18 层板与 HDI 板是国内印制电路板行业中产值增速较快，年复合增速预计分别为 15.7%、6.4%。

表 6：PCB 重点公司扩产情况

公司	项目	总投资额	总产能	进度	产品用途规划
胜宏科技	越南胜宏人工智能 HDI 项目	18.15 亿元	15 万平方米	建设期 3 年，第三年开始分步投产，至第五年全部达产	建设生产人工智能用高阶 HDI 产品
	泰国高多层印制线路板项目	14.02 亿元	150 万平方米		建设生产服务器、交换机、消费电子等领域用高多层 PCB 产品
	泰国胜宏	增资 2.5 亿美元			建设厂房、购买设备以及其他日常经营活动
沪电股份	黄石沪士电子有限公司	不超过 36 亿元			
	人工智能芯片配套高端印制电路板扩产项目	43 亿元			以 AI 为特征的数据中心
	泰国工厂	47.49 亿泰铢		小规模量产，加速客户认证与产品导入	
深南电路	南通四期				HDI
	泰国工厂	12.74 亿元			高多层、HDI
景旺电子	珠海金湾基地		60 万平米	2021 年投产，目前在爬坡阶段	HDI
	泰国一期	20 亿元	10 万平方米 / 月	2026 年初投产	40 层高频高速类高多层板和任意阶互连 HDI
生益电子	泰国工厂	1.7 亿美元		2026 年试生产	
	智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目-第一阶段		15 万平方米	2025 年试生产	高多层高密互连印制电路板
	智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目-第二阶段		10 万平方米	2027 年试生产	高多层高密互连印制电路板
东山精密	泰国工厂			25Q4 投产	软板规划模组版
鹏鼎控股	中国台湾高雄园区	23.6 亿元		小批量量产	高端软板项目
	泰国园区一期	2.5 亿美金		已建设完成，之后产线认证及打样，预计 25H2 小批量投产	汽车及服务器相关的硬板项目
	淮安第三园区一期			24H2 开始投产	高阶 HDI 及 SLP 项目

资料来源：证券时报，新浪财经，沪电股份公司公告，深南电路公司公告，景旺电子公司公告，未来半导体，胜宏科技公司公告，生益电子公司公告，东山精密公司公告，金融界，证券之星，上海证券研究所

表 7: PCB 重点公司财务情况

营收和利润(亿元)	胜宏科技		生益电子		深南电路		景旺电子		沪电股份	
	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
营业收入	79.3	107.3	32.7	46.9	135.3	179.1	107.6	126.6	89.4	133.4
增速(%)	0.6%	35.3%	-7.4%	43.2%	-3.3%	32.4%	2.3%	17.7%	7.2%	49.3%
归母净利润	6.7	11.5	-0.2	3.3	14.0	18.8	9.4	11.7	15.1	25.9
增速(%)	-15.1%	72.0%	-108.0%	1428.2%	-14.8%	34.3%	-12.2%	24.9%	11.1%	71.1%
盈利能力(%)	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
ROE	9.2	13.9	-0.6	8.1	11.0	13.5	11.1	11.6	16.8	23.9
毛利率	20.7	22.7	14.6	22.7	23.4	24.8	23.2	22.7	31.2	34.5
净利率	8.5	10.8	-0.8	7.1	10.3	10.5	8.5	9.2	16.7	19.2
运营效率	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
应收账款周转率	2.7	3.0	3.2	3.4	4.6	5.2	3.0	3.3	3.6	4.0
存货周转率	5.0	4.8	4.3	3.9	4.1	4.4	6.0	6.3	3.5	4.2
现金流情况(亿元)	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
销售商品提供劳务收到的现金	78.7	101.6	30.9	40.5	135.3	168.0	110.7	122.4	88.3	121.8
经营活动净现金流入	82.3	107.0	32.6	42.7	143.9	175.7	115.4	127.9	94.7	132.0
购建固定无形资产长期资产支出现金	6.4	8.3	6.2	4.2	32.5	25.3	14.5	18.5	8.1	21.5
自由现金流	4.5	12.0	-5.0	-3.2	-14.6	-1.2	1.0	4.8	16.7	4.4
偿债能力	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024	2023	2024
资产负债率(%)	56.1	53.4	37.5	44.4	41.7	42.1	47.9	40.3	38.7	43.8

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5 盈利预测

公司凭借研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，深耕细作国际头部大客户，参与国际头部大客户新产品预研，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。快速落地 AI 算力、数据中心等领域的产品布局，实现大规模量产，推动公司业绩高速增长。

PCB 方面，随着 AI 算力的技术性革命涌入当前市场的热潮中，AI 市场已经迎来了前所未有的机遇与增量。AI 服务器、数据中心、高端路由器、大数据存储均已出现了高速增长，其对更高阶 HDI、高速及高频 PCB 产品的需求增加。我们预计 2025-2027 年公司 PCB 制造业务收入分别为 194.70 亿元、241.78 亿元、300.56 亿元。

公司在手订单饱满，订单生产和交付正常履行，新建厂房有序推进，产能产量逐步释放，带动业绩增长。我们预计 2025-2027 年公司实现归母净利润 56.59 亿元 (yoy+390.2%)、76.25 亿元 (yoy+34.7%)、99.66 亿元 (yoy+30.7%)，对应 EPS 分别为 6.56 元、8.84 元、11.55 元，当前股价对应估值 33 倍、25 倍、19 倍。我们选取同属于 PCB 领域的 4 家上市公司（生益电子、深南电路、景旺电子、沪电股份）作为可比公司进行估值分析。可比公司 2025-2027 年 WIND 一致预期 PE 平均值为 37 倍、28 倍、23 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

附表 1 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 亿元人民币)

PCB 制造	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	100.51	194.70	241.78	300.56
YOY	34.75%	93.71%	24.18%	24.31%
营业成本	82.55	134.62	162.33	195.79
毛利率	17.86%	30.86%	32.86%	34.86%
毛利	17.95	60.08	79.45	104.77
其他	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6.81	9.47	12.69	16.37
YOY	44.01%	39.01%	34.01%	29.01%
营业成本	0.37	0.49	0.62	0.75
毛利率	94.52%	94.82%	95.12%	95.42%
毛利	6.43	8.98	12.07	15.62
总计	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	107.32	204.17	254.47	316.93
YOY	35.31%	90.24%	24.64%	24.55%
营业成本	82.93	135.11	162.95	196.54
毛利率	22.72%	33.82%	35.96%	37.99%
毛利	24.39	69.06	91.51	120.39

资料来源: Wind, 上海证券研究所

表 8: 可比公司估值分析 (截至 2025 年 8 月 12 日)

证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
生益电子	55.55	462.08	1.19	1.71	2.23	46.7	32.5	24.9
深南电路	139.80	932.10	3.80	4.63	5.49	36.8	30.2	25.5
景旺电子	57.81	545.02	1.61	2.06	2.50	35.9	28.1	23.1
沪电股份	52.98	1,019.18	1.90	2.47	3.00	27.9	21.4	17.7
平均值	76.54	739.60	2.12	2.72	3.31	36.83	28.06	22.78
胜宏科技	216.88	1,871.00	6.56	8.84	11.55	33.1	24.5	18.8

资料来源: Wind, 上海证券研究所

注: 可比公司 EPS 采用 WIND 一致预期, 胜宏科技为上海证券研究所预测

6 风险提示:

(1) 宏观经济波动风险: 公司的主营业务为印制线路板的研究、生产和销售, 产品包括高端多层板、HDI 板、FPC、软硬结合板等。作为电子信息产业的一种核心基础组件, PCB 行业的发展与电子信息产业发展以及宏观经济景气度紧密联系, 特别是随着电子信息产业国际化程度的日益提高, PCB 需求深受国内、国际两个市场的影响。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

对公司经营业绩产生不利影响。

(2) 市场竞争风险：全球 PCB 产业重心逐渐从欧美向亚洲转移，目前已经形成以亚洲（尤其是中国大陆）为主导的新格局，PCB 行业各类生产企业众多，市场竞争较为激烈，日益呈现“大型化、集中化”的趋势。如果公司不能充分抓住市场机遇，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或被竞争对手超越的风险。

(3) 原材料供应紧张及价格波动风险：公司生产所需的原材料主要为覆铜板、半固化片、铜球、铜箔，原材料成本占产品成本比重较高。原材料成本是公司产品定价的重要影响因素之一，原材料大幅涨价的情形下，公司会相应提高产品售价，但向下游的传导存在一定滞后。公司原材料受国际市场铜、黄金、石油等大宗商品和高端覆铜板供求关系的影响较大。若未来原材料供应紧张、价格大幅上涨，而公司不能通过提高产品价格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。

(4) 人工成本上升风险：随着公司业务规模的扩张，公司用工数量存在增长需求。若公司用工成本持续大幅增加且公司不能通过自动化措施减少用工数量或提高生产效率，公司的盈利能力将受负面影响。

(5) 汇率风险：公司外销收入的金额较大，外销客户及进口的区域集中在香港、中国台湾、日本、韩国及欧美地区，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。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1662	3319	7678	13845
应收票据及应收账款	4079	8161	10273	12503
存货	2045	2882	3688	4496
其他流动资产	293	548	750	845
流动资产合计	8080	14910	22388	31689
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	7172	7514	7815	7874
在建工程	257	241	259	264
无形资产	756	922	1138	1240
其他非流动资产	2911	3807	4095	4415
非流动资产合计	11095	12484	13307	13793
资产总计	19175	27393	35695	45482
短期借款	1254	1240	836	110
应付票据及应付账款	4963	7657	9443	11430
合同负债	4	14	15	17
其他流动负债	1310	1860	2220	2457
流动负债合计	7530	10771	12514	14014
长期借款	2310	2777	3403	3946
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	407	437	446	448
非流动负债合计	2717	3214	3849	4394
负债合计	10247	13985	16363	18408
股本	863	863	863	863
资本公积	3267	3267	3267	3267
留存收益	4308	8727	14651	22393
归属母公司股东权益	8928	13408	19332	27074
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	8928	13408	19332	27074
负债和股东权益合计	19175	27393	35695	45482

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流量	1358	4728	7837	10330
净利润	1154	5659	7625	9966
折旧摊销	805	1053	1188	1313
营运资金变动	-710	-2002	-956	-896
其他	109	17	-20	-54
投资活动现金流量	-1041	-2384	-1883	-1630
资本支出	-822	-1523	-1697	-1426
投资变动	-224	-395	-280	-329
其他	5	-466	93	125
筹资活动现金流量	-210	-709	-1596	-2532
债权融资	-560	604	231	-182
股权融资	0	0	0	0
其他	350	-1313	-1827	-2350
现金净流量	177	1657	4359	6168

利润表 (单位: 百万元)

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	10731	20417	25447	31693
营业成本	8293	13511	16295	19654
营业税金及附加	64	61	76	95
销售费用	201	306	356	475
管理费用	392	225	254	380
研发费用	450	225	254	444
财务费用	21	17	10	-90
资产减值损失	-24	-6	-5	-6
投资收益	9	123	153	190
公允价值变动损益	-3	0	0	0
营业利润	1288	6288	8473	11073
营业外收支净额	23	0	0	0
利润总额	1312	6288	8473	11073
所得税	157	629	847	1107
净利润	1154	5659	7625	9966
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	1154	5659	7625	9966

主要指标

指标	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力指标				
毛利率	22.7%	33.8%	36.0%	38.0%
净利率	10.8%	27.7%	30.0%	31.4%
净资产收益率	12.9%	42.2%	39.4%	36.8%
资产回报率	6.3%	24.3%	24.2%	24.6%
投资回报率	9.1%	31.0%	31.2%	30.9%
成长能力指标				
营业收入增长率	35.3%	90.3%	24.6%	24.5%
EBIT 增长率	75.7%	362.8%	34.5%	29.5%
归母净利润增长率	72.0%	390.2%	34.7%	30.7%
每股指标 (元)				
每股收益	1.34	6.56	8.84	11.55
每股净资产	10.35	15.54	22.41	31.38
每股经营现金流	1.57	5.48	9.08	11.97
每股股利	0.30	1.46	1.97	2.58
营运能力指标				
总资产周转率	0.59	0.88	0.81	0.78
应收账款周转率	3.03	3.59	2.98	2.98
存货周转率	4.85	5.48	4.96	4.80
偿债能力指标				
资产负债率	53.4%	51.1%	45.8%	40.5%
流动比率	1.07	1.38	1.79	2.26
速动比率	0.79	1.10	1.48	1.92
估值指标				
P/E	162.07	33.06	24.54	18.77
P/B	20.96	13.95	9.68	6.91
EV/EBITDA	17.97	25.64	19.08	14.49

资料来源: Wind, 上海证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。