

强化技术壁垒+全球化布局战略，算力 PCB 龙头地位稳固

胜宏科技 (300476)

事件点评：公司发布 2025 年半年度报告

1) 2025 年上半年实现营业收入 90.31 亿元，同比增长 86.00%；实现归母净利润 21.43 亿元，同比增长 366.89%；实现扣非后归母净利润 21.49 亿元，同比增长 365.69%。

2) 2025 年第二季度实现营业收入 47.19 亿元，同比增长 91.51%，环比增长 9.42%；实现归母净利润 12.22 亿元，同比增长 390.14%，环比增长 32.78%；实现扣非后归母净利润 12.25 亿元，同比增长 380.68%，环比增长 32.61%。

抢抓人工智能机遇，业绩持续大幅增长

公司在 25Q1 业绩爆发式增长的基础上，Q2 归母净利润延续环比 32.78% 的增长惯性。根据公司 25 年半年报，其业绩持续大幅增长原因主要系：

(1) 根据 PrismaMark 数据，预计全球 HDI 市场规模 2024-2029 年年均复合增速为 6.4%，AI 服务器相关 HDI 的年均复合增速将达到 19.1%；18 层及以上 PCB 年年均复合增长率为 17.4%，AI 相关 18 层及以上 PCB 年年均复合增长率为 20.6%——均远超同时期 PCB 行业预计年均 5.2% 的复合增长率。

(2) 公司凭借技术优势，深度参与客户产品预研，深化与全球头部科技行业客户战略合作，率先突破高多层与高阶 HDI 相结合的核心技术壁垒，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。

强化技术壁垒+全球化布局战略，算力 PCB 龙头地位稳固

强化技术壁垒，巩固行业领先地位

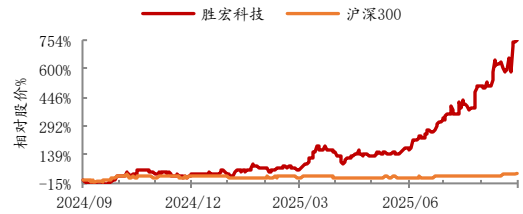
公司具备 100 层以上高多层板制造能力，是全球首批实现 6 阶 24 层 HDI 产品大规模生产，及 8 阶 28 层 HDI 与 16 层任意互联 (Any-layer) HDI 技术能力的企业，在 AI 算力卡、AI Data Center UBB & 交换机市场份额全球领先。我们认为，公司上半年同比大幅增长 78.46% 的研发投入，是巩固行业领先地位的重要基础。

“中国+N”全球化布局，保障供应交付能力

公司坚定实施“中国+N”全球化布局战略，为满足全球客户对高多层 PCB 和高阶 HDI 的海外交付需求，提升全球化交付服务能力，公司在泰国、越南投资建设生产线，稳步布局东南亚 PCB 高端产能。我们认为，在全球 CSP 大厂算力军备竞赛升级+国际贸易冲突加剧的背景下，公司通过境内外自建工厂与并购整合双轮驱动的模式，大幅提升头部客户对供应交付能力的信赖程度。

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	270.37
股票代码：	300476
52 周最高价/最低价：	279.5/26.56
总市值(亿)	2,332.45
自由流通市值(亿)	2,312.21
自由流通股数(百万)	855.20



分析师：赵恒祯

邮箱：zhaohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523090002

联系电话：

相关研究

1. 【华西电子】胜宏科技(300476.SZ)算力需求引领业绩爆发式增长，公司 Q2 订单展望乐观

2025.04.24

盈利预测与投资建议

根据公司 25 年半年报，我们上调盈利预测。我们预计 2025-2027 年公司实现营业收入分别为 203.48 亿元、272.82 亿元、326.56 亿元（原值为 173.67 亿元、224.59 亿元、279.84 亿元），分别同比增长 89.6%、34.1%、19.7%；预计 2025-2027 年 EPS 分别为 5.94/8.38/10.15 元（原值为 4.66/5.82/7.07 元）。对应 2025 年 9 月 1 日 270.37 元收盘价，PE 分别为 45.53/32.27/26.64 倍。公司深度受益于算力 PCB 需求激增，护城河稳固，维持“增持”评级。

风险提示

国际贸易冲突风险、行业竞争加剧、下游需求不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,931	10,731	20,348	27,282	32,656
YoY (%)	0.6%	35.3%	89.6%	34.1%	19.7%
归母净利润(百万元)	671	1,154	5,123	7,228	8,755
YoY (%)	-15.1%	72.0%	343.8%	41.1%	21.1%
毛利率 (%)	20.7%	22.7%	38.5%	40.1%	40.4%
每股收益 (元)	0.78	1.34	5.94	8.38	10.15
ROE	8.8%	12.9%	36.6%	34.1%	29.2%
市盈率	346.63	201.77	45.53	32.27	26.64

资料来源：Wind、华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	10,731	20,348	27,282	32,656	净利润	1,154	5,123	7,228	8,755
YoY (%)	35.3%	89.6%	34.1%	19.7%	折旧和摊销	805	1,248	1,370	1,437
营业成本	8,293	12,520	16,354	19,458	营运资金变动	-710	-2,423	-1,203	-806
营业税金及附加	64	126	169	202	经营活动现金流	1,358	3,952	7,413	9,418
销售费用	201	384	516	616	资本开支	-822	-2,009	-2,049	-1,931
管理费用	392	712	955	1,143	投资	-224	0	0	0
财务费用	21	0	0	0	投资活动现金流	-1,041	-2,723	-1,978	-1,852
研发费用	450	848	1,149	1,370	股权募资	0	5	0	0
资产减值损失	-24	-6	-6	-6	债务募资	-560	-96	-743	100
投资收益	9	60	71	79	筹资活动现金流	-210	-167	-743	100
营业利润	1,288	5,790	8,168	9,902	现金净流量	177	1,084	4,692	7,666
营业外收支	23	-5	-5	-5					
利润总额	1,312	5,785	8,163	9,897	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	157	662	935	1,142	成长能力				
净利润	1,154	5,123	7,228	8,755	营业收入增长率	35.3%	89.6%	34.1%	19.7%
归属于母公司净利润	1,154	5,123	7,228	8,755	净利润增长率	72.0%	343.8%	41.1%	21.1%
YoY (%)	72.0%	343.8%	41.1%	21.1%	盈利能力				
每股收益	1.34	5.94	8.38	10.15	毛利率	22.7%	38.5%	40.1%	40.4%
					净利率	10.8%	25.2%	26.5%	26.8%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	6.0%	19.1%	20.1%	18.7%
货币资金	1,662	2,746	7,438	15,104	净资产收益率 ROE	12.9%	36.6%	34.1%	29.2%
预付款项	34	58	77	90	偿债能力				
存货	2,045	2,821	3,784	4,513	流动比率	1.07	1.41	1.90	2.36
其他流动资产	4,338	8,553	11,432	13,553	速动比率	0.79	1.12	1.57	2.03
流动资产合计	8,080	14,179	22,732	33,259	现金比率	0.22	0.27	0.62	1.07
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	53.4%	47.7%	40.9%	36.0%
固定资产	7,172	7,217	7,138	6,951	经营效率				
无形资产	756	947	1,137	1,295	总资产周转率	0.59	0.89	0.87	0.79
非流动资产合计	11,095	12,599	13,189	13,573	每股指标 (元)				
资产合计	19,175	26,778	35,921	46,832	每股收益	1.34	5.94	8.38	10.15
短期借款	1,254	754	11	111	每股净资产	10.35	16.23	24.61	34.75
应付账款及票据	4,963	7,242	9,555	11,377	每股经营现金流	1.57	4.58	8.59	10.92
其他流动负债	1,314	2,031	2,375	2,610	每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	7,530	10,027	11,941	14,097	估值分析				
长期借款	2,310	2,310	2,310	2,310	PE	201.77	45.53	32.27	26.64
其他长期负债	407	442	442	442	PB	4.07	16.66	10.99	7.78
非流动负债合计	2,717	2,752	2,752	2,752					
负债合计	10,247	12,779	14,693	16,849					
股本	863	863	863	863					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	8,928	14,000	21,228	29,983					
负债和股东权益合计	19,175	26,778	35,921	46,832					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。