

胜宏科技 (300476.SZ)

AI PCB 龙头再启航，国际化布局更完备

产品结构优化，业绩实现高增。公司 2025 年实现营收 192.9 亿元，yoy+80%，实现归母净利润 43.1 亿元，yoy+274%，实现毛利率 35.2%，yoy+12.5pcts，实现净利率 22.4%，yoy+11.6pcts。分应用来看，公司 AI 与高性能计算相关收入从 2024 年的 7.1 亿元快速增长至 2025 年的 83.4 亿元，同比增长 1081%，增速显著。分产品类别看，公司 2025 年 MLPCB 营收为 83.2 亿元，同比增长 35%；HDI 营收为 74.2 亿元，同比增长 388%；从产品平均售价来看，HDI 相关产品的平均售价从 2024 年的 2351 元/平方米迅速跃升至 2025 年的 13475 元/平方米，从毛利率看，2025 年 HDI 毛利率迅速增厚至 43.5%，同比增长 21pcts；MLPCB 毛利率上升至 24.4%，同比增长 9.2pcts；整体毛利率在 HDI 的推动下迅速从 2024 年的 22.7% 提升至 35.2%，同比增长 12.5pcts。我们认为公司盈利能力将在未来随着公司产品结构向高端 PCB 产品调整进一步提升。

2029 年全球 PCB 市场销售收入有望达 937 亿美元。据 Trendforce，2026 年全球服务器出货量预估将年增 12.8%，其中 AI 服务器出货年增率约 28.3%，为主要成长动能。就出货结构而言，2026 年预估 GPU 型 AI 服务器仍为主流，出货占比约 69.7%，其中 NVIDIA GB300 平台为主要出货动能。同时 ASIC 架构 AI 服务器占比将创新高(约占 27.8%)，其中 Google TPU 将为 ASIC 主要市场推手。以销售收入计，预计到 2029 年，全球 PCB 市场销售收入将达 937 亿美元，2025 年至 2029 年 CAGR 为 4.8%。按不同产品划分，预计至 2029 年，全球单双层 PCB、多层 PCB、HDI PCB、FPC 及封装基板销售收入将分别达到 90 亿美元、345 亿美元、169 亿美元、155 亿美元及 178 亿美元，具体来看，预计到 2029 年，全球高多层 PCB 销售收入将达 171 亿美元，全球 HDI PCB 市场规模将达到 169 亿美元。从应用领域来看，全球 PCB 市场在人工智能及高性能计算领域的规模将进一步增长，2029 年将达 150 亿美元，2025 至 2029 年 CAGR 达 14.9%。

PCB：AI 硬件架构与性能升级推动 PCB 价值量加速通胀。在产能紧缺背景下，行业进入新一轮 AI 资本开支周期，各大厂商纷纷着手加速推进产能建设，把握需求热潮。进入 2026 年我们预计 PCB 行业高景气度仍将持续，一方面，经历 2025 年 GB200 服务器的产能及良率爬坡之后，2026 年英伟达 GB300 及 Rubin 系列供给产能有望显著增长；另一方面，AI 硬件供应商扩散，ASIC 将成为重要成长增量，推动 AI PCB 市场规模再次扩大。从产品技术的角度来看，AI 硬件迭代进入加速期，新技术新方案不断涌现，2026 年及未来几年，新硬件平台升级将推动 PCB 材料环节进入 M9 及 M9+ 时代，同时硬件性能与架构升级将推动正交背板、Cowop 等新技术方案落地，成为引领 AI PCB 行业增长的重要增量。

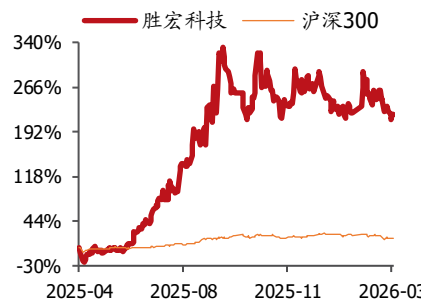
全球 AI PCB 龙头，产品技术领先。根据弗若斯特沙利文资料，按 2025 年上半年细分产品营业收入计算，公司在全球人工智能及高性能计算 PCB 领域市场份额位居第一，在全球高阶 HDI 市场份额位居第一，在全球 14 层及以上高多层 PCB 市场份额位居第一。分产品看 1) HDI：公司是全球首批实现 6 阶 24 层 HDI 产品大规模量产的企业之一，并已启动 14 阶 36 层 HDI 研发，线宽/线距可达 40/40μm，公司高端 HDI 产品采用超低损耗的 M8 或 M9 级材料，可实现 112Gbps 和 224Gbps 的传输速率，并采用 mSAP 工艺，实现 25/25 微米的线宽/线距布线密度。2) 高多层：公司目前已具备 70 层以上高多层 PCB 的研发与量产能力，拥有 100 层以上高多

买入 (维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
04 月 02 日收盘价 (元)	257.08
总市值 (百万元)	224,317.03
总股本 (百万股)	872.56
其中自由流通股 (%)	98.21
30 日日均成交量 (百万股)	34.22

股价走势



作者

分析师 余凌星
执业证书编号：S0680525010004
邮箱：shelingxing1@gszq.com

相关研究

- 《胜宏科技 (300476.SZ)：全年业绩同比高增，高 Capex 投入加速产能扩建》 2026-03-15
- 《胜宏科技 (300476.SZ)：持续推进产能扩建，新料号放量在即》 2026-01-19
- 《胜宏科技 (300476.SZ)：全球 AI PCB 龙头厂商，深度拥抱 GPU+ASIC 头部客户》 2025-11-26

层 PCB 的技术研发储备。公司的 15.0mm 厚板技术实现了 40:1 的高纵横比，同时公司正在研发 14.5mm 的超厚板技术。客户方面，公司将巩固现有核心客户合作基础，深化与全球科技巨头的战略合作，扩大 GPU 加速卡、TPU 配套板等核心产品供应规模。凭借研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，公司已深度参与国际头部大客户新产品预研，布局未来新技术、新材料，提前迈入专有技术积累关键期，建立技术壁垒。

盈利预测及投资建议：公司作为 AI PCB 龙头，深度把握 AI 发展机遇，我们看好公司新建产能释放后带来的业绩高增，看好客户加速拓展下，新客户给公司业绩带来的较大增量，预计公司 2026/2027/2028 年分别实现营收 348/557/753 亿元，实现归母净利润 111/180/240 亿元。看好公司作为全球高阶 HDI 龙头在新料号份额及新客户放量，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、行业竞争加剧、研发不及预期。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	10,731	19,292	34,810	55,672	75,310
增长率 yoy（%）	35.3	79.8	80.4	59.9	35.3
归母净利润（百万元）	1,154	4,312	11,053	17,998	23,996
增长率 yoy（%）	72.0	273.5	156.3	62.8	33.3
EPS 最新摊薄（元/股）	1.32	4.94	12.67	20.63	27.50
净资产收益率（%）	12.9	25.9	47.6	53.0	49.7
P/E（倍）	194.3	52.0	20.3	12.5	9.3
P/B（倍）	25.1	13.5	9.7	6.6	4.6

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8080	13514	22414	43878	70270
现金	1662	3280	3232	14396	30997
应收票据及应收账款	4079	6061	13061	19846	26255
其他应收款	121	352	451	788	1139
预付账款	34	78	111	171	248
存货	2045	3162	4787	7895	10719
其他流动资产	138	580	773	782	913
非流动资产	11095	21731		23351	23176
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	7172	9164	10716	10553	10390
无形资产	756	959	1016	1013	1010
其他非流动资产	3167	11607	11794	11785	11775
资产总计	19175	35244	45940	67229	93446
流动负债	7530	14039	17808	28052	39144
短期借款	1254	1500	1500	1600	2100
应付票据及应付账款	4963	10526	13612	22756	32375
其他流动负债	1314	2013	2696	3696	4669
非流动负债	2717	4588	4888	5188	5988
长期借款	2310	3867	4167	4467	5267
其他非流动负债	407	721	721	721	721
负债合计	10247	18627	22696	33240	45132
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	863	870	870	870	870
资本公积	3267	5387	5387	5387	5387
留存收益	4308	8362	14989	25734	40058
归属母公司股东权益	8928	16618	23245	33989	48313
负债和股东权益	19175	35244	45940	67229	93446

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1358	4603	6154	18208	25196
净利润	1154	4312	11053	17998	23996
折旧摊销	805	1015	175	175	175
财务费用	32	57	181	192	220
投资损失	-9	-25	-21	-9	-10
营运资金变动	-710	-836	-5249	-156	802
其他经营现金流	85	79	16	8	13
投资活动现金流	-1041	-6735	-1895	11	10
资本支出	-822	-6610	-1916	2	0
长期投资	-224	0	0	0	0
其他投资现金流	5	-125	21	9	10
筹资活动现金流	-210	4377	-4341	-7055	-8604
短期借款	-1760	246	0	100	500
长期借款	533	1557	300	300	800
普通股增加	0	8	0	0	0
资本公积增加	11	2120	0	0	0
其他筹资现金流	1007	446	-4641	-7455	-9904
现金净增加额	177	2280	-48	11164	16601

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	10731	19292	34810	55672	75310
营业成本	8293	12497	20275	32321	43796
营业税金及附加	64	64	115	167	478
营业费用	201	257	435	668	1026
管理费用	392	500	731	1113	1506
研发费用	450	778	1117	1837	2410
财务费用	21	120	148	159	148
资产减值损失	-24	-34	-20	-10	-13
其他收益	36	48	20	30	40
公允价值变动收益	-3	0	0	0	0
投资净收益	9	25	21	9	10
资产处置收益	-48	-22	-9	-11	-14
营业利润	1288	5057	12001	19423	25970
营业外收入	44	15	21	23	23
营业外支出	20	50	8	10	10
利润总额	1312	5022	12014	19437	25983
所得税	157	710	961	1438	1988
净利润	1154	4312	11053	17998	23996
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1154	4312	11053	17998	23996
EBITDA	2167	6189	12337	19771	26307
EPS (元/股)	1.32	4.94	12.67	20.63	27.50

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	35.3	79.8	80.4	59.9	35.3
营业利润(%)	69.8	292.5	137.3	61.8	33.7
归属母公司净利润(%)	72.0	273.5	156.3	62.8	33.3
获利能力					
毛利率(%)	22.7	35.2	41.8	41.9	41.8
净利率(%)	10.8	22.4	31.8	32.3	31.9
ROE(%)	12.9	25.9	47.6	53.0	49.7
ROIC(%)	9.1	19.3	37.3	44.1	42.5
偿债能力					
资产负债率(%)	53.4	52.9	49.4	49.4	48.3
净负债比率(%)	29.5	19.1	15.1	-21.3	-46.7
流动比率	1.1	1.0	1.3	1.6	1.8
速动比率	0.8	0.7	1.0	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	3.0	4.0	3.8	3.5	3.4
应付账款周转率	3.6	2.5	2.7	2.9	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	4.94	12.67	20.63	27.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.56	5.27	7.05	20.87	28.88
每股净资产(最新摊薄)	10.23	19.04	26.64	38.95	55.37
估值比率					
P/E	194.3	52.0	20.3	12.5	9.3
P/B	25.1	13.5	9.7	6.6	4.6
EV/EBITDA	18.0	41.0	18.5	11.0	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 02 日收盘价

内容目录

1 产品结构持续优化，全年业绩延续高增	5
2 PCB: AI 驱动高景气延续，产品创新斜率陡峭.....	8
3 前瞻把握 AI 发展机遇，全球 PCB 龙头再启航.....	17
4 盈利预测及投资建议	22
风险提示	23

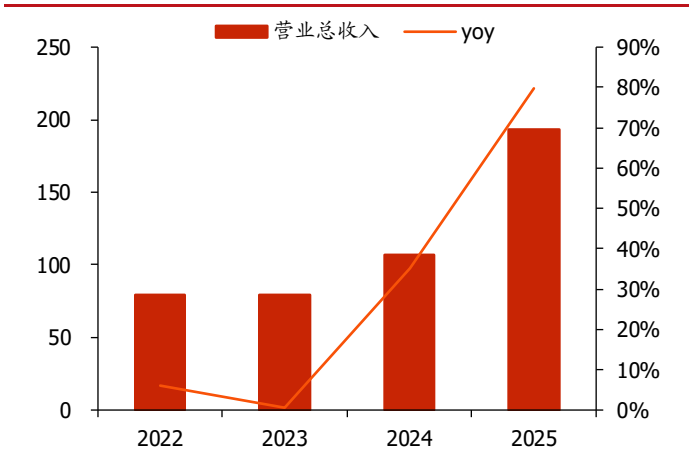
图表目录

图表 1: 公司历年营业总收入 (亿元)	5
图表 2: 公司历年归母净利润 (亿元)	5
图表 3: 公司各应用领域历年营收 (亿元)	5
图表 4: 公司各产品历年营收 (亿元)	6
图表 5: 公司分产品营收占比 (%)	6
图表 6: 公司各产品历年销售单价 (元/平方米)	6
图表 7: 公司整体销售毛利率、净利率及分产品毛利率情况	6
图表 8: 公司主要产品类别产能及利用率	7
图表 9: PCB 产业链.....	8
图表 10: PCB 成本占比.....	8
图表 11: 覆铜板成本占比	8
图表 12: 按产品分全球 PCB 市场规模.....	9
图表 13: 按应用分全球 PCB 市场规模.....	9
图表 14: 全球服务器与 AI 服务器出货量趋势	10
图表 15: AI 服务器出货结构.....	10
图表 16: 全球 14 层及以上高多层 PCB 市场规模.....	10
图表 17: 全球高阶 HDI 市场规模.....	11
图表 18: Nvidia Rubin 平台	12
图表 19: Rubin GPU 和 Groq3 LPU	12
图表 20: NVIDIA Groq3 LPX.....	12
图表 21: Vera CPU.....	13
图表 22: Vera CPU Rack.....	13
图表 23: Rubin Ultra 拆解	13
图表 24: 英伟达产品路线图	14
图表 25: 推理集群的部署数量极为可观	14
图表 26: 定制加速计算市场规模扩大逻辑	15
图表 27: Marvell 数据中心市场规模.....	15
图表 28: Google 部分 TPU 产品情况.....	15
图表 29: FP8 算力性能代际提升对比	15
图表 30: 能效比 (每瓦算力) 代际提升对比	15
图表 31: AWS Trainium 3.....	16
图表 32: 公司基本情况介绍	17
图表 33: 公司产品及应用领域.....	18
图表 34: 胜宏科技生产中心部分资料 (截止 25 年 12 月 31 日)	19
图表 35: Rubin GPU 结构图.....	20
图表 36: Google TPU	20
图表 37: 智能制造蓝图规划	20
图表 38: 公司研发费用情况 (亿元)	21
图表 39: 胜宏科技分业务拆分 (百万元)	22

1 产品结构持续优化，全年业绩延续高增

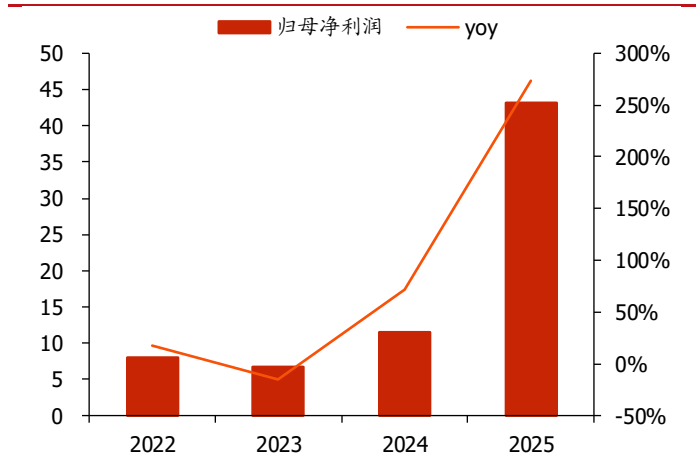
充分受益 AI 浪潮，公司业绩屡创新高。随着公司 AI 算力、数据中心等领域产品布局快速落地并实现大规模量产，推动公司业绩在近年持续高速增长，公司分别在 2024、2025 年录得营业总收入 107.3、192.9 亿元，同比增长 35%、80%；实现归母净利润 11.5、43.1 亿元，同比增长 72%、274%，公司业绩屡创新高。我们预计随着应用于 AI 及其他尖端应用领域对 HDI 性能及需求持续增长，公司业绩将保持高增态势进一步快速增长。

图表1: 公司历年营业总收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

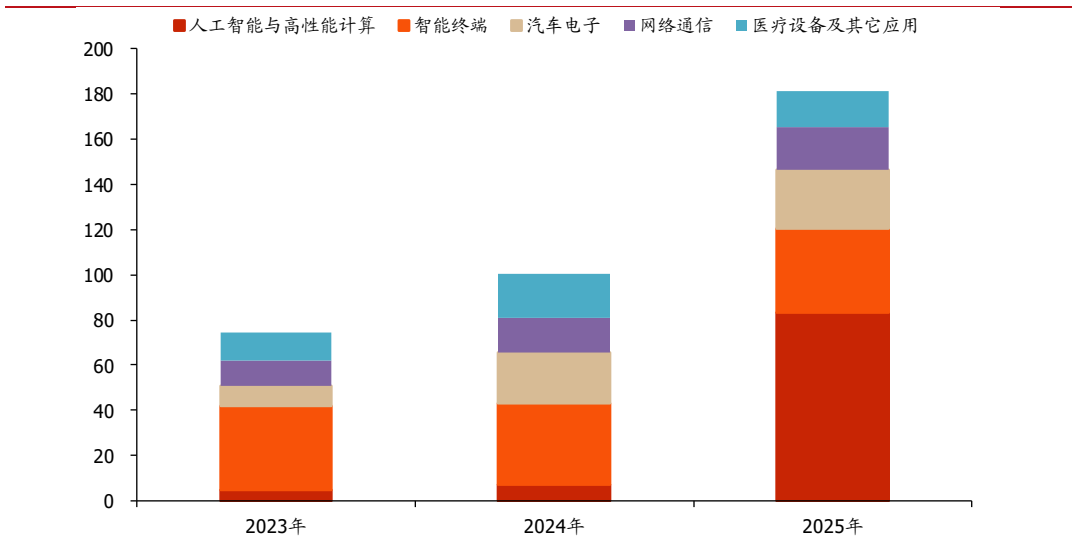
图表2: 公司历年归母净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 国盛证券研究所

AI 驱动 PCB 行业结构性增长机遇，公司 AI 相关营收快速提升。PCB 作为承载核心计算组件的关键载体，AI 算力硬件迭代催生对 PCB 需满足高频高速、低信号损耗、高散热性能等方面的更高性能需求，预计高性能 PCB 的需求在 AI 技术爆发式增长的当下快速增长。在此背景下公司 AI 与高性能计算相关收入从 2024 年的 7.1 亿元快速增长至 2025 年的 83.4 亿元，同比增长 1081%，营收占比从 2024 年的 6.6% 迅速跃升至 2025 年的 43%，增速显著。我们认为未来随着 PCB 价值量更高的 AI 服务器出货量的进一步上升，公司 AI 及高性能计算相关收入也将随之增厚。

图表3: 公司各应用领域历年营收 (亿元)

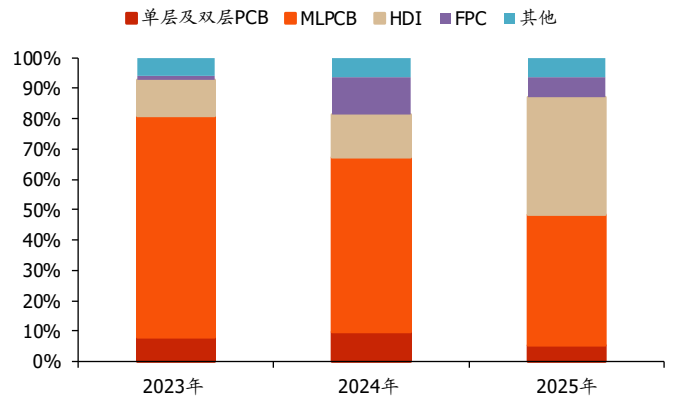
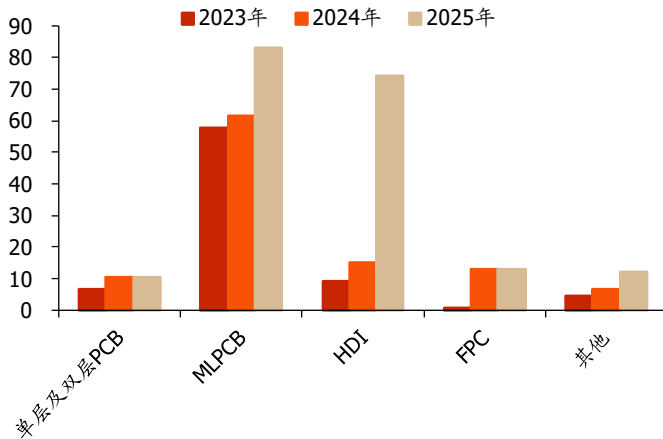


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

AI对PCB提出更高性能要求，高多层PCB及HDI需求强劲。随着AI及高性能计算、高端通信设备、智能驾驶等应用对信号完整性提出更严苛的要求，高端PCB产品需求日益增长，公司相关产品营收迅速起量。根据产品类别划分营收，公司2025年单层及双层PCB营收为10.3亿元，同比下降2%；MLPCB营收为83.2亿元，同比增长35%；HDI营收为74.2亿元，同比增长388%；FPC营收为13.1亿元，同比增长0.3%；其他业务营收为12.1亿元，同比增长78%。其中值得注意的是，得益于AI及高性能计算方面对HDI的强劲需求，公司HDI营收占比相较2024年迅速提升24pcts，我们预计随着AI技术的进一步普及，HDI相关收入占比将进一步提升。

图表4: 公司各产品历年营收(亿元)

图表5: 公司分产品营收占比(%)



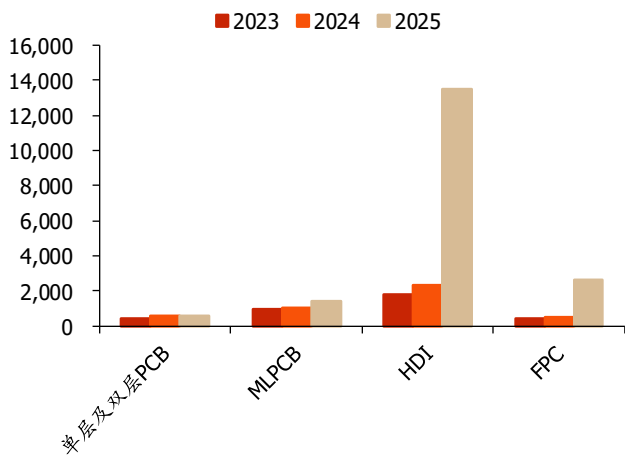
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

AI相关高附加值产品进一步优化公司盈利能力。由于AI计算相关应用的强劲需求，毛利率较高的高端HDI和MLPCB相较其他产品的需求显著增长，带动公司整体盈利能力上升。公司2025年HDI和MLPCB的平均售价在产能优化转移至更高端的PCB产品下快速上升，其中由于高阶HDI产品采用了更先进的设计、工艺及材料，HDI相关产品的平均售价从2024年的2351元/平方米迅速跃升至2025年的13475元/平方米，进一步扩大公司盈利空间。具体看各产品毛利率，2025年HDI毛利率迅速增厚至43.5%，同比增长21pcts；MLPCB毛利率上升至24.4%，同比增长9.2pcts；整体毛利率在HDI的推动下迅速从2024年的22.7%提升至35.2%，同比增长12.5pcts。公司净利率则在毛利率优化的背景下进一步从2024年的10.8%提升至22.4%，同比提升11.6pcts。我们认为公司盈利能力将在未来随着公司产品结构向高端PCB产品调整进一步提升。

图表6: 公司各产品历年销售单价(元/平方米)

图表7: 公司整体销售毛利率、净利率及分产品毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: iFinD, 公司公告, 国盛证券研究所

前瞻加码全球产能建设投入，高端产品产能优势显著。AI 算力 PCB 相较于传统 PCB，在技术难度与工艺要求显著提升，对材料性能、加工精度及层间对位等指标提出了极高要求。这些更高的技术标准提高了设备性能标准，公司通过部署先进设备及与全球领先设备供应商培养长期关系，在人工智能计算 PCB 制造中保持强劲领先。目前公司在中国与海外拥有五大研发基地及生产基地，并随着与全球多家顶尖科技企业合作的广度与深度不断延伸，公司正加速在泰国、越南等东南亚国家建设海外生产基地。公司预计越南北宁生产中心将于 2026 年投产；泰国大城府兴设施中的一部分已于 2025 年下半年经改造后投产，剩余部分则预计于 2026 年下半年投产，两处生产基地均将主要生产 MLPCB 和 HDI 相关产品。预计全面投产后，越南北宁的新生产设施预计年产能将达到 150 万平方米，泰国大城府的新生产设施预计年产能将达到 1500 万平方米。

截止 2025 年，公司已形成 860.3 万平方米的单层、双层 PCB 及 MLPCB 产能、56.4 万平方米的 HDI 产能以及 65.5 万平方米的 FPC 产能。公司 HDI 目前产能已接近满产阶段，产能利用率为 97.7%，相较于 2024 年产能利用率同比提升 28.1pcts。我们认为随着公司海外产能的逐步投产并释放产能，公司营收规模将进一步增长。

图表8: 公司主要产品类别产能及利用率

项目	2023			2024			2025		
	产能 (万平方米)	利用率 (%)	产量 (万平方米)	产能 (万平方米)	利用率 (%)	产量 (万平方米)	产能 (万平方米)	利用率 (%)	产量 (万平方米)
单层、双层 PCB 及 MLPCB	825.5	88.4	729.8	865.2	90.4	782.2	860.3	81.6	701.7
HDI	71	71.5	50.8	93	69.6	64.7	56.4	97.7	55.2
FPC	5.4	59.7	3.2	66	73	48.2	65.5	79.6	52.1
总计	901.9	86.9	783.8	1024.2	87.4%	895.1	982.2	82.4	809

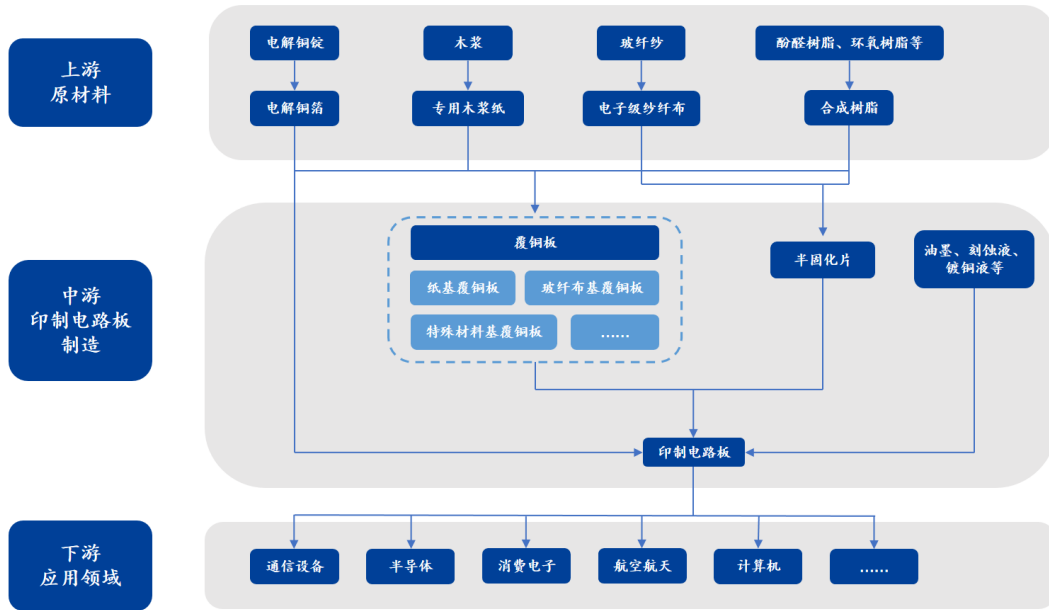
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2 PCB: AI 驱动高景气延续，产品创新斜率陡峭

PCB 是重要的电子部件，是电子元器件的支撑体，是电子元器件电气相互连接的载体。

AI 热催升高端 PCB 市场需求，高端 HDI 等供应持续吃紧，相关厂商产能利用率亦处于高位。高端 PCB 需求爆发下，带动上游材料供应紧张，从产业链来看，上游包括铜箔、铜球/氧化铜粉、半固化片（粘结片）、玻璃纤维布、木浆、油墨、树脂、干膜、蚀刻液等，其中电解铜箔、树脂和玻璃纤维布为三大主要材料，PCB 导电、绝缘和支撑主要依靠以上三大原材料实现。中游基材主要为覆铜板，由铜箔、环氧树脂、玻璃纤维纱等原材料加工制成。下游应用行业涉及消费电子产品、汽车、通信、航空航天、军用等行业。

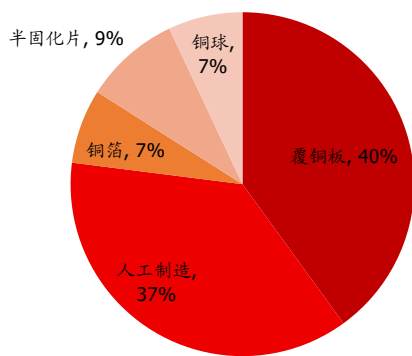
图表9: PCB 产业链



资料来源：前瞻产业研究院，国盛证券研究所

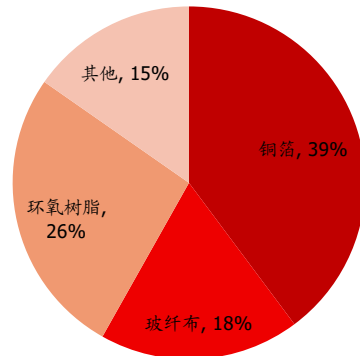
PCB 的生产成本主要分为材料成本和人工制造成本，其中材料成本主要包括覆铜板、铜箔、磷铜球、油墨等。覆铜板（CCL）是制作 PCB 的核心材料，而电解铜箔又是制造覆铜板的主要原材料，约占覆铜板生产成本的 40%。

图表10: PCB 成本占比



资料来源：深企投，国盛证券研究所

图表11: 覆铜板成本占比



资料来源：深企投，国盛证券研究所

2029 年全球 PCB 市场销售收入将达到 937 亿美元。以销售收入计，全球 PCB 市场规模从 2020 年的 620 亿美元增长至 2024 年的 750 亿美元，CAGR 为 4.9%。预计到 2029

年，全球 PCB 市场销售收入将达 937 亿美元，2025 年至 2029 年 CAGR 为 4.8%。按不同产品划分，以销售收入计，2024 年全球单双层 PCB、多层 PCB、HDI PCB、FPC 及封装基板市场规模分别为 79 亿美元、286 亿美元、128 亿美元、128 亿美元及 129 亿美元。随着人工智能、5G 通信及物联网等新兴技术快速发展与应用，全球 PCB 市场规模将持续扩张。预计至 2029 年，全球单双层 PCB、多层 PCB、HDIPCB、FPC 及封装基板销售收入将分别达到 90 亿美元、345 亿美元、169 亿美元、155 亿美元及 178 亿美元。

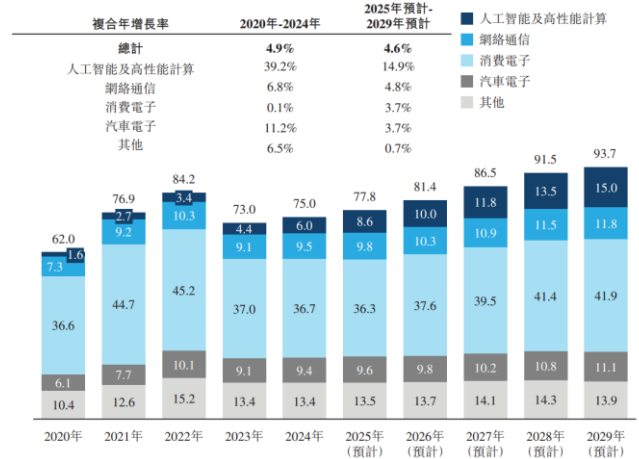
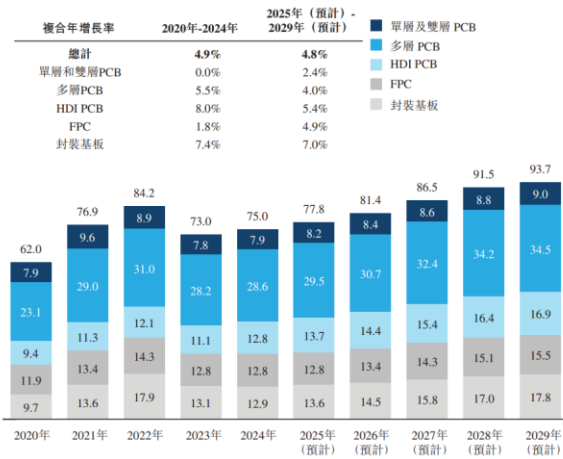
按不同应用领域划分，以销售收入计，2024 年全球 PCB 市场在人工智能及高性能计算、网络通信、消费电子和汽车电子应用领域分别达到 60 亿美元、95 亿美元、367 亿美元及 94 亿美元。其中，2024 年智能终端领域 PCB 市场的全球销售收入已达到 161 亿美元，2020 年至 2024 年 CAGR 为 2.5%。预计到 2029 年，该收入将达到 209 亿美元，2025 年至 2029 年 CAGR 为 6.4%。随着近年来全球云计算以及人工智能技术和应用的快速发展，服务器、数据中心等云基础设施的需求持续扩大，推动 PCB 产品在人工智能及高性能计算领域的用量相应增加。全球 PCB 市场在人工智能及高性能计算领域的规模将进一步增长，2029 年将达 150 亿美元，2025 年至 2029 年 CAGR 达 14.9%。

图表12: 按产品分全球 PCB 市场规模

图表13: 按应用分全球 PCB 市场规模

全球PCB市場規模，按產品劃分（十億美元，2020-2029年預計）

全球PCB市場規模，按應用領域劃分（十億美元，2020-2029年預計）



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

全球 PCB 市场在人工智能及高性能计算领域的规模实现强劲增长，主要受北美云服务提供商为满足 AI 计算爆发式增长而持续上调资本开支所驱动。北美云服务提供商大规模的资本投入，正加速推动新一代 AI 服务器、数据中心等基础设施的建设与升级换代，进而大幅提升对用于高速运算、高密度互联的高端 PCB 产品的需求。从服务器出货来看，根据 Trendforce 数据，2026 年全球服务器出货量预估将年增 12.8%，其中 AI 服务器出货年增率约 28.3%，为主要成长动能。就出货结构而言，2026 年预估 GPU 型 AI 服务器仍为主流，出货占比约 69.7%，其中 NVIDIA GB300 平台为主要出货动能。同时 ASIC 架构 AI 服务器占比将创新高（约占 27.8%），其中 Google TPU 将为 ASIC 主要市场推手。市场重心由 LLM 训练逐步转向 AI 推理，因此除了持续部署 A 服务器外，也同步扩大导入通用型服务器（用于推论前后的资料处理、模型管理于储存需求），将使 AI 带动效应由单点扩散至整体服务器体系。

图表14: 全球服务器与AI服务器出货量趋势



资料来源: 未来半导体, Trendforce, 国盛证券研究所

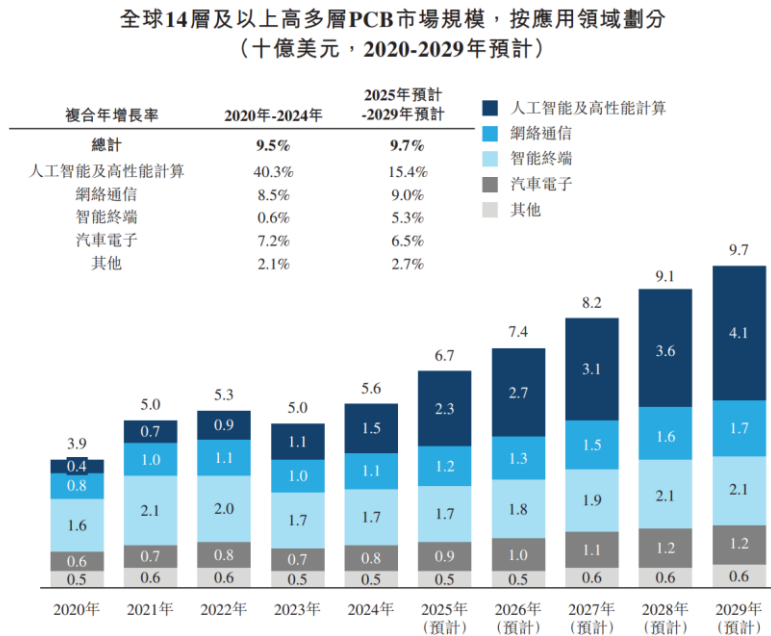
图表15: AI服务器出货结构



资料来源: 未来半导体, Trendforce, 国盛证券研究所

MLPCB按层数可分为中低层数MLPCB(4-6层)与高多层PCB(8层及以上)。多层PCB可承载更复杂的电路设计与更高密度的元器件布局,从而在有限空间内实现更多功能。高多层PCB指层数超过8层、布线密度更高、信号传输性能更优异的多层PCB。高多层PCB需采用更精密的压合工艺以保证层间对准,使用更先进的钻孔技术实现更小导通孔与更高深宽比,并选用更优质的材料以满足高频高速信号要求。随着人工智能及高性能计算、高端通信设备、智能驾驶等应用对信号完整性和散热性能提出更严苛要求,14层及以上高多层PCB的需求持续增长。更高层数意味着PCB可容纳更多线路,显著提升布线密度,从而在有限空间内实现更复杂的功能。以销售收入计,全球高多层PCB市场规模从2020年93亿美元增至2024年125亿美元,2020至2024年CAGR为7.7%;预计到2029年,全球高多层PCB销售收入将达171亿美元,2025至2029年CAGR为5.7%。按层数划分,2024年全球8-12层高多层PCB销售收入达69亿美元,14层及以上高多层PCB达56亿美元,2020至2024年复合年增长率分别为6.3%和9.5%。

图表16: 全球14层及以上高多层PCB市场规模



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

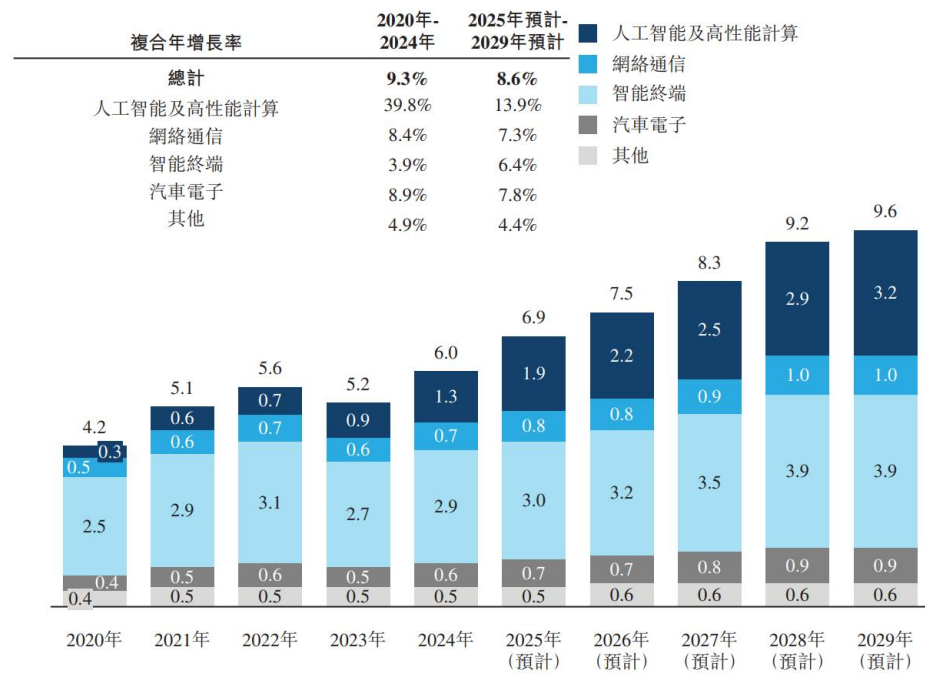
HDI PCB是指采用细线路、微小孔、薄介电层的高密度印制电路板技术的PCB产品。HDI PCB通过合理设置埋孔、盲孔,能够减少通孔数量、节约PCB布线面积并提升布线密度,从而在有限空间内容纳更多器件,显著提高元器件集成密度。根据增层阶数与工艺复杂度不同,HDI PCB可分为低阶HDI PCB与高阶HDI PCB。低阶HDI PCB包括一阶HDI(“1+N+1”结构)和二阶HDI(“2+N+2”结构);高阶HDI PCB则指三阶及以上HDI(“3+N+3”及以上结构)。“N”代表常规通孔PCB的层数,前缀数字(1/2/3)表示

叠加的增层层数。高阶 HDI PCB 具备高密度、高频、高速信号处理等性能优势，对追求极致微型化与信号完整性的服务器、高端网络通信、汽车电子等领域至关重要。

以销售收入计，全球 HDI PCB 市场规模从 2020 年的 94 亿美元增长至 2024 年的 128 亿美元，2020 至 2024 年 CAGR 为 8.0%；预计到 2029 年，全球 HDI PCB 市场规模将达到 169 亿美元，2025 至 2029 年 CAGR 为 5.4%。按产品阶数划分，2024 年全球低阶 HDI PCB 市场规模为 68 亿美元，高阶 HDI PCB 市场规模为 60 亿美元，2020 至 2024 年 CAGR 分别为 6.9% 和 9.3%。按应用领域划分，以销售收入计，2024 年全球高阶 HDI PCB 市场在人工智能及高性能计算、网络通信、智能终端及汽车电子领域分别达到 13 亿美元、7 亿美元、29 亿美元和 6 亿美元。其中，人工智能及高性能计算领域增速领先，2020 至 2024 年 CAGR 达 39.8%。展望未来，预计 2029 年全球高阶 HDI PCB 在人工智能及高性能计算领域的市场规模将达到 32 亿美元，2025 至 2029 年 CAGR 达 13.9%。

图表17: 全球高阶 HDI 市场规模

全球高阶 HDI PCB 市场规模，按应用领域划分（十亿美元，2020-2029 年预计）



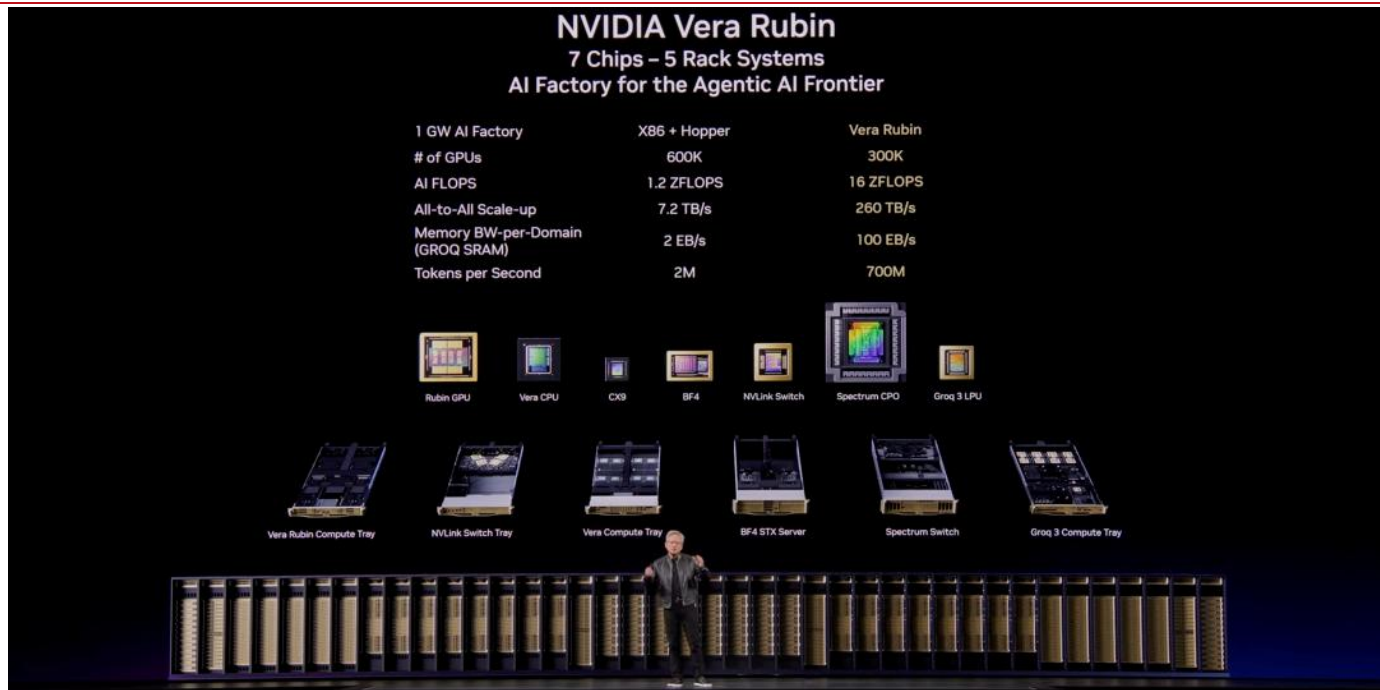
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

GTC2026 上，英伟达发布其新一代服务器平台的全套系统。Rubin 平台包含 7 款芯片：Vera CPU、Rubin GPU、NVLink 6 Switch、NVIDIA ConnectX 9 SuperNIC、BlueField4 DPU 和 Spectrum-6 以太网交换机，以及 Groq 3 LPU，以及 5 款不同类型的机架设计和一台超级计算机。PCB 角度来看核心增量主要包含：

- (1) 性能进一步提升服务于重计算的 Vera Rubin 平台；
- (2) 为负载编排调度优化的 Vera CPU 及全新增量机架；
- (3) 为推理速度提升而全新设计的 LPU 芯片及全新增量 LPU 机架；
- (4) Rubin Ultra Kyber 机柜带来的架构升级以及正交背板全新增量；
- (5) 费曼架构中光铜共存或将引入全新 PCB 形态。

英伟达预计其 2027 年收入将超 1 万亿美元，印证公司当前及新一代平台的超强竞争力及旺盛的 AI 硬件需求，AI PCB 将同步受益于 AI 硬件升级及创新带来的诸多全新增量而保持高速增长。

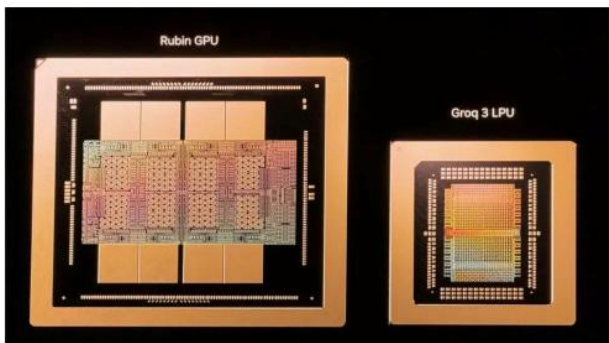
图表18: Nvidia Rubin 平台



资料来源: 机器之心, 国盛证券研究所

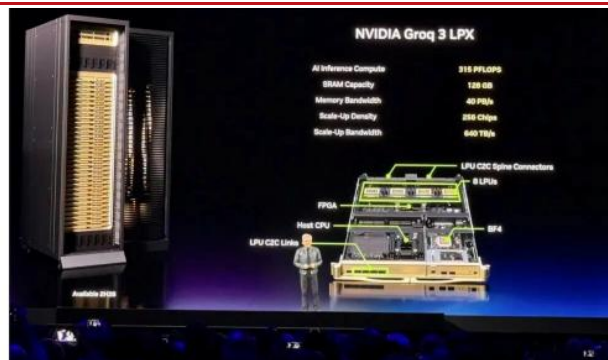
英伟达 Rubin 系列新增 LPX 推理芯片。英伟达 Rubin 平台现在包含一款新的芯片——英伟达 Groq3 LPU，这是一款推理加速器，与大多数依赖 HBM 作为工作内存层的 AI 加速器不同，每颗 Groq3 LPU 都集成了 500MB 的 SRAM，这块 SRAM 可提供 150TB/s 的带宽，远高于 HBM 的 22TB/s。LPU 能够大幅增强 Rubin 系统低延迟、高吞吐交付 Token 的能力，从而提升英伟达在 AI 时代的推理能力。英伟达将构建包含 256 个 Groq3 LPU 的 Groq3 LPX 机架。该机架提供 128GB 的 SRAM 和 40PB/s 的推理加速带宽，并通过每个机架 640TB/s 的专用扩展接口将这些芯片连接起来。对于英伟达数据中心集群而言，全新的 LPU 芯片及 LPX 机架将带来推理相关 PCB 硬件的全新增量需求。

图表19: Rubin GPU 和 Groq3 LPU



资料来源: 半导体行业观察, 国盛证券研究所

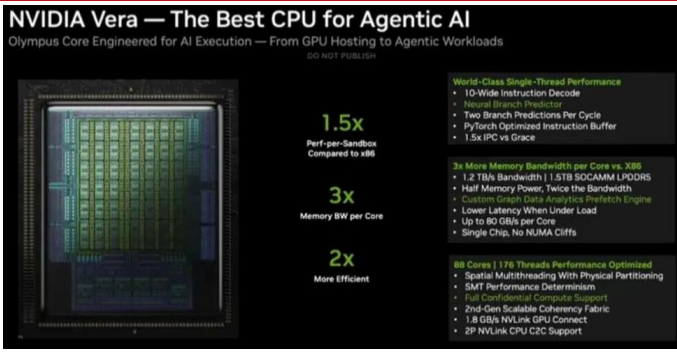
图表20: NVIDIA Groq3 LPX



资料来源: 半导体行业观察, 国盛证券研究所

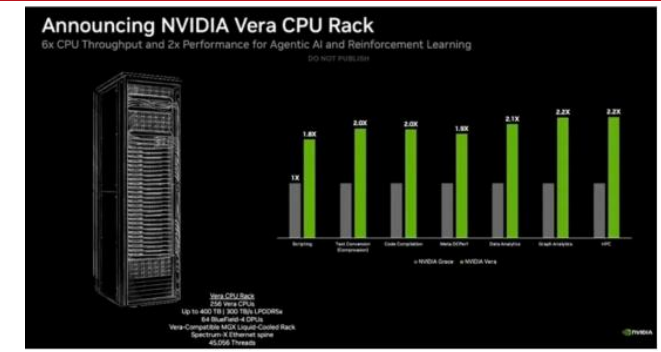
Vera CPU 芯片性能大幅提升，提升调度编排能力。英伟达公布了其全新 88 核 Vera 数据中心 CPU 的更多细节，得益于 Olympus 核心 IPC 提升 1.5 倍，以及英伟达创新高带宽设计，该设计可提供市场上最快的单线程性能，比标准 CPU 提升了 50%。英伟达还同时发布全新的 Vera CPU 机架架构，该架构将 256 个液冷 CPU 集成到一个机架中，专为以 CPU 为中心的工作负载而设计，其 CPU 吞吐量提升了 6 倍，在智能 AI 工作负载中的性能提升了 2 倍。CPU 机架的加入将提升 Rubin 系统 AI 负载的工作流调度及优化能力。硬件层面来看，密集的 CPU 机架将带动 CPU 主板 PCB 以及网卡、硬盘等配板 PCB 的需求大幅提升。

图表21: Vera CPU



资料来源: 半导体行业观察, 国盛证券研究所

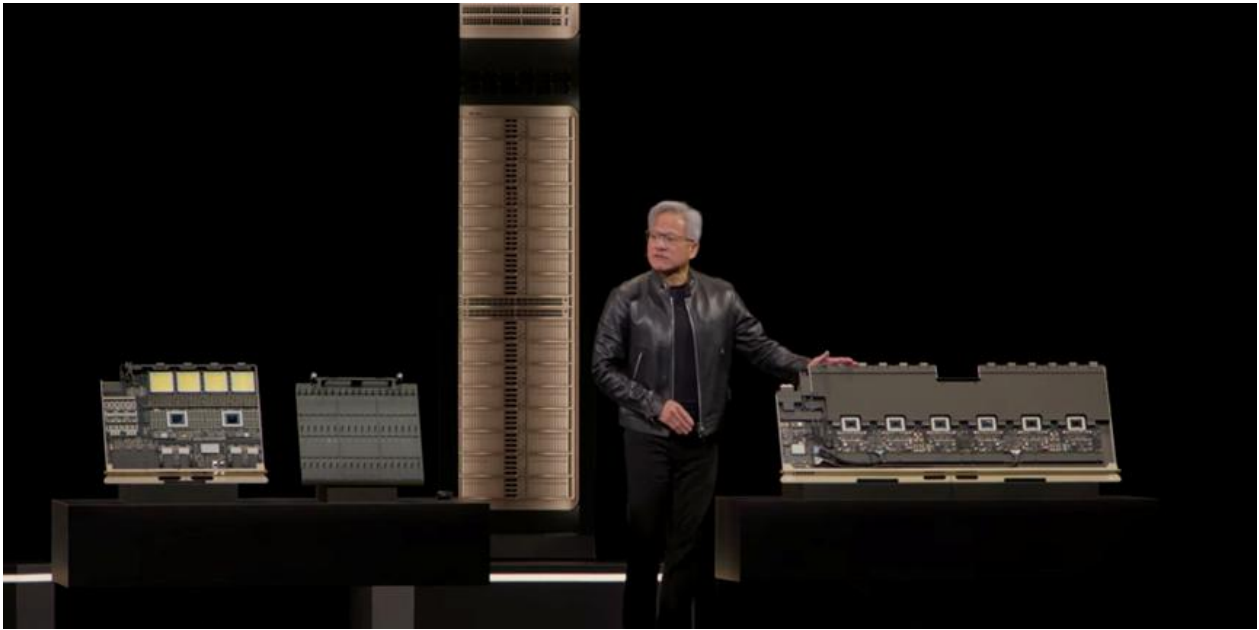
图表22: Vera CPU Rack



资料来源: 半导体行业观察, 国盛证券研究所

Rubin Ultra 正交背板如期而至。根据英伟达 Rubin Ultra 结构图, 可以看到其 PCB 架构再次变化, 其内部构成主要包括三大部分, Compute Blade 对应此前 GB200 等系列机柜的 Compute Tray; Switch Blade 对应此前 GB200 机柜的 Switch Tray 位于机柜背面; Switch 和 Compute blade 之间通过正交背板连接, 相较于 GB200 等系列机柜该部件为新增部件, 用于替代铜缆, 有望带动单柜 PCB 价值量的大幅增长。我们认为无论是芯片本身的性能速率升级还是架构层面变化带来的全新增量均将推动机柜 PCB 价值量显著增长。

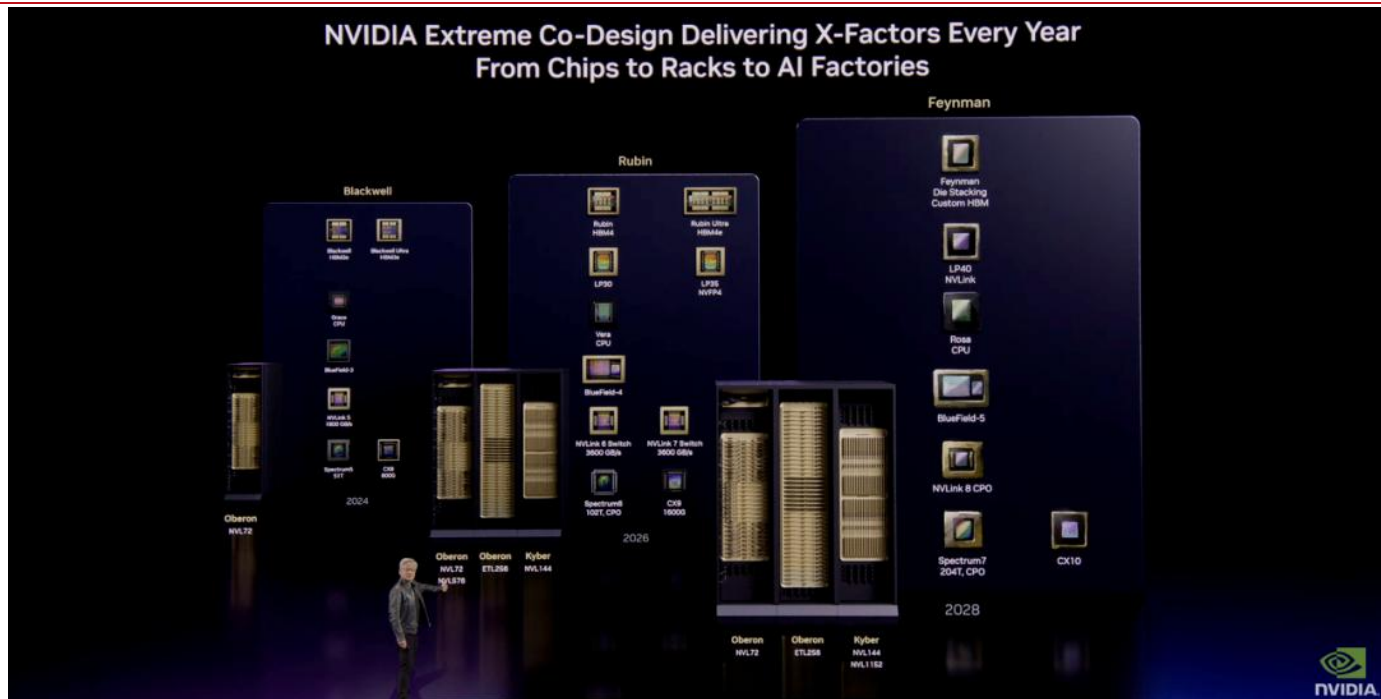
图表23: Rubin Ultra 拆解



资料来源: DeepTech 深科技, 国盛证券研究所

根据英伟达产品路线图, 其 Feynman 架构芯片平台有望于 2028 年正式登场, 除了更新一代的 Feynman GPU, 英伟达还将带来全新的 Rosa CPU, 黄仁勋称该 CPU 将编排智能体工作负载的完整结构: 在 GPU、LPU、存储和网络之间实现高效调度数据、工具与 Token, 对应下一代 CPU 系统硬件架构有望持续升级。此外, 我们还看到 CPO 和铜将有望在 Feynman 架构中共存, 伴随更快的传输速率以及更高集成的光电共封装, AI PCB 形态有望迎来进一步升级, mSAP、Cowop 等新技术路线有望采用, 价值量将持续提升。

图表24: 英伟达产品路线图

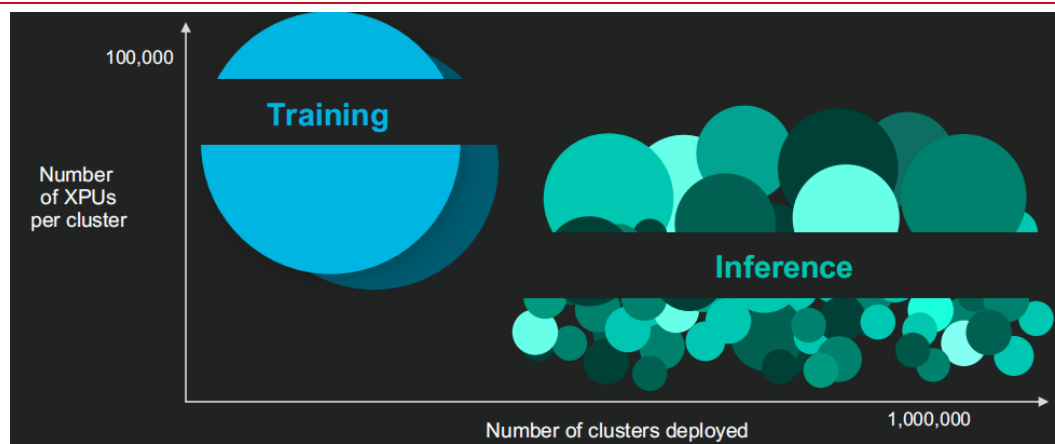


资料来源: 果壳, 国盛证券研究所

ASIC 方面: 北美自研 ASIC 出货有望持续提升, 带动 ASIC PCB 旺盛需求。

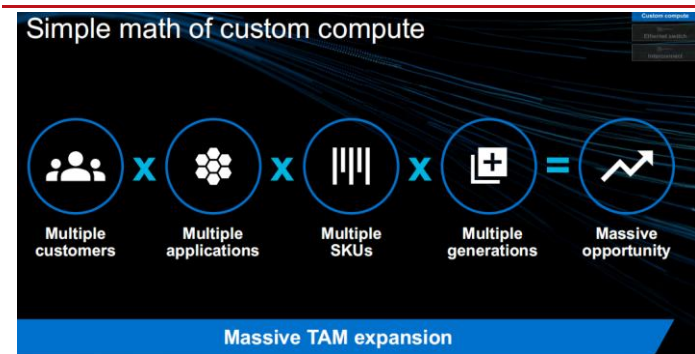
定制加速计算芯片需求火热, 2028 年市场规模有望达 554 亿美元。Marvell 表示 2025 年各个厂商数据中心资本开支总和约为 5930 亿美金, 预计到 2028 年将达到 10220 亿美金, CAGR 达 20%。AI 算力集群特别是推理集群对加速计算芯片的庞大需求, 驱动 ASIC 快速成长。Marvell 上调定制计算芯片 (包括 XPU 和 XPU 配套芯片) 市场规模指引, 2023 年定制加速计算芯片市场规模为 66 亿美元, 预计到 2028 年定制加速计算芯片市场规模将达 554 亿美元, 相比此前预测扩大 29%, 2023-2028 年 CAGR 为 53%。其中, XPU 市场规模将从 2023 年的 60 亿美金提升至 2028 年的 408 亿美金, 2023-2028 年 CAGR 为 47%; XPU 配套芯片市场规模将从 2023 年的 6 亿美金提升至 2028 年的 146 亿美金, 2023-2028 年 CAGR 为 90%。

图表25: 推理集群的部署数量极为可观



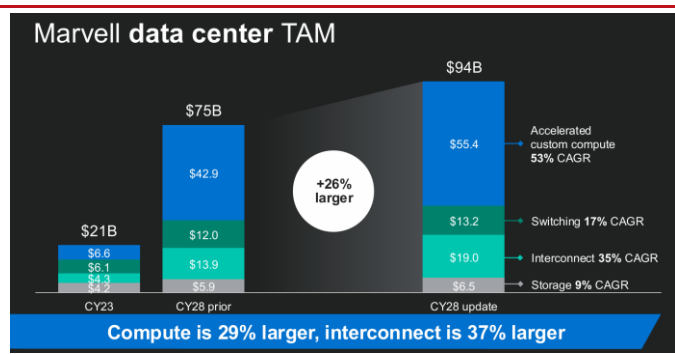
资料来源: Marvell, 国盛证券研究所

图表26: 定制加速计算市场规模扩大逻辑



资料来源: Marvell, 国盛证券研究所

图表27: Marvell 数据中心市场规模



资料来源: Marvell, 国盛证券研究所

谷歌 (Google) 作为行业领先者, 已推出 Ironwood 芯片, Ironwood TPU 采用两种不同的集群 (Pod) 配置: 一种为包含 256 个计算引擎的集群, 适用于推理场景; 另一种为包含 9216 个计算引擎的集群, 适用于训练场景。(当然, 如果推理任务规模极大, 理论上也可以在更大的集群上运行。) TPU 集群根据规模不同, 通过芯片间互联 (ICI) 采用二维或三维环网拓扑结构。

图表28: Google 部分 TPU 产品情况

	2022	2023	2025
Pod Size (chips)	4896	8960	9216
HBM Bandwidth/Capacity	32 GB @ 1.2 TBs HBM	95 GB @ 2.8 TBs HBM	192 GB @ 7.4 TBs HBM
Peak Flops per chip	275 TFLOPS	459 TFLOPS	4614 TFLOPS

资料来源: nextplatform, 国盛证券研究所

图表29: FP8 算力性能代际提升对比



资料来源: nextplatform, 国盛证券研究所

图表30: 能效比 (每瓦算力) 代际提升对比



资料来源: nextplatform, 国盛证券研究所

2025 年 12 月, 全球最大云计算厂商亚马逊 AWS 发布了新款 AI 芯片和新款自研模型。亚马逊 AWS CEO 马特·加曼宣布亚马逊 AWS 自研的 AI 芯片 Trainium 3 已经上线, 这是一款 3nm 工艺制程的芯片。AWS 下一代 AI 芯片 Trainium 4 也在研发设计阶段, 预计其在 FP4 计算精度下的性能相比 Trainium 3 将提升 6 倍以上。同时亚马逊也表示已经部

署了超过 100 万枚 Trainium 系列 AI 芯片。Trainium 芯片每年为亚马逊 AWS 带来了数十亿美元的收入。

Meta 在成功部署首款自研 AI 加速器 MTIA 后，正与博通联合开发下一代产品 MTIA v2。由于 Meta 对 AI 推理负载有高度定制化需求，MTIA v2 的设计特别注重能效优化与低延迟架构，以平衡推理性能与运营效率。

微软（Microsoft）当前在 AI 服务器搭建中仍主要采用搭载英伟达 GPU 的解决方案，但也在加速自研 ASIC 芯片的开发。其 Maia 系列芯片主要针对 Azure 云端平台的生成式 AI 应用及相关服务进行优化，下一代 Maia v2 的设计已确定，后端设计及量产交付由 GUC 负责。除深化与 GUC 的合作外，微软还引入美满电子共同参与 Maia v2 进阶版的设计开发，以强化自研芯片的技术布局，有效分散开发过程中的技术与供应链风险。

图表31: AWS Trainium 3



资料来源: techpowerup, 国盛证券研究所

AI 服务器设计结构性转变，PCB 价值量大幅提升。PCB 在 AI 服务器中的价值量持续增长，一方面得益于 PCB 层数与工艺难度升级。PCB 层数、阶数提升，板厚增加，线宽线距缩小，加工精度提高。材料等级升级同样会带来价值量的提升。由于 PCB 是定制化产品，要求越高、难度越大，行业里具备生产能力的厂商就越少。**综合来看，PCB 工艺要求提升带来 ASP 成倍的增长。另一方面是得益于功能集成增加。**PCB 在服务器中承担功能更加复杂，在 PCB 上集成更多功能有利于降低组装难度，提升良率与自动化率，对客户来说虽 PCB 成本上升但整体效益更优，推动价值量占比有望持续提升。当前来看，AI 服务器设计正迎来结构性转变，从英伟达 Rubin 平台的无缆化架构，到云端大厂自研 ASIC 服务器的高层 HDI 设计，PCB 不再只是电路载体，而成为算力释放的核心层，**PCB 正式进入高频、高功耗、高密度的“三高时代”。**我们认为，伴随芯片升级，PCB 除用量升级外，其材料、规格、架构将进一步升级，有望向更高多层、更高阶数发展，材料有望实现向 M9 演进，单台服务器的 PCB 价值比上一代实现倍增，GPU 和 ASIC 服务器出货量持续增长势必带动 PCB 需求，PCB 量价齐升，此外，展望未来，CoWoP 技术有望重塑 PCB/载板边界，以高密度 PCB 为核心，将芯片与中介层直接整合于高阶布线 PCB 之上，以应对 AI 芯片互连规模快速扩张所带来的 I/O 密度与封装尺寸压力。

3 前瞻把握 AI 发展机遇，全球 PCB 龙头再启航

全球 AI PCB 龙头，产品技术领先。公司提供全 PCB 产品系列，专注于定制化解决方案，为客户提供端到端产品及高附加值服务，产品涵盖单层及双层 PCB、高多层 PCB（MLPCB）、高阶 HDI，以及刚挠结合板（Rigid-Flex）等各类柔性电路板（FPC）。根据弗若斯特沙利文资料，按 2025 年上半年细分产品营业收入计算，公司在全球人工智能及高性能计算 PCB 领域市场份额位居第一，在全球高阶 HDI 市场份额位居第一，在全球 14 层及以上高多层 PCB 市场份额位居第一。

- 1) **HDI:** 公司是全球首批实现 6 阶 24 层 HDI 产品大规模量产的企业之一，并已启动 14 阶 36 层 HDI 研发，线宽/线距可达 40/40 μ m，根据弗若斯特沙利文数据，公司从 6 阶量产到 10 阶 HDI 的研发认证仅用时 18 个月，快于行业 24 至 36 个月的平均迭代周期。公司高端 HDI 产品采用超低损耗的 M8 或 M9 级材料，可实现 112Gbps 和 224Gbps 的传输速率；并采用 mSAP 工艺，实现 25/25 微米的线宽/线距布线密度。该产品广泛应用于 AI 算力卡、AI 服务器和高速光通信设备。其超精细电路图案与高速互联性能，对支撑复杂芯片架构、最小化信号损耗，并在严苛高频条件下提升系统性能至关重要。目前，公司是全球少数能够量产 6 阶及以上高阶 HDI 的企业之一。截至 2025 年 12 月 31 日年度，6 阶及以上高阶 HDI 约占公司 HDI 业务总收入的 75.0%。
- 2) **高多层:** 公司目前已具备 70 层以上高多层 PCB 的研发与量产能力，拥有 100 层以上高多层 PCB 的技术研发储备。公司的 15.0mm 厚板技术实现了 40:1 的高纵横比，可有效适配超大尺寸芯片的封装需求，同时公司正在研发 14.5mm 的超厚板技术。公司的高精度背钻技术在量产中已达到 4 \pm 2mil 的精度，显著降低信号损耗，此外，公司正积极研发 0-stub 工艺，以满足下一代超高速信号传输要求。在 AI 计算领域，公司 MLPCB 采用超低损耗的 M8 或 M9 级材料，可实现 112Gbps 和 224Gbps 的传输速率，以及 60/60 微米的线宽/线距布线密度。截至 2025 年 12 月 31 日年度，8 层以上 MLPCB 约占我们 MLPCB 总收入的 52.1%，14 层以上 MLPCB 约占 18.6%。根据弗若斯特沙利文资料，目前全球范围内能够生产 70 层以上 MLPCB 的企业数量不足 10 家。
- 3) **FPC:** 公司专注于微型柔性电路板（FPC）生产，可制造宽度小于 2 毫米、精细线路尺寸为 50 μ m~50 μ m 的产品。MFSS 率先开发并具备采用卷对卷工艺生产长度达 2 米 FPC 的能力，适用于医疗导管领域。

图表32: 公司基本情况介绍

领导地位	蓝筹客户	研发						
全球人工智能及高性能计算 PCB 市场份额第一 (1) 全球高阶 HDI PCB 市场份额第一 (2) 全球 14 层及以上高多层 PCB 市场份额第一 (3)	全球领先的人工智能计算基础设施供应商 全球领先的电动汽车及清洁能源供应商 全球大型云服务供应商	具备 10 阶 30 层 HDI 技术能力，推进 14 阶 36 层 HDI 的研发，适配最先进 AI 算力卡性能需求 具备 70+ 层高多层 PCB 量产能力，拥有 100+ 高多层 PCB 技术能力，支持下一代 AI 服务器						
智能制造	高端 PCB 产能	增长						
业内最早实现大规模自动化制造，构建智能制造体系的企業之一 以客户需為核心的弹性智能制造，生产效率、製造精度、交付速度行業领先	6 阶及以上高阶 HDI 产能 60 萬平方米 (4) 14 层及以上高多层 PCB 产能 516 萬平方米 (4) 全球最大生產基地之一	<table border="1"> <tr> <td>2024年</td> <td>2025年</td> </tr> <tr> <td>營業收入 人民幣107億元</td> <td>營業收入 人民幣193億元</td> </tr> <tr> <td>2015-2024 CAGR 26.6%</td> <td>同比增長 79.8%</td> </tr> </table>	2024年	2025年	營業收入 人民幣107億元	營業收入 人民幣193億元	2015-2024 CAGR 26.6%	同比增長 79.8%
2024年	2025年							
營業收入 人民幣107億元	營業收入 人民幣193億元							
2015-2024 CAGR 26.6%	同比增長 79.8%							

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

在人工智能与高性能计算、智能终端、汽车电子、网络通信等行业持续升级的驱动下，高多层 PCB、HDI 等高性能 PCB 产品需求爆发，推动行业价值量显著提升。在相关领域，公司产品均已实现覆盖。

1) 人工智能与高性能计算: AI 算力需求爆发式增长，数据中心服务器、交换机持续升级，已成为推动高多层 PCB 与高阶 HDI 需求增长重要驱动力。据弗若斯特沙利文资料，2024 年全球 AI 及高性能计算 PCB 市场规模约 60 亿美元，预计 2029 年将增至 150 亿美元。其中，14 层及以上高多层 PCB 2024 年市场规模约 15.0 亿美元，预计 2029 年将增至 41.0 亿美元，CAGR 达 21.8%；高阶 HDI 2024 年市场规模约 13.0 亿美元，预计 2029 年将增至 32.0 亿美元，CAGR 达 20.3%。AI 算力 PCB 通常设计周期长、功能复杂，要求制造商具备深厚的技术专长。凭借行业领先的制造设备、先进的生产工艺、优异的产品性能以及稳定的规模化交付能力，公司在 AI 算力领域构筑了显著的竞争优势。

2) 智能终端: 下一代智能终端设备持续演进的技术需求，正推动市场对微型化、轻量化及高性能 PCB 需求不断增长。根据弗若斯特沙利文资料，2024 年全球智能终端 PCB 市场规模约为 161 亿美元，预计 2029 年增至 209 亿美元，其中，14 层及以上高多层 PCB 2024 年市场规模约 17 亿美元，预计到 2029 年增至 21 亿美元；高阶 HDI 2024 年市场规模约 29 亿美元，预计到 2029 年将增至 39 亿美元。公司 HDI 产品可满足智能终端设备对高密度集成的性能需求，FPC 产品可支持折叠屏连接及 AR 微模组等创新产品形态。

3) 汽车电子: 汽车电子化与智能驾驶系统的普及，尤其是在电动汽车中的应用，正带动高性能 PCB 需求持续提升。根据弗若斯特沙利文资料，2024 年全球汽车电子 PCB 市场规模约 94 亿美元，预计到 2029 年将增至 111 亿美元，其中，14 层及以上高多层 PCB 2024 年市场规模约 8.0 亿美元，预计到 2029 年将增至 12.0 亿美元；高阶 HDI 2024 年市场规模约 6.0 亿美元，预计到 2029 年将增至 9.0 亿美元。公司车规级 PCB 生产工艺可满足新能源汽车高耐热及高可靠性要求。FPC 产品具备轻量化、高集成度和高可靠性等优势，可广泛应用于电池管理系统、智能座舱显示驱动和车身传感系统。

4) 网络通信: 用于 5G 和光通信的网络通信设备正越来越多地采用先进材料与复杂多层结构设计，推动电路板向更紧凑、更高密度方向发展。根据弗若斯特沙利文资料，2024 年全球网络通信 PCB 市场规模约 95.0 亿美元，预计到 2029 年增长至 118 亿美元。其中，14 层及以上高多层 PCB 2024 年市场规模约 11.0 亿美元，预计到 2029 年增长至 17.0 亿美元；高阶 HDI 2024 年市场规模约 7.0 亿美元，预计到 2029 年将增至 10.0 亿美元。公司具备生产 100 层以上高多层 PCB 及 10 阶 30 层 HDI 的能力，产品可支持 PCIe6.0、224Gbps 等新一代前沿通信技术，满足高速通信设备的高速高频传输需求。

图表33: 公司产品及应用领域



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

产能供需持续紧张，扩产进度持续提速。从行业发展趋势来看，信号传输带宽将持续升级，材料等级不断提高，高多层板、高阶 HDI 的层数、阶数不断增加，这会进一步消耗高端产能，有效产出面积（平米数）呈减少趋势。随着全球通用人工智能技术加速演进，人工智能训练和推理需求持续扩大，AI 算力、AI 服务器的需求迅速增长，对 PCB 的需求量大且要求高，为行业未来的持续增长提供了强有力的支撑。从中期来看，高端产品的供给仍将处于相对紧张的状态，下游有充足的需求消化新增产能。公司目前扩产整体节奏正加速推进。1) 海外产能方面，泰国工厂 A1 栋一期升级改造已于 2025 年 3 月完成，二期高端产能已经开始生产验证板；泰国 A2 栋厂房和越南工厂的建设也正在按计划有序推进中。为满足客户对高端产能的迫切需求，目前公司产能建设的优先级调整为优先进行中国大陆产能的设备安装调试工作，同时越南工厂也在原基础上进一步提速。2) 国内产能方面，厂房四项目现已分阶段逐步投产，目前处于爬坡与量产阶段；厂房十、厂房十一项目正按计划快速有序推进中。截至 25 年 12 月 31 日，公司拥有 5 大研发和生产基地，此外，公司正在建设新的生产中心，越南北宁预计将于 2026 年投产。

图表 34: 胜宏科技生产中心部分资料 (截止 25 年 12 月 31 日)

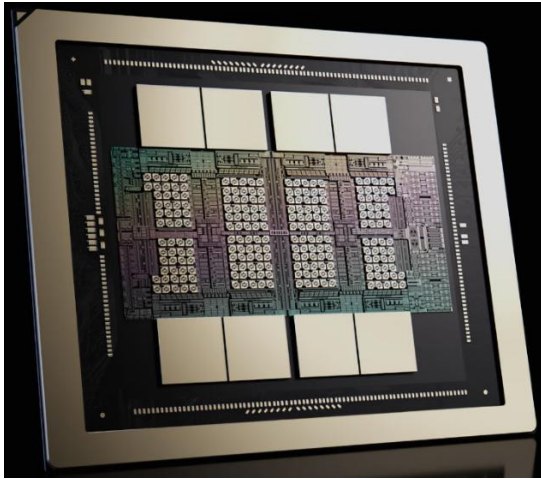
生产中心	主要产品	总建筑面积 (平方米)
中国广东惠州	单层和双层 PCB、MLPCB 和 HDI	351,104.00
中国湖南长沙	MLPCB 和 FPC	47,064.30
中国湖南益阳	FPC	30,181.00
泰国大城府	MLPCB	81,653.60
马来西亚马六甲	FPC	31,583.40

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

高 Capex 投入助力产能高速扩张。为满足公司战略规划和经营发展的需要，进一步增强公司核心竞争力，2026 年度，公司及子公司计划投资总额不超过人民币 200 亿元，其中：固定资产投资计划不超过人民币 180 亿元，投资范围包括新厂房及工程建设、设备购置、自动化产线改造升级等投资事宜；股权投资投资计划不超过人民币 20 亿元；我们认为公司高资本开支投入将支撑产能快速扩建，以覆盖未来 AI PCB 强需求。

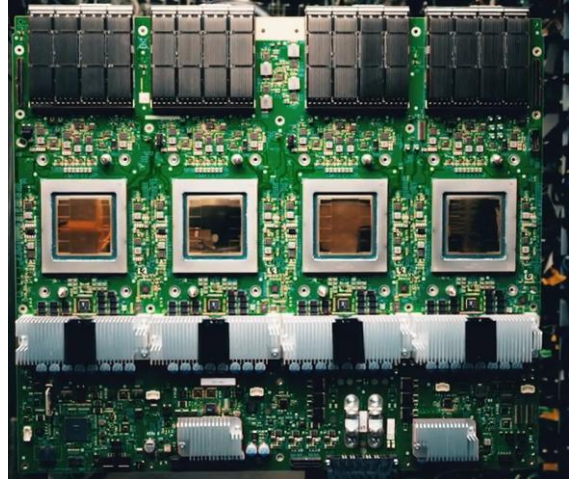
深化与全球科技巨头的战略合作，提前布局加强技术壁垒。公司开始承担主要客户的快板业务，通过深度参与客户每一个快板项目，可以更早介入其研发环节与技术发展路线，清晰掌握客户项目量产节奏、产品布局规划及未来新产品的研发方向。当前公司的技术研发与产能扩张均基于与客户的深度沟通，围绕客户未来 3 年甚至更长期的发展规划进行提前布局，在产能布局、新产能扩张、设备筹备、技术储备、人才储备等多方面公司均为行业内启动最早、推进最快的企业。公司将巩固现有核心客户合作基础，深化与全球科技巨头的战略合作，扩大 GPU 加速卡、TPU 配套板等核心产品供应规模。凭借研发技术优势、制造技术优势和品质技术优势，公司已深度参与国际头部大客户新产品预研，布局未来新技术、新材料，提前迈入专有技术积累关键期，建立技术壁垒。

图表35: Rubín GPU 结构图



资料来源: videocardz, 国盛证券研究所

图表36: Google TPU



资料来源: Google, 国盛证券研究所

依托 **AI 智慧工厂与领先制造工艺**，保障全球订单准时交付。智慧工厂是现代工厂信息化发展的新阶段，也是工业互联网时代的必然产物。公司在本行业领域率先实现突破，是率先建成新一代智慧工厂的 PCB 企业。与传统生产设施相比，公司智慧工厂实现交期缩短 3-5 天，节约人力近 50%，产能提升约 40%。公司的智能制造体系以“全流程自动化+全流程可追溯+AI 算法辅助决策”为核心，并根据产品及生产工艺的特定需求量身定制。其主要特点包括：1) 各类制造设备互联互通，可实现数据自动采集、实时监控及智能故障检测，确保全面可视化；2) 流程优化，通过数字化运营体系实现制程状态实时可视化监控，并借助自动化物料控制系统保障物流流转顺畅；3) 智能排产，由自动化系统统筹调配产能，并对生产进行实时监控；4) 全面风险管控，通过实时品质监控及智能仓储系统实现精准库存追踪管理，显著降低流转差错；5) 质量提升，通过搭载 AI 的检测系统实现质控流程自动化，大幅减少人工巡检需求。以客户为导向的智能制造体系整合了柔性自动化生产线、数据驱动决策与智能仓储，可实时响应订单波动与定制化需求，保障全球订单准时交付。

图表37: 智能制造蓝图规划

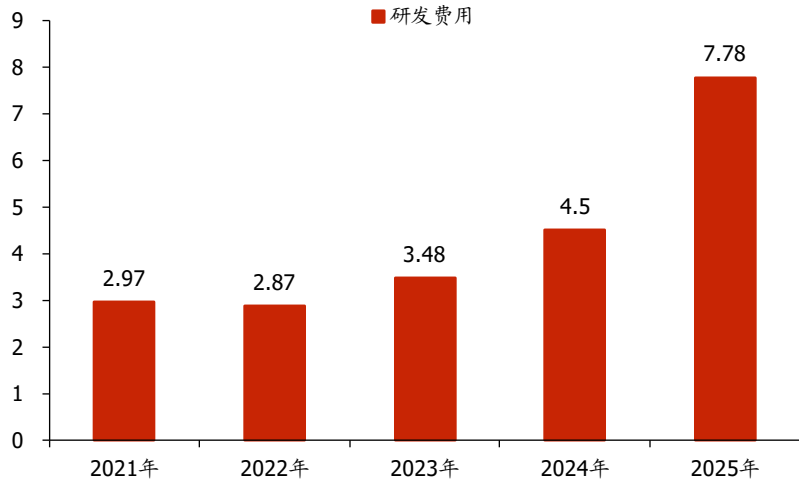


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

瞄准新兴领域，持续拓展产品品类。公司致力于扩大高价值 PCB 产品组合，并开发面向新兴领域的产品。公司预计 1) 深化布局全系列高价值及差异化 PCB 产品矩阵，例如采用 mSAP 工艺及超高层数设计、支持 AI 运算的相关产品；2) 通过与客户合作开发下一

代技术，战略性进入新兴领域，包括人形机器人、高阶智能驾驶及低空经济应用，抢占市场先机；3) 利用现有合作关系，构建更加多元化、高价值的客户基础，从而提升在新行业及新应用场景中的市场份额。从研发角度来看，2025年公司累计研发投入7.78亿元，同比增长72.88%，公司持续开展“新一代AI电脑线路板关键工艺技术研发”“高端智能服务器算力电路板研发”“垂直飞行器控制系统电路板研发”“智驾激光雷达用高阶电路板研发”“高动态机器人主控驱动电路板研发”等87个研究开发项目。

图表38: 公司研发费用情况(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

全流程控制及工艺创新确保卓越品质。公司的全过程精细化质量管理体系覆盖整个生产流程，目前已获得多个国际组织的流程、安全与合规标准认证，可合规制造面向AI、汽车、网络通信等高端领域的产品。公司实验室对标RLI标准并获得CNAS国家认可资质，为产品质量提供坚实基础，确保检测具备卓越的精确度、可靠性与公信力。同时，公司持续优化生产工艺技术，严格实施全流程品质管控。针对关键制程瓶颈，重点提升高阶HDI盲孔加工能力，改进铜屑干扰抑制技术，降低导电性异物含量。在电镀制程中引入湿法制程体系，进一步提升工艺性能。此外，公司引进先进设备，包括PLB脉冲电镀闪镀系统及先进制程不溶性阳极系统，有效提升了镀铜厚度的均匀性与一致性。公司在PCB生产主要环节部署人工智能检测系统，结合高精度传感器实时监控关键参数，实现生产过程中的自动化判别、实时筛选与统计分析，显著降低误检率，推动实现零缺陷制造目标。通过持续的工艺创新与技术升级，实现了远高于行业平均水平的高端产品良率。凭借优异的产品一致性与可靠性，深度满足全球科技行业头部客户的严苛技术与质量要求，从而构筑起在产品品质方面的坚实竞争优势。

港股上市在即，全球AI PCB龙头再启航。据港交所披露，胜宏科技更新聆讯后资料集，标志着公司已顺利通过港交所上市聆讯，距离港股挂牌上市更进一步，此次港股上市，胜宏科技拟募资用于提升高端产品研发及制造能力、购置先进设备以及加强全球交付网络建设，将为胜宏科技提供强有力的资本支持，助力在AI算力PCB领域持续巩固全球领先地位，并向千亿产值目标稳步迈进。

4 盈利预测及投资建议

胜宏科技高阶 HDI 产品产能利用率及良率的提升预计为公司带来较高的营收和利润增量。同时公司凭借高阶 HDI 在大客户端的示范效应，有望助力公司产品导入其他北美客户及国内头部客户的算力&网络产品供应链，形成**算力+网络、HDI+高多层、北美+国内全面开花的良好趋势，未来几年成长趋势明确。**

我们看好公司高阶 HDI 良率提升产能利用率饱满，高多层产能利用率不断提升且产品结构向更多层板发展，叠加新产能开出及新客户导入，预计公司 2026/2027/2028 年分别实现营收 348/557/753 亿元。随着公司 AI 相关新产品逐步大批量生产及新产线成熟供应，预计公司盈利能力提升，预计 2026/2027/2028 年毛利率分别为 41.8%/41.9%/41.9%，预计 2026/2027/2028 年实现归母净利润 111/180/240 亿元。看好公司作为全球高阶 HDI 龙头在新料号份额及新客户放量，维持“买入”评级。

图表39: 胜宏科技分业务拆分 (百万元)

收入项目	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	10,731.47	19,292.31	34,809.69	55,671.60	75,310.35
增长率%	35.31%	79.77%	80.43%	59.93%	35.28%
营业成本	8,292.81	12,496.89	20,274.55	32,321.21	43,795.51
增长率%	-2.53%	-16.17%	62.24%	59.42%	35.50%
毛利	2,438.66	6,795.42	14,535.14	23,350.39	31,514.84
毛利率	22.72%	35.22%	41.76%	41.94%	41.85%
归母净利润	1,154.43	4,311.99	11,053.11	17,998.45	23,995.65
增长率%	71.96%	339.22%	366.89%	324.38%	273.52%
PCB 制造					
收入	10050.8	18083.7	33419.8	54073.2	73552.1
增长率%	34.75%	79.92%	84.8%	61.8%	36.0%
成本	8255.5	12312.3	20056.7	32070.7	43520.0
增长率%	31.53%	49.14%	62.9%	59.9%	35.7%
毛利	1795.3	5771.4	13363.0	22002.5	30032.1
毛利率	17.86%	31.91%	40.0%	40.7%	40.8%
占总收入比重	93.66%	93.74%	96.0%	97.1%	97.7%
其他业务					
收入	680.7	1208.6	1389.9	1598.4	1758.2
增长率%	44.01%	77.55%	15.00%	15.00%	10.00%
成本	37.3	184.6	217.8	250.5	275.5
增长率%	183.29%	394.71%	18.00%	15.00%	10.00%
毛利	643.4	1024.0	1172.1	1347.9	1482.7
毛利率	94.52%	84.73%	84.3%	84.3%	84.3%
占总收入比重	6.34%	6.26%	4.0%	2.9%	2.3%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

下游需求不及预期: PCB 行业具有周期性, 如果下游需求不及预期, 公司订单或减少, 将对公司经营产生一定不利影响。

行业竞争加剧: PCB 行业有众多厂商, 如果未来 AI 相关等领域有更多厂商进入, 公司可能会面临市场份额丢失风险。

研发不及预期: PCB 行业需求跟随终端产品创新不断增长, 若公司不能及时跟随行业头部客户紧密研发布局, 则可能出现无法把握新科技需求的风险, 对公司成长造成不利影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层 邮编：100077 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com