

胜宏科技 (300476.SZ)

增持 (维持)

AI PCB 全球龙头地位夯实, Rubin 备货望带来新增长动能

事件: 公司公告 2026Q1 季报: 公司实现营业收入 55.19 亿元, 同比+28.0%, 环比+6.7%; 归母净利润 12.88 亿元, 同比+39.95%, 环比+20.7%; 扣非归母净利润 12.57 亿元, 同比+36.07%, 环比+19.07%; 扣非/归母比 97.58%, 利润质量优异; 毛利率 34.46%, 同比+1.08pcts, 环比+0.95pcts; 净利率 23.34%, 同比+1.99pcts, 环比+2.72pcts。结合行业动态以及公司近况, 我们点评如下:

□ **26Q1 营收同比增长 28%, 归母净利增长 40%, 盈利能力稳步提升。** 26Q1 公司实现营业收入 55.19 亿元, 同比+27.99%, 环比+6.66%; 归母净利润 12.88 亿元, 同比+39.95%, 环比+20.73%; 扣非归母净利润 12.57 亿元, 同比+36.07%, 环比+19.07%, 扣非/归母比 97.58%, 利润质量优异。毛利率 34.46%, 同比+1.08pcts, 环比+0.95pcts, 在上游覆铜板大幅涨价背景下仍稳步上行, 受益于 AI PCB 产品结构持续优化及高阶产品占比提升。净利率 23.34%, 同比+1.99pcts, 环比+2.72pcts, 利润增速显著跑赢收入增速, 盈利能力连续多季环比改善。摊薄 ROE 7.40%。费用端, 销售费用 4968 万元 (费率 0.90%, 同比-0.40pcts), 管理费用 1.33 亿元 (费率 2.41%, 同比-0.21pcts), 研发费用 1.55 亿元 (费率 2.81%, 同比-0.21pcts, 绝对额同比+19.4%), 三项费率合计 6.12%, 同比-0.81pcts, 规模效应显著释放。财务费用 1.04 亿元 (费率 1.88%, 同比+1.21pcts), 主要系汇兑损失增加及产能扩张期新增借款利息增加所致。经营活动现金流量净额 21.17 亿元, 同比+399%, 现金创造能力大幅跃升。

□ **AI PCB 全球市占率第一, 高多层+高阶 HDI+ASIC+mSAP 多线拓展。** 公司为全球 AI PCB 龙头, 25H1 人工智能及高性能算力 PCB 收入规模全球第一、市占率约 13.8% (弗若斯特沙利文), 核心应用涵盖 AI 算力卡、服务器、数据中心交换机等关键设备。产品端: (1) 高多层板: 具备 100 层以上超高多层 PCB 量产能力, 是全球少数能稳定交付此类产品的厂商, 在 GPU/ASIC 服务器主板领域具备核心壁垒。公司已完成 M8/M9 级覆铜板材料电性能和热性能验证, 并持续推进 M9+材料认证, 满足次世代 AI 服务器及交换机性能要求。(2) 高阶 HDI: 6 阶 24 层 HDI 产品已实现大规模量产, 同时启动 14 阶 36 层 HDI 研发及 10 阶 30 层 HDI、16 层任意互联 HDI 技术储备, 支持最前沿 AI 产品及自动驾驶平台。(3) 新品类拓展: 公司积极布局 ASIC PCB (海外客户已实现批量出货并逐步起量)、mSAP PCB (惠州厂房四已配置专线)、光模块 PCB 及交换机 PCB 等, 从 GPU 单一品类向全品类 AI PCB 延伸, 业务天花板进一步打开。26Q1 末存货 39.05 亿元 (较 25 年末+7.4 亿元), 在建工程 51.7 亿元 (较 25 年末+15.6 亿元), 反映下游 AI 需求旺盛、公司积极备货及加速产能建设。当前大客户新料号即将规模量产叠加 ASIC 及新客户加速导入, 订单增长确定性强。

□ **Rubin 备货+G 客户 TPU 代际升级望成为新增长动能, 产能扩张加速推进。** 展望 2026-2027 年, 公司增长动能显著加速: (1) N 客户 Rubin 平台: Compute/Midplane/Switch/LPU 四款主力产品分别于 Q2→Q3 逐步交付, Q2 部分产品开始确收, Q3 所有产品均进入确收阶段。Rubin PCB 面积更大、层数更高、工艺更复杂, 单板价值量较上一代有进一步提升, 有望成为新核心

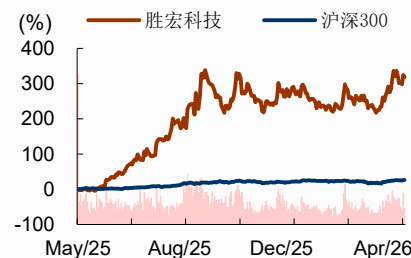
TMT 及中小盘/电子
当前股价: 328.49 元

基础数据

总股本 (百万股)	983
已上市流通股 (百万股)	865
总市值 (十亿元)	322.8
流通市值 (十亿元)	284.2
每股净资产 (MRQ)	17.7
ROE (TTM)	26.9
资产负债率	55.2%
主要股东	深圳市胜华欣业投资有限公司
主要股东持股比例	15.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	29	1	347
相对表现	20	-3	320



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《胜宏科技 (300476) —AI 算力需求驱动业绩高增, AIPCB 产能全球化布局提速》2026-03-30
- 2、《胜宏科技 (300476) —Q4 业绩预告中值不及预期, 静待 AIPCB 产能爬坡及客户导入》2026-01-18
- 3、《胜宏科技 (300476) —Q3 业绩环降源于 AI 拉货节奏, 算力产能扩张及客户卡位仍领先》2025-10-29

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 S1090525040004
tukunshan@cmschina.com.cn

增长动能。(2) G 客户 TPU 代际升级: TPU V7→V8→V9 其 PCB 的设计规格及单价代际大幅提升, 公司已在 V7 转大批量, V8 有望成为核心供应商; G 客户 CPU 主板预计 Q2 先于 TPU 贡献利润。(3) 产能扩张全速推进: 26Q1 资本开支 35.74 亿元, 领跑行业。惠州厂房四/九 已基本达到理想状态, 厂房十/十一 加速建设; 泰国 A1 一期改造完成、二期高端产能已进入验证阶段, A2 及越南工厂按计划推进 (泰国目标年产能 150 万平方米、越南 15 万平方米)。2026 年公司投资总额不超 200 亿元 (其中固定资产不超 180 亿元)。公司已覆盖 NVDA、AMD、Intel、Google、Microsoft、Amazon 等几乎所有头部 AI 客户, 兼具产能扩张与产品结构升级双重成长逻辑, 结合 Rubin 下半年放量及 ASIC/新客户导入提速, 全年业绩具备较高弹性增长空间。

□ 维持“增持”投资评级。海外 AI 算力需求持续旺盛, 公司卡位英伟达及 CSP 等核心北美大客户, 26-27 年公司大力扩张海外以及国内 AI 算力高端产能, 随着后续 AI PCB 产能的释放和多个客户的订单导入, 我们最新预测公司 26-28 年营收 318.3/493.4/740.1 亿, 归母净利润 82.5/137.3/210.1 亿, EPS 为 8.40/13.97/21.38 元, 对应当前股价 PE 为 39.1/23.5/15.4 倍。我们认为公司深耕 PCB 领域多年, 目前公司已成功进入英伟达、谷歌、AMD、英特尔、特斯拉、微软、亚马逊、台达等国际知名企业的供应链, 优质的核心客户群体驱动公司订单需求的增长, 公司的产品结构亦有望得到进一步改善, 国内以及海外产能扩加速, 看好公司中长线高端产能扩张和产品升级趋势, 维持“增持”投资评级。

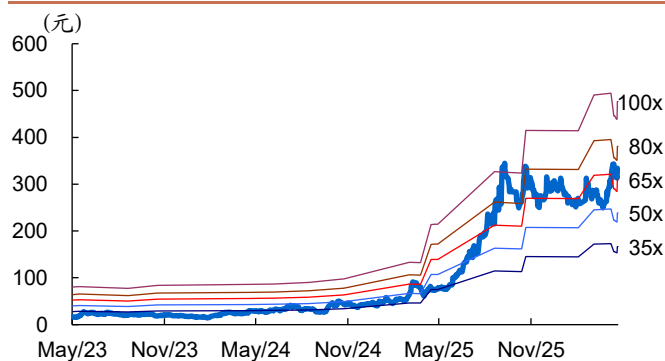
□ 风险提示: 行业需求低于预期; 同行竞争加剧; 客户拓展及订单导入不及预期; 汇率波动。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	10731	19292	31832	49340	74010
同比增长	35%	80%	65%	55%	50%
营业利润(百万元)	1288	5057	9649	16038	24521
同比增长	70%	292%	91%	66%	53%
归母净利润(百万元)	1154	4312	8252	13734	21011
同比增长	72%	274%	91%	66%	53%
每股收益(元)	1.17	4.39	8.40	13.97	21.38
PE	279.6	74.9	39.1	23.5	15.4
PB	36.2	19.4	13.9	9.6	6.6

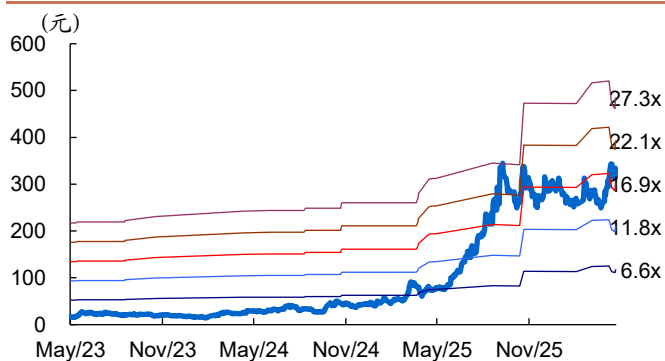
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 胜宏科技历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 胜宏科技历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	8080	13514	42056	59356	85691
现金	1662	3280	25571	34134	48024
交易性投资	16	137	137	137	137
应收票据	193	190	313	485	728
应收款项	3887	5871	9687	15016	22523
其它应收款	121	352	581	900	1351
存货	2045	3162	4914	7367	10956
其他	157	522	853	1316	1972
非流动资产	11095	21731	23229	24549	25711
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	7172	9164	10920	12467	13831
无形资产商誉	1973	2153	1938	1744	1570
其他	1950	10413	10371	10337	10310
资产总计	19175	35244	65285	83904	111402
流动负债	7530	14039	17388	25574	37554
短期借款	1254	1500	0	0	0
应付账款	4963	10526	16355	24519	36468
预收账款	4	11	18	27	40
其他	1310	2002	1015	1028	1047
长期负债	2717	4588	4588	4588	4588
长期借款	2310	3867	3867	3867	3867
其他	407	721	721	721	721
负债合计	10247	18627	21976	30162	42142
股本	863	870	983	983	983
资本公积金	3183	5382	25450	25450	25450
留存收益	4883	10365	16876	27309	42827
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	8928	16618	43309	53742	69260
负债及权益合计	19175	35244	65285	83904	111402

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1358	4603	9217	14755	22253
净利润	1154	4312	8252	13734	21011
折旧摊销	788	993	1345	1524	1681
财务费用	32	57	100	120	100
投资收益	(9)	(25)	(73)	(73)	(73)
营运资金变动	(621)	(687)	(406)	(550)	(466)
其它	13	(47)	0	0	0
投资活动现金流	(1041)	(6735)	(2770)	(2770)	(2770)
资本支出	(834)	(6617)	(2844)	(2844)	(2844)
其他投资	(207)	(118)	73	73	73
筹资活动现金流	(210)	4377	15844	(3421)	(5593)
借款变动	32	2492	(2496)	0	0
普通股增加	0	8	112	0	0
资本公积增加	(18)	2199	20068	0	0
股利分配	(164)	(259)	(1741)	(3301)	(5493)
其他	(61)	(63)	(100)	(120)	(100)
现金净增加额	107	2245	22291	8564	13890

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	10731	19292	31832	49340	74010
营业成本	8293	12497	19418	29111	43296
营业税金及附加	64	64	106	164	246
营业费用	201	257	425	658	987
管理费用	392	500	826	1234	1850
研发费用	450	778	1283	1989	2983
财务费用	21	120	100	120	100
资产减值损失	(63)	(93)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	(3)	0	0	0	0
其他收益	36	48	48	48	48
投资收益	9	25	25	25	25
营业利润	1288	5057	9649	16038	24521
营业外收入	44	15	15	15	15
营业外支出	20	50	50	50	50
利润总额	1312	5022	9614	16003	24486
所得税	157	710	1362	2270	3475
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1154	4312	8252	13734	21011

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	35%	80%	65%	55%	50%
营业利润	70%	292%	91%	66%	53%
归母净利润	72%	274%	91%	66%	53%
获利能力					
毛利率	22.7%	35.2%	39.0%	41.0%	41.5%
净利率	10.8%	22.4%	25.9%	27.8%	28.4%
ROE	13.9%	33.8%	27.5%	28.3%	34.2%
ROIC	8.9%	24.6%	23.8%	26.5%	32.3%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	52.9%	33.7%	35.9%	37.8%
净负债比率	22.1%	18.1%	5.9%	4.6%	3.5%
流动比率	1.1	1.0	2.4	2.3	2.3
速动比率	0.8	0.7	2.1	2.0	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.8
存货周转率	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7
应收账款周转率	2.9	3.8	4.0	3.9	3.8
应付账款周转率	1.9	1.6	1.4	1.4	1.4
每股资料(元)					
EPS	1.17	4.39	8.40	13.97	21.38
每股经营净现金	1.38	4.68	9.38	15.01	22.64
每股净资产	9.08	16.91	44.07	54.68	70.47
每股股利	0.26	1.77	3.36	5.59	8.55
估值比率					
PE	279.6	74.9	39.1	23.5	15.4
PB	36.2	19.4	7.5	6.0	4.7
EV/EBITDA	159.0	53.0	28.8	18.1	12.1

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。