

胜宏科技 (300476.SZ)

增持 (维持)

产品结构持续优化，关注算力及汽车领域新品拓展

事件：公司公告 22 年年报，22 年营收 78.85 亿同比+6.10%，归母净利 7.91 亿同比+17.93%，扣非归母净利 7.54 亿同比+22.37%，毛利率 18.15%同比-2.22pcts，净利率 10.04%同比+1.02pcts。我们点评如下：

- 业绩符合预期，结构优化+内部管控增强经营韧性。22 年收入增长主要源于汽车电子、新能源、服务器等算力领域迎来快速增长；毛利率下降主因下游需求不佳，产能稼动率有所下滑。单季度看，22Q4 营收 19.19 亿同比-6.22% 环比-2.72%，归母净利 1.51 亿同比+213.11%环比-18.70%，扣非归母净利 1.41 亿同比+259.11%环比-20.18%，毛利率 21.08%同比+8.56pcts 环比+6.22pct，净利率 7.86%同比+5.51pcts 环比-1.55pcts，盈利能力有所改善源于 Q4 公司产能利用率有所回升且产品结构的优化升级。
- 产品结构持续升级优化，公司汽车及算力领域进展较佳。下游应用领域来看，汽车电子方面，公司已是 T 客户 pcb 板二供，并导入众多 Tier1 客户，产品涵盖自动驾驶运算模块（4 阶 HDI）、三电、车身域控（3 阶 HDI）、77GHz 车载雷达板等，占比有较大提升；服务器方面，公司 Eagle 级产品已量产，Birch 级已小批量导入，应用于 AI 服务器加速模块的多阶 HDI 及高多层板已完成产品化布局；显卡受矿卡需求大幅萎缩及去库存影响有所下降；通讯方面海内外需求呈现结构性分化，公司持续导入新客户，收入占比整体保持相对稳定；消费电子方面受下游需求疲软，整体收入占比有所调整。
- 公司未来进一步加大高端产品布局，持续推进全球化战略。短期来看，23Q1 下游整体需求弱化，汽车价格竞争加剧等因素影响，对整体产能稼动率有所影响，收入及利润或将承压。展望中长期，公司将持续在 AI、5G/6G、新能源及新能源车领域与国际龙头客户深度合作，不断优化升级公司产品结构，加大对高算力所需的高阶 HDI、高频高速 PCB 产品以及汽车热管理领域及高端车载电子产品投入和布局，同时为满足客户需求亦规划在越南、泰国等地投资进行全球化产能布局，有望持续受益产品&客户升级和产能扩张趋势。
- 维持“增持”投资评级。我们看好公司中长线持续的产能扩张和产品升级趋势，最新预计 23-25 年营收为 86.9/100.0/115.6 亿，归母净利润为 8.4/10.1/12.4 亿，对应 EPS 为 0.97/1.17/1.44 元，对应当前股价 PE 为 21.4/17.8/14.5 倍，维持“增持”评级。
- 风险提示：行业需求低于预期，同行竞争加剧，客户拓展不及预期，产能消化风险。

财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	7432	7885	8693	9996	11560
同比增长	33%	6%	10%	15%	16%
营业利润(百万元)	739	906	927	1116	1374
同比增长	24%	23%	2%	20%	23%
归母净利润(百万元)	670	791	837	1006	1239
同比增长	29%	18%	6%	20%	23%
每股收益(元)	0.78	0.92	0.97	1.17	1.44
PE	26.7	22.7	21.4	17.8	14.5
PB	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9

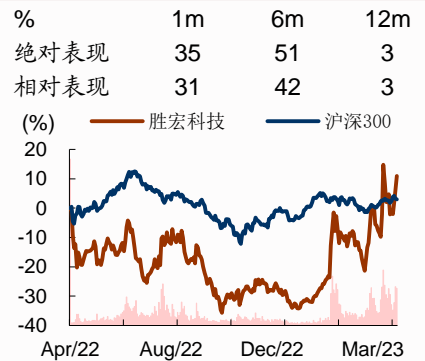
资料来源：公司数据、招商证券

TMT 及中小盘/电子
当前股价：20.77 元

基础数据

总股本 (万股)	86269
已上市流通股 (万股)	85632
总市值 (亿元)	187
流通市值 (亿元)	186
每股净资产 (MRQ)	8.0
ROE (TTM)	11.4
资产负债率	51.5%
主要股东	深圳市胜华欣业投资有限公
主要股东持股比例	18.61%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《胜宏科技 (300476) —H1 逆势增长源于结构优化，关注公司产品&客户升级趋势》2022-08-22
- 2、《胜宏科技 (300476) —2021 年业绩逆势增长，结构升级和扩产趋势延续》2022-01-25
- 3、《胜宏科技 (300476) —业绩稳健增长，产品升级把握结构性增长机会》2021-10-26

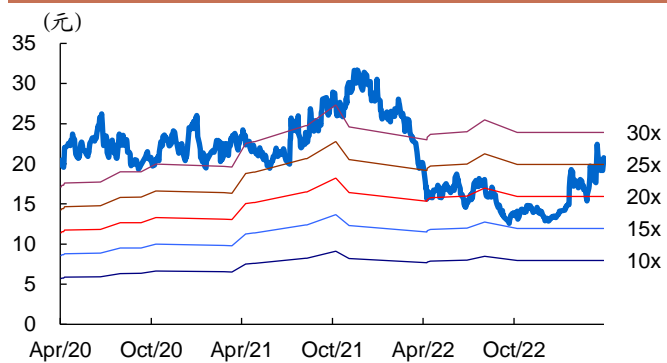
鄢凡 S1090511060002

yanfan@cmschina.com.cn

程鑫 研究助理

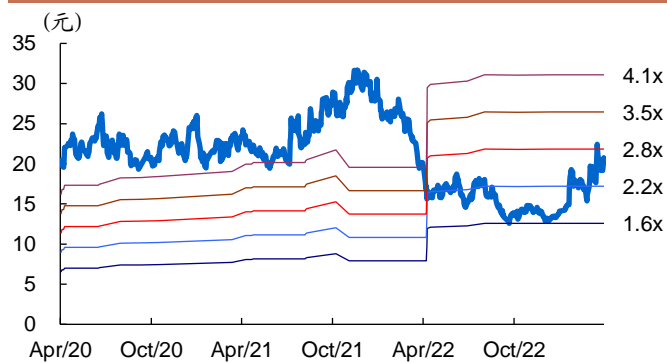
chengxin2@cmschina.com.cn

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	5903	5886	5988	6746	7739
现金	579	1095	787	858	1029
交易性投资	451	502	502	502	502
应收票据	398	440	485	558	645
应收款项	2764	2617	2863	3292	3807
其它应收款	67	41	45	52	60
存货	1515	1124	1233	1401	1600
其他	129	65	72	83	95
非流动资产	7558	8418	8859	9260	9624
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	5900	6393	6862	7287	7672
无形资产商誉	170	188	169	152	137
其他	1488	1837	1828	1821	1815
资产总计	13461	14304	14848	16006	17363
流动负债	6199	6343	6214	6617	7037
短期借款	1295	2452	2126	2008	1811
应付账款	4248	3410	3766	4278	4886
预收账款	5	9	10	11	13
其他	652	472	312	319	328
长期负债	993	1024	1024	1024	1024
长期借款	909	898	898	898	898
其他	84	126	126	126	126
负债合计	7192	7367	7238	7641	8061
股本	864	863	863	863	863
资本公积金	3220	3108	3108	3108	3108
留存收益	2186	2966	3639	4394	5331
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6270	6937	7610	8365	9302
负债及权益合计	13461	14304	14848	16006	17363

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	793	1240	1333	1486	1738
净利润	670	791	837	1006	1239
折旧摊销	443	601	630	671	708
财务费用	77	110	(30)	30	50
投资收益	(34)	(41)	(56)	(56)	(56)
营运资金变动	(351)	(248)	(52)	(171)	(209)
其它	(13)	27	4	6	6
投资活动现金流	(2710)	(1466)	(1017)	(1017)	(1017)
资本支出	(1537)	(1061)	(1073)	(1073)	(1073)
其他投资	(1173)	(405)	56	56	56
筹资活动现金流	2021	370	(625)	(398)	(549)
借款变动	240	615	(491)	(117)	(197)
普通股增加	86	(1)	0	0	0
资本公积增加	1929	(112)	0	0	0
股利分配	(148)	(166)	(164)	(251)	(302)
其他	(86)	34	30	(30)	(50)
现金净增加额	103	144	(308)	71	172

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7432	7885	8693	9996	11560
营业成本	5918	6454	7128	8097	9248
营业税金及附加	28	48	43	50	58
营业费用	121	143	156	170	197
管理费用	227	226	261	290	335
研发费用	297	287	313	350	405
财务费用	120	(28)	(30)	30	50
资产减值损失	(44)	92	50	50	50
公允价值变动收益	(19)	0	0	0	0
其他收益	48	20	15	15	15
投资收益	34	41	41	41	41
营业利润	739	906	927	1116	1374
营业外收入	0	1	1	1	1
营业外支出	2	10	3	3	3
利润总额	737	897	925	1114	1372
所得税	67	107	88	107	133
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	670	791	837	1006	1239

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
年成长率					
营业总收入	33%	6%	10%	15%	16%
营业利润	24%	23%	2%	20%	23%
归母净利润	29%	18%	6%	20%	23%
获利能力					
毛利率	20.4%	18.1%	18.0%	19.0%	20.0%
净利率	9.0%	10.0%	9.6%	10.1%	10.7%
ROE	13.4%	12.0%	11.5%	12.6%	14.0%
ROIC	10.6%	8.0%	7.7%	9.4%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	53.4%	51.5%	48.7%	47.7%	46.4%
净负债比率	18.3%	24.6%	20.4%	18.2%	15.6%
流动比率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
存货周转率	5.1	4.9	6.0	6.1	6.2
应收账款周转率	2.6	2.5	2.7	2.8	2.8
应付账款周转率	1.5	1.7	2.0	2.0	2.0
每股资料(元)					
EPS	0.78	0.92	0.97	1.17	1.44
每股经营净现金	0.92	1.44	1.55	1.72	2.01
每股净资产	7.27	8.04	8.82	9.70	10.78
每股股利	0.19	0.19	0.29	0.35	0.43
估值比率					
PE	26.7	22.7	21.4	17.8	14.5
PB	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	19.0	16.7	16.0	13.4	11.4

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。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，14年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加入招商证券，现任研发中心董事总经理、电子行业首席分析师、TMT及中小盘大组主管。11/12/14/15/16/17/19/20/21/22年《新财富》电子最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3/4/3/5名，11/12/14/15/16/17/18/19/20年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3/3名，10/14/15/16/17/18/19/20年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/2/2/1名，2018/2019年最具价值金牛分析师。

曹辉：上海交通大学工学硕士，2019/2020年就职于西南证券/浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师，主要覆盖半导体领域。

王恬：电子科技大学金融学、工学双学士，北京大学金融学硕士，2020年在浙商证券，2021年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

程鑫：武汉大学工学、金融学双学士，中国科学技术大学硕士，2021年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

湛薇：华中科技大学工学学士，北京大学微电子硕士，2022年加入招商证券，任电子行业研究助理。

涂银山：昆士兰大学金融学学士，伦敦大学学院金融学硕士，2023年加入招商电子团队，任电子行业研究助理。

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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能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。