

2025 年 04 月 22 日

万源通(920060.BJ)

——深耕消费&汽车电子 PCB 业务，乘势服务器、光模块赛道发展东风

投资评级：增持（首次）

证券分析师

赵昊

SAC: S1350524110004

zhaohao@huayuanstock.com

万泉

SAC: S1350524100001

wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 18 日

收盘价(元)	30.99
一年内最高/最低(元)	58.88/24.03
总市值(百万元)	4,711.86
流通市值(百万元)	1,980.30
总股本(百万股)	152.04
资产负债率(%)	38.81
每股净资产(元/股)	6.75

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 业务：专注于印刷电路板业务，拥有昆山和东台两个生产基地。**万源通专注于印刷电路板业务，拥有昆山和东台两个生产基地，产品涵盖单面板、双面板和多层板。2021 年至 2024 年，公司持续优化产品结构，多层板营收占比持续提升，从 2021 年的 24% 提升至 2024 年的 41%。2021 年以来，一方面，公司紧跟智能化、电动化等为代表的汽车电子发展趋势，提升了汽车电子领域 PCB 产品的研发和技术投入。2023 年，公司在消费电子、汽车电子、工控、家电领域分别营收 43172 万元、28377 万元、11336 万元、8626 万元。2024 年公司实现总营业收入 10.43 亿元（yoy+5.97%），实现归母净利润 12331.17 万元（yoy+4.45%）。
- 基本盘：客户资源优势凸显，产业发展环境较佳。**公司 PCB 产品主要应用于汽车电子、消费电子、工控等领域，构筑公司基本盘。（1）**客户：**公司积累了众多国内外知名客户，包括台达集团、LG 集团、群光电子、明纬集团、光宝科技、全汉、京东方 A、立讯精密、埃泰克、长江汽车等。（2）**需求：**全球 PCB 下游应用领域中，手机、服务器/数据存储、PC、消费电子和汽车电子是最为重要的 5 个领域，2024 年产值占比分别为 19%、13%、13%、13%、13%。（3）**格局：**中国作为全球最大 PCB 生产国，中国大陆产值占全球 PCB 产值的比重提升至 2021 年 55%，在单/双面板及普通多层板方面已达到世界先进水平。
- 潜力盘：AI 热潮带动服务器与光模块需求端上行。**在巩固和扩大消费电子和汽车电子领域的优势基础上，公司积极开拓存储/服务器、通信、具身智能、低空经济等未来增长潜力较大的新兴应用领域，有望成为未来潜在增长点。（1）**服务器：**服务器 PCB 是一种专门设计用于服务器的 PCB 电路板，是服务器硬件的核心基础设施之一，需求以 6-16 层板和封装基板为主。2023 年中国服务器 PCB 行业市场规模 194.01 亿元，预计 2029 年中国服务器 PCB 行业市场规模或将达 287.24 亿元。（2）**光模块：**光模块 PCB 是光通信设备中的关键组件，2022 年我国光模块行业成本构成来看，PCB 成本占比为 5%。随着 AI 算法的不断迭代升级，对算力提出了更高的要求，也为光模块行业带来了新的增长动力。2024 年中国光模块市场规模约为 606 亿元，预计 2025 年市场规模或将接近 700 亿元。（3）**募投：**公司上市募集资金用于“新能源汽车配套高端印制电路板项目（年产 50 万平方米刚性线路板项目）”以及补充流动资金与偿还银行贷款。截至 2024 年年末，公司扩产项目尚未投入募集资金，预计 2026 年 8 月末达可使用状态。
- 盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.36、1.50 和 1.71 亿元，对应 PE 为 34.7、31.4、27.6 倍。我们选取鹏鼎控股、深南电路、景旺电子为可比公司。我们看好公司稳固基本盘业务的同时，在服务器、光模块等新兴领域持续拓展的积极预期，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：下游市场需求波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险。**

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	984	1,043	1,132	1,241	1,397
同比增长率 (%)	1.51%	5.96%	8.58%	9.60%	12.59%
归母净利润 (百万元)	118	123	136	150	171
同比增长率 (%)	124.75%	4.45%	10.09%	10.71%	13.56%
每股收益 (元/股)	0.78	0.81	0.89	0.99	1.12
ROE (%)	21.39%	12.01%	11.67%	11.45%	11.50%
市盈率 (P/E)	39.91	38.21	34.71	31.35	27.61

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.36、1.50 和 1.71 亿元，对应 PE 为 34.7、31.4、27.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司稳固基本盘业务的同时，在服务器、光模块等新兴领域持续拓展的积极预期，我们假设如下：

(1) 多层板：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 17%/18%/22%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 5.04/5.95/7.26 亿元；

(2) 双面板：预计收入维持稳定，假设 2025–2027 年营业收入同比 1%/1%/2%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.88/2.91/2.96 亿元；

(3) 单面板：预计收入维持稳定，假设 2025–2027 年营业收入同比 1%/1%/2%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.57/2.60/2.65 亿元。

投资逻辑要点

产品结构优化升级：万源通聚焦 PCB 业务，在消费电子、汽车电子等多领域广泛布局，客户涵盖台达集团等知名企业，保障了稳定的营收来源。2024 年公司实现营收 10.43 亿元，归母净利润超 1.2 亿元。近年来，公司持续优化产品结构，多层板营收占比从 2021 年的 24% 升至 2024 年的 41%，且多层板毛利率较高，2024 年达 29.50%，推动盈利能力提升，增强了市场竞争力。

新兴领域潜力较大：全球 PCB 市场规模庞大且呈增长态势，预计 2026 年突破千亿美元。AI 热潮推动服务器与光模块需求大增，2023 年中国服务器 PCB 行业市场规模 194.01 亿元，预计 2029 年达 287.24 亿元；2024 年中国光模块市场规模约 606 亿元，且未来增长潜力大。万源通积极开拓新兴领域，有望充分受益于行业发展红利，实现业务新突破。

产能扩张蓄势待发：公司上市募集资金用于新能源汽车配套高端 PCB 产能扩充项目，预计 2026 年 8 月末达可使用状态。这将扩大多层板及中高端 PCB 产能，优化产品结构，契合新能源汽车行业对高端 PCB 的需求增长趋势。随着产能逐步提升，公司有望更好地满足市场需求，进一步巩固市场地位，为长期发展提供有力支撑。

核心风险提示

下游市场需求波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧的风险

内容目录

1. 业务：专注于印刷电路板业务，拥有昆山和东台两个生产基地.....	7
1.1. 应用：2023 年消费电子、汽车电子领域业务分别营收 4.3 亿元、2.8 亿元.....	8
1.2. 结构：向附加值更高的多层板持续优化，2024 年多层板营收占比 41%.....	10
1.3. 财务：2024 年实现营收 10.43 亿元（yoy+6%）、归母净利润超 1.2 亿元.....	13
2. 基本盘：客户资源优势凸显，产业发展环境较佳.....	15
2.1. 客户：内销为主，积累了台达集团、群光电子、明纬集团等知名客户.....	15
2.2. 需求：预计 2026 年全球 PCB 产值将突破千亿美元.....	18
2.3. 格局：国内市场竞争激烈，PCB 产业向高阶化发展.....	22
3. 潜力盘：AI 热潮带动服务器与光模块需求端上行.....	27
3.1. 服务器：以 6-16 层板和封装基板为主，AI 服务器发展推动需求提升.....	27
3.2. 光模块：PCB 成本占比约 5%，2024 年中国光模块市场规模约为 606 亿元.....	28
3.3. 募投：扩充 50 万平方米新能源汽车配套高端印制电路板产能.....	30
4. 盈利预测与评级.....	31
5. 风险提示.....	32

图表目录

图表 1: 万源通成立于 2011 年, 专注于印刷电路板业务	7
图表 2: 董事长王雪根先生为公司控股股东、实际控制人	7
图表 3: 在消费电子领域, 公司 PCB 产品主要应用于游戏机、PC 电池 BMS 等	8
图表 4: 在汽车电子领域, 公司的 PCB 产品主要应用于车身控制器、集成逆变器等	8
图表 5: 在工业控制领域, 公司的 PCB 产品主要应用于工控电源、伺服系统等	9
图表 6: 在家用电器领域, 公司的 PCB 产品应用于液晶电视、投影仪等智能家居设备	9
图表 7: 公司的产品还应用于储能、服务器、无人机、医疗器械等领域	10
图表 8: 2023 年公司在消费电子、汽车电子两大领域营收规模较大 (万元)	10
图表 9: 公司产品可划分为单面板、双面板和多层板	11
图表 10: 2024 年多层板营收 43105 万元 (单位: 万元)	11
图表 11: 2022 年后多层板业务毛利率高于其他两大业务	11
图表 12: 2023 年公司多层板销量为 38.7 万平方米 (万平方米、元/平方米)	12
图表 13: 2023 年公司双面板销量为 55.59 万平方米 (万平方米、元/平方米)	12
图表 14: 2023 年公司单面板销量为 144.1 万平方米 (万平方米、元/平方米)	13
图表 15: 2024 年公司实现总营收 10.43 亿元 (yoy+5.97%)	14
图表 16: 公司客户包括台达集团、LG 集团、全汉、京东方 A、埃泰克、长江汽车等	15
图表 17: 2024H1 公司对电子产品制造商客户销售收入占比达 99.81%	16
图表 18: 2024 年公司境外收入升至 6610 万元 (yoy+148%)	17
图表 19: 2021-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比持续维持 50% 以下	17
图表 20: PCB 按照基材的柔软性可以分为刚性板(R-PCB)、柔性板(FPC)	18
图表 21: 不同种类的 PC 主要应用场景具有差异性	18
图表 22: HDI 对比传统 PCB 可以实现更小的孔径	19
图表 23: 印制电路板上游主要为铜箔、铜箔基板等原材料行业	19
图表 24: 2024 年全球 PCB 总产值已达到 733.46 亿美元	20
图表 25: 2023 年中国大陆 PCB 产值为 377.94 亿美元 (单位: 亿美元)	20
图表 26: 2021 年多层板在全球 PCB 行业产值占比最大 (单位: 亿美元)	21
图表 27: 2008-2021 年多层板各年度产值占行业总产值比重均达到 35% 以上	21
图表 28: 2024 年全球 PCB 各类应用产值来看, 手机占比排名第一 (单位: 百万美元)	21
图表 29: 2023 年我国印制电路板进出口贸易总额为 1794 亿元 (yoy-11.3%)	22

图表 30: PCB 产品高阶化发展趋势明显	22
图表 31: 2021 年全球前十大 PCB 生产商市场占比仅 35%	23
图表 32: 2021 年臻鼎营收为 55.34 亿美元（亿美元）	23
图表 33: 2021 年前十大 PCB 厂商总市场占有率仅 49.53%	23
图表 34: 2021 年鹏鼎控股营收为 333.15 亿元（亿元）	23
图表 35: 万源通 2024Q1-Q3 营收达 7.56 亿元，处可比公司中的中等水平	24
图表 36: 2023 年度及 2024 年前三季度，万源通毛利率与澳弘电子、威尔高接近	25
图表 37: 2023 年万源通归母净利润规模在可比公司中处于相对优势地位	25
图表 38: 公司客户资源优质、品控严格、团队稳定、研发创新能力强	26
图表 39: 服务器 PCB 功能主要包括连接和支持元件、电气连接等	27
图表 40: 2023 年全球 AI 服务器出货量接近 120 万台	27
图表 41: 2023 年我国 AI 服务器市场出货量约 35.4 万台	27
图表 42: 2023 年中国服务器 PCB 行业市场规模 194.01 亿元（亿元）	28
图表 43: 2022 年我国光模块行业成本构成来看，PCB 成本占比为 5%	28
图表 44: 2024 年全球光模块的市场规模约 108 亿美元	29
图表 45: 2024 年中国光模块市场规模约为 606 亿元	29
图表 46: 25Gb/s 及以上高端光模块及组件国产化率极低	29
图表 47: 扩产项目预计 2026 年 8 月末达可使用状态	30
图表 48: 2024 年公司产能为 329.1 万平方米（万平方米）	30
图表 49: 万源通分业务营收预测关键假设	31
图表 50: 万源通可比公司估值表（截至 20250418）	31

1. 业务：专注于印刷电路板业务，拥有昆山和东台两个生产基地

昆山万源通科技股份有限公司成立于 2011 年，是一家专业从事印刷电路板(Printed Circuit Board, 简称 PCB) 研发、生产和销售的高新技术企业，拥有昆山和东台两个生产基地，产品涵盖单面板、双面板和多层板。公司生产单面板以大批量为主，生产双面板和多层板以“中小批量、多品种、高品质、快速交货”为市场策略，在满足客户大批量订单需求的同时，快速响应中小批量客户需求，实现柔性化生产。经过多年技术研发及工艺技术积累，产品类型涵盖铜基板、铝基板、厚铜板、HDI 板、陶瓷板、高频/高速材料线路板等特殊基材、特殊工艺类型的产品。

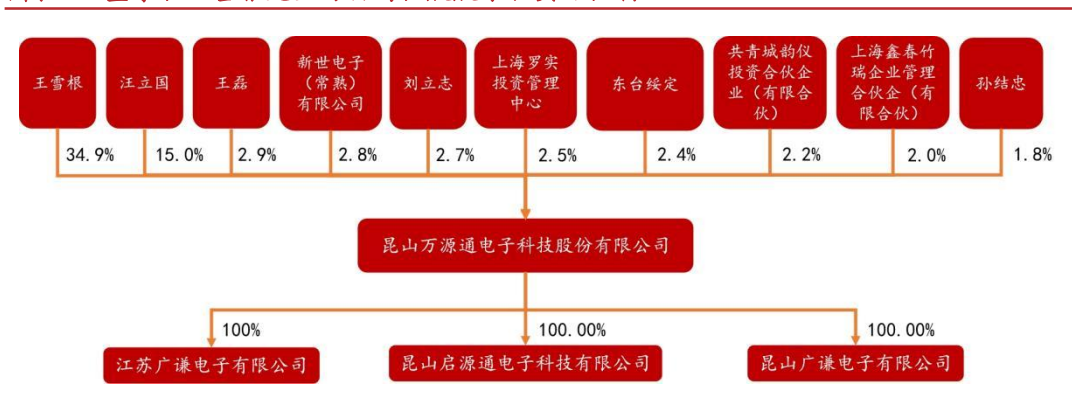
图表 1：万源通成立于 2011 年，专注于印刷电路板业务



资料来源：公司官网、华源证券研究所

截至 2024 年 12 月 31 日，王雪根直接持有万源通 5,311.87 万股股份，直接持股比例为 34.9362%，通过其担任执行事务合伙人的东台绥定及广通源间接控制公司 3.9854%的表决权，合计控制公司 38.92%表决权，为公司控股股东、实际控制人。公司控股昆山广谦电子有限公司、昆山启源通电子科技有限公司两家全资子公司和江苏广谦电子有限公司一家间接全资子公司。

图表 2：董事长王雪根先生为公司控股股东、实际控制人



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

1.1. 应用：2023 年消费电子、汽车电子领域业务分别营收 4.3 亿元、2.8 亿元

产品领域覆盖消费电子、汽车电子、工控、家电等领域。

(1) 消费电子领域：公司的 PCB 产品主要应用于游戏机、PC 电池 BMS、电源适配器、鼠标、触摸屏、拓展坞等。由于消费电子产品通常具有轻薄化、小型化等特性，因此对印制电路板的加工精密度具有较高的要求。公司积累了电路板高精密线路、高精密特殊孔形加工系列技术，能满足消费电子产品对于高密度、高精度、多层化和小孔径等方面的需求。公司产品在消费电子领域的终端应用包括索尼 PS5 游戏机、任天堂 Switch 游戏机、联想/华为/戴尔/惠普等 PC 及周边。

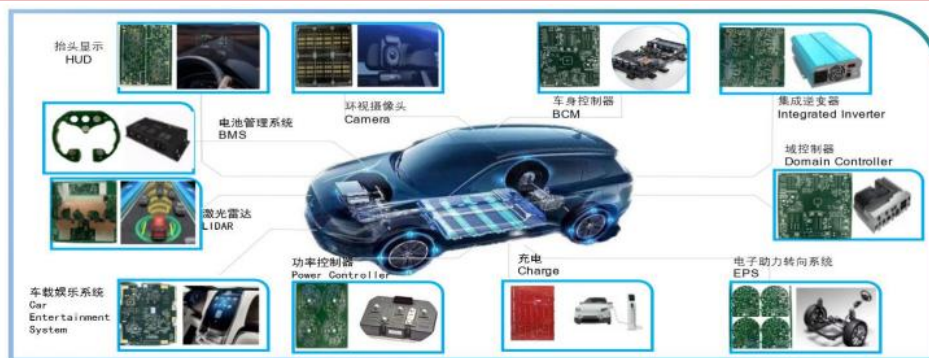
图表 3：在消费电子领域，公司 PCB 产品主要应用于游戏机、PC 电池 BMS 等



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

(2) 汽车电子领域：公司的 PCB 产品主要应用于车身控制器、集成逆变器、电池管理系统 BMS、域控制器、充电桩控制系统、车灯及车灯控制系统、电子助力转向系统、环视摄像头、激光雷达、功率控制器、车载娱乐系统等。公司积累了用以减少换型带来利润损失、节约成本的高效合并技术系列技术，以 PCB 相同技术规格、相同叠构、相同生产参数作为基础条件，再根据系统订单数量、交期等，通过 PCB 作业软体与 ERP 系统进行信息自动筛选、甄别、分类组合后，将多机种小批量的订单自动合并成中、大批量订单，提升 PCB 生产效率，降低 PCB 制作成本。公司产品在汽车电子领域的终端应用品牌包括奔驰、宝马、奥迪、特斯拉、问界、小米、比亚迪、长城、奇瑞、吉利、长安、蔚来、小鹏、理想、大众、通用、丰田、本田、现代等。

图表 4：在汽车电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于车身控制器、集成逆变器



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

（3）工业控制领域：公司的 PCB 产品主要应用于工控电源、伺服系统、PLC 控制器（可编程逻辑控制器）、DCS 控制系统（分布式控制系统）、变压变频器等。工业控制领域通常具有较高的防磁、防尘、防冲击、使用寿命长、抗干扰、在高温高湿度环境下连续长时间工作等特点，因此对 PCB 产品的技术和工艺具有较高的要求。公司积累了用以承载高电流且高散热的厚铜板系列技术，具有延伸性能好、耐高低温、耐腐蚀等特性，可承载较高电压和电流，增加工业控制产品的使用寿命。

图表 5：在工业控制领域，公司的 PCB 产品主要应用于工控电源、伺服系统等



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

（4）家用电器领域：公司的 PCB 产品不仅广泛应用于液晶电视、投影仪、空调、洗地机等传统家用，还应用于扫地机器人、智能运动手表、智能打印等智能家居设备。中国作为全球最大的家用电器生产国，对家用电器领域印制电路板的需求量较大。公司通过自动化生产实现规模效应，不仅能够满足大批量订单需求，还建立了显著的成本优势，这些产品在现代家庭中广泛应用，提升了生活的便利性和舒适度。随着技术的发展，越来越多的家用电器产品正在向智能化和自动化方向发展，PCB 市场需求和发展空间广阔。

图表 6：在家用电器领域，公司的 PCB 产品应用于液晶电视、投影仪等智能家居设备



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

(5) 此外，公司的产品还应用于储能、服务器、无人机、医疗器械、能源和电力、通讯设备等领域，受益于人工智能、低空经济、物联网和可再生能源等领域的快速发展和技术进步，将推动市场需求的持续增长。

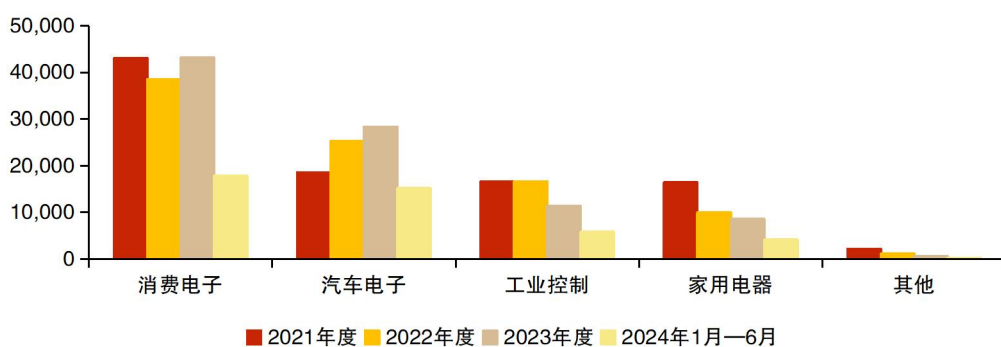
图表 7：公司的产品还应用于储能、服务器、无人机、医疗器械等领域



资料来源：公司 2024 年年报、华源证券研究所

2021 年以来，一方面，公司紧跟智能化、电动化等为代表的汽车电子发展趋势，提升了汽车电子领域 PCB 产品的研发和技术投入，并积极加大与汽车电子领域客户的合作规模，晨澜光电、科世达、埃泰克、马瑞利等客户订单增长较快，导致汽车电子领域收入及占比迅速上升；另一方面，公司加大了以 BMS 用多层板为代表的中高端消费电子市场的开拓，抵消了传统家用电器和低端消费电子用产品需求下降的影响。2023 年，公司在消费电子、汽车电子、工控、家电领域分别营收 43172 万元、28377 万元、11336 万元、8626 万元。

图表 8：2023 年公司在消费电子、汽车电子两大领域营收规模较大（万元）



资料来源：公司招股书、华源证券研究所

1.2. 结构：向附加值更高的多层板持续优化，2024 年多层板营收占比 41%

公司生产单面板以大批量为主，生产双面板和多层板以“中小批量、多品种、高品质、快速交货”为市场策略，在满足客户大批量订单需求的同时，快速响应中小批量客户需求，实现柔性化生产。

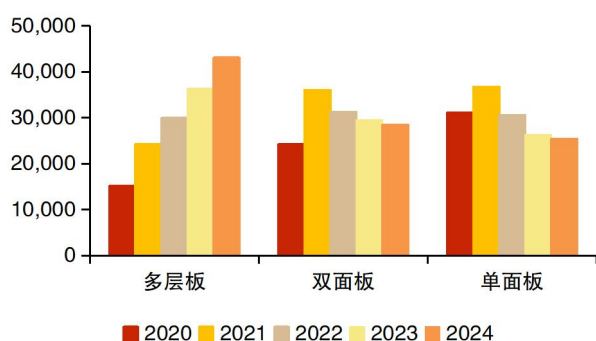
图表 9：公司产品可划分为单面板、双面板和多层板

产品类型	产品特性	应用领域	产品展示
单面板	在绝缘基板单面覆铜，在铜层上采用影像转移方法制作出导线图层及需要焊接的焊盘，其特点是图形制作工艺快捷、产品制作周期短、制作成本低、产品品质稳定性高。	普通家用电器、工控电源、快充电源等简单的电子产品。	
双面板	在绝缘基板上两面布线路结构式的电路板，经由导通孔将两面线路连接。与单面板相比，双面板的应用与单面板基本相同，主要特点是增加了单位面积的布线密度，其结构比单面板复杂，制作工艺流程增加。	消费电子、汽车电子、通信设备、工业控制等领域。	
多层板	PCB 多层板与单面板、双面板最大的不同就是增加了内部电源层和接地层，用一块双面作内层、两块单面作外层或多块双面作内层、两块单面作外层的印刷线路板，通过定位系统及绝缘材料交替叠合在一起且导电图形按设计要求进行互连的印刷线路板就成为四层、六层及以上印刷电路板，也称为多层印刷线路板。	消费电子、工业控制、网络设备、汽车电子、通信设备、医疗器械等领域。	

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

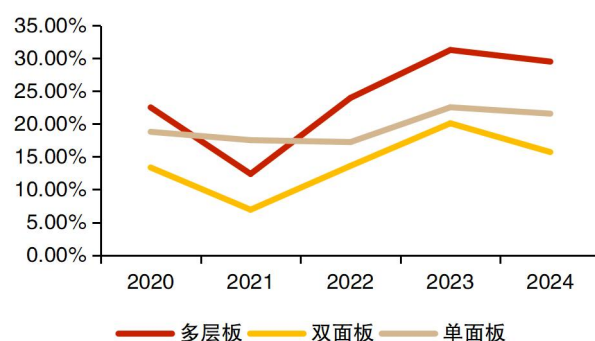
产品结构向附加值更高的多层板持续优化。2021 年至 2024 年，公司持续优化产品结构，多层板营收占比持续提升，从 2021 年的 24% 提升至 2024 年的 41%。2024 年，多层板、双面板、单面板分别营收 43105 万元（yoy+19%）、28488 万元、25472 万元。从毛利率来看，2022 年以后公司多层板业务持续高于其他两大业务，至 2024 年多层板、双面板、单面板毛利率分别为 29.50%、15.71%、21.57%。

图表 10：2024 年多层板营收 43105 万元（单位：万元）



资料来源：Wind、华源证券研究所

图表 11：2022 年后多层板业务毛利率高于其他两大业务

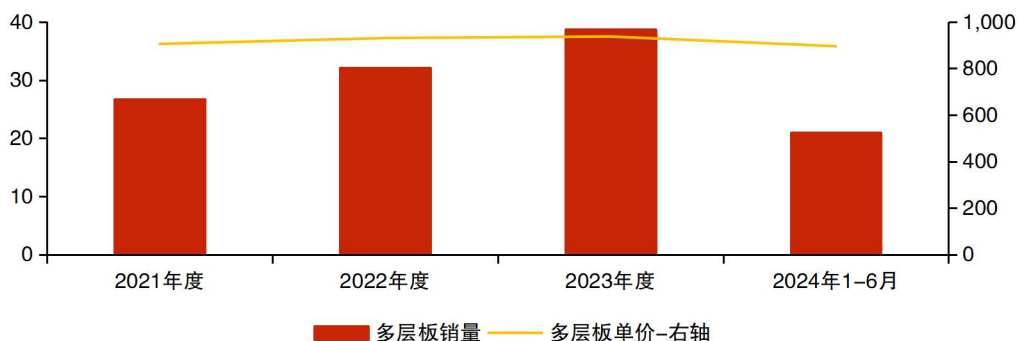


资料来源：Wind、华源证券研究所

多层板销量变动：2021 年至 2024 年上半年销量持续上升，主要系随着东台工厂投产后产能扩张，公司积极拓展汽车电子、高端消费电子等领域订单。

多层板单价变动：2021 年度至 2023 年度，高附加值的多层板产品占比有所上升，使多层板单价小幅上涨，2024 年 1-6 月单价略有下降，系 2023 年原材料价格降幅较大，因此 2024 年初公司与客户进行了调价。

图表 12：2023 年公司多层板销量为 38.7 万平方米（万平方米、元/平方米）

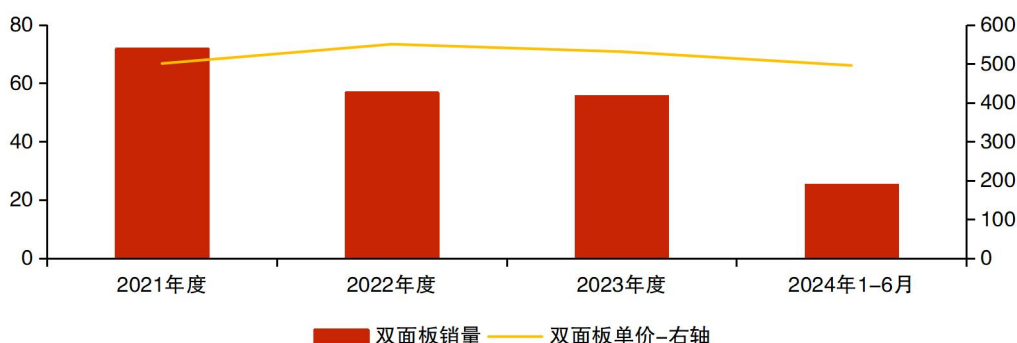


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

双面板销量变动：2022 年双面板销量较 2021 年下降 15.02 万平方米，降幅 20.92%。主要原因系游戏机、电视机等下游消费电子、家用电器需求疲软，导致客户订单量减少。2023 年度，公司积极增加在消费电子、家用电器应用领域老客户的采购中的占比，并加快汽车电子等应用领域订单的导入，使双面板销量基本与 2022 年持平。

双面板单价变动：2022 年度，公司产品结构优化，较高附加值应用领域的产品占比增加，并随着新客户订单的成功导入，公司减少了承接 PCB 企业的全制程外协订单，双面板售价有所提高。2023 年度和 2024 年 1-6 月，双面板单价下降，主要系公司与客户针对原材料价格的下降进行了调价。

图表 13：2023 年公司双面板销量为 55.59 万平方米（万平方米、元/平方米）



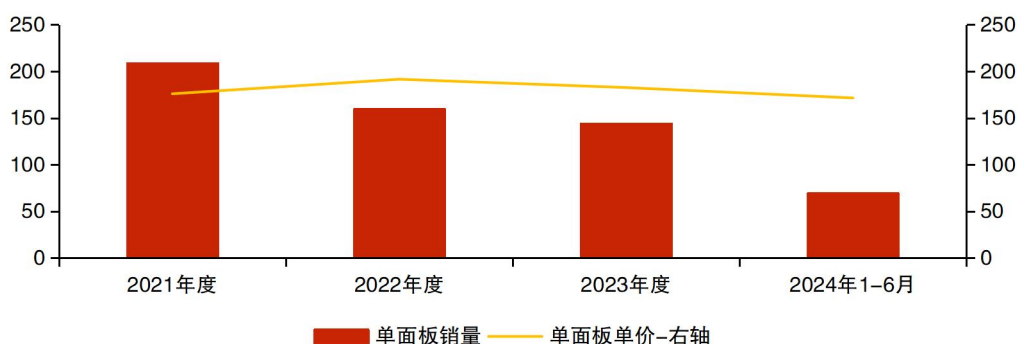
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

单面板销量变动：2022 年度单面板销量较 2021 年度下降 49.18 万平方米，降幅 23.58%。主要原因系：一方面，游戏机、电视机等下游消费电子、家用电器需求疲软，导致客户订单量减少；另一方面，年初受外部环境影响，昆山工厂产量下降。2023 年度单面板销量较 2022

年度下降 15.31 万平方米，降幅 9.60%，主要原因系 2023 年度下游消费电子和家用电器终端市场延续了疲软和萎缩态势，导致客户订单量减少。

单面板单价变动：2021 年度，行业上游原材料价格上涨，公司与主要单面板客户合作历史悠久，业务模式稳定，且是华东区域内少数具有大批量单面板生产能力的企业之一，有着较强的议价能力，公司对于原材料价格上升的调价机制较为及时。2022 年度，公司维持了 2021 年末的价格。2023 年度及 2024 年 1-6 月单面板的单价均略有下滑，主要系公司与客户针对覆铜板等原材料价格下降的情况进行了调价。

图表 14：2023 年公司单面板销量为 144.1 万平方米（万平方米、元/平方米）



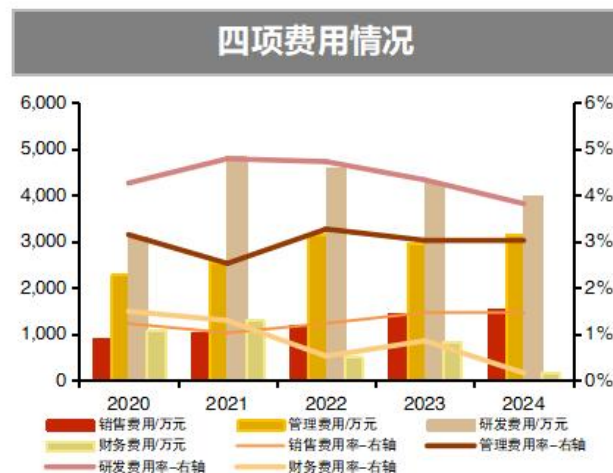
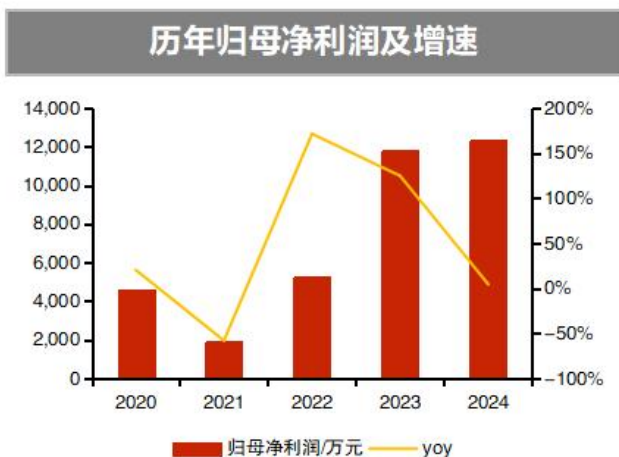
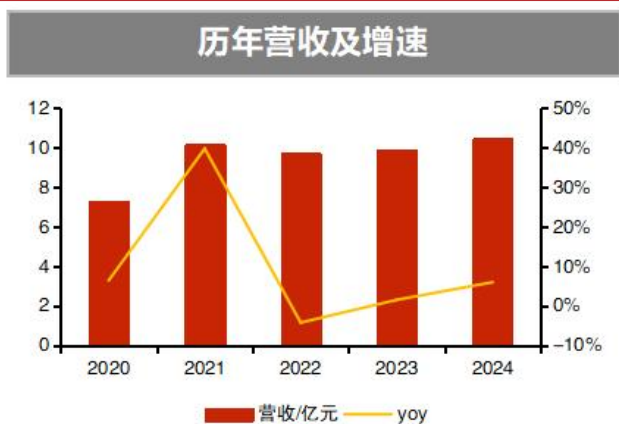
资料来源：公司招股书、华源证券研究所

1.3. 财务：2024 年实现营收 10.43 亿元（yoy+6%）、归母净利润超 1.2 亿元

2023 年，新能源汽车市场的火热和公司高端消费电子产品客户需求的增加，抵消了下游消费电子和家用电器终端市场疲软和萎缩的不利影响，东台工厂产能的逐步释放为营收增长提供了有力支撑，产能的提升满足了更多的市场需求，带动销售收入的增加。2024 年公司实现总营收 10.43 亿元（yoy+5.97%），保持增长趋势。

受产品结构优化的影响，公司综合毛利率和净利率于 2022 年和 2023 年提升较多，2024 年，毛利率略微下滑至 22.39%，净利率维持在 11.83%。公司期间费用率从 2020 年的 10.12% 降至 2024 年的 8.46%，成本管理能力有所提升。2023 年、2024 年，公司分别实现归母净利润 11805.43 万元（yoy+124.75%）、12331.17 万元（yoy+4.45%）。

图表 15：2024 年公司实现总营收 10.43 亿元（yoy+5.97%）



资料来源：Wind、华源证券研究所

2. 基本盘：客户资源优势凸显，产业发展环境较佳

公司 PCB 产品主要应用于汽车电子、消费电子、工控等领域，构筑公司基本盘。

2.1. 客户：内销为主，积累了台达集团、群光电子、明纬集团等知名客户

公司积累了众多国内外知名客户，包括台达集团（台达电 2308.TW）、LG 集团、群光电子（2385.TW）、明纬集团、晨澜光电（飞乐音响 600651.SH 控股）、新普（6121.TWO）、光宝科技（2301.TW）、全汉（3015.TW）、京东方 A（000725.SZ）、立讯精密（002475.SZ）、埃泰克、长江汽车、科世达、马瑞利等知名客户。

图表 16：公司客户包括台达集团、LG 集团、全汉、京东方 A、埃泰克、长江汽车等

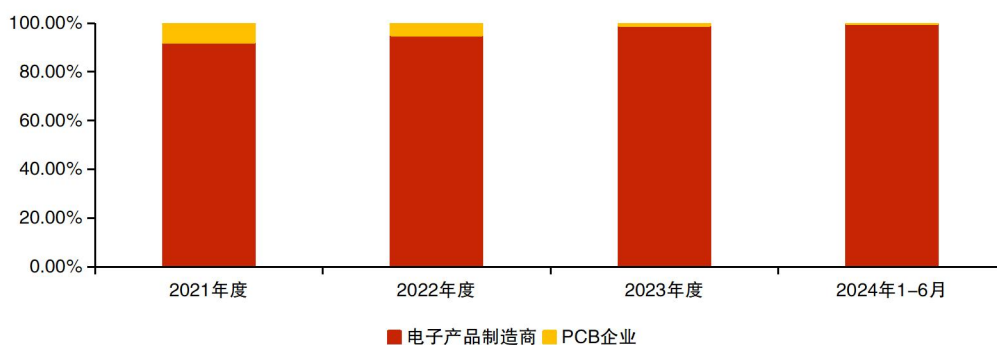
客户	基本情况	客户性质	行业	产品应用范围
	台达电（2308.TW），电源管理与散热管理解决方案领导厂商，业务涵盖电源管理类产品、视讯产品、零组件产品、工业自动化产品及基础设施产品。	中国台湾证券交易所上市公司	消费电子、工业控制	变频器、电源控制、视讯产品零组件
	乐金电子部品（烟台）有限公司，是 LG 集团下属知名企业。业务涵盖研发、生产液晶显示器件、数码产品模块、微型马达及新型电子元器件。	世界 500 强、韩国证券交易所上市公司	消费电子、家用电器	家用电器零组件、显示器电源控制
	群光电子（2385.TW），是中国台湾知名电子零组件研发生产企业，业务涵盖研发及生产各大品牌电脑接口设备、手机相机模块、数码相机及计算机周边设备组件。	中国台湾证券交易所上市公司	消费电子、通信设备	键盘模块、摄像头模块、开关电源
	明纬集团，世界交换式电源供应器领导品牌及各类开关电源头部制造商。	中国台湾知名企业	工业控制、消费电子、通信设备	电源供应器、开关电源控制
	上海晨澜光电器件有限公司，是飞乐音响（600651.SH）下属汽车零部件企业，主营汽车照明产品、LED 光电产品等。所经营的汽车照明产品及电子类产品在车用市场上占有率达 40% 以上。	A 股上市公司	汽车电子	汽车照明产品
	新普（6121.TWO），是专业锂离子电池模块研发与制造厂商。自 2002 年起，先后于上海、江苏常熟及重庆建立生产基地，产业布局朝向国际化发展，建立起遍布亚洲、美洲及欧洲的全球供应链，笔记本电脑电池全球市占率第一。	中国台湾证券交易所挂牌上市	消费电子	笔记本电脑电池
	光宝科技（2301.TW），知名科技公司，产品涵盖 LED、半导体、影像产品部件、计算机部件及其他新型电子零组件。	中国台湾证券交易所上市公司	通信设备、消费电子	电源供应器、开关电源控制、半导体组件
	全汉（3015.TW），是中国台湾电源供应器知名品牌制造企业，业务涵盖计算机、工业控制、服务器、医疗及通讯类产品电源供应器的研发生产。	中国台湾证券交易所上市公司	工业控制、消费电子、通信设备	电源供应器
	芜湖埃泰克汽车电子股份有限公司，主要从事设计、开发、制造和销售汽车零部件及相关的硬件和软件，包括车身控制器、组合仪表、CAN 总线系列组合仪表及车身控制器、车载音响、车载电视、车载多媒体、GPS、遥控钥匙、空调控制器、汽车传感器、巡航控制器、辅助仪表及总成等汽车电子产品。	知名汽车零部件企业	汽车电子	汽车车身控制板
	浙江长江汽车电子有限公司，包括车用电子电器开关、控制模块、仪表控制面板、空调操纵机构、电子钟等产品。	知名汽车零部件企业	汽车电子	汽车车身控制板

	上海科世达-华阳汽车电器有限公司是于 1995 年创建的中德合资公司，投资三方为德国科世达公司、贵航集团华阳电工厂及上海嘉定安亭工业公司。德国科世达公司，创建于 1912 年，属国际跨国公司，全球有 12 个子分公司，主要是提供汽车电器系统、工业电器系统、接插件和检测设备的解决方案。	知名汽车零部件企业	汽车电子	汽车车身控制板
	马瑞利是世界 500 强意大利菲亚特克莱斯勒汽车集团成员之一，全球前三位车灯公司，主要从事汽车车灯的设计研发和销售。	世界 500 强	汽车电子	汽车车灯
	合肥京东方视讯科技有限公司，是京东方 A（000725.SZ）下属高科技企业，主要从事研发生产液晶显示器、液晶电视、显示器用 TFT-LCD 显示屏。	A 股上市公司	消费电子	显示器模块、液晶电视组件
	立讯精密工业（昆山）有限公司，是立讯精密（002475.SZ）下属一家技术导向公司，专注于连接器、连接线、马达、无线充电、FPC、天线、声学 and 电子模块等产品的研发、生产和销售、高频产品开发，产品广泛应用于消费电子、通讯、汽车及医疗等全球多个重要领域。	A 股上市公司	汽车电子、医疗	3C、汽车和通讯等领域

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

公司客户类型可分为电子产品制造商、PCB 企业两类。电子产品制造商是指该类型客户向公司采购 PCB 后，将其作为元器件用于自身电子产品的组装、贴片、焊接等。PCB 企业是指该类型客户在其订单饱满、产能利用率高时，结合其客户交期将部分订单外发至专业 PCB 制造商进行生产，由于行业特性，外发是 PCB 行业普遍采取的方式。

图表 17：2024H1 公司对电子产品制造商客户销售收入占比达 99.81%

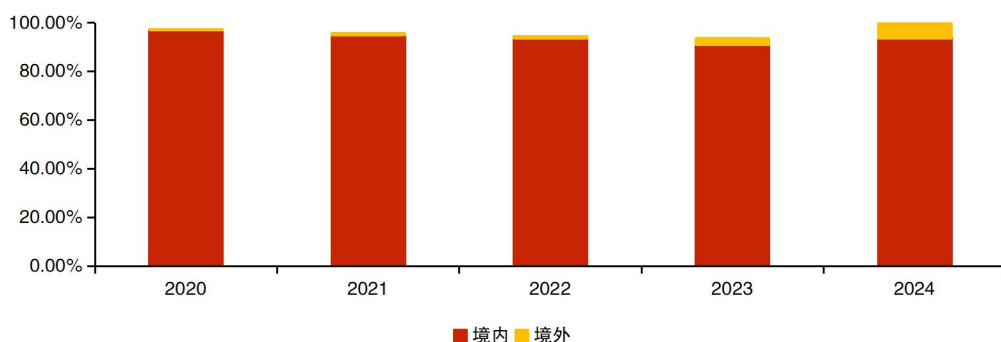


资料来源：公司招股书、华源证券研究所

公司向供应商采购覆铜板、半固化片、铜箔、铜球、油墨和干膜等原材料，按照客户的定制化需求生产出 PCB 产品。印制电路板为定制化产品，公司实行以销定产的生产模式，根据客户提供的图纸或设计方案进行产品设计，通过小规模试产制作样品并在样品技术参数通过客户检验后，再根据客户具体订单需求来组织和安排批量生产。

内销为主，境外市场持续开拓。公司采用直接销售的模式。2020 年至 2022 年，公司境外销售持续维持在千万元以下规模。2023 年公司境外收入升至 2669 万元（yoy+202%），2024 年继续积极开拓海外市场，境外收入升至 6610 万元（yoy+148%）。

图表 18：2024 年公司境外收入升至 6610 万元（yoy+148%）



资料来源：Wind、华源证券研究所

2021 年至 2024 年，公司对前五大客户合计销售收入占比持续维持 50% 以下，客户集中度适中。从具体前五大客户来看，2021 年至 2023 年，公司对台达集团、新普科技、上海晨澜光电器件、群光集团、明纬集团等客户销售金额较大。

图表 19：2021-2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比持续维持 50% 以下

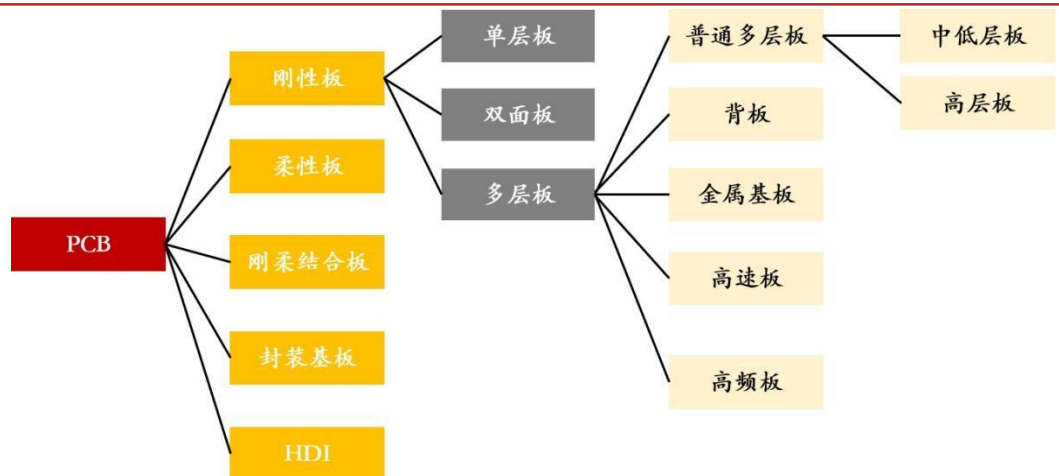
	客户名称	销售金额（万元）	占营业收入比（%）
2024 年报	客户第一名	14,027.24	13.45
	客户第二名	13,057.77	12.52
	客户第三名	6,679.74	6.41
	客户第四名	5,476.08	5.25
	客户第五名	5,324.68	5.11
	合计	44,565.51	42.74
2023 年报	台达集团	14,748.67	14.99
	新普科技(重庆)有限公司	12,881.17	13.09
	上海晨澜光电器件有限公司	7,810.97	7.94
	群光集团	5,511.03	5.60
	乐金集团	5,356.76	5.44
	合计	46,308.59	47.06
2022 年报	台达集团	13,309.69	13.73
	明纬集团	8,663.74	8.94
	上海晨澜光电器件有限公司	8,583.24	8.85
	新普科技(重庆)有限公司	8,013.70	8.27
	LG 集团	6,750.45	6.96
	合计	45,320.81	46.75
2021 年报	台达集团	11,001.61	10.87
	乐金集团	9,728.72	9.61
	群光集团	9,290.37	9.18
	上海晨澜光电器件有限公司	8,780.69	8.67
	明纬集团	6,584.41	6.50
	合计	45,385.80	44.83

资料来源：Wind、华源证券研究所

2.2. 需求：预计 2026 年全球 PCB 产值将突破千亿美元

参考前瞻产业研究院信息，PCB 产品种类丰富，按照基材的柔软性可以分为刚性板 (R-PCB)、柔性板(FPC)、刚柔结合板；按照导电图的层数分，可分为单面板、双面板、多层板；另外，还有特殊产品分类，如高速高频板、高密度连接板(HDI)、封装基板等。参考华经产业研究院信息，当 PCB 的密度增加超过八层板后，以 HDI 来制造，其成本将较传统复杂的压合制程要低。

图表 20：PCB 按照基材的柔软性可以分为刚性板 (R-PCB)、柔性板 (FPC)



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

图表 21：不同种类的 PC 主要应用场景具有差异性

产品种类	特征描述	主要应用
单面板	在绝缘基材上仅一面具有导电图形的印制电路板	普通家电、遥控器、传真机等
双面板	在绝缘基材的正反面都形成导体图形的印制电路板，一般采用丝印法或感光法制成	计算机周边产品、家用电器等
普通多层板	内层由四层及以上导电图形与绝缘材料压制而成，外层为铜箔。层间导电图形通过导孔进行互联	消费电子、通信设备和汽车电子等领域
背板	用于连接或插接多块单板以形成独立系统的印制电路板	通信、服务/存储、航空航天、超级计算机、医疗等重要领域
高速多层板	由多层导电图形和低 3 介电损耗的高速材料压制而成的印刷电路板	通讯、服务/存储等
金属基板	由金属基材、绝缘介质层和电路层三部分构成的复合印制线路板	通信无线基站、微波通信等
厚铜板	使用厚铜箔(厚铜在 30z 及以上)或成品任何一层铜厚度为 30z 以上的印制电路板	通信电源、医疗设备电源、工业电源、新能源汽车等
高频微波板	采用特殊的高频材料（如聚四氟乙烯等）进行加工制造而成的印制电路板	通信基站、微波传输、卫星通讯、导航雷达等
HDI	孔径在 0.15mm 以下、孔环之环径在 0.25mm 以下、接点密度在 130 点/平方英寸以上、布线密度在 117 英寸/平方英寸以上的多层印刷电路板	智能手机、平板电脑、数码相机、可穿戴设备等消费类电子产品，在通信设备、航空航天、工控医疗等领域亦增长较快
挠性板	由柔性基材制成的印刷电路板，基材由金属导体箔、胶黏剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装	智能手机、平板电脑、可穿戴设备等移动智能终端
刚挠结合板	由柔性基材制成的印刷电路板，基材由金属导体箔、胶黏剂和绝缘基膜三种材料组合而成，其优点是轻薄、可弯曲、可立体组装	通信设备、计算机、工控医疗、航空航天、汽车电子、消费电子等领域

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所 注：此处 HDI 合并至多层板分类

参考华经产业研究院信息，PCB 从早期的单层/双层、多层板，向 HDIMicroviaPCBs，HDIAnyLayerPCBs，以及目前火热的类载板方向升级，产品线宽线距逐渐缩小。HDI 对比传统 PCB 可以实现更小的孔径、更细的线宽、更少通孔数量，节约 PCB 可布线面积、大幅度提高元器件密度和改善射频干扰/电磁波干扰等。SLP (substrate-likePCB，类载板)，相较于 HDI 板可将线宽/线距从 HDI 的 40/50 微米缩短到 20/35 微米,同样面积电子元器件承载数量可以达到 HDI 的两倍，已在苹果、三星等高端手机产品中使用。

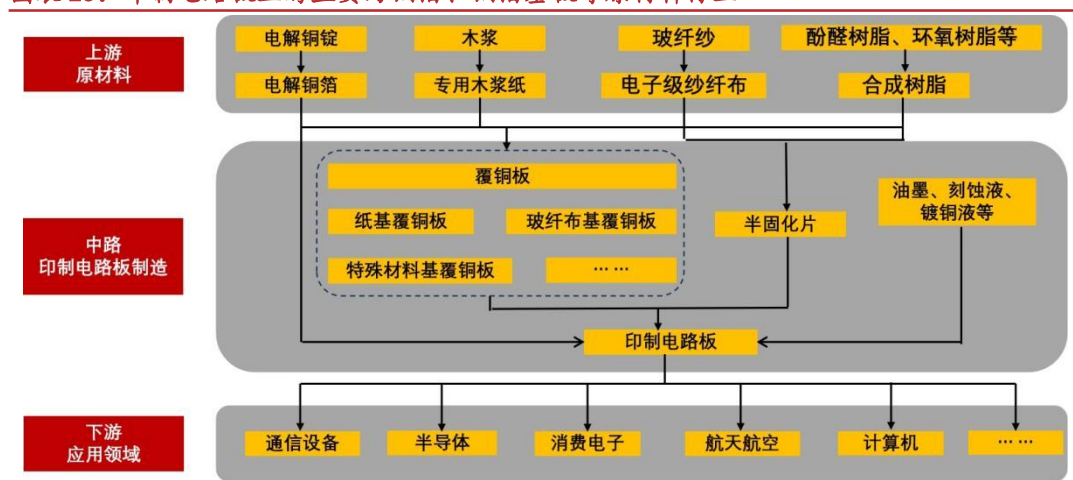
图表 22：HDI 对比传统 PCB 可以实现更小的孔径

技术参数	普通 PCB	HDI	SLP	IC 载板
层数	1-90+	4~16	2~10	2~10
板厚	0.3-7mm	0.25-2mm	0.2-1.5mm	0.1-1.5mm
最小线宽/间距	50-100 μ m	40-60 μ m	20-30 μ m	10-30 μ m
孔径	75 μ m	75 μ m	60 μ m	50 μ m
板尺寸	-	300mm*210mm	-	<150mm*150mm
制备工艺	减成法	减成法	mSAP	mSAP/SAP

资料来源：华经产业研究院、华源证券研究所

参考前瞻产业研究院信息，从产业链环节来看，印制电路板(PCB)上游主要为铜箔、铜箔基板、玻纤布、树脂等原材料行业；中游为印制电路板(PCB)制造环节，是指通过蚀刻等工艺将覆铜板制作成 PCB 板的过程；下游主要为印制电路板(PCB)应用领域，包括通信、光电、消费电子、汽车、航空航天、军用、工业精密仪表等领域。

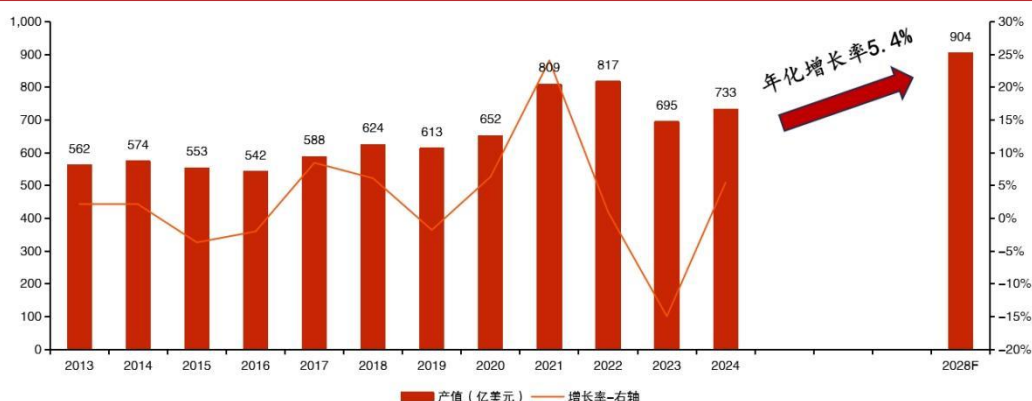
图表 23：印制电路板上游主要为铜箔、铜箔基板等原材料行业



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究所

印制电路板发明于 20 世纪 30 年代，最初主要应用于军方产品；20 世纪 50 年代中期，印制电路板开始广泛商用。历经 80 余年发展，PCB 行业已成为全球电子元件细分产业中产值占比最大的行业。由于供应链问题、货币政策收紧、地缘政治冲突以及贸易紧张局势，2023 年，PCB 行业出现了一定的萎缩和低迷。2024 年随着去库存的逐步完成，并得益于人工智能等的迅速发展，PCB 行业开始呈现复苏迹象。据 Prismark 统计，2024 年全球 PCB 总产值已达到 733.46 亿美元。

图表 24：2024 年全球 PCB 总产值已达到 733.46 亿美元



资料来源：Prismark、公司 2024 年年报、华源证券研究所

随着全球产业链分工明细化，各个国家地区 PCB 产值占比处于不断变化中。PCB 供应链早期以欧美为中心，二战后逐步发展成为以欧美日共同主导的局面，2000 年三大地区占据全球 PCB 生产 70% 以上的产值；2008–2020 年，欧洲和美洲占比逐步降低，亚洲占比逐步提升，其中中国大陆提升最快。近年来，随着地缘政治冲突的加剧，产业链重塑、脱钩断链、去中国化等，影响对欧美等西方国家的直接出口。PCB 行业也在快速往以泰国、越南等为代表的东南亚国家转移，尤其是泰国快速崛起为中国大陆、中国台湾、韩国和日本外的又一 PCB 全球集聚地。

图表 25：2023 年中国大陆 PCB 产值为 377.94 亿美元（单位：亿美元）

国家和地区	2020	2022	2023	2024F	2028F	2023–2028CAGR
美国	108.52	33.69	32.06	33.51	38.75	3.9%
欧洲	67.02	18.85	17.28	16.79	20.12	3.1%
日本	119.24	72.80	60.78	59.27	76.49	4.7%
中国大陆	33.68	435.53	377.94	404.5	470.84	4.5%
韩国	20.53	90.52	71.87	74.55	88.49	4.2%
中国台湾	45.10	111.21	86.06	89.04	119.97	6.9%
其他地区	21.61	54.81	49.17	55.81	88.48	12.7%
合计	415.70	817.40	695.17	733.46	904.13	5.4%

资料来源：Prismark、公司 2024 年年报、华源证券研究所

根据 Prismark 统计，**多层板在全球 PCB 行业产值占比最大**，2008–2021 年各年度产值占行业总产值比重均达到 35% 以上，2021 年多层板产值为 310.53 亿美元，占比 38.37%；其次为封装基板，2021 年封装基板产值为 144.10 亿美元，占比 17.81%；柔性板、HDI 板、单/双面板占比分别为 17.37%、14.60% 及 11.85%。

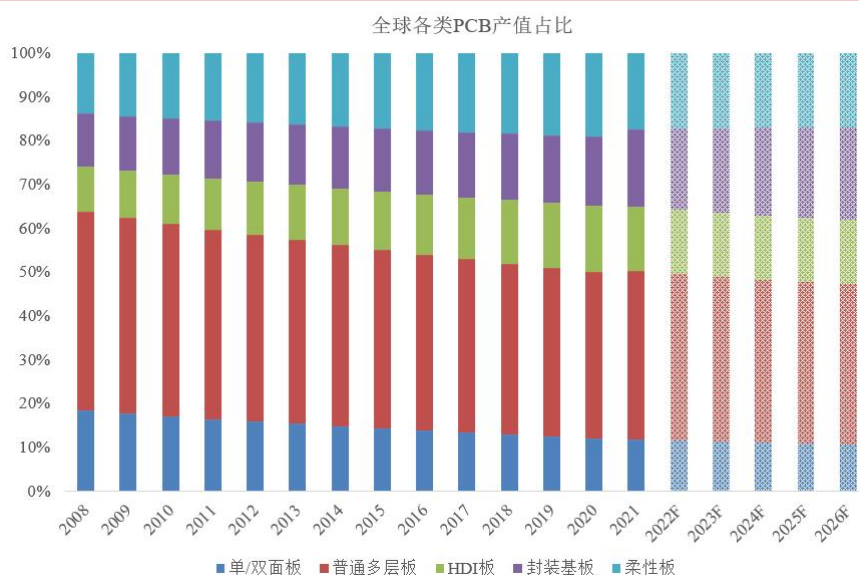
随着汽车电动化与智能化及 5G 带来云计算以及物联网等技术变革的趋势下，PCB 方案呈现多元化，市场对高密度、高多层、高技术 PCB 产品的需求将变得更为突出，从传统以多层板为主的方案向金属基板、厚铜基板、埋容/埋阻材料线路板、高频/高速材料线路板、HDI 等特殊工艺、特殊基材的 PCB 方案演进。

图表 26：2021 年多层板在全球 PCB 行业产值占比最大（单位：亿美元）

产品结构	2020 年度	2021 年度	2026 年预计	2020-2021 年度增长率	2021-2026 年度复合增长率
单/双面板	79.11	95.89	107.79	21.21%	2.37%
普通多层板	247.63	310.53	371.54	25.40%	3.65%
HDI 板	98.74	118.11	150.12	19.62%	4.91%
封装基板	101.88	144.10	214.35	41.44%	8.27%
柔性板	124.83	140.58	171.79	12.62%	4.09%
合计	652.19	809.20	1015.59	24.07%	4.65%

资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

图表 27：2008-2021 年多层板各年度产值占行业总产值比重均达到 35%以上



资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

根据 Prismark 的数据，从 2024 年全球 PCB 各类应用产值来看，手机占比 19.08%，排名第一；服务器/数据存储占比 13.34%，排名第二；PC 占比 13.31%，排名第三；消费电子占比 12.71%，排名第四；汽车电子占比 12.69%，排名第五。由此可见，目前全球 PCB 下游应用领域中，手机、服务器/数据存储、PC、消费电子和汽车电子是下游最为重要的 5 个领域。人工智能基础设施正在经历高速增长，并推动着新技术、新产品和供应链的发展。人工智能系统、服务器、存储设备和网络设备不断增长的需求将对 PCB 行业产生重大影响。

图表 28：2024 年全球 PCB 各类应用产值来看，手机占比排名第一（单位：百万美元）

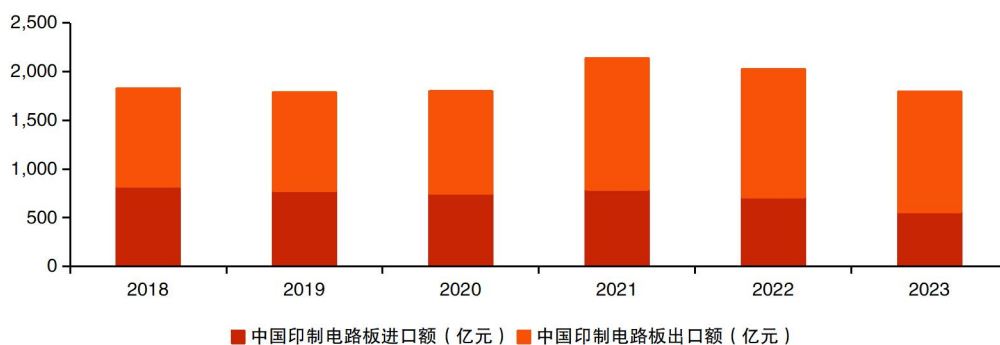
应用领域	2020	2023	2024	2028F	2023-2028F CAGR
个人计算机	11210	9391	9760	11020	3.2%
服务器/数据存储	5876	8201	9781	14221	11.6%
其他计算机	3801	3661	3797	4049	2.0%
手机	14150	13085	13993	17685	6.2%
有线基础设施	4958	5955	6113	7576	4.9%
无线基础设施	2771	3118	3085	3574	2.8%
消费电子	9366	9129	9320	10816	3.7%
汽车	6457	9153	9308	11518	4.7%
工业	22543	2871	2886	3659	4.1%

医疗	1263	1440	1512	1771	4.2%
军事/航空航天	2824	3514	3792	4524	5.2%
合计	65218	69517	73346	90413	5.4%

资料来源：Prismark、公司 2024 年年报、华源证券研究所

根据海关总署、CPCA 数据，2023 年我国印制电路板进出口贸易呈整体下降趋势，贸易总额同比下降，进口金额降幅较明显，贸易顺差趋势保持。2023 年我国印制电路板进出口贸易总额为 1793.94 亿元（yoy-11.3%），其中进口额 561.48 亿元（yoy-21.28%）、出口额 1232.46 亿元（yoy-5.88%）。从分类产品来看，四层以上的印制电路板进口下降幅度大。

图表 29：2023 年我国印制电路板进出口贸易总额为 1794 亿元（yoy-11.3%）



资料来源：海关总署、CPCA、中商产业研究院、华源证券研究所

2.3. 格局：国内市场竞争激烈，PCB 产业向高阶化发展

参考智研咨询信息，PCB 行业发展历程最初可追溯到 1956 年，当时我国开始 PCB 的研制工作。随后 1960 年至 1969 年，中国开始批量生产单面印制电路板，小批量生产双面 PCB 板并开始研制多层 PCB 板。但由于受当时历史条件的限制，印制电路板技术发展较为缓慢。20 世纪八九十年代，随着国外技术及外资企业引进，我国 PCB 行业开始迅速发展，且家用电器下游需求快速增长，进一步带动行业发展。2001-2010 年，PCB 行业进入持续增长期，这主要受欧美等国 PCB 产能转移影响，我国开始成为全球最大、增长最快的 PCB 生产基地。2011 年至今，随着下游应用领域向智能化，轻薄化、多功能化、高性能化方向发展，PCB 产品高阶化发展趋势明显，行业进入高阶发展期。

图表 30：PCB 产品高阶化发展趋势明显



资料来源：智研咨询、华源证券研究所

中国 PCB 企业数量最多，行业集中度高于全球市场

截至 2021 年，全球约有 2,800 家 PCB 企业，主要集中在中国大陆、中国台湾、日本、韩国、美国和欧洲等六大区域。2000 年以前，全球 PCB 产值 70% 以上分布在北美、欧洲及日本等地区，进入 21 世纪以来，PCB 产业重心不断向亚洲地区转移。根据 Prismark 统计，2021 年全球前十大 PCB 厂商中有 9 家分布在亚洲，1 家分布在美国。2021 年全球第一大 PCB 生产商臻鼎营业收入为 55.34 亿美元，在全球 PCB 行业的市场占有率仅 6.84%，前十大 PCB 生产商的市场占有率合计仅 35.17%，行业集中度较低，主要由于 PCB 行业在应用场景、产品、性能、材料等方面有较大的差异，整个行业具有明显的定制化特点，行业参与者众多。

图表 31：2021 年全球前十大 PCB 生产商市场占比仅 35%



资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

图表 32：2021 年臻鼎营收为 55.34 亿美元（亿美元）



资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

截至 2021 年，中国大陆 PCB 企业大约有 1,500 家，主要集中在珠三角、长三角和环渤海等电子行业集中度高、对基础元件需求量大并具备良好运输条件和水、电条件的区域。中国作为全球最大的 PCB 生产国，中国大陆产值占全球 PCB 产值的比重从 2000 年的 8% 提升至 2021 年的 54.56%，在单/双面板及普通多层板方面已达到世界先进水平。2021 年中国大陆第一大 PCB 厂商鹏鼎控股（系臻鼎集团公司）营业收入为 333.15 亿元，在中国大陆 PCB 行业的市场占有率为 11.70%，前十大 PCB 生产商的市场占有率合计仅 49.53%，行业集中度高于全球市场。

图表 33：2021 年前十大 PCB 厂商总市场占有率仅 49.53%



资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

图表 34：2021 年鹏鼎控股营收为 333.15 亿元（亿元）



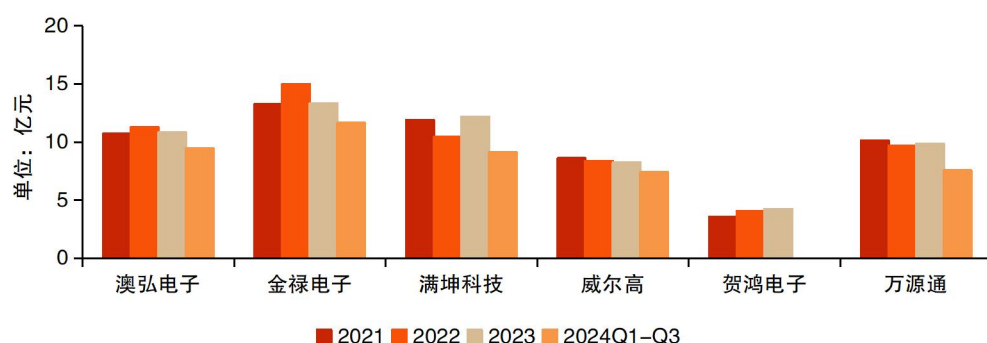
资料来源：Prismark、公司招股书、华源证券研究所

➤ 国内行业企业众多、竞争激烈，万源通稳步前进、未来可期

印制电路板行业企业众多，企业生产经营情况受到产能规模、产品类型、下游应用领域等影响而有所差别。公司产品主要包含单面板、双面板及多层板，应用于消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器等领域。公司按照主营业务及产品相似性、客户重叠性、下游应用领域、拟上市板块及信息公开化程度等标准选取澳弘电子（605058.SH）、金禄电子（301282.SZ）、满坤科技（301132.SZ）、威尔高（301251.SZ）、贺鸿电子 5 家企业作为同行业可比公司。

同行业收入规模对比：万源通在 2021 年时营业收入规模与澳弘电子等公司较为接近，但在后续几年中，其营收规模波动变化，并未呈现出明显的增长趋势，且在 2024 年前三季度的营收规模在可比公司中处于中等水平。其他公司营收方面，澳弘电子与金禄电子整体相对较为平稳；满坤科技有一定波动；威尔高呈缓慢下降趋势；贺鸿电子缓慢上升，规模较小。

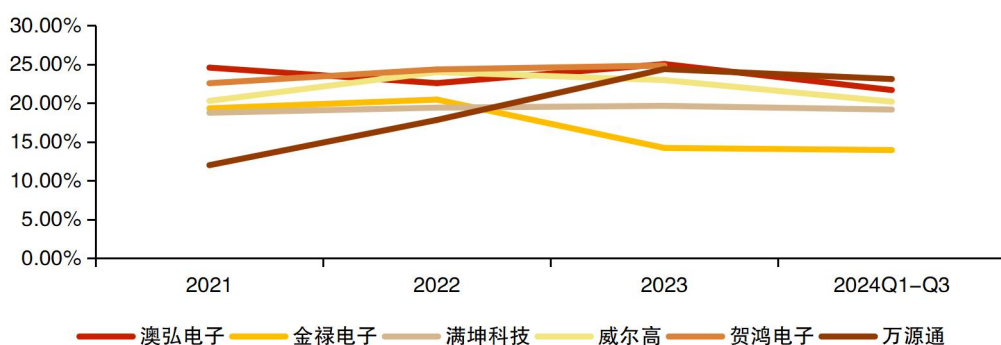
图表 35：万源通 2024Q1-Q3 营收达 7.56 亿元，处可比公司中的中等水平



资料来源：Wind、华源证券研究所

同行业毛利率对比：2021 年度至 2022 年度，公司综合毛利率低于可比公司均值，主要系公司东台工厂投产后产能爬坡，以及对子公司江苏广谦与昆山广谦进行整合，由于磨合及整合阶段存在人员熟练度不足、设备磨合等多方面因素，使公司双面板、多层板单位成本较高，拉低了公司的综合毛利率。2023 年度公司毛利率回升，与澳弘电子、威尔高接近，主要原因系：一方面，随着公司东台工厂产能扩充、产线磨合以及不同厂区产能整合的完成，公司毛利率逐步恢复至同行业正常水平；另一方面，随着高端应用领域订单持续导入，公司产品结构进一步优化，毛利率较高的多面板产品的销售占比提升，单面板和双面板的销售占比下降。

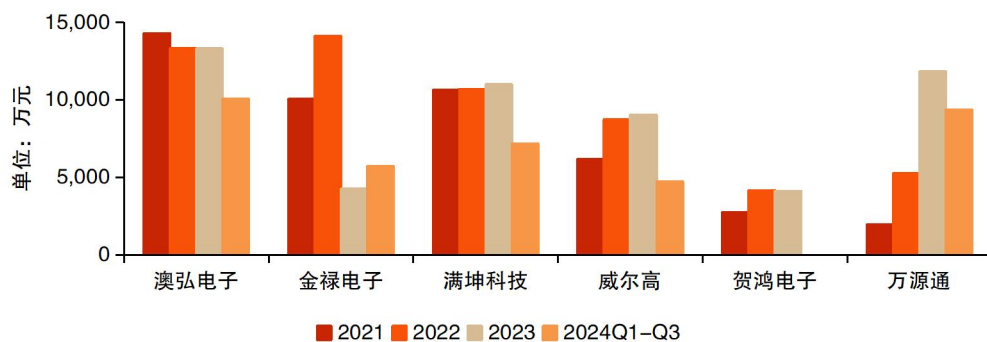
图表 36：2023 年度及 2024 年前三季度，万源通毛利率与澳弘电子、威尔高接近



资料来源：Wind、华源证券研究所

同行业归母净利润对比：万源通虽在 2021 年归母净利润规模较小，其归母净利润为 1935.42 万元，但后续几年增长迅猛，尤其在 2023 年及 2024 年前三季度，其归母净利润规模在可比公司中已处于相对优势地位，且增长速度与稳定性俱佳，彰显出强劲的发展势头和市场竞争能力。反观其他公司，金禄电子在 2023 年归母净利润从 2022 年的 14097.31 万元大幅下跌至 4240.95 万元，澳弘电子在 2022 年（13307.53 万元）和 2023 年（13292.46 万元）也有小幅回落，满坤科技和威尔高的增长则相对平缓，贺鸿电子在 2023 年（4107.74 万元）较 2022 年（4140.42 万元）也有小幅下滑。

图表 37：2023 年万源通归母净利润规模在可比公司中处于相对优势地位



资料来源：Wind、华源证券研究所

公司深耕于汽车电子、工业控制、消费电子及家用电器等优势领域，在华东地区具有一定影响力。公司产品质量满足了各行业客户对印制电路板高品质、高可靠性和耐用性等方面的要求。根据 CPCA 公布的《第二十三届（2023）中国电子电路行业主要企业营收榜单》，公司综合排名为第 60、内资排名为第 37。

图表 38：公司客户资源优质、品控严格、团队稳定、研发创新能力强

优质客户资源优势	专注于汽车电子、工业控制、消费电子和家用电器领域；与重要客户合作关系稳定
汽车电子领域的优势	多年在汽车电路板研发与生产方面的经验；拥有汽车电路板研发生产经验和客户资源；产品基本涵盖了汽车的所有核心部件及配套设施，最终应用于大众等知名汽车品牌
品质控制优势	严格的工艺流程和品质管控体系；坚持以质量为本，高度重视产品品质管控
稳定的管理团队优势	管理层和业务骨干多年来基本保持稳定；主要管理团队和核心技术人员行业工作经验均超过 10 年
研发创新能力优势	高度重视研发工作，持续在新技术和新工艺领域加强研发，不断满足下游电子信息产品快速更新迭代的需求；全面发展研发技术的同时，紧跟下游电子产品的发展趋势，专注于汽车电子、工业控制和消费电子等细分领域的技术研发；拥有多项核心技术，在汽车电子、工业控制和消费电子等细分领域形成了差异化技术发展特点

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

3. 潜力盘：AI 热潮带动服务器与光模块需求端上行

在巩固和扩大消费电子和汽车电子领域的优势基础上，公司积极开拓存储/服务器、通信、具身智能、低空经济等未来增长潜力较大的新兴应用领域，有望成为未来潜在增长点。

3.1. 服务器：以 6-16 层板和封装基板为主，AI 服务器发展推动需求提升

服务器 PCB 是服务器硬件中至关重要的组成部分，它承载着服务器中的各种元件、芯片和连接线路，确保这些组件能够正常工作并有效地相互通信。**服务器 PCB 是一种专门设计用于服务器的 PCB 电路板，是服务器硬件的核心基础设施之一。**

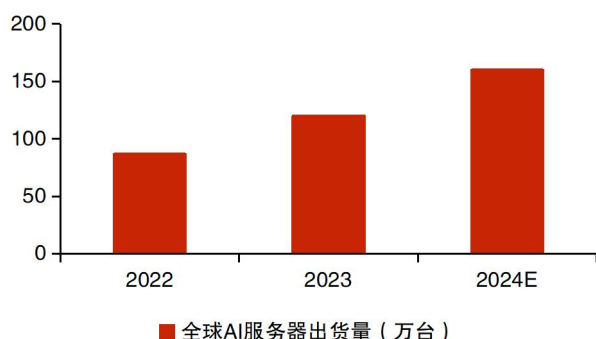
图表 39：服务器 PCB 功能主要包括连接和支持元件、电气连接等

功能	内容
连接和支持元件	提供连接各种组件、芯片和设备所需的电路路径和支撑结构。
电气连接	通过布置电气连接线路，实现各个部件之间的数据传输和通信。
信号传输	确保高速信号在服务器各个组件之间的稳定传输。
电源分配	设计电源轨迹，以有效地分配电能给服务器中的各个部件。
散热支持	设计合适的散热结构，帮助散热部件将热量有效地从服务器中散发出去。
尺寸优化	根据服务器的物理尺寸和形状进行定制，以最大程度地利用服务器内部空间。

资料来源：智研瞻产业研究院、华源证券研究所

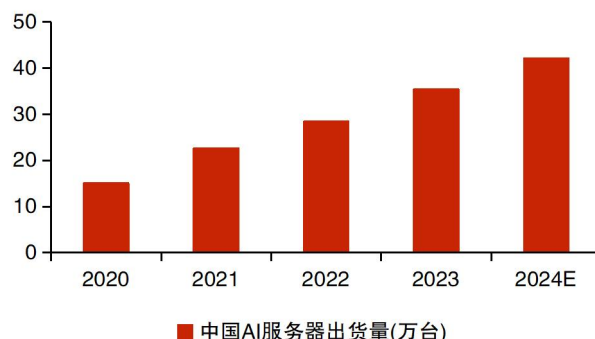
服务/存储的 PCB 需求以 6-16 层板和封装基板为主。参考普科电路官网信息，PCB 在高端服务器中的应用主要包括背板、高层数线卡、HDI 卡、GF 卡等，其特点主要体现在高层数、高纵横比、高密度及高传输速率。高端服务器市场的发展也将推动 PCB 市场特别是高端 PCB 市场的发展。根据 TrendForce、中商产业研究院数据，2023 年全球 AI 服务器（包含搭载 GPU、FPGA、ASIC 等）出货量接近 120 万台，占整体服务器出货量的比重约 9%；2022 年我国 AI 服务器市场出货量约达 28.4 万台（yoy+25.66%），2023 年约为 35.4 万台。

图表 40：2023 年全球 AI 服务器出货量接近 120 万台



资料来源：TrendForce、中商产业研究院、华源证券研究所

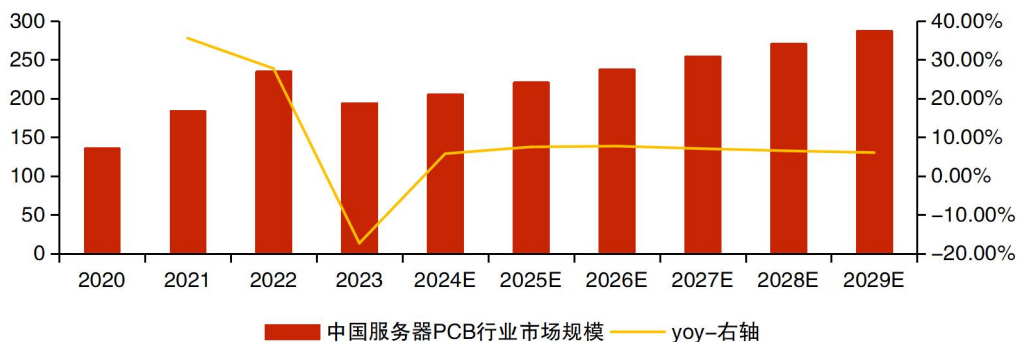
图表 41：2023 年我国 AI 服务器市场出货量约 35.4 万台



资料来源：TrendForce、中商产业研究院、华源证券研究所

随着云计算、大数据、人工智能等新兴技术的快速发展，服务器市场需求持续增长，为 PCB 行业提供了广阔的发展空间。特别是 AI 服务器、数据中心等高端应用领域的快速发展，对高性能、高密度的 PCB 产品需求不断增加。参考智研瞻产业研究院数据，2023 年中国服务器 PCB 行业市场规模 194.01 亿元，预计 2029 年中国服务器 PCB 行业市场规模或将达 287.24 亿元。

图表 42：2023 年中国服务器 PCB 行业市场规模 194.01 亿元（亿元）



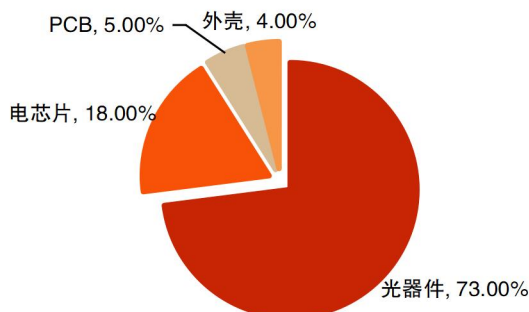
资料来源：智研瞻产业研究院、华源证券研究所

3.2. 光模块：PCB 成本占比约 5%，2024 年中国光模块市场规模约为 606 亿元

光模块 PCB 是光通信设备中的关键组件，它承载着复杂的光电转换和高速信号传输任务。随着光通信行业的发展，尤其是从 10G 到 800G 甚至 1.6T 等光模块的兴起，对 PCB 的性能要求也越来越高。光模块 PCB 的核心技术优势体现在其高速、高性能、提升性能等多个方面，能够有效提升光模块信号唯一性、抗干扰性和稳定性。

根据观研天下数据，2022 年我国光模块行业成本构成来看，光器件成本占比为 73%，电芯片成本占比为 18%，PCB 成本占比为 5%，外壳成本占比为 4%。

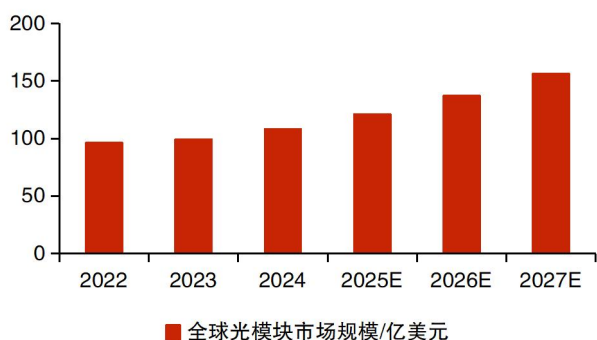
图表 43：2022 年我国光模块行业成本构成来看，PCB 成本占比为 5%



资料来源：观研天下、华源证券研究所

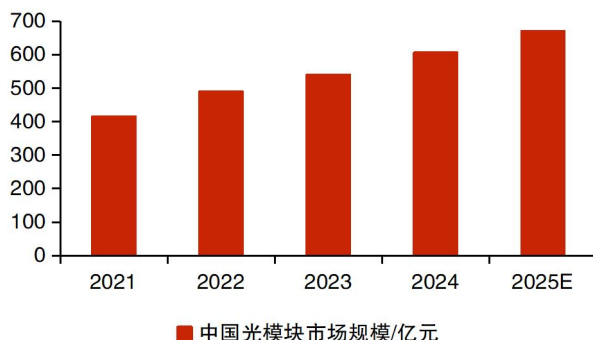
光模块下游应用领域包括光通信设备、数据中心、云计算、电信行业、医疗设备等。随着 AI 算法的不断迭代升级,对算力提出了更高的要求,也为光模块行业带来了新的增长动力。根据中商产业研究院、FROST&SULLIVAN 数据,2023 年全球光模块的市场规模约 99 亿美元,同比增长 3.1%,2024 年约为 108 亿美元。2025 年,全球光模块市场在数据中心、5G 通信及云计算等领域的驱动下呈现强劲增长态势,预计市场规模或将达 121 亿美元,2027 年或将突破 150 亿美元。**中国光模块市场在政策支持和本土技术突破的双重驱动下,已成为全球增长最快的区域。**2022 年中国光模块市场规模达 489 亿元,同比增长 17.83%,2023 年市场规模约为 540 亿元,2024 年约为 606 亿元。随着光模块市场发展,2025 年市场规模或将接近 700 亿元。

图表 44: 2024 年全球光模块的市场规模约 108 亿美元



资料来源: 中商产业研究院、华源证券研究所

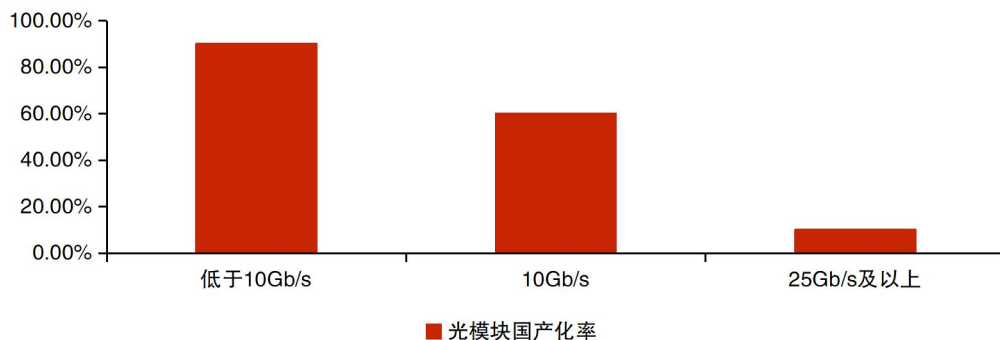
图表 45: 2024 年中国光模块市场规模约为 606 亿元



资料来源: 中商产业研究院、FROST&SULLIVAN、华源证券研究所

光模块国产化有待提速。根据中商产业研究院数据,我国 10Gb/s 以下的低端光模块国产化率已达 90%,10Gb/s 光模块的国产化率为 60%。虽然当前我国在光模块领域处于全球领先地位,但在光模块核心零部件光芯片领域却依赖进口,25Gb/s 及以上高端光模块及组件国产化率极低,仅为 10%,光模块国产化进程任重而道远。

图表 46: 25Gb/s 及以上高端光模块及组件国产化率极低



资料来源: 中商产业研究院、华源证券研究所

3.3. 募投：扩充 50 万平方米新能源汽车配套高端印制电路板产能

公司上市募集资金用于“新能源汽车配套高端印制电路板项目（年产 50 万平方米刚性线路板项目）”以及补充流动资金与偿还银行贷款。截至 2024 年年末，公司扩产项目尚未投入募集资金，预计 2026 年 8 月末达可使用状态。

公司拟通过项目实施，扩大多层板以及特殊工艺、特殊基材的中高端 PCB 板产能，产品向高密度、高精度和多层化方向转型，增加高端印制电路板产品占比，优化产品结构，为公司未来加大市场拓展力度、持续高质量发展奠定坚实的产能基础。

图表 47：扩产项目预计 2026 年 8 月末达可使用状态

募集资金用途	调整后投资总额/万元	截至 2024 年年末累计投入金额/万元	截至 2024 年年末投入进度	项目达到预定可使用状态日期
新能源汽车配套高端印制电路板项目(年产 50 万平方米刚性线路板项目)	25570.3	0	0%	2026 年 8 月 31 日
补充流动资金与偿还银行贷款	9025.7	5100	56.51%	不适用
合计	34596	5100	-	-

资料来源：公司公告、华源证券研究所

2021 年至 2023 年，公司产能逐步提升，主要系东台工厂于 2020 年 8 月开始投入量产所致。2022 年，公司产量有所下降，主要系昆山工厂受外部环境及宏观经济下行影响所致。随着双面多层板订单的增长，公司已先行以自有资金进行募投项目投入，相应双面多层板产能已从 2023 年 10 月开始由之前的 8.80 万 m²/月扩充至 10.00 万 m²/月；尽管受产能扩充以及 2024 年上半年春节及其他节假日较多的影响，2024 年双面多层板产能利用率仍高达 91.73%。

图表 48：2024 年公司产能为 329.1 万平方米（万平方米）

项目	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年
产能	315	315.3	319.2	329.1
产量	312.9	243.4	243.97	253
销量	307.16	248.33	238.39	-
产能利用率	99.33%	77.20%	76.43%	76.88%
产销率	98.17%	102.03%	97.71%	-

资料来源：公司招股书、华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司稳固基本盘业务的同时，在服务器、光模块等新兴领域持续拓展的积极预期，我们假设如下：

（1）多层板：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 17%/18%/22%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 5.04/5.95/7.26 亿元；

（2）双面板：预计收入维持稳定，假设 2025–2027 年营业收入同比 1%/1%/2%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.88/2.91/2.96 亿元；

（3）单面板：预计收入维持稳定，假设 2025–2027 年营业收入同比 1%/1%/2%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.57/2.60/2.65 亿元。

图表 49：万源通分业务营收预测关键假设

	2025E	2026E	2027E
多层板（百万元）	504.32	595.10	726.03
同比	17.00%	18.00%	22.00%
双面板（百万元）	287.73	290.61	296.42
同比	1.00%	1.00%	2.00%
单面板（百万元）	257.26	259.84	265.03
同比	1.00%	1.00%	2.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.36、1.50 和 1.71 亿元，对应 PE 为 34.7、31.4、27.6 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 50：万源通可比公司估值表（截至 20250418）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2024E	2025E	2026E
鹏鼎控股	002938.SZ	28.26	655.23	1.93	2.21	2.45	14.6	12.8	11.5
深南电路	002916.SZ	107.82	552.98	4.95	5.99	7.04	21.8	18.0	15.3
景旺电子	603228.SH	28.03	261.50	1.65	2.01	–	17.0	13.9	–
均值				2.84	3.40	4.75	17.8	14.9	13.4
万源通	920060.BJ	30.99	47.12	0.89	0.99	1.12	34.7	31.4	27.6

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期；万源通盈利预测来自华源证券研究所

5. 风险提示

下游市场需求波动风险：印制电路板是电子产品的关键电子互连件和各电子零件装载的基板，其发展与下游行业联系密切，与全球宏观经济形势相关性较大。公司产品主要应用于消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器等领域。消费电子、家用电器行业受宏观经济、行业周期、供需波动等影响较大，目前，受全球通胀、地缘冲突、经济增速放缓等因素影响，全球消费电子及家用电器市场消费需求较为疲软，仍处于逐步复苏过程中。未来，若出现经济环境复苏不如预期、消费电子及家用电器需求持续萎靡、原材料涨价等不利情形，将影响公司营业收入和净利润水平，对公司业绩造成不利影响。

原材料价格波动风险：公司主要原材料包括覆铜板、铜球、铜箔、半固化片等。在所有 PCB 原材料中，覆铜板对 PCB 成本影响最大，铜球和铜箔也是生产 PCB 板尤其是双面/多层板的重要原材料。覆铜板、铜球和铜箔均以铜为基础材料，三者价格取决于铜的价格变化和市场供求变化。若原材料价格出现大幅波动，且公司不能及时有效地将原材料价格波动压力向下游传导或通过技术工艺提升抵消成本波动，将会对公司毛利率水平产生不利影响，从而影响公司整体盈利水平。

市场竞争加剧的风险：印制电路板行业整体集中度较为分散，虽然目前整体行业存在向优势企业集中的发展趋势，但在未来较长时期内仍将保持较为分散的行业竞争格局，整体竞争市场依然以中小规模 PCB 厂商为主，其中中国大陆的 PCB 生产制造企业就超过了千家，行业集中度偏低，市场竞争激烈。同时，近年来由于整体宏观经济增速有所放缓，以及下游行业的需求下降等原因，导致了整个 PCB 行业公司面临营业收入下滑或增速放缓、产能利用率下滑的问题，进一步加剧了国内 PCB 行业市场的竞争。从产品竞争格局来看，内资 PCB 企业主要以单双面板和普通多层板为主，整体来看，与日本、韩国等国家相比，我国 PCB 产品中高端印制电路板占比较低，在技术含量更高的产品方面还具有较大的提升空间。随着电子行业的进一步发展，以及全球 PCB 产业重心逐渐从欧美向亚洲转移，国内 PCB 企业纷纷扩产，逐步向高密度化及高性能化的方向发展。随着未来市场竞争进一步的加剧，如公司未来不能持续提高生产管理能力、产品质量和技术水平，不能有效扩大生产规模，则激烈的市场竞争将有可能影响公司的盈利能力，给公司带来风险。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	531	354	477	669	营业收入	1,043	1,132	1,241	1,397
应收票据及账款	456	481	509	553	营业成本	809	876	955	1,070
预付账款	5	5	5	5	税金及附加	8	7	8	9
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	15	16	19	21
存货	174	185	199	220	管理费用	32	32	37	45
其他流动资产	3	5	5	6	研发费用	40	42	50	56
流动资产总计	1,170	1,031	1,197	1,455	财务费用	2	3	-1	-2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-9	-9	-11
固定资产	395	434	506	510	信用减值损失	0	-1	-1	-1
在建工程	1	81	41	16	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	17	18	18	19	投资收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	7	6	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	86	86	83	80	资产处置收益	-2	0	0	0
非流动资产合计	508	627	655	630	其他收益	9	10	11	11
资产总计	1,678	1,658	1,853	2,085	营业利润	138	158	175	198
短期借款	212	0	0	0	营业外收入	0	1	0	1
应付票据及账款	387	427	465	522	营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	36	54	59	66	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	635	481	524	588	利润总额	138	158	175	199
长期借款	0	0	0	0	所得税	15	22	25	28
其他非流动负债	16	15	15	13	净利润	123	136	150	171
非流动负债合计	16	15	15	13	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	651	495	539	601	归属母公司股东净利润	123	136	150	171
股本	152	152	152	152	EPS(元)	0.81	0.89	0.99	1.12
资本公积	477	477	477	477	主要财务比率				
留存收益	398	534	684	855	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,027	1,163	1,313	1,484	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营收增长率	5.96%	8.58%	9.60%	12.59%
股东权益合计	1,027	1,163	1,313	1,484	营业利润增长率	-1.26%	14.43%	10.73%	13.50%
负债和股东权益合计	1,678	1,658	1,853	2,085	归母净利润增长率	4.45%	10.09%	10.71%	13.56%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-1.01%	95.66%	2.31%	8.16%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	123	127	141	161	毛利率	22.39%	22.66%	23.07%	23.42%
折旧与摊销	50	55	69	70	净利率	11.83%	11.99%	12.11%	12.22%
财务费用	2	3	-1	-2	ROE	12.01%	11.67%	11.45%	11.50%
投资损失	0	0	0	0	ROA	7.35%	8.19%	8.11%	8.19%
营运资金变动	-78	20	0	-3	估值倍数				
其他经营现金流	13	11	11	12	P/E	38.21	34.71	31.35	27.61
经营性现金净流量	110	215	220	238	P/S	4.52	4.16	3.80	3.37
投资性现金净流量	-12	-177	-98	-48	P/B	4.59	4.05	3.59	3.18
筹资性现金净流量	256	-215	1	2	股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
现金流量净额	357	-177	123	192	EV/EBITDA	23	21	18	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。