

2025年04月29日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

AI 服务器高端 PCB 业绩放量，公司迈入高速增长通道

一生益电子（688183.SH）公司事件点评报告 买入（首次）事件

分析师：高永豪 S1050524120001

gaoyh7@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2025-04-28

当前股价（元）	25.62
总市值（亿元）	213
总股本（百万股）	832
流通股本（百万股）	832
52 周价格范围（元）	10-44.15
日均成交额（百万元）	357.92

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

公司发布 2024 年年报以及 2025 年一季报：2024 年全年实现营业收入 46.87 亿元，同比增长 43.19%；归母净利润 3.32 亿元，同比扭亏；2025 年第一季度实现营业收入 15.79 亿元，同比增长 78.55%；归母净利润 2 亿元，同比增长 656.87%。

投资要点

业绩大幅扭亏，AI 服务器 PCB 景气度高增

公司 2024 年全年实现归母净利润 3.32 亿元，同比扭亏；2025 年第一季度实现归母净利润 2 亿元，同比增长 656.87%。公司积极携手多家知名 AI 服务器企业，展开深度合作。公司在 AI 服务器相关产品项目上成绩斐然，服务器产品在公司销售中的总占比一举跃升至 48.96%，相关市场份额也大幅提升。公司持续优化产品结构，积极完善产品业务区域布局，随着市场对高层数、高精度、高密度和高可靠的多层印制电路板需求增长，公司营业收入与上年同期相比实现较大增长。

英伟达 H20 进入美国限制出口名单，国产 AI 芯片迎来曙光，公司 PCB 业务业绩赋能

美国商务部于美东时间 4 月 15 日宣布，NVIDIA H20、AMD MI308 以及同类型的 AI 芯片，都增加了新的中国出口许可要求。美国政府通知英伟达，向中国（包括香港和澳门）及 D:5 国家或地区，或向总部位于或最终母公司位于这些国家的公司出口 H20 芯片，以及任何其他性能达到 H20 内存带宽、互连带宽或其组合的芯片，都必须获得出口许可，且许可证要求将无限期生效。

昇腾 910C 在设计理念上与英伟达和 AMD 有所不同，910C 是选择软硬协同的垂直整合路径。硬件上，910C 通过双芯片封装和 Scale Out 带宽优化，强化推理性能；软件上，CANN 异构计算框架实现 CUDA 代码的“一行转换”，并联合 DeepSeek 等合作伙伴优化 PyTorch 生态，逐步打破英伟达的软件壁垒。英伟达 H20 虽凭借 96GB HBM3 和 NVLink 技术在推

理场景表现优异，但是受限于美国出口管制，国内各大互联网厂商之后不得不考虑更多国产替代方案。在扬州市政务云上，昇腾 910C 支撑 DeepSeek-R1-671B 大模型，实现智能客服、评标智能管控等功能，将人工处理效率提升 3 倍以上。

公司依托在高端 PCB 研发和生产方面的优势，成功实施了服务器等领域关键项目的导入与认证，并实现了多款产品的量产。随着市场对算力需求的增加，公司 2024 年服务器产品订单占比提升至 48.96%。满足高端产品产能需求，2024 年 12 月公司在现有厂房上启动实施了智能算力中心高多层高密互连电路板建设项目，项目计划分两阶段实施，第一阶段预计

在 2025 年试生产，第二阶段预计在 2027 年试生产；该项目计划年产 25 万平方米的高多层高密互连印制电路板，其中第一期计划年产 15 万平方米，第二期计划年产 10 万平方米。目前公司全力推进项目建设进行中。

■ 北美云厂商巨头揭露新一代训练芯片 Trainium3 计划，公司在高端 PCB 产品渗透率逐步提升

AWS 揭露了新一代 AI 训练芯片 AWS Trainium3 的计划。Trainium3 是 AWS 首款采用 3 纳米工艺制造的芯片，在效能、能效和密度上树立了新标准。搭载 Trainium3 的 UltraServers 效能预计将是 Trn2 UltraServers 的四倍，使客户在建构模型时能够更快地迭代，并在部署时提供卓越的实时效能。首批基于 Trainium3 的执行个体预计将在 2025 年末上线。AWS 全新推出的 Amazon EC2 Trn2 UltraServers 服务器机型配备 64 个相互连接的 Trainium2 芯片，采用 NeuronLink 超高速互连技术，可提供高达 83.2 Petaflops 浮点运算力，其运算、内存和网络能力是单一执行个体的四倍，能够支持训练和部署超大规模的模型。与目前基于 GPU 的 EC2 P5e 和 P5en 执行个体相比，Amazon EC2 Trn2 执行个体的性价比提升 30-40%。它配备 16 个 Trainium2 芯片，可提供高达 20.8 Petaflops 浮点运算力的效能，非常适合训练和部署具有数十亿参数的大型语言模型。

根据 Prismark 统计，受人工智能服务器需求强劲以及手机、PC 和平板电脑市场复苏的推动下，2024 年每个 PCB 产品结构均出现不同程度的复苏，其中 18 层以上多层板和 HDI 增长最为强劲，分别为 40.2%和 18.8%。中长期来看，18 层以上多层板、HDI 和封装基板将保持相对较高的增长，预测 2024 年至 2029 年复合增长率将分别达到 15.7%、6.4%和 7.4%，高于总体增长率。公司在已有的高难度复合多种特殊工艺多层板产线外新建成了高精度 HDI 产线及软硬结合板产线。公司东城四期项目注于 HDI、软硬结合板等高端产品，经过去年投产爬坡，目前 HDI 及软硬结合板的产能逐步释放，经营情况稳步向好，已逐步完成部分关键客户的认证和导入，为未来的订单拓展奠定了基础。AI 服务器所采用的

PCB 技术更为先进和复杂，通常包含 20 至 28 层的多层结构，这一设计超越了传统服务器的 12 至 16 层 PCB 配置。这种高密度、高速的 PCB 加工难度更大，对制造工艺提出了更高的要求。目前，公司多个客户的产品项目已经成功完成认证，在 2024 年上半年实现了大批量交付。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 68.42、90.32、118.32 亿元，EPS 分别为 1.03、1.46、2.03 元，当前股价对应 PE 分别为 24.9、17.6、12.6 倍。英伟达 H20 进入美国限制出口名单，国内互联网厂商对于开启 AI 算力大规模建设，国产 AI 算力渗透率将逐步提升，有望为公司高端 PCB 业绩赋能，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

关联采购占比较高的风险；存货管理风险；国内互联网大厂对于 AI 资本开支不及预期风险；北美互联网巨头技术迭代不及预期风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	4,687	6,842	9,032	11,832
增长率（%）	43.2%	46.0%	32.0%	31.0%
归母净利润（百万元）	332	855	1,214	1,689
增长率（%）		157.4%	42.0%	39.2%
摊薄每股收益（元）	0.40	1.03	1.46	2.03
ROE（%）	7.8%	17.1%	20.1%	22.6%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	410	1,690	3,151	5,090
应收款	1,749	1,800	1,881	1,977
存货	1,208	1,215	1,306	1,350
其他流动资产	193	281	370	485
流动资产合计	3,559	4,984	6,708	8,902
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	3,475	2,780	2,224	1,779
在建工程	288	288	288	288
无形资产	175	167	158	149
长期股权投资	2	2	2	2
其他非流动资产	186	186	186	186
非流动资产合计	4,126	3,422	2,858	2,405
资产总计	7,686	8,407	9,565	11,307
流动负债:				
短期借款	1,073	1,073	1,073	1,073
应付账款、票据	1,651	1,638	1,789	2,095
其他流动负债	289	289	289	289
流动负债合计	3,030	3,025	3,152	3,457
非流动负债:				
长期借款	221	221	221	221
其他非流动负债	162	162	162	162
非流动负债合计	383	383	383	383
负债合计	3,412	3,407	3,534	3,840
所有者权益				
股本	832	832	832	832
股东权益	4,273	5,000	6,031	7,467
负债和所有者权益	7,686	8,407	9,565	11,307

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	332	855	1214	1689
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	332	704	564	453
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-313	-150	-135	50
经营活动现金净流量	351	1408	1643	2192
投资活动现金净流量	-417	695	556	445
筹资活动现金净流量	1346	-128	-182	-253
现金流量净额	1,280	1,975	2,017	2,383

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,687	6,842	9,032	11,832
营业成本	3,621	4,927	6,458	8,401
营业税金及附加	39	55	72	95
销售费用	160	233	307	402
管理费用	203	294	388	509
财务费用	15	6	-35	-90
研发费用	284	417	551	722
费用合计	662	950	1,211	1,543
资产减值损失	-37	-37	-37	-37
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	351	904	1,284	1,786
加:营业外收入	1	1	1	1
减:营业外支出	1	2	2	2
利润总额	351	903	1,283	1,785
所得税费用	19	49	69	96
净利润	332	855	1,214	1,689
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	332	855	1,214	1,689

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	43.2%	46.0%	32.0%	31.0%
归母净利润增长率		157.4%	42.0%	39.2%
盈利能力				
毛利率	22.7%	28.0%	28.5%	29.0%
四项费用/营收	14.1%	13.9%	13.4%	13.0%
净利率	7.1%	12.5%	13.4%	14.3%
ROE	7.8%	17.1%	20.1%	22.6%
偿债能力				
资产负债率	44.4%	40.5%	36.9%	34.0%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.7	3.8	4.8	6.0
存货周转率	3.0	4.1	5.0	6.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.40	1.03	1.46	2.03
P/E	64.2	24.9	17.6	12.6
P/S	4.5	3.1	2.4	1.8
P/B	5.0	4.3	3.5	2.9

■ 电子组介绍

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所，重点覆盖泛半导体领域。

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、先进封装。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。