2025 年 07 月 18 日

华鑫证券 CHINA FORTUNE SECURITIES

全球 AI 算力需求进一步上升，中高端 PCB 厂商开启第二增长曲线

—万源通（920060.BJ）公司动态研究报告

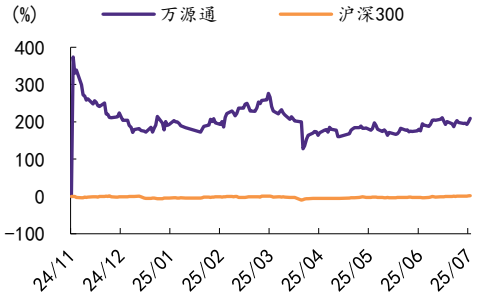
买入(首次)

分析师：吕卓阳 S1050523060001
lvzy@cfsc.com.cn
联系人：何鹏程 S1050123080008
hepc@cfsc.com.cn

基本数据 2025-07-18

当前股价（元）	37.74
总市值（亿元）	57
总股本（百万股）	152
流通股本（百万股）	70
52 周价格范围（元）	25.43-52.88
日均成交额（百万元）	179.38

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

公司业绩稳步增长，受益于行业景气上行

2024 年，公司实现营收 10.43 亿元，同比增长 5.96%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 4.45%，扣非归母净利润 1.16 亿元，同比增长 5.73%；25Q1，公司实现营收 2.42 亿元，同比增长 12.12%；归母净利润 0.28 亿元，同比下降 5.12%；扣非归母净利润 0.27 亿元，同比增长 0.8%。公司身处 PCB 行业，业绩受益于行业整体景气度上行。

英伟达 AI 服务器持续迭代升级，AI PCB 需求旺盛

近年来，随着 AI 大模型迭代加速和应用场景不断拓宽，AI 算力供不应求，在全球范围内掀起 AI 算力基础建设的热潮。根据 TrendForce 数据显示，2024 年全球 AI 服务器出货量达 198 万台；2025 年，全球 AI 服务器出货量有望达到 246 万台，同比增长 24.3%。从全球范围来看，目前英伟达的 AI 服务器（B 系列/H 系列）在全球占据主导地位。英伟达 GB200 服务器已于今年二季度开始放量；预计 GB300 将于三季度末开始出货。性能方面，GB300 NVL72 系统，将连接 72 颗 Blackwell Ultra GPU 与 36 颗 Grace CPU，AI 性能将达到 GB200 NVL72 的 1.5 倍。从下游的需求来看，Tier1 的大型 CSP 厂商对大模型训练需求持续火热。预计四季度开始 GB300 将进入放量阶段。具体来看，GB300 采用 UBB+OAM 架构，将 CPU 直接贴装于 UBB，GPU 通过插槽与 OAM 模块连接，推动高多层板的需求大幅提升。GB300 的 UBB 和交换托盘将采用 22 层高多层板，单机价值量较 GB200 提升 40%-50%。同时，OAM 模块将采用五阶的 HDI 板。中国市场方面， 2025 年 7 月 15 日，英伟达 CEO 黄仁勋在北京宣布，美国政府已批准 H20 芯片恢复对华销售，相较于 H100,H20 的 GPU 核心数量减少 41%，性能降低 28%。H20 虽无法满足万亿级大模型训练需求，但整体性能略高于 910B。此外，英伟达基于 Blackwell 架构，推出 B30 芯片，性能大约为 H20 的 75%水平，定价预计落在 6500 至 8000 美元之间，较 H20 的 1 万至 1.2 万美元价格区间大幅下调。B30 构建的 AI 算力系统方案在性能和成本上具有明显的优势，更适合用于中小型企业的 AI 训练与推理，能够为中国广泛的用户群体提供更经济的计算选项。中国市场需求旺盛，2024 年字节和腾讯分别订购了大约 23 万

颗英伟达芯片，购买量仅次于采购了 48.5 万颗芯片的微软。同时，B30 集群方案一经推出，仅在 6 月下旬，英伟达便接到了数十万张订单，合同总金额约达 10 亿美元，并计划于 8 月启动首批交付。我们认为随着 AI 服务器不断地迭代升级以及中国市场 AI 训练与推理需求持续提升，AI PCB 作为 AI 服务器内部电子元件的载体，需求将持续边际向好。

前瞻布局高多层板、HDI 板，具备高端 PCB 量产能力的厂商有望切入下游大厂

公司专注于印制电路板（PCB）的研发、生产和销售，产品涵盖单面板、双面板、多层板和 HDI 板等。目前，公司能够生产多层板（12-24 层）、金属基板印制电路板以及高频高速印制电路板等高毛利 PCB 产品。产品结构方面，公司多层板占比从 2021 年 24.98% 提升至 2024 年的 41.34%，产品结构持续向高层数、高毛利的产品升级。公司多层板产品毛利率达到 29.5%。在下游高端服务器市场，公司已有产品导入 BBU 辅助性电源应用模块以及光通信模块等。研发方面，公司研发方向主要包括超厚铜产品快速印刷技术、高多层（30 层）板的 PCB 加工技术以及前瞻布局 HDI 板填孔平整度技术等。产能方面， 2024 年，公司具备单面板产能 143 万平方米（产能利用率 68.36%）；双面板/多层板产能 110 万平方米（产能利用率 91.73%），高毛利的中高端 PCB 产能接近饱和。此外，公司投资 2.56 亿元扩建 50 万平方米/年多层板产能，预计 2026 年投产，产能打满可贡献 3.3 亿元/年营收和 2700 万元利润。下游客户方面，公司下游客户包括台达集团、新普、LG 集团、群光电子等。我们认为随着下游 AI 服务器的需求保持旺盛，公司不断突破中高端 PCB 板技术，高多层 PCB 产品有望导入下游大厂 AI 服务器。

盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 15.03、28.13、33.76 亿元，EPS 分别为 1.32、2.63、3.32 元，当前股价对应 PE 分别为 28.6、14.4、11.4 倍，我们认为随着公司中高端的多层板产品导入下游大厂，公司盈利能力有望进一步提升，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

中高端 PCB 产品出货不及预期，高多层板研发进度不及预期，募投项目产能建设进度不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	1,043	1,503	2,813	3,376
增长率（%）	6.0%	44.2%	87.1%	20.0%
归母净利润（百万元）	123	201	400	505
增长率（%）	4.5%	62.9%	99.1%	26.2%
摊薄每股收益（元）	0.81	1.32	2.63	3.32
ROE（%）	12.0%	16.6%	25.5%	25.0%

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	531	606	695	1,018
应收款	457	453	732	832
存货	174	219	357	397
其他流动资产	8	55	102	122
流动资产合计	1,170	1,332	1,886	2,369
非流动资产：				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	395	411	425	438
在建工程	1	1	1	1
无形资产	17	17	16	15
长期股权投资	0	0	0	0
其他非流动资产	94	94	94	94
非流动资产合计	508	523	537	549
资产总计	1,678	1,856	2,423	2,918
流动负债：				
短期借款	212	212	212	212
应付账款、票据	387	381	586	627
其他流动负债	36	36	36	36
流动负债合计	635	632	839	880
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	16
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	651	648	855	896
所有者权益				
股本	152	152	152	152
股东权益	1,027	1,208	1,568	2,022
负债和所有者权益	1,678	1,856	2,423	2,918

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	123	201	400	505
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	44	45	46	48
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-58	-91	-257	-119
经营活动现金净流量	110	155	189	434
投资活动现金净流量	-12	-16	-14	-13
筹资活动现金净流量	-23	-20	-40	-50
现金流量净额	75	119	134	370

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**1,043**	**1,503**	**2,813**	**3,376**
营业成本	809	1,149	2,122	2,521
营业税金及附加	8	9	17	20
销售费用	15	18	34	41
管理费用	32	45	84	101
财务费用	2	-1	-2	-6
研发费用	40	60	113	135
费用合计	88	123	229	271
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	**138**	**225**	**448**	**565**
加:营业外收入	0	0	0	0
减:营业外支出	0	0	0	0
利润总额	**138**	**225**	**448**	**565**
所得税费用	15	24	48	60
净利润	**123**	**201**	**400**	**505**
少数股东损益	0	0	0	0
归母净利润	**123**	**201**	**400**	**505**

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	6.0%	44.2%	87.1%	20.0%
归母净利润增长率	4.5%	62.9%	99.1%	26.2%
盈利能力				
毛利率	22.4%	23.6%	24.6%	25.3%
四项费用/营收	8.5%	8.2%	8.1%	8.0%
净利率	11.8%	13.4%	14.2%	14.9%
ROE	12.0%	16.6%	25.5%	25.0%
偿债能力				
资产负债率	38.8%	34.9%	35.3%	30.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.8	1.2	1.2
应收账款周转率	2.3	3.3	3.8	4.1
存货周转率	4.7	5.3	6.0	6.4
每股数据(元/股)				
EPS	0.81	1.32	2.63	3.32
P/E	46.5	28.6	14.4	11.4
P/S	5.5	3.8	2.0	1.7
P/B	5.6	4.8	3.7	2.8

资料来源：Wind、华鑫证券研究

电子通信组介绍

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、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

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。

免责条款

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。