



汽车电子业务有望成为公司新的增长极

—— 万源通深度报告

2024年12月16日

核心观点

- 公司是印刷电路板领域的江苏省专精特新企业：**公司是一家专业从事印制电路板研发、生产和销售的高新技术企业，产品涵盖单面板、双面板和多层板。公司成立于2011年，资产齐全、客户众多，产品广泛应用于消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器、通信设备等领域。历经十多年的发展，公司已成长为华东区域初具规模和影响力的厂商。
- 公司近年毛利率和净利率持续提升，拉动利润水平的快速增长：**近几年，公司的营收在10亿元上下波动；净利润则实现快速增长，由2021年的不足2000万增长到2023年的1.18亿元，复合增长率高达247%。2021年以来，公司毛利率和净利率快速提升；从费用情况来看，近几年公司总体费用率基本稳定在9%左右，分项中研发费用率逐步提升至接近5%的水平。
- 募投项目将缓解产能瓶颈，汽车电子将快速增长成为新增长极：**近几年，公司双面板、多层板产能利用率持续保持较高水平，高端产能不足成为制约公司发展的瓶颈。募投项目将有效缓解该问题，并有望拉动公司汽车电子板块的快速增长。未来汽车电子板块有望成为公司新的增长极，和消费电子等板块共同拉动公司业绩的增长。
- 印刷电路板行业下游应用广泛持续稳定增长，公司有望持续受益：**印制电路板被称为“电子产品之母”，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。根据 PrismaMark 的预测，预计未来几年行业整体增速4%左右，服务器和汽车电子将是增速最快的两个细分领域。公司作为行业长期深耕相关领域的企业，有望持续受益于行业的发展。
- 投资建议：**公司长期深耕相关细分领域，扩产有望带来公司业绩水平的进一步提升。预计公司2024-2026年营收分别为10.39亿元、11.08亿元、12.59亿元，同比分别增长5.56%、6.66%、13.67%，归母净利润分别为1.24亿元、1.41亿元、1.68亿元，同比分别为5.32%、13.03%、19.80%，EPS分别为0.84元/股、0.95元/股、1.14元/股，对应当前股价的PE分别为41.41倍、36.64倍、30.58倍。我们认为公司中长期仍有望继续成长，首次覆盖给予“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示：**宏观经济环境的风险、市场竞争加剧的风险、技术升级迭代及研发风险、原材料价格波动的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	984.06	1038.80	1107.97	1259.46
收入增长率%	1.51	5.56	6.66	13.67
归母净利润(百万元)	118.05	124.33	140.53	168.35
利润增速%	124.75	5.32	13.03	19.80
毛利率%	24.39	24.63	25.16	25.72
摊薄EPS(元)	0.80	0.84	0.95	1.14
PE	43.61	41.41	36.64	30.58
PB	9.33	4.97	4.36	3.80
PS	5.23	4.96	4.65	4.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

万源通 (920060.BJ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

傅楚雄

☎: 010-8092-7623

✉: fuchuxiong@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515010001

市场数据

2024-12-13

股票代码	920060.BJ
A股收盘价(元)	34.93
上证指数	3391.88
总股本(万股)	14739.47
实际流通A股(万股)	2965.01
流通A股市值(亿元)	10.36

相对北证50表现图

2024-12-13



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河北交所】2024年展望：政策助力北交所：加快发展，市场有望震荡向上
- 【银河北交所】2024中期策略_新质生产力赋能北证，关注央企投资价值

目录

Catalog

一、 资质众多的专精特新企业，业绩持续较快增长	3
(一) 公司资质齐全、客户众多，是江苏省专精特新企业	3
(二) 公司实际控制人具有较强的专业背景	4
(三) 公司近年营收基本稳定，毛利率提升带动了利润水平的快速提升	4
二、 服务器和汽车电子是 PCB 行业中的亮点领域	7
(一) 全球 PCB 规模稳定增长	7
(二) 中国 PCB 取得长足进步，目前产值全球第一	8
三、 汽车电子领域将成为公司新的增长极	12
(一) 公司产品在消费电子应用广泛，未来有望稳定增长	13
(二) 汽车电子前景较好，扩产将有效增收增利	14
(三) 工业控制和家用电器板块预计将跌幅趋缓并逐步回暖	15
四、 盈利预测、估值分析及投资建议	17
(一) 盈利预测	17
(二) 估值分析	18
(三) 投资建议	19
五、 风险提示	20

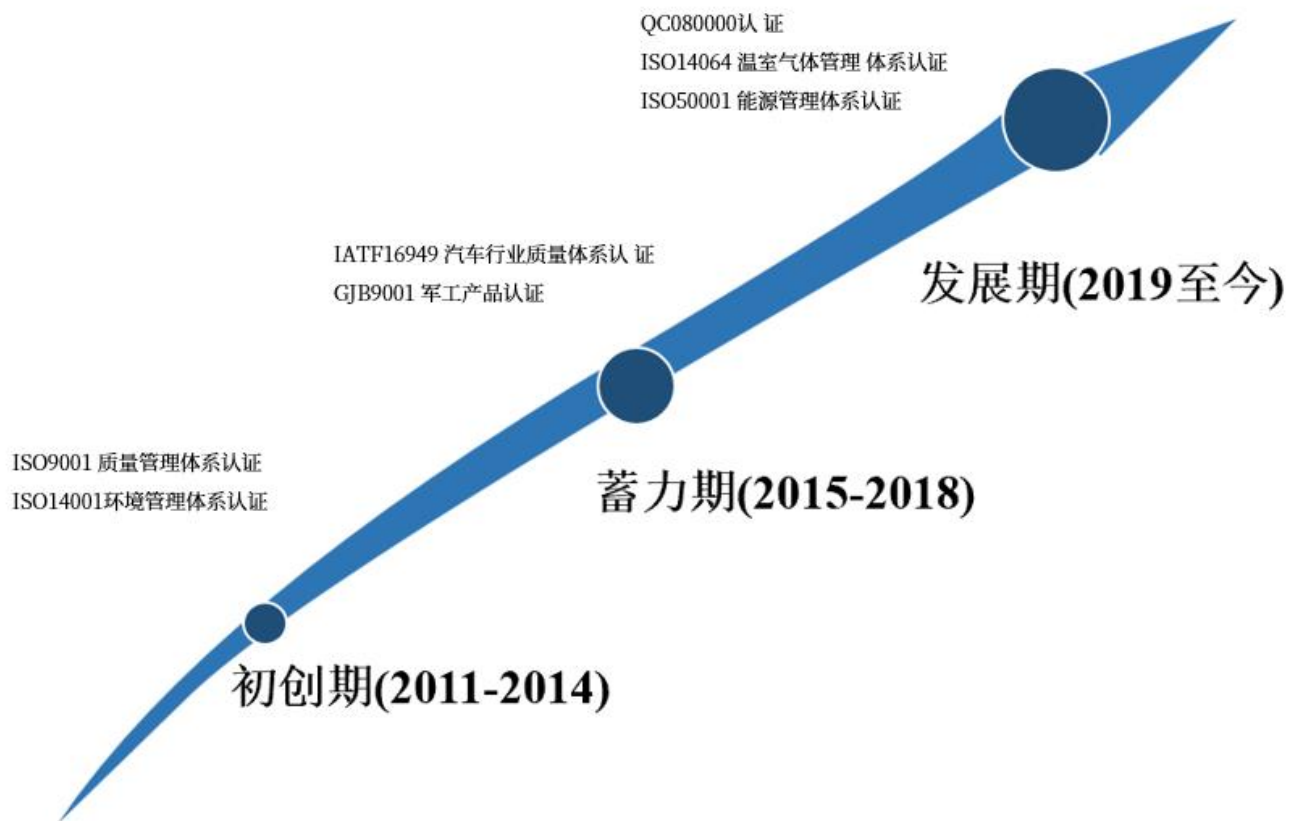
一、资质众多的专精特新企业，业绩持续较快增长

（一）公司资质齐全、客户众多，是江苏省专精特新企业

公司是一家专业从事印制电路板研发、生产和销售的高新技术企业，产品涵盖单面板、双面板和多层板。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、陶瓷板、埋容/埋阻材料线路板、高频/高速材料线路板等特殊基材、特殊工艺类型的产品。公司产品广泛应用于消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器、通信设备等领域。

公司系江苏省专精特新中小企业，拥有江苏省高新技术企业、江苏省民营科技企业、苏州市自动化印刷电路板工程技术研究中心、苏州市电子智能集成印刷电路板工程技术研究中心、盐城市高精密 PCB 线路板工程技术研究中心等荣誉称号，取得并实施 ISO9001 质量管理体系认证、ISO14001 环境管理体系认证、ISO5001 能源管理体系、ISO14064 温室气体管理体系、IATF16949 汽车行业质量体系认证、QC080000 电子电器产品有害物质过程管理体系认证、中国质量认证中心 CQC 认证和美国 UL 安全认证。公司持续投入工艺及技术研发，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。

图1：公司发展历史沿革及取得的相关认证及资质



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

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，多年来积累了众多知名客户。

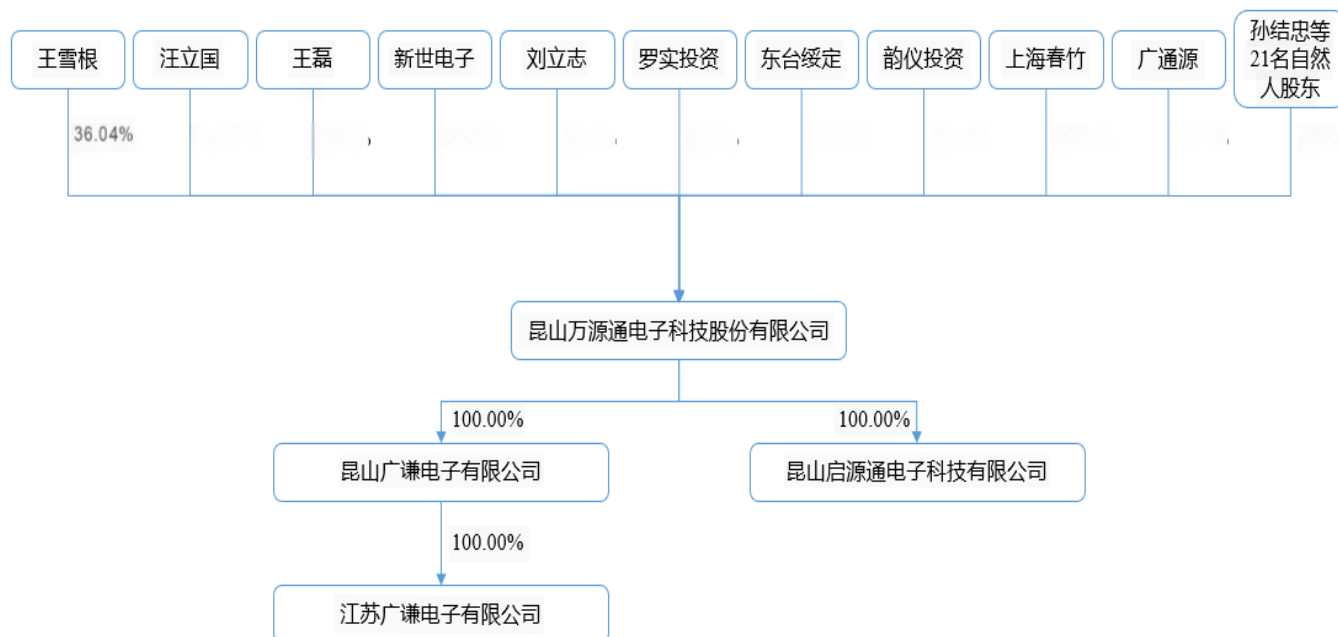
公司是中国电子电路行业协会（CPCA）的会员单位，2023 年公司营业收入为 9.84 亿元。根据 CPCA 公布的《第二十三届（2023）中国电子电路行业主要企业营收榜单》，公司综合排名为第

60、内资排名为第 37。

（二）公司实际控制人具有较强的专业背景

公司是一家民营企业，董事长王雪根直接持有万源通 5,311.87 万股股份，直接持股比例为 36.04%，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 4.11%的表决权，合计控制公司 40.15%表决权，为公司控股股东、实际控制人。公司董事长及部分高管长期在 PCB 领域从事相关工作，专业背景较强，对公司的经营和战略方向具有较为重要的影响。

图2：公司的股权结构



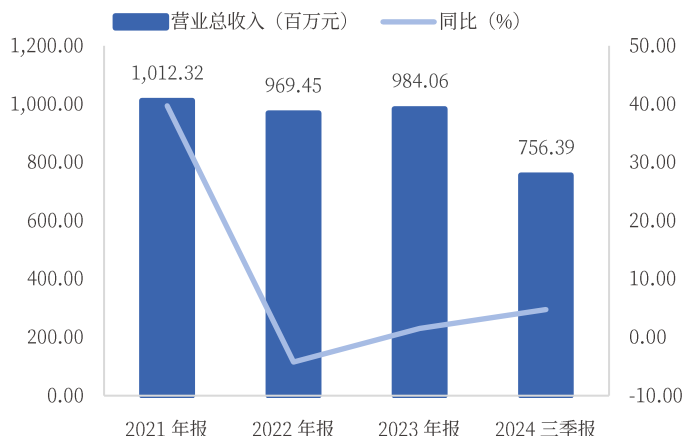
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

目前，公司拥有 2 家全资子公司，分别为昆山广谦和昆山启源通。昆山广谦旗下有一家全资子公司江苏广谦；目前昆山广谦和江苏广谦是公司的业务主体，营收和利润占据了公司几乎全部比重；昆山启源通是 2020 年成立的子公司，目前厂房已新建完成，暂时用于出租。

（三）公司近年营收基本稳定，毛利率提升带动了利润水平的快速提升

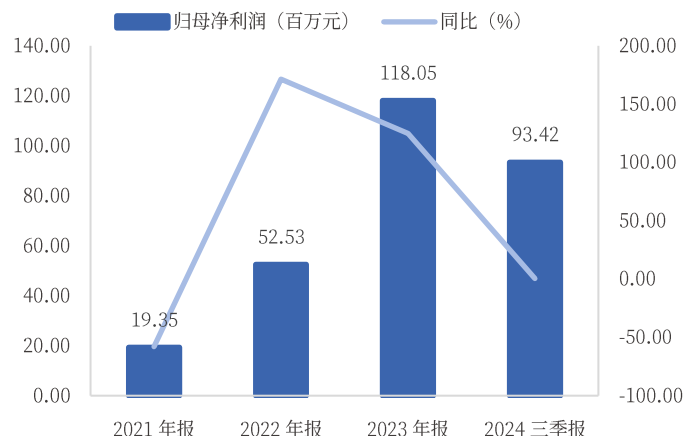
近几年，公司的营收在 10 亿元上下波动；净利润则实现快速增长，由 2021 年的不足 2000 万增长到 2023 年的 1.18 亿元，复合增长率高达 247%，主要得益于汽车电子、消费电子等高毛利率板块营收的贡献。2024 年前三季度，公司实现营收 7.56 亿元，同比增长 4.79%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比增长 0.41%。根据公司公告披露的业绩预测，预计 2024 年度营业收入约为 100,000.00 万元至 105,000.00 万元，同比增长幅度约为 1.62%至 6.70%；归属于母公司所有者的净利润约为 12,000.00 万元至 13,000.00 万元，同比增长幅度约为 1.65%至 10.12%。

图3: 公司营业收入持续保持稳健增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

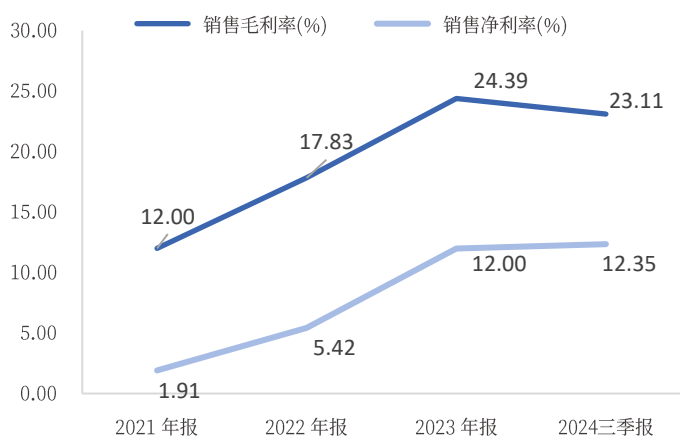
图4: 近年公司利润也保持较快增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

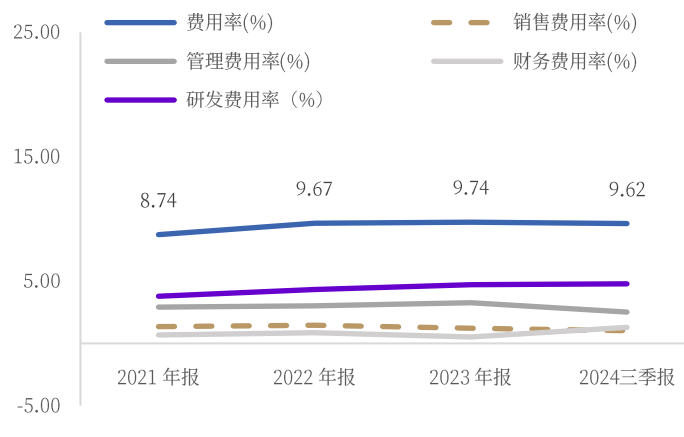
2022 年以来, 公司毛利率和净利率快速提升; 从费用情况来看, 近几年公司总体费用率呈现震荡特征, 分类别来看: 公司的销售费用率、管理费用率波动不大, 财务费用率略有提升, 而研发费用近几年则持续提升至接近 5% 的水平。

图5: 公司近几年毛利率和净利率快速提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

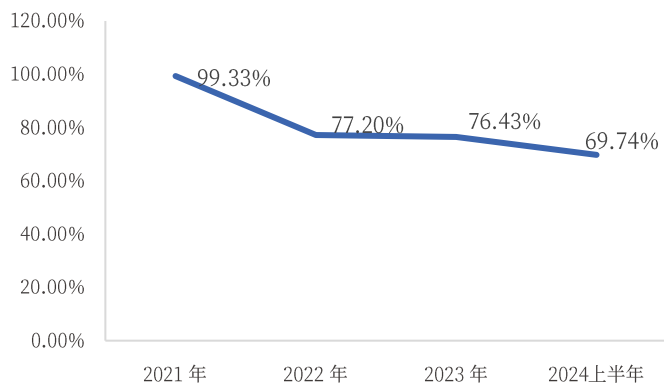
图6: 公司近几年费用率水平基本保持稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

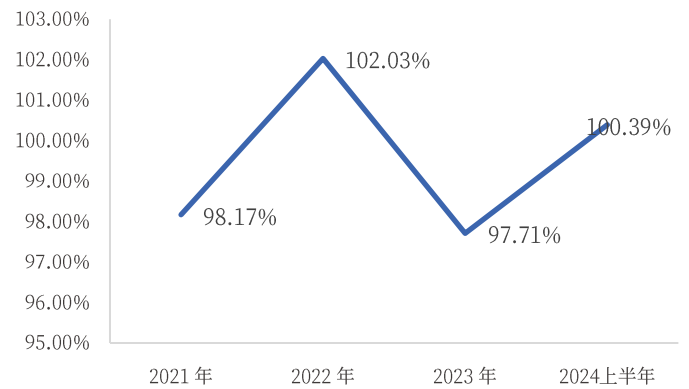
2021 年-2024 年上半年, 公司的产能分别为 315.00 万平方米、315.30 万平方米、319.20 万平方米和 165.00 万平方米, 产能利用率分别为 99.33%、77.20%、76.43%和 69.74% (2024 年上半年双面多层板产能利用率下降为 78.68%, 仍较上年同期提高 1.47 个百分点)。其中 2021 年产能利用率接近 100%, 2022 年及 2023 年由于受外部环境及宏观经济下行影响, 万源通昆山工厂单面板产能利用率有所下滑, 双面多层板产能利用率仍维持在高位。受到下游汽车电气化及智能化大趋势的影响, 单车印制电路板用量显著增长, 未来几年公司产品的市场需求有望持续增长。目前公司现有在双面多层板布局的产能难以满足市场与客户迅速增长的需求。

图7：近年公司总体产能利用率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图8：近年公司总体产销率情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

二、服务器和汽车电子是 PCB 行业中的亮点领域

(一) 全球 PCB 规模稳定增长

印制电路板是组装电子零件用的关键互连件，不仅为电子元器件提供电气连接，也承载着电子设备数字及模拟信号传输、电源供给和射频微波信号发射与接收等业务功能，绝大多数电子设备及产品均需配备，因而被称为“电子产品之母”。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。根据 PrismaMark 报告数据显示，2021 年度全球 PCB 行业总产值达到 809.20 亿美元；前十大厂商收入合计约为 300 亿美元，占全球市场规模在 36%左右，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 1,500 家，行业集中度偏低，市场竞争激烈。

图9：近十年全球 PCB 产值持续增长

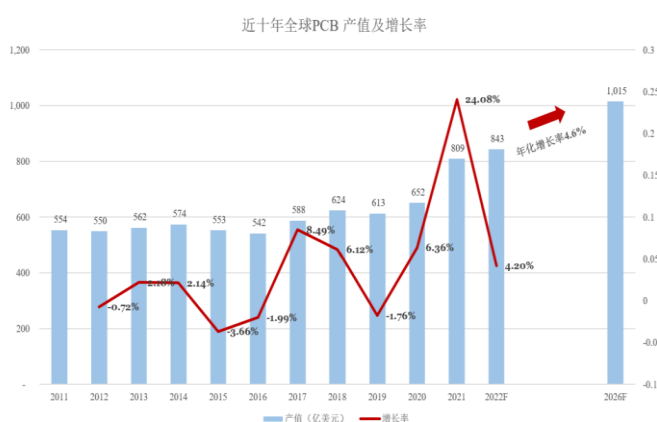
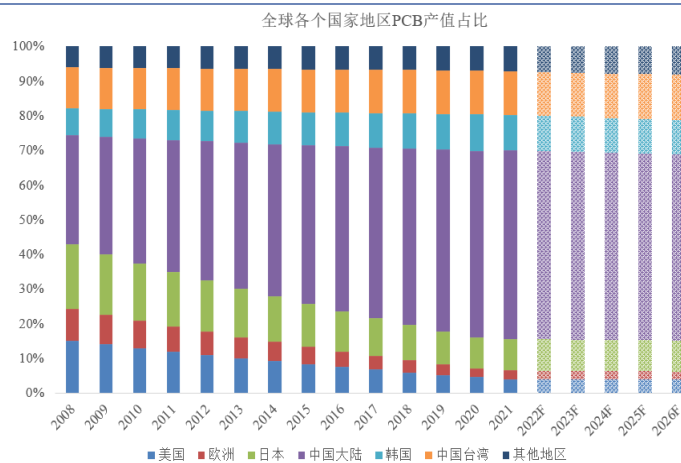


图10：全球主要国家和地区 PCB 产值占比



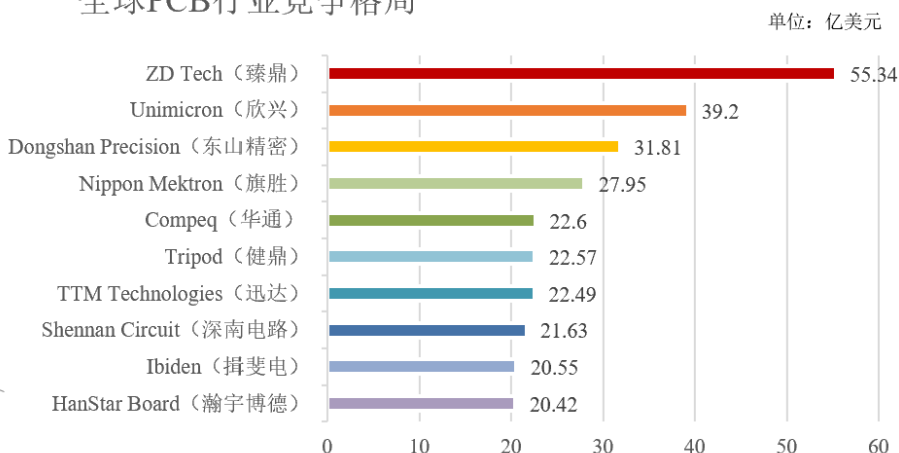
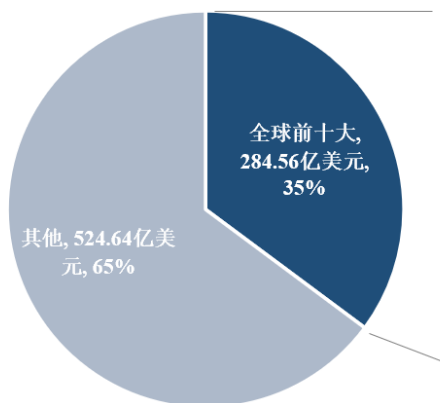
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

根据 PrismaMark 统计，多层板在全球 PCB 行业产值占比最大，占比基本在 35%-40%之间；其次为封装基板，占比接近 20%；柔性板占比超 15%、HDI 板占比在 15%左右、单/双面板占比超 10%。

图11：全球 PCB 行业格局

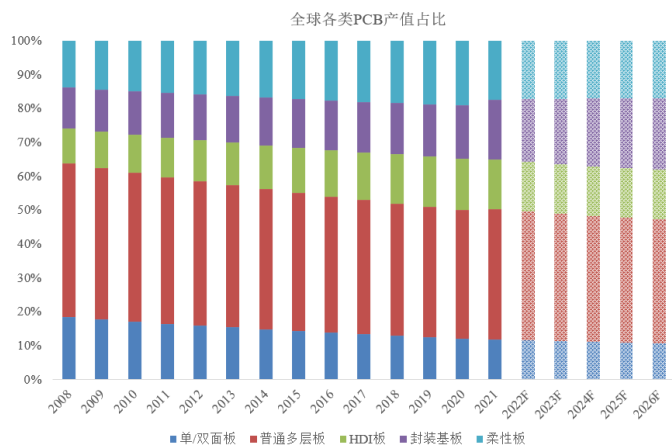
全球 PCB 行业竞争格局



资料来源：PrismaMark，公司公告，中国银河证券研究院

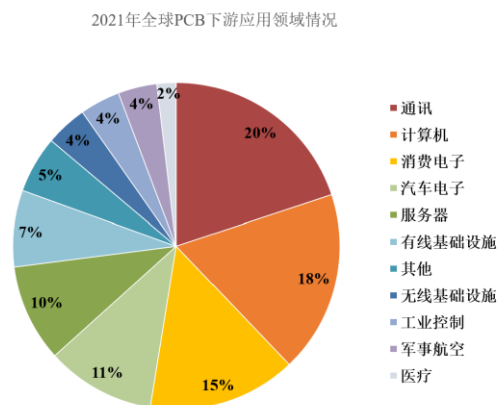
随着汽车电动化与智能化及 5G 带来云计算以及物联网等技术变革的趋势下，PCB 方案呈现多元化，市场对高密度、高多层、高技术 PCB 产品的需求将变得更为突出，从传统以多层板为主的方案向金属基板、厚铜基板、埋容/埋阻材料线路板、高频/高速材料线路板、HDI 等特殊工艺、特殊基材的 PCB 方案演进。

图12: 近年各类 PCB 产值占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

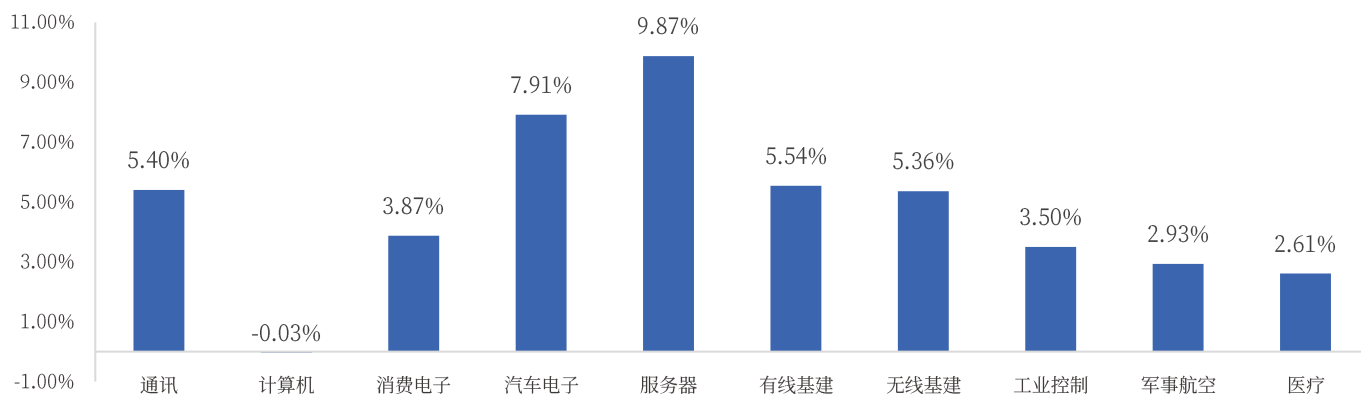
图13: 全球 PCB 下游应用领域情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

根据 PrismaMark 的数据，2021 年全球 PCB 各类应用中，通讯占比 19.92%，排名第一；计算机占比 17.97%，排名第二；消费电子占比 14.65%，排名第三；汽车电子占比 10.79%，排名第四。由此可见，全球 PCB 下游应用领域中，通讯、计算机、消费电子和汽车电子是下游最为重要的 4 个领域，占比合计达 63.33%；而服务器和汽车电子则是未来几年增速最快的两个细分领域。

图14: 全球 PCB 下游各细分领域至 2026 年的复合增速



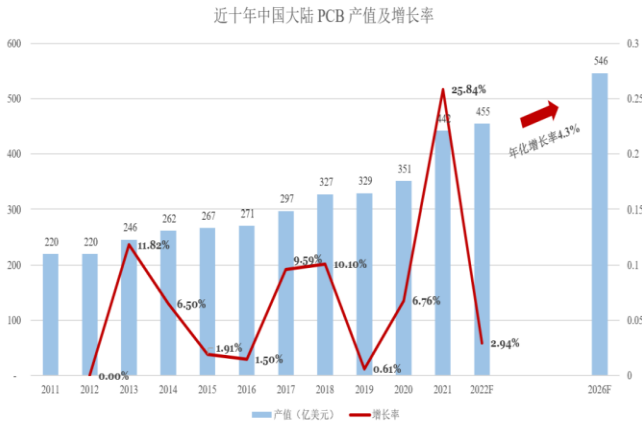
资料来源: PrismaMark, 公司公告, 中国银河证券研究院

(二) 中国 PCB 取得长足进步，目前产值全球第一

在全球产业链分工的浪潮中，中国大陆凭借在劳动力、资源、政策、产业聚集等方面的优势，PCB 产值增长迅速，成为全球 PCB 产值增长最快区域，根据 PrismaMark 的数据，2021 年中国大陆 PCB 行业产值达到 441.50 亿美元，占全球 PCB 行业总产值的 54.56%，排名全球第一。我国俨然已成为全球 PCB 的主要生产和消费基地，我国印制电路板行业受全球宏观经济环境变化的

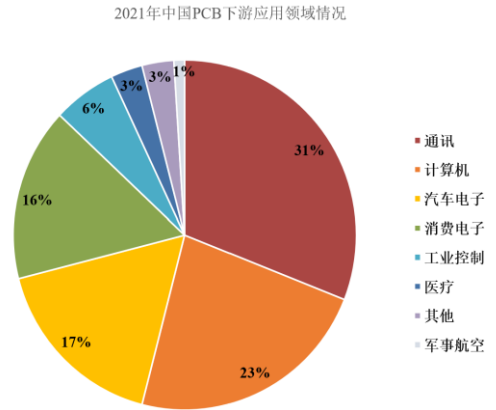
影响亦日趋明显。从结构来看，多层板产值占比 49%，主要系多层板的应用领域最广，涵盖消费电子、个人电脑、笔记本、汽车电子等；HDI 板占比 18%，单/双面板占比 14%，柔性板占比 14%，封装基板占比 4%，低于全球平均水平，主要系中国大陆制作 PCB 板的高端技术落后于欧、美、日等发达国家。

图15：近十年中国 PCB 产值增速快于全球平均水平



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图16：中国大陆 PCB 产值占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

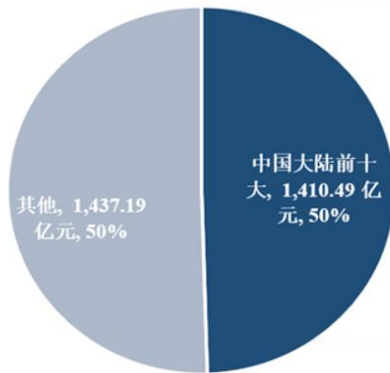
由于印制电路板作为基础电子元件，其产业多围绕下游产业集中地区配套建设，而环渤海区域、长三角、珠三角具备下游经济优势，电子产业链发达，因此中国大陆 PCB 行业主要集中在珠三角、长三角和环渤海区域。近年来，随着沿海地区环保政策的趋严及劳动力成本增加，内陆地区开始配套对应的招商引资政策，企业开始将部分产能转移至江西、湖北、湖南等内陆地区。

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。从中国大陆行业现状来看，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。

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，2021 年多层板占比达 47.6%，单双面板占比 15.5%；其次是 HDI 板，占比达 16.6%，柔性板占比为 15%，封装基板占比较重，为 5.3%。在技术含量更高的产品方面还具有较大的提升空间。

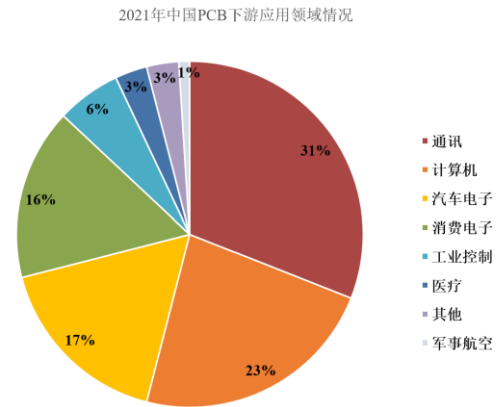
我国的下游应用情况与全球情况较为类似：2021 年我国 PCB 下游应用领域以通讯、计算机、汽车电子和消费电子为主导，通讯、计算机、汽车电子和消费电子 PCB 应用市场占比分别为 31%、23%、17% 和 16%，前四行业 PCB 应用占比超过 87%。

图17: 中国 PCB 行业的竞争格局



资料来源: Prismaark, 公司公告, 中国银河证券研究院

图18: 中国 PCB 下游应用情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

国家相关部委、地方政府出台了一系列政策支持 PCB 行业的发展, 引导产业转型升级和结构调整。其中, 《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录(2016 版)》《产业结构调整指导目录(2024 年本)》《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023 年)》等政策鼓励发展高速通信电路板、柔性电路板、高频高速、高层高密度印制电路板、集成电路封装基板等工艺和基材的印制电路板领域, 推动行业整体高质量发展。在印制电路板的下游行业, “十四五数字经济发展规划” 提出完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能、工业互联网等重点产业供应链体系; 《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》提出到 2025 年, 新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右, 高度自动驾驶汽车实现限定区域和特定场景商业化应用, 充换电服务便利性显著提高; 到 2035 年, 纯电动汽车成为新销售车辆的主流, 公共领域用车全面电动化。上述政策为印制电路板行业的发展提供了新的机遇。

表1: 国家相关部门对 PCB 的政策支持

文件名	颁发机构	颁发时间	内容
“十四五”数字经济发展规划	国务院	2021 年 12 月	着力提升基础软硬件、核心电子元器件、关键基础材料和生产装备的供给水平。加强面向多元化应用场景的技术融合和产品创新, 完善 5G、集成电路、新能源汽车、人工智能、工业互联网等重点产业供应链体系。
《基础电子元器件产业发展行动计划(2021-2023 年)》	工信部	2021 年 1 月	将“电路类元器件包括但不限于高性能、多功能、高密度混合集成电路; 连接类元器件包括但不限于高频高速、高层高密度印制电路板、集成电路封装基板、特种印制电路板”列为“重点产品高端提升行动”以攻克关键核心技术; 在智能终端、5G、工业互联网和数据中心、智能网联汽车等重点行业推动电子元器件差异化应用。
《产业结构调整指导目录(2024 年本)》	国家发展和改革委员会	2023 年 12 月	属于鼓励类目录中的“二十八、信息产业 5、新型电子元器件制造中的: 高密度互连积层板、单层、双层及多层挠性板、刚挠印刷电路板及封装基板、高密度高细线路(线宽/线距≤0.05mm)柔性电路板。属于鼓励类目录中的“二十八、信息产业·6、”电子元器件生产专用材料中的: 高频微波印制电路板、高速通信电路板、柔性电路板、高性能覆铜板等)等电子产品用材料, 包括半导体材料、电子陶瓷材料、压电晶体材料等电子功能材料, 覆铜板材料、电子铜箔、引线框架等封装和装联材料等; ”

《印制电路板行业规范条件》和《印制电路板行业规范公告管理暂行办法》	工信部	2019年1月	加强印制电路板行业管理，按照优化布局、调整结构、绿色环保推动创新、分类指导的原则制定规范条件，引导产业转型升级和结构调整。
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》	国家发展和改革委员会	2017年2月	明确将“高密度互连印制电路板、柔性多层印制电路板、特种印制电路板”作为电子核心产业产品列入指导目录。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国大陆印制电路板技术获得长足的进步，行业整体技术水平与国际先进水平的差距正在逐步缩小。在国家相关部委、地方政府一系列政策的引导下，印制电路板产业转型向高质量发展，行业整体向高密度化、高性能化以及环保化推进。目前，行业内一些具有较强研发创新能力的龙头企业已具备 HDI 板、封装基板的自主研发与生产能力，在产品的设计理念、生产工艺、性能品质和配套体系等方面都有了较大的提升。

长期以来，中国以庞大的生产能力和成本优势，成为全球 PCB 制造业的中心。然而，随着全球经济一体化的深入发展和供应链多元化的需求，“中国+N”的新模式逐渐成为行业新趋势，其中“N”代表的是东南亚等新兴市场。

中国仍将继续保持行业的主导制造中心地位，但由于中国 PCB 行业的产品结构和一些生产转移，Prismark 预测 2021 年到 2026 年复合年均增长率保持在 4.34%，略低于全球平均水平，预计到 2026 年中国 PCB 产值将达到约 546 亿美元。

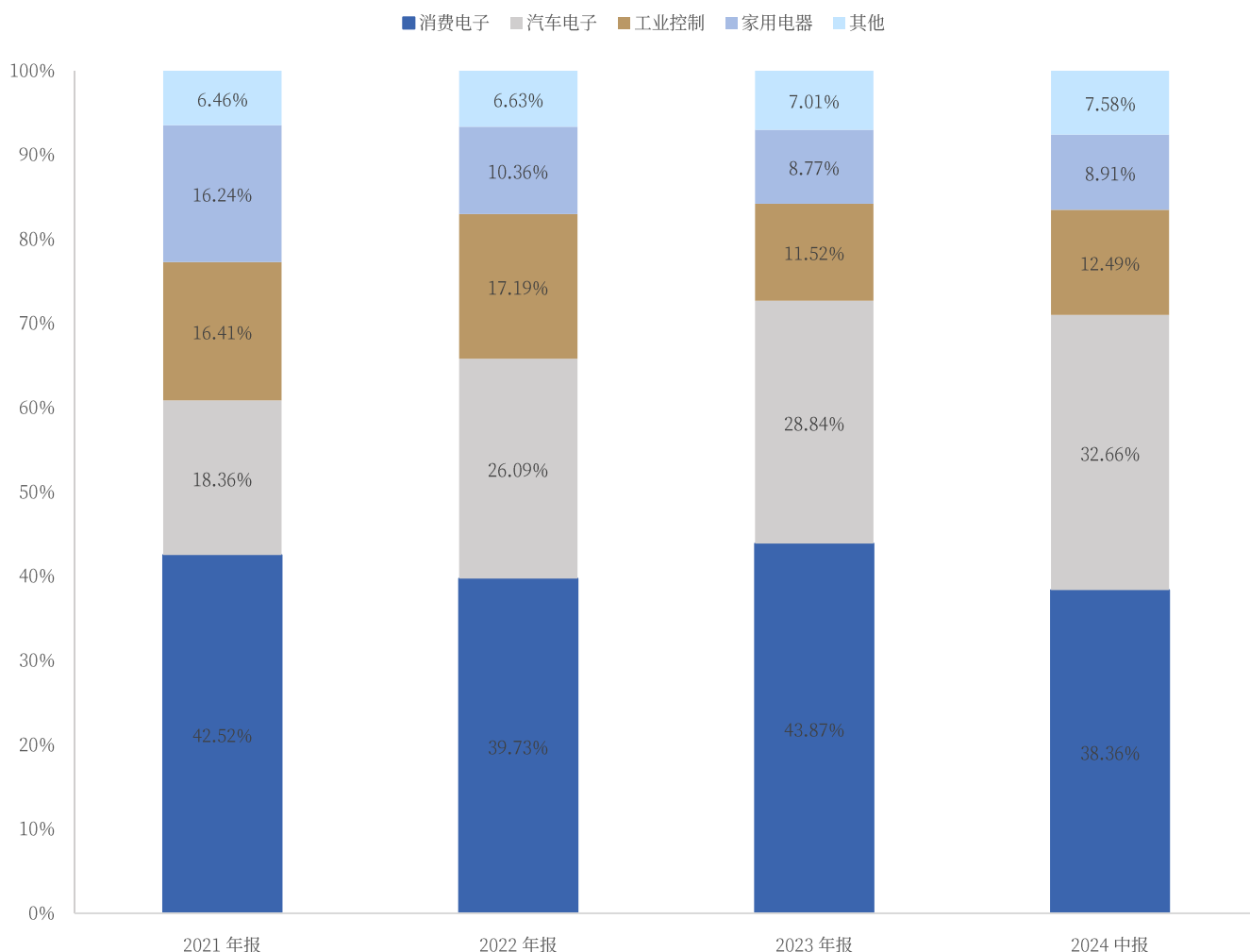
三、汽车电子领域将成为公司新的增长极

公司是江苏省高新技术企业、江苏省民营科技企业、苏州市自动化印刷电路板工程技术研究中心、苏州市电子智能集成印刷电路板工程技术研究中心、盐城市高精密 PCB 线路板工程技术研究中心，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，多年来积累了众多知名客户：汽车电子领域内包括晨澜光电、埃泰克、长江汽车等；工业控制领域包括明纬集团、全汉（3015.TW）、台达集团（台达电 2308.TW）等；消费电子及家用电器领域主要包括群光电子（2385.TW）、LG 集团、光宝科技（2301.TW）、新普（6121.TWO）等。

公司是中国电子电路行业协会（CPCA）的会员单位，2023 年公司营业收入为 9.84 亿元。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19：公司各板块营收占比

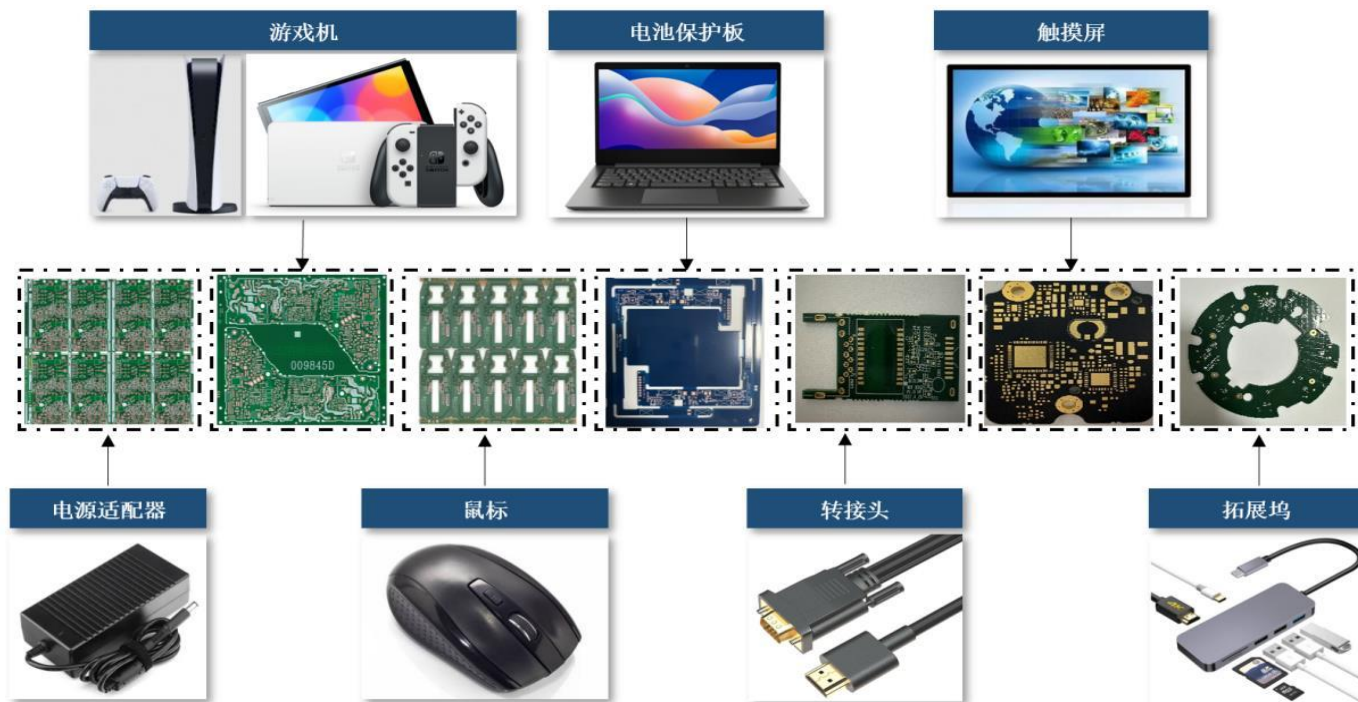


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

(一) 公司产品在消费电子应用广泛，未来有望稳定增长

在消费电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于游戏机、鼠标、电源适配器、触摸屏、转接头、拓展坞等；此外，公司持续研发应用于折叠屏、5G 等技术和 XR、元宇宙等新兴领域的产品。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度具有较高的要求。公司积累了电路板高精密线路、高精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；此外，公司进一步研发应用于通讯领域的陶瓷板、高频/高速板等产品。按公司的消费电子领域产品，主要用到双面板和多层板。

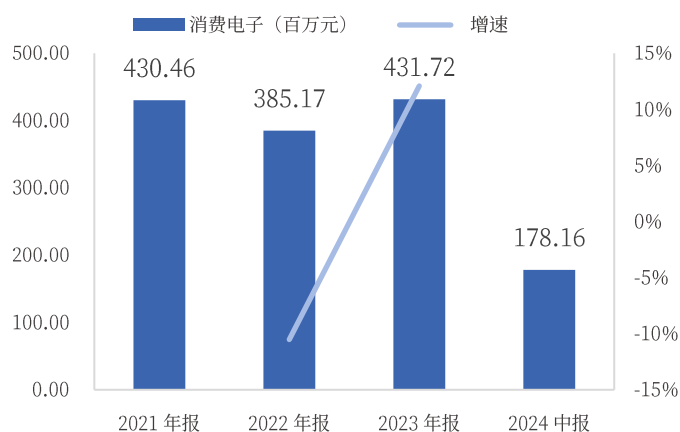
图20：公司产品在消费电子领域的应用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

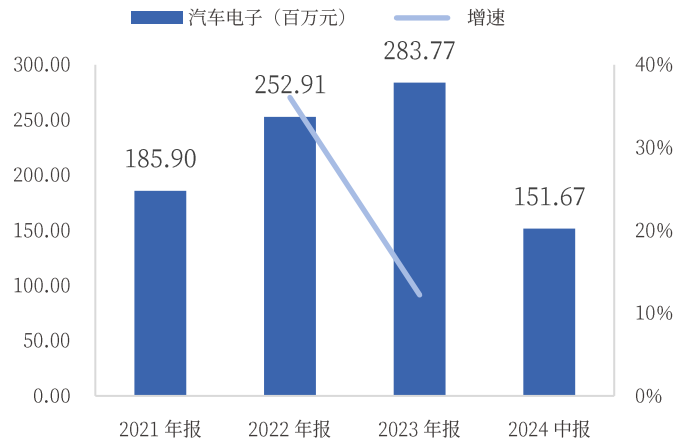
基于公司现有的消费电子领域的产品及客户情况，我们预计公司消费电子行业的未来几年增长情况将略好于行业整体 4% 的情况，并呈现一定的周期性波动特征。

图21：公司消费电子板块近年营收及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图22：公司汽车电子板块近年营收及增长情况



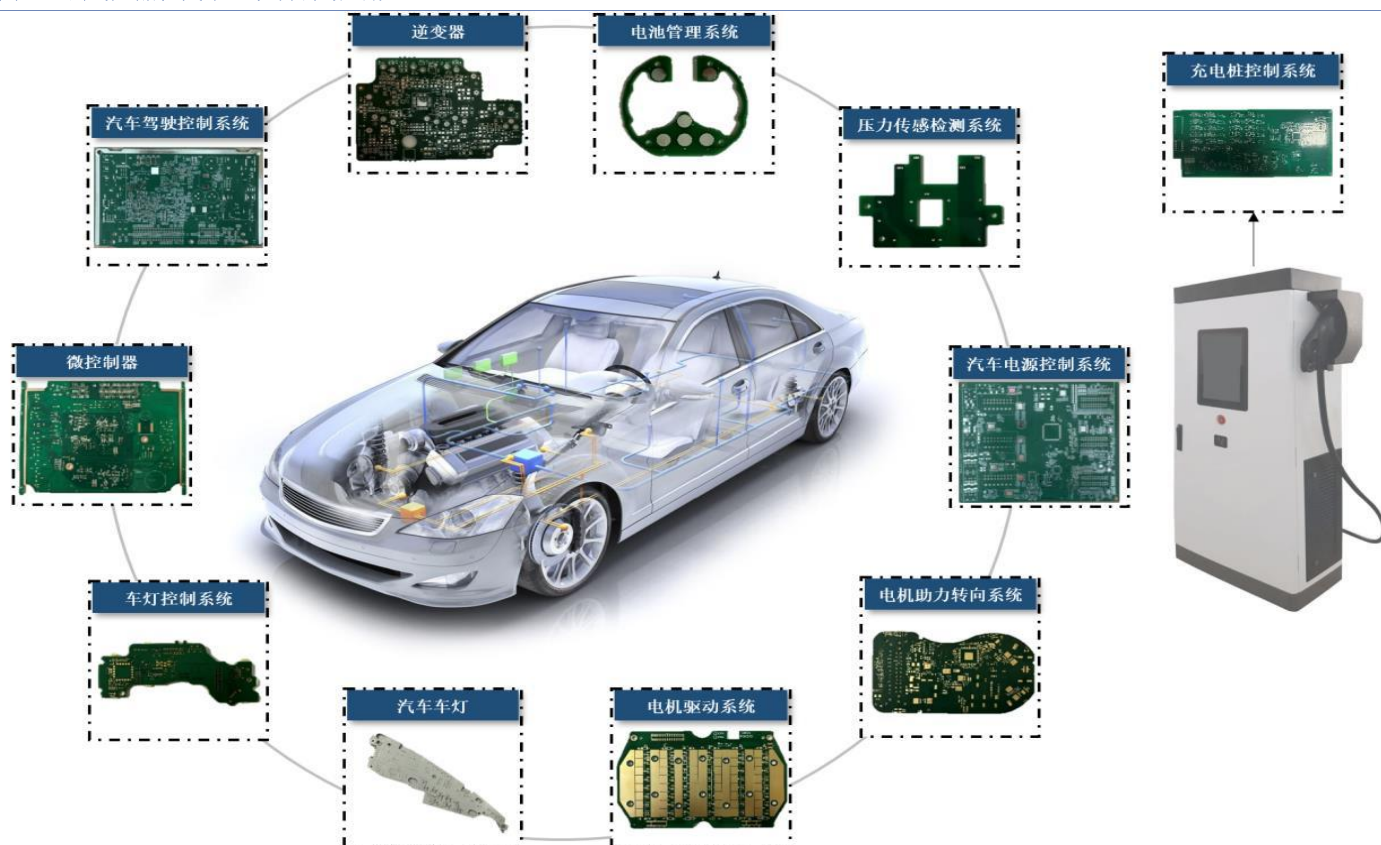
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）汽车电子前景较好，扩产将有效增收增利

汽车电子是指车体汽车电子控制装置、车载汽车电子控制装置以及充电电子装置。由于汽车部件的使用寿命通常在 15 年以上，需要在复杂多变环境中精准平稳运行，汽车安全部件还涉及生命安全，因此对 PCB 产品的可靠性、稳定性和安全性等要求非常严苛。目前在汽车电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于汽车驾驶控制系统、逆变器、电池管理系统、压力传感检测系统、充电桩控制系统、车灯控制系统、电子助力转向系统、电机驱动系统、汽车车灯、微控制器、汽车电源控制系统等。

在汽车电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于汽车驾驶控制系统、逆变器、电池管理系统、压力传感检测系统、充电桩控制系统、车灯控制系统、电子助力转向系统、电机驱动系统、汽车车灯、微控制器、汽车电源控制系统等。汽车电子领域印制电路板具有多品种、小批量的特点，生产过程中由于换型、调参导致生产成本较高。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。按公司的汽车电子领域产品，主要用到双面板和多层板，部分简单的产品也会用到单面板。

图23：公司产品在汽车电子领域的应用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司拥有汽车电路板研发生产经验和客户资源，将产品从车灯、多媒体播放和车载充电等基础应用领域拓展至电机控制系统、车身控制系统、自动变速器系统、远程信息处理系统、新能源电力系统和自动驾驶系统等核心应用领域。汽车核心应用领域对产品的可靠性和安全性要求极高，相关产品被誉为“生命之板”。公司凭借多年在汽车电路板研发与生产方面的经验，成为晨澜光电、长江汽车、埃泰克、科世达和马瑞利等的供应商。公司参与了长江汽车中控、一键启动、多功能方向

盘板的前期设计、开发、工艺流程优化、产品性能提升等，逐渐成为长江汽车和晨澜光电的重要 PCB 供应商。公司产品基本涵盖了汽车的所有核心部件及配套设施，产品最终应用于大众、特斯拉、奥迪、本田、长城和丰田等知名汽车品牌。

目前，公司在双面多层板领域的产能成为制约公司汽车电子等细分领域发展的瓶颈。北交所募资将有效缓解这个问题。本次北交所公开发行股票募集资金将用于“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）”，主要以 2-6 层高附加值及 8 层以上高端印制电路板为主，是在目前主营业务基础上进行的业务延伸和产能扩充。项目将围绕印制电路板下游汽车电子应用领域布局产能，公司产线具有柔性化生产的特点，除应用于汽车电子外，项目产线亦可用于高端消费电子等印制电路板的生产。项目总投资共计 25,570.30 万元，建设期为 24 个月。项目建成后，将有利于公司提升多层板以及特殊工艺、特殊基材的中高端 PCB 板产能，突破产能瓶颈，提高生产能力及生产效率，以满足自身及下游市场未来发展需求。同时，进一步丰富公司产品体系，拓宽下游市场范围，在汽车电动化与智能化的大趋势下，更好地把握市场发展机遇，提高公司市场占有率，为公司提供有力的盈利增长点，助力公司实现长期战略规划及发展目标。

预计随着产能问题的缓解，公司汽车电子板块的营收将在未来几年里迎来加速上涨的态势。

（三）工业控制和家用电器板块预计将跌幅趋缓并逐步回暖

工业控制是指利用电子电气、机械和软件实现工业自动化，使工厂的生产和制造过程更加自动化和精确化，并具有可视可控性。由于工业控制领域用以保证工业环境的可靠运行，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。目前在工业控制领域，公司的 PCB 产品主要应用于工控电源、伺服系统、变频器、工业电表等。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。按公司工业控制领域提供的产品，主要用到单面板和双面板。

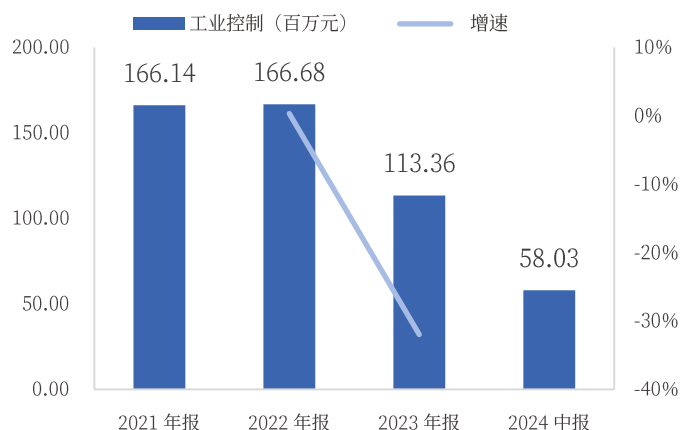
图24：公司产品在工业控制领域的应用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

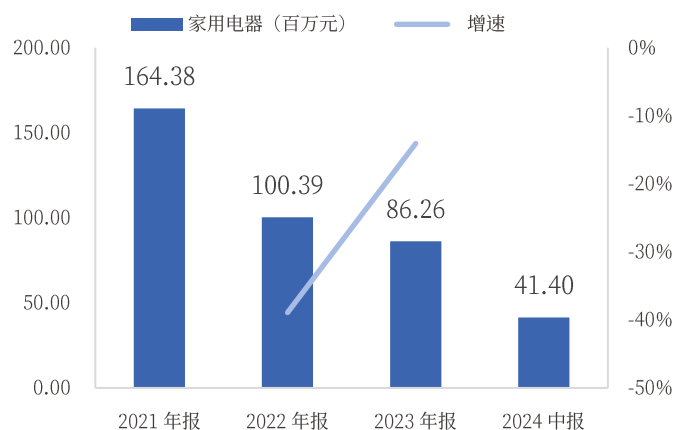
基于公司现有的消费电子领域的产品及客户情况及我们对于未来的展望，我们预计公司工业控制板块的的下滑趋势将逐渐趋缓。

图25：公司工业控制板块近年营收及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图26：公司家电板块近年营收及增长情况



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

在家用电器领域，公司的 PCB 产品主要应用于液晶电视、投影仪、家用空调、洗地机等。中国作为全球第一大家用电器生产国，对于家用电器领域印制电路板的需求量较大。

家电领域用到的 PCB，多以单面板为主，其特点是，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。公司家用电器 PCB 生产以大批量为主，通过生产自动化建立规模效应，满足家用电器大批量订单需求的同时建立成本优势。

图27：公司产品在家电领域的应用



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

基于公司现有的家电领域的产品及客户情况及我们对于未来的展望，我们预计公司家电板块的下滑趋势将逐渐趋缓。

整体而言，随着募投项目的逐步达产，公司双面板和多层板的产能瓶颈将有效的缓解，汽车电子等板块的增长将明显提速，形成新的增长极，有效驱动公司营收和利润水平的增长，扩大公司的市场份额。

四、盈利预测、估值分析及投资建议

(一) 盈利预测

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。公司产品质量优秀，多年来积累了众多国内外知名客户。未来随着募投项目的逐渐达产的增长，公司汽车电子板块有望实现快速增长，并拉动公司营收和利润水平，实现市场份额的进一步提升。分业务来看：

1) 消费电子板块：目前公司收入占比最大的板块。公司长期深耕，产品质量可靠客户认可。预计该板块业务的收入将呈震荡趋势：我们预测 2024-2026 年公司轨道交通板块营业收入分别为 4.45 亿元、4.31 亿元、4.57 亿元，同比增长 3.00%、-3.00%、6.00%。

2) 汽车电子板块：公司近年营收增长最快的板块。募投项目将有效缓解公司该领域的产能瓶颈问题。随着募投项目的逐渐达产，我们预计该板块将快速增长。我们预测 2024-2026 年汽车电子板块营收分别为 3.26 亿元、4.08 亿元、5.30 亿元，同比增长 15.00%、25.00%、30.00%

3) 工业控制板块：近年营收呈下滑态势。我们预计该类业务将扭转下滑趋势并开始逐步恢复增长，预测 2024-2026 年该板块的营业收入分别为 1.20、1.25、1.27 亿元，同比增长 6.00%、4.00%、2.00%。

4) 家用电器板块：近年营收呈现下滑态势。我们预计该趋势将逐步趋缓并有望逐步止跌回升。预测 2024-2026 年公司该板块的营收分别为 0.78 亿元，0.74 亿元，0.74 亿元，同比增长-10.00%，-5.00%，1.00%。

5) 其他板块：收入中非消费电子、汽车电子、工业控制、家电领域的部分。过往几年规模基本在 0.60—0.70 亿元之间浮动，营收占比在 7%上下浮动。我们预计该类别 2024-2026 年营收分别为 0.70 亿元，0.70 亿元，0.70 亿元，同比增长 1.52%，0.00%，0.00%。

表2：分业务预测（百万元）

板块	项目	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车电子	营业收入	185.90	252.91	283.77	326.33	407.92	530.29
	YOY		36.05%	12.20%	15.00%	25.00%	30.00%
消费电子	营业收入	430.46	385.17	431.72	444.67	431.33	457.21
	YOY		-10.52%	12.08%	3.00%	-3.00%	6.00%
工业控制	营业收入	166.14	166.68	113.36	120.16	124.97	127.47
	YOY		0.32%	-31.99%	6.00%	4.00%	2.00%
家用电器	营业收入	164.38	100.39	86.26	77.63	73.75	74.49
	YOY		-38.92%	-14.08%	-10.00%	-5.00%	1.00%
其他	营业收入	65.44	64.30	68.95	70.00	70.00	70.00
	YOY		-1.74%	7.23%	1.52%	0.00%	0.00%
营业收入合计		1012.32	969.45	984.06	1038.80	1107.97	1259.46
YOY			-4.23%	1.51%	5.56%	6.66%	13.67%

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

(二) 估值分析

1. 相对估值

我们选取业务模式相近的世运电路（603920.SH）、沪电股份（002463.SH）、生益电子（688183.SH）作为可比公司。计算可得可比公司 2024-2026 年 PE 分别为 54.33x/31.11x/24.35x，考虑到万源通在行业里规模较小，持续增长，给予一定的溢价，即 2025 年 40-45 倍的 PE，公司的合理价格区间为 38.00—42.75 元。

表3：可比公司估值

证券简称	证券代码	总市值 (亿元)	EPS			P/E		
			2024.12.13	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E
生益电子	688183.SH	302.62	0.36	0.81	1.11	100.28	44.71	32.73
世运电路	603920.SH	226.11	0.92	1.17	1.41	34.14	26.95	22.34
沪电股份	002463.SZ	726.97	1.33	1.75	2.11	28.56	21.65	17.97
	可比公司均值					54.33	31.11	24.35
万源通	920060.BJ	51.48	0.84	0.95	1.14	41.41	36.64	30.58

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

2. 绝对估值

绝对估值法：采用 FCFF 绝对估值法进行估值，在加权平均资本成本(WACC)正负波动 0.05%、永续增长率(g)正负波动 0.05%的情况下，公司合理每股价值区间为 37.33 元-46.55 元。

表4：基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	5
过渡期增长率	5.00%
永续增长率 g	3.00%
贝塔值(β)	0.95
无风险利率 Rf(%)	2.00%
市场的预期收益率 Rm(%)	4.00%
有效税率 T(%)	15.85%
债务资本成本 Kd	4.20%
债务资本比重 Wd	0.00%
股权资本成本 Ke	4.00%
加权平均资本成本 WACC	4.00%

资料来源：中国银河证券研究院预测

表5：FCFF 估值结果

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	46.15
FCFF 过渡期现值 (百万元)	249.45
FCFF 永续价值现值 (百万元)	5,830.50
企业价值 (百万元)	6,126.10

加：非核心资产价值（百万元）	232.80
减：付息债务（百万元）	252.05
减：少数股东权益（百万元）	0.00
股权价值（百万元）	6,106.86
总股本（百万股）	147.39
每股价值（元）	41.43

资料来源：中国银河证券研究院预测

表6：基本假设及关键参数

单位：元		WACC						
		3.85%	3.90%	3.95%	4.00%	4.05%	4.10%	4.15%
2.85%	41.79	39.56	37.55	35.73	34.08	32.57	31.19	
2.90%	44.16	41.67	39.44	37.44	35.63	33.98	32.48	
2.95%	46.82	44.03	41.55	39.33	37.33	35.53	33.89	
3.00%	49.84	46.69	43.90	41.43	39.22	37.23	35.43	
3.05%	53.29	49.70	46.55	43.78	41.31	39.11	37.12	
3.10%	57.27	53.14	49.55	46.42	43.65	41.20	39.00	
3.15%	62.42	57.61	53.49	49.91	46.79	44.03	41.58	

资料来源：中国银河证券研究院预测

（三）投资建议

预计公司 2024-2026 年营收分别为 10.39 亿元、11.08 亿元、12.59 亿元，同比分别增长 5.56%、6.66%、13.67%，归母净利润分别为 1.24 亿元、1.41 亿元、1.68 亿元，同比分别为 5.32%、13.03%、19.80%，EPS 分别为 0.84 元/股、0.95 元/股、1.14 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 41.41 倍、36.64 倍、30.58 倍。我们认为公司中长期仍有望继续成长，首次覆盖给予“谨慎推荐”的投资评级。

五、风险提示

宏观经济环境的风险：宏观经济波动可能会导致下游行业的需求不及预期，进而影响公司的财务表现。

市场竞争加剧的风险：行业竞争激烈，可能会面临新进入者或者价格压力；若公司不能保持核心竞争力，财务表现可能会受到影响。

技术升级迭代及研发风险：若公司未来未能正确判断合适的研发方向，所研发工艺未能得到客户及市场认可，或研发技术未能形成产品，公司将面临研发失败的风险，并进一步影响财务表现。

原材料价格波动的风险：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，将影响公司的毛利率水平并进而对公司财务表现造成影响。

图表目录

图 1: 公司发展历史沿革及取得的相关认证及资质.....	3
图 2: 公司的股权结构.....	4
图 3: 公司营业收入持续保持稳健增长.....	5
图 4: 近年公司利润也保持较快增长.....	5
图 5: 公司近几年毛利率和净利率快速提升.....	5
图 6: 公司近几年费用率水平基本保持稳定.....	5
图 7: 近年公司总体产能利用率情况.....	6
图 8: 近年公司总体产销率情况.....	6
图 9: 近十年全球 PCB 产值持续增长.....	7
图 10: 全球主要国家和地区 PCB 产值占比.....	7
图 11: 全球 PCB 行业格局.....	7
图 12: 近年各类 PCB 产值占比.....	8
图 13: 全球 PCB 下游应用领域情况.....	8
图 14: 全球 PCB 下游各细分领域至 2026 年的复合增速.....	8
图 15: 近十年中国 PCB 产值增速快于全球平均水平.....	9
图 16: 中国大陆 PCB 产值占比.....	9
图 17: 中国 PCB 行业的竞争格局.....	10
图 18: 中国 PCB 下游应用情况.....	10
图 19: 公司各板块营收占比.....	12
图 20: 公司产品在消费电子领域的应用.....	13
图 21: 公司消费电子板块近年营收及增长情况.....	13
图 22: 公司汽车电子板块近年营收及增长情况.....	13
图 23: 公司产品在汽车电子领域的应用.....	14
图 24: 公司产品在工业控制领域的应用.....	15
图 25: 公司工业控制板块近年营收及增长情况.....	16
图 26: 公司家电板块近年营收及增长情况.....	16
图 27: 公司产品在家电领域的应用.....	16
表 1: 国家相关部门对 PCB 的政策支持.....	10
表 2: 分业务预测 (百万元).....	17
表 3: 可比公司估值.....	18
表 4: 基本假设及关键参数.....	18
表 5: FCFE 估值结果.....	18
表 6: 基本假设及关键参数.....	19

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	836.19	1226.45	1229.54	1266.06
现金	183.70	521.26	433.85	403.41
应收账款	429.22	461.69	523.21	594.74
其它应收款	1.15	1.44	1.54	1.75
预付账款	2.46	2.74	2.90	3.27
存货	154.96	173.98	202.68	194.90
其他	64.69	65.33	65.36	67.98
非流动资产	543.82	584.34	676.03	770.38
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	426.05	462.26	551.32	643.04
无形资产	18.49	17.99	17.49	16.99
其他	99.28	104.09	107.21	110.34
资产总计	1380.00	1810.79	1905.57	2036.44
流动负债	810.95	759.36	708.11	665.13
短期借款	298.67	218.67	138.67	58.67
应付账款	295.27	326.21	357.00	376.81
其他	217.01	214.48	212.45	229.66
非流动负债	17.22	16.54	16.54	16.54
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	17.22	16.54	16.54	16.54
负债合计	828.17	775.90	724.65	681.67
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	551.83	1034.89	1180.92	1354.77
负债和股东权益	1380.00	1810.79	1905.57	2036.44

现金流量表(百万元)	2024A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	110.87	156.85	140.30	204.22
净利润	118.05	124.33	140.53	168.35
折旧摊销	50.27	42.65	50.31	57.15
财务费用	12.62	8.28	5.72	3.16
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-83.98	-24.29	-61.76	-29.94
其它	13.90	5.88	5.50	5.50
投资活动现金流	-53.95	-83.55	-142.00	-151.50
资本支出	-53.95	-81.00	-141.00	-151.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	-2.55	-1.00	-0.50
筹资活动现金流	-48.06	262.95	-85.72	-83.16
短期借款	-24.17	-80.00	-80.00	-80.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-23.90	342.95	-5.72	-3.16
现金净增加额	9.42	337.56	-87.42	-30.43

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	984.06	1038.80	1107.97	1259.46
营业成本	744.03	782.91	829.15	935.52
营业税金及附加	5.48	6.86	7.76	9.45
营业费用	14.40	15.06	16.07	18.26
管理费用	29.73	31.16	33.24	37.78
财务费用	8.37	8.00	4.94	2.51
资产减值损失	-5.91	-5.00	-5.00	-5.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	139.59	147.75	167.00	200.06
营业外收入	0.75	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.11	0.00	0.00	0.00
利润总额	140.24	147.75	167.00	200.06
所得税	22.18	23.42	26.47	31.71
净利润	118.05	124.33	140.53	168.35
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	118.05	124.33	140.53	168.35
EBITDA	198.23	198.41	222.25	259.72
EPS (元)	0.80	0.84	0.95	1.14

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1.51%	5.56%	6.66%	13.67%
营业利润	110.71%	5.85%	13.03%	19.80%
归属母公司净利润	124.75%	5.32%	13.03%	19.80%
毛利率	24.39%	24.63%	25.16%	25.72%
净利率	12.00%	11.97%	12.68%	13.37%
ROE	21.39%	12.01%	11.90%	12.43%
ROIC	14.64%	10.46%	10.96%	12.06%
资产负债率	60.01%	42.85%	38.03%	33.47%
净负债比率	20.83%	-29.24%	-25.00%	-25.45%
流动比率	1.03	1.62	1.74	1.90
速动比率	0.83	1.37	1.43	1.59
总资产周转率	0.72	0.65	0.60	0.64
应收账款周转率	2.47	2.33	2.25	2.25
应付账款周转率	2.38	2.52	2.43	2.55
每股收益	0.80	0.84	0.95	1.14
每股经营现金	0.75	1.06	0.95	1.39
每股净资产	3.74	7.02	8.01	9.19
P/E	43.61	41.41	36.64	30.58
P/B	9.33	4.97	4.36	3.80
EV/EBITDA	0.58	24.42	21.84	18.50
P/S	5.23	4.96	4.65	4.09

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

傅楚雄 北交所分析师。金融学硕士，浙江大学工学学士。2014年加入银河证券研究院，2014年-2016年新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师团队成员。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn