

万源通 (920060)

深耕 PCB 行业，扩增产能拓新程

买入 (首次)

2025 年 03 月 01 日

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	969.45	984.06	1,054.27	1,127.98	1,204.79
同比	(4.23)	1.51	7.13	6.99	6.81
归母净利润 (百万元)	52.53	118.05	124.83	135.91	150.16
同比	171.40	124.75	5.74	8.88	10.48
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.35	0.78	0.82	0.89	0.99
P/E (现价&最新摊薄)	108.81	48.41	45.79	42.05	38.06

证券分析师 朱洁羽
执业证书: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书: S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书: S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
执业证书: S0600124070018
wual@dwzq.com.cn
研究助理 薛路熹
执业证书: S0600123070027
xuelx@dwzq.com.cn

投资要点

■ **电子电路解决方案卓越提供商**: 公司的主营业务是印制电路板 (简称 PCB) 的研发、生产和销售, 主要产品分为单面板、双面板、多层板。公司拥有江苏省高新技术企业、江苏省专精特新中小企业和苏州市自动化印刷电路板工程技术研究中心等荣誉称号。与同行业公司相比, 公司毛利率、销售净利率均略高, 盈利能力稳健。2024 年 Q1-Q3 公司营收为 7.56 亿元, 同比+4.8%; 归母净利润为 0.93 亿元, 同比+0.4%。

■ PCB 行业前景广阔, 下游需求持续释放

- 1) **PCB 市场规模持续扩大, 23 年触底反弹**。由于全球经济波动及消费电子市场疲软, PCB 行业自 2022 年 H2 开始下行, 至 2023 年 H1 周期触底。随着终端需求复苏、产业链库存去化, 叠加落后产能出清, 行业景气逐步迎来底部反转。Prismark 预测, 2028 年全球 PCB 产值将达 904.13 亿美元。
- 2) **下游应用领域多元, 多项技术变革驱动未来需求增长**。①**消费电子**: 随着全球经济复苏和生成式 AI 等技术推动, 消费电子终端市场持续复苏。据中商产业研究院, 2019 年-2024 年 10 月, 中国消费电子企业注册量呈现稳步增长的趋势。②**汽车电子**: 汽车工业协会数据显示, 2019-2023 年, 全球汽车电子市场保持快速增长态势, 2023 年中国市场规模达 10973 亿元, 同比+12.2%, 增速快于全球。

■ 创新驱动打造工艺壁垒, 客户矩阵铸就生态护城河

- 1) **技术积累深厚, 工艺突破锻造核心优势**。公司多年来围绕市场需求和前沿技术持续开展科技创新, 积累了丰富的核心技术, 包括高精密特殊孔形加工技术、金属基电路板加工技术等, 使公司在汽车电子、工业控制和消费电子等领域形成差异竞争优势。
- 2) **客户资源丰富, 合作关系稳定**。公司凭借品质可靠、快速交付、稳定的供货能力等服务优势, 与台达集团、明纬集团、晨澜光电、群光电子和 LG 集团等国际知名企业合作时间均已超过 5 年。
- 3) **双城布局稳产能, 梯次订单保增长**。公司现有江苏昆山及东台两大生产基地, 东台工厂至 2024 年底产能已接近饱和。公司最新募投项目“新能源汽车配套高端印制电路板项目”旨在新增年产 50 万平方米刚性线路板产能, 主要用于新能源汽车领域的充电桩、车载充电器、智能驾驶系统等高端电子设备, 计划于 2025 年 Q4 全面达产。

■ **盈利预测与投资评级**: 我们预计万源通 2024-2026 年营业收入达到 10.54/11.28/12.05 亿元, 归母净利润分别为 1.25/1.36/1.50 亿元。按 2025 年 2 月 28 日收盘价, 对应 2024-2026 年 PE 分别 45.79/42.05/38.06 倍。相较可比公司, 公司 PE 略高, 但市值明显偏低, 鉴于公司在 PCB 业务领域的持续扩张以及下游的需求扩大, 我们预计公司未来几年的业绩将迎来稳步增长。基于此, 我们首次覆盖, 给予“买入”评级。

■ **风险提示**: 宏观经济及下游市场需求波动带来的风险、原材料价格波动风险、技术升级迭代风险及研发风险、市场竞争加剧的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	37.59
一年最低/最高价	29.99/58.88
市净率(倍)	6.78
流通 A 股市值(百万元)	1,114.55
总市值(百万元)	5,715.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.54
资产负债率(% LF)	49.85
总股本(百万股)	152.04
流通 A 股(百万股)	29.65

相关研究

内容目录

1. 万源通：卓越的印制电路板提供商	4
1.1. 专注于印制电路板领域.....	4
1.2. 公司利润显著增长，盈利能力稳中有升.....	7
2. PCB 行业前景广阔，下游需求持续释放	10
2.1. PCB 市场规模持续扩大，23 年触底反弹	10
2.2. 下游应用领域多元，多项技术变革驱动未来需求增长.....	12
3. 创新驱动打造工艺壁垒，客户矩阵铸就生态护城河	17
3.1. 技术积累深厚，工艺突破锻造核心优势.....	17
3.2. 客户资源丰富，合作关系稳定.....	19
3.3. 双城布局稳产能，梯次订单保增长.....	21
4. 盈利预测与评级	23
4.1. 盈利预测.....	23
4.2. 估值与评级.....	24
5. 风险提示	25

图表目录

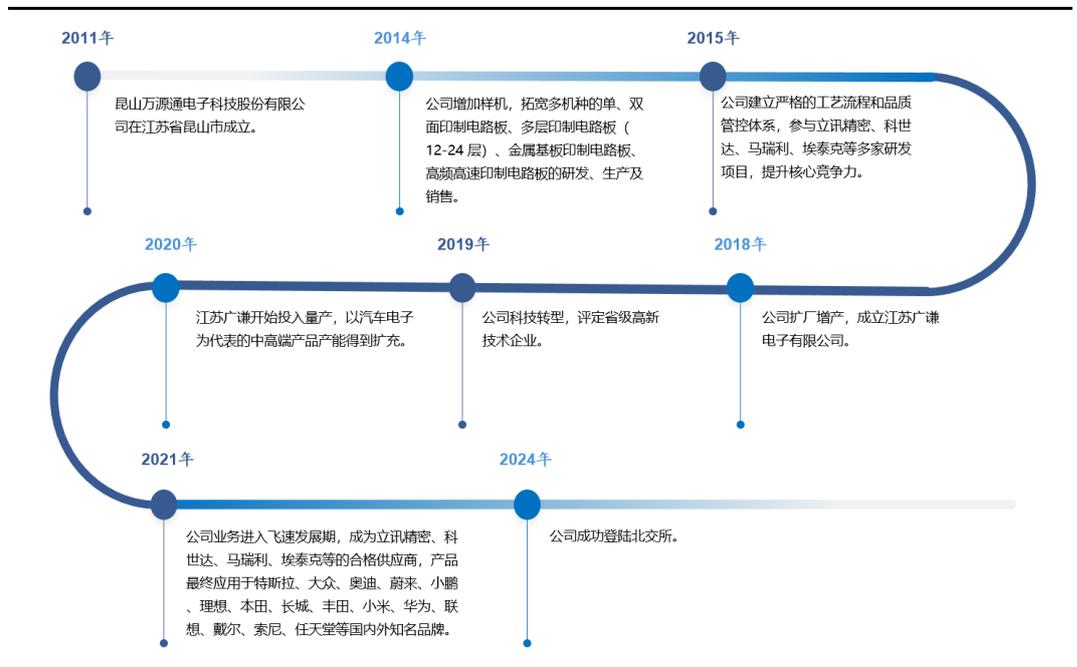
图 1:	公司发展历程.....	4
图 2:	公司股权结构 (截至 2024 年 11 月 19 日)	7
图 3:	公司 2020-2024 年(Q1-Q3)营收及同比增速	7
图 4:	公司 2020-2024 年(Q1-Q3)归母净利润及同比增速	7
图 5:	公司 2024 年 H1 各业务营收占比.....	8
图 6:	公司 2024 年 H1 各业务毛利占比.....	8
图 7:	公司 2020-2024 年(Q1-Q3)销售毛利率及净利率	8
图 8:	万源通及可比公司 2021-2024 年(Q1-Q3)毛利率	9
图 9:	万源通及可比公司 2021-2024 年(Q1-Q3)销售净利率	9
图 10:	公司 2020-2024 (Q1-Q3) 期间费用率及构成	9
图 11:	PCB 产业链.....	10
图 12:	2014-2023 年全球 PCB 产值及增长率	11
图 13:	2021-2024 年全球 PCB 季度产值及增速.....	11
图 14:	2017-2028 年中国大陆 PCB 产值及预测.....	12
图 15:	公司 PCB 产品在消费电子行业的应用场景	13
图 16:	2019 年-2024 年 10 月中国消费电子相关企业注册情况	13
图 17:	中国科技消费电子行业销售额规模走势.....	14
图 18:	公司 PCB 产品在汽车电子行业的应用场景	14
图 19:	2019-2024 年全球汽车电子市场规模及预测	15
图 20:	2019-2024 年中国汽车电子市场规模及预测	15
图 21:	公司 PCB 产品在工业控制行业的应用场景	15
图 22:	2016-2026 年中国工业自动化市场规模及预测	16
图 23:	公司生产设备.....	18
图 24:	公司荣誉资质 (一)	19
图 25:	公司荣誉资质 (二)	19
图 26:	公司厂区建筑.....	21
表 1:	公司主要产品 (按线路板层数分类)	5
表 2:	公司主要产品 (按特殊工艺、特殊基材分类)	6
表 3:	公司部分自主研发的核心技术情况.....	17
表 4:	公司主要知名客户情况.....	20
表 5:	公司未来盈利预测拆分.....	23
表 6:	可比公司估值 (截至 2025 年 2 月 28 日)	24

1. 万源通：卓越的印制电路板提供商

1.1. 专注于印制电路板领域

昆山万源通电子科技股份有限公司的主营业务是印制电路板（Printed Circuit Board，简称 PCB）研发、生产和销售。公司的主要产品是单面板、双面板、多层板。公司拥有江苏省专精特新中小企业、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。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

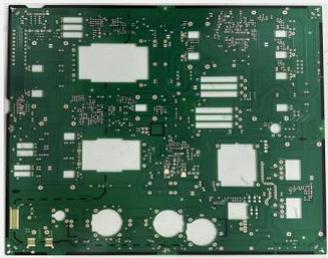
公司是一家专业从事印制电路板研发、生产和销售的高新技术企业，产品涵盖单面板、双面板和多层板。经过多年技术研发及工艺技术积累，产品类型涵盖铜基板、铝基板、厚铜板、陶瓷板、埋容/埋阻材料线路板、高频/高速材料线路板等特殊基材、特殊工艺类型的产品。公司产品广泛应用于消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器、通信设备等领域。

（1）按线路板层数划分

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。目前，公司拥有江苏昆山和东台两大生产基地，具备单面板、

双面板以及多层板生产条件。

表1: 公司主要产品 (按线路板层数分类)

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	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。电源和地线网络主要在电源层上布线。多层板布线主要还是以顶层和底层为主, 以中间布线层为辅。多层板的设计与双面板的设计方法基本相同, 其关键在于如何优化内电层的布线, 使电路板的布线更合理, 电磁兼容性更好。多层板层数越多, 技术层次也越高, 对产品的技术支持能力也越强。	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。	

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

(2) 按特殊工艺、特殊基材划分

公司工艺技术全面、产品种类丰富, 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工艺、特殊基材类型的产品, 能够一站式满足客户对于产品的定制化需求。

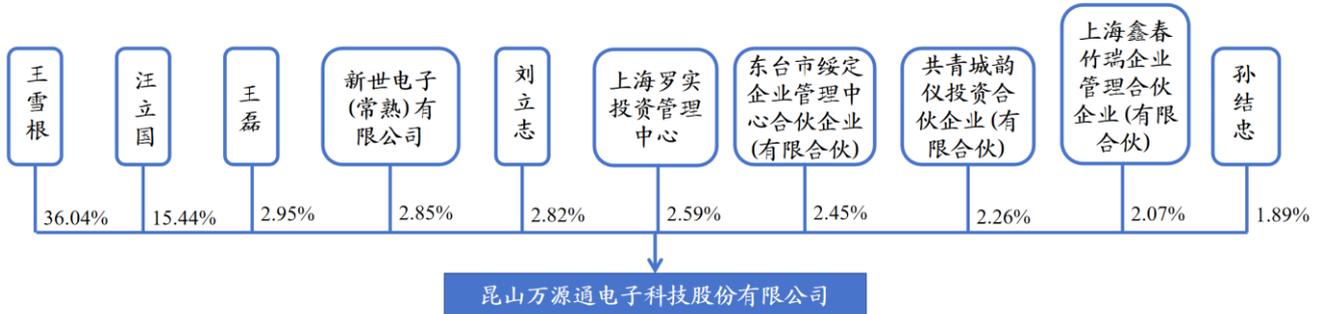
表2: 公司主要产品 (按特殊工艺、特殊基材分类)

产品类型	产品特性	应用领域	产品展示
铜基板	在金属铜板上贴合绝缘层及铜箔所构成的复合线路板, 其中铜板为散热层, 铜箔为导电层, 由绝缘层做隔离, 铜基板具有导热性高、刚性好等特点。	高功率电源、高散热灯具、汽车车灯和新能源电池控制模块等领域。	
铝基板	在金属铝板上贴合绝缘层及铜箔所构成的复合线路板, 其中铝板为散热层, 铜箔为导电层, 由绝缘层做隔离, 铝基板具有导热性高、刚性好等特点。	高功率电源、高散热灯具、汽车车灯和新能源电池控制模块等领域。	
厚铜板	线路板电路层采用 20Z 及以上厚度, 特点为可承载大电流、减少热应变、散热性好, 非常适用于大电流产品, 能够更好地实现电路功能。	工控电源、工控电脑等领域。	
金手指板	带有一排金黄色导电触片, 主要用于连接器弹片之间的插接导电互联, 具备良好的导电、耐磨、抗氧化、耐腐蚀性能。	工业控制等领域。	
树脂填孔板	孔壁镀铜之后, 用环氧树脂填平过孔, 再在表面镀铜或印刷油墨; 采用树脂填孔工艺的 PCB 产品表面无凹痕, 孔可导通且不影响焊接, 适用于层数高、厚度大的产品。	汽车电子等领域。	
陶瓷板	在陶瓷基片上面覆盖铜箔、钻孔、蚀刻线路、做表面处理等加工工艺, 具有和电路板一样电气互连、具备良好电气性能, 具有良好的导热、绝缘性能、高频特性突出、耐高温、耐腐蚀、耐压等特点。	5G 基站等领域。	
埋容/埋阻材料线路板	电路板内部置有电容和电阻, 节约电路板的表面空间、减少引入的电感量, 从而降低电源系统的阻抗, 支持更高的时钟速率和更低的电压。	通信设备、工业控制、汽车电子、消费电子等领域。	
高频/高速材料线路板	采用极低等级信号传输损耗的材料, 具有高频高速以及一体化、小型化、轻量化、多功能和高可靠性的特性, 在恶劣环境条件能够表现出更快的传输速度、更少的信号延时、更低的信号传输损失。	5G 基站等领域。	

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司股权结构集中且稳定。公司控股股东、实际控制人为王雪根，截至 2024 年 11 月 19 日，实控人合计持有公司 36.04% 股权。

图2: 公司股权结构 (截至 2024 年 11 月 19 日)

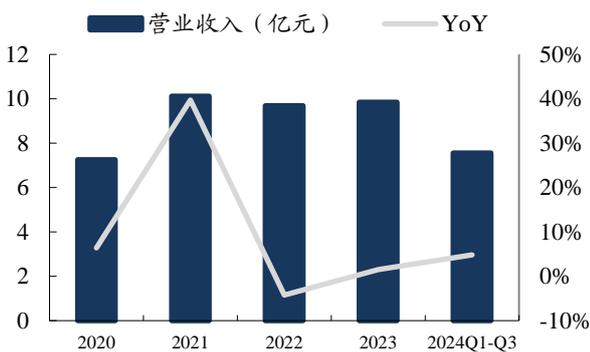


数据来源: iFind, 东吴证券研究所

1.2. 公司利润显著增长, 盈利能力稳中有升

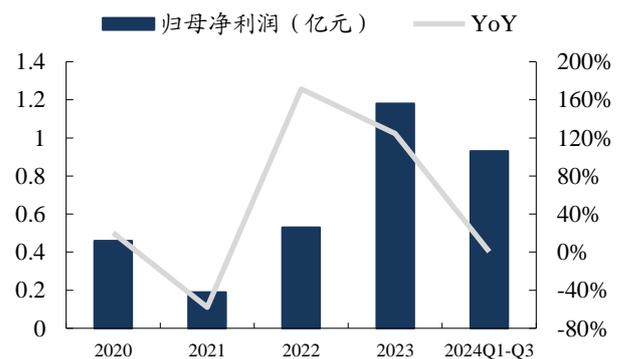
2020 年至 2023 年期间, 公司营收增长至 10 亿元左右的高位后趋于稳定; 归母净利润大幅增长, CAGR 为 36.9%。2023 年, 公司营收为 9.84 亿元, 同比+1.5%, 归母净利润为 1.18 亿元, 同比+124.8%, 系主要原材料价格回落、产品结构优化以及新工厂完成第一阶段产能爬坡多重因素导致。2024 年前三季度公司实现营业收入 7.56 亿元, 同比+4.8%; 归母净利润为 0.93 亿元, 同比+0.4%。

图3: 公司 2020-2024 年(Q1-Q3)营收及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

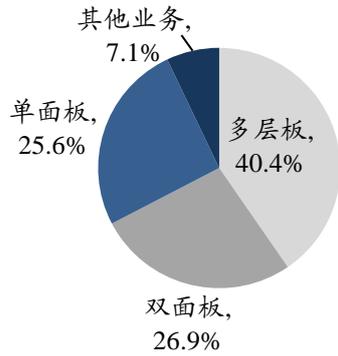
图4: 公司 2020-2024 年(Q1-Q3)归母净利润及同比增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

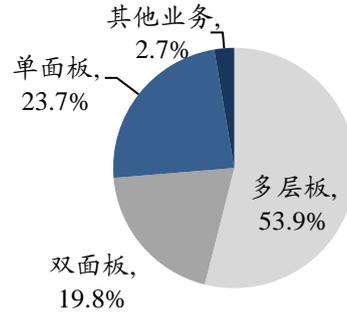
分板块来看, 2024 年上半年, 公司营收的约 40% 来自多层板, 是公司的核心业务, 营收达 1.88 亿元; 双面板、单面板各占约四分之一营收。同期毛利上, 多层板对毛利的贡献超过一半, 达 0.59 亿元, 单面板、双面板分别为 20% 左右。

图5: 公司 2024 年 H1 各业务营收占比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

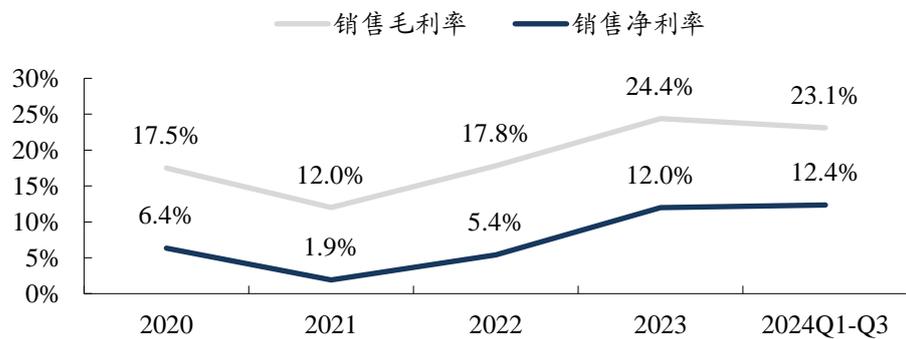
图6: 公司 2024 年 H1 各业务毛利占比



数据来源: iFind, 东吴证券研究所

盈利能力方面, 公司销售毛利率 2021-2023 年期间整体呈现上升趋势, 公司 2022 年、2023 年毛利率分别同比增加 5.8%、6.6%, 净利率同比上升 3.5%、6.6%, 主要系公司持续优化产品结构、加强成本管控, 加之新工厂第一阶段产能爬坡完成、原材料价格有所回落等综合影响所致。2024 年毛利率、销售净利率均同比变化不大, 公司盈利能力稳定在较高水平。

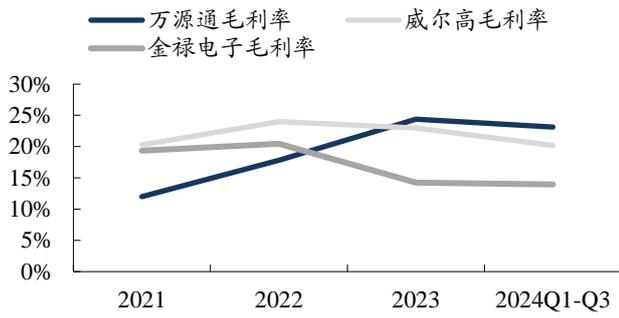
图7: 公司 2020-2024 年(Q1-Q3)销售毛利率及净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

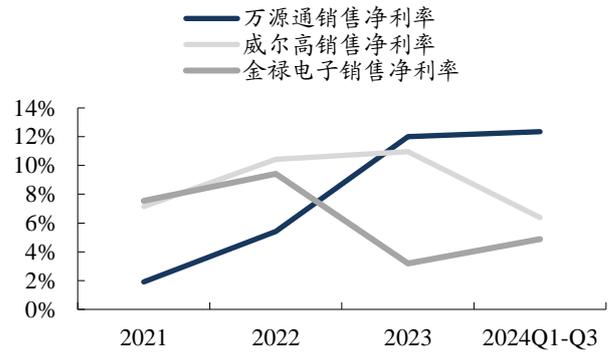
与相似业务的两家上市公司进行利润率的对比, 公司盈利能力表现尚佳。如图 8、图 9 可以看出, 公司在 2021 年和 2022 年期间的毛利率和销售净利率略低于可比公司, 但处于明显上升趋势。公司 2023 年和 2024 年 Q1-Q3 的毛利率、销售净利率均高于可比公司, 盈利能力趋于稳定。

图8: 万源通及可比公司 2021-2024 年(Q1-Q3)毛利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

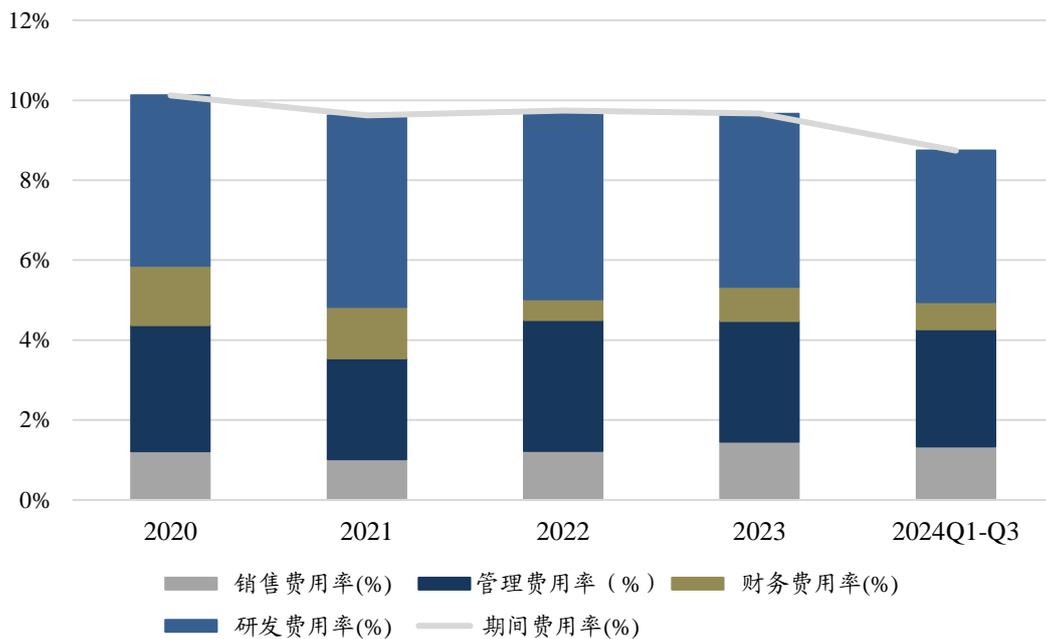
图9: 万源通及可比公司 2021-2024 年(Q1-Q3)销售净利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2020 年-2024 年 Q1-Q3, 公司期间费用率稳定在较低水平, 2024 年 Q1-Q3 为 8.7%。追溯公司费用率历史我们发现, 公司销售费用率和财务费用率常年维持在较低水平, 管理费用率稳定在 3% 左右, 研发费用率在 4% 上下浮动。

图10: 公司 2020-2024 (Q1-Q3) 期间费用率及构成

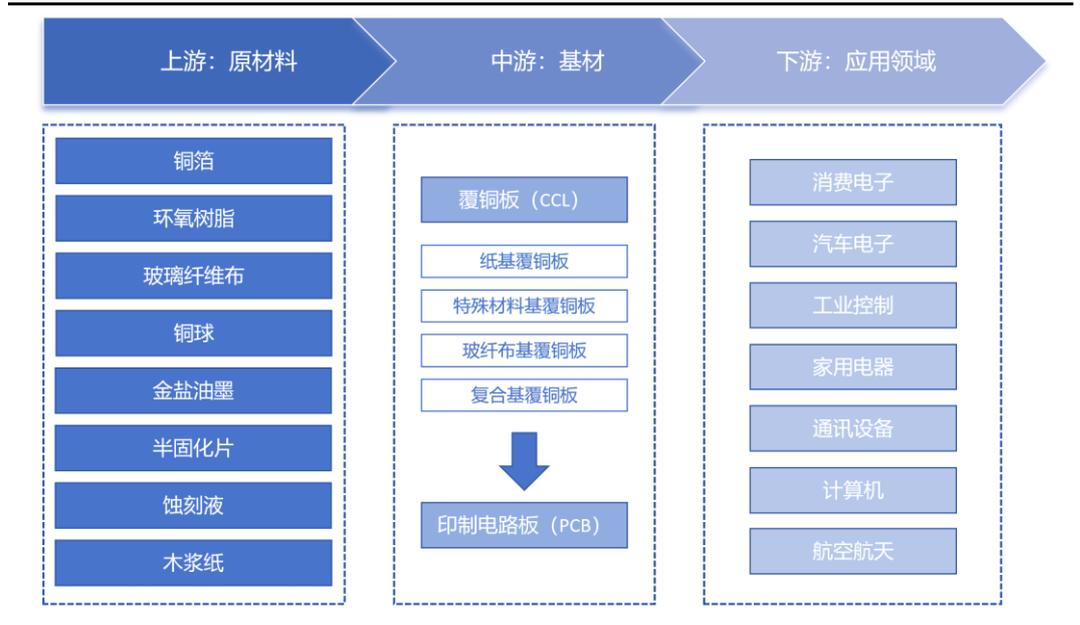


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. PCB 行业前景广阔，下游需求持续释放

公司主要产品印刷电路板（PCB）作为电子元器件的支撑体和相互连接的载体，是现代电子设备中不可或缺的基础组件。它通过在绝缘材料（如玻璃纤维、环氧树脂等）表面铺设导电铜箔图案，实现电子元器件间的电气连接和信号传输。PCB 行业上游主要为铜箔、玻璃纤维布、树脂等原材料行业；中游基材主要为覆铜板（CCL）；下游应用领域则涵盖了消费电子、汽车电子、工业控制等行业。

图11: PCB 产业链

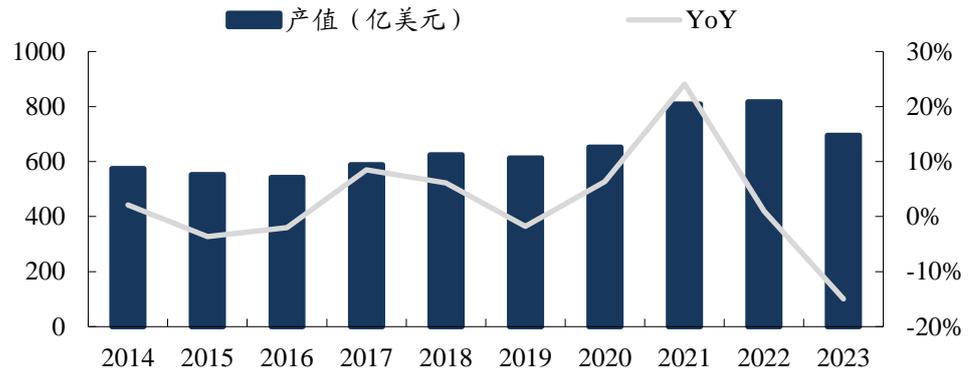


数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

2.1. PCB 市场规模持续扩大，23 年触底反弹

PCB 行业是全球电子元件细分产业中产值占比最大的产业，近年来产值增长迅速。随着新一代信息技术的不断突破，智能化汽车以及 VR 设备等新型电子产品不断发展，以车载 ADAS、车载雷达、可穿戴设备、AR/VR 元宇宙设备等领域为代表的新兴电子产品市场快速崛起，推动了中高端 PCB 产品需求的快速增长。同时，以 ChatGPT 为代表的人工智能技术的快速发展，创造了 AI 服务器及人工智能领域产品的大时代，助力 PCB 行业持续增长。据行业知名研究机构 Prismark 统计，2020、2021、2022 年全球 PCB 产值分别为 652、809、817 亿美元，同比增长 6.4%、24.1%、1.0%。

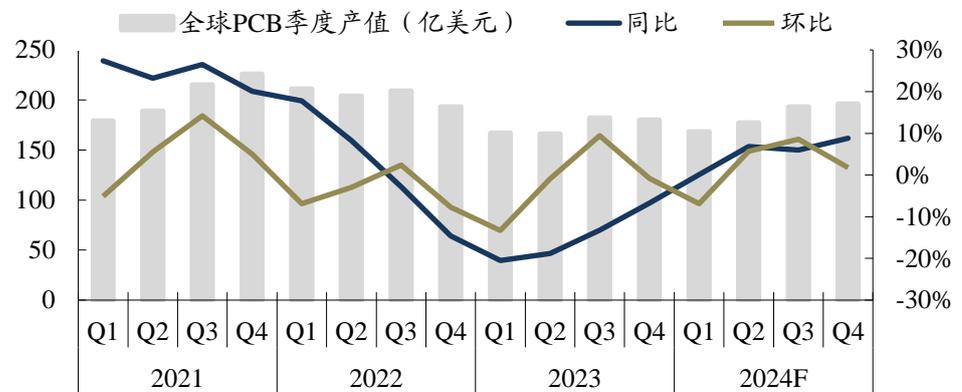
图12: 2014-2023 年全球 PCB 产值及增长率



数据来源: Prismaark, 东吴证券研究所

由于全球经济形势的波动和不确定性以及消费电子市场疲软,全球 PCB 行业自 2022 年 H2 开始进入下行周期,至 2023 年 H1 周期触底。2023 年全球 PCB 行业产值同比下降 15%至 695 亿美元。但随着终端需求复苏、产业链库存去化,叠加落后产能出清,行业景气逐步迎来底部反转。Prismaark 预测 2024 年 PCB 行业将实现恢复性增长,整体市场规模达到 729.71 亿美元,同比增长 4.97%; 预计至 2028 年全球 PCB 产值将增长至 904.13 亿美元。

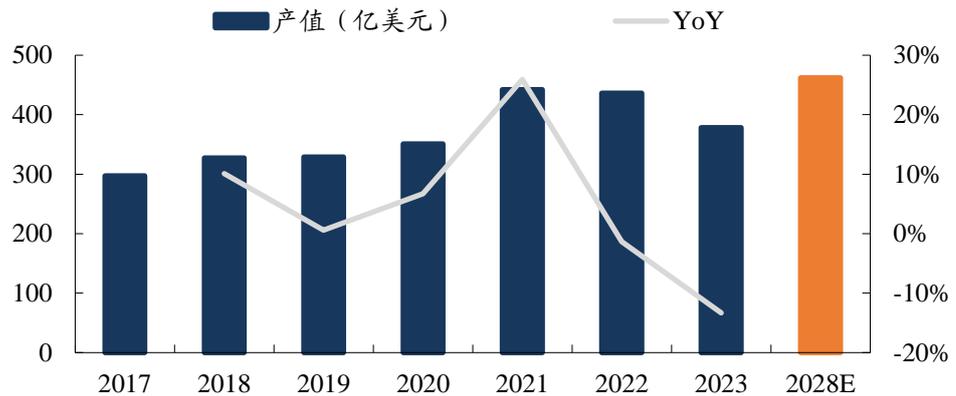
图13: 2021-2024 年全球 PCB 季度产值及增速



数据来源: Prismaark, 东吴证券研究所

近二十年来,中国凭借在劳动力、资源、政策、产业聚集等方面的优势,PCB 产值增长迅速,成为了全球 PCB 产业规模最大的生产基地,国内印制电路板行业受国际政治经济环境变化的影响亦日趋明显。Prismaark 数据显示,中国大陆 PCB 行业产值从 2017 年的 297 亿美元提升至 2022 年的 436 亿美元,CAGR 达 8.0%; 2023 年下滑至 378 亿美元,同比-13.3%。展望未来五年,我国电子信息制造业内生动力不断增强,政策供给红利持续释放,技术创新产业化进程即将加速,产业链供应链韧性和安全水平继续稳步提升,产业有望在增速进一步企稳的同时迎来更多新机遇。Prismaark 预计 2028 年中国大陆 PCB 产值将突破 462 亿美元; 2023 年至 2028 年总体保持增长,复合增长率为 4.1%。

图14: 2017-2028年中国大陆 PCB 产值及预测



数据来源: Prismaark, 东吴证券研究所

在 AI 大模型迭代与汽车电动化、智能化和网联化浪潮的推动下，为 PCB 行业带来新的增长动力的同时，也推动 PCB 更多的向高阶功能化、电动化、智能化、轻量化等方向发展。据 Prismaark 预测，未来 5 年，5G、人工智能、物联网、工业 4.0、云端服务器、存储设备、汽车电子等将成为驱动 PCB 需求增长的新方向。

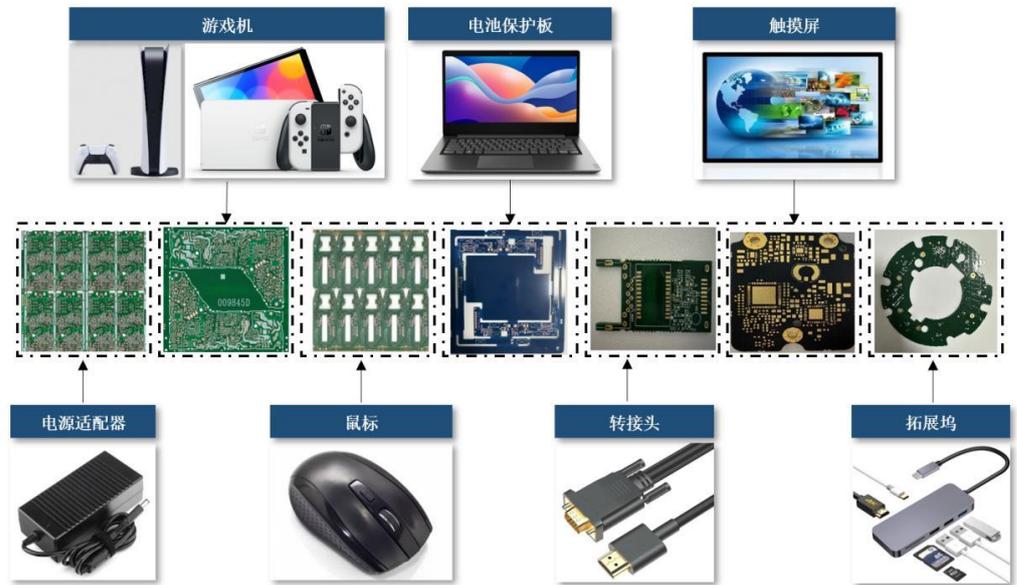
2.2. 下游应用领域多元，多项技术变革驱动未来需求增长

PCB 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”。该行业集中度较低且下游应用领域较为广泛，因此不同的市场参与者其面向的行业场景、产品用途和客户类型差异较大，公司深耕消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器等优势领域，新一轮的技术革新，如生成式 AI、新能源车和智能驾驶技术、5G 带来云计算以及物联网等，有望成为公司新的业务增长动能。

(1) 消费电子

消费电子是指消费者购买用于满足其生活与工作中对沟通、资讯、事务处理和娱乐等方面的需求的电子产品，主要包括笔记本电脑、智能手机、平板电脑，以及近几年兴起的可穿戴设备等智能电子产品。由于消费电子产品通常具有轻薄化、小型化、可弯曲等特性，因此对 PCB 产品的加工精密度具有较高的要求。目前在消费电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于游戏机、笔记本电池保护板、电源适配器、触摸屏、转接头、拓展坞和鼠标等。

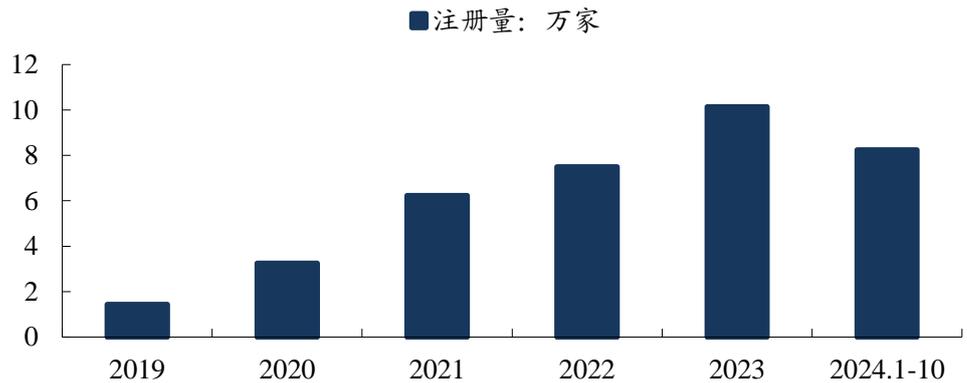
图15: 公司 PCB 产品在消费电子行业的应用场景



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

随着全球经济的复苏和生成式 AI 等技术的推动, 消费电子终端市场持续复苏。根据中商产业研究院, 2019 年-2024 年 10 月, 中国消费电子企业注册量呈现稳步增长的趋势。其中, 2023 年企业注册量最多, 达到 10.14 万家。截至 2024 年 10 月底, 中国约有 43.42 万余家经营范围含“消费电子”的企业。

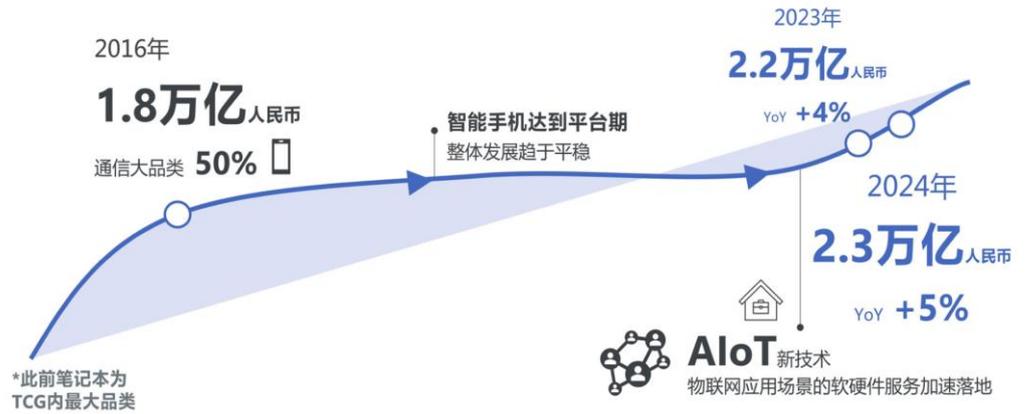
图16: 2019 年-2024 年 10 月中国消费电子相关企业注册情况



数据来源: 中商产业研究院, 东吴证券研究所

未来, 手机及 IoT 设备有望成为万物互联与 AI 应用的核心入口, 加速下游消费电子产业的迭代升级与市场复苏。随着 AIoT (人工智能物联网) 生态体系的成熟, 消费电子市场将进入长期增长周期, 并进一步驱动 PCB 行业需求扩张。据 GfK 预测, 2024 年中国的科技消费品市场零售额总规模有望提升至 2.3 万亿元, 同比增长 5%。

图17: 中国科技消费电子行业销售额规模走势



数据来源: GfK China POS Tracking, 东吴证券研究所

(2) 汽车电子

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。

图18: 公司 PCB 产品在汽车电子行业的应用场景



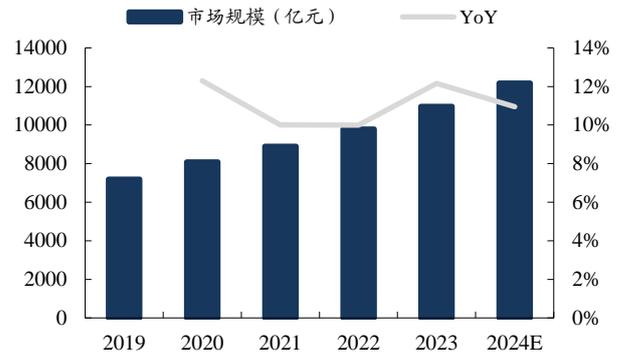
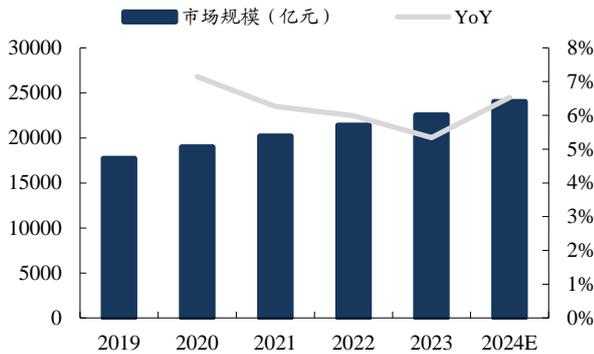
数据来源: 江苏广谦基本介绍, 东吴证券研究所

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。

2019-2023 年，全球汽车电子市场保持快速增长态势，中国市场增速快于全球。汽车工业协会数据显示，2023 年全球汽车电子市场规模增至 22542 亿元，同比增长 5.3%；中国市场规模达 10973 亿元，同比增长 12.2%。据中商产业研究院预测，随着汽车电子化水平的日益提高、单车汽车电子成本的提升，全球汽车电子市场规模将迅速攀升，预计 2024 年全球汽车电子市场规模将达 24015 亿元，中国市场规模将超 12000 亿元。

图19: 2019-2024 年全球汽车电子市场规模及预测

图20: 2019-2024 年中国汽车电子市场规模及预测



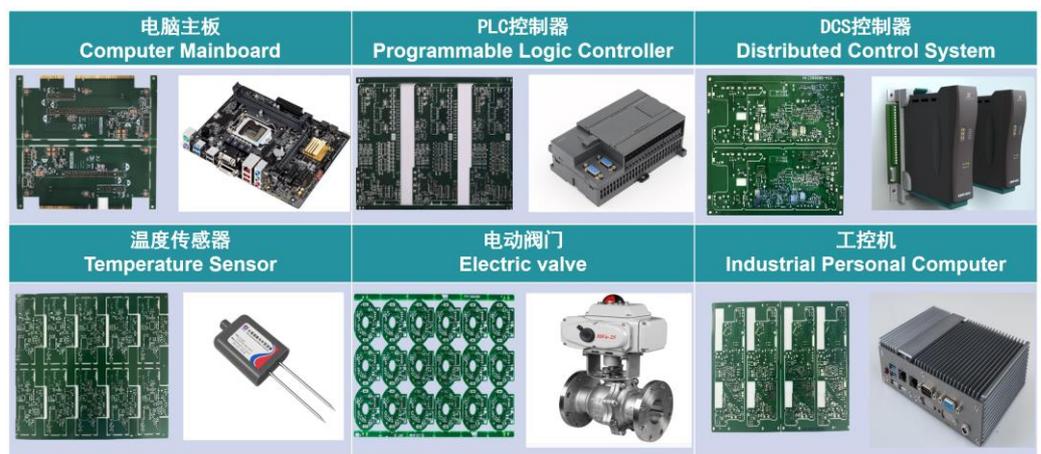
数据来源：汽车工业协会、中商产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：汽车工业协会、中商产业研究院，东吴证券研究所

(3) 工业控制

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。

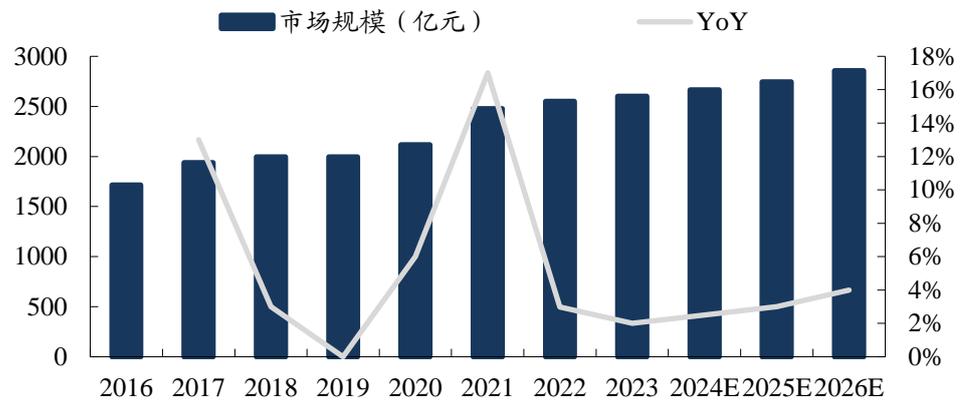
图21: 公司 PCB 产品在工业控制行业的应用场景



数据来源：江苏广谦基本介绍，东吴证券研究所

中国工业自动化市场正加速向智能制造与制造业强国目标迈进，近年来保持稳步增长。随着下游制造业自动化渗透率持续提升，行业需求空间进一步打开。据北京格物致胜咨询数据显示，2016-2023 年中国工业自动化市场规模从低基数持续扩张，2023 年达 2601 亿元，同比增长 2.0%。尽管增速较前期有所放缓，但疫情后修复动能逐步显现：消费市场回暖带动 OEM 领域需求复苏，基建投资托底效应下项目型市场（如新能源、轨道交通）进入快速增长通道，形成“双轮驱动”格局。在此背景下，格物致胜预测 2026 年市场规模将攀升至 2856 亿元，工业自动化正成为中国制造业转型升级的核心支撑。在此背景下，工业控制领域不断增长的市场需求将带动 PCB 行业进一步扩容。

图22：2016-2026 年中国工业自动化市场规模及预测



数据来源：北京格物致胜咨询，东吴证券研究所

3. 创新驱动打造工艺壁垒，客户矩阵铸就生态护城河

3.1. 技术积累深厚，工艺突破锻造核心优势

自成立以来，公司高度重视研发工作，秉承“创新驱动发展”的理念，持续在新技术和新工艺领域投入研发，以满足下游电子信息产品快速更新迭代的需求。在此过程中，公司深入研究材料特性，并在钻孔、电镀、蚀刻等核心工艺环节不断优化，为客户提供满足高品质需求的产品。通过紧跟下游电子产品的发展趋势，公司专注于汽车电子、工业控制和消费电子等细分领域的技术研发，涵盖多层板、厚铜板、超薄硬板、半孔板、高频高速板和金属基板等产品的核心生产工艺，形成了显著的技术优势。

表3: 公司部分自主研发的核心技术情况

序号	技术名称	技术先进性及表现
1	高精度特殊孔形加工技术	独创新型机加工防偏移程序设计及各类钻刀，辅助钻具设计，有效防偏移设计，提升钻孔短槽加工精度。
2	金属基电路板加工技术	独创的金属基板加工流程，可生产单面、双面、多层类金属基类产品，自主研发的金属基类产品机械加工技术，可实现模冲，成型 CNC 及激光成型等多种方式外形加工，生产金属基类产品盲锣、沉头、锥形孔加工误差值降低，生产单面金属基产品防焊对位能力显著提升。
3	邦定焊接化镍金板生产技术	为节约成本，公司自主开发研究了适合邦定的化镍金 PCB 生产技术，其包含铜表面处理，离子污染管理，金面粗糙度控制等相关技术，有效降低生产成本，同时邦定时有效监控指标键合强度显著提升。
4	PCB 离子污染度处理技术	PCB 的离子污染度如果过高会导致产品的可靠性以及功能性下降。公司自主研发的离子污染管控技术有效降低了 PCB 出货产品的离子污染，达成最新的测试方法及接受标准要求。
5	任意尺寸/厚度线路板电镀铜技术	通过研究在薄板工艺，不同尺寸板加工工艺，电镀技术，全面提升了 PCB 产品加工范围，同电镀机台可同时生产不同尺寸的 PCB 产品，薄板装置导入后可生产薄板厚度 0.2mm 产品，提升了制程能力，提升了沉铜、电镀的品质与效率。
6	电路板高精度线路加工技术	通过研究高精密度线路板的加工工艺，获得相关生产作业方式，高精度线路产品可选择酸性及碱性加工方法，克服了碱性蚀刻无法制作的难题，同时加工线路可实现满板密集的加工难度，蚀刻线路毛边有效管理，线路上/下幅差异极小。
7	线路板铜面粗糙度提升技术	PCB 板线路设计越来越密集，线宽线距越来越小，制作过程中对铜面的处理效果要求苛刻。公司自主研发铜面超粗化配方，以甲酸体系为载体，增加添加剂成分，控制药水浓度咬蚀均衡，使铜面成蜂窝状结构，提升干膜与铜面结合力。
8	厚铜板加工技术	厚铜板具有延伸性能好、耐高低温、耐腐蚀等特性，可承载较高电压和电流，增加电子产品使用寿命。通过技术提升，公司生产厚铜产品可实现无残铜、耐高压、绝缘性能优越等特性。防焊工序实现厚铜板一次印刷，油墨指标满足客户要求，同时厚铜产品实现快速模冲，提升生产效率。
9	高效合并研发技术	汽车初品经过多次的研发与试产、量产，导致机种繁多，降低 PCB 生产过程换型时效性。高效合并技术以 PCB 相同技术规格、生产参数作为基础条件，通过 PCB 作业软体与 ERP 系统进行信息自动筛选、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。

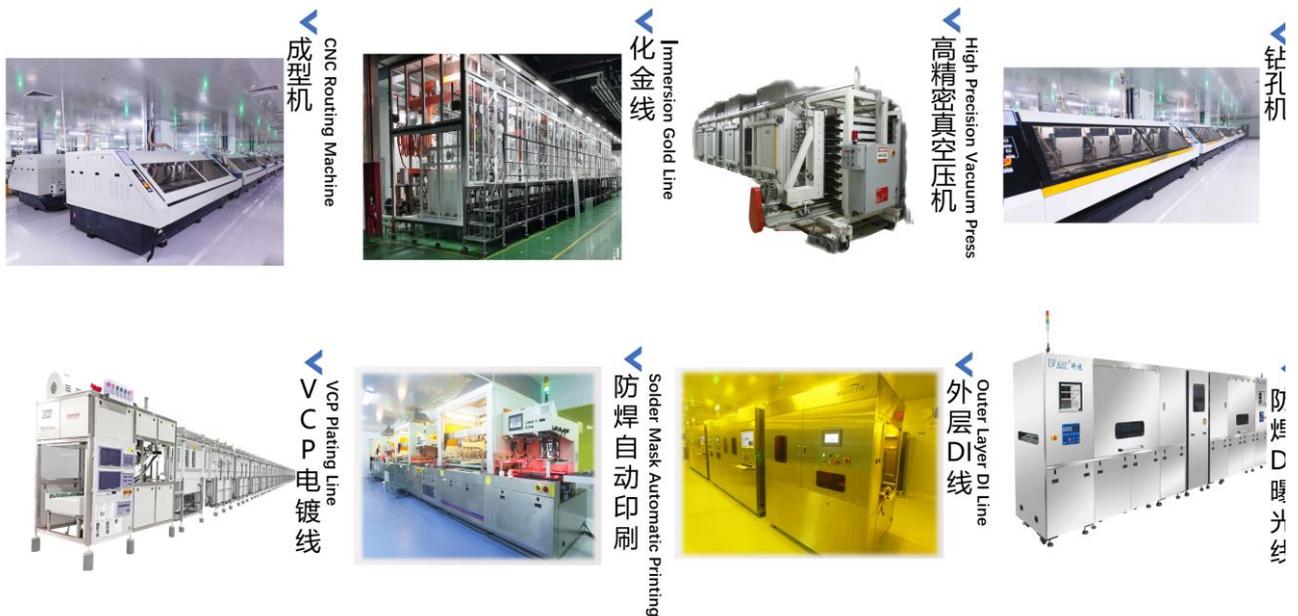
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1、技术创新

作为国家高新技术企业，依托企业研发技术中心，公司多年来围绕市场需求和前沿技术持续开展科技创新，积累了丰富的核心技术，包括高精特殊孔形加工技术、金属基电路板加工技术、厚铜板加工技术以及高效合并研发技术等。这些技术的积累，使公司在汽车电子、工业控制和消费电子等领域形成了差异化的竞争优势。

公司积累了用以承载高电流且高散热的厚铜板和金属基板系列技术，具备无残铜、耐高压、绝缘性能优越等特点，大大提升了工业控制和汽车电子产品的使用寿命；用以减少多品种、小批量产品换型带来利润损失、节约成本的产品合并系列技术，主要应用于汽车电子领域；用以实现电子产品高精度、轻薄型的超薄硬板技术，主要应用于工业控制安防摄像头模组和新能源汽车无线充电器等领域；用以立体组装以及符合客户产品结构的半孔板技术，主要应用于汽车智能遥控以及联网传输相关应用领域终端产品。公司不断突破创新，在汽车电子、工业控制和消费电子等领域的多项技术成熟稳定，产品品质稳定可靠。

图23: 公司生产设备



数据来源：江苏广谦基本介绍，东吴证券研究所

2、产品创新

在产品创新方面，公司基于核心技术的持续突破，不断开发满足多样化需求的新产品。从单面板、双面板、多层板到铜基板、铝基板以及高频高速材料线路板，公司以稳定的产品品质和丰富的产品体系，全面服务于汽车电子、工业控制和消费电子等领域。同时，公司也逐步开拓了通信领域，研发了陶瓷板和高频高速板等高端产品，进一步拓展了应用场景。

公司紧跟下游电子产品的发展趋势，结合企业自身的技术特点和工艺水平，针对不

同领域需求，持续研发适配产品。汽车电子领域，公司产品应用逐步深入到主驱电控、OBC、动力电池管理、刹车、ABS、智能驾驶系统等核心系统。工业控制领域，公司产品围绕工控电源、伺服系统、变频器、工业储能等持续研发。消费电子和通信等领域，公司将继续巩固和扩大 PC 周边产品的优势，同时持续研发应用于智能家居和服务器等领域的产品。

作为技术密集型行业的领先企业，公司凭借多年来的技术积累和创新能力，在行业中赢得了广泛的认可和诸多荣誉。例如，公司被评为“江苏省专精特新中小企业”、“江苏省高新技术企业”“江苏省民营科技企业”，并被认定为“苏州市市级企业技术中心”、“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”和“盐城市高精密 PCB 线路板工程技术研究中心”等。这些成就不仅反映了公司的技术实力，也为公司在市场中保持竞争力奠定了坚实基础。

图24: 公司荣誉资质（一）



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图25: 公司荣誉资质（二）



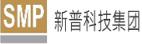
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

通过持续创新和技术积累，公司已在汽车电子、工业控制和消费电子等领域形成了强大的技术体系，能够针对不同需求提供高品质产品。未来，公司将继续专注于技术突破和产品研发，进一步巩固在行业中的领先地位，为客户创造更大的价值。

3.2. 客户资源丰富，合作关系稳定

公司凭借品质可靠、快速交付、稳定的供货能力等服务优势，与下游行业知名企业建立了长期稳定的合作关系。目前，公司专注于汽车电子、工业控制、消费电子和家用电器领域，主要客户在汽车电子领域内包括科世达、马瑞利、晨澜光电、埃泰克、长江汽车和立讯精密等知名客户；工业控制电源类领域包括明纬集团、全汉（3015.TW）、上海璐柯宏等优质客户；消费电子及家用电器领域主要包括台达集团（台达电 2308.TW）、新普（6121.TWO）、群光电子（2385.TW）、LG 集团、光宝科技（2301.TW）、等知名客户。

表4: 公司主要知名客户情况

客户	基本情况	客户性质	行业	产品应用范围
 新普科技集团	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
	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
 晨澜光电	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, 产品在车用市场占有率达 40% 以上, 长期为海拉 (中国) 集团、大茂 (中国) 集团、斯坦雷 (中国) 集团等诸多国际知名车灯厂商提供优质产品和专业的服务, 并为一汽大众、上海大众、上海通用等诸多国内外知名汽车厂家提供二次配套服务。	A 股上市公司	汽车电子	汽车照明产品
	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

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

公司提供的汽车电子、工业控制以及消费电子领域 PCB 产品品质稳定可靠，与众多知名客户合作关系稳定。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。工业控制领域设备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。消费电子及家电类电源产品的稳定性直接影响电子设备的工作性能及使用寿命。因此，汽车电子、工业控制以及消费电子等领域产品对 PCB 的可靠性、品质以及使用寿命等方面要求严苛，相关领域客户出于品控、验证成本和安全性等方面的考量，一般不会随意更换合格 PCB 供货商，倾向于与公司长期合作。公司与重要客户合作关系稳定，晨澜光电、光宝科技、群光电子、台达集团、明纬集团、LG 集团、全汉等客户与公司合作时间均已超过 5 年。

3.3. 双城布局稳产能，梯次订单保增长

公司最初的生产基地设立于江苏省昆山市。2018 年，公司扩厂增产，成立江苏广谦电子有限公司（以下简称“江苏广谦”）。新工厂坐落于江苏省东台市，于 2020 年 8 月开始投入量产，助力公司产品向高密度、高精度和多层化方向发展。2020 至 2022 年期间，东台工厂完成产能爬坡，2024 年逐步释放新增产能，整体基本面从稳定发展转向逐步向好。截至 2024 年底，东台工厂一期产能已接近饱和。

图26: 公司厂区建筑



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司最新的募投项目为“新能源汽车配套高端印制电路板项目”，由子公司江苏广谦实施，项目总投资 25,570.30 万元，选址位于东台。公司产能建设呈现阶梯式推进特征，东台工厂产能较 2023 年已有一定提升，建设完成后将新增年产 50 万平方米刚性线路板产能，主要用于新能源汽车领域的充电桩、车载充电器、智能驾驶系统等高端电子设备。在产能配置策略上，公司根据产品附加值实施差异化排产——鉴于多层板（4-10 层）较双面板生产工序更多且技术壁垒更高，其单位面积毛利率可达双面板的 1.5-2 倍，故在产能受限阶段优先保障多层板生产。当前单面板领域已进入竞争红海，产能利用率

维持在行业平均水平；而多层板产线持续处于满负荷运转状态。根据公司战略规划，待募投项目全面达产后，多层板收入占主营业务比例将继续上升，实现产品结构战略性升级。

业务拓展方面，汽车电子领域持续发力。一方面，原有的战略客户继续贡献核心增量，其订单结构以多层板为主，相关产品陆续进入大规模量产阶段；另一方面，储备客户储备形成梯次化布局，为未来持续增量提供保证。基于汽车电子行业特有的长周期开发特性，公司通过前瞻性产能规划与客户深度绑定，目前部分产能已提前锁定，为新增年产 50 万平米产能目标提供确定性订单支撑。

4. 盈利预测与评级

4.1. 盈利预测

鉴于公司在中高端 PCB 制造领域的技术突破及新能源汽车、消费电子复苏带来的结构性机遇，我们预计未来三年业绩将呈现阶梯式增长。特别是在 4-10 层高精密多层板领域，随着东台工厂智能化产线投产和汽车电子客户认证突破，公司产品结构优化将加速兑现。我们预计，万源通公司的多层板业务受益于汽车电子订单放量及 PC 电源需求触底反弹，预计进入结构优化加速期，2024-2026 年增速为 29.00%/20.00%/15.00%，预计 2024-2026 年毛利率保持在 31.00%。双面板业务受产能战略转移影响，预计增长中枢下移，2024-2026 年增速均为-4.00%，毛利率预计稳定在 16.00%。单面板业务中，普通板触底企稳，特殊基材板贡献结构性增量，整体呈现轻微下滑态势，2024-2026 年增速为-10.00%/-5.00%/0.00%，毛利率将稳定在 22.50%左右。其他业务较为稳定，预计 2024-2026 年增速均为 5.00%，毛利率预计保持在 12.60%。

综上所述，我们预计万源通公司 2024-2026 年的整体收入和毛利率将保持稳步增长，具体盈利预测拆分如下表所示。

表5：公司未来盈利预测拆分

收入(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
多层板	362.69	467.87	561.44	645.65
增速	21.37%	29.00%	20.00%	15.00%
毛利率	31.27%	31.00%	31.00%	31.00%
双面板	295.18	283.37	272.03	261.15
增速	-5.57%	-4.00%	-4.00%	-4.00%
毛利率	20.10%	16.00%	16.00%	16.00%
单面板	263.13	236.82	224.98	224.98
增速	-13.83%	-10.00%	-5.00%	0.00%
毛利率	22.54%	22.50%	22.50%	22.50%
其他业务	63.06	66.21	69.53	73.00
增速	19.69%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	12.60%	12.60%	12.60%	12.60%
总计	984.06	1,054.27	1,127.98	1,204.79
总增速	1.51%	7.13%	6.99%	6.81%
整体毛利率	24.39%	23.90%	24.55%	25.05%

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

基于以上假设，我们预计万源通 2024-2026 年营业收入达到 10.54/11.28/12.05 亿元，同比增速分别为 7.13%/6.99%/6.81%；预计归母净利润分别为 1.25/1.36/1.50 亿元，EPS 分别为 0.82/0.89/0.99 元。

4.2. 估值与评级

按 2025 年 2 月 28 日收盘价，万源通对应 2024-2026 年 PE 分别为 45.79/42.05/38.06 倍。同类公司中，雅葆轩是一家专门从事电子产品的开发设计、器件采购、加工和测试、成品组装等业务的大型 PCBA 生产加工企业；景旺电子是全球领先的印制电路板及高端电子材料研发、生产和销售的国家高新技术企业，因此我们选取以上两家为同业可比公司。横向比较发现，万源通 2024-2026 年 PE 略高于可比公司，但市值明显偏低。随着新能源汽车、消费电子、智能设备等下游需求的持续增长，以及公司在多层板、高密度 PCB 等高附加值产品的技术突破，万源通有望在未来几年中实现较为快速的盈利增长，进一步增强市场竞争力。基于此，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值 (截至 2025 年 2 月 28 日)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
870357.BJ	雅葆轩	18.27	43.06	53.00	67.00	83.00	42.43	34.47	27.27	22.01
603228.SH	景旺电子	310.91	936.25	1290.83	1556.23	1844.75	33.21	24.09	19.98	16.85
可比公司均值:		164.59	489.66	671.92	811.62	963.88	37.82	29.28	23.62	19.43
920060.BJ	万源通	57.15	118.05	124.83	135.91	150.16	48.41	45.79	42.05	38.06

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 景旺电子盈利预测来自 Wind 一致预期, 雅葆轩、万源通盈利预测来自东吴证券

5. 风险提示

宏观经济及下游市场需求波动带来的风险

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。我国已成为全球 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。

若未来全球经济增速放缓甚至迟滞，印制电路板行业发展速度将随之放缓或下滑，对公司的业务发展及营业收入增长将产生不利影响。同时，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，将影响发行人营业收入和净利润水平，对发行人业绩造成不利影响。

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需求变化。公司原材料成本占主营业务成本的比重较大。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。

技术升级迭代风险及研发风险

印制电路板作为电子产品的基础配件，其技术与下游电子产品技术发展密切相关。电子信息产业的技术更新换代不断加快，市场对新技术、新工艺不断地提出更高的要求，相关产品升级频繁并向高密度化、高性能化发展。

公司深耕消费电子、汽车电子、工业控制、家用电器等优势领域，形成了一系列核心技术，并取得了多项发明专利及实用新型专利。如用于消费电子领域的电路板高精密线路、高精密特殊孔形加工等系列技术，用于汽车电子领域减少换型带来利润损失、节约成本的高效合并等系列技术，用于工业控制领域承载高电流且高散热的厚铜板等系列技术，为项目的实施提供了充分的技术支持。公司需要持续进行现有工艺的升级更新和新工艺的开发，保持和提升公司的核心竞争力，保障公司持续发展。

随着电子产品的更新换代速度加快，公司的技术水平和研发水平将面临更加严峻的挑战。若公司研发能力跟不上下游应用行业技术迭代的速度，对关键技术的发展方向不能及时掌握，将使公司在未来激烈的市场竞争中面临竞争力下降的风险。

同时公司需要结合客户需求，确定新工艺的研发方向，并在研发过程中持续投入大量的资金和人力。公司未来研发方向主要为超厚铜产品快速印刷技术、高层（30 层）板的 PCB 加工技术、零缺陷产品加工技术、高散热铜柱产品加工技术、多种材料混压技术、公差 $\pm 0.05\text{mm}$ 控深产品加工技术、高纵横比（18:1）产品电镀技术、0.05mm 线路宽度/间距产品加工技术等，不断向高端印制电路板方向发展。由于研发具有一定的不确定性，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。

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。根据 PrismaMark 报告显示，2022 年全球 PCB 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。同时，由于 2022 年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。

万源通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	836	1,360	1,545	1,750	营业总收入	984	1,054	1,128	1,205
货币资金及交易性金融资产	184	706	847	1,007	营业成本(含金融类)	744	802	851	903
经营性应收款项	488	488	522	558	税金及附加	5	6	6	7
存货	155	156	165	176	销售费用	14	14	19	20
合同资产	0	0	0	0	管理费用	30	46	50	53
其他流动资产	10	10	10	10	研发费用	43	46	50	53
非流动资产	544	530	513	492	财务费用	8	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	8	8	9	10
固定资产及使用权资产	426	413	395	374	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	18	18	18	18	减值损失	(8)	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	10	10	10	10	营业利润	140	148	161	178
其他非流动资产	82	82	82	82	营业外净收支	1	0	0	0
资产总计	1,380	1,890	2,058	2,242	利润总额	140	148	161	178
流动负债	811	844	875	909	减:所得税	22	23	26	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	299	299	299	299	净利润	118	125	136	150
经营性应付款项	462	504	534	567	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	1	归属母公司净利润	118	125	136	150
其他流动负债	49	41	42	43	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.78	0.82	0.89	0.99
非流动负债	17	17	17	17	EBIT	148	148	161	178
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	198	202	219	240
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	24.39	23.90	24.55	25.05
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	12.00	11.84	12.05	12.46
其他非流动负债	17	17	17	17	收入增长率(%)	1.51	7.13	6.99	6.81
负债合计	828	860	892	926	归母净利润增长率(%)	124.75	5.74	8.88	10.48
归属母公司股东权益	552	1,030	1,166	1,316					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	552	1,030	1,166	1,316					
负债和股东权益	1,380	1,890	2,058	2,242					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	111	210	181	199	每股净资产(元)	4.74	6.77	7.67	8.66
投资活动现金流	(54)	(40)	(40)	(40)	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	(48)	351	0	0	ROIC(%)	15.43	11.46	9.73	9.75
现金净增加额	9	522	141	160	ROE-摊薄(%)	21.39	12.12	11.66	11.41
折旧和摊销	50	54	57	61	资产负债率(%)	60.01	45.51	43.35	41.30
资本开支	(54)	(40)	(40)	(40)	P/E(现价&最新股本摊薄)	48.41	45.79	42.05	38.06
营运资本变动	(84)	31	(12)	(12)	P/B(现价)	7.93	5.55	4.90	4.34

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 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),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>