

公司点评

万源通(920060.BJ)

电子 | 元件

发力多层板，产品结构有望持续优化

2025 年 05 月 06 日

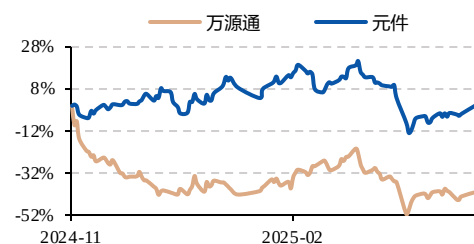
评级 增持

评级变动 首次

交易数据

当前价格(元)	31.03
52 周价格区间(元)	25.43-52.88
总市值(百万)	4717.95
流通市值(百万)	1982.86
总股本(万股)	15204.47
流通股(万股)	6390.13

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
万源通	-7.32	-0.70	--
元件	-3.21	-3.28	28.36

何晨

执业证书编号:S0530513080001
hechen@hncasing.com

袁鑫

yuanxin@hncasing.com

分析师

研究助理

相关报告

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(亿元)	9.84	10.43	11.49	12.82	14.66
归母净利润(亿元)	1.18	1.23	1.37	1.63	1.94
每股收益(元)	0.78	0.81	0.90	1.07	1.27
每股净资产(元)	3.63	6.75	7.66	8.74	10.03
P/E	39.96	38.26	34.32	28.87	24.37
P/B	8.55	4.59	4.05	3.55	3.09

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季度报。**2024 年, 公司实现营业收入 10.43 亿元, 同比+5.96%; 归母净利润 1.23 亿元, 同比+4.45%。2025 年一季度, 公司实现营业收入 2.42 亿元, 同比+12.12%, 环比-15.49%; 归母净利润 0.28 亿元, 同比-5.12%, 环比-4.92%。
- **客户调价叠加原材料价格上行, 公司毛利率承压。**2024 年, 公司毛利率为 22.39%, 同比-2.01pct; 净利率为 11.83%, 同比-0.17pct。2025 年一季度, 公司毛利率为 23.41%, 同比-0.73pct, 环比+2.94pct; 净利率为 11.74%, 同比-2.13pct, 环比+1.31pct。报告期内, 公司不同产品的毛利均出现一定下滑, 主要与客户调价以及 2024 年贵金属价格上涨相关。
- **产品结构优化, 多层板营收占比持续增长。**2024 年, 公司多层板、双面板、单面板分别实现营业收入 4.31、2.85、2.55 亿元, 占总营收的比重分别为 41.34%、27.32%、24.43%。受需求变化影响, 单面板营收同比-3.20%; 受产品结构变化影响, 双面板营收同比-3.49%, 多层板营收同比+18.85%。公司产品结构优化, 多层板营收占比持续提高, 2022-2024 年分别为 30.82%、36.86%、41.34%。
- **募投项目预计 2026 年中投产。**公司募投“新能源汽车配套高端印制电路板项目”, 项目总投资额 2.56 亿元, 规划产能为 50 万平方米/年, 产品主要以 2-6 层高附加值及 8 层以上高端印制电路板为主, 对双面多层板产能进行扩充。该项目预计于 2026 年中投产, 项目达产后预计年均形成收入和净利润分别为 3.3 亿元和 0.27 亿元。
- **投资建议:** 我们预计公司 2025/2026/2027 年营收分别为 11.49/12.82/14.66 亿元, 归母净利润分别为 1.37/1.63/1.94 亿元, 对应 PE 分别为 34.32/28.87/24.37 倍。公司发力多层板, 产品结构有望持续优化, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 需求不及预期的风险, 原材料价格波动的风险, 技术研发不及预期的风险

报表预测(单位: 百万元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	984.06	1,042.75	1,149.49	1,281.77	1,466.40	营业收入	984.06	1,042.75	1,149.49	1,281.77	1,466.40
减: 营业成本	744.03	809.32	882.13	972.03	1,104.71	增长率(%)	1.51	5.96	10.24	11.51	14.40
营业税金及附加	5.48	7.98	7.30	8.14	9.32	归属母公司股东净利润	118.05	123.31	137.46	163.42	193.56
营业费用	14.40	15.19	15.89	17.72	20.28	增长率(%)	124.75	4.45	11.47	18.89	18.44
管理费用	29.73	31.62	35.71	39.82	45.56	每股收益(EPS)	0.78	0.81	0.90	1.07	1.27
研发费用	42.62	39.80	45.98	51.27	58.66	每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	8.37	1.63	-1.78	-1.80	-2.32	每股经营现金流	0.73	0.72	1.74	1.38	1.56
减值损失	-7.88	-7.08	-9.55	-10.65	-12.18	销售毛利率	0.24	0.22	0.23	0.24	0.25
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	0.12	0.12	0.12	0.13	0.13
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	1.00	2.00	净资产收益率(ROE)	0.21	0.12	0.12	0.12	0.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.19	0.16	0.17	0.20	0.21
营业利润	139.59	137.83	161.04	191.29	226.38	市盈率(P/E)	39.96	38.26	34.32	28.87	24.37
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	8.55	4.59	4.05	3.55	3.09
利润总额	140.24	138.09	160.08	190.32	225.41	股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
减: 所得税	22.18	14.78	22.62	26.89	31.85	主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	118.05	123.31	137.46	163.42	193.56	收益率					
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	24.39%	22.39%	23.26%	24.17%	24.67%
归属母公司股东净利润	118.05	123.31	137.46	163.42	193.56	三费/销售收入	5.34%	4.65%	4.64%	4.63%	4.65%
资产负债表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	EBIT/销售收入	15.10%	13.40%	13.77%	14.71%	15.21%
货币资金	183.70	531.35	484.06	543.68	780.00	EBITDA/销售收入	20.21%	18.17%	18.80%	20.18%	20.28%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	12.00%	11.83%	11.96%	12.75%	13.20%
应收和预付款项	487.86	461.28	535.54	597.17	683.19	资产获利率					
其他应收款(合计)	1.15	1.10	1.50	1.67	1.91	ROE	21.39%	12.01%	11.80%	12.30%	12.70%
存货	154.96	173.79	176.64	194.64	221.21	ROA	8.55%	7.35%	7.84%	8.27%	8.58%
其他流动资产	8.51	2.72	4.68	5.22	5.97	ROIC	18.95%	16.49%	16.93%	20.42%	20.93%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构					
金融资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	60.01%	38.81%	33.56%	32.73%	32.46%
投资性房地产	69.79	65.72	56.99	48.54	40.49	投资资本/总资产	55.45%	48.38%	45.38%	46.24%	39.48%
固定资产和在建工程	426.51	396.25	454.38	551.34	491.76	带息债务/总负债	36.06%	32.55%	0.00%	0.00%	0.00%
无形资产和开发支出	25.22	24.17	21.27	19.30	18.20	流动比率	1.03	1.84	2.10	2.13	2.36
其他非流动资产	22.30	21.95	17.72	13.99	14.49	速动比率	0.83	1.56	1.78	1.80	2.04
资产总计	1,380.00	1,678.34	1,752.76	1,975.56	2,257.23	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
短期借款	298.67	211.97	0.00	0.00	0.00	收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产管理效率					
应付和预收款项	484.67	409.93	538.90	593.82	674.87	总资产周转率	0.71	0.62	0.66	0.65	0.65
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产周转率	2.31	2.64	2.85	2.69	2.99
其他负债	44.83	29.39	49.35	52.80	57.86	应收账款周转率	2.17	2.35	2.31	2.31	2.31
负债合计	828.17	651.29	588.25	646.62	732.73	存货周转率	4.80	4.66	4.99	4.99	4.99
股本	116.39	152.04	152.04	152.04	152.04	估值指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
资本公积	160.86	477.13	477.13	478.13	480.13	EBIT	148.61	139.72	158.30	188.52	223.09
留存收益	274.57	397.88	535.34	698.76	892.32	EBITDA	198.88	189.43	216.05	258.68	297.33
归属母公司股东权益	551.83	1,027.05	1,164.51	1,328.94	1,524.49	NOPLAT	124.55	126.16	137.47	162.42	191.18
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归母净利润	118.05	123.31	137.46	163.42	193.56
股东权益合计	551.83	1,027.05	1,164.51	1,328.94	1,524.49	EPS	0.78	0.81	0.90	1.07	1.27
负债和股东权益合计	1,380.00	1,678.34	1,752.76	1,975.56	2,257.23	BPS	3.63	6.75	7.66	8.74	10.03
现金流量表	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	PE	39.96	38.26	34.32	28.87	24.37
经营性现金净流量	110.87	109.75	264.24	210.30	237.63	PEG	0.32	8.59	2.99	1.53	1.32
投资性现金净流量	-53.95	-11.64	-101.34	-152.48	-3.62	PB	8.55	4.59	4.05	3.55	3.09
筹资性现金净流量	-48.06	256.22	-210.20	1.80	2.32	PS	4.79	4.52	4.10	3.68	3.22
现金流量净额	9.42	357.23	-47.29	59.62	236.33	PCF	42.55	42.99	17.85	22.43	19.85

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438