

万源通 (920060.BJ)

2025 年 05 月 24 日

投资评级：增持（维持）

拟建立泰国子公司布局海外市场，2025Q1 营收 2.42 亿元（+12.12%）

——北交所信息更新

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2025/5/23
当前股价(元)	30.10
一年最高最低(元)	58.88/24.03
总市值(亿元)	45.77
流通市值(亿元)	19.23
总股本(亿股)	1.52
流通股本(亿股)	0.64
近 3 个月换手率(%)	467.95

北交所研究团队

● 2025Q1 公司实现营收 2.42 亿元（+12.12%），归母净利润 0.28 亿元（-5.12%）

万源通 2025Q1 实现营收 2.42 亿元（+12.12%），归母净利润 2841.97 万元（-5.12%）。2024 年，公司实现营收 10.43 亿元（+5.96%），归母净利润 1.23 亿元（+4.45%）；其中单面板产品收入为 2.55 亿元（-3.20%），双面板产品收入为 2.85 亿元（-3.49%），多层板产品收入为 4.31 亿元（+18.85%）；销售毛利率为 22.39%（-2.00pct），净利率为 11.83%（-0.17pct），受下游客户调价以及贵金属价格上涨影响，公司盈利能力有所承压。考虑到公司产品结构持续优化&积极布局海外市场，我们看好未来公司高端 PCB 产品在下游领域应用潜力，维持 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 1.40/1.56/1.82 亿元，EPS 分别为 0.92/1.03/1.20 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 32.7/29.3/25.2 倍，维持“增持”评级。

● 全球 PCB 产业呈现复苏迹象，人工智能等新兴行业有望贡献增量需求

伴随去库存逐步完成&人工智能等行业迅速发展，全球 PCB 行业逐步复苏。据 PrismaMark 统计，2024 年全球 PCB 总产值已达 733.46 亿美元。PrismaMark 预计，到 2028 年中国大陆 PCB 产值将达 470 亿美元，2023-2028 年间 CAGR 约为 4.5%。我国仍将保持全球 PCB 行业主导制造中心地位，但受地缘政治&产业链重塑影响，全球 PCB 行业逐步向泰国、越南等东南亚国家转移。人工智能、HPC、汽车电子等领域预计将产生增量需求。

● 计划投资建立泰国生产基地以布局海外市场，募投项目将于 2026 年 8 月完工为快速响应海外订单需求，公司拟成立泰国子公司以新建生产基地，计划总投资金额不超过 2000 万美元。目前公司拥有东台和昆山两个生产基地。截至 2024 年末，公司单面板产能尚有富余，产能利用率为 68.36%；双面多层板产能基本饱和，产能利用率为 91.73%。公司募投项目“新能源汽车配套高端 PCB 项目（年产 50 万平方米刚性线路板项目）”预计 2026 年 8 月完工，公司已于 2025 年 2 月完成对该项目实施主体子公司江苏广谦增资 2.56 亿元工商变更登记等手续。

● 风险提示：原材料价格波动风险、技术升级迭代风险、市场竞争加剧风险

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	984	1,043	1,139	1,256	1,447
YOY(%)	1.5	6.0	9.2	10.3	15.2
归母净利润(百万元)	118	123	140	156	182
YOY(%)	124.7	4.5	13.5	11.5	16.5
毛利率(%)	24.4	22.4	24.7	25.6	28.2
净利率(%)	12.0	11.8	12.3	12.4	12.6
ROE(%)	21.4	12.0	12.8	12.8	13.3
EPS(摊薄/元)	0.78	0.81	0.92	1.03	1.20
P/E(倍)	38.8	37.1	32.7	29.3	25.2
P/B(倍)	8.3	4.5	4.2	3.7	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

相关研究报告

《国内高端 PCB 供应商，AI 服务器&光模块有望贡献新增量——北交所首次覆盖报告》-2025.3.12

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	836	1170	1400	1506	1729	营业收入	984	1043	1139	1256	1447
现金	184	531	662	731	616	营业成本	744	809	858	934	1039
应收票据及应收账款	461	456	556	561	887	营业税金及附加	5	8	7	8	10
其他应收款	1	1	2	1	2	营业费用	14	15	14	16	22
预付账款	2	5	2	5	4	管理费用	30	32	35	40	48
存货	155	174	175	205	217	研发费用	43	40	54	62	80
其他流动资产	33	3	3	3	3	财务费用	8	2	5	7	11
非流动资产	544	508	506	506	535	资产减值损失	-6	-7	-9	-11	-22
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	8	9	7	8	8
固定资产	426	395	397	403	432	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	18	17	18	18	20	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	99	96	91	85	83	资产处置收益	0	-2	-1	-1	-1
资产总计	1380	1678	1905	2013	2264	营业利润	140	138	159	182	217
流动负债	811	635	800	777	881	营业外收入	1	0	1	1	0
短期借款	299	212	278	263	251	营业外支出	0	0	1	1	1
应付票据及应付账款	462	387	471	463	575	利润总额	140	138	159	182	217
其他流动负债	50	36	52	51	55	所得税	22	15	19	25	35
非流动负债	17	16	14	14	13	净利润	118	123	140	156	182
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	16	14	14	13	归属母公司净利润	118	123	140	156	182
负债合计	828	651	814	791	894	EBITDA	203	185	201	226	262
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS(元)	0.78	0.81	0.92	1.03	1.20
股本	116	152	152	152	152	主要财务比率					
资本公积	161	477	477	477	477	成长能力					
留存收益	275	398	509	623	738	营业收入(%)	1.5	6.0	9.2	10.3	15.2
归属母公司股东权益	552	1027	1091	1222	1370	营业利润(%)	110.7	-1.3	15.7	13.9	19.4
负债和股东权益	1380	1678	1905	2013	2264	归属于母公司净利润(%)	124.7	4.5	13.5	11.5	16.5
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	111	110	189	167	20	毛利率(%)	24.4	22.4	24.7	25.6	28.2
净利润	118	123	140	156	182	净利率(%)	12.0	11.8	12.3	12.4	12.6
折旧摊销	50	50	43	48	49	ROE(%)	21.4	12.0	12.8	12.8	13.3
财务费用	8	2	5	7	11	ROIC(%)	14.8	9.6	10.0	10.2	11.0
投资损失	0	0	0	0	0	偿债能力					
营运资金变动	-84	-78	-3	-48	-230	资产负债率(%)	60.0	38.8	42.7	39.3	39.5
其他经营现金流	18	13	4	5	8	净负债比率(%)	24.0	-29.5	-33.9	-37.2	-25.7
投资活动现金流	-54	-12	-42	-49	-79	流动比率	1.0	1.8	1.7	1.9	2.0
资本支出	54	12	42	49	79	速动比率	0.8	1.6	1.5	1.7	1.7
长期投资	0	0	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
筹资活动现金流	-48	256	-17	-48	-57	应收账款周转率	2.5	2.4	0.0	0.0	0.0
短期借款	-24	-87	66	-15	-12	应付账款周转率	2.4	2.9	6.6	0.0	0.0
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
普通股增加	0	36	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.81	0.92	1.03	1.20
资本公积增加	0	316	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.72	1.24	1.10	0.13
其他筹资现金流	-24	-9	-83	-33	-45	每股净资产(最新摊薄)	3.63	6.75	7.18	8.04	9.01
现金净增加额	9	357	130	70	-116	估值比率					
						P/E	38.8	37.1	32.7	29.3	25.2
						P/B	8.3	4.5	4.2	3.7	3.3
						EV/EBITDA	23.2	23.1	21.0	18.2	16.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn