

2025 年 09 月 09 日

投资评级： 增持（维持）

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据	2025 年 09 月 08 日
收盘价（元）	38.30
一年内最高/最低（元）	58.88/24.03
总市值（百万元）	5,823.31
流通市值（百万元）	2,684.88
总股本（百万股）	152.04
资产负债率（%）	37.94
每股净资产（元/股）	6.68

资料来源：聚源数据

万源通 (920060.BJ)

——2025H1 营收 yoy+16%，光模块、AI 服务器 BBU、HDI 板有望打开增长潜力

投资要点：

- **事件：**2025H1 实现营收 5.41 亿元 (yoy+16%)，归母净利润 6477 万元 (yoy+8%)，扣非归母净利润 5550 万元，经营活动产生的现金流量净额 7851 万元，销售费用率 1.31%(yoy-0.01pcts)，管理费用率 3.10%(yoy-0.14pcts)。2025Q2 实现营收 2.99 亿元 (yoy+20%/QoQ+23%)，归母净利润 3635 万元 (yoy+20%/QoQ+28%)，扣非归母净利润 2835 万元，经营活动产生的现金流量净额 2715 万元，销售费用率 1.27%(yoy+0.06pcts)，管理费用率 2.77%(yoy-0.29pcts)。公司 2025H1 收入及盈利均稳步增长，管理费用率进一步控制，且 Q2 业绩增长进一步加速。
- **汽车电子、消费电子及 AI 服务器带动双面板与多层板需求持续景气，海外业务取得显著突破。**公司 2025H1 单面板收入有所下滑 (yoy-15%)，双面板收入 (yoy+28%) 和多层板收入 (yoy+25%) 明显增长。从下游来看，公司多层板的增长动力来源于汽车电子、消费电子及服务器应用的扩张：1) **新能源汽车的电气化趋势下**，随着公司在汽车的域控、驱动器控制等方面应用占比逐渐增加，**汽车电子产品收入 2025H1 占比已超过 40%**，成为收入占比最大的应用领域，且公司已经基本覆盖了全部的主流汽车品牌；2) 受益于笔电换机潮以及 **Switch 新品上线**，消费电子产品保持增长；3) 全球大型科技公司持续**加大 AI 投入**，增加了 PCB 应用需求，故公司在**服务器**等多层板应用持续放量。2025H1 境外收入明显增长 (yoy+100%)，公司积极开拓海外市场、获取海外订单，主要得益于两点：1) 汽车电子，受益于业务团队的持续开发和跟进，公司在**欧洲和墨西哥**等区域出货量增长迅速；2) 消费电子，公司开始配合主要客户的**东南亚工厂**，需求不断增加。
- **聚焦光模块、服务器 BBU、HDI 板等高潜力增量应用，新设泰国子公司预计增加 400 万平米产能。**2025H1 公司研发费用达 2093 万元 (yoy+10%)，重点投入光模块产品生产技术、6oz 厚铜防焊印刷技术、铝基热电分离板技术项目研发；同时，积极布局智能家居、可穿戴设备、低空飞行器、光模块等为代表的新兴市场，为人工智能时代做准备。增量布局方面，一是瞄准高端服务器的 **BBU 辅助性电源应用**，预测未来高端服务器 BBU 使用率有望大幅提升，公司已有**产品量产交付（主要通过中国台湾客户交付终端）**；二是瞄准**光通信光模块**，公司已**打样交付客户（三阶 HDI 产品）**。在汽车电子领域，公司聚焦 **HDI 板（主要为二阶 HDI）**，根据公司投资者关系记录，预计其市场份额未来五年将有望增长 3~4 倍，主要应用在智能驾驶 DMS、毫米波雷达、激光雷达、超音波雷达和中央域控等。产能方面，2025 年 4 月公司募投项目 3#厂房及 1#、2#宿舍楼已启动开工建设；2025 年 5 月设立泰国子公司，泰国工厂预计 2025Q3 开工建设，**2026Q3 投产**，土地面积约为 68 亩，**满载年化产能约 400 万㎡**，有望进一步实现海外订单供给保障。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.48/1.93/2.29 亿元，对应当前股价 PE 分别为 39.4/30.2/25.5 倍。我们看好公司在 AI 服务器、光通信和汽车电子等领域的业务增量，且海外市场业务开拓与产能建设并行有望带动业绩增长，维持“增持”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧风险、海外需求下滑风险、技术研发及产品开发风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	984	1,043	1,207	1,537	1,812
同比增长率（%）	1.51%	5.96%	15.71%	27.38%	17.89%
归母净利润（百万元）	118	123	148	193	229
同比增长率（%）	124.75%	4.45%	19.96%	30.30%	18.57%
每股收益（元/股）	0.78	0.81	0.97	1.27	1.50
ROE（%）	21.39%	12.01%	12.92%	14.85%	15.45%
市盈率（P/E）	49.33	47.22	39.37	30.21	25.48

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	531	323	415	607	营业收入	1,043	1,207	1,537	1,812
应收票据及账款	456	512	631	718	营业成本	809	934	1,184	1,393
预付账款	5	5	6	7	税金及附加	8	8	10	12
其他应收款	1	2	2	2	销售费用	15	14	17	18
存货	174	197	247	286	管理费用	32	31	46	58
其他流动资产	3	5	6	7	研发费用	40	45	55	63
流动资产总计	1,170	1,044	1,307	1,627	财务费用	2	3	-1	-2
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	-7	-9	-12	-14
固定资产	395	434	506	510	信用减值损失	0	-1	-1	-1
在建工程	1	81	41	16	其他经营损益	0	0	0	0
无形资产	17	18	18	19	投资收益	0	0	0	0
长期待摊费用	8	8	7	6	公允价值变动损益	0	0	0	0
其他非流动资产	86	86	83	80	资产处置收益	-2	0	0	0
非流动资产合计	508	628	656	630	其他收益	9	10	11	11
资产总计	1,678	1,672	1,963	2,258	营业利润	138	172	224	266
短期借款	212	0	0	0	营业外收入	0	1	0	1
应付票据及账款	387	455	577	679	营业外支出	0	0	0	0
其他流动负债	36	57	73	86	其他非经营损益	0	0	0	0
流动负债合计	635	512	650	765	利润总额	138	172	224	266
长期借款	0	0	0	0	所得税	15	24	32	38
其他非流动负债	16	15	15	13	净利润	123	148	193	229
非流动负债合计	16	15	15	13	少数股东损益	0	0	0	0
负债合计	651	527	665	778	归属母公司股东净利润	123	148	193	229
股本	152	152	152	152	EPS(元)	0.81	0.97	1.27	1.50
资本公积	477	477	477	477	主要财务比率				
留存收益	398	515	669	850	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归属母公司权益	1,027	1,145	1,298	1,479	成长能力				
少数股东权益	0	0	0	0	营收增长率	5.96%	15.71%	27.38%	17.89%
股东权益合计	1,027	1,145	1,298	1,479	营业利润增长率	-1.26%	24.72%	30.37%	18.52%
负债和股东权益合计	1,678	1,672	1,963	2,258	归母净利润增长率	4.45%	19.96%	30.30%	18.57%
现金流量表（百万元）					经营现金流增长率	-1.01%	95.02%	6.79%	24.50%
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	盈利能力				
税后经营利润	123	139	183	219	毛利率	22.39%	22.62%	22.97%	23.12%
折旧与摊销	50	55	69	70	净利率	11.83%	12.26%	12.54%	12.61%
财务费用	2	3	-1	-2	ROE	12.01%	12.92%	14.85%	15.45%
投资损失	0	0	0	0	ROA	7.35%	8.85%	9.82%	10.12%
营运资金变动	-78	7	-33	-14	估值倍数				
其他经营现金流	13	11	11	12	P/E	47.22	39.37	30.21	25.48
经营性现金净流量	110	214	229	285	P/S	5.58	4.83	3.79	3.21
投资性现金净流量	-12	-177	-98	-48	P/B	5.67	5.09	4.49	3.94
筹资性现金净流量	256	-245	-38	-45	股息率	1.31%	0.52%	0.68%	0.81%
现金流量净额	357	-208	92	192	EV/EBITDA	23	24	19	16

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。