

万源通（920060）

2025 年三季报点评：业绩稳健增长，扩产布局高端市场抢先机

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	984.06	1,042.75	1,117.25	1,195.62	1,371.85
同比（%）	1.51	5.96	7.14	7.01	14.74
归母净利润（百万元）	118.05	123.31	135.05	150.33	165.42
同比（%）	124.75	4.45	9.52	11.32	10.04
EPS-最新摊薄（元/股）	0.78	0.81	0.89	0.99	1.09
P/E（现价&最新摊薄）	44.56	42.66	38.95	34.99	31.80

■ **事件：**公司发布 2025 年三季报，今年前三季度实现营收 8.73 亿元，同比增长 15.39%；归母净利润为 1.00 亿元，同比增长 7.20%；扣非净利润为 0.93 亿元，同比增长 4.49%。

■ 投资要点

■ **业绩小步快跑，受益于 PCB 行业景气度上升。**单季度看，2025 年第三季度实现营收 3.32 亿元，同比增长 13.78%；归母净利润 0.35 亿元，同比增长 6.54%；扣非净利润 0.37 亿元，同比增长 18.77%。据 Prismark 统计及预测，行业自 2024 年起逐步复苏，展望未来，全球 PCB 市场规模将由 2024 年的 735.7 亿美元稳步提升至 2029 年的 946.6 亿美元，2024-2029 年 CAGR 达 5.17%。

■ **PCB 下游产业升级带来旺盛需求。**随着电子产品向小型化、智能化方向发展，市场对高密度、高多层、高技术 PCB 产品的需求日益突出。据未来智库数据，2024-2029 年，IC 载板和 HDI 板的市场规模复合年增长率将分别达到 7.4%和 6.4%，增速明显高于行业平均水平。尤其是 18 层及以上的高多层板，预计同期复合年增长率将高达 15.7%，成为增长最快的细分市场。下游消费电子、汽车产业、工业控制领域需求旺盛，公司 PCB 产品在上述各行业应用广泛，赛道宽广。

■ **扩产布局高端市场抢先机，筹划 H 股上市做大做强。**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。同时，公司客户资源丰富，合作关系稳定，与台达集团、明纬集团、晨澜光电等国际知名企业合作时间均已超过 10 年。另外，公司现有江苏昆山及东台两大生产基地，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，预计 2026 年 8 月左右完工。公司推动海外市场布局，公司正在筹划 H 股上市，拟登陆香港联交所，以满足国际化战略发展及海外业务布局需要，提升国际品牌知名度，满足海外公司融资需求。公司的泰国子公司也正在逐步建设中。

■ **盈利预测与投资评级：**我们基本维持先前盈利预测，预计公司 2025-2026 年归母净利润为 1.35/1.50 亿元（前值为 1.36/1.50 亿元），新增 2027 年归母净利润预测 1.65 亿元，对应 PE 分别 38.95/34.99/31.80 倍。考虑到公司所处行业景气度高，未来有望迎来量价齐升，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**宏观经济风险；原材料价格波动风险；技术升级迭代及研发失败风险；市场竞争加剧风险；下游市场需求波动风险

2025 年 10 月 28 日

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujieyu@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

证券分析师 薛路熹

执业证书：S0600525070008

xuelx@dwzq.com.cn

研究助理 武阿兰

执业证书：S0600124070018

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.60
一年最低/最高价	24.03/58.88
市净率(倍)	5.01
流通 A 股市值(百万元)	2,425.50
总市值(百万元)	5,260.75

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.91
资产负债率(%,LF)	39.13
总股本(百万股)	152.04
流通 A 股(百万股)	70.10

相关研究

《万源通(920060)：深耕 PCB 行业，扩增产能拓新程》

2025-03-01

视声智能三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,170	1,304	1,426	1,601	营业总收入	1,043	1,117	1,196	1,372
货币资金及交易性金融资产	531	585	659	721	营业成本(含金融类)	809	851	904	1,038
经营性应收款项	461	537	575	660	税金及附加	8	7	7	8
存货	174	177	188	216	销售费用	15	22	24	27
合同资产	0	0	0	0	管理费用	32	45	48	62
其他流动资产	4	4	4	4	研发费用	40	50	54	62
非流动资产	508	497	463	427	财务费用	2	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	9	9	10	11
固定资产及使用权资产	395	364	331	296	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	17	17	17	17	减值损失	(7)	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	(2)	0	0	0
长期待摊费用	8	7	6	5	营业利润	138	151	169	186
其他非流动资产	79	101	101	101	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1,678	1,801	1,889	2,028	利润总额	138	152	169	186
流动负债	635	707	737	813	减:所得税	15	17	19	20
短期借款及一年内到期的非流动负债	212	212	212	212	净利润	123	135	150	165
经营性应付款项	387	461	490	562	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	0	1	1	1	归属母公司净利润	123	135	150	165
其他流动负债	36	33	35	38	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.81	0.89	0.99	1.09
非流动负债	16	15	15	15	EBIT	141	152	169	186
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	191	208	227	246
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	22.39	23.85	24.40	24.33
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	11.83	12.09	12.57	12.06
其他非流动负债	16	15	15	15	收入增长率(%)	5.96	7.14	7.01	14.74
负债合计	651	722	752	828	归母净利润增长率(%)	4.45	9.52	11.32	10.04
归属母公司股东权益	1,027	1,079	1,137	1,200					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,027	1,079	1,137	1,200					
负债和股东权益	1,678	1,801	1,889	2,028					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	110	183	189	188	每股净资产(元)	6.75	7.10	7.48	7.89
投资活动现金流	(12)	(45)	(23)	(23)	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	256	(84)	(93)	(102)	ROIC(%)	12.06	10.68	11.39	11.98
现金净增加额	357	54	73	63	ROE-摊薄(%)	12.01	12.51	13.22	13.78
折旧和摊销	50	56	58	60	资产负债率(%)	38.81	40.08	39.82	40.83
资本开支	(12)	(20)	(20)	(20)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.66	38.95	34.99	31.80
营运资本变动	(78)	(8)	(19)	(37)	P/B(现价)	5.12	4.87	4.63	4.38

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>