

万源通 (920060)

2025 年年报点评: 泰国工厂提升贸易韧性, 高价值量产品持续扩增

买入 (维持)

2026 年 03 月 10 日

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	1,043	1,180	1,303	1,451	1,659
同比	5.96	13.15	10.41	11.39	14.36
归母净利润 (百万元)	123.31	124.71	153.30	174.73	228.27
同比	4.45	1.14	22.92	13.98	30.64
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.81	0.82	1.01	1.15	1.50
P/E (现价&最新摊薄)	43.33	42.84	34.85	30.58	23.41

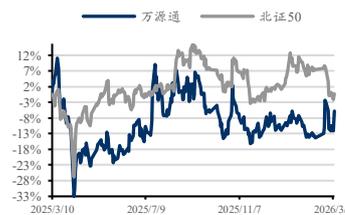
证券分析师 朱洁羽
执业证书: S0600520090004
zhujiayu@dwzq.com.cn
证券分析师 易申申
执业证书: S0600522100003
yishsh@dwzq.com.cn
证券分析师 余慧勇
执业证书: S0600524080003
yuhy@dwzq.com.cn
研究助理 武阿兰
执业证书: S0600124070018
wual@dwzq.com.cn
研究助理 陈哲晓
执业证书: S0600124080015
sh_chenzhx@dwzq.com.cn

事件: 公司发布 2025 年年报, 2025 年实现营收为 11.80 亿元, 同比增长 13.15%, 归母净利润为 1.25 亿元, 同比增长 1.14%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5 元 (含税), 预计总派发金额为 7602 万元。

投资要点

- **2025 年公司实现业绩稳健增长, 营收达 11.80 亿元, 同比增长 13.15%:** 公司在宏观经济与行业竞争承压的背景下实现了经营业绩的稳健增长, 归属于上市公司股东的净利润达 1.25 亿, 同比增长 1.14%。国内昆山与东台工厂实现高效联动, 扩充产能; 国外启动泰国生产基地建设, 2025 年境外收入同比增长 75.29%, 充实公司全球化战略布局, 提升抗风险能力与响应速度。公司计划继续布局优化, 并实现产品突破。
- **AI 驱动 PCB 行业进入新增长周期, 产业格局迈向双中心演进阶段:** 随着 AI 算力大幅提升催动高端产品市场扩容, PCB 产品性能要求进一步提升。Prismark 预计全球 PCB 市场有望在 2029 年突破千亿美元大关, 加之 AI 服务器集群 PCB 用量激增, 性能要求逐步严苛, PCB 价值量也迎来大规模释放, 从而驱动全产业链技术升级, 向高密度互联、高层数、高频高速及系统级封装融合方向演进。另一方面, 全球贸易环境变化拉动 PCB 产能转移, 产业地理格局正向“中国+东南亚”双中心演进。公司持续在新领域加强研发, 积极布局泰国生产基地, 加速构建双循环发展格局, 迎合了行业转型升级需求。
- **重点布局核心领域, 以技术创新加速承接行业红利:** 2025 年公司研发支出达 0.43 亿元, 拥有专利数量达 91 个, 同比增加 7 个, 现有研发项目覆盖光模块产品技术研发与高端产品可靠性升级项目, 展现了优良的红利承接能力, 为切入高端市场奠定了坚实基础。同时, 公司进一步推动产能资源向高多层板、高频高速板等高端产品倾斜, 匹配了快速增长的市场需求。万源通正面临技术研发成效与宏观波动的不确定性, 但凭借优秀的全流程生产能力与优质客户群构建起了核心竞争壁垒, 未来公司将进一步深化市场拓展, 提升技术壁垒, 提升全球渗透与服务能力。
- **盈利预测与投资评级:** 公司经营业绩稳定增长, PCB 行业进入新一轮增长周期, 有望持续释放增长红利。综合考虑, 我们调整公司 2026-2028 年归母净利润预测至 1.53 (+0.03) / 1.75 (+0.1) / 2.28 (新增) 亿元, 对应 PE 分别 34.85/30.58/23.41 倍, 维持“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, 技术升级迭代及研发失败风险, 市场竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.14
一年最低/最高价	24.03/43.84
市净率(倍)	4.97
流通 A 股市值(百万元)	3,532.12
总市值(百万元)	5,342.85

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.08
资产负债率(% ,LF)	41.87
总股本(百万股)	152.04
流通 A 股(百万股)	100.52

相关研究

《万源通(920060): 2025 年三季度报点评: 业绩稳健增长, 扩产布局高端市场抢先机》

2025-10-28

《万源通(920060): 深耕 PCB 行业, 扩增产能拓新程》

2025-03-01

万源通三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	1,242	1,373	1,517	1,743	营业总收入	1,180	1,303	1,451	1,659
货币资金及交易性金融资产	322	512	583	707	营业成本(含金融类)	942	1,015	1,119	1,251
经营性应收款项	485	539	641	765	税金及附加	9	10	11	12
存货	274	212	233	261	销售费用	17	26	29	33
合同资产	0	0	0	0	管理费用	33	39	44	50
其他流动资产	161	111	61	11	研发费用	43	46	58	66
非流动资产	610	608	589	548	财务费用	2	6	7	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	10	12	13
固定资产及使用权资产	456	450	420	384	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	42	43	51	43	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	17	16	15	14	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	7	7	7	7	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	12	16	20	23	营业利润	141	171	195	255
其他非流动资产	76	76	76	76	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	1,851	1,981	2,106	2,291	利润总额	139	171	195	255
流动负债	759	829	886	981	减:所得税	14	18	20	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	129	229	179	129	净利润	125	153	175	228
经营性应付款项	593	564	668	809	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	1	1	2	归属母公司净利润	125	153	175	228
其他流动负债	36	35	38	41	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.82	1.01	1.15	1.50
非流动负债	16	16	16	16	EBIT	145	178	202	260
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	198	239	266	327
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.15	22.06	22.88	24.63
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.57	11.77	12.04	13.76
其他非流动负债	16	16	16	16	收入增长率(%)	13.15	10.41	11.39	14.36
负债合计	775	845	902	997	归母净利润增长率(%)	1.14	22.92	13.98	30.64
归属母公司股东权益	1,076	1,136	1,204	1,293					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,076	1,136	1,204	1,293					
负债和股东权益	1,851	1,981	2,106	2,291					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	169	249	279	343	每股净资产(元)	7.08	7.47	7.92	8.51
投资活动现金流	(243)	(75)	(60)	(40)	最新发行在外股份(百万股)	152	152	152	152
筹资活动现金流	(167)	0	(164)	(195)	ROIC(%)	10.65	12.36	13.18	16.61
现金净增加额	(240)	175	56	109	ROE-摊薄(%)	11.59	13.49	14.51	17.65
折旧和摊销	53	62	64	66	资产负债率(%)	41.87	42.65	42.82	43.53
资本开支	(73)	(50)	(35)	(15)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.84	34.85	30.58	23.41
营运资本变动	(22)	28	33	44	P/B(现价)	4.97	4.70	4.44	4.13

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>