

万源通（920060）

2026 年中报点评：营收稳步增长，高端转型与海外布局蓄势待发

买入（维持）

2026 年 08 月 28 日

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

证券分析师 武阿兰

执业证书：S0600526070005

wual@dwzq.com.cn

研究助理 陈哲晓

执业证书：S0600124080015

sh_chenzhx@dwzq.com.cn

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	128.69	174.73	228.27
同比（%）	4.45	1.14	3.18	35.78	30.64
EPS-最新摊薄（元/股）	0.81	0.82	0.85	1.15	1.50
P/E（现价&最新摊薄）	27.02	26.71	25.89	19.07	14.59

■ **事件：**公司发布 2026 年半年度报告，公司 2026H1 实现总营业收入 5.94 亿元，同比增长 9.88%；实现归母净利润 0.35 亿元，同比下降 45.60%。

投资要点

■ **营收逆势稳健增长，原材料涨价与汇率波动致短期利润承压：**2026H1 公司以覆铜板为代表的主要原材料价格持续高位运行，电子布均价较 2025 年低点涨幅高达 100%，行业成本端压力显著。分产品看，2026H1 多层板实现收入 2.76 亿元，同比增长 17.22%，是营收增长的主要驱动力；单面板收入 1.02 亿元，同比微增 1.13%，毛利率逆势提升 1.54pct 至 21.23%；双面板收入 1.58 亿元，同比略降 1.73%，毛利率下降 4.95pct。2026H1 期末存货余额达 3.36 亿元，较上年末增长 22.87%，主要系上游核心原材料供应紧张背景下，公司为保障供应主动加大备货所致。

■ **高端产品布局持续深化，东台二厂 HDI 项目奠定升级基石：**AI 算力驱动 PCB 向高层数、高密度方向演进。公司 2026H1 研发费用达 2301 万元，同比增长 9.97%，围绕 800G 光模块 PCB、任意层 HDI 等关键技术攻关。产能方面，东台一厂月产能已达 15 万平方米；东台二厂 HDI 项目于 8 月启动建设，我们预计 2027 年四季度试生产，重点量产高阶 HDI。

■ **海外产能建设有序推进，H 股上市加速国际化进程：**顺应全球供应链重构趋势，公司泰国工厂一期建设正常推进，我们预计 2026 年四季度完工并于 2027 年一季度试生产。泰国基地将成为公司辐射东南亚及欧美市场的重要枢纽，有效规避国际贸易壁垒。同时，公司于 2026 年 3 月正式向港交所递交 H 股上市申请，计划借力 H 股融资有序推进泰国工厂二期建设及海外产品矩阵布局。2026H1 公司境外收入达 7453 万元，同比增长 26.86%，境外收入增速显著高于境内，海外市场开拓成效初显，后续随泰国产能投产放量，境外收入占比有望进一步提升。

■ **汽车电子与 AI 相关领域拓展顺利：**2026H1 公司已实现毫米波雷达、激光雷达、环视摄像头、智能座舱等感知层产品的量产交付，并在域控制器、中央计算平台完成 PCB 技术储备。公司深度服务台达电子、光宝科技等全球领先服务器电源制造商，产品 2026H1 已广泛应用于高功率 AI 电源、BBU 电源、液冷服务器等场景。

■ **盈利预测与投资评级：**考虑到公司中报业绩承压，但中期业绩预期不变，我们下调公司 2026-2028 年归母净利润分别为 1.29/1.75/2.28（前值 1.53/1.75/2.28）亿元，对应 PE 分别为 26/19/15 倍。考虑到公司股价已充分反映当前业绩，未来增长仍可期，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格持续因需求波动、境外经营、汇率波动、客户集中度较高风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.91
一年最低/最高价	19.53/41.23
市净率(倍)	3.24
流通 A 股市值(百万元)	2,202.30
总市值(百万元)	3,331.30

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.77
资产负债率(%,LF)	45.86
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 年年报点评: 泰国工厂提升贸易韧性, 高价值量产持续扩增》2026-03-1

《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》2025-10-28

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	1,344	1,484	1,710	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	481	550	674	营业成本(含金融类)	942	1,022	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	213	233	261	销售费用	17	26	29	33
合同资产	0	0	0	0	管理费用	33	52	44	50
其他流动资产	161	110	61	11	研发费用	43	46	58	66
非流动资产	610	619	600	559	财务费用	2	6	7	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	16	3	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	144	195	255
其他非流动资产	76	87	87	87	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	1,851	1,963	2,084	2,269	利润总额	139	144	195	255
流动负债	759	840	893	988	减:所得税	14	15	20	27
短期借款及一年内到期的非流动负债	129	236	186	136	净利润	125	129	175	228
经营性应付款项	593	568	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	129	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	0.85	1.15	1.50
非流动负债	16	13	13	13	EBIT	145	150	202	260
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	198	212	266	327
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.15	21.55	22.88	24.63
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.57	9.88	12.04	13.76
其他非流动负债	16	13	13	13	收入增长率(%)	13.15	10.41	11.39	14.36
负债合计	775	854	907	1,002	归母净利润增长率(%)	1.14	3.18	35.78	30.64
归属母公司股东权益	1,076	1,109	1,178	1,267					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,076	1,109	1,178	1,267					
负债和股东权益	1,851	1,963	2,084	2,269					

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	227	277	343	每股净资产(元)	7.08	7.30	7.74	8.33
投资活动现金流	(243)	(86)	(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)	13	(164)	(195)	ROIC(%)	10.65	10.53	13.37	16.85
现金净增加额	(240)	144	53	109	ROE-摊薄(%)	11.59	11.60	14.84	18.02
折旧和摊销	53	62	64	66	资产负债率(%)	41.87	43.48	43.50	44.16
资本开支	(73)	(50)	(35)	(15)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.71	25.89	19.07	14.59
营运资本变动	(22)	31	31	44	P/B (现价)	3.10	3.00	2.83	2.63

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(以下简称“本公司”)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。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,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。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

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>