

2026 年 03 月 12 日

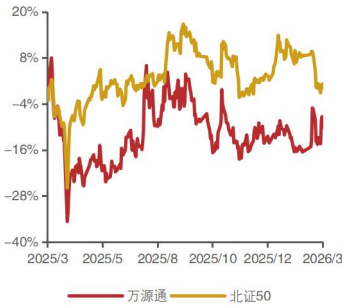
投资评级： 增持（维持）

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	2026 年 03 月 12 日
收盘价（元）	34.47
一年内最高 / 最低（元）	43.84/24.03
总市值（百万元）	5,240.98
流通市值（百万元）	3,268.59
总股本（百万股）	152.04
资产负债率（%）	41.87
每股净资产（元/股）	7.08

资料来源：聚源数据

万源通 (920060.BJ)

——2025 年营收 yoy+13%，产能逐步释放为智驾 HDI 产品与光模块产品布局赋能

投资要点：

- 事件：公司发布 2025 年度报告，公司实现营业收入 11.80 亿元（yoy+13%）、归母净利润 12471 万元（yoy+1%）、扣非归母净利润 11777 万元（yoy+1%），毛利率、净利率分别为 20.15%、10.57%。2025 年年度权益分派预案：每 10 股派发现金红利 5 元（含税），共预计派发现金红利 7602 万元。
- 2025 年双层板、多层板营收同比分别增长 24%、19%，受原材料价格上涨影响两大业务毛利率短期承压。2025 年，公司单面板、双面板、多层板营收分别为 21673 万元（yoy-15%）、35216 万元（yoy+24%）、51210 万元（yoy+19%），毛利率分别为 22.12%（yoy+0.55pcts）、14.64%（yoy-1.07pcts）、25.74%（yoy-3.76pcts）。2025 年公司单面板收入有所下滑，双面板和多层板收入增长，其变动与下游客户需求变化相关；单面板毛利率较为稳定，双面多层板毛利率下滑主要系：①2024 年底至 2025 年初，公司对主要客户给予小幅降价；②2025 年四季度以来，以覆铜板、铜球、铜箔和金盐为代表的主要原材料价格上涨明显。区域方面，2025 年公司境内、境外分别营收 106402 万元（yoy+9%）、11586 万元（yoy+75%），毛利率分别为 20.3%（yoy-1.75pcts）、18.78%（yoy-8.6pcts）。2025 年公司境外收入明显增长，主要与公司积极开拓海外市场、获取海外订单相关；境外销售毛利率下降，主要原因系：①外销产品结构变化，应用于家用电器的单面板销售增加，其附加值较低；②部分境外双面板订单毛利较低。
- 已经量产交付智能驾驶领域的 HDI 产品，已打样交付 400G 及以下光通信产品、加速布局 800G 及以上光通信产品。资本市场：2025 年 10 月，公司正式启动于香港联交所的 IPO 计划，是公司迈出全球化战略的关键一步。市场开拓：公司重点布局汽车智能驾驶与光通信模块两大核心领域，2025 年公司已经量产交付智能驾驶领域的 HDI 产品，并打样交付 400G 及以下的光通信产品。产能布局：1）国内江苏昆山工厂和江苏东台工厂高效联动，昆山工厂单面板产能保持稳定，东台工厂依托募投项目，持续扩充双面/多层板和 HDI 板等的产能；未来，东台工厂或将借力 H 股融资，落地“高密度互连印刷电路板（HDI）项目”，以满足 800G 以上光模块产品的生产能力；2）在全球化战略布局下，公司于 2025 年 6 月在泰国设立子公司，并于 2025 年 10 月开工建设，标志着泰国生产基地建设正式启动。该生产基地将分阶段逐步布局单面板、双面板、高多层板等产能，成为公司全球化战略的桥头堡。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 1.67/1.91/2.39 亿元，对应当前股价 PE 分别为 31/27/22 倍。我们认为公司通过“内生+外延”策略，巩固成熟产品优势，布局智能驾驶等新兴领域，拓展海外市场、强化供应链，借 H 股 IPO 推进资本国际化，为产能与技术升级赋能。未来，公司预计将依托“本土化研发+区域化制造+全球化服务”体系，进一步提升全球品牌影响力，夯实全球化运营基础，在新兴赛道释放增长潜力，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）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	1,043	1,180	1,394	1,631	1,896
同比增长率（%）	5.96%	13.15%	18.17%	16.97%	16.25%
归母净利润（百万元）	123	125	167	191	239
同比增长率（%）	4.45%	1.14%	33.61%	14.82%	25.00%
每股收益（元/股）	0.81	0.82	1.10	1.26	1.57
ROE（%）	12.01%	11.59%	13.79%	14.06%	15.42%
市盈率（P/E）	42.50	42.02	31.45	27.39	21.91

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）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	292	434	529	709
应收票据及账款	477	516	558	595
预付账款	8	8	9	10
其他应收款	2	2	2	2
存货	274	232	268	305
其他流动资产	189	98	110	123
流动资产总计	1,242	1,289	1,475	1,744
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	456	508	593	602
在建工程	42	102	41	31
无形资产	17	17	18	18
长期待摊费用	12	10	7	6
其他非流动资产	83	82	79	76
非流动资产合计	610	719	737	733
资产总计	1,851	2,008	2,212	2,477
短期借款	129	108	82	61
应付票据及账款	593	632	702	792
其他流动负债	37	44	51	59
流动负债合计	759	784	836	912
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	16	16	15
非流动负债合计	16	16	16	15
负债合计	775	799	852	927
股本	152	152	152	152
资本公积	477	477	477	477
留存收益	447	579	731	921
归属母公司权益	1,076	1,208	1,360	1,550
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,076	1,208	1,360	1,550
负债和股东权益合计	1,851	2,008	2,212	2,477

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	125	150	177	225
折旧与摊销	53	63	79	79
财务费用	2	4	2	1
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-22	140	-13	7
其他经营现金流	10	19	16	16
经营性现金净流量	169	376	262	328
投资性现金净流量	-243	-175	-99	-78
筹资性现金净流量	-167	-60	-67	-71
现金流量净额	-240	142	96	180

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,180	1,394	1,631	1,896
营业成本	942	1,101	1,285	1,485
税金及附加	9	10	12	13
销售费用	17	18	21	25
管理费用	33	40	51	47
研发费用	43	45	52	61
财务费用	2	4	2	1
资产减值损失	-6	-8	-10	-11
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	0	0	0
其他收益	16	20	17	17
营业利润	141	186	214	267
营业外收入	0	0	0	0
营业外支出	2	0	1	1
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	139	186	213	267
所得税	14	19	22	27
净利润	125	167	191	239
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	125	167	191	239
EPS(元)	0.82	1.10	1.26	1.57

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	13.15%	18.17%	16.97%	16.25%
营业利润增长率	2.26%	31.91%	15.03%	24.91%
归母净利润增长率	1.14%	33.61%	14.82%	25.00%
经营现金流增长率	54.13%	122.41%	-30.38%	25.36%
盈利能力				
毛利率	20.15%	21.02%	21.21%	21.67%
净利率	10.57%	11.95%	11.73%	12.61%
ROE	11.59%	13.79%	14.06%	15.42%
ROA	6.74%	8.30%	8.65%	9.66%
估值倍数				
P/E	42.02	31.45	27.39	21.91
P/S	4.44	3.76	3.21	2.76
P/B	4.87	4.34	3.85	3.38
股息率	0.00%	0.65%	0.75%	0.94%
EV/EBITDA	25	20	17	14

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）。