

万源通 (920060.BJ)

新股覆盖研究

投资要点

◆ 本周五（11月8日）有一只北交所新股“万源通”申购，发行价格为11.16元，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为15.40倍（以2023年扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润计算）。

◆ **万源通 (920060)**：公司是一家专业从事印制电路板研发、生产和销售的高新技术企业。公司2021-2023年分别实现营业收入10.12亿元/9.69亿元/9.84亿元，YOY依次为39.71%/-4.23%/1.51%；实现归母净利润0.19亿元/0.53亿元/1.18亿元，YOY依次为-57.95%/171.40%/124.75%。最新报告期，公司2024年1-9月实现营业收入7.56亿元，同比增加4.79%；实现归母净利润0.93亿元，同比增加0.41%。根据公司管理层初步预测，公司预计2024年度营业收入同比增长1.62%至6.70%，归母净利润同比增长1.65%至10.12%。

- ① **投资亮点**：1、公司深耕印制电路板行业十余年，已逐步积累了丰富的优质客户资源。公司成立于2011年、深耕印制电路板行业十余年，产品涵盖单面板、双面板和多层板；凭借稳定的产品质量及快速交付的供货能力等服务优势，公司已逐步积累了丰富的优质客户资源，包括汽车电子领域的晨澜光电、埃泰克、长江汽车、科世达和马瑞利等，工业控制电源类领域的明纬集团、全汉、台达集团等，消费电子及家用电器领域的群光电子、LG集团、光宝科技、新普等。一方面，公司持续加深与现有客户的合作，与其中的晨澜光电、光宝科技、台达集团等在内的知名企业合作时间均已超过5年；另一方面，在现有客户的基础上、公司持续开拓新客户，据问询函回复披露，公司来自增量客户的收入占比由2020年的1.64%提升至2023H1的29.48%，为未来持续经营奠定了较强的客户基础。2、为顺应下游汽车领域电动化的发展浪潮，公司持续拓展汽车电子PCB业务及加大相关产能布局；现阶段，汽车领域已然成为公司收入增长的贡献主力。受益于汽车电动化与智能化大趋势，单车PCB用量呈稳步增长态势；据Prismark预测，2026年车用PCB市场规模有望达127.72亿美元。2015至2018年间，公司以汽车ADAS系统、热管理系统、逆变器、车身控制系统等为切入点，开始参与立讯精密、科世达、马瑞利、埃泰克等多家研发项目；2019年起，公司产品已基本涵盖了汽车的所有核心部件及配套设施，陆续成为上述客户的合格供应商，参与到特斯拉、蔚来、小鹏、理想等新能源汽车品牌的部件开发与生产环节；报告期间，来自汽车电子领域收入及其占比均明显提升，其中占比由2021年的19.19%提升至2024H1的35.13%，成为公司现阶段收入增长的贡献主力。为配套持续增长的下游需求，公司本次募投项目将围绕汽车电子领域新增年产50万m²的双面板及多层板生产能力、相当于在2023年公司总产能的基础上提升15.7%，或助力公司整体业绩向好。
- ② **同行业上市公司对比**：根据主营业务及核心产品的相似性，公司选取澳弘电子、金禄电子、满坤科技、威尔高为万源通的可比上市公司；但上述公司为沪深A股，与万源通在估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2023年可比公司的平均营业收入为11.13亿元，平均销售毛利率为20.47%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均、但毛利率

交易数据

总市值 (百万元)	
流通市值 (百万元)	
总股本 (百万股)	116.39
流通股本 (百万股)	
12个月价格区间	/

分析师

李蕙
 SAC执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

报告联系人

戴箴箴
 daizhengzheng@huajinsec.cn

相关报告

- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（红四方）-2024年第78期-总第505期 2024.11.7
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（金天钛业）-2024年第77期-总第504期 2024.11.2
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（壹连科技）-2024年第76期-总第503期 2024.11.1
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（聚星科技）-2024年第75期-总第502期.docx 2024.10.27
- 华金证券-新股-新股专题覆盖报告（港迪技术）-2024年第74期-总第501期 2024.10.24



处于同业的中高位区间。

- ◆ **风险提示：**已经开启询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2021A	2022A	2023A
主营收入(百万元)	1,012.3	969.5	984.1
同比增长(%)	39.71	-4.23	1.51
营业利润(百万元)	14.8	66.2	139.6
同比增长(%)	-71.60	348.59	110.71
归母净利润(百万元)	19.4	52.5	118.1
同比增长(%)	-57.95	171.40	124.75
每股收益(元)	0.17	0.45	1.01

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、万源通	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	6
(四) 募投项目投入	7
(五) 同行业上市公司指标对比	7
(六) 风险提示	8

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 2011 年至 2026 年中国 PCB 产值及增长率 (单位: 亿美元, %)	5
图 6: 2021 年中国各类 PCB 产值占比	6
图 7: 2021 年中国 PCB 下游应用领域情况	6
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	7
表 2: 同行业上市公司指标对比	8

一、万源通

公司是一家专业从事印制电路板研发、生产和销售的高新技术企业；主要产品包括单面板、双面板和多层板，类型覆盖铜基板、铝基板、厚铜板、陶瓷板、埋容/埋阻材料线路板、高频/高速材料线路板等特殊基材、特殊工艺类型的产品。

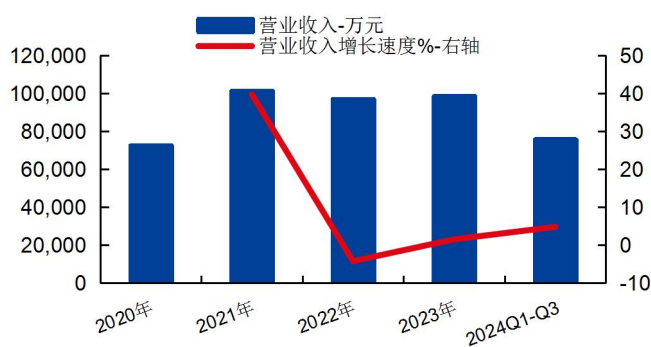
就具体的应用场景来看，1) 在消费电子领域，公司的 PCB 产品主要应用于游戏机、鼠标、电源适配器、触摸屏、转接头、拓展坞等；2) 在汽车电子领域，主要应用于汽车驾驶控制系统、逆变器、电池管理系统、压力传感检测系统、充电桩控制系统、车灯控制系统、电子助力转向系统、电机驱动系统、汽车车灯、微控制器、汽车电源控制系统等；3) 在工业控制领域，主要应用于工控电源、伺服系统、变频器、工业电表等；4) 在家用电器领域，则主要应用于液晶电视、投影仪、家用空调、洗地机等。

(一) 基本财务状况

公司 2021-2023 年分别实现营业收入 10.12 亿元/9.69 亿元/9.84 亿元，YOY 依次为 39.71%/-4.23%/1.51%；实现归母净利润 0.19 亿元/0.53 亿元/1.18 亿元，YOY 依次为 -57.95%/171.40%/124.75%。最新报告期，公司 2024 年 1-9 月实现营业收入 7.56 亿元，同比增加 4.79%；实现归母净利润 0.93 亿元，同比增加 0.41%。

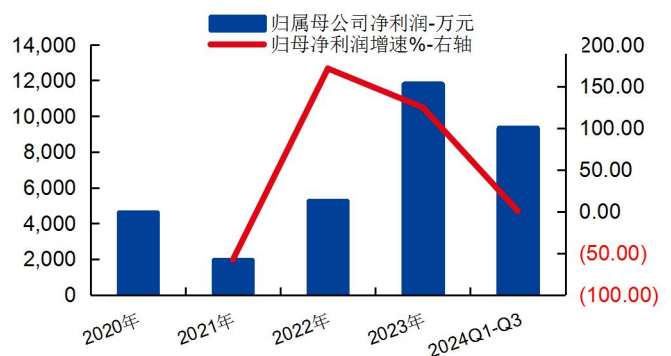
2023 年，公司主营收入按产品类型可分为三大板块，分别为单面板(2.63 亿元，28.57%)、双面板(2.95 亿元，32.05%)、以及多层板(3.63 亿元，39.38%)。伴随着多层板业务的开拓顺利，该产品已逐步成为公司现阶段的主要收入来源；公司来自多层板的收入占比由 2021 年的 24.98% 增至 2024H1 的 43.49%。

图 1：公司收入规模及增速变化



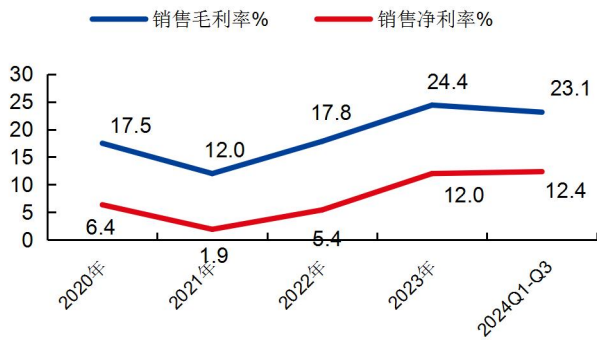
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



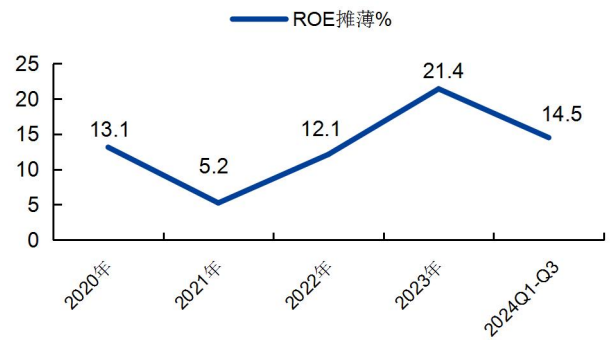
资料来源：wind，华金证券研究所

图 3：公司销售毛利率及净利润率变化



资料来源：wind，华金证券研究所

图 4：公司 ROE 变化



资料来源：wind，华金证券研究所

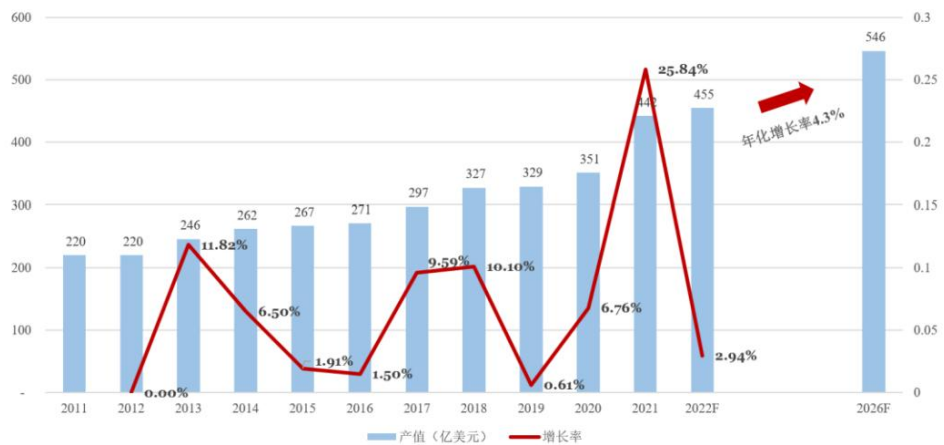
（二）行业情况

公司专注于印制线路板产品；按产品类型，可归属于印制电路板行业。

1、印制电路板行业

在全球产业链分工的浪潮中，我国凭借在劳动力、资源、政策、产业聚集等方面的优势，PCB 产值增长迅速，成为全球 PCB 产值增长最快区域；根据 PrismaMark 的统计数据，中国大陆产值从 2011 年的 220 亿美元提升至 2021 年的 441.50 亿美元，复合年均增长率高达 7.21%，高于全球平均增长率水平；预计 2021 年到 2026 年复合年均增长率保持在 4.34%，产值将达到 546 亿美元。

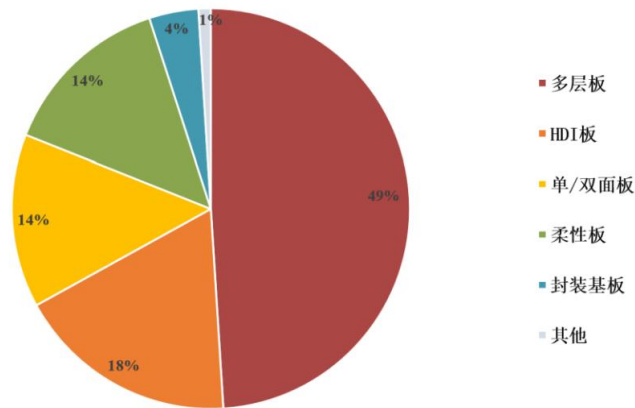
图 5：2011 年至 2026 年中国 PCB 产值及增长率（单位：亿美元，%）



资料来源：PrismaMark，华金证券研究所

产品结构方面，根据 PrismaMark 统计，多层板在中国大陆 PCB 行业产值占比最大，2021 年多层板产值占比 49%，主要系多层板的应用领域最广，涵盖消费电子、个人电脑、笔记本、汽车电子等。此外，HDI 板占比 18%，单/双面板占比 14%，柔性板占比 14%，封装基板占比 4%；对于封装基板占比较低，主要由于中国大陆制作 PCB 板的高端技术落后于欧、美、日等发达国家，中国大陆的封装基板产值低于全球。

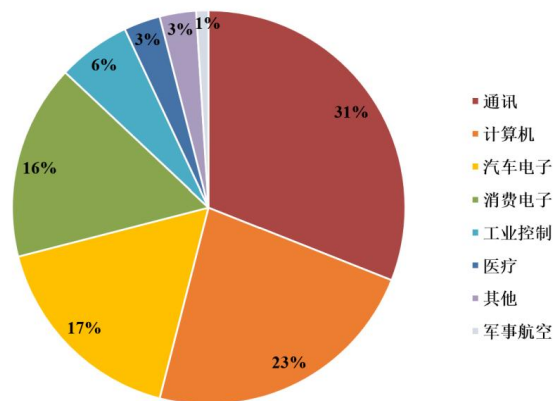
图 6：2021 年中国各类 PCB 产值占比



资料来源：WECC、华金证券研究所

中国大陆 PCB 应用领域广泛，涵盖汽车电子、消费电子、通信电子、家用电器、工业控制、医疗器械和航空航天等领域。根据 PrismaMark 统计数据，2021 年我国 PCB 下游应用领域以通讯、计算机、汽车电子和消费电子为主导，通讯、计算机、汽车电子和消费电子 PCB 应用市场占比分别为 31%、23%、17% 和 16%，前四行业 PCB 应用占比超过 87%。

图 7：2021 年中国 PCB 下游应用领域情况



资料来源：WECC、华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司深耕印制电路板行业十余年，已逐步积累了丰富的优质客户资源。公司成立于 2011 年、深耕印制电路板行业十余年，产品涵盖单面板、双面板和多层板；凭借稳定的产品质量及快速交付的供货能力等服务优势，公司已逐步积累了丰富的优质客户资源，包括汽车电子领域的晨澜光电、埃泰克、长江汽车、科世达和马瑞利等，工业控制电源类领域的明纬集团、全汉、台达集团等，消费电子及家用电器领域的群光电子、LG 集团、光宝科技、新普等。一方面，公司持续加深与现有客户的合作，与其中的晨澜光电、光宝科技、台达集团等在内的知名企业合作时间均已超过 5 年；另一方面，在现有客户的基础上、公司持续开拓新客户，据问询函回复披露，公

司来自增量客户的收入占比由 2020 的 1.64% 提升至 2023H1 的 29.48%，为未来持续经营奠定了较强的客户基础。

2、为顺应下游汽车领域电动化的发展浪潮，公司持续拓展汽车电子 PCB 业务及加大相关产能布局；现阶段，汽车领域已然成为公司收入增长的贡献主力。受益于汽车电动化与智能化大趋势，单车 PCB 用量呈稳步增长态势；据 PrismaMark 预测，2026 年车用 PCB 市场规模有望达 127.72 亿美元。2015 至 2018 年间，公司以汽车 ADAS 系统、热管理系统、逆变器、车身控制系统等为切入点，开始参与立讯精密、科世达、马瑞利、埃泰克等多家研发项目；2019 年起，公司产品已基本涵盖了汽车的所有核心部件及配套设施，陆续成为上述客户的合格供应商，参与到特斯拉、蔚来、小鹏、理想等新能源汽车品牌的部件开发与生产环节；报告期间，来自汽车电子领域收入及其占比均明显提升，其中占比由 2021 年的 19.19% 提升至 2024H1 的 35.13%，成为公司现阶段收入增长的贡献主力。为配套持续增长的下需求，公司本次募投项目将围绕汽车电子领域新增年产 50 万 m² 的双面板及多层板生产能力、相当于在 2023 年公司总产能的基础上提升 15.7%，或助力公司整体业绩向好。

（四）募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目、以及补充流动资金与偿还银行贷款。

1、新能源汽车配套高端印制电路板项目：本项目拟新建高端印制电路板产线，并配套购置相关先进设备，围绕印制电路板下游汽车电子应用领域形成年产 50 万平方米的高端印制电路板产能；除应用于汽车电子外，本项目产线亦可用于高端消费电子等印制电路板的生产。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	新能源汽车配套高端印制电路板项目 (年产 50 万平方米刚性线路板项目)	25,570.30	25,570.30	24 个月
2	补充流动资金与偿还银行贷款	9,025.70	9,025.70	-
	总计	34,596.00	34,596.00	-

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

（五）同行业上市公司指标对比

公司专注于 PCB 领域；依照公司发行公告中所引用的中证指数发布数据，公司所属的“C39 计算机、通信和其他电子设备制造业”最近一个月静态平均市盈率为 39.33 倍。

根据主营业务及核心产品的相似性，公司选取澳弘电子、金禄电子、满坤科技、威尔高为万源通的可比上市公司；但上述公司为沪深 A 股，与万源通在估值基准等方面存在较大差异，可比性相对有限。从可比公司情况来看，2023 年可比公司的平均营业收入为 11.13 亿元，平均销售毛利率为 20.47%；相较而言，公司营收规模未及可比公司平均、但毛利率处于同业的中高位区间。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-2023 年	2023 年营业收 入(亿元)	2023 年 营收增速	2023 年归 母净利润 (亿元)	2023 年归 母净利润 增速	2023 年 销售毛利 率	2023 年 ROE(摊 薄)
605058.SH	澳弘电子	28.66	27.67	10.82	-3.88%	1.33	-0.11%	25.04%	8.21%
301282.SZ	金禄电子	35.85	51.42	13.31	-11.05%	0.42	-69.94%	14.22%	2.56%
301132.SZ	满坤科技	46.80	38.75	12.17	16.81%	1.10	2.76%	19.65%	6.44%
301251.SZ	威尔高	46.81	47.70	8.23	-1.69%	0.90	2.69%	22.97%	6.27%
	平均值	39.53	41.39	11.13	0.05%	0.94	-16.15%	20.47%	5.87%
920060.BJ	万源通	/	/	9.84	1.51%	1.18	124.75%	24.39%	21.39%

资料来源：Wind（数据截至日期：2024 年 11 月 6 日），华金证券研究所

备注：（1）万源通总市值=发行后总股本 1.4739 亿股*发行价格 11.16 元=16.45 亿元；（2）万源通发行后市盈率为本次发行价格除以每股收益，每股收益按 2023 年度经审计扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润除以本次发行后总股本计算，若全额行使超额配售选择权则发行后市盈率为 15.40 倍。

（六）风险提示

宏观经济及下游市场需求波动带来的风险、市场竞争加剧的风险、原材料价格波动风险、技术升级迭代风险及研发风险、毛利率波动的风险、内部控制执行不到位的风险等风险。

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

李蕙声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn