


公司评级 **增持（维持）**

报告日期 2025 年 04 月 21 日

基础数据

04 月 21 日收盘价 (元)	25.03
总市值 (亿元)	180.31
总股本 (亿股)	7.20

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证电子】世运电路 2024 年三季报点评：汇率波动短期影响业绩，看好大客户多产品线持续放量-2024.11.01

【兴证电子】世运电路 2024 年中报点评：汽车基本盘量价齐升，新能源、数通助力远期增长-2024.08.26

分析师：姚康

 S0190520080007
 yaokang@xyzq.com.cn

分析师：王恬恬

 S0190524040002
 wangtiantian22@xyzq.com.cn

世运电路(603920.SH)
产品结构持续高端化，自动驾驶、AI 打开成长天花板
投资要点：

事件：1) 公司发布 2024 年报，全年实现营收 50.22 亿元，YoY+11.13%，实现归母净利润 6.75 亿元，YoY+36.17%；其中 Q4 营收 13.47 亿元，YoY+15.08%，QoQ+5.24%，实现归母净利润 1.92 亿元，YoY+58.43%，QoQ+6.48%；

2) 公司发布 2025 年一季报，2025Q1 实现营收 12.17 亿元，YoY+11.33%，QoQ-9.60%，实现归母净利润 1.80 亿元，YoY+65.61%，QoQ-6.25%。

- **新客户新产品持续突破，收入稳健增长。**2024 年收入同比增长 11.13%，具体而言：1) 硬板实现收入 44.74 亿元，同比增长 10.01%，公司积极开拓新客户、新产品，高端产品占比提升带动单价增长；2) 软硬结合板实现收入 2.500 亿元，同比增长 27.43%，珠海世运通过新项目开发及新产品导入实现业务增量，叠加下游市场需求回暖推动订单规模显著提升。2025Q1 公司收入同比继续稳健增长，主要因为公司积极开拓客户，订单饱满，且可转债募投项目产能释放加快，整体产能利用率提升。

- **产品结构显著优化，盈利能力提升。**公司 2024 全年毛利率 23.09%，同比增长 1.76pct；24Q4 毛利率 21.83%，同比降低 3.04pct，环比减少 3.21pct。25Q1 毛利率 22.67%，同比提升 2.19pct，环比上升 0.85pct，盈利能力进一步改善，主要因为公司持续推进新能源汽车和智能辅助驾驶、人工智能、低空经济、人形机器人、风光储等增值增量和新兴业务的发展，并取得一批新产品、新项目的定点和量产供应，实现产品结构和价值的不断优化，HDI、高多层占比和平均层数持续提升。

费用方面，2024 全年销售、管理、研发费用率分别为 1.48%、3.02%、4.07%，同比分别变化+0.17pct、-0.26pct、+0.48pct。24Q4 单季度销售、管理、研发费用率分别为 1.51%、2.14%、4.08%，同比分别变化-0.10pct、-0.34pct、-0.02pct。25Q1 单季度销售、管理、研发费用率分别为 1.30%、3.29%、4.09%，同比分别变化-0.37pct、-1.52pct、+0.39pct。

- **国资入主协同效应凸显，自动驾驶、AI 打开成长空间。**2025 年，世运电路控股股东变更为顺控集团。顺控集团成为公司控股股东后，能够调动地区优势产业资源，一方面坚定支持公司在既定业务方向上发展，另一方面借助国有资本的影响力进一步协助公司开拓国内市场，优化客户结构，在新能源汽车、智能家电产业和人形机器人等优势产业实现良好协同发展，为公司开拓新的市场增长空间。展望全年，汽车领域，公司将积极导入新客户、新车型、新产品，特别是自动驾驶相关的高价值产品，持续提高技术和产能的匹配度，铸造公司在全球新能源汽车 PCB 领域的领先地位。储能业务方面，随着大客户上海储能超级工厂的投产，预计公司储能产品出货量将保持快速增长态势。AI 服务器领域，公司已经实现了 28 层 AI 服务器用线路板、5 阶 HDI（包括任意层互连）、6oz 厚铜多层板、多层软板、多层 HDI 软硬结合板的批量生产能力，已基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求，并通过与大客户在自研超级计算机系统项目中的合作积累了经验，成功获得欧洲 AI 超算客户项目定点并已顺利导入批量交付，与国内顶尖 AI 实验室合作开发模组新产品已小批量交付。此外，公司目前已通过 OEM 方式进入 NVIDIA、AMD 的供应链体系，正在积极导入其核心算力产品，进一步打开成长空间。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 8.75、10.98 和 12.63 亿元，对应当前股价（2025 年 4 月 21 日收盘价）PE 为 20.6、16.4 和 14.3 倍，维持“增持”评级。

- **风险提示：**下游需求疲软；原材料大幅涨价；新客户、新产品拓展进度不及预期。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	5022	6471	7881	9457
同比增长	11.1%	28.9%	21.8%	20.0%
归母净利润（百万元）	675	875	1098	1263
同比增长	36.2%	29.6%	25.6%	15.0%
毛利率	23.1%	23.4%	24.1%	24.4%
ROE	10.4%	12.8%	15.3%	16.5%
每股收益（元）	0.94	1.21	1.52	1.75
市盈率	26.7	20.6	16.4	14.3

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6621	7157	7812	8711
货币资金	1932	1883	1971	1692
交易性金融资产	2605	2615	2625	2635
应收票据及应收账款	1373	1798	2189	3152
预付款项	11	15	18	21
存货	548	659	780	943
其他	152	188	228	267
非流动资产	2368	2731	3016	3135
长期股权投资	1	51	101	101
固定资产	2183	2340	2472	2567
在建工程	23	121	190	238
无形资产	146	180	211	193
商誉	0	0	0	0
其他	16	39	42	37
资产总计	8989	9889	10827	11846
流动负债	2157	2721	3255	3816
短期借款	437	517	597	637
应付票据及应付账款	1493	1928	2325	2782
其他	227	276	333	398
非流动负债	149	180	200	191
长期借款	0	30	50	40
其他	149	150	150	151
负债合计	2306	2900	3455	4007
股本	719	720	720	720
未分配利润	1216	1412	1642	1906
少数股东权益	212	182	172	184
股东权益合计	6683	6988	7372	7839
负债及权益合计	8989	9889	10827	11846

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	675	875	1098	1263
折旧和摊销	323	409	468	523
营运资金的变动	18	-117	-117	-647
经营活动产生现金流量	988	1185	1482	1190
资本支出	-296	-708	-708	-648
长期投资	-2	-60	-60	-10
投资活动产生现金流量	-2803	-784	-764	-660
债权融资	359	110	101	31
股权融资	1848	11	0	0
融资活动产生现金流量	1750	-462	-631	-809
现金净变动	-19	-49	88	-279

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5022	6471	7881	9457
营业成本	3863	4958	5979	7153
税金及附加	33	43	52	62
销售费用	75	97	110	132
管理费用	152	201	244	293
研发费用	204	265	315	369
财务费用	-65	-44	-30	-39
投资收益	26	6	7	0
公允价值变动收益	7	0	0	0
信用减值损失	4	5	5	0
资产减值损失	-50	-35	-25	-5
营业利润	762	982	1263	1481
营业外收支	-23	-3	-3	-3
利润总额	740	979	1260	1478
所得税	102	134	173	203
净利润	638	845	1087	1276
少数股东损益	-37	-30	-11	13
归属母公司净利润	675	875	1098	1263
EPS(元)	0.94	1.21	1.52	1.75

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	11.1%	28.9%	21.8%	20.0%
营业利润增长率	38.5%	28.8%	28.6%	17.3%
归母净利润增长率	36.2%	29.6%	25.6%	15.0%
盈利能力				
毛利率	23.1%	23.4%	24.1%	24.4%
归母净利率	13.4%	13.5%	13.9%	13.4%
ROE	10.4%	12.8%	15.3%	16.5%
偿债能力				
资产负债率	25.7%	29.3%	31.9%	33.8%
流动比率	3.07	2.63	2.40	2.28
速动比率	2.79	2.37	2.14	2.02
营运能力				
资产周转率	65.7%	68.6%	76.1%	83.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.94	1.21	1.52	1.75
每股经营现金	1.37	1.65	2.06	1.65
估值比率(倍)				
PE	26.7	20.6	16.4	14.3
PB	2.8	2.6	2.5	2.4

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn