

世运电路（603920）

Q1 归母同比增长 65.61%，汽车电子与新兴业务共驱

事件：公司 2025 年 4 月 16 日发布 2024 年度报告和 2025 年一季报，2024 年度实现了营收 50.22 亿元，同比增长 11.13%，实现归母净利润 6.75 亿元，同比增长 36.17%，实现扣非归母净利润 6.56 亿元，同比增长 34.15%；2025Q1 实现营收 12.17 亿元，同比增长 11.33%，实现归母净利润 1.80 亿元，同比增长 65.61%。

点评：我们认为，公司业绩增长主要受益于以下原因：1) 在特斯拉自动驾驶战略的驱动下，公司持续发展且盈利能力提升，2025 年一季度毛利率 22.67%，同比上升 2.19 个 pct。2) 优质客户资源丰富，与国内客户多个合作项目落地，包括小鹏、蔚来、极氪、理想等。3) 未来展望：公司在特斯拉的新兴业务如人形机器人 Optimus 和 Dojo 超算项目中占据重要供应地位，长坡厚雪。

公司深耕 PCB 行业多年，深度绑定特斯拉，我们认为，是少数有意愿且能跟上特斯拉前进步伐的 PCB 公司。在新能源汽车领域，马斯克发文宣布，首个基于纯人工智能的通用全自动驾驶方案即将面世。结合 2024 年中落地的 Robotaxi，近两个月是自动驾驶密集催化的两个月，特斯拉自动驾驶有望落地，赋能公司 PCB 业务。同时，基于技术同源性，公司参与到特斯拉的光伏、储能，乃至超级计算机、人形机器人等新兴业务领域，与特斯拉的合作持续深化。储能业务上，公司主要通过为特斯拉的储能系统供应 PCB 参与储能市场，PCB 是储能系统控制与管理的核心，伴随业务成长公司有望充分受益。

新能源汽车领域深化合作，业务扩展推动业绩提升。公司作为特斯拉核心供应商，覆盖电动车三电领域关键零部件。此外，公司 2025 年 Q1 研发费用 0.49 亿，同比增长 23.2%，研发投入大幅提升，与长期合作客户在电动化、智能化深度合作，于高附加值产品领域取得突破性进展，为毛利率提升奠定基础。**公司获得吉利极氪、奇瑞知行、理想智驾等客户智能驾驶项目定点及进入量产供应，与小鹏汽车联合开发 800V 高压架构嵌入式新项目，智能座舱域控制器和三电等平台项目实现量产增量，获得高算力 Thor 芯片智能驾驶域控制器项目定点。**

战略布局泰国工厂，减小贸易摩擦影响。公司前瞻性推进泰国工厂建设项目，已办理完成境外投资设立泰国世运的备案登记事宜，预计 2025 年末正式投产运营。近日美国宣布将包括泰国在内的多国关税加征计划推迟 90 天。同时，项目建成后可充分利用泰国土地、厂房、人力、税收方面的成本比较优势，在国际贸易环境波动中，有效增强企业的抗风险能力和市场响应速度。

投资建议：看好公司 PCB 产品持续发展，业绩迎来新增长。我们预计公司 25-27 年实现营收 62.88/80.48/104.63 亿元，实现归母净利润 8.94/11.77/15.18 亿元，采用 PE 估值法给予 2025 年 40X 估值，对应市值 359.8 亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济发展受压环境下整体需求疲软的风险，上游原材料大幅上涨的风险，海外销售美元结算汇率风险，自动驾驶和能源政策风险，研发失败风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,519.08	5,022.03	6,287.58	8,048.10	10,462.53
增长率(%)	1.96	11.13	25.20	28.00	30.00
EBITDA(百万元)	1,107.99	1,285.48	1,337.21	1,575.02	1,978.54
归属母公司净利润(百万元)	495.52	674.74	894.48	1,177.40	1,518.00
增长率(%)	14.17	36.17	32.57	31.63	28.93
EPS(元/股)	0.69	0.94	1.24	1.63	2.11
市盈率(P/E)	36.82	27.04	20.40	15.50	12.02
市净率(P/B)	5.57	2.82	2.60	2.40	2.18
市销率(P/S)	4.04	3.63	2.90	2.27	1.74
EV/EBITDA	8.30	13.42	8.59	7.76	5.96

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 04 月 25 日

投资评级

行业	电子/元件
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.33 元
目标价格	49.95 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	720.37
流通 A 股股本(百万股)	720.37
A 股总市值(百万元)	18,246.99
流通 A 股市值(百万元)	18,246.99
每股净资产(元)	9.24
资产负债率(%)	24.61
一年内最高/最低(元)	40.83/16.05

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070005
panjian@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《世运电路-首次覆盖报告:自动驾驶+储能强势驱动，核心业务成长前景清晰》
2025-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,949.88	1,932.29	8,023.39	5,613.01	5,940.54
应收票据及应收账款	1,268.85	1,372.79	1,980.59	2,311.73	3,268.28
预付账款	8.61	11.17	9.31	17.25	20.18
存货	421.88	547.93	689.50	853.55	1,132.20
其他	157.50	2,756.42	161.60	1,791.25	1,829.20
流动资产合计	3,806.72	6,620.59	10,864.38	10,586.79	12,190.39
长期股权投资	0.00	1.34	1.34	1.34	1.34
固定资产	2,387.14	2,182.69	2,001.99	1,794.89	1,593.50
在建工程	9.53	23.02	27.02	36.02	39.02
无形资产	56.70	145.64	137.24	128.83	120.43
其他	50.17	15.72	45.08	55.10	47.18
非流动资产合计	2,503.54	2,368.41	2,212.67	2,016.19	1,801.47
资产总计	6,310.27	8,989.00	13,077.06	12,602.97	13,991.87
短期借款	0.00	436.87	136.00	110.00	80.00
应付票据及应付账款	1,285.83	1,493.00	1,577.97	2,348.44	2,744.05
其他	268.41	223.27	3,003.54	1,253.42	1,532.45
流动负债合计	1,554.24	2,153.14	4,717.51	3,711.86	4,356.50
长期借款	71.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	992.66	0.00	987.51	981.22	977.32
其他	167.43	148.54	181.64	172.38	177.45
非流动负债合计	1,231.09	148.54	1,169.15	1,153.60	1,154.77
负债合计	2,786.00	2,305.88	5,886.66	4,865.46	5,511.27
少数股东权益	248.90	211.96	185.50	149.72	100.19
股本	537.59	719.41	720.37	720.37	720.37
资本公积	1,395.55	4,185.91	4,184.95	4,184.95	4,184.95
留存收益	1,169.96	1,515.43	1,975.64	2,566.93	3,378.46
其他	172.27	50.41	123.94	115.54	96.63
股东权益合计	3,524.27	6,683.12	7,190.40	7,737.51	8,480.60
负债和股东权益总计	6,310.27	8,989.00	13,077.06	12,602.97	13,991.87

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	466.82	637.80	894.48	1,177.40	1,518.00
折旧摊销	325.52	319.89	311.46	316.51	322.12
财务费用	46.79	(13.26)	(89.90)	(164.12)	(140.45)
投资损失	(1.77)	(27.64)	(28.00)	(28.00)	(32.00)
营运资金变动	484.78	43.55	(496.07)	75.35	(560.40)
其它	115.88	27.33	(51.38)	(74.24)	(64.65)
经营活动现金流	1,438.02	987.66	540.59	1,302.90	1,042.63
资本支出	163.95	225.71	93.25	119.26	110.26
长期投资	0.00	1.34	0.00	0.00	0.00
其他	(457.95)	(3,029.77)	5,017.89	(3,405.26)	(249.59)
投资活动现金流	(294.00)	(2,802.71)	5,111.14	(3,286.00)	(139.33)
债权融资	21.13	(675.41)	775.13	131.77	106.51
股权融资	(95.92)	2,604.67	(335.77)	(559.05)	(682.27)
其他	(352.27)	(179.30)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(427.06)	1,749.96	439.36	(427.28)	(575.76)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	716.96	(65.09)	6,091.10	(2,410.38)	327.53

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,519.08	5,022.03	6,287.58	8,048.10	10,462.53
营业成本	3,555.40	3,862.55	4,787.99	6,128.63	7,925.36
营业税金及附加	24.50	33.33	16.98	24.14	57.54
销售费用	59.39	74.56	83.00	106.23	136.01
管理费用	148.46	151.68	188.63	241.44	313.88
研发费用	161.89	204.15	277.28	379.87	500.11
财务费用	(22.71)	(64.58)	(89.90)	(164.12)	(140.45)
资产/信用减值损失	(60.64)	(54.05)	(71.21)	(73.95)	(78.18)
公允价值变动收益	1.00	(7.39)	0.05	(3.00)	28.00
投资净收益	1.77	26.11	28.00	28.00	32.00
其他	99.50	33.29	0.00	0.00	0.00
营业利润	550.51	762.38	980.44	1,282.94	1,651.89
营业外收入	0.15	0.18	0.00	0.00	0.00
营业外支出	3.12	22.97	3.10	3.11	3.13
利润总额	547.55	739.59	977.34	1,279.83	1,648.76
所得税	80.73	101.79	134.29	173.67	223.41
净利润	466.82	637.80	843.05	1,106.16	1,425.35
少数股东损益	(28.71)	(36.95)	(51.43)	(71.24)	(92.65)
归属于母公司净利润	495.52	674.74	894.48	1,177.40	1,518.00
每股收益（元）	0.69	0.94	1.24	1.63	2.11

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	1.96%	11.13%	25.20%	28.00%	30.00%
营业利润	24.51%	38.49%	28.60%	30.85%	28.76%
归属于母公司净利润	14.17%	36.17%	32.57%	31.63%	28.93%
获利能力					
毛利率	21.32%	23.09%	23.85%	23.85%	24.25%
净利率	10.97%	13.44%	14.23%	14.63%	14.51%
ROE	15.13%	10.43%	12.77%	15.52%	18.11%
ROIC	14.38%	22.72%	29.89%	392.26%	83.78%
偿债能力					
资产负债率	44.15%	25.65%	45.02%	38.61%	39.39%
净负债率	-21.86%	-22.34%	-95.94%	-58.43%	-57.57%
流动比率	2.45	3.07	2.30	2.85	2.80
速动比率	2.18	2.81	2.16	2.62	2.54
营运能力					
应收账款周转率	3.69	3.80	3.75	3.75	3.75
存货周转率	10.23	10.36	10.16	10.43	10.54
总资产周转率	0.74	0.66	0.57	0.63	0.79
每股指标（元）					
每股收益	0.69	0.94	1.24	1.63	2.11
每股经营现金流	2.00	1.37	0.75	1.81	1.45
每股净资产	4.55	8.98	9.72	10.53	11.63
估值比率					
市盈率	36.82	27.04	20.40	15.50	12.02
市净率	5.57	2.82	2.60	2.40	2.18
EV/EBITDA	8.30	13.42	8.59	7.76	5.96
EV/EBIT	11.71	17.80	11.20	9.71	7.12

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com