



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	30.51
总股本/流通股本(亿股)	7.21 / 7.21
总市值/流通市值(亿元)	220 / 220
52周内最高/最低价	39.52 / 18.42
资产负债率(%)	25.7%
市盈率	27.99
第一大股东	新豪國際集團有限公司

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

世运电路(603920)

服务器开始起量，汽车业务持续高增长

● 投资要点

自动驾驶驱动价值量提升，海外大客户合作粘性高。汽车工作环境复杂，车用 PCB 对可靠性、稳定性的要求极高，导致车用 PCB 准入门槛高，必须要经过客户一系列的验证测试，认证周期长。公司充分利用在汽车 PCB 领域已积累的经验 and 资源，把握新能源汽车快速发展的机遇，与国际科技产业领先客户的合作进一步加深。25 年 T 客户汽车车型迭代加快，会带动销量增长同时汽车智能化提升下单车价值量会增加。未来随着 T 客户新产品陆续投放，公司份额也会提升。销量增长、单车价值量提升和份额提升会共同驱动公司在 T 客户汽车业务增长。储能业务方面，T 客户储能规划 25 年增长 50%，带动公司储能业务增长；人形机器人业务方面，T 客户在持续迭代推进产品，公司持续配合客户开发，后续随着人形机器人量产预计公司将同步实现增长；Dojo 业务方面，T 客户产品由 Dojo1 向 Dojo2 迭代，后续随着 Dojo2 放量也会为公司贡献更多业绩。

算力收入占比持续提升。公司自 2013 年开始成立专门的生产车间负责 HDI 产品研发、生产，其后在 IPO 募投项目以及可转债募投项目均设有 HDI 生产线。目前，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。除了 T 客户的 Dojo 和 FSD 产品外，公司通过直接或者间接方式进入包括 N 客户、欧洲算力中心的部分核心客户供应链体系内，也取得相对比较大的订单。同时，公司也在积极布局国内算力客户，包括 AIPC、服务器、交换机等，预计公司今年算力相关收入占比会持续提升。

布局 AI+业务，打开业务增长空间。公司围绕国家“人工智能+”战略，重点布局人形机器人、低空飞行器、AI 智能眼镜三大赛道。在人形机器人领域，公司 PCB 产品已基本覆盖人形机器人中央控制系统、视觉感知系统、关节驱动系统、运动控制单元、灵巧手及电源管理系统等全系电子电路需求，成功获得海外人形机器人龙头企业的新产品定点，并积极推进与国内人形机器人头部客户合作；在低空飞行器方面，今年会有硬板和软板产品推出；在 AI 眼镜领域，公司与国内外头部 AI 智能眼镜客户开展合作，提供一站式供应服务，并积极参与新产品研发和推进量产供应。

● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 61.0/80.1/95.1 亿元，归母净利润分别为 9.0/11.5/14.0 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

全球贸易格局变化的风险；市场竞争加剧风险；原材料价格上涨

风险，下游行业需求波动风险；新增产能未能完全释放风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5022	6104	8014	9507
增长率(%)	11.13	21.54	31.29	18.64
EBITDA（百万元）	1021.78	1844.93	2132.76	2059.83
归属母公司净利润（百万元）	674.74	895.47	1149.05	1397.01
增长率(%)	36.17	32.71	28.32	21.58
EPS(元/股)	0.94	1.24	1.59	1.94
市盈率（P/E）	32.58	24.55	19.13	15.74
市净率（P/B）	3.40	3.02	2.64	2.30
EV/EBITDA	19.24	10.19	8.01	7.51

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	5022	6104	8014	9507	营业收入	11.1%	21.5%	31.3%	18.6%
营业成本	3863	4631	6062	7164	营业利润	38.5%	27.0%	29.5%	21.4%
税金及附加	33	43	56	67	归属于母公司净利润	36.2%	32.7%	28.3%	21.6%
销售费用	75	85	120	143	获利能力				
管理费用	152	171	240	285	毛利率	23.1%	24.1%	24.4%	24.6%
研发费用	204	226	321	380	净利率	13.4%	14.7%	14.3%	14.7%
财务费用	-65	9	9	9	ROE	10.4%	12.3%	13.8%	14.6%
资产减值损失	-50	0	0	0	ROIC	8.5%	10.7%	12.3%	13.2%
营业利润	762	968	1253	1521	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	25.7%	19.1%	20.2%	19.9%
营业外支出	23	0	0	0	流动比率	3.07	4.75	4.95	5.24
利润总额	740	968	1253	1521	营运能力				
所得税	102	129	172	206	应收账款周转率	3.80	7.39	24.36	23.19
净利润	638	839	1082	1315	存货周转率	7.97	6.81	6.50	6.32
归母净利润	675	895	1149	1397	总资产周转率	0.66	0.67	0.81	0.85
每股收益(元)	0.94	1.24	1.59	1.94	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.94	1.24	1.59	1.94
货币资金	1932	3629	5349	6952	每股净资产	8.98	10.12	11.54	13.28
交易性金融资产	2605	2605	2605	2605	估值比率				
应收票据及应收账款	1373	280	378	442	PE	32.58	24.55	19.13	15.74
预付款项	11	82	112	138	PB	3.40	3.02	2.64	2.30
存货	548	813	1053	1214	现金流量表				
流动资产合计	6621	7633	9779	11679	净利润	638	839	1082	1315
固定资产	2183	1386	585	124	折旧和摊销	323	868	871	530
在建工程	23	23	23	23	营运资本变动	18	135	-59	-41
无形资产	146	128	110	92	其他	9	-1	-9	-18
非流动资产合计	2368	1571	751	273	经营活动现金流净额	988	1841	1885	1785
资产总计	8989	9203	10530	11951	资本开支	-296	-51	-51	-51
短期借款	437	437	437	437	其他	-2507	-14	17	26
应付票据及应付账款	1493	643	842	972	投资活动现金流净额	-2803	-64	-33	-25
其他流动负债	227	527	695	821	股权融资	1848	11	0	0
流动负债合计	2157	1607	1974	2229	债务融资	359	-1	0	0
其他	149	149	149	149	其他	-456	-103	-131	-158
非流动负债合计	149	149	149	149	筹资活动现金流净额	1750	-92	-131	-158
负债合计	2306	1756	2123	2378	现金及现金等价物净增加额	-19	1696	1720	1603
股本	719	721	721	721					
资本公积金	4186	4196	4196	4196					
未分配利润	1216	1894	2749	3787					
少数股东权益	212	156	89	7					
其他	350	481	653	863					
所有者权益合计	6683	7447	8407	9573					
负债和所有者权益总计	8989	9203	10530	11951					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

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，中邮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。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048