

2025 年 07 月 31 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

汽车 PCB 技术领先，绑定特斯拉成长空间广阔

—世运电路（603920.SH）公司动态研究报告

买入(维持)

投资要点

分析师：吕卓阳 S1050523060001

lvzy@cfsc.com.cn

联系人：何鹏程 S1050123080008

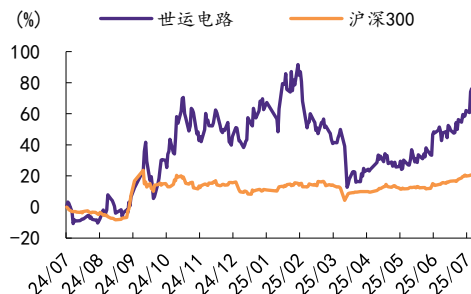
hepc@cfsc.com.cn

基本数据

2025-07-30

当前股价（元）	34.9
总市值（亿元）	251
总股本（百万股）	721
流通股本（百万股）	721
52 周价格范围（元）	18.42-39.52
日均成交额（百万元）	867.91

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《世运电路（603920）：业绩表现稳健，新能源 PCB 放量前景可期》2024-09-06
- 2、《世运电路（603920）：业绩符合预期，新能源 PCB 持续放量空间广阔》2023-09-17

■ 公司业绩表现亮眼，PCB 产品量价齐升

2024 年，公司实现营业收入 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，公司实现营业收入 12.17 亿元，同比增长 11.33%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比增加 65.61%。公司业绩提升主要原因系业务量提升、产品结构优化以及单价提升等因素。

■ Dojo2 性能大幅提升，FSD、Optimus、Grok 三者需求共振

Dojo 是马斯克于 2019 年为训练 FSD 神经网络而自主研发的 AI 超级运算平台。目前，最新一代 Dojo2 芯片已进入量产倒计时，性能比第一代提升 10 倍，算力性能直逼英伟达的 Blackwell B200 芯片。Dojo2 性能大幅提升的主要原因在于优化了 Dojo1 的核心架构；采用更密集的 mesh 网络互联架构扩展带宽；模块化规模更大、集成度更高并且采用了台积电最新 InFO-SwW 封装。具体参数方面，Dojo 2 单一训练瓦片算力可达 1000 TOPS，高于 B200 单芯片的 900 TOPS。技术工艺方面，特斯拉将整个晶圆当作一个整体，把多颗芯片、电源模组、散热结构直接整合在晶圆上，取消传统封装的基板，让芯片间通过超高密度金属布线直接连接，使信号传输速度倍增。从需求来看，视觉是实现 FSD 的关键，强大的神经网络需要海量视频数据训练。特斯拉的纯视觉方案，每天会产生 1600 亿帧的视频数据，这些数据需要逐一进行分析、标记和处理，Dojo 能够帮助 FSD 不断学习新的边缘场景。同时 Dojo 也适用于同样需要“视觉”的特斯拉机器人。另一方面，xAI 近期宣布将在未来五年内部署“相当于 5000 万颗 NVIDIA H100”的 AI 算力，于田纳西州西南部的孟菲斯扩建 Colossus 超级计算机。目前，Colossus 1 超算集群已上线 20 万颗 Hopper 架构的 H100/H200；Colossus 2 集群将再增 55 万颗 GB200/GB300 节点；首批节点 GPU 总量将突破 100 万颗。未来，随着下一代大模型 Grok 的训练工作持续开展，xAI 对算力的需求将快速攀升。我们认为随着 Dojo 2 量产临近，以 Dojo 为核心打造的 AI 算力集群有望成为特斯拉 FSD 系统加速迭代、Optimus 机器人研发以及 Grok 大模型开发的重要基石。

■ 英伟达 AI GPU 持续更新，AMD 服务器业务取得突破

在 Computex 大会上，英伟达发布 GB300，GB300 NVL72 系统将整合 72 颗 Blackwell Ultra GPU 和 36 颗 Grace CPU，AI 性能预计达到 GB200 NVL72 的 1.5 倍。预计 GB300 将于 25 年 9 月份开始大规模出货。展望 2026，英伟达将推出 Rubin 系列 GPU。Rubin 系列首次搭载了 HBM4 内存技术，单卡容量提升至 288GB，带宽高达 13TB/s，配合第六代 NVLink 互联技术（带宽 3.6TB/s），能够为超大规模 AI 模型提供了强大的算力支持。集群方案方面，Rubin NVL144 机柜集成了 144 颗 Rubin GPU 和 72 颗 Grace CPU，总算力达到 3.6 ExaFLOPS（FP4），专为超算中心和云服务商打造；英伟达计划于 2027 年推出的 Rubin Ultra NVL576，性能跃升至 15 ExaFLOPS（FP4），瞄准万亿参数规模的 AI 大模型部署。与此同时，AMD 在服务器处理器市场实现了历史性突破，2025 年 Q1，AMD 服务器市场份额达 27.2%，较 2017 年近乎零份额实现飞跃。预计 2026 年营收占比将首次超越英特尔，市场份额达到 50%。在 AI 服务器方面，AMD 推出 Instinct MI400 系列 GPU，能够提供 40(FP4)、20(FP8) PetaFLOPS 的算力；配置 432GB 容量的 HBM4 显存；显存数据带宽可达 19.6TB/s；每 GPU 的横向阵列带宽达 300GB/s。在集群方案方面，AMD 推出 UALink 技术，支持 1024 GPU 集群互联；高速 I/O 接口的速率达到 224Gbps。我们认为随着下游厂商对于 AI 训练+推理的需求保持旺盛，上游 AI GPU 厂商有望持续受益。

■ 特斯拉 Robotaxi 项目进入关键发展期，Dojo 算力集群助力智驾“数据-训练-部署”形成闭环

特斯拉 Robotaxi 项目正迎来关键发展期，全球扩张计划与技术升级同步推进。奥斯汀作为首个试点城市，自 6 月启动以来已累计行驶超 7000 英里，在上下车点动态调整等运营细节上持续优化。同时，Robotaxi 服务进一步扩大运行范围，预计最早于 8 月 1 日正式上线运行。与此同时，特斯拉正在积极布局欧洲和中国市场，荷兰最近对有监督的完全自动驾驶（FSD）功能予以批准。在技术层面，Robotaxi 与 FSD 系统深度融合。FSD 需要 Dojo 来提供超大规模神经网络训练能力。预计由 Dojo 2 搭建而成的算力集群将进一步提高 FSD 的训练效率，缩短训练周期，支持 Robotaxi 项目的快速推进。同时，Robotaxi 运营数据将反向输入 Dojo 训练，形成“数据-训练-部署”闭环。更值得期待的是，明年特斯拉将推出性能更强的 Dojo3 芯片。我们认为随着特斯拉 Robotaxi 项目的快速展开，将为相关产业链上的公司带来新的机遇。

■ 公司深耕汽车 PCB，凭借大客户项目经验积极拓展 AI 服务器、人形机器人等新兴领域

公司深耕 PCB 行业多年，以汽车领域为核心并向人工智能、人形机器人等新兴领域拓展。公司产品主要包括高多层硬板，高精密互连 HDI，软板（FPC）、软硬结合板（含 HDI）和金属基板等。在汽车 PCB 方面，公司能为下游大客户提供涵盖电动车三电领域关键零部件产品、辅助驾驶及自动驾驶相关 PCB 产品。同时，公司基于技术同源发展进入大客户的储能、人工智能、人形机器人、光伏等新产品供应链。在 AI PCB 方面，公司已经实现了 28 层 AI 服务器用线路板、5 阶 HDI 板的量产能力，已基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求。在新兴领域方面，公司自 2020 年起配合大客户研发、生产人形机器人 PCB 产品，目前公司 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。产能方面，公司于 2020 年筹划了年产 300 万平方米线路板新建项目。项目分三期开发，其中项目一期对应产能为 100 万平方米（产能爬坡阶段）；项目二期对应产能为 150 万平方米（2025 年投产）；项目三期对应产能为 50 万平方米（根据客户订单推进）。预计公司未来总体产能达到 700 万平方米。客户导入方面，公司凭借与下游大客户在汽车 PCB 领域深度合作的经历，在大客户自研的超极计算机项目当中成功供货高多层板和 HDI 板，2023 年项目正式量产。根据交易所互动平台信息，公司已进入大客户的 Dojo 供应链。同时，公司以此为契机加快与其他 AI 服务器头部客户的对接。目前，公司已成功获得欧洲 AI 超算客户项目定点并已顺利导入批量交付。此外，公司目前已通过 OEM 方式进入 NVIDIA、AMD 的供应链体系。我们认为公司有望凭借在大客户项目里积累的经验，快速拓展至 AI 服务器、人形机器人业务领域。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年收入分别为 63.78、95.67、115.76 亿元，EPS 分别为 1.24、2.07、2.63 元，当前股价对应 PE 分别为 28.0、16.8、13.3 倍。在电车智能化、人形机器人以及 AI 大模型快速发展的背景下，公司绑定科技大客户，未来 PCB 业务成长空间广阔。维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

新能源汽车销量不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧；PCB 产品原材料价格波动；市场波动等风险。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入（百万元）	5,022	6,378	9,567	11,576
增长率（%）	11.1%	27.0%	50.0%	21.0%
归母净利润（百万元）	675	897	1,494	1,892
增长率（%）	36.2%	32.9%	66.6%	26.6%
摊薄每股收益（元）	0.94	1.24	2.07	2.63
ROE（%）	10.1%	12.4%	18.2%	20.1%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测（百万元）

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产：				
现金及现金等价物	1,932	2,689	4,220	5,991
应收款	1,415	1,573	1,835	1,903
存货	548	609	703	729
其他流动资产	2,725	2,732	2,796	2,836
流动资产合计	6,621	7,604	9,554	11,459
非流动资产：				
金融类资产	2,605	2,605	2,605	2,605
固定资产	2,183	2,060	1,931	1,796
在建工程	23	23	23	23
无形资产	146	138	131	124
长期股权投资	1	1	1	1
其他非流动资产	16	16	16	16
非流动资产合计	2,368	2,238	2,102	1,961
资产总计	8,989	9,842	11,656	13,420
流动负债：				
短期借款	437	437	437	437
应付账款、票据	1,493	1,760	2,610	3,158
其他流动负债	223	223	223	223
流动负债合计	2,157	2,434	3,289	3,837
非流动负债：				
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	149	149	149	149
非流动负债合计	149	149	149	149
负债合计	2,306	2,583	3,437	3,986
所有者权益				
股本	719	721	721	721
股东权益	6,683	7,259	8,219	9,434
负债和所有者权益	8,989	9,842	11,656	13,420

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	638	854	1423	1802
少数股东权益	-37	-43	-71	-90
折旧摊销	317	280	236	221
公允价值变动	7	0	0	0
营运资金变动	63	51	435	414
经营活动现金净流量	988	1142	2023	2347
投资活动现金净流量	-2803	123	129	135
筹资活动现金净流量	2572	-278	-463	-586
现金流量净额	757	987	1,688	1,895

资料来源：Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,022	6,378	9,567	11,576
营业成本	3,863	4,903	7,271	8,798
营业税金及附加	33	38	57	69
销售费用	75	83	105	104
管理费用	152	191	272	289
财务费用	-65	-19	-37	-58
研发费用	204	242	335	394
费用合计	366	498	675	729
资产减值损失	-50	0	0	0
公允价值变动	7	0	0	0
投资收益	26	0	0	0
营业利润	762	938	1,564	1,980
加：营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	23	0	0	0
利润总额	740	938	1,564	1,980
所得税费用	102	84	141	178
净利润	638	854	1,423	1,802
少数股东损益	-37	-43	-71	-90
归母净利润	675	897	1,494	1,892

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	11.1%	27.0%	50.0%	21.0%
归母净利润增长率	36.2%	32.9%	66.6%	26.6%
盈利能力				
毛利率	23.1%	23.1%	24.0%	24.0%
四项费用/营收	7.3%	7.8%	7.1%	6.3%
净利率	12.7%	13.4%	14.9%	15.6%
ROE	10.1%	12.4%	18.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	25.7%	26.2%	29.5%	29.7%
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.9
应收账款周转率	3.5	4.1	5.2	6.1
存货周转率	7.0	8.1	10.4	12.2
每股数据(元/股)				
EPS	0.94	1.24	2.07	2.63
P/E	37.2	28.0	16.8	13.3
P/S	5.0	3.9	2.6	2.2
P/B	3.9	3.5	3.1	2.7

■ 电子通信组介绍

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、算力硬件等领域研究。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，研究方向为功率半导体、模拟 IC、量子计算、光通信。

石俊烨：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。