

世运电路(603920.SH)

投资评级：买入（首次）

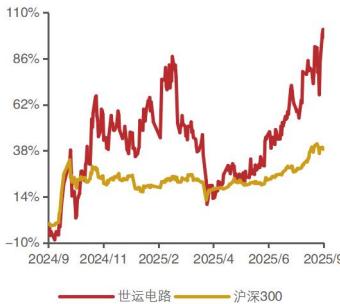
证券分析师

葛星甫
SAC: S1350524120001
gexingfu@huayuanstock.com

联系人

熊宇翔
xiongyuxiang@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025年09月10日

收盘价 (元)	40.69
一年内最高 / 最低 (元)	42.69/19.01
总市值 (百万元)	29,319.05
流通市值 (百万元)	29,319.05
总股本 (百万股)	720.55
资产负债率 (%)	25.20
每股净资产 (元/股)	8.94

资料来源：聚源数据

——扎根汽车电子领域，AI 服务器或成为新增长极

投资要点：

- **公司为 PCB 行业先进企业，业绩增长态势良好。**公司深耕 PCB 行业 40 年，在汽车领域积累深厚。目前，公司已具备单双面板、高/多层板、任意层互联、软板、软硬结合板等产品的量产能力，产品广泛应用于汽车电子、服务器、风光储、消费电子等领域。公司近十年营收保持稳健增长，得益于业务规模扩大、产品结构优化等，2024 年，公司实现营收 50.22 亿元，同比+11.13%；实现归母净利润 6.75 亿元，同比+36.17%，创历史新高；毛利率自 2021 年的 15.44% 持续修复至 23.09%。
- **AI 服务器需求快速扩张，PCB 厂商有望深度受益。**大模型应用快速铺展，正催生大量 AI 服务器需求，根据《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》，全球 AI 服务器市场预计将从 2024 年的 1251 亿美元增长至 2028 年的 2227 亿美元。公司现已具备 28 层 AI 服务器用线路板、5 阶 HDI、6oz 厚铜板等量产能力，基本覆盖 AI 服务器所需 PCB 工艺。同时，公司有序扩大产能，泰国工厂一期规划年产能约 100 万平方米，预计将于 2025 年底正式投产运营。2024 年，公司已通过 OEM 方式成功切入 NVIDIA、AMD 核心供应链，服务器业务预计将为公司贡献更多业绩弹性。
- **伴随大客户共成长，汽车、储能业务持续放量。**公司与特斯拉合作逾十年，深入参与大客户多项业务。汽车业务：2019 年起特斯拉已成为公司最大的汽车终端客户，随着汽车电动化、智能化趋势愈发明显，公司凭借海外新能源汽车 PCB 领域的先发优势，已向众多国内外头部车厂供货。未来，公司预计将持续导入新客户，重点发力自动驾驶相关的高价值产品。储能业务：2024 年，特斯拉储能业务翻倍提升，公司储能产品同步放量；2025 年，随着特斯拉上海储能超级工厂投产，预计公司储能产品出货量将保持快速增长。此外，基于技术同源优势，公司正逐步进入大客户人工智能、人形机器人、光伏等新产品供应链，有望进一步加深与大客户的合作关系。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.05/15.66/19.45 亿元，同比增速分别为 48.91%/55.87%/24.21%，当前股价对应的 PE 分别为 29.18/18.72/15.07 倍。我们选取沪电股份、景旺电子、深南电路为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 37.16 倍。鉴于公司与大客户合作紧密，汽车和储能业务持续放量，服务器业务在 AI 大模型驱动下有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,519	5,022	6,378	8,780	10,390
同比增长率 (%)	1.96%	11.13%	27.00%	37.66%	18.34%
归母净利润 (百万元)	496	675	1,005	1,566	1,945
同比增长率 (%)	14.17%	36.17%	48.91%	55.87%	24.21%
每股收益 (元/股)	0.69	0.94	1.39	2.17	2.70
ROE (%)	15.13%	10.43%	13.50%	17.50%	17.97%
市盈率 (P/E)	59.17	43.45	29.18	18.72	15.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.05/15.66/19.45 亿元，同比增速分别为 48.91%/55.87%/24.21%，当前股价对应的 PE 分别为 29.18/18.72/15.07 倍。我们选取沪电股份、景旺电子、深南电路为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 37.16 倍。鉴于公司与大客户合作紧密，汽车和储能业务持续放量，服务器业务在 AI 大模型驱动下有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

公司深耕 PCB 行业 40 年，在车用 PCB 领域积累深厚，通过深度绑定大客户切入新能源车、储能、人形机器人等应用领域。同时，公司将重点发力算力服务器业务，积极布局“人工智能+”等前沿应用领域。目前，公司收入主要来自汽车、储能、消费电子、服务器四大业务板块，其中：

汽车：公司深度绑定特斯拉。大客户在新能源汽车领域具备较强的竞争优势，是公司业务量增长的重要来源，同时，公司与小鹏汽车、吉利极氪、广汽集团等国内车企的合作也进一步加深。预计公司汽车业务 2025–2027 年收入同比增长 20%/20%/10%。

储能：大客户储能规模近年来快速扩张，公司储能业务有望随之增长。预计公司储能业务 2025–2027 年收入同比增长 20.00%/15.00%/15.00%。

消费电子：公司已积累了松下、戴森、博世等优质稳定的客户资源。预计公司消费电子业务 2025–2027 年收入同比增长 0.00%/5.00%/5.00%。

服务器：大模型的快速发展催生了对 AI 服务器的大量需求，公司已与国内外部分头部厂商进行对接，并通过 OEM 形式进入 NVIDIA 和 AMD 供应链，该业务未来有望为公司业绩提供较大贡献。预计公司服务器业务 2025–2027 年收入同比增长 100.00%/120.00%/35.00%。

投资逻辑要点

公司为 PCB 行业先进企业，业绩增长态势良好。

AI 服务器需求快速扩张，PCB 厂商有望深度受益。

伴随大客户共成长，汽车、储能业务持续放量。

核心风险提示

下游需求不及预期风险；行业竞争加剧风险；地缘政治风险；原材料价格波动风险；汇率波动风险。

内容目录

1. 世运电路：PCB 行业先进企业	5
1.1. 深耕 PCB 行业 40 年，多领域布局驱动增长	5
1.2. 产品结构持续优化，毛利率逐年修复	6
2. 服务器、汽车双轮驱动业绩增长	7
2.1. 布局算力服务器领域，持续导入国际大客户	7
2.2. 深度绑定特斯拉，汽车、储能业务快速扩张	8
3. 盈利预测与评级	11
4. 风险提示	11

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司产品主要应用领域	5
图表 3: 公司营收及增速	6
图表 4: 公司归母净利润及增速	6
图表 5: 公司毛利率&净利率	6
图表 6: 公司销售、管理、研发和财务费用率	6
图表 7: 公司按地区的营收结构 (单位: 亿元)	7
图表 8: 全球服务器出货量及增速	7
图表 9: 全球人工智能服务器市场规模预测	7
图表 10: NVIDIA 和 AMD 数据中心业务营收及环比增速 (单位: 亿美元, %)	8
图表 11: 全球&中国新能源乘用车销量及增速	9
图表 12: 全球&中国新能源乘用车渗透率	9
图表 13: 传统燃油车和新能源汽车中 PCB 使用量对比	9
图表 14: 特斯拉汽车销量及增速	10
图表 15: 25H1 全球电动汽车销量 Top10 (单位: 万辆)	10
图表 16: 特斯拉历年新增储能规模 (单位: GWh)	10
图表 17: 特斯拉 Megapack 储能系统	10
图表 18: 可比公司估值表	11

1. 世运电路：PCB 行业先进企业

1.1. 深耕 PCB 行业 40 年，多领域布局驱动增长

广东世运电路科技股份有限公司（以下简称“世运电路”或“公司”）成立于 1985 年，2017 年于上海证券交易所上市。公司深耕电路板制造行业 40 年，集研发、生产和销售为一体，主要客户涵盖众多国际知名企业，例如特斯拉、松下、三菱、博世西门子、戴森、丰田、大众等。目前，公司已发展成为我国 PCB 行业较先进企业之一，在国内外市场均具有较强的竞争力。

图表 1：公司发展历程



资料来源：wind, 世运电路官网, 公司公告, 华源证券研究所

公司产品品类丰富，重点布局前沿应用领域。公司产品广泛应用于汽车、云计算、工业、消费等领域，主营业务中汽车电路板占比最高，尤其是在新能源汽车方面，公司提前布局并取得了一定优势。**(1) 汽车领域：**车用 PCB 对可靠性、稳定性的要求较高，准入门槛高，且必须经过客户验证测试，认证周期较长。目前，公司已导入特斯拉、宝马、大众、小鹏、广汽、吉利等诸多国内外头部汽车厂商。**(2) 云计算领域：**公司已具备 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 软硬结合板的量产能力，基本覆盖主流 AI 服务器所需的 PCB 工艺。**(3) AI+新兴应用：**公司重点布局人形机器人、低空飞行器、AI 智能眼镜三大赛道，2024 年在人形机器人、AI 眼镜领域均与业内头部企业达成合作，或取得新产品定点。

图表 2：公司产品主要应用领域

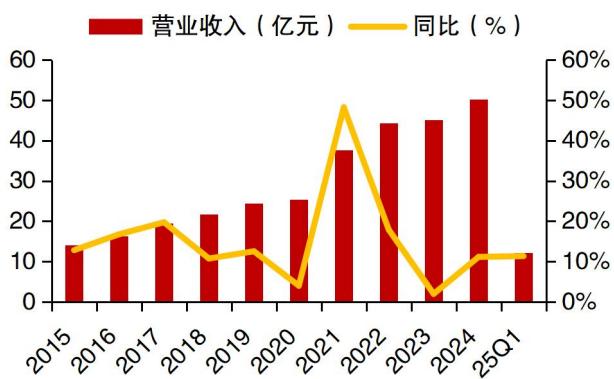
下游应用	PCB 技术	最终产品
汽车	单面到十八层通孔板，机械盲孔，HDI, Anylayer, HF/RF 混压板，半折弯板，厚铜板，金属基板，嵌铜块板，柔性板，软硬结合板等	刹车系统，转向系统，安全气囊系统，动力系统，新能源车电机控制系统(含逆变器、DCDC、OBC)，电池管理系统，自动驾驶辅助系统(含域控和感知系统)，智能座舱系统(含域控、导航、娱乐系统等)，车身电子等
云计算及通信	最高 24 层的通孔板，HDI，阶梯金手指，长短/分段金手指等	服务器，存储器，加速卡，显卡，电脑主板，扩展卡，连接器，路由器等
风光储	最高到 20 层通孔板，HDI，机械盲孔，厚铜板，金属基板等	变流器 PCS，电池管理系统 BMS，能源管理系统 EMS，功率优化器等
消费	最高 16 层的通孔板，HDI，柔性板，软硬结合板等	家用电器，扫地机器人，触摸板，摄像头，AR/VR 眼镜，智能门锁等
制造工业	最高 24 层的通孔板，机械盲孔，HDI，柔性板，软硬结合板等	动力控制，温湿度控制，工厂自动化，建筑机械，办公设备等
医疗	最高 16 层的通孔板，HDI，柔性板，软硬结合板等	X 光机，心电图机，呼吸机，血糖检测仪，血压检测仪，糖尿病治疗仪等

资料来源：世运电路官网，华源证券研究所

1.2. 产品结构持续优化，毛利率逐年修复

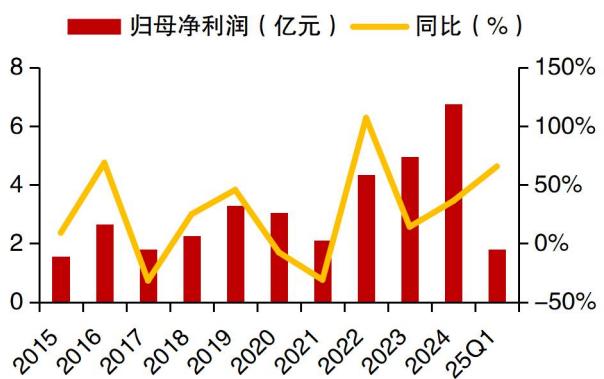
业绩整体向好，营收、利润实现双增长。2024年，全球半导体行业结构性复苏，人工智能、绿色能源转型等为行业注入新动能，PCB产业产值持续增长。公司专注核心领域的同时，加速发展人工智能、低空飞行器、人形机器人等新兴产业。受益于业务量提升、产品结构优化、单价提升等因素综合影响，公司2024年实现营业收入50.22亿元，同比+11.13%；实现归母净利润6.75亿元，同比+36.17%，创历史新高。

图表3：公司营收及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

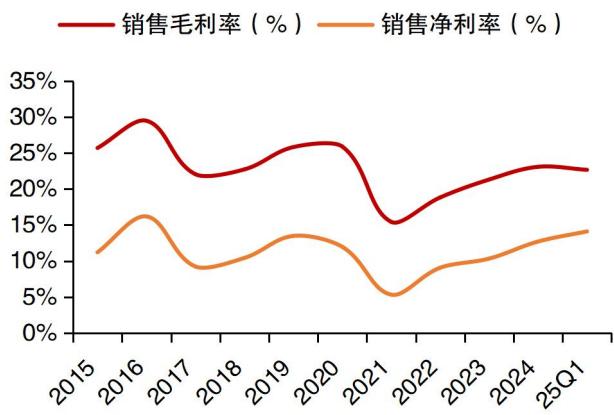
图表4：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究所

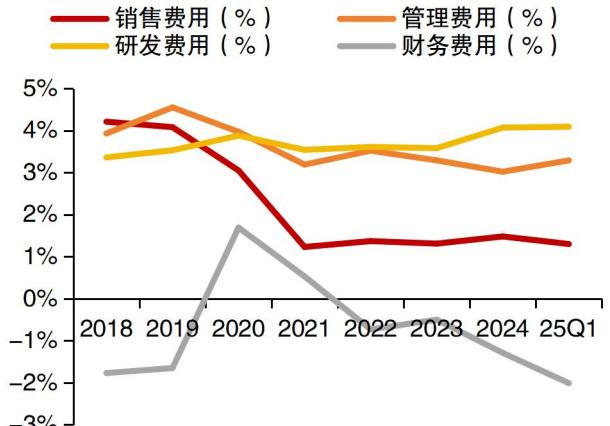
产品结构优化推动毛利率爬升，期间费用管控良好。从利润端看，公司利润率自2022年以来快速提升，主要系公司不断优化产品结构，高附加值产品占比提升，同时，产品良率提升、规模效应等也带动毛利率进一步修复。从费用端看，公司销售、管理费用率较为稳定，未来或仍有下降空间；公司高度重视技术与产品创新，持续加大研发投入规模，2024年研发费用率上升至4.07%；财务费用率大幅下降，主要系公司账面现金较多，产生一定的理财收益。

图表5：公司毛利率&净利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表6：公司销售、管理、研发和财务费用率

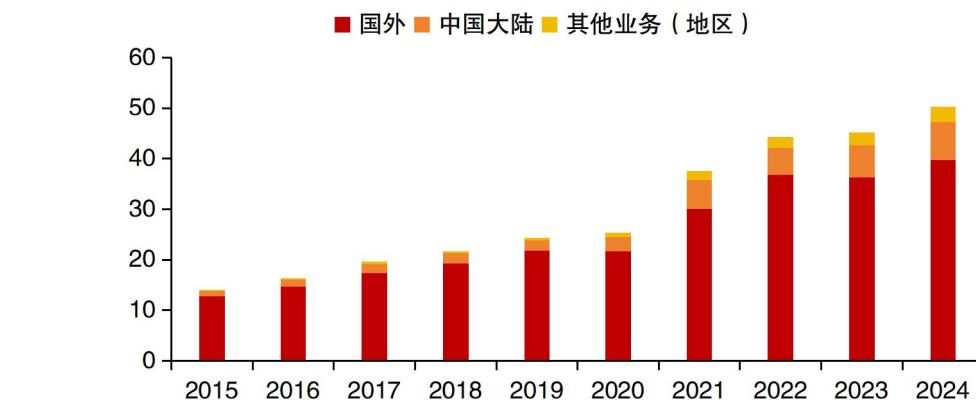


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司海外客户资源丰富，国资入主培育内需增长极。公司深耕PCB行业多年，积累了大量优质稳定的海外客户资源，包括特斯拉、大众、松下、亚马逊、三星等，海外营收占比较大，2024年接近80%。为更好地满足海外客户需求，进一步拓展国际业务，公司于2024年在泰国投建新工厂，并预计在2025年底正式投产运营。

国内业务方面，顺控集团于2025年1月成为公司控股股东，国资入主为公司国内市场开拓提供了支持，目前大股东已依靠在电子信息产业的资源禀赋，协助公司对接了新能源车企和互联网头部客户等，预计未来还将依靠其在顺德和佛山的产业链优势，为公司导入高端制造、人形机器人等新兴产业客户，未来公司有望实现国内、国外业务共增长。

图表7：公司按地区的营收结构（单位：亿元）



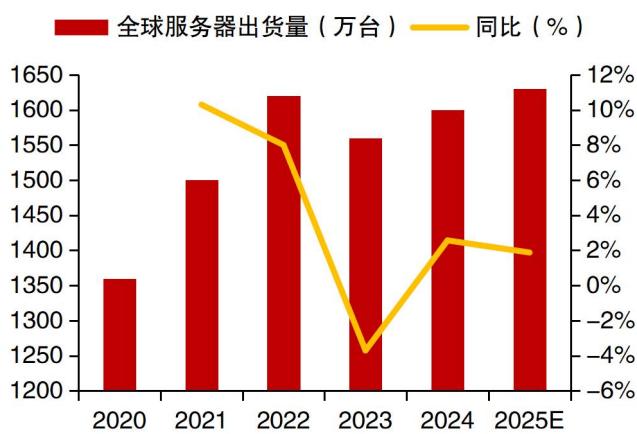
资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 服务器、汽车双轮驱动业绩增长

2.1. 布局算力服务器领域，持续导入国际大客户

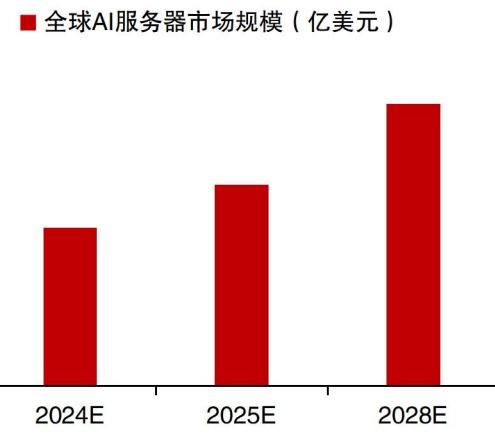
AI 大模型迅猛发展，PCB 厂商有望深度受益。自 2022 年 OpenAI 发布 ChatGPT 以来，AI 大模型迅速发展，大模型通常包含数亿级的参数，需要消耗大量算力，且预计算力消耗仍将以几何倍数增长，由此催生了对 AI 服务器的海量需求。根据 IDC 和浪潮信息编写的《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》，2024 年全球人工智能服务器市场规模预计为 1251 亿美元，2028 年有望达到 2227 亿美元，CAGR 约为 15.5%。PCB 作为电子产业的一种核心基础组件，广泛应用于 AI 服务器及周边产品，PCB 厂商或将受益于 AI 浪潮带来的需求增长。

图表8：全球服务器出货量及增速



资料来源：中商产业研究院，华源证券研究所

图表9：全球人工智能服务器市场规模预测

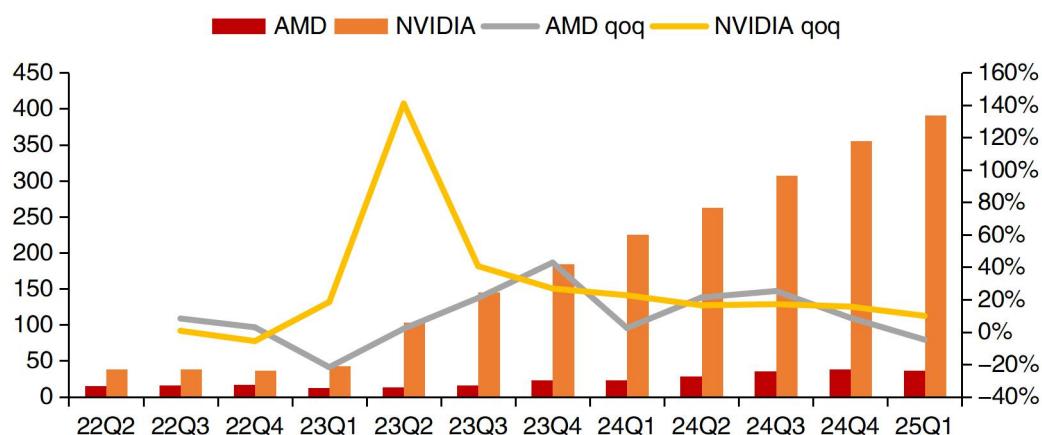


资料来源：《2025 年中国人工智能计算力发展评估报告》IDC&浪潮信息，华源证券研究所

技术储备完善，产能有序扩张。AI 服务器所需的 PCB 具有高密度及多层设计、高性能材料、精细制造工艺等特性，工艺要求更高，公司自 2013 年起发展高多层及高密度互联（HDI）硬板技术，目前已基本具备主流 AI 服务器 PCB 所需工艺。从产能方面来看，公司泰国工厂一期的年产能规划约 100 万平米，高多层和中高阶 HDI 为主要产品之一，已于 2025 年 6 月完成封顶，后续将依据客户需求合理安排产能。

重点发展算力业务板块，客户群积累丰富。公司自 2020 年起参与特斯拉 Dojo 项目相关 PCB 产品的研发测试，2023 年 Dojo 项目量产，公司成为其主要供应商。基于该项目的成功生产经验，公司加快与其他 AI 服务器头部客户的对接，成功获得欧洲 AI 超算客户项目定点并顺利导入批量交付；与国内顶尖 AI 实验室合作开发的模组新产品已小批量交付。此外，公司已于 2024 年通过 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。考虑到 NVIDIA 和 AMD 数据业务正在快速扩张期，头部客户的持续导入预计将助力公司算力业务的进一步发展。

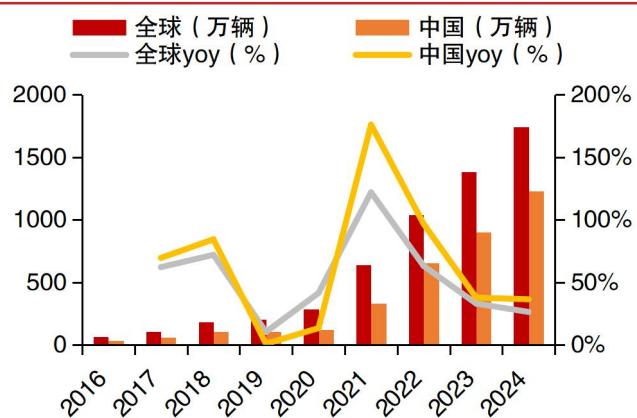
图表 10：NVIDIA 和 AMD 数据中心业务营收及环比增速（单位：亿美元，%）



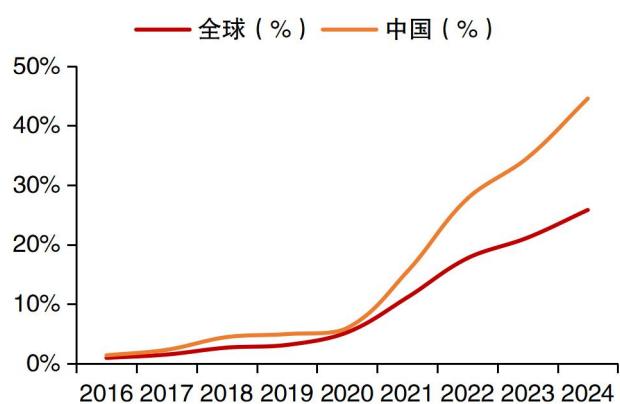
资料来源：wind，华源证券研究所

2.2. 深度绑定特斯拉，汽车、储能业务快速扩张

新能源汽车持续渗透，拉动 PCB 需求。汽车电子是 PCB 主要应用领域之一，根据 Prismark 数据，2024 年全球 PCB 下游应用市场中，汽车电子占比达 13.2%。电动化和智能化是主要驱动因素，新能源汽车电子化程度远高于传统燃油汽车，其快速渗透将为汽车电子提供较大的成长空间。根据 wind 等数据，全球新能源乘用车销量自 2021 年以来快速增长，2024 年渗透率已达 25.8%，中国作为重要推动力量，新能源乘用车销量增速和渗透率均高于全球。

图表 11：全球&中国新能源乘用车销量及增速


资料来源：wind, 乘联数据公众号, 华源证券研究所

图表 12：全球&中国新能源乘用车渗透率


资料来源：wind, 乘联数据公众号, 华源证券研究所

汽车电动化、智能化驱动 PCB 量价齐升。与传统燃油车相比，新能源汽车新增电池管理系统、车载控制单元、微控制单元等，PCB 使用量大大增加，其车均使用面积大约在 5-8 平方米，为传统汽车的 5-8 倍。同时，伴随着汽车产业电动化、智能化的潮流，车用 PCB 产品呈现高端化趋势，HDI 板、厚铜板、FPC 板以及高频板需求占比提升，具备高技术力的 PCB 厂商，其竞争力或将得到凸显。

图表 13：传统燃油车和新能源汽车中 PCB 使用量对比

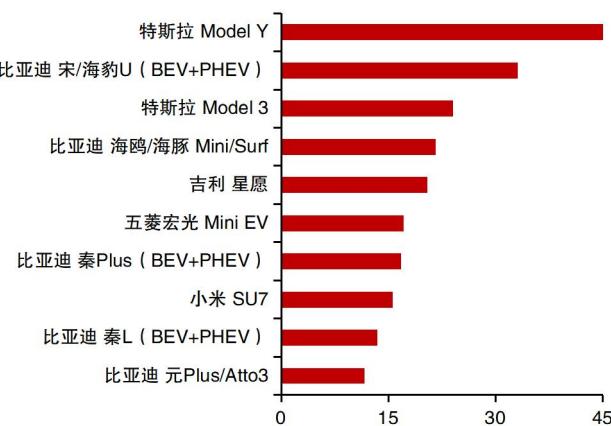
汽车类型	单车 PCB 用量
传统燃油车	普通车型
	高端车型
新能源汽车	5-8 平方米

资料来源：公司公告, 华源证券研究所

深度绑定特斯拉，汽车业务持续放量。公司与新能源车头部厂商特斯拉已有十多年的合作，2019 年起特斯拉成为公司最大的汽车终端客户，为公司业务增长的重要来源。从终端车厂看，特斯拉汽车销量在 2024 年以前经历了数年的快速增长，尽管 2024 年因国内车厂的快速崛起销量略有下滑，但根据 Clean Technica 数据，其 Model Y 车型仍在 2025 年上半年全球电动车销量排行榜位居首位，Model 3 车型位列第三，显示了特斯拉品牌的国际竞争力。2025 年，公司预计大客户或因市场需求变化，加快汽车车型迭代，新品方面公司或将有一定的供应优先权；同时，汽车智能化趋势下，单车价值量或将增加。预计在销量增长、单车价值量提升等因素的共同驱动下，公司在大客户的汽车业务将继续增长。

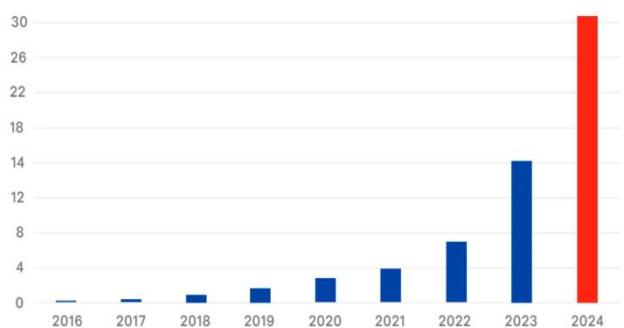
图表 14：特斯拉汽车销量及增速


资料来源：wind, 华源证券研究所

图表 15：25H1 全球电动汽车销量 Top10 (单位：万辆)


资料来源：中企出海研究公众号, Clean Technica, 华源证券研究所

特斯拉储能业务快速扩张，带动公司共成长。根据 Wood Mackenzie 数据，2024 年全球电池储能系统集成商中，特斯拉以 15% 的市场份额排名第一，已连续两年蝉联榜首，并在北美和欧洲市场具备较强竞争力。2024 年，特斯拉新增储能规模 31.4GWh，同比增长约 113%，超过此前三年的总和，公司储能 PCB 产品受其拉动大幅放量；2025 年，特斯拉上海储能超级工厂正式投产，首台超大型商用电池储能系统 Megapack 成功下线，特斯拉在华业务步入新阶段，特斯拉表示未来将主要供给国内和亚太地区。公司预计特斯拉 2025 年储能业务将增长 50%，公司储能产品或将同步保持快速增长态势。

图表 16：特斯拉历年新增储能规模 (单位：GWh)


资料来源：特斯拉公众号, 华源证券研究所

图表 17：特斯拉 Megapack 储能系统


资料来源：特斯拉公众号, 华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

公司深耕 PCB 行业 40 年，在车用 PCB 领域积累深厚，通过深度绑定大客户切入新能源车、储能、人形机器人等应用领域。同时，公司将重点发力算力服务器业务，积极布局“人工智能+”等前沿应用领域。目前，公司收入主要来自汽车、储能、消费电子、服务器四大业务板块，其中：

汽车：公司深度绑定特斯拉。大客户在新能源汽车领域具备较强的竞争优势，是公司业务量增长的重要来源，同时，公司与小鹏汽车、吉利极氪、广汽集团等国内车企的合作也进一步加深。预计公司汽车业务 2025–2027 年收入同比增长 20%/20%/10%。

储能：大客户储能规模近年来快速扩张，公司储能业务有望随之增长。预计公司储能业务 2025–2027 年收入同比增长 20.00%/15.00%/15.00%。

消费电子：公司已积累了松下、戴森、博世等优质稳定的客户资源。预计公司消费电子业务 2025–2027 年收入同比增长 0.00%/5.00%/5.00%。

服务器：大模型的快速发展催生了对 AI 服务器的大量需求，公司已与国内外部分头部厂商进行对接，并通过 OED 形式进入 NVIDIA 和 AMD 供应链，该业务未来有望为公司业绩提供较大贡献。预计公司服务器业务 2025–2027 年收入同比增长 100.00%/120.00%/35.00%。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 10.05/15.66/19.45 亿元，同比增速分别为 48.91%/55.87%/24.21%，当前股价对应的 PE 分别为 29.18/18.72/15.07 倍。我们选取沪电股份、景旺电子、深南电路为可比公司，测得 2025 年 PE 均值为 37.16 倍。鉴于公司与大客户合作紧密，汽车和储能业务持续放量，服务器业务在 AI 大模型驱动下有望快速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS		PE		
		2025-09-10	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002463.SZ	沪电股份	63.48	1.93	2.55	3.14	32.96	24.93	20.23
603228.SH	景旺电子	57.00	1.62	2.10	2.65	35.12	27.20	21.54
002916.SZ	深南电路	183.31	4.22	5.39	6.53	43.40	34.04	28.09
算术平均						37.16	28.72	23.29
603920.SH	世运电路	40.69	1.39	2.17	2.70	29.18	18.72	15.07

资料来源：ifind，华源证券研究所。注：收盘价为元，EPS 单位为元/股，沪电股份、景旺电子、深南电路盈利预测来自 ifind 一致预期，世运电路盈利预测来自华源证券研究所。

4. 风险提示

下游需求不及预期风险：公司产品主要应用于新能源汽车、AI 服务器、人形机器人等新兴产业领域，若下游技术进步不及预期，可能导致需求未如期释放，进而影响公司业绩。

行业竞争加剧风险：近年来，全球 PCB 产能不断向国内集中，PCB 企业产能仍处于快速扩张态势，若未来行业出现产能过剩、行业竞争加剧将导致产品价格下滑，公司如未能妥善应对市场竞争，则存在盈利下降的风险。

地缘政治风险：公司目前业务以出口为主，近年来，国际经济环境不确定性增加。若地缘政治风险持续加剧，可能会对全球经济带来冲击，影响公司的业务发展，另一方面也有可能影响国外客户的采购决策，从而加大公司进入难度。

原材料价格波动风险：公司直接原材料成本占主营业务成本的比例较高，且价格受大宗商品价格的影响较大，若上游材料价格产生较大波动，将对公司盈利水平造成不利影响。

汇率波动风险：公司海外业务占比较大，出口销售和进口采购非人民币结算，因此汇率波动可能会对公司经营结果造成一定的影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,932	2,330	3,556	5,222
应收票据及账款	1,442	1,831	2,520	2,983
预付账款	11	13	18	22
其他应收款	43	49	68	80
存货	548	602	806	943
其他流动资产	2,645	2,656	2,675	2,688
流动资产总计	6,621	7,482	9,643	11,938
长期股权投资	1	1	1	0
固定资产	2,185	2,027	1,996	1,931
在建工程	23	162	150	150
无形资产	146	143	144	145
长期待摊费用	0	0	0	0
其他非流动资产	13	18	18	18
非流动资产合计	2,368	2,350	2,309	2,245
资产总计	8,989	9,832	11,952	14,183
短期借款	437	0	0	0
应付票据及账款	1,493	1,812	2,425	2,838
其他流动负债	227	282	377	441
流动负债合计	2,157	2,094	2,802	3,279
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	148	148	148	148
非流动负债合计	149	149	148	148
负债合计	2,306	2,243	2,951	3,427
股本	719	721	721	721
资本公积	4,186	4,185	4,185	4,185
留存收益	1,566	2,535	4,045	5,921
归属母公司权益	6,471	7,440	8,951	10,827
少数股东权益	212	149	51	-71
股东权益合计	6,683	7,589	9,001	10,755
负债和股东权益合计	8,989	9,832	11,952	14,183

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,022	6,378	8,780	10,390
营业成本	3,863	4,649	6,220	7,278
税金及附加	33	32	44	52
销售费用	75	95	130	154
管理费用	152	209	280	329
研发费用	204	287	395	468
财务费用	-65	-22	-44	-66
资产减值损失	-50	-63	-87	-103
信用减值损失	4	-1	-2	0
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	26	5	5	5
公允价值变动损益	7	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
其他收益	15	15	15	15
营业利润	762	1,085	1,686	2,092
营业外收入	0	1	1	1
营业外支出	23	10	10	10
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	740	1,076	1,677	2,083
所得税	102	134	209	260
净利润	638	942	1,468	1,823
少数股东损益	-37	-63	-98	-122
归属母公司股东净利润	675	1,005	1,566	1,945
EPS(元)	0.94	1.39	2.17	2.70

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	11.13%	27.00%	37.66%	18.34%
营业利润增长率	38.49%	42.33%	55.41%	24.08%
归母净利润增长率	36.17%	48.91%	55.87%	24.21%
经营现金流增长率	-31.32%	16.85%	33.74%	28.04%
盈利能力				
毛利率	23.09%	27.11%	29.16%	29.95%
净利率	12.70%	14.77%	16.72%	17.55%
ROE	10.43%	13.50%	17.50%	17.97%
ROA	7.51%	10.22%	13.10%	13.72%

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
税后经营利润	638	932	1,458	1,814	
折旧与摊销	323	329	352	374	
财务费用	-65	-22	-44	-66	
投资损失	-26	-5	-5	-5	
营运资金变动	30	-90	-228	-151	
其他经营现金流	87	11	11	11	
经营性现金净流量	988	1,154	1,543	1,976	
投资性现金净流量	-2,803	-306	-306	-306	
筹资性现金净流量	1,750	-450	-12	-3	
现金流量净额	-19	398	1,226	1,667	
EV/EBITDA					19
					19
					13
					10

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。