

世运电路(603920)

报告日期: 2026年01月13日

与特斯拉共成长, 有望全面拥抱新领域

——世运电路深度报告

投资要点

□ 全球领先的 PCB 厂商, 盈利能力处上行通道

公司拥有 40 年深厚积淀, 位列 2023 年全球 PCB 企业第 32 位、2022 年全球汽车 PCB 供应商第 9 位, 服务客户主要为特斯拉、松下、三菱、捷普等国际知名企业。公司通过与特斯拉及小鹏的深度协同, 突破了“嵌入式电路板”等核心技术, 产品聚焦人工智能、人形机器人及 800V 高压架构等前沿领域。得益于短期不利因素消退及新能源汽车与算力需求上升, 公司营收从 2020 年的 25.36 亿元增至 2024 年的 50.22 亿元, 2025 年前三季度继续保持 10.96% 的同比增速; 归母净利润自 2022 年起显著修复, 2025 年前三季度达 6.25 亿元, 同比增长 29.46%; 毛利率、净利率分别从 2021 年的 15.44%、5.32% 回升至 2025 年第三季度的 22.79%、14.85%。2024 年顺德控股国资入主, 提升了公司的信用评级与融资能力。同时, 公司已实现产能超 500 万平方米/年, 规划总产能约 800 万平方米/年, 随着泰国基地及芯创智载基地在 2026 年陆续投产, 规模效应将进一步释放。

□ 与大客户共成长, 特斯拉链最强 α

世运电路深度绑定特斯拉链核心红利, 全面受益商业航天、脑机接口、人形机器人、智能驾驶四大前沿赛道爆发。公司凭借高性能、高可靠性 PCB 产品, 实现低轨卫星相控阵天线、激光通信模块等全链条配套, 推进脑机接口核心部件研发测试, 覆盖人形机器人中央控制、关节驱动等全系电子电路需求。同时紧抓新能源车电子化、智能化升级机遇, 稳定供货全球主流车企, 单车 PCB 用量较传统燃油车大幅提升。依托多领域技术积淀与客户资源壁垒, 公司未来将持续攻坚高价值产品, 巩固并提升全球新兴 PCB 领域领先地位。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.19/79.56/113.27 亿元, 同比增速为 21.84%/30.02%/42.37%; 归母净利润为 8.92/11.77/17.18 亿元, 同比增速为 32.22%/31.89%/45.98%, 当前股价对应 PE 为 43.14/32.71/22.41 倍, EPS 为 1.24/1.63/2.38 元。考虑公司坚持大客户战略, 持续推动技术升级, 扩张高端产能, 积极布局嵌入技术; 把握 AI 机遇, 充分受益特斯拉生长赋能。后续随着产能持续结构性升级转向中高端产品, 公司盈利能力有望保持较快增长, 并向新兴应用领域延伸, 故首次覆盖给与“买入”评级。

□ 风险提示

下游技术发展及商业化不及预期、产品导入情况不及预期、贸易政策变化带来的供应链及客户风险等。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 高宇洋
执业证书号: S1230525100002
gaoyuyang01@stocke.com.cn

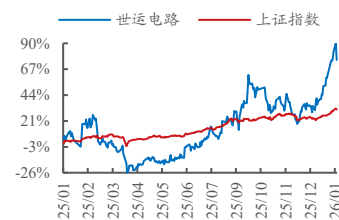
分析师: 赵洪
执业证书号: S1230523070007
zhaohong@stocke.com.cn

分析师: 陈诗含
执业证书号: S1230525080003
chenshihan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 53.41
总市值(百万元)	38,486.84
总股本(百万股)	720.59

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5022.03	6118.98	7956.05	11326.83
(+/-) (%)	11.13%	21.84%	30.02%	42.37%
归母净利润	674.74	892.13	1176.63	1717.61
(+/-) (%)	9.39%	32.22%	31.89%	45.98%
每股收益(元)	0.94	1.24	1.63	2.38
P/E	57.04	43.14	32.71	22.41

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 世运电路：全球领先的 PCB 制造商	4
1.1 四十年深耕 PCB 制造，国资入主开启发展新篇章	4
1.2 产品多元化、高端化，服务国际一流厂商	5
1.3 盈利能力处上升通道，费用管控得当	8
2 与大客户共成长，特斯拉链最强 α	10
2.1 商业航天：低轨星座引领产业爆发，PCB 需求同步扩容	10
2.2 脑机接口：Neuralink 引领商业化突破，PCB 需求同步释放	11
2.3 机器人：人形机器人空间广阔，绑定特斯拉共享供应链红利	12
2.4 智能驾驶：智能驾驶推动汽车升级，PCB 有望量价起升	13
3 盈利预测与估值	16
3.1 细分业务盈利预测	16
3.2 盈利估值	17
4 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展大事记 (1985 年至今)	4
图 2: 公司股权结构及对外投资情况 (截至 2025 年三季报)	5
图 3: 嵌入式电路板结构示意图	8
图 4: 公司营收处于上行通道	8
图 5: 公司归母净利润快速增长	8
图 6: 公司分业务营收占比	9
图 7: 2025H1 分地区营收占比	9
图 8: 公司毛利率、净利率逐步修复	9
图 9: 公司期间费率稳定可控	9
图 10: SpaceX 历年发射次数	10
图 11: 遥感卫星市场规模	11
图 12: 脑机接口系统示意图	12
图 13: 特斯拉历代机器人示意图	13
图 14: 全球汽车电子 PCB 产值 (亿美元)	14
图 15: 传统汽车 PCB 使用情况	14
图 16: 新能源汽车 PCB 使用情况	14
表 1: 公司产品下游应用与主要客户	6
表 2: 公司产能布局	7
表 3: 不同车型 PCB 用量	15
表 4: 世运电路细分业务盈利预测表	17
表 5: 可比公司估值 (截至 2026 年 1 月 13 日收盘)	17
表附录: 三大报表预测值	19

1 世运电路：全球领先的 PCB 制造商

1.1 四十年深耕 PCB 制造，国资入主开启发展新篇章

四十载行业深耕，深度链接全球高端产业链。公司始建于1985年，主要从事印制电路板的研发、设计、生产和销售业务，经过40年的发展，已经成长为员工约6000人、年产能超过500万平方米、年销售额超过50亿元的电路板制造企业。公司发展历程可划分为四个阶段：（1）**初创与奠基阶段**：公司于1985年始建於香港，后将生产重心转向珠三角地区，早期以承接来料加工和生产普通单/双面板为主。（2）**全球供应链切入阶段**：公司于2005年正式成立（鹤山世运），2012年正式更名为广东世运电路科技股份有限公司，此阶段公司向高端制造转型，重点布局汽车电子、工业控制领域，成功进入丰田、大众、松下等国际知名企业的供应链体系。（3）**资本化与产能扩张阶段**：公司2017年登陆上交所主板，至今已通过IPO、发布可转债、定增等多种方式募资，用于扩充产能，聚焦高阶HDI和厚铜板等高端产品，着重布局新能源汽车领域，成功进入特斯拉供应链，并展开深度合作。（4）**国资入主与新发展阶段**：2024年顺德控股集团成为控股股东，公司由民营企业转为地方国资控股；此外，公司长期与特斯拉、小鹏协同研发，突破“嵌入式电路板”技术，目标客户扩展至人工智能、人形机器人、智能眼镜、低空飞行器等新兴领域。

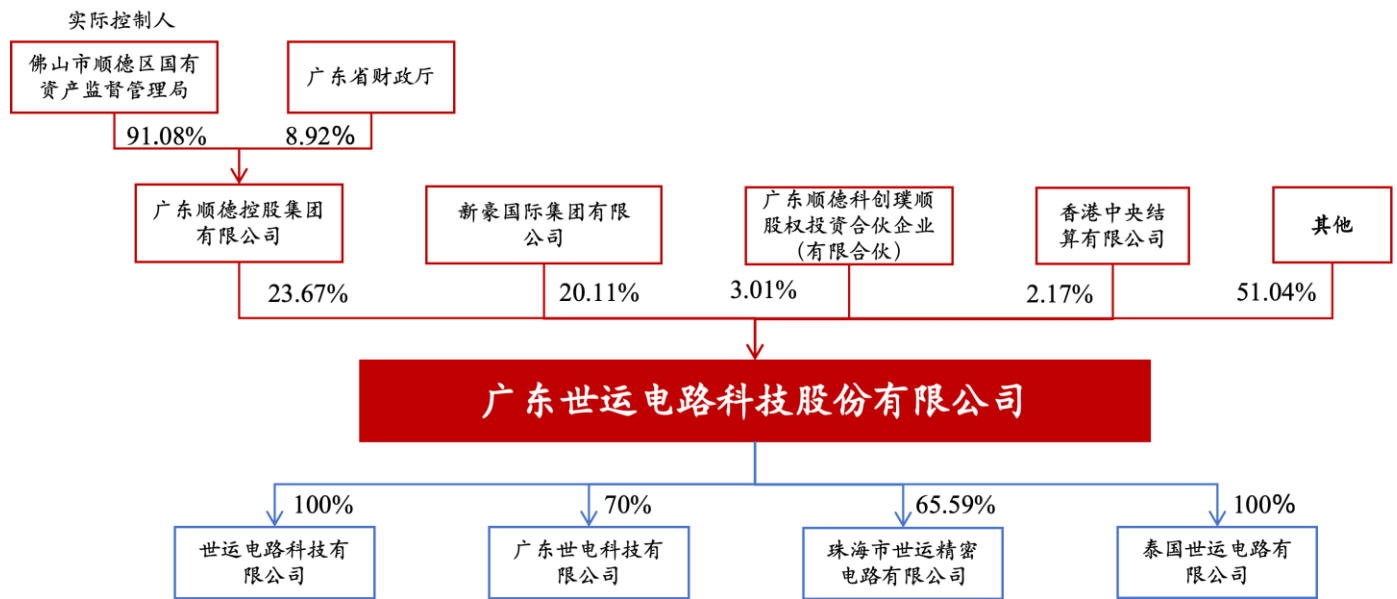
图1：公司发展大事记（1985年至今）



资料来源：世运电路官网，公司公告，浙商证券研究所

国资入主提供信用支撑，原管理体系协同保证业务延续。2024至2025年年初，公司完成了重大的股权变更，原控股股东新豪国际（实控人为公司创始人余英杰）将约1.7亿股股权转让给顺控集团。相关程序完成后，公司控股股东由新豪国际变更为顺控集团，实际控制人变更为佛山市顺德区国有资产监督管理局。顺控集团作为顺德区国资运作经营平台，其控股意味着公司正式进入“国资时代”，对于PCB这种重资产、高资本支出的行业，国资背景能显著提升公司的信用评级，降低融资成本，并在市场开拓以及土地、能源和地方产业配套上获得更强的支持。同时，新豪集团保留了约20%的股份，仍是重要的战略股东，避免了因控制权变更导致的“管理断层”，确保了公司在特斯拉等核心供应链中的技术沉淀和业务关系得以延续。

图2: 公司股权结构及对外投资情况 (截至 2025 年三季报)



资料来源: Wind, Choice, 浙商证券研究所

1.2 产品多元化、高端化，服务国际一流厂商

公司主要产品为印制电路板（PCB），又称印刷线路板、线路板等，主要应用于汽车、工业控制、消费电子、通信和医疗设备等领域。电子制造中，PCB 是一种用于支持和连接电子元器件的基板，用于下游电子信息产业实现电路集成。PCB 在制造中起到承载元器件与实现逻辑互连的关键作用，是电子信息产业链中最为基础且不可或缺的关键部件。

产品多元化、高端化，服务国际一流厂商。公司产品包括多高层刚性板、高密度互连板（HDI）、柔性线路板（FPC）、软硬结合板（Rigid-Flex）、厚铜板及金属基板等线路板，广泛应用于汽车、工业控制、消费电子、通信和医疗设备等领域，呈现出多元化、多领域、高端化的特点。公司产品获多项国际认证，位列 2023 年全球 PCB 企业第 32 位、2022 年全球汽车 PCB 供应商第 9 位，服务客户涵盖特斯拉、松下、三菱、捷普、博世、戴森、雅培、亚马逊等国际知名的汽车、消费电子、医疗等行业终端客户。当前，公司正加速向“高端化、智能化、绿色化”方向转型，重点拓展 AI 算力、人形机器人、等前沿领域。

表 1: 公司产品下游应用与主要客户

下游行业	最终产品	PCB 技术	产品图示	客户
汽车	1、刹车系统、转向系统、安全气囊系统、动力系统等； 2、新能源车电机控制系统、电池管理系统、自动驾驶辅助系统、智能座舱系统等；	单面到十八层通孔板、机械盲孔、HDI、厚铜板、金属基板、嵌铜块		特斯拉、大众、宝马、小鹏、长城等
风光储	变流器 PCS、电池管理系统 BMS、能源管理系统 EMS、功率优化器等	最高到 20 层通孔板、HDI、机械盲孔、厚铜板、金属基板等		特斯拉、三菱等
消费	家用电器、扫地机器人、触摸板、摄像头、AR/VR 眼镜、智能门锁等	最高 16 层的通孔板、HDI、柔性板、软硬结合板等		松下、戴森、三星等
制造工业	动力控制、温湿度控制、工厂自动化、建筑机械、办公设备等	最高 24 层的通孔板、机械盲孔、HDI、柔性板、软硬结合板等		捷普、伟创力、和硕、英业达等
云计算及通信	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	最高 24 层的通孔板、HDI、阶梯金手指、长短/分段金手指等		全球头部互联网终端客户
医疗	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	最高 16 层的通孔板、HDI、柔性板、软硬结合板等		雅培、银休特

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

资本运作加速产能扩张与全球化布局，持续加码高端产能。公司目前产能规模为 500 万平方米/年，规划总产能规模约 800 万平方米/年。公司 2017 年 IPO 募资约 13 亿元建设世安电子生产基地，聚焦 HDI 板、高多层板等高端产品，规划年产能 200 万平方米，于 2021 年底基本实现产能释放。后公司规划建设产 300 万平方米的世贸电子基地项目，分三期投资：公司于 2021 年发布可转债募资约 10 亿元，用于一期项目建设，产品聚焦 5G 通信、云计算等领域的高多层板，规划年产能 100 万平方米，2022 年逐步投产；公司于 2024 年定增约 18 亿元，其中约 11 亿元用于二期项目建设，产品仍聚焦高端 PCB，规划年产能 150 万平方米（目前调整至 70 万平方米/年）；项目三期规划产能为 50 万平方米，将根据客户需求调整与推进。另外，公司于 2021 年收购奈电（珠海世运），布局柔性电路板业务，年产能 22 万平米；在泰国新建生产基地，规划年产能 120 万平方米/年，产品聚焦新能源汽车、集成电路、人工智能等领域，预计 2026 年末投产；2025 年公司发布公告，拟投资“芯创智载”新一代 PCB 智造基地项目，产品为芯片内嵌式 PCB（18 万平方米/年）和高阶 HDI 电路板（48 万平方米/年），设计产能合计 66 万平方米/年，预计 2026 年中投产。

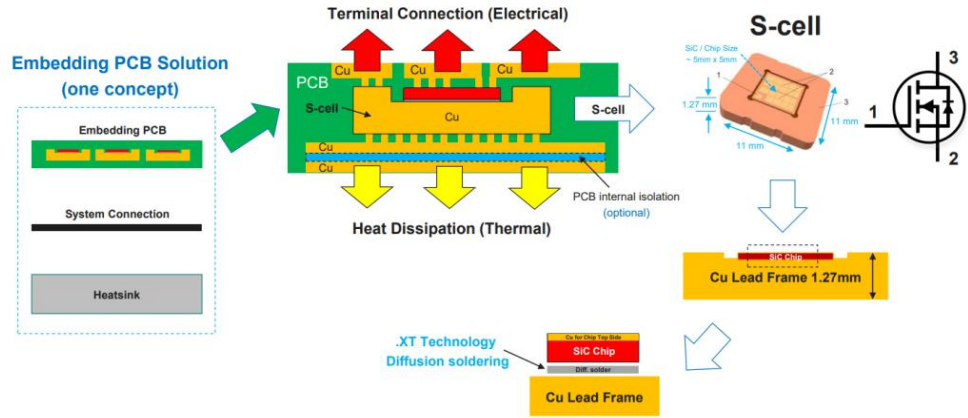
表 2: 公司产能布局

生产基地	所在地	对应产品	下游应用	投产情况	产能规模
公司本部	江门	多层板、HDI 板	汽车、通讯等	2017 年前投产	150 万平方米/年
世安电子	江门	多层板、HDI 板	汽车、电子消费等	2021 年底产能基本释放	200 万平方米/年
世贸电子	江门	多层刚性板、HDI 板、双面硬板、刚挠结合板等	双 5G 通信、云计算等	2022 年一期项目投产 二期项目预计 2027 年 6 月投产 三期项目规划中	300 万平方米/年（二期下调至 70 万平方米/年）
芯创智载	江门	芯片内嵌式 PCB、高阶 HDI	汽车、人工智能等	预计 2026 年中投产	66 万平方米/年
珠海世运	珠海	FPC 双层版、软硬结合板	电子消费、通信等	2004 年已投产	22 万平方米/年
泰国世运	泰国	多层板、HDI 版	汽车、集成电路、人工智能等	预计 2026 年末投产	120 万平方米/年
已实现产能			500 万平方米/年		
规划总产能			约 800 万平方米/年		

资料来源：公司官网，公司公告，浙商证券研究所

嵌入式电路板技术突破，有望实现从 PCB 制造向先进封装载板供应商的升维跨越。公司作为特斯拉全球核心 PCB 供应商，自 2012 年起便通过持续的技术迭代，在处理高算力、高热密度及高频信号传输方面拥有丰富的技术积累。2025 年半年报显示，公司与小鹏联合开发的 800V 高压架构“芯片嵌入式电路板”新项目已成功通过测试并达成目标，有望进入量产。该技术通过将裸芯片及无源器件直接埋入 PCB 中层，利用世运在厚铜板与高精度激光对位上的积淀，成功消除了传统封装的键合线失效风险，使电感降至 1nH 以下并显著提升散热效率。目前，世运电路正斥资 15 亿元建设“芯创智载”生产基地，将这种经过验证的“PCB-半导体-封装”一体化能力，从汽车电子横向迁移至人形机器人及 AI 算力赛道，有望实现从传统电子制造向先进封装载板供应商的升维跨越。

图3: 嵌入式电路板结构示意图

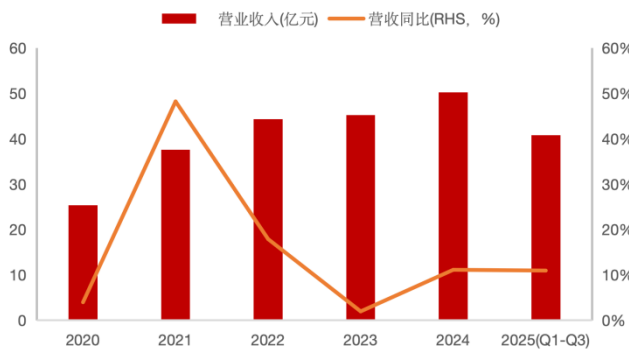


资料来源: Infineon, 浙商证券研究所

1.3 盈利能力处上升通道, 费用管控得当

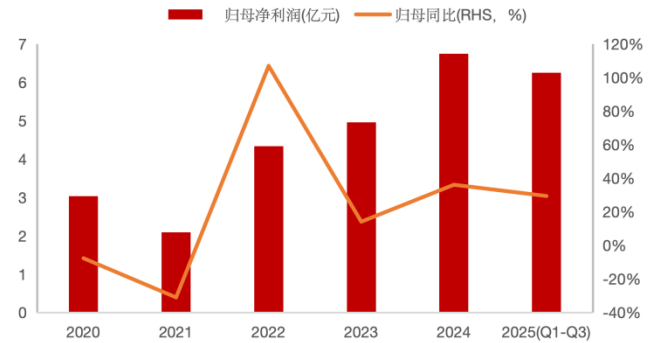
营收突破 50 亿元大关, 净利润进入快速上升通道。公司营业收入从 2020 年的 25.36 亿元稳步增长至 2024 年的 50.22 亿元, 增势良好; 2025 年前三季度已实现营收 40.78 亿元, 同比增长 10.96%, 延续双位数增长态势。归母净利润方面, 尽管 2021 年受人民币汇率上升与原材料成本上涨影响出现下滑 (同比-30.97%), 但自 2022 年起显著修复, 2022-2024 年分别同比增长 107.01%、14.17% 和 36.17%; 2025 年前三季度归母净利润达 6.25 亿元, 同比增长 29.46%, 显示公司盈利能力和成长性均处于上行通道。

图4: 公司营收处于上行通道



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

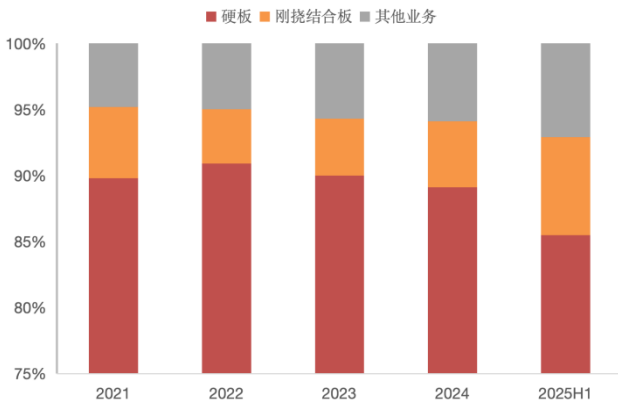
图5: 公司归母净利润快速增长



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

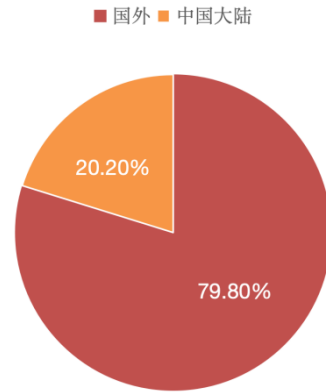
业务结构优化, 硬板业务仍为收入基石。公司硬板业务 2021 至 2025 年占比维持在 89% 左右, 2025H1 下滑至 85.4%, 同期刚挠结合板及其他业务占比快速提升至 7.4% 和 7.1%, 反映公司正加速向高附加值、高技术壁垒的细分品类拓展。客户结构方面, 2025H1 海外营收占比高达 79.8%, 凸显其深度嵌入全球高端制造供应链的能力, 尤其在汽车电子与新兴科技领域具备显著优势。整体来看, 公司产品结构升级与市场多元化战略成效初显。

图6: 公司分业务营收占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

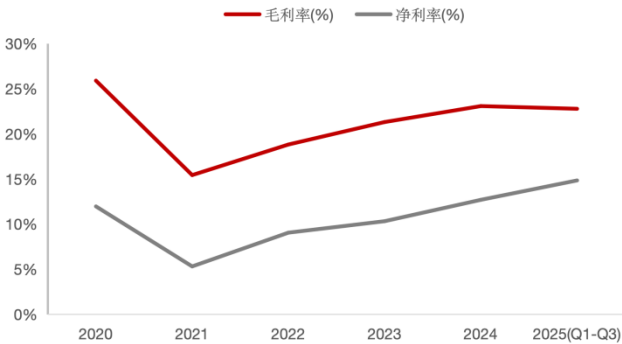
图7: 2025H1 分地区营收占比



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

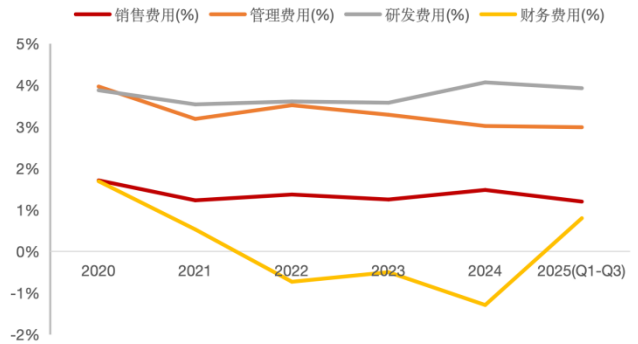
盈利能力显著修复, 费率稳定可控。 盈利能力方面, 2021 年受原材料涨价、汇率变动 (汇兑损益) 等因素影响, 公司毛利率、净利率分别下跌至 15.44%、5.32%。得益于下游新能源汽车、风光储能的发展以及短期不利因素消退, 公司盈利能力逐步修复, 至 2025 年前三季度, 公司毛利率、净利率已分别回升至 22.79%、14.85%。费用管控方面, 销售、管理与研发费率均维持在较低且稳定的水平。财务费率受汇率波动 (汇兑损益) 的影响较为明显, 但整体维持在较低水平, 影响有限。综合来看, 公司费率管控得当。

图8: 公司毛利率、净利率逐步修复



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

图9: 公司期间费率稳定可控



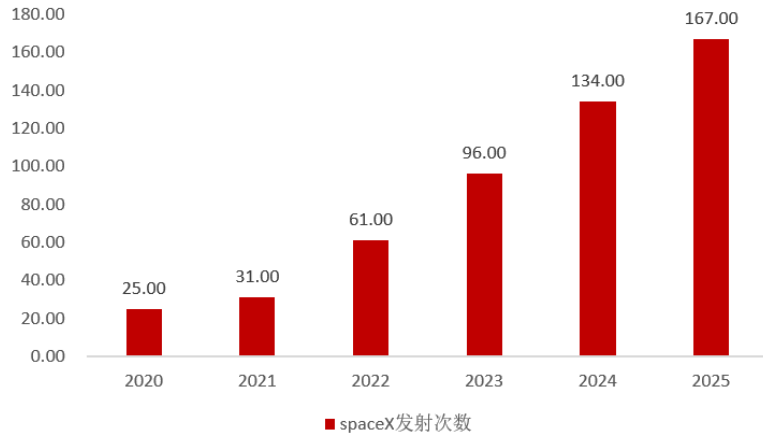
资料来源: Choice, 浙商证券研究所

2 与大客户共成长，特斯拉链最强 α

2.1 商业航天：低轨星座引领产业爆发，PCB 需求同步扩容

以星链（Starlink）星座为核心，SpaceX 正重塑全球天基通信产业格局，凭借颠覆性技术突破开启低轨卫星互联网新时代。不同于传统地面通信网络的地域限制，星链通过大规模低轨卫星组网，实现了广域覆盖与高速传输的双重突破，迅速点燃全球商业航天领域的创新热情。回溯发展历程，2019 年星链测试卫星的成功发射，标志着低轨卫星星座商业化探索的正式启动；历经多轮技术迭代，截至 2025 年 8 月，星链累计发射卫星数量已逾 9400 颗，在轨运营卫星超 7100 颗，占据全球活跃卫星总数的六成以上，市场先发优势显著。技术层面的持续突破更夯实了领先地位：星链的成功商业化，也带动低轨卫星赛道成为全球产业焦点，中国星网、千帆星座等国内外企业纷纷加速布局，产业竞争格局逐步形成。

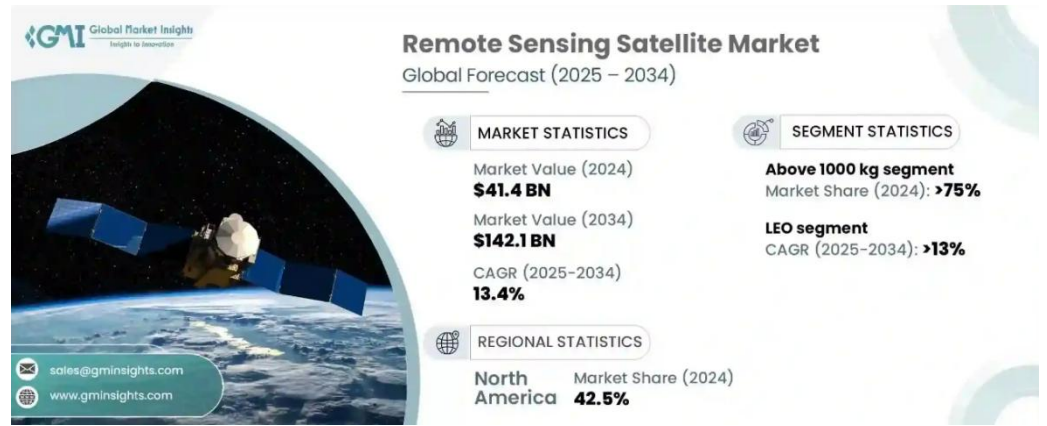
图10: SpaceX 历年发射次数



资料来源：环球网，浙商证券研究所

低轨卫星产业的爆发式增长，催生了海量市场需求，而星链作为赛道领军者，正持续扩大其市场影响力。从产业规模维度看，低轨卫星相关市场已进入高速增长期：根据 GMI 预测，2024 年全球遥感卫星市场价值为 414 亿美元，估计 2025 年至 2034 年 CAGR 增长率为 13.4%。用户端的快速渗透更印证了市场潜力，2025 年星链全球活跃用户数量已突破 900 万，其中最新 100 万用户的增长周期仅 47 天，按此增速预计 2026 年初即可突破 1000 万用户大关。对于未来发展，马斯克在 2025 年底明确表态，下一代星链 V3 卫星将于 2026 年四季度进入大规模部署阶段，未来星链星座不仅将实现千兆级通信速率的普及，更有望升级为“AI 太空数据中心”。值得注意的是，星链已成功构建“降本-组网-盈利”的商业闭环，随着规模化生产的持续推进，卫星制造成本将进一步下行，推动产业进入良性发展循环。

图11: 遥感卫星市场规模



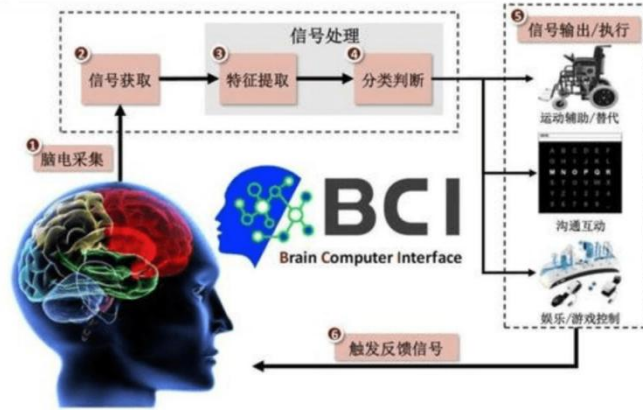
资料来源: GMI, 浙商证券研究所

在星链卫星及终端的核心组件中, PCB 扮演着不可或缺的关键角色, 其需求规模随星链的规模化部署同步扩张, 公司作为特斯拉核心供应商, 有望深度受益于这一产业红利。具体来看, PCB 的应用贯穿星链系统全链条: 卫星端的相控阵天线、射频收发器、激光通信模块, 以及地面终端的信号处理单元、电源管理系统等核心部件, 均需依靠 PCB 实现电气信号的稳定传输与各类组件的高效集成。结合低轨卫星的运行特性——高速移动、太空极端环境(高低温交变、强辐射)及严格的轻量化要求, 星链对 PCB 的性能提出了更高的要求: 一方面需要高性能硬板承载相控阵天线的高密度芯片集成; 另一方面则依赖柔性 PCB (FPC) 适配特殊装配场景, 凭借可自由弯曲折叠、轻量化、散热效能优异等特性, FPC 可完美匹配卫星太阳能电池板折叠机构的安装需求, 以及终端寄生辐射层与驱动辐射层的连接适配。从技术壁垒来看, 太空级 PCB 因需满足抗辐射、耐极端环境等特殊要求, 技术壁垒远高于民用 PCB。

2.2 脑机接口: Neuralink 引领商业化突破, PCB 需求同步释放

马斯克旗下 Neuralink 以颠覆性技术突破, 推动脑机接口从实验室探索加速迈向商业化落地。作为连接生物智能与机器智能的核心桥梁, 脑机接口通过采集、编码大脑神经信号并与外部设备实现信息交互, 打破了传统人机交互的物理限制, 迅速成为全球科技领域的创新焦点。回溯发展历程, Neuralink 于 2016 年成立后便聚焦高带宽、低侵入性脑机接口技术研发, 2023 年底完成全球首例人类脑机接口植入试验, 2024 年实现首例人体移植; 截至 2025 年 9 月, 全球已有 12 人植入其设备, 累计使用时长超 1.5 万小时, 临床试验参与者已能通过脑信号操控电脑、机械臂完成复杂动作。2025 年底, 马斯克表示 Neuralink 将于 2026 年开始对脑机接口设备进行“大规模生产”, 并转向“更加精简和几乎完全自动化的外科手术流程”, 这一举措标志着行业从“医疗试验品”向“可普及产品”跨越的关键转折。脑机接口产业正迎来商业化爆发的关键窗口期, 据 Precedence Research 预测, 2034 年全球市场规模将攀升至 124 亿美元;

图12: 脑机接口系统示意图



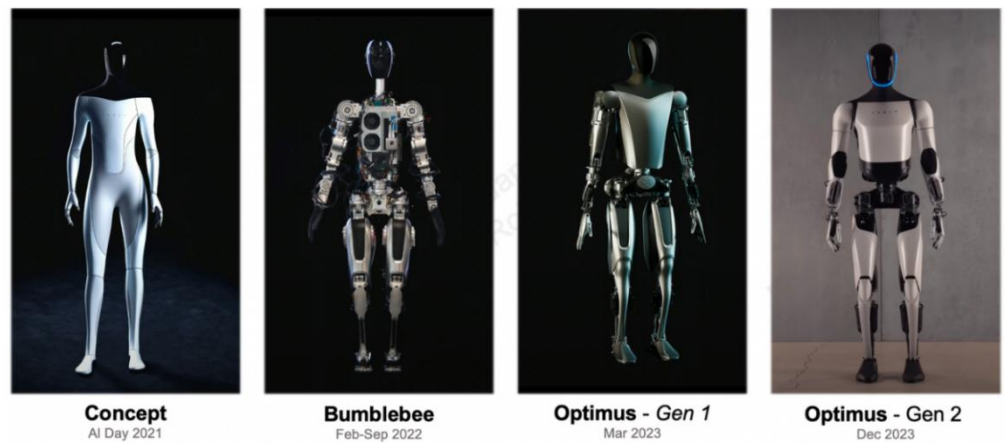
资料来源: 森芯微电子, 浙商证券研究所

脑机接口的植入式芯片的信号采集模块、神经信号编码/解码单元, 以及外部接收终端的信号处理电路、电源管理模块等关键组件, 均需依托 PCB 实现神经信号的稳定传输、高效转换与组件的精密集成。世运电路与脑机产业重要客户的战略合作在稳步推进中, 为客户相关产品提供所需的 PCB, 目前参与客户新产品与新料号的研发, 相关产品处于性能迭代与可靠性测试的关键阶段。公司深耕 PCB 领域多年, 具备高密度互联(HDI)、高多层板、厚铜、软硬结合板等核心工艺能力, 可匹配脑机接口设备对信号传输稳定性、抗干扰性及精密制造的严苛要求。

2.3 机器人: 人形机器人空间广阔, 绑定特斯拉共享供应链红利

人形机器人作为人工智能与高端制造的交叉领域, 是全球发达经济体的主力发展产业之一。国家工信部在 2023 年 11 月份印发的《人形机器人创新发展指导意见》中提到, 人形机器人有望成为继计算机、智能手机、新能源汽车之后的又一颠覆性产品, 将人形机器人定位为重要的经济增长新引擎。从市场空间看, 人形机器人有望形成千亿美元级别的蓝海市场。

图13: 特斯拉历代机器人示意图



资料来源: 特斯拉, 浙商证券研究所

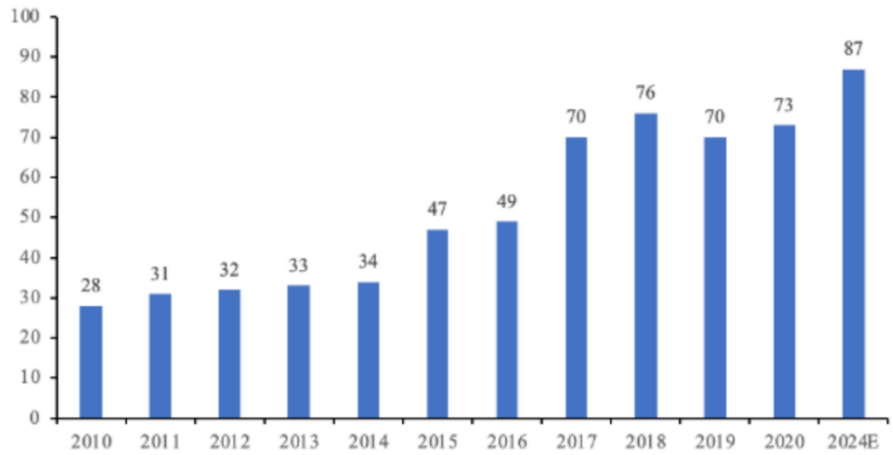
马斯克将 **Optimus** 视为“比汽车更重要”的产品, 特斯拉为 **Optimus** 规划了清晰的商业化“三步走”路线: 2025 年 Q3-Q4 启动内部量产, 全年目标生产 1 万台, 其中超 1000 台将直接部署于弗里蒙特、上海等超级工厂; 2026 年作为对外商业化元年, 将以 1.5-2 万美元的单价面向汽车、3C、物流等工业客户交付 5-10 万台; 2027 年起产能实现 10 倍扩张, 2030 年前达成百万台年产能目标, 逐步渗透家庭服务、医疗护理等消费级场景。

世运电路自 2020 年起配合客户研发、生产人形机器人 PCB 产品, 目前世运电路的 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。目前公司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。

2.4 智能驾驶: 智能驾驶推动汽车升级, PCB 有望量价起升

新能源汽车电子化程度远高于传统燃油汽车, 新能源汽车的快速渗透将进一步提升汽车行业智能化程度, 为汽车电子提供了较大的成长空间。2010 年-2024 年, 受益于汽车单车 PCB 价值量上升, 全球汽车电子 PCB 产值快速上升。

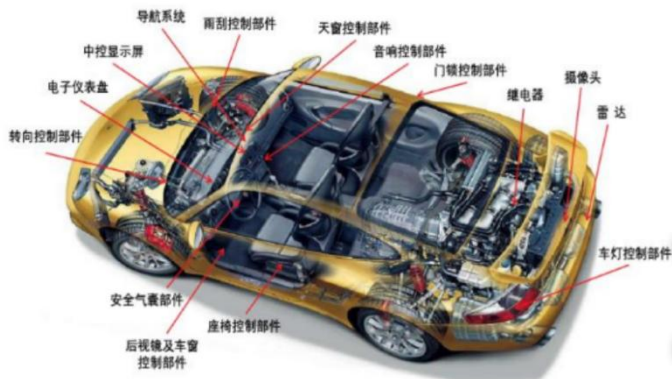
图14: 全球汽车电子 PCB 产值 (亿美元)



资料来源: 世运电路, 浙商证券研究所

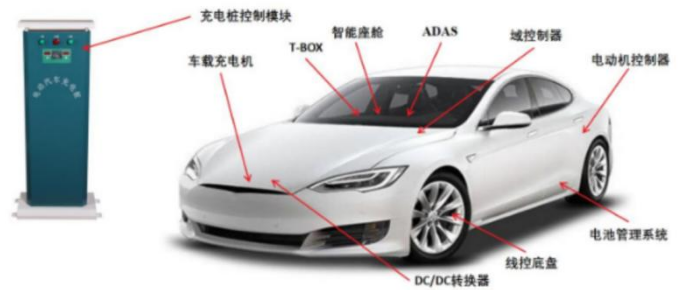
传统汽车领域, PCB 是各类电子部件的核心基础材料, 广泛覆盖安全气囊、转向控制、中控、车灯控制、雷达、电子仪表盘、导航系统、天窗控制、继电器、座椅控制、后视镜及车窗控制等关键环节。新能源车变革重构 PCB 需求逻辑: 一方面, 相较传统燃油车, 新能源车新增电池、电机、电控三大核心系统及充电桩配套设施, 直接拓宽 PCB 应用边界; 另一方面, 汽车智能化、网联化趋势下, 智能辅助驾驶 (ADAS)、智能座舱、域控制器、车联网控制单元等新兴部件加速落地, 进一步丰富 PCB 应用场景。与此同时, 电池管理系统、车载控制单元、微控制单元等增量部件的搭载, 驱动新能源车 PCB 使用量较传统燃油车实现大幅提升。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。在传统燃油汽车中, 每辆普通汽车的 PCB 用量是 0.6-1 平方米, 高端车型用量在 2-3 平米。而新能源汽车基于设计方案不同, 车均使用面积大约在 5-8 平米, 为传统汽车的 5-8 倍。

图15: 传统汽车 PCB 使用情况



资料来源: 金禄电子, 浙商证券研究所

图16: 新能源汽车 PCB 使用情况



资料来源: 金禄电子, 浙商证券研究所

表 3: 不同车型 PCB 用量

汽车类型	细分车型	单车 PCB 用量
传统燃油车	普通车型	0.6~1 平方米
	高端车型	2~3 平方米
新能源汽车	\	5~8 平方米

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

汽车产业的智能化趋势将进一步带动汽车电子 PCB 行业的发展。智能汽车是指通过搭载先进传感器等装置，运用人工智能等新技术，具有自动驾驶功能，逐步成为智能移动空间和应用终端的新一代汽车。就目前来看，汽车智能化的两大标志为自动驾驶和智能座舱，而这将成为未来汽车电子 PCB 行业发展的又一助力。

随着自动驾驶程度不断提升，汽车使用传感器数量不断增加，多传感器对硬件的更高要求以及汽车雷达的发展趋势将会进一步驱动车用 PCB 的需求。汽车的传感器主要用于测量与控制，仅靠单一或少数传感器难以满足自动驾驶的要求，各种传感器的性能各有优势，多传感器融合是必然趋势。同时，多传感器融合对于汽车硬件的种类以及数量提出了较高要求。“毫米波雷达+摄像头”是目前最好的技术组合，但是长远来看，“激光雷达+摄像头”可能会成为主流。对于智能座舱来说，电子系统是人车交互的关键，车载屏幕大屏化、集成化、智能化增加了对 PCB 的需求。同时，伴随着互联网技术和汽车技术融合的加深，智能座舱对 PCB 的工艺和设计要求提高，有望进一步带动高密度 HDI 板的需求增加。

公司深耕汽车电子领域多年，汽车应用市场是公司目前最大的销售业务板块。由于汽车复杂的工作环境，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，所以市场开拓工作必须提前谋划、提前布局。报告期，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，紧紧追随终端汽车客户向新能源车转化的步伐，积极开拓新能源汽车市场。截至报告期末，公司已实现对特斯拉（Tesla）、宝马（BMW）、大众（Volkswagen）、保时捷（Porsche）、奔驰（Benz）、丰田（Toyota）、小鹏、广汽、长城、蔚来、理想、上汽、吉利等品牌新能源汽车的供货。未来，在新能源汽车业务方面，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。

3 盈利预测与估值

3.1 细分业务盈利预测

单面板及双面板：单面板及双面板作为公司最基础的 PCB 产品，主要应用于对成本和工艺要求相对较低的领域，需求端相对稳定，收入波动不大，整体保持平稳态势。随着公司产品结构持续优化，资源配置将逐步向多层板等高附加值产品倾斜，单、双面板在整体收入中的占比预计呈现下降趋势。综上，我们预计公司 2025~2027 年单面板实现收入 0.29/0.29/0.28 亿元，毛利率为 7.84%/7.68%/7.53%。双面板实现收入 6.20/7.29/8.10 亿元，毛利率为 17.26%/17.78%/18.31%。

多层板：随着应用场景由传统消费电子加速向新能源汽车与 AI 服务器等领域扩展，对高层数、高可靠性 PCB 的需求不断增强。汽车电子为公司多层板业务的核心应用方向，公司自 2019 年起与国际科技产业领先客户深度合作，并于 2021 年签订协议支持其海外工厂生产，作为其主要 PCB 供应商之一，产品覆盖新能源汽车“三电”系统及辅助驾驶、自动驾驶相关电子模块。伴随车型迭代及单车电子价值量提升，对高端多层板产能形成稳定拉动。同时，公司嵌埋技术成为多层板业务实现性能跃迁关键方向，相较传统方式，嵌埋技术可显著缩短信号传输路径、提升散热效率，尤其契合新能源汽车、航空航天等高功率应用场景。在 AI 领域，AI 服务器对 PCB 在层数、密度、信号完整性及散热性能等方面提出更高要求，显著高于传统服务器，推动多层板及 HDI 板用量与技术规格同步提升。公司前瞻布局高多层及 HDI 技术，截至报告期末，公司已具备 28 层 AI 服务器用 PCB、5 阶 HDI（含任意层互连）、6oz 厚铜多层板及多层 HDI 软硬结合板的批量生产能力，基本覆盖主流 AI 服务器用板工艺需求，并通过技术持续升级及海外工厂产能建设，逐步释放高端多层板产能。同时，公司已通过 OEM 方式进入英伟达、AMD 等头部厂商供应链体系，并积极配合客户新增需求导入。未来，随着新能源汽车与 AI 算力需求持续增长，叠加高端多层板产能的释放，多层板业务收入及盈利能力有望保持较快增长。同时亦有望向人形机器人、商业航天及脑机接口等新兴应用领域延伸，为业务成长提供中长期增量空间。综上，我们预计公司 2025~2027 年多层板实现收入 54.04/71.33/104.22 亿元，毛利率为 23.29%/23.76%/24.47%。

表 4: 世运电路细分业务盈利预测表

业务	指标	2024	2025E	2026E	2027E
单面板	营收 (亿元)	0.30	0.29	0.29	0.28
	yoy (%)	-13.6	-1.7	-1.7	-1.7
	毛利率 (%)	8.00	7.84	7.68	7.53
双面板	营收 (亿元)	5.25	6.20	7.29	8.10
	yoy (%)	-0.4	18.0	17.6	11.1
	毛利率 (%)	16.76	17.26	17.78	18.31
多层板	营收 (亿元)	44.01	54.04	71.33	104.22
	yoy (%)	13.0	22.8	32.0	46.1
	毛利率 (%)	23.29	23.29	23.76	24.47
其他产品	营业收入 (亿元)	0.67	0.66	0.65	0.66
	yoy (%)	6.3	-1.0	-1.3	1.2
	毛利率 (%)	95.8	97.7	99.6	101.6
总收入	营业收入 (亿元)	50.22	61.19	79.56	113.27
	yoy (%)	11.1%	21.8%	30.0%	42.4%
	毛利率 (%)	23.09	23.42	23.78	24.30

资料来源: 世运电路公告, 浙商证券研究所

3.2 盈利估值

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 61.19/79.56/113.27 亿元, 同比增速为 21.84%/30.02%/42.37%; 归母净利润为 8.92/11.77/17.18 亿元, 同比增速为 32.22%/31.89%/45.98%, 当前股价对应 PE 为 43.14/32.71/22.41 倍, EPS 为 1.24/1.63/2.38 元。我们选取 A 股上市 PCB 制造公司胜宏科技、深南电路、景旺电子、东山精密作为可比公司。2023 年受下游需求波动影响, 公司收入及毛利率阶段性承压, 随着需求修复, 2024 年起经营表现逐步改善。公司深度绑定特斯拉, 作为其汽车电子与相关系统 PCB 的重要供应商, 充分受益于特斯拉在新能源汽车、自动驾驶算力平台及相关智能化业务的持续推进。随着特斯拉车型迭代加快、单车电子价值量提升及智能驾驶渗透率提高, 公司在其供应体系内的需求具备持续放量基础, 对公司形成显著赋能。随着 AI 技术加速向自动驾驶、智能座舱及车端算力延伸, 推动对高算力、高可靠性电子系统的需求, PCB 产品向高层数、高集成度、高可靠性方向演进。公司在高多层板、HDI 基础上, 积极推进嵌埋等新型 PCB 技术应用, 契合车端集成化趋势, 提升自身技术壁垒与客户匹配度。同时, 公司稳步推进海外产能布局, 强化对特斯拉等海外客户的交付能力与供应链安全性。未来, 随着 AI 驱动的汽车电子结构性升级及新能源汽车放量, 公司有望在特斯拉成长、技术升级与产能释放的共同驱动下实现业绩持续成长, 故首次覆盖给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值 (截至 2026 年 1 月 13 日收盘)

股票代码	公司名称	最新收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300476.SZ	胜宏科技	279.00	2,428.27	5.85	10.05	14.64	47.68	27.76	19.06
002916.SZ	深南电路	220.18	1,468.03	4.91	7.05	9.28	44.86	31.24	23.73
002384.SZ	东山精密	76.36	1,398.62	1.20	2.69	3.57	63.65	28.37	21.40
603228.SH	景旺电子	70.16	690.94	1.50	2.02	2.60	46.75	34.66	27.00
	平均			3.36	5.45	7.52	50.74	30.51	22.80
603920.SH	世运电路	53.41	384.87	1.24	1.63	2.38	43.14	32.71	22.41

资料来源: Choice, 浙商证券研究所, 注: 胜宏科技、深南电路、景旺电子、东山精密来自 Choice 一致预期

4 风险提示

- 1、下游技术发展及商业化不及预期。公司产品下游应用于商业航天、脑机接口、机器人等前瞻领域，若此类技术发展较慢或市场商业化进展不及预期，可能对公司产品的需求带来较大影响。
- 2、产品导入情况不及预期。公司身处 PCB 行业，需不断配合海外大客户及本土客户进行新一代产品研发、验证及导入，若公司产品在关键客户导入出现问题，可能对公司订单造成较大影响。
- 3、贸易政策变化带来的供应链及客户风险。若中美等贸易大国贸易正常出现变化，既可能影响公司生产产品原材料的采购，也可能影响公司正常产品出口。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	6621	7623	9335	11962
现金	1932	1966	3236	4410
交易性金融资产	2605	3184	2894	3039
应收账款	1373	1701	2245	3150
其它应收款	43	47	63	91
预付账款	11	12	16	23
存货	548	609	790	1147
其他	109	103	91	101
非流动资产	2368	2816	2786	2720
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1	0	1	1
固定资产	2183	2252	2115	2013
无形资产	146	171	204	251
在建工程	23	338	431	425
其他	16	55	35	31
资产总计	8989	10439	12121	14682
流动负债	2157	2070	2764	3850
短期借款	437	196	211	281
应付款项	1493	1609	2210	3123
预收账款	0	0	0	0
其他	227	266	344	446
非流动负债	149	841	717	569
长期借款	0	0	0	0
其他	149	841	717	569
负债合计	2306	2912	3481	4419
少数股东权益	212	163	99	5
归属母公司股东权益	6471	7364	8541	10259
负债和股东权益	8989	10439	12121	14682

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5022	6119	7956	11327
营业成本	3863	4698	6078	8574
营业税金及附加	33	31	45	65
营业费用	75	85	103	147
管理费用	152	184	231	328
研发费用	204	233	294	419
财务费用	(65)	(39)	(40)	(64)
资产减值损失	46	(25)	(22)	9
公允价值变动损益	7	2	2	2
投资净收益	26	5	11	14
其他经营收益	15	13	13	14
营业利润	762	972	1292	1877
营业外收支	(23)	(23)	(23)	(23)
利润总额	740	949	1269	1854
所得税	102	106	157	230
净利润	638	843	1112	1624
少数股东损益	(37)	(49)	(64)	(94)
归属母公司净利润	675	892	1177	1718
EBITDA	1052	1104	1428	1996
EPS (最新摊薄)	0.94	1.24	1.63	2.38

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	11.13%	21.84%	30.02%	42.37%
营业利润	13.49%	27.53%	32.84%	45.31%
归属母公司净利润	9.39%	32.22%	31.89%	45.98%
获利能力				
毛利率	23.09%	23.22%	23.60%	24.30%
净利率	12.70%	13.78%	13.98%	14.33%
ROE	13.22%	12.56%	14.56%	18.17%
ROIC	9.14%	11.07%	12.62%	15.17%
偿债能力				
资产负债率	25.65%	27.89%	28.72%	30.10%
净负债比率	19.05%	8.30%	7.63%	7.14%
流动比率	3.07	3.68	3.38	3.11
速动比率	2.81	3.39	3.09	2.81
营运能力				
总资产周转率	0.66	0.63	0.71	0.85
应收账款周转率	3.80	4.02	4.11	4.27
应付账款周转率	4.28	4.39	4.54	4.73
每股指标(元)				
每股收益	0.94	1.24	1.63	2.38
每股经营现金	1.37	0.96	1.59	2.00
每股净资产	9.00	10.22	11.85	14.24
估值比率				
P/E	57.04	43.14	32.71	22.41
P/B	5.94	5.23	4.51	3.75
EV/EBITDA	16.41	30.59	22.92	15.72

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	988	692	1148	1439
净利润	638	843	1112	1624
折旧摊销	320	152	158	160
财务费用	(65)	(39)	(40)	(64)
投资损失	(26)	(5)	(11)	(14)
营运资金变动	126	(171)	125	83
其它	(5)	(88)	(197)	(350)
投资活动现金流	(2803)	(1149)	159	(229)
资本支出	191	(528)	(105)	(43)
长期投资	(1)	1	(0)	(0)
其他	(2992)	(622)	264	(186)
筹资活动现金流	1750	491	(37)	(35)
短期借款	437	(241)	15	70
长期借款	(71)	0	0	0
其他	1384	732	(53)	(105)
现金净增加额	(65)	34	1269	1174

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>