



## 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)	70.06
总股本/流通股本(亿股)	7.21 / 7.21
总市值/流通市值(亿元)	505 / 505
52周内最高/最低价	70.06 / 23.24
资产负债率(%)	25.7%
市盈率	64.28
第一大股东	广东顺德控股集团有限公司

### 研究所

分析师: 万玮  
SAC 登记编号: S1340525030001  
Email: wanwei@cnpsec.com  
分析师: 吴文吉  
SAC 登记编号: S1340523050004  
Email: wuwenji@cnpsec.com

## 世运电路(603920)

### AI、储能加速成长

#### ● 投资要点

**下游储能需求强劲，在手订单饱满。**2026 年全球储能市场将迎来政策、技术、市场三重共振的爆发期，呈现“中国领跑、美欧发力、新兴市场崛起”的格局。公司储能客户覆盖国际头部企业及国内企业，当前已进入批量供货阶段。目前 T 客户储能需求旺盛，海外市场份额高，后续仍有新增产能持续投放。美国储能市场需求空间巨大，未来几年行业增长速度相对较快。公司依托长期与 T 客户的合作经验及零投诉的高制造水平，与伊顿、三菱、博世、ABB 等国际头部企业达成稳定合作，为其工业控制及储能相关应用提供高可靠性 PCB 产品；在国内市场，公司与多家储能企业建立合作，核心供应适配高频功率转换与耐高压的储能逆变器 PCB 产品，未来订单规模将随国内储能市场增长稳步提升。

**进入英伟达、AMD 供应链体系，参与下一代产品研发测试认证。**公司在 2020 年已经开始配合国际客户自研超级计算机系统项目进行相关 PCB 产品的研发和测试，凭借积累多年的多层及高密度互联硬板技术，以及车规产品的质量把控，获得了客户的信任。2023 年，该项目正式量产，公司成为其主要的 PCB 供应商，同时公司紧密对接其下一代产品芯片研发升级迭代。该项目为公司积累了 AI 服务器相关 PCB 产品的成功生产经验，并以此为契机加快与其他 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已顺利导入批量交付，与国内顶尖 AI 实验室合作开发模组新产品已小批量交付。此外，公司目前已通过 OEM 方式进入英伟达、AMD 的供应链体系并积极配合客户快速增量需求，同时积极参与下一代新产品的研发测试认证。

**布局芯片内嵌技术，预计 26 年年中开始投产。**公司布局芯片内嵌技术，通过消除键合线，减小机械应力失效，显著提升芯片互连技术的可靠性；采用超短连接路径，电感可降至 1nH 以下，进一步降低开关损耗和电压过冲，大幅改善电气性能；通过内嵌的方式，不仅减少了封装体占用的空间、降低了封装成本，还一定程度提升了电气性能和散热效果。公司采用嵌埋工艺将功率芯片直接嵌入到 PCB 板内，通过创新的制程工艺实现器件与 PCB 的一体化，优化芯片与电路板的信号传输路径与散热性能，提高系统功效和可靠性。该项目预计 2026 年年中开始投产，目标客户主要是新能源汽车、人形机器人、光伏储能、AIDC 数据中心、低空飞行器等领域的客户。

#### ● 投资建议：

我们预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 60.0/80.1/100.0 亿元，归母净利润分别为 9.0/12.2/17.1 亿元，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示：

市场复苏不及预期；竞争格局加剧风险；产品研发及技术创新不及预期；客户导入不及预期。

■ 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	6002	8012	10000
增长率(%)	11.13	19.51	33.50	24.82
EBITDA（百万元）	1021.78	1837.21	2220.73	2424.56
归属母公司净利润（百万元）	674.74	899.74	1217.31	1711.70
增长率(%)	36.17	33.35	35.30	40.61
EPS(元/股)	0.94	1.25	1.69	2.38
市盈率（P/E）	74.82	56.11	41.47	29.49
市净率（P/B）	7.80	6.91	6.02	5.09
EV/EBITDA	19.24	25.74	20.49	18.01

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
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	5022	6002	8012	10000	营业收入	11.1%	19.5%	33.5%	24.8%
营业成本	3863	4582	6060	7453	营业利润	38.5%	24.3%	38.3%	40.1%
税金及附加	33	40	53	66	归属于母公司净利润	36.2%	33.3%	35.3%	40.6%
销售费用	75	71	96	110	<b>获利能力</b>				
管理费用	152	162	216	250	毛利率	23.1%	23.7%	24.4%	25.5%
研发费用	204	228	304	310	净利率	13.4%	15.0%	15.2%	17.1%
财务费用	-65	21	40	59	ROE	10.4%	12.3%	14.5%	17.3%
资产减值损失	-50	0	0	0	ROIC	8.5%	10.0%	11.4%	13.3%
营业利润	762	948	1311	1836	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	25.7%	25.0%	29.8%	32.0%
营业外支出	23	0	0	0	流动比率	3.07	4.25	4.16	4.17
利润总额	740	948	1311	1836	<b>营运能力</b>				
所得税	102	104	164	225	应收账款周转率	3.80	7.28	24.53	23.73
净利润	638	843	1146	1611	存货周转率	7.97	6.78	6.53	6.44
归母净利润	675	900	1217	1712	总资产周转率	0.66	0.63	0.73	0.75
每股收益(元)	0.94	1.25	1.69	2.38	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.94	1.25	1.69	2.38
货币资金	1932	4370	6875	9455	每股净资产	8.98	10.13	11.64	13.76
交易性金融资产	2605	2605	2605	2605	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	1373	276	378	465	PE	74.82	56.11	41.47	29.49
预付款项	11	81	112	144	PB	7.80	6.91	6.02	5.09
存货	548	804	1052	1262	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	6621	8356	11304	14274	净利润	638	843	1146	1611
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	139	-63	-60
无形资产	146	128	110	92	其他	9	-20	-2	7
非流动资产合计	2368	1585	766	287	经营活动现金流净额	988	1831	1951	2087
资产总计	8989	9942	12070	14561	资本开支	-296	-51		-51
短期借款	437	810	1184	1557	其他	-2507	-1	42	52
应付票据及应付账款	1493	636	841	1011	投资活动现金流净额	-2803	-52	-9	1
其他流动负债	227	520	694	853	股权融资	1848	1	0	0
流动负债合计	2157	1966	2719	3421	债务融资	359	731	733	733
其他	149	518	878	1237	其他	-456	-98	-169	-241
非流动负债合计	149	518	878	1237	筹资活动现金流净额	1750	634	564	491
负债合计	2306	2484	3597	4658	现金及现金等价物净增加额	-19	2437	2506	2580
股本	719	721	721	721					
资本公积金	4186	4186	4186	4186					
未分配利润	1216	1909	2814	4087					
少数股东权益	212	156	84	-16					
其他	350	486	669	926					
所有者权益合计	6683	7457	8474	9903					
负债和所有者权益总计	8989	9942	12070	14561					

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