

公司盈利短期承压，新增产能开始进入爬坡期

——世运电路 25 年年报及 26Q1 季报点评

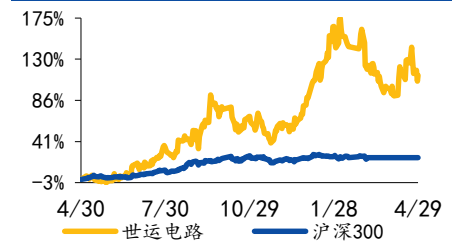
买入|维持

当前价：54.71 元

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 70.68 / 25.59
A 股流通股 (百万股): 720.59
A 股总股本 (百万股): 720.59
流通市值 (百万元): 39423.61
总市值 (百万元): 39423.61

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-2026 年电子行业策略报告: AI 主导的上行景气周期, 寻找结构性投资机会》2026.02.02

报告作者

分析师 **彭琦**
执业证书编号 **S0020523120001**
电话 **021-51097188**
邮箱 **pengqi@gyzq.com.cn**

联系人 **李聪**
电话 **021-51097188**
邮箱 **licong@gyzq.com.cn**

● 报告要点:

公司 25 年营收 55.77 亿元 (YoY+11.05%), 归母净利 6.84 亿元 (YoY+1.37%), 毛利率和净利率分别为 21.14%和 11.72%。单季度 26Q1, 公司营收 13.22 亿元 (YoY+8.63%, QoQ-11.77%), 归母净利 0.37 亿元 (YoY-79.63%, QoQ-37.70%), 毛利率和净利率分别为 13.54%和 2.17%。

原材料涨价和汇率波动等短期因素对公司毛利率形成一定影响, 我们预计 Q2 公司同下游客户的协商调价有利于稳定整体毛利率水平。

展望 2026 年, 智能化、域控化、三电 HDI 化及 800V 高压平台带来的单车价值量提升, 有望形成业务增量; 随着大客户装机增长, 储能业务仍有望保持较好景气度; AI/算力业务上, 公司通过 OEM 模式进入 NVIDIA、AMD、Google 等供应体系, 处于订单导入和产能爬坡阶段。

产能方面, 公司在泰国的 PCB 项目规划年产高精密 PCB 120 万 m^2 , 26Q1 进入试生产, 主要服务海外客户及 AI、汽车、储能等方向。鹤山二期新增双面板/多层板及 HDI 产能 70 万 m^2 /年, 预计 26 年中投产, 用于 AI、储能、汽车高阶化等需求。芯创智载项目设计产能 66 万 m^2 /年, 产品包括内嵌式 PCB 和高阶 HDI, 目前已建成中试线, 后续随客户验证进展分阶段释放产能。

我们预测公司 26-27 年营收 75.71/103.80 亿元, 归属母公司净利润为 9.01/15.91 亿元, 对应 PE 分别为 44/25 倍, 维持“买入”评级。

财务数据和估值

	2025A	2026E		2027E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入 (百万元)	5577	7571	7907	10380	10564
增长率 (%)	11.1%	35.8%	41.8%	37.1%	33.6%
归母净利 (百万元)	684	901	1154	1591	1657
增长率 (%)	1.4%	31.7%	68.7%	76.7%	43.7%
EPS (元/股)	0.95	1.25	1.60	2.21	2.30
市盈率 (P/E)	51	44	33	25	23
市净率 (P/B)	5.34	5.53	5.05	4.52	4.39

资料来源: iFind, 国元证券研究所

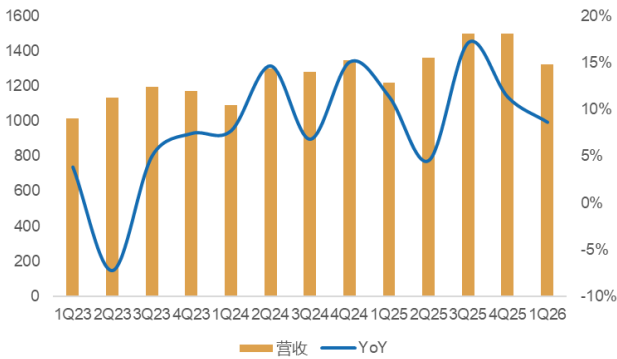
注: 市场预期为 iFind 一致预期, 股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

● 风险提示

上行风险: 原材料成本传导顺利; 客户导入超预期; 新产能爬坡顺利

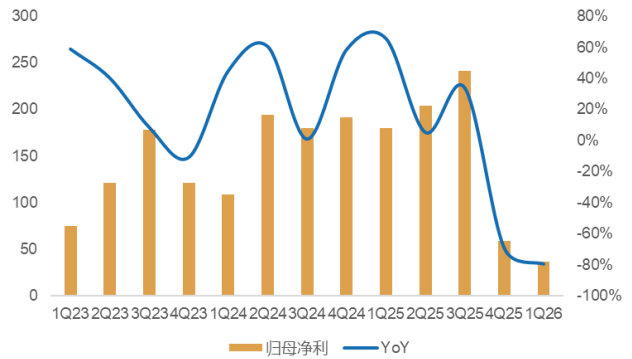
下行风险: 原材料价格持续上涨; 新产能爬坡不及预期; 其他系统性风险

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



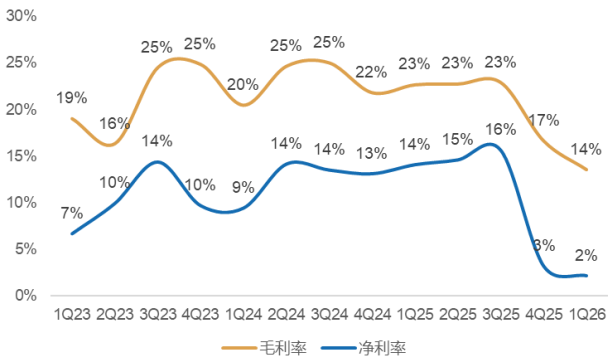
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



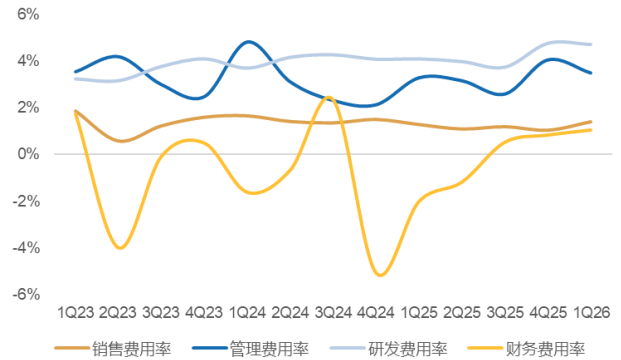
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



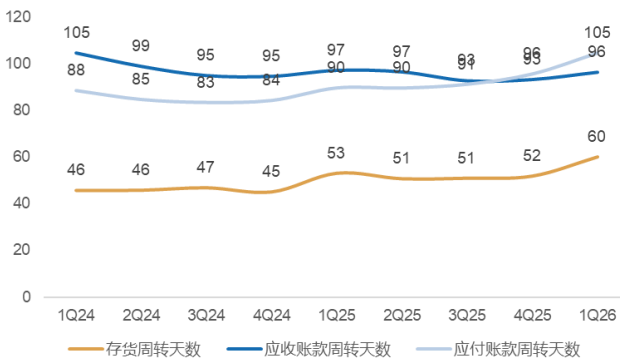
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 4：公司费用情况



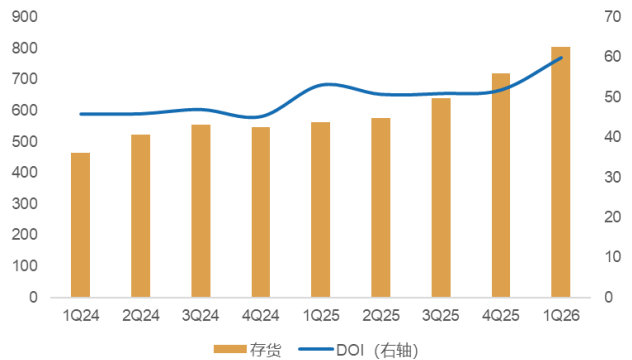
资料来源：iFind，国元证券研究所

图 5：公司经营情况



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 6：公司存货及 DOI（百万元&天）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

风险提示

上行风险：

原材料成本传导顺利：公司 25Q4 及 26Q1 盈利承压主要来自覆铜板、铜箔、铜球等原材料涨价及汇率波动。若 26Q2 起客户调价落地更充分，叠加原材料价格企稳或回落，公司毛利率修复幅度可能超预期。

客户导入超预期：公司产品切入 AI、汽车、储能等领域，若在相关客户中订单导入快于预期，则带动公司收入增加和毛利率中枢上行。

新产能爬坡顺利：泰国项目、鹤山五工厂二期及芯创智载均定位高端产能。若客户认证、订单导入和良率提升顺利，公司收入规模和高端产品占比有望同步提升。

下行风险：

原材料价格持续上涨：存量料号调价并非 100%转嫁，公司与客户多采取协商共担方式。若铜、覆铜板、金盐等价格继续上涨，而客户顺价滞后或幅度不足，毛利率修复可能低于预期。

新产能爬坡不及预期：泰国工厂、鹤山二期、芯创智载均涉及高端产品，客户认证和良率爬坡存在不确定性。若产线稳定性、良率、订单导入慢于预期，可能导致折旧和费用先行、收入和利润贡献滞后。

其他系统性风险：中美贸易摩擦、边缘地域摩擦等

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
货币资金	1,666	2,113	3,562	5,771	
交易性金融资产	2,466	2,166	1,966	1,866	
应收账款及应收票据	1,519	2,098	2,873	3,802	
存货	719	824	1,074	1,405	
预付账款	5	12	16	21	
其他流动资产	221	231	283	360	
流动资产合计	6,597	7,444	9,775	13,225	
长期股权投资	163	163	163	163	
投资性房地产	0	0	0	0	
固定资产合计	2,181	2,141	1,990	1,733	
无形资产	170	195	220	245	
商誉	0	0	0	0	
递延所得税资产	6	6	6	6	
其他非流动资产	636	921	1,119	1,218	
资产总计	9,753	10,870	13,273	16,590	
短期借款	672	572	522	492	
应付票据及应付账款	1,941	2,533	3,342	4,394	
预收账款	0	0	0	0	
应付职工薪酬	142	182	241	316	
应交税费	38	61	83	110	
其他流动负债	77	101	133	174	
流动负债合计	2,870	3,449	4,321	5,486	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
递延所得税负债	66	63	63	63	
其他非流动负债	107	105	105	105	
负债合计	3,043	3,617	4,489	5,654	
归属于母公司的所有者权益	6,529	7,123	8,714	10,931	
少数股东权益	182	131	70	5	
股东权益	6,710	7,253	8,784	10,936	
负债及股东权益	9,753	10,870	13,273	16,590	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流净额	921	1,125	1,669	2,298	
投资	-156	300	200	100	
资本性支出	-734	-632	-432	-232	
其他	-145	74	73	82	
投资活动现金流净额	-1,036	-258	-159	-49	
债权融资	229	-100	-50	-30	
股权融资	13	0	0	0	
支付股利及利息	-649	-12	-11	-10	
其他	-3	-56	0	0	
筹资活动现金流净额	-409	-168	-61	-40	
现金净流量	-525	709	1,449	2,209	

资料来源: iFind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	5,577	7,571	10,380	13,742	
%同比增速	11%	36%	37%	32%	
营业成本	4,398	6,078	8,022	10,545	
毛利	1,179	1,493	2,358	3,198	
%营业收入	21%	20%	23%	23%	
税金及附加	28	38	52	69	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
销售费用	65	68	83	96	
%营业收入	1%	1%	1%	1%	
管理费用	183	220	270	344	
%营业收入	3%	3%	3%	3%	
研发费用	231	280	353	454	
%营业收入	4%	4%	3%	3%	
财务费用	-20	-17	-20	-30	
%营业收入	0%	0%	0%	0%	
资产减值损失	-36	-20	-20	-20	
信用减值损失	-7	-5	-5	-5	
其他收益	16	38	52	69	
投资收益	49	61	73	82	
净敞口套期收益	0	0	0	0	
公允价值变动收益	51	0	0	0	
资产处置收益	0	0	0	0	
营业利润	766	978	1,720	2,392	
%营业收入	14%	13%	17%	17%	
营业外收支	-11	-1	-1	-1	
利润总额	754	977	1,719	2,391	
%营业收入	14%	13%	17%	17%	
所得税费用	101	127	189	239	
净利润	654	850	1,530	2,152	
%营业收入	12%	11%	15%	16%	
归属于母公司的净利润	684	901	1,591	2,217	
%同比增速	1%	32%	77%	39%	
少数股东损益	-30	-51	-61	-65	
EPS (元/股)	0.95	1.25	2.21	3.08	

主要财务比率					
会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E	
EPS	0.95	1.25	2.21	3.08	
BVPS	9.06	9.88	12.09	15.17	
PE	50.96	43.78	24.77	17.78	
PEG	37.32	1.38	0.32	0.45	
PB	5.34	5.53	4.52	3.61	
EV/EBITDA	34.96	29.00	17.68	12.53	
ROE	10%	13%	18%	20%	
ROIC	8%	11%	16%	19%	

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的相对市场表现, 其中 A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数, 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), 北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国境内(台湾、香港、澳门地区除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测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投资建议或要约邀请。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。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务, 上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海	北京
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编: 230000	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编: 200135	地址: 北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼 中建财富国际中心 5 层 邮编: 100029