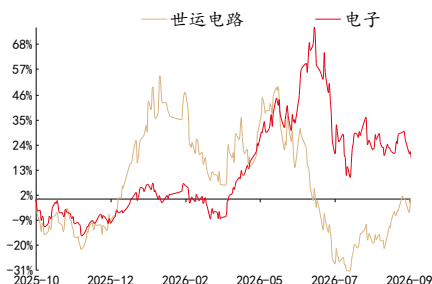




股票投资评级

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)	44.40
总股本/流通股本(亿股)	7.21 / 7.21
总市值/流通市值(亿元)	320 / 320
52周内最高/最低价	70.68 / 31.52
资产负债率(%)	31.2%
市盈率	46.74
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)

提价传导落地，盈利修复叠加产能扩张

● 投资要点

订单景气基本面扎实，提价落地盈利拐点明确。公司下游需求旺盛，订单储备充裕、产能高位运行，26H1 盈利短期承压、同比回落，主要受大宗原材料价格大幅上行、海外长单模式导致成本传导滞后，以及人民币升值产生汇兑损失影响。公司积极对冲成本压力，供应链端通过长协锁价、供应商多元化及战略备货保障供应链稳定；价格端依托行业通用调价机制完成多轮全线提价并顺利落地，客户认可度高，成本压力有望持续缓释。同时公司持续推进结构优化，加速 AI 服务器、人形机器人等高附加值 PCB 产品放量，带动毛利率修复；泰国基地顺利量产爬坡，海外产能落地有望对冲汇率、关税波动，打开中长期成长空间。随着提价传导全面兑现，公司盈利拐点已现，未来将凭借产品高端化与全球化产能释放，实现业绩修复与稳步增长。

海内外产能扩张稳步落地，持续夯实中长期成长基底。海外布局上，泰国高端 PCB 项目已顺利量产，后续将持续产能爬坡、推进客户认证，有效对冲贸易与汇率波动风险，提升海外市场份额与综合抗风险能力。国内高端化迭代提速，鹤山“芯创智载”项目聚焦芯片内嵌式 PCB、高阶 HDI 等高附加值产品，中试线已实现小批量供货并获主流车企认可，项目主体工程有序推进，未来高端产能将持续释放。同时，鹤山二期募投项目设备已进场调试，投产后将新增优质 PCB 产能，精准匹配下游订单增量，持续优化产品结构、巩固行业核心竞争力。

● 投资建议：

我们预计公司 2026/2027/2028 年营收分别为 67/88/106 亿元，归母净利润分别为 7/12/18 亿元，维持“买入”评级。

● 风险提示：

技术迭代不及预期的风险；市场竞争加剧风险；产能爬坡不及预期；原材料涨价。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5577	6740	8771	10598
增长率(%)	11.05	20.86	30.12	20.84
EBITDA(百万元)	969.53	1735.07	2369.12	2419.40
归属母公司净利润(百万元)	683.96	703.61	1248.68	1756.55
增长率(%)	1.37	2.87	77.47	40.67
EPS(元/股)	0.95	0.98	1.73	2.44
市盈率(P/E)	46.78	45.47	25.62	18.21
市净率(P/B)	4.90	4.72	4.05	3.38
EV/EBITDA	34.96	17.21	11.80	10.78

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)	2025A	2026E	2027E	2028E	主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
利润表					成长能力				
营业收入	5577	6740	8771	10598	营业收入	11.0%	20.9%	30.1%	20.8%
营业成本	4398	5336	6607	7789	营业利润	0.4%	2.5%	77.8%	40.9%
税金及附加	28	32	40	48	归属于母公司净利润	1.4%	2.9%	77.5%	40.7%
销售费用	65	78	96	106	获利能力				
管理费用	183	216	272	318	毛利率	21.1%	20.8%	24.7%	26.5%
研发费用	231	276	351	403	净利率	12.3%	10.4%	14.2%	16.6%
财务费用	-20	29	48	28	ROE	10.5%	10.4%	15.8%	18.6%
资产减值损失	-36	-36	-36	-36	ROIC	7.6%	8.3%	12.1%	14.6%
营业利润	766	784	1395	1965	偿债能力				
营业外收入	3	0	0	0	资产负债率	31.2%	29.6%	33.1%	31.0%
营业外支出	14	0	0	0	流动比率	2.30	3.16	3.43	3.77
利润总额	754	784	1395	1965	营运能力				
所得税	101	118	209	295	应收账款周转率	3.86	7.37	24.90	24.45
净利润	654	667	1186	1670	存货周转率	6.94	6.63	6.81	6.83
归母净利润	684	704	1249	1757	总资产周转率	0.60	0.69	0.81	0.83
每股收益(元)	0.95	0.98	1.73	2.44	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.95	0.98	1.73	2.44
货币资金	1666	3537	6171	8054	每股净资产	9.06	9.41	10.96	13.14
交易性金融资产	2466	2466	2466	2466	估值比率				
应收票据及应收账款	1519	311	394	473	PE	46.78	45.47	25.62	18.21
预付款项	5	99	128	146	PB	4.90	4.72	4.05	3.38
存货	719	891	1048	1232	现金流量表				
流动资产合计	6597	7572	10536	12756	净利润	654	667	1186	1670
固定资产	2181	1334	482	78	折旧和摊销	324	922	926	426
在建工程	464	464	464	464	营运资本变动	-7	6	-70	-69
无形资产	170	149	128	106	其他	-50	25	36	1
非流动资产合计	3156	2270	1395	969	经营活动现金流净额	921	1619	2078	2029
资产总计	9753	9842	11931	13725	资本开支	-734	-51	-51	0
短期借款	672	1046	1419	1419	其他	-302	54	55	70
应付票据及应付账款	1941	741	896	1069	投资活动现金流净额	-1036	3	4	70
其他流动负债	256	610	758	895	股权融资	13	0	0	0
流动负债合计	2870	2396	3073	3383	债务融资	229	733	733	0
其他	173	518	878	878	其他	-651	-480	-181	-215
非流动负债合计	173	518	878	878	筹资活动现金流净额	-409	252	552	-215
负债合计	3043	2915	3951	4261	现金及现金等价物净增加额	-525	1871	2634	1883
股本	721	721	721	721					
资本公积金	4202	4202	4202	4202					
未分配利润	1208	1727	2656	3962					
少数股东权益	182	145	82	-4					
其他	398	133	320	583					
所有者权益合计	6710	6927	7980	9463					
负债和所有者权益总计	9753	9842	11931	13725					

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于2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，公司注册资本61.68亿元人民币，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司，公司是中邮创业基金管理股份有限公司的第二大股东。

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，具备展业的各项资格。截至2025年10月底，公司在全国设有58家分支机构(含29家分公司、29家营业部)，1家资产管理分公司和1家另类投资子公司。

中邮证券紧密依托中国邮政集团有限公司的雄厚实力，通过强化“自营+协同”发展模式，实现快速发展，当前服务的经纪客户已超过260万人。公司始终坚持诚信经营、践行金融为民，为社会大众提供全方位专业化的证券投资服务，努力成为员工自豪、股东放心、客户信赖、社会尊重的优秀企业，打造契合中国邮政资源禀赋和市场地位的特色精品券商。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市丰台区北甲地路2号院6甲1号，玺萌大厦南塔

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