

2023年09月17日

华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 业绩符合预期，新能源 PCB 持续放量空间广阔

## —世运电路（603920.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：毛正 S1050521120001

✉ maozheng@cfsc.com.cn

分析师：吕卓阳 S1050523060001

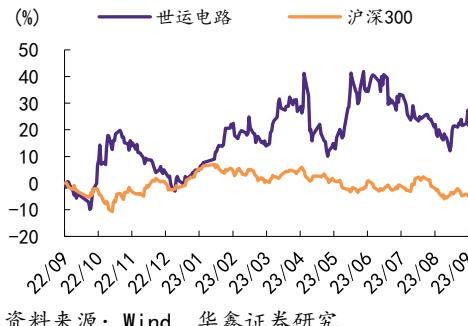
✉ luyz@cfsc.com.cn

### 基本数据

2023-09-15

当前股价（元）	16.99
总市值（亿元）	90
总股本（百万股）	532
流通股本（百万股）	532
52周价格范围（元）	13-20.38
日均成交额（百万元）	153.14

### 市场表现



资料来源：Wind, 华鑫证券研究

### 相关研究

1、《世运电路（603920）：汽车业务基本盘牢固，储能+服务器打造增长新亮点》2023-04-18

世运电路发布 2023 年半年报：公司 2023 年上半年实现营收 21.51 亿元，同比下降 2.32%；实现归母净利润 1.96 亿元，同比增长 46.85%；毛利率为 17.61%。经计算，公司 2023 年 Q2 单季度实现营收 11.36 亿元，环比增长 11.92%，归母净利润 1.21 亿元，环比增长 61.33%，毛利率 16.34%，环比下降 2.69 个百分点。

### 投资要点

#### 上半年营收短期承压，利润端快速增长。

2023 年上半年，下游终端需求较弱，同时受下游渠道持续调整库存影响，公司营收小幅下降。此外，2023H1 公司归母净利润快速增长，主要原因是：（1）产品结构持续优化带来高附加值产品比重的增加，产品均价提高；（2）公司海外销售占比较高，汇兑收益有一定增加；（3）部分主要原材料市场价格有一定下降，公司单产成本同比下降。

#### 率先布局汽车 PCB，大力开拓国内外市场。

公司布局汽车 PCB 多年，经验积累丰厚，获得了国内外许多优质汽车终端客户的高度认可，成功通过了三星等客户的认证。同时，公司抓住新能源汽车快速发展的机遇，成为特斯拉、宝马、小鹏、广汽、长城等品牌新能源汽车的供应商并维持紧密合作。此外，公司已通过百度自动驾驶认证，在蔚来智能座舱、上汽本田车载通信模组等项目中已获得定点及进入新品导入阶段，小鹏汽车智能座舱域控制器和三电项目等已实现量产。稳定优质的客户与深厚的技术积累助力公司持续开拓国内外市场，巩固了公司在汽车 PCB 领域的优势地位。

#### 持续加大研发投入，战略性新产品实现量产。

2023 上半年，公司研发投入总计 6,881.75 万元，占公司营收的 3.20%。目前，公司汽车用高频高速 3 阶、4 阶 HDI PCB 和 HDI 软硬结合板、耐离子迁移电高压厚铜 PCB 等产品已经实现量产，汽车辅助驾驶和自动驾驶 77GHz 毫米波雷达和 4D 高精度毫米波雷达 PCB 等新产品正在打样或小批量供货，公司在汽车 PCB 领域的优势愈发彰显。同时，公司业务开拓取得进展，云端数据中心、AI 大算力模组、边缘计算等高多层超低损 PCB 已实现量产，目前最高量产层数达到 24 层，已具备 28 层产品的制造能力，服务器 PCB 未来有望成为公司第二

增长曲线。未来，公司将充分利用创新实践基地平台，布局前沿技术，持续开拓高频高速高层高阶 PCB 业务，推动产品结构升级。

## ■ 盈利预测

公司海外业务广阔，同时积极布局国内新能源 PCB 领域，大力开拓国内外市场，我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 50.11、59.48、69.47 亿元，EPS 分别为 0.94、1.13、1.31 元，当前股价对应 PE 分别为 18、15、13 倍。在新能源汽车快速发展的背景下，公司进一步拓展 AI 及储能领域等较高成长性赛道，发展前景广阔，因此维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

新能源汽车销量不及预期；下游需求不及预期；行业竞争加剧；PCB 产品原材料价格波动；市场波动等风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	4,432	5,011	5,948	6,947
增长率（%）	17.9%	13.1%	18.7%	16.8%
归母净利润（百万元）	434	501	601	695
增长率（%）	107.0%	15.4%	20.0%	15.7%
摊薄每股收益（元）	0.82	0.94	1.13	1.31
ROE（%）	13.3%	13.8%	14.9%	15.4%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>					<b>营业收入</b>	<b>4,432</b>	<b>5,011</b>	<b>5,948</b>	<b>6,947</b>
现金及现金等价物	1,237	3,109	4,569	6,046	营业成本	3,597	3,938	4,657	5,431
应收款项	1,215	1,304	1,564	1,846	营业税金及附加	13	15	18	21
存货	461	552	666	792	销售费用	61	70	77	97
其他流动资产	150	225	382	554	管理费用	156	175	208	243
流动资产合计	3,065	5,191	7,181	9,238	财务费用	-32	61	87	114
<b>非流动资产:</b>					研发费用	160	180	220	257
金融类资产	0	50	150	255	费用合计	345	487	593	711
固定资产	2,595	2,336	2,102	1,892	资产减值损失	-36	-35	-37	-39
在建工程	29	37	37	37	公允价值变动	-1	-1	0	1
无形资产	58	55	52	51	投资收益	-12	2	3	5
长期股权投资	0	0	0	0	营业利润	<b>442</b>	<b>551</b>	<b>661</b>	<b>767</b>
其他非流动资产	116	116	116	116	加: 营业外收入	2	2	2	1
非流动资产合计	2,798	2,544	2,308	2,096	减: 营业外支出	3	3	4	5
资产总计	5,863	7,735	9,489	11,333	利润总额	441	550	659	763
<b>流动负债:</b>					所得税费用	39	49	59	68
短期借款	150	1,150	2,150	3,150	净利润	<b>401</b>	<b>501</b>	<b>601</b>	<b>695</b>
应付账款、票据	1,004	1,202	1,434	1,688	少数股东损益	-33	0	0	0
其他流动负债	166	166	166	166	归母净利润	<b>434</b>	<b>501</b>	<b>601</b>	<b>695</b>
流动负债合计	1,321	2,792	4,076	5,384					
<b>非流动负债:</b>									
长期借款	1,011	1,061	1,111	1,161					
其他非流动负债	263	263	263	263					
非流动负债合计	1,274	1,324	1,374	1,424					
负债合计	2,595	4,116	5,450	6,808					
<b>所有者权益</b>									
股本	532	532	532	532					
股东权益	3,268	3,618	4,039	4,525					
负债和所有者权益	5,863	7,735	9,489	11,333					
现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E					
净利润	401	501	601	695					
少数股东权益	-33	0	0	0					
折旧摊销	285	262	236	213					
公允价值变动	-1	-1	0	1					
营运资金变动	336	267	-147	-166					
经营活动现金净流量	988	1029	690	743					
投资活动现金净流量	-1023	202	134	105					
筹资活动现金净流量	-513	900	870	842					
现金流量净额	-500	2,130	1,694	1,689					
主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
<b>成长性</b>									
营业收入增长率	17.9%	13.1%	18.7%	16.8%					
归母净利润增长率	107.0%	15.4%	20.0%	15.7%					
<b>盈利能力</b>									
毛利率	18.8%	21.4%	21.7%	21.8%					
四项费用/营收	7.8%	9.7%	10.0%	10.2%					
净利率	9.1%	10.0%	10.1%	10.0%					
ROE	13.3%	13.8%	14.9%	15.4%					
<b>偿债能力</b>									
资产负债率	44.3%	53.2%	57.4%	60.1%					
<b>营运能力</b>									
总资产周转率	0.8	0.6	0.6	0.6					
应收账款周转率	3.6	3.8	3.8	3.8					
存货周转率	7.8	7.2	7.0	6.9					
<b>每股数据(元/股)</b>									
EPS	0.82	0.94	1.13	1.31					
P/E	20.8	18.1	15.1	13.0					
P/S	2.0	1.8	1.5	1.3					
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1					

资料来源: Wind、华鑫证券研究

## ■ 电子组介绍

**毛正：**复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

**高永豪：**复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

**吕卓阳：**澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。

2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基

请阅读最后一页重要免责声明

准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

请阅读最后一页重要免责声明

5