

603920.SH

增持

原评级：增持

市场价格：人民币 16.49

板块评级：强于大市

## 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	11.6	(3.1)	(5.7)	6.8
相对上证综指	16.5	2.4	0.7	7.3

发行股数 (百万)	532.18
流通股 (百万)	532.18
总市值 (人民币 百万)	8,775.58
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	100.65
主要股东	
新豪国际集团有限公司	59.29

资料来源：公司公告，Wind，中银证券  
以 2023 年 10 月 24 日收市价为标准

## 相关研究报告

《世运电路》20230907

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

电子：元件

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050020

## 世运电路

汽车领域持续稳健，伴随大客户深耕产业

公司发布 2023 年三季报，23Q3 业绩同比开始上升、环比大增。公司与 T 客户计算芯片产品合作紧密，维持增持评级。

## 支撑评级的要点

- **23Q3 业绩同比开始上升、环比大幅增加。**公司 23 前三季度营业收入 33.49 亿元，同比+0.18%，归母净利润 3.74 亿元，同比+25.61%，扣非归母净利润 3.66 亿元，同比+22.84%；单季度来看，公司 Q3 营业收入 11.98 亿元，同比+5.01%/环比+5.48%，归母净利润 1.78 亿元，同比+8.42%/环比+47.59%，扣非归母净利润 1.74 亿元，同比+7.63%/环比+47.03%；盈利能力来看，公司 2023 前三季度毛利率为 20.09%，同比+3.71pcts，净利率 11.18%，同比+2.26pcts，扣非净利率 10.93%，同比+2.02pcts。上述原因主要系产品结构的调整优化、持续生产销售高附加值产品比重加大、美元汇率变动所致。
- **跟随进入 Dojo 研发，享有先发优势：**公司与 T 客户建立了长期关系，已有多项业务合作紧密。自 T 客户 2019 年提出新项目后，公司积极参与其训练模块载板及主板的 PCB 研发生产。根据 T 客户的规划，2024 年底有望达 100EFLOPS 算力。我们认为公司成长空间广阔，且取得先发优势及技术壁垒，有望享有大客户继续深耕行业的边际红利。
- **客户资源优质，汽车领域奠定基础：**目前公司最大业务为汽车 PCB 板块，国外客户有特斯拉、宝马、大众、保时捷，国内有长城等新势力，汽车领域 PCB 的技术积累有望为公司业务的持续增长奠定良好基础，第二大的业务风光储客户有维斯塔斯、特斯拉，公司长期合作的国际一线品牌客户实力雄厚、订单稳定、结账准时，为公司提供稳定的收入、利润及现金流。

## 估值

- 公司第三季度业绩大增，根据公司各项业务发展情况，我们预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 50.08/59.10/69.73 亿元，归母净利润分别为 5.07/6.02/7.27 亿元，对应 PE 分别为 17.3/14.6/12.1 倍，维持增持评级。

## 评级面临的主要风险

- Dojo 相关产品出货量不及预期、原材料价格波动、下游客户开拓不及预期。

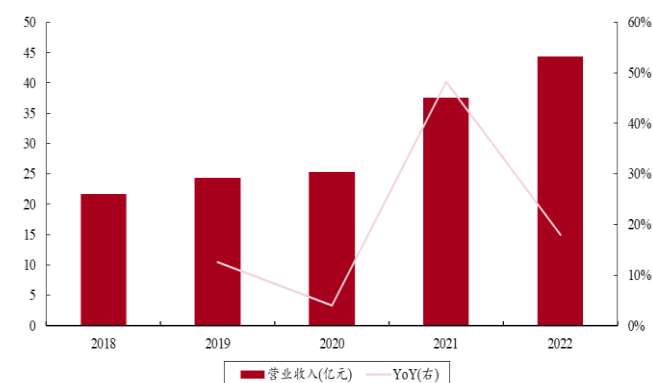
## 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	3,759	4,432	5,008	5,910	6,973
增长率(%)	48.2	17.9	13.0	18.0	18.0
EBITDA(人民币 百万)	444	701	791	918	1,243
归母净利润(人民币 百万)	210	434	507	602	727
增长率(%)	(31.0)	107.0	16.7	18.9	20.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.39	0.82	0.95	1.13	1.37
市盈率(倍)	41.9	20.2	17.3	14.6	12.1
市净率(倍)	3.1	2.9	2.8	2.5	1.8
EV/EBITDA(倍)	28.0	12.5	11.8	10.2	7.5
每股股息 (人民币)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	2.7	4.2	3.6	3.6	3.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

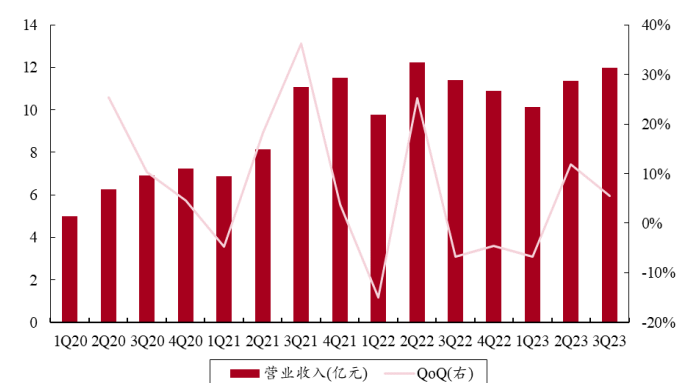
## 附：公司财务数据概览

图表 1. 公司年度营业收入（2018-2022）



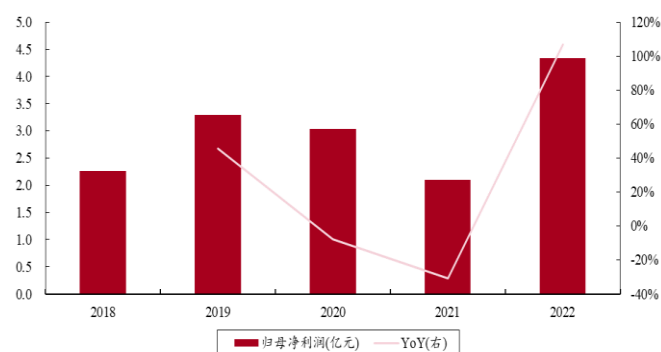
资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 公司分季度营业收入（2020Q1-2023Q3）



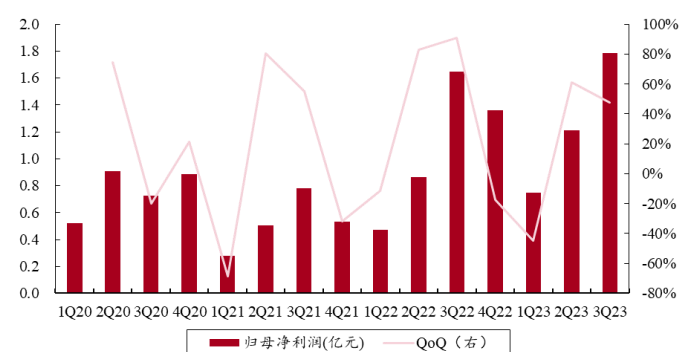
资料来源: ifind, 中银证券

图表 3. 公司年度归母净利润（2018-2022）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 公司分季度归母净利润（2020Q1-2023Q3）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 5. 公司盈利能力（2020Q1-2023Q3）



资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 公司期间费用率（2020Q1-2023Q3）



资料来源: ifind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,759	4,432	5,008	5,910	6,973
营业收入	3,759	4,432	5,008	5,910	6,973
营业成本	3,179	3,597	4,057	4,775	5,614
营业税金及附加	9	13	15	17	20
销售费用	46	61	69	81	96
管理费用	120	156	176	208	246
研发费用	133	160	181	213	252
财务费用	20	(32)	(16)	(19)	(15)
其他收益	7	13	12	11	12
资产减值损失	(16)	(36)	(18)	(23)	(26)
信用减值损失	(9)	2	(3)	(4)	(2)
资产处置收益	(2)	1	0	(1)	0
公允价值变动收益	0	(1)	0	0	0
投资收益	9	(12)	1	(1)	(4)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	241	442	519	616	741
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	11	3	6	7	5
利润总额	232	441	515	612	738
所得税	32	39	46	55	66
净利润	200	401	469	557	672
少数股东损益	(10)	(33)	(38)	(45)	(55)
归母净利润	210	434	507	602	727
EBITDA	444	701	791	918	1,243
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.39	0.82	0.95	1.13	1.37

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3,701</b>	<b>3,065</b>	<b>3,830</b>	<b>4,332</b>	<b>5,280</b>
货币资金	1,772	1,237	1,502	1,773	2,092
应收账款	1,157	1,183	1,461	1,659	2,023
应收票据	17	0	19	3	23
存货	553	461	683	664	920
预付账款	6	9	8	12	11
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	196	173	156	220	211
<b>非流动资产</b>	<b>2,288</b>	<b>2,798</b>	<b>2,579</b>	<b>2,525</b>	<b>3,975</b>
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,800	2,595	2,388	2,345	3,799
无形资产	54	58	53	48	43
其他长期资产	434	145	138	133	133
<b>资产合计</b>	<b>5,989</b>	<b>5,863</b>	<b>6,409</b>	<b>6,857</b>	<b>9,255</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,792</b>	<b>1,321</b>	<b>1,796</b>	<b>1,997</b>	<b>2,989</b>
短期借款	331	150	29	312	622
应付账款	1,255	963	1,539	1,407	2,056
其他流动负债	206	208	229	278	311
<b>非流动负债</b>	<b>1,119</b>	<b>1,274</b>	<b>1,195</b>	<b>1,205</b>	<b>1,200</b>
长期借款	0	59	0	0	0
其他长期负债	1,119	1,216	1,195	1,205	1,200
<b>负债合计</b>	<b>2,911</b>	<b>2,595</b>	<b>2,992</b>	<b>3,202</b>	<b>4,189</b>
股本	532	532	532	532	532
少数股东权益	268	278	240	194	140
归属母公司股东权益	2,810	2,990	3,178	3,461	4,926
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>5,989</b>	<b>5,863</b>	<b>6,409</b>	<b>6,857</b>	<b>9,255</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	200	401	469	557	672
折旧摊销	197	291	301	331	525
营运资金变动	(128)	(167)	97	(315)	53
其他	27	462	1	5	15
<b>经营活动现金流</b>	<b>297</b>	<b>988</b>	<b>867</b>	<b>578</b>	<b>1,265</b>
资本支出	(551)	(1,056)	(100)	(300)	(2,000)
投资变动	0	0	0	0	0
其他	15	34	1	(1)	(4)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(536)</b>	<b>(1,023)</b>	<b>(99)</b>	<b>(301)</b>	<b>(2,004)</b>
银行借款	(15)	(122)	(180)	284	310
股权融资	(66)	(445)	(319)	(319)	739
其他	935	54	(4)	29	10
<b>筹资活动现金流</b>	<b>853</b>	<b>(513)</b>	<b>(503)</b>	<b>(6)</b>	<b>1,058</b>
<b>净现金流</b>	<b>614</b>	<b>(548)</b>	<b>265</b>	<b>270</b>	<b>319</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	48.2	17.9	13.0	18.0	18.0
营业利润增长率(%)	(29.9)	83.7	17.3	18.8	20.3
归属于母公司净利润增长率(%)	(31.0)	107.0	16.7	18.9	20.6
息税前利润增长率(%)	(32.1)	66.2	19.6	20.0	22.3
息税折旧前利润增长率(%)	(14.7)	58.0	12.9	16.1	35.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(31.0)	107.0	16.7	18.9	20.6
<b>获利能力</b>					
息税前利润率(%)	6.6	9.2	9.8	9.9	10.3
营业利润率(%)	6.4	10.0	10.4	10.4	10.6
毛利率(%)	15.4	18.8	19.0	19.2	19.5
归母净利润率(%)	5.6	9.8	10.1	10.2	10.4
ROE(%)	7.5	14.5	15.9	17.4	14.7
ROIC(%)	5.8	8.6	11.3	12.6	11.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
净负债权益比	(0.2)	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.1)
流动比率	2.1	2.3	2.1	2.2	1.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.0	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
<b>费用率</b>					
销售费用率(%)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
管理费用率(%)	3.2	3.5	3.5	3.5	3.5
研发费用率(%)	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
财务费用率(%)	0.5	(0.7)	(0.3)	(0.3)	(0.2)
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.4	0.8	1.0	1.1	1.4
每股经营现金流(最新摊薄)	0.6	1.9	1.6	1.1	2.4
每股净资产(最新摊薄)	5.3	5.6	6.0	6.5	9.3
每股股息	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>估值比率</b>					
P/E(最新摊薄)	41.9	20.2	17.3	14.6	12.1
P/B(最新摊薄)	3.1	2.9	2.8	2.5	1.8
EV/EBITDA	28.0	12.5	11.8	10.2	7.5
价格/现金流(倍)	29.6	8.9	10.1	15.2	6.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；  
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371