

世运电路 (603920.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 27 日

**评级：买入（维持）**

市场价格：17.42 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：刘博文

执业证书编号：S0740524030001

Email: liubw@zts.com.cn

## 公司盈利预测及估值

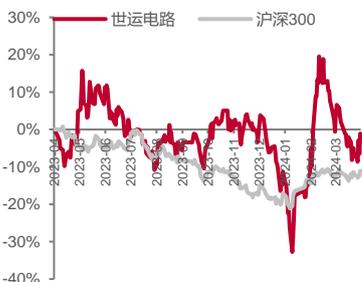
指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,432	4,519	5,216	6,299	7,079
增长率 yoy%	18%	2%	15%	21%	12%
净利润 (百万元)	434	496	604	717	836
增长率 yoy%	107%	14%	22%	19%	17%
每股收益 (元)	0.66	0.75	0.92	1.09	1.27
每股现金流量	1.50	2.18	0.70	1.64	2.12
净资产收益率	13%	14%	16%	17%	17%
P/E	26.4	23.1	19.0	16.0	13.7
P/B	3.8	3.5	3.2	2.8	2.5

备注：股价取自 2024 年 4 月 26 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

## 基本状况

总股本(百万股)	658
流通股本(百万股)	540
市价(元)	17.42
市值(百万元)	11,469
流通市值(百万元)	9,414

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

《世运电路：2021 低谷已过，汽车领域重点布局引领业绩增长》

《世运电路：上半年业绩高增，汽车领域重点布局优势彰显》

《世运电路：三季度业绩高增，汽车领域重点布局优势彰显》

《世运电路：22 年及 23Q1 业绩高增，汽车领域重点布局优势彰显》

《世运电路：上半年业绩符合预期，汽车领域重点布局优势彰显》

## 投资要点

### 事件概述

公司发布 2023 年报及一季报，2023 年公司实现营收 45.19 亿元，yoy+1.96%，归母净利润 4.96 亿元，yoy+14.17%，扣非归母净利润 4.89 亿元，yoy+12.35%，毛利率 21.32%，yoy+2.49pct，净利率 10.33%，yoy+1.27pct。

公司 23Q4 实现营收 11.7 亿元，yoy+7.43%，qoq-2.34%，归母净利润 1.21 亿元，yoy-10.92%，qoq-32.02%，扣非归母净利润 1.23 亿元，yoy-10.47%，qoq-29.31%，毛利率 24.87%，yoy-1.5pct，qoq+0.34pct，净利率 9.7%，yoy-1.99pct，qoq-4.69pct。

公司 24Q1 实现营收 10.93 亿元，yoy+7.71%，qoq-6.58%，归母净利润 1.09 亿元，yoy+44.73%，qoq-9.92%，扣非归母净利润 1.08 亿元，yoy+45.9%，qoq-12.2%，毛利率 20.48%，yoy+1.45pct，qoq-4.39pct，净利率 9.44%，yoy+2.75pct，qoq-0.26pct。

公司营收归母净利润实现增长主要由于 1) 导入高附加值产品，优化产品结构；2) 海外销售占比较高，产生较多汇兑收益；3) 部分原材料价格下降降低了公司生产成本。

### 重点布局汽车 PCB，数通领域打造新亮点

1) 公司将汽车 PCB 作为重点发展领域布局，凭借在汽车 PCB 领域多年的生产和技术积累，已实现对特斯拉、宝马、大众、保时捷、克莱斯勒、奔驰、小鹏、广汽、长城等品牌新能源汽车的供货。公司将继续导入新客户、新车型、新产品，持续提高技术和产能的匹配度，铸造公司在全球新能源汽车 PCB 领域的领先地位。同时，公司与国际科技产业领先客户的合作进一步加深，自 2019 年起其已成为公司最大的汽车终端客户，2021 年公司与其签署了采购供应合约，更好地应对其德国柏林工厂和美国奥斯汀新工厂投产释放产能所需的配套供应。同时基于技术同源发展进入其光伏、储能等新产品供应链。2) 在数通领域，公司已经实现了 24 层硬板、5 阶 HDI (包括任意层互连)、6oz 厚铜多层板、多层软板、多层 HDI 软硬结合板的批量生产能力，已基本覆盖主流 AI 服务器所需 PCB 的工艺要求。此外，公司在 2020 年已经开始配合客户对自研超级计算机系统项目进行相关 PCB 产品的研发和测试，以积累多年的高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。目前，该项目正式量产，公司成为其主要的 PCB 供应商。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，公司目前正在积极导入其他 AI 服务器头部客户，公司已成功通过了亚马逊等客户的认证，同时通过 OEM 方式进入英伟达的供应链体系，未来数通领域业务有望高速发展。

### 投资建议

考虑到未来宏观不确定性及行业整体竞争加剧，我们预计 2024/2025/2026 年公司归母净利润为 6.04/7.17/8.36 亿元(此前预计 2024/2025 年归母净利润为 6.49/7.85 亿)，按照 2024/4/26 收盘价，PE 为 19/16/14 倍，维持买入评级。

### 风险提示

新建产能不及预期，下游需求不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动、外围环境波动风险。

**盈利预测表**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,950	2,713	3,275	3,681	营业收入	4,519	5,216	6,299	7,079
应收票据	0	10	13	14	营业成本	3,555	3,991	4,795	5,330
应收账款	1,269	1,376	1,614	1,798	税金及附加	24	21	25	28
预付账款	9	6	7	8	销售费用	59	104	126	142
存货	422	516	572	636	管理费用	148	183	220	248
合同资产	0	0	0	0	研发费用	162	188	227	255
其他流动资产	158	262	317	357	财务费用	-23	18	47	70
流动资产合计	3,807	4,882	5,799	6,494	信用减值损失	-9	-3	-4	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-52	-30	-30	-30
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	1	1	0	0
固定资产	2,387	2,764	2,863	2,949	投资收益	2	5	4	3
在建工程	10	260	310	360	其他收益	16	5	6	7
无形资产	57	75	80	86	营业利润	551	689	834	982
其他非流动资产	50	50	49	49	营业外收入	0	3	4	5
非流动资产合计	2,504	3,148	3,302	3,443	营业外支出	3	5	6	7
<b>资产合计</b>	<b>6,310</b>	<b>8,030</b>	<b>9,100</b>	<b>9,938</b>	利润总额	548	687	832	980
短期借款	0	1,615	2,756	2,625	所得税	81	89	108	127
应付票据	438	0	0	179	净利润	467	598	724	853
应付账款	848	1,317	1,597	1,791	少数股东损益	-29	-6	7	17
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	496	604	717	836
合同负债	1	5	6	7	NOPLAT	447	613	765	913
其他应付款	49	49	49	49	EPS (按最新股本摊薄)	0.75	0.92	1.09	1.27
一年内到期的非流动负债	116	116	116	116					
其他流动负债	104	121	146	165	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,555	3,223	4,670	4,932	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	71	81	91	101	<b>成长能力</b>				
应付债券	993	880	0	0	营业收入增长率	2.0%	15.4%	20.7%	12.4%
其他非流动负债	167	45	43	45	EBIT增长率	28.5%	34.3%	24.7%	19.4%
非流动负债合计	1,231	1,006	134	146	归母公司净利润增长率	14.2%	21.8%	18.6%	16.7%
<b>负债合计</b>	<b>2,786</b>	<b>4,229</b>	<b>4,804</b>	<b>5,078</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	3,275	3,558	4,046	4,592	毛利率	21.3%	23.5%	23.9%	24.7%
少数股东权益	249	243	250	267	净利率	10.3%	11.5%	11.5%	12.0%
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,524</b>	<b>3,801</b>	<b>4,296</b>	<b>4,860</b>	ROE	14.1%	15.9%	16.7%	17.2%
<b>负债和股东权益</b>	<b>6,310</b>	<b>8,030</b>	<b>9,100</b>	<b>9,938</b>	ROIC	11.1%	10.9%	12.1%	13.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	44.2%	52.7%	52.8%	51.1%
					债务权益比	38.2%	72.0%	70.0%	59.4%
					流动比率	2.4	1.5	1.2	1.3
					速动比率	2.2	1.4	1.1	1.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.7	0.6	0.7	0.7
					应收账款周转天数	98	91	85	87
					应付账款周转天数	92	98	109	114
					存货周转天数	45	42	41	41
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.75	0.92	1.09	1.27
					每股经营现金流	2.18	0.70	1.64	2.12
					每股净资产	4.97	5.40	6.14	6.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	23	19	16	14
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	92	77	63	55

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。