

世运电路 (603920.SH)

1H24 业绩同比高增，汽车 PCB 核心供应商

优于大市

核心观点

1H24 公司预计实现净利润同比增长 40%-61%。公司发布 1H24 业绩预增公告，预计 2024 年上半年实现归母净利润 2.75 亿元到 3.15 亿元 (YoY +40.34%~60.75%)，实现扣非净利润 2.70 亿元到 3.10 亿元 (YoY +40.30%~61.08%)。主要原因包括 1) 1H24，下游需求整体回暖，公司订单充足，加上募投项目产能释放加快，整体产能利用率提升，带动业绩增长。2) 产品结构进一步优化。提升新能源汽车、数据中心等高毛利产品占比提升。3) 公司结算货币以美元居多，1H24 人民币兑美元汇率下跌，产生汇兑收益。

公司率先布局汽车市场，产品已供应特斯拉等核心客户。新能源车电动化、智能化带动汽车电子占比提高，驱动汽车 PCB 量价齐升。公司 2010 年即布局汽车 PCB 业务，已实现向特斯拉、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。公司不断加深和国际科技产业领先客户的合作，该客户自 2019 年起成为公司最大的汽车终端客户，业务量近年保持高速增长，公司是其主要 PCB 供应商，为其提供涵盖电动车三电领域关键零部件产品，并已进入其光伏、储能等新产品供应链。

AI 算力建设进入新阶段，终端厂商建设自用算力中心。随着 AI 创新的浪潮席卷智能终端，智能驾驶领域也将迎来 AI 赋能，特斯拉提出自研超级计算机系统项目。公司从 2020 年开始配合研发和测试，23 年该项目正式量产。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，目前公司在云端数据中心高多层超低损耗服务器 PCB 方面已实现 24 层超低损耗服务器和 5G 通信类 PCB 的量产，28 层产品也已经具备制造能力，而且在高多层 PCB 制作中应用了精密 HDI 和传统高多层混压技术、超准层间对位偏差管控技术、高精度背钻技术、高频信号特性和损耗控制技术。

扩产逐步落地，满足行业上行需求。公司于 2020 年筹划了年产 300 万平方米线路板新建项目，分三期开发，其中项目一期对应产能 100 万平米；项目二期对应 150 万平米，通过向特定对象发行股票的方式募集资金建设，资金已于 2024 年 3 月到位；项目三期对应产能为 50 万平方米，将按照客户订单需求推进。在项目整体达产后，公司鹤山本部的产能将提升至 700 万平方米。

盈利预测与估值：首次覆盖，给予“优于大市”评级。我们预计公司 2024-26 年营收分别为 53.1/63.6/71.2 亿元 (+17.5%/19.8%/12.0%)，对应归母净利润 5.9/7.3/8.2 亿元 (+19.7%/23.3%/12.7%)，参考可比公司估值，给予公司 24 年 26-28xPE，对应股价 28.6-30.8 元，相对目前股价有 30%-40%溢价空间。

风险提示：客户拓展不及预期、地缘政治恶化风险、并购及商誉减值的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,432	4,519	5,310	6,361	7,122
(+/-%)	17.9%	2.0%	17.5%	19.8%	12.0%
净利润(百万元)	434	496	593	731	824
(+/-%)	107.0%	14.2%	19.7%	23.3%	12.7%
每股收益(元)	0.82	0.92	1.10	1.36	1.53
EBIT Margin	10.0%	12.6%	12.1%	12.6%	12.7%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	15.1%	17.0%	19.6%	20.6%
市盈率 (PE)	26.6	23.5	19.7	16.0	14.2
EV/EBITDA	19.4	16.2	15.3	12.8	11.5
市净率 (PB)	3.86	3.56	3.35	3.13	2.91

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电子·元件

证券分析师：胡剑

021-60893306

hujian1@guosen.com.cn

S0980521080001

证券分析师：叶子

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

联系人：李书颖

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

证券分析师：詹浏洋

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

S0980524060001

联系人：连欣然

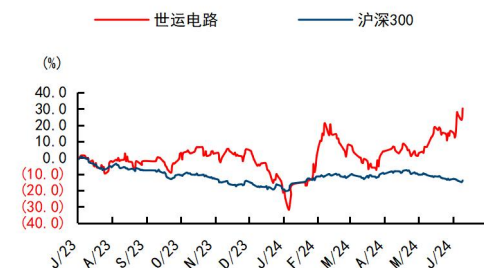
010-88005482

lianxinran@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	22.08 元
总市值/流通市值	14542/11937 百万元
52 周最高价/最低价	22.30/11.25 元
近 3 个月日均成交额	323.41 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

前瞻布局汽车，PCB 行业领军企业

稳健经营 40 载，股权转让于顺德国资

广东世运电路科技股份有限公司始建于 1985 年，经过 39 年的发展，目前已经发展成为员工约 6000 人、年产能超过 500 万平方米、年销售额超过 45 亿元的电路板制造企业。公司主要生产双面板、多高层板、HDI、软板、软硬结合板、金属基板等线路板，产品广泛应用到不同的领域，包括汽车、工业、消费、电脑及周边产品、通讯和医疗类产品等。目前在公司的业务板块中，汽车电路板占比最高，尤其是在新能源汽车方面，公司提前布局，取得一定优势。公司主要客户有特斯拉、松下、三菱、博世西门子、戴森、丰田、大众等企业。

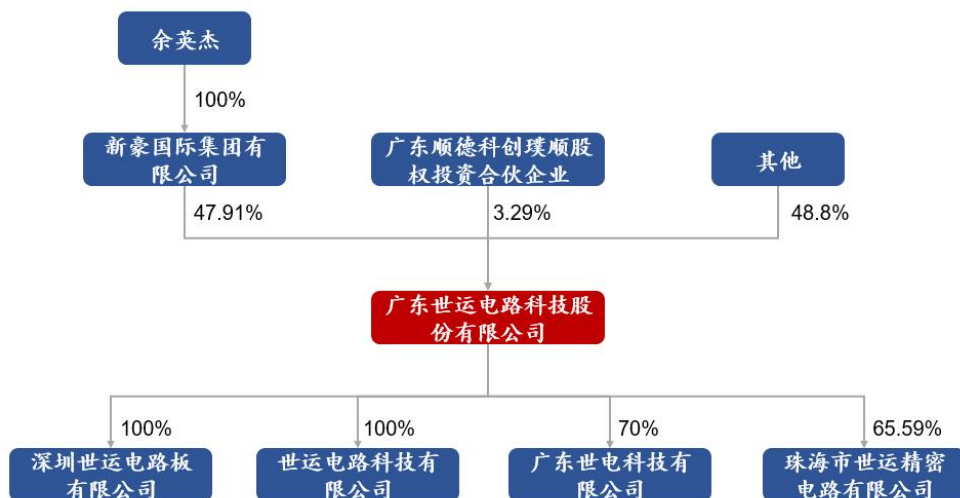
图1：公司产品组合



资料来源：世运电路，国信证券经济研究所整理

7月8日晚，世运电路公告，公司控股股东新豪国际、实控人余英杰将向广东顺德控股集团有限公司（简称“顺控集团”）协议转让公司 1.71 亿股股份，占公司总股本的 25.9%，转让总价高达 34.45 亿元。转让完成后，世运电路的控股股东将变更为顺控集团，实控人将变更为顺德国资。

图2：公司股权结构（截至 2024 年一季报）

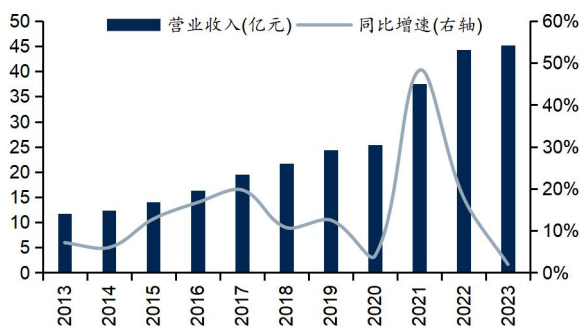


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

近十年营收 CAGR 14.45%，重点布局汽车赛道

近 10 年，公司营业收入保持稳步增长。2013-2023 年，公司营收从 11.71 亿增长至 45.19 亿，CAGR 14.45%。2023 年，国际间地区冲突持续，地缘政治风险加剧，欧美饱受通胀困扰，在多种因素影响下，全球经济发展乏力，PCB 面临需求不足、库存过高、竞争加剧的困境，根据 PrismaMark 初步估算，2023 年全球 PCB 产值约为 695 亿美元，同比下降 15%。但受益于 AI、新能源汽车等欣兴应用推动对 PCB 的需求，2023 年公司实现营业收入 45.19 亿元，同比增长 1.96%，实现归母净利润 4.96 亿元，同比增长 14.17%。

图3：公司营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

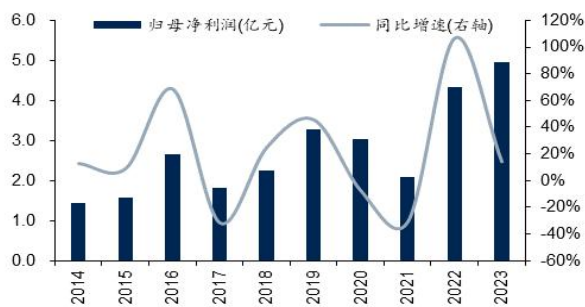
图4：公司分季度营收及同比增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

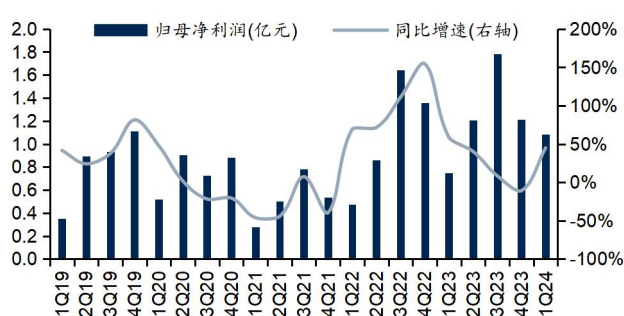
2013 至 2023 年，公司归母净利润从 1.27 亿增长至 4.96 亿，CAGR 14.54%。2021 年公司营业收入快速增长，但受到原材料价格上涨的影响，归母净利润 2.10 亿元，同比减少 30.97%。随着景气度回暖、产品结构优化、人民币对美元汇率持续走低获得较多汇兑收益以及控股子公司珠海奈电减亏初见成效等贡献，公司盈利能力逐渐回升，2023 年公司毛利率 21.32%，净利率达到 10.97%。

图5: 公司利润及同比增速



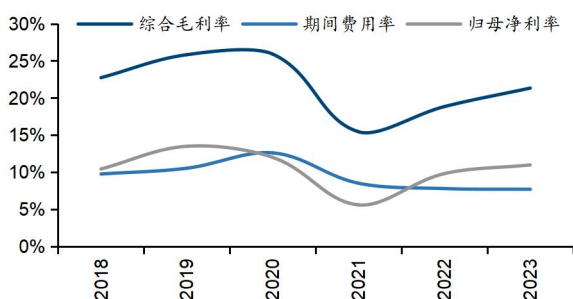
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分季度利润及同比增速



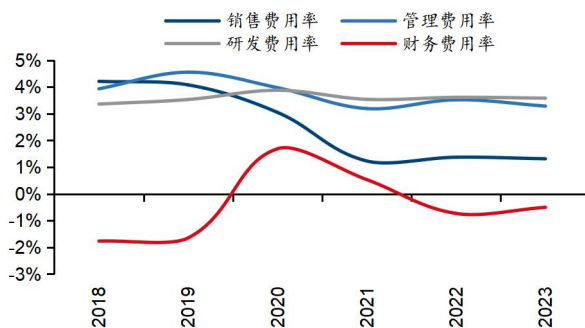
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司综合毛利率、费用率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

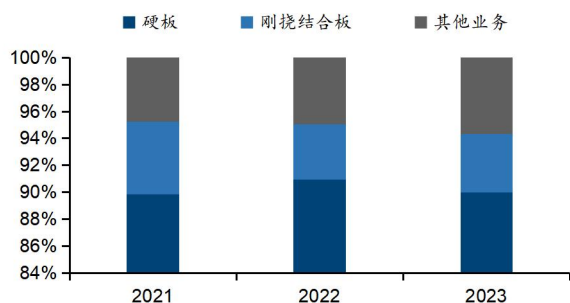
图8: 公司各项费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

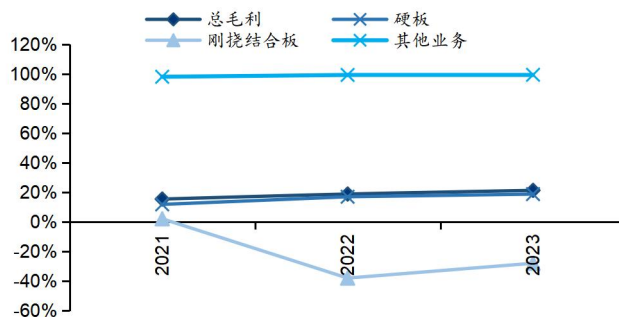
2021 年公司收购奈电, 改名珠海世运, 补齐公司软板能力。奈电科技产品面向消费电子市场, 涉及移动通信、指纹识别、液晶显示等领域。受国内下游行业景气度不佳、订单整体需求大幅下降等情况的影响, 奈电科技在新项目导入、产品销售、成本控制等方面未达预期, 最终导致净利润持续亏损。在公司接手管理奈电科技后, 已在市场拓展、技术研发、运营协调、资源调配等方面制定针对性的整合措施, 逐年减亏。

图9: 公司分产品营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司分产品毛利率



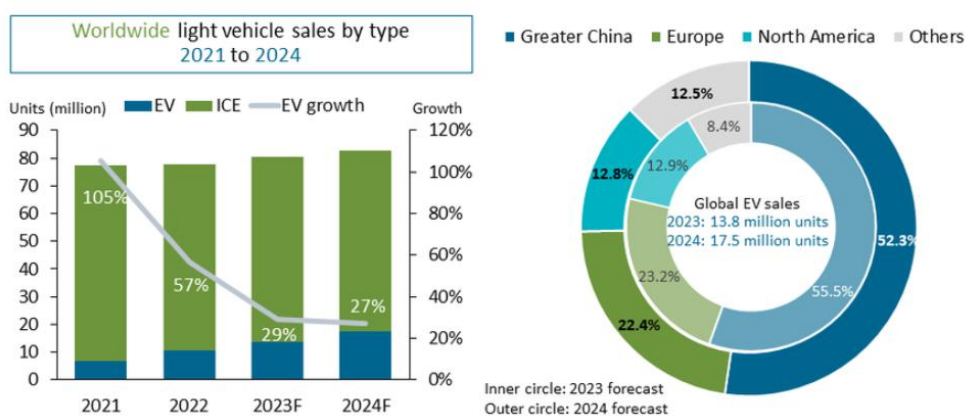
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

新能源汽车与 AI 基建，推动 PCB 需求

汽车智能化、电动化，汽车 PCB 量价齐升

目前中国是全球最大的新能源汽车消费国，其他国家新能源汽车渗透率逐步提升，新能源汽车市场继续保持高速增长。根据 CanaIys 报告显示，2023 全球新能源汽车总销量达 1380 万辆，比 2021 年增长 37%，在全球宏观经济不确定性增加的背景下，新能源汽车仍然保持高速增长态势，CanaIys 预测 2024 年新能源汽车仍将保持增长，增速约为 27%。

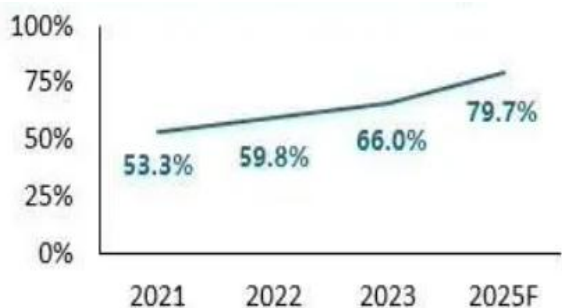
图11: 全球新能源汽车 2024 年预计将增长 27%



资料来源: CanaIys, 国信证券经济研究所整理

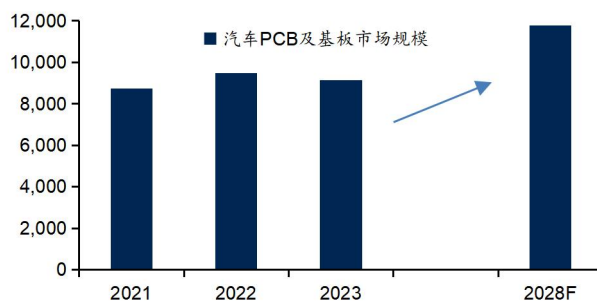
新能源汽车的智能化进程推进，高端 PCB 用量增加推动单车价值量稳步提升。根据 PrismaIrk 统计，2023 年全球汽车电子 PCB 产值约 91.53 亿美元，较 2022 年减少 17.6%，主要是 2023 年汽车库存压力较大，对电子产品采购放缓所致。中长期来看，汽车电子 PCB 仍将保持快速增长，预测 2028 年将达到 117.79 亿美元，2023~2028 年 CAGR 为 5.2%，高于 PCB 整体增速。

图12: 中国智能座舱渗透预测



资料来源: CanaIys, 国信证券经济研究所整理

图13: 全球新能源汽车 2024 年预计将增长 27%



资料来源: CanaIys, 国信证券经济研究所整理

目前，公司已实现对特斯拉、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。其中，特斯拉自 2019 年起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。公司作为其主要 PCB 供应商，提供涵盖电动车三电领域关键零部件产品，同时基于技术同源发展进入其光伏、储能等新产品供应链。

AI 算力基建浪潮，推动高端板需求

22-27 年全球服务器市场复合增速近 8%。根据 IDC 数据，2022 年全球服务器出货量 1495 万台，同比增长 10.4%，预计 2027 年全球服务器出货量将达到 1971 万台，对应 22-27 年 CAGR 为 5.7%；预计 2027 年全球服务器市场规模将达到 1780 亿美元，对应 22-27 年 CAGR 为 7.7%。

图14: 全球服务器出货量情况 (万台, %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

图15: 全球服务器出货金额情况 (万台, %)



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

服务器平台的升级会要求 PCB 板层数增加以及 CCL 介电损耗降低。PCB 在服务器中的应用主要包括加速板、主板、电源背板、硬盘背板、网卡、Riser 卡等，特点主要体现在高层数、高纵横比、高密度及高传输速率。

1) **PCB 板层数增加:** 随着服务器平台的演进，服务器 PCB 持续向更高层板发展，对应于 PCIe3.0 的 Purely 服务器平台一般使用 8-12 层的 PCB 主板；但 Whitley 搭载的 PCIe4.0 总线则要求 12-16 层的 PCB 层数；使用 PCIe5.0 的 Eagle Stream 平台，PCB 层数需要达到 16-18 层以上。根据 Prismark 数据，18 层以上 PCB 单价约是 12-16 层价格的 3 倍。

2) **高速覆铜板介电损耗降低:** 服务器主板 PCB 是由多层导电图形和低介电损耗 (Df) 的 CCL 材料压制而成，传输速率要求提高到 Low Loss 及以上等级的。行业内根据 CCL 的介电损耗 Df 将 CCL 划分为 STD Loss 到 Ultra Low Loss 六个等级，越高等级损耗越小。PCIe3.0 的服务器主板材料为 Mid Loss 等级；PCIe4.0 主板 PCB 需升级至 Low Loss 等级，对应松下 M4、生益 S7439 等材料。新一代支持 PCIe5.0 的服务器平台，主板 PCB 将升级至 Ultra Low Loss 等级。根据 Prismark 的数据，2019 年 8-16 层 PCB 板均价约 460 美元/平方米，18 层以上则达到 1466 美元/平方米，价格增长 219%。

表1: 服务器平台升级要求传输速率提升, Dk、Df 下降

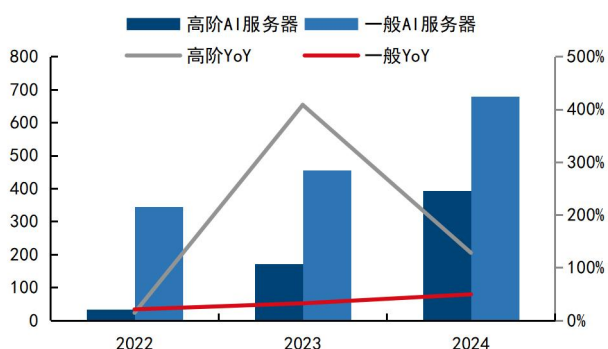
英特尔平台	Purley (Sky Lake)	Purley (Cascade Lake)	Whitley	Eagle Stream
CPU 制程	14nm+	14nm++	10nm+	10nm++
PCIe	PCIe3.0	PCIe3.0	PCIe4.0	PCIe5.0

传输速率 (Gbps)	<28	28	56	112
高速覆铜板类型	Mid-Loss	Mid-loss	Low-Loss	Ultra-Low-Loss
典型 Dk 值	4.1-4.3	4.1-4.3	3.7-3.9	3.3-3.6
典型 Df 值	0.008-0.010	0.008-0.010	0.005-0.008	0.002-0.004
对标松下电工产品型号	M4 以下	M4 一下	M4 以上	M6 以上

资料来源：Prismark，国信证券经济研究所整理

自 OpenAI 发布 ChatGPT 以来，全球各大科技巨头纷纷拥抱 AIGC，推动 AI 算力基建需求。大模型通常包含数亿级的参数，需要消耗大量算力，并预计将以几何倍数增长，由此催生了 AI 服务器及周边产品的海量需求。AI 服务器作为本次 AI 创新浪潮的基础设施，增速远高于普通服务器。根据 Prismark 数据，全球服务器、存储、AI 相关 PCB 市场，2023 年市场规模为 1720 亿美元，预计 23-28 年 CAGR 为 9.9%，主要由数据中心、高性能计算机和 AI 驱动。AI 相关 PCB 主要涉及高多层板、HDI、FCBGA 基板。其中，AI 服务器相关 PCB 市场 2023 年约 6 亿美元，2024 年市场几乎翻倍，达到 12 亿美元。

图16: 全球 AI 服务器出货量情况 (万台, %)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

图17: 全球 AI 服务器出货金额情况 (万台, %)



资料来源：IDC，国信证券经济研究所整理

公司拥有 HDI 技术，自 2013 年开始成立专门的生产车间负责 HDI 产品研发、生产，其后在 IPO 募投项目以及可转债募投项目均设有 HDI 生产线。目前，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。

2019 年，特斯拉提出的自研超级计算机系统项目，主要用于人工智能机器学习和计算机视觉训练，以满足自动驾驶、人形机器人及未来更多人工智能应用场景的需要。公司自 2020 年开始配合客户对该项目进行相关 PCB 产品的研发和测试。2023 年，该项目正式量产，公司成为其主要的 PCB 供应商。

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

硬板：随着汽车电动化和智能化进程不断推进，单车 PCB 用量持续增长。另外，AI 创新浪潮下，服务器、交换机、智能终端的 PCB 都将迎来升级，对 PCB 提出更高频、高速、低损耗等要求。公司长期布局汽车领域，不断技术升级，随着新产品的导入，公司产品结构有望进一步优化。此外，随着公持续开拓海外新客户，有望进一步提升公司盈利水平。

刚挠结合板：收购奈电填补了公司在软板领域的空白，并更名为珠海世运，珠海世运目前主要生产 FPC 双层板、软硬结合板等产品，产品面向消费电子市场，涉及移动通信、指纹识别、液晶显示等领域。在公司接手管理珠海世运后，在市场拓展、技术研发、运营协调、资源调配等方面制定针对性的整合措施，亏损幅度逐步收窄，但仍处于起步阶段，毛利率继续承压。

表2：世运电路业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
硬板						
收入（百万元）	3,377.6	4,031.0	4,067.1	4,830.4	5,844.9	6,578.2
增速		19.3%	0.9%	18.8%	21.0%	12.5%
毛利率	11.8%	17.0%	18.8%	18.90%	19.10%	19.40%
刚挠结合板						
收入（百万元）	201.9	181.1	196.2	221.7	255.0	280.5
增速		-10.3%	8.3%	13%	15%	10%
毛利率	2.1%	-38.0%	-28.0%	-5%	1%	5%
其他						
收入（百万元）	179.6	219.9	255.8	258.3	260.9	263.5
增速		22.4%	16.3%	1.0%	1.0%	1.0%
毛利率	98.1%	99.3%	99.4%	99%	99%	99%
合计						
收入（百万元）	3,759.2	4,432.0	4,519.1	5,310.4	6,360.8	7,122.2
增速		17.9%	2.0%	17.5%	19.8%	12.0%
毛利率	15.4%	18.8%	21.3%	21.8%	21.6%	21.8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 53.1、63.6、71.2 亿元，同比增加 17.5%、19.8%、12.0%，毛利率 21.8%、21.6%、21.8%。

未来 3 年业绩预测

表3: 未来 3 年盈利预测表

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	4519	5310	6367	7129
营业成本	3555	4159	4994	5582
销售费用	59	71	85	95
管理费用	148	204	220	249
研发费用	162	209	238	268
财务费用	(23)	(3)	1	1
营业利润	551	653	808	910
利润总额	548	649	806	906
归属于母公司净利润	496	587	729	820
EPS	0.92	1.09	1.35	1.52
ROE	15%	17%	20%	20%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 我们得到公司 24-26 年收入分别为 53.1、63.6、71.2 亿元, 归属母公司净利润 5.9、7.3、8.2 亿元, 利润年增速分别为 19.7%、23.3%、12.7%。每股收益 23-25 年分别为 1.1、1.3、1.5 元。

盈利预测情景分析

表4: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	4,432	4,519	5,334	6,421	7,213
(+/-%)	17.9%	2.0%	18.0%	20.4%	12.3%
净利润(百万元)	434	496	726	895	1011
(+/-%)	107.0%	14.2%	46.6%	23.2%	13.0%
摊薄 EPS	0.82	0.92	1.35	1.66	1.88
中性预测					
营业收入(百万元)	4,432	4,519	5,310	6,361	7,122
(+/-%)	17.9%	2.0%	17.5%	19.8%	12.0%
净利润(百万元)	434	496	593	731	824
(+/-%)	107.0%	14.2%	19.7%	23.3%	12.7%
摊薄 EPS(元)	0.82	0.92	1.10	1.36	1.53
悲观的预测					
营业收入(百万元)	4,432	4,519	5,287	6,301	7,033
(+/-%)	17.9%	2.0%	17.0%	19.2%	11.6%
净利润(百万元)	434	496	462	572	644
(+/-%)	107.0%	14.2%	-6.7%	23.8%	12.5%
摊薄 EPS	0.82	0.92	0.86	1.06	1.19
总股本(百万股)	532	538	539	539	539

资料来源: 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用相对估值法来估算公司的合理价值区间。

相对估值：28.6-30.8元

国内从事 PCB 生产、制造与销售的公司较多：基于国内 PCB 厂商竞争格局，选择国内领先企业沪电股份、深南电路、鹏鼎控股、胜宏科技、景旺电子等公司为可比公司。行业平均 PE 28 倍，考虑到公司受汽车行业增速影响更多，给予公司 2024 年 26-28xPE，对应股价区间 28.6-30.8 元。

沪电股份：公司是专业从事印刷电路板及高端电子材料研发、生产和销售的国家高新技术企业，公司产品类型覆盖多层板、厚铜板、高频高速板、铝基电路板、双面多层柔性线路板、细密线路柔性线路板、HDI 板、刚挠结合板、特种材料 PCB、高端电子材料等。公司产品主要应用于通讯领域和汽车领域，在交换机、服务器等领域拥有较大的市场份额。

深南电路：公司拥有印制电路板、封装基板及电子装联三项业务，形成了业界独特的“3-In-One”业务布局：即以互联为核心，在不断强化印制电路板业务领先地位的同时，大力发展与其“技术同根”的封装基板业务及“客户同源”的电子装联业务。公司产品在通信基站、服务器等领域具有较强的竞争力，并布局 IC 载板业务，进一步拓展产品边界。

鹏鼎控股：公司由原富葵精密组件(深圳)有限公司整体变更设立。公司成立于 1999 年 4 月 29 日，主要从事各类印制电路板的设计、研发、制造与销售业务。多年来，公司 iPhone、iPad 等苹果产品的主要供应商，供应 FPC、SLP、HDI 等高端产品。

胜宏科技：公司专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售，主要产品为双面板、多层板(含 HDI)等，产品广泛用于 LED 显示器、SERVER(服务器)、通讯、医疗器械、新能源汽车、电脑周边等领域。

景旺电子：公司是专业从事印刷电路板及高端电子材料研发、生产和销售的国家高新技术企业，是国内少数产品类型覆盖刚性电路板、柔性电路板和金属基电路板的厂商，公司稳健经营，产品应用领域广阔，客户较为分散，不存在依赖单一大客户的情况。

表5: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2024E	2025E	2024E	2025E
002463.SZ	沪电股份	40.44	773.82	1.17	1.46	34.52	27.64
002916.SZ	深南电路	109.75	562.88	3.39	4.07	32.33	26.97
002938.SZ	鹏鼎控股	41.52	962.67	1.63	1.88	25.42	22.13
300476.SZ	胜宏科技	38.28	330.24	1.35	1.73	28.46	22.16
603228.SH	景旺电子	31.24	267.38	1.45	1.77	21.49	17.61
可比公司平均				1.89	2.28	28.44	23.30
603920.SH	世运电路	22.08	145.42	1.10	1.36	20.06	16.27

资料来源：WIND，国信证券经济研究所预测

投资建议

我们采用 PE 法对公司主营业务进行整体估值，根据此前盈利预测，预计 24-26 年公司有望实现营收 53.1、63.6、71.2 亿元，归属母公司净利润 5.9、7.3、8.2 亿元，结合可比公司 24 年 PE 均值为 28 倍，给予公司 24 年 PE 倍数为 26-28，对应目标价 28.6-30.8 元，相对于公司目前股价有 29.6%-39.6%溢价空间，给予“优于大市”评级。

风险提示

市场风险

宏观经济波动导致供需关系变化的风险：印制电路板作为电子元器件基础行业，其景气程度与宏观经济及电子信息产业的整体发展状况存在较为紧密的联系。宏观经济波动对 PCB 下游行业如消费电子、网络通讯、电脑周边、汽车电子等将产生不同程度的影响，进而影响 PCB 行业的需求增长。我国已逐渐成为全球印制电路板的主要生产基地，同时国内印制电路板行业受全球经济环境变化的影响日趋明显。尽管行业发展趋势整体向好，但是受宏观经济影响和风险事件造成的不确定性仍然需要关注。若全球供需关系的不确定性增大，将影响 PCB 市场需求的变化，为公司带来市场风险。

行业产能大幅扩张、竞争激烈导致产品价格下降的风险：近年来，全球 PCB 产能不断东移，国内已成为全球印制线路板的最大生产地。近几年国内 PCB 企业产能仍处于快速扩张态势，若未来行业出现产能过剩、行业竞争加剧将导致产品价格下滑，公司如未能持续提高公司的技术水平、生产管理、产品质量以应对市场竞争，则存在盈利下降的风险。

地缘政治的风险：近年国际间地区冲突持续，地缘政治风险加剧，国际经济环境不确定性增加。公司目前业务以出口为主，如地缘政治风险持续加剧，可能会对全球经济带来冲击，影响公司的业务发展，另一方面也有可能影响国外客户的采购决策，从而加大公司进入难度。

原材料价格波动风险：公司日常生产所用的主要原材料包括覆铜板、玻璃纤维布、半固化片、铜箔、铜球、金盐、油墨等，上述原材料价格受大宗商品价格的影响较大。公司直接原材料成本占主营业务成本的比例较高，主要原材料供应链的稳定性和价格的走势将影响公司未来的生产稳定性和盈利能力。

经营风险

新增产能未能完全释放的风险：公司公开发行可转换公司债券的募集资金投资项目“鹤山世茂电子科技有限公司年产 300 万平方米线路板新建项目（一期）”已于 2022 年开始逐步投产。虽然公司在筹划阶段已经对该项目进行了充分的可行性分析，对项目的市场、技术、环保、财务等方面进行了充分论证和预测分析，但因宏观经济波动及其他市场环境因素影响，可能导致市场需求与预期出现偏差、终端客户认证有所延迟等情况，新增产能将存在未能完全释放的风险。如新增产能未能完全释放，将存在因项目固定资产折旧大幅增加而影响公司利润的风险。

环保风险：PCB 在生产中由于涉及到电镀、蚀刻等加工工序，对环保治理的要求较高，企业必须投入大量的资金建设环保设施，对相关废弃物进行处理。近年来，随着国家对工业生产企业的环保监管越来越规范，PCB 企业在环保设施方面的投资需求也越来越高。虽然本公司及下属子公司目前的生产线以及正在实施的可转债募投项目的环保投入能够保证各项环保指标达到国家和地方的相关环保标准，但如果国家提高对 PCB 行业的环保要求，本公司的环保投入将会进一步增加，环保成本相应增大，可能对公司业绩产生一定影响。

并购整合及商誉减值的风险:公司于 2021 年向珠海世运增资取得其 70% 股权,同时确认商誉 5832.48 万元。基于珠海世运的经营环境、财务状况,根据《企业会计准则第 8 号—资产减值》《会计监管风险提示第 8 号—商誉减值》的相关要求,截至 2023 年末累计计提商誉减值准备 4,914.98 万元。虽然公司已 在市场拓展、技术研发、运营协调、资源调配等方面制定针对性的整合措施,但受国内下游行业景气度不佳、订单整体需求大幅下降等情况的影响,珠海世运在新项目导入、产品销售、成本控制等方面未达预期,造成珠海世运净利润持续亏损。若未来市场低迷情形未发生改善,经营过程中未能达到预期的协同效应,可能会导致珠海世运继续亏损,从而给上市公司带来业务整合和商誉减值风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1237	1950	1935	1757	1844	营业收入	4432	4519	5310	6361	7122
应收款项	1215	1303	1531	1833	2053	营业成本	3597	3555	4153	4986	5571
存货净额	461	422	498	599	669	营业税金及附加	13	24	29	29	37
其他流动资产	150	132	144	160	171	销售费用	61	59	71	85	95
流动资产合计	3065	3807	4108	4349	4737	管理费用	156	148	204	219	248
固定资产	2625	2397	2684	2938	2999	研发费用	160	162	209	238	267
无形资产及其他	58	57	54	52	50	财务费用	(32)	(23)	(3)	1	1
其他长期资产	116	50	50	50	50	投资收益	(12)	2	(0)	(4)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(38)	(51)	(2)	(2)	(3)
资产总计	5863	6310	6897	7390	7836	其他	15	7	15	15	15
短期借款及交易性金融负债	170	116	219	168	168	营业利润	442	551	660	811	914
应付款项	1004	1286	1519	1826	2039	营业外净收支	(1)	(3)	(4)	(3)	(3)
其他流动负债	147	153	183	219	244	利润总额	441	548	655	808	911
流动负债合计	1321	1555	1921	2213	2451	所得税费用	39	81	97	119	134
长期借款及应付债券	1011	1064	1064	1064	1064	少数股东损益	(33)	(29)	(34)	(42)	(48)
其他长期负债	263	167	206	206	187	归属于母公司净利润	434	496	593	731	824
长期负债合计	1274	1231	1270	1269	1250	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2595	2786	3191	3483	3702	净利润	401	467	559	689	777
少数股东权益	278	249	215	172	124	资产减值准备	35	50	2	2	3
股东权益	2990	3275	3491	3735	4010	折旧摊销	285	322	328	382	434
负债和股东权益总计	5863	6310	6897	7390	7836	公允价值变动损失	1	(1)	0	0	(0)
关键财务与估值指标						财务费用	50	47	(3)	1	1
每股收益	0.82	0.92	1.10	1.36	1.53	营运资本变动	(104)	340	(15)	(77)	(81)
每股红利	0.62	0.61	0.73	0.90	1.02	其它	319	214	1	(3)	(4)
每股净资产	5.62	6.09	6.48	6.93	7.44	经营活动现金流	988	1438	872	994	1129
ROIC	9%	11%	12%	14%	15%	资本开支	(1056)	(232)	(613)	(634)	(493)
ROE	15%	15%	17%	20%	21%	其它投资现金流	34	(62)	0	0	0
毛利率	19%	21%	22%	22%	22%	投资活动现金流	(1023)	(294)	(613)	(634)	(493)
EBIT Margin	10%	13%	12%	13%	13%	权益性融资	0	57	18	0	0
EBITDA Margin	16%	20%	18%	19%	19%	负债净变化	58	12	0	0	0
收入增长	18%	2%	18%	20%	12%	支付股利、利息	(331)	(330)	(395)	(487)	(549)
净利润增长率	107%	14%	20%	23%	13%	其它融资现金流	(241)	(166)	104	(51)	(0)
资产负债率	49%	48%	49%	49%	49%	融资活动现金流	(513)	(427)	(274)	(538)	(550)
息率	2.8%	2.8%	3.4%	4.2%	4.7%	现金净变动	(500)	728	(15)	(178)	87
P/E	26.6	23.5	19.7	16.0	14.2	货币资金的期初余额	1721	1221	1949	1934	1756
P/B	3.9	3.6	3.3	3.1	2.9	货币资金的期末余额	1221	1949	1934	1756	1842
EV/EBITDA	19.4	16.2	15.3	12.8	11.5	企业自由现金流	(470)	915	249	356	631
						权益自由现金流	(653)	762	356	304	629

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032