

Tesla 自动驾驶和算力建设进入加速期，有望带动公司

买入|首次评级

业绩弹性

——世运电路(603920.SH)首次覆盖报告

报告要点

现阶段我们覆盖并给予“买入”评级，主要看到以下投资逻辑变化：

1) 特斯拉自动驾驶加速进入商用阶段。预计特斯拉于今年10月10日正式发布 Robotaxi，并于 25Q1 在中国和欧洲率先推出先进的 FSD 自动驾驶服务。伴随 FSD 业务的发展，特斯拉将加快算力中心建设。公司作为特斯拉的车载 PCB 板和 Dojo 算力芯片板核心供应商，有望受益。此外，公司积极拓展国内车厂，已成功切入极氪、理想、小鹏等产业链，在控股股东顺德控股的支持下，将有望进一步打开国内新能源汽车市场。

2) Dojo 超算带来业绩弹性。特斯拉自研算力芯片 Dojo 于 23 年量产，但前期受台积电 InFO-SoW 良率影响，成本和产出均不太理想。目前有迹象表明台积电工艺良率提升，Dojo 芯片产出有望加速，特斯拉将可能加大其算力中心中自研 Dojo 芯片平台的使用，替代其他厂商加速器。据特斯拉规划，于 24Q4 算力中心总算力规模将超过 100 EFLOPS。公司作为特斯拉 Dojo 用 PCB 板主要供应商，有望随着特斯拉算力中心建设形成较大收入弹性。

3) 扩产满足客户需求，国资控股助力国内市场开拓。公司 300 万平方米产能项目一期规划产能 100 万，产能处于稳定爬坡阶段，二期项目规划产能 150 万，即将投产，三期项目规划产能 50 万平方米，将依据客户订单需求推进，整体项目达产后，鹤山本部产能将提升至 700 万平米。此外，国资企业顺德控股收购公司 25.9% 的股份成为控股股东，公司将有望凭借国资企业的产业资源进一步打开国有市场，实现内外双轮驱动发展。

投资建议与盈利预测

在中性/上行的情况下，给予公司 20x/25x 估值，分别对应目标价 26/33 元/股。

财务数据和估值

	2023A	2024E		2025E	
		国元预测	市场预期	国元预测	市场预期
营业收入(百万元)	4519	5426	5375	6344	6309
增长率(%)	2.0%	20.1%	19.0%	16.9%	17.4%
归母净利润(百万元)	496	671	649	863	794
增长率(%)	14.2%	35.4%	31.0%	28.6%	22.3%
EPS(元/股)	0.93	1.02	0.99	1.31	1.21
市盈率(P/E)	20	20	21	16	17
市净率(P/B)	3.00	2.50	2.79	2.16	2.57

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：股价为 2024 年 9 月 11 日收盘价，市场预期采用 Wind 一致预期

风险提示

上行风险：下游景气度提速；下游客户项目进展加速；公司产能加速释放

下行风险：原材料成本价格提升；客户项目进展不及预期；可转债转股摊薄风险

当前价/目标价：19.81 元/26 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元)：25.51 / 11.84

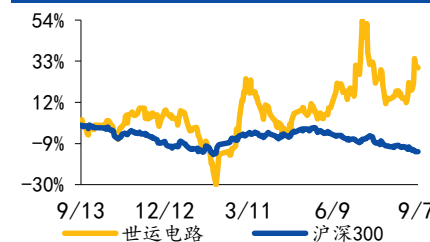
A 股流通股(百万股)：540.62

A 股总股本(百万股)：658.59

流通市值(百万元)：11596.38

总市值(百万元)：14126.71

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 (021)5109 7188

邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

目 录

总体观点.....	3
当前时点对公司股价和估值的判断.....	4
核心逻辑变化.....	6
公司情况介绍.....	10
业绩拆分及估值.....	12
风险提示.....	14

图表目录

图 1: 相关公司对比.....	4
图 2: 相关公司营收增速.....	4
图 3: 当年动态 P/E-Band 测算.....	4
图 4: NTM P/E-Band 测算.....	4
图 5: 公司未来 6 个月股价上下行风险.....	5
图 6: 全球 PCB 产值 (亿美元).....	6
图 7: 中国 PCB 产值 (亿美元).....	6
图 8: 2022 年和 2023 年 PCB 下游应用占比.....	6
图 9: 2022-2027 年及 2023-2028 年 PCB 各领域 CAGR.....	6
图 10: 全球新能源汽车销量 (百万辆).....	7
图 11: 中国新能源汽车销量 (百万辆).....	7
图 12: 特斯拉汽车销量 (万辆).....	7
图 13: 全球电动汽车品牌市场份额.....	7
图 14: 公司季度营收及变动 (百万元).....	8
图 15: 公司季度归母净利及变动 (百万元).....	8
图 16: 特斯拉 Dojo 超级计算机架构.....	8
图 17: Dojo 总算力规模.....	8
图 18: Dojo 超级计算机的 InFO-SOW 工艺.....	9
图 19: 特斯拉 Dojo 芯片.....	9
图 20: 公司产品组合.....	10
图 21: 公司主要客户.....	11
图 22: 公司各产品营收占比.....	12
图 23: 公司产品产量和销量 (万平方米).....	12
图 24: 公司期间费用率.....	12
图 25: 公司存货及 DOI (百万元&天).....	12
表 1: 公司产能扩张情况.....	9
表 2: 公司产品主要应用场景.....	11
表 3: 公司业绩拆分 (百万元).....	13
表 4: 可比公司估值.....	14

总体观点

我们认为公司未来 6 个月的中性目标价为 26 元，上行目标股价为 33 元。

我们认为未来 6 个月内按 25 年动态 PEB 给予 20x 估值，合理目标价为 26 元/股。主要基于以下几点：

1、Tesla 自动驾驶业务加速进入商用化阶段，Robotaxi 创新和具有颠覆性的业务模式值得关注。预计今年 10 月 10 日，特斯拉将正式发布 Robotaxi，并有望于 25Q1 在中国和欧洲率先推出先进的 FSD 自动驾驶服务。而伴随 FSD 业务的发展，特斯拉将加快算力中心建设。公司作为特斯拉在车载 PCB 板和 Dojo 算力芯片板核心供应商，有望受益。此外，公司利用控股股东国资企业顺德控股在新能源领域的布局，有望进一步打开国内新能源汽车市场。

2、Robotaxi 和 FSD 业务将加速特斯拉算力中心进展持续推进，随着台积电 InFO-SoW 封装工艺良率提升，特斯拉将可能加大其算力中心中自研 Dojo 芯片平台的使用，替代其他厂商的加速器。特斯拉自研算力芯片 Dojo 已于 23 年量产，但前期受台积电 InFO-SoW 良率影响，成本和产出均不太理想。目前随着台积电工艺良率的提升，Dojo 芯片产出有望加速。据特斯拉规划，于 24Q4 算力中心总算力规模将超过 100EFLOPS。公司作为特斯拉 Dojo 用 PCB 板主要供应商，有望随着特斯拉算力中心建设形成较大收入弹性。

3、产能逐步释放满足客户需求。公司持续扩大产能，规划进行 300 万平方米产能项目，一期项目规划产能 100 万平方米，目前处于产能爬坡阶段，二期项目规划产能 150 万平方米，即将投产，三期项目 50 万平方米，将按客户需求推进。目前公司总产能超过 500 万平米，项目整体达产后，鹤山本部产能提升至 700 万平方米。

4、国资企业控股公司，助力实现内外双轮驱动。顺德控股收购公司 25.9% 股份成为控股股东。公司受益顺德控股在新能源产业方面的布局，利用其产业资源，进一步打开国内市场，实现内外双轮驱动发展。

当前时点对公司股价和估值的判断

在当前这个时间点，我们首次覆盖世运电路并给予“买入”评级，是基于公司核心客户特斯拉 Robotaxi 和 FSD 进入商用化阶段，及 Dojo 算力提升带动 PCB 需求提升，叠加公司募投项目产能释放，产品结构调整盈利能力增强。公司兼具成长性和稀缺性，未来业绩增长和市场空间明确。

图 1：相关公司对比

2024/9/11						销售增速		PE倍数		P/B		ROE (%)	
单位: RMB	股票代码	国元评级	目标股价 (元)	当前股价 (元)	市值 (亿元)	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
世运电路	603920.SH	买入	26.00	20.71	136.39	20.1%	16.9%	20.3	15.8	2.50	2.16	12.3	13.7
景旺电子	603228.SH	-	23.49	23.81	222.06	16.3%	15.5%	17.0	14.3	2.23	1.98	13.0	13.8
沪电股份	002463.SZ	-	47.27	31.03	594.27	32.2%	25.0%	24.0	18.3	5.14	4.23	21.6	23.3
深南电路	002916.SZ	-	117.35	92.08	472.26	25.4%	17.0%	23.3	19.4	3.15	2.76	13.7	14.5
兴森科技	002436.SZ	-	12.77	8.56	144.63	19.1%	18.7%	50.9	31.1	2.66	2.48	4.9	7.4
胜宏科技	300476.SZ	-	43.60	27.50	237.24	44.6%	25.1%	20.2	14.1	2.73	2.31	13.6	16.6
东山精密	002384.SZ	-	27.27	4.56	349.20	11.8%	16.0%	16.3	11.7	1.74	1.53	10.8	13.3
中位数					229.65	22.7%	17.8%	21.8	17.0	2.70	2.40	13.3	14.1

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：景旺电子、沪电股份、深南电路、兴森科技、胜宏科技、东山精密数据均来自 Wind 一致预期

图 2：相关公司营收增速

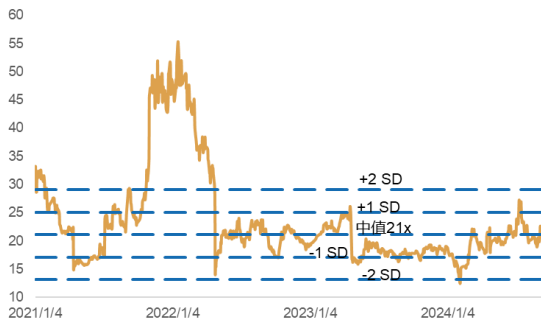
	营收增速	2021	2022	2023	2024E	2025E	21-23CAGR%	24-25CAGR%
603920.SH	世运电路	48.2%	17.9%	2.0%	20.1%	16.9%	21.2%	18.5%
603228.SH	景旺电子	35.0%	10.3%	2.3%	16.3%	15.5%	15.1%	15.9%
002463.SZ	沪电股份	-0.6%	12.4%	7.2%	32.2%	25.0%	6.2%	28.5%
002916.SZ	深南电路	20.2%	0.4%	-3.3%	25.4%	17.0%	5.3%	21.1%
002436.SZ	兴森科技	24.9%	6.2%	0.1%	19.1%	18.7%	9.9%	18.9%
300476.SZ	胜宏科技	32.7%	6.1%	0.6%	44.6%	25.1%	12.3%	34.5%
002384.SZ	东山精密	64.1%	-5.1%	-20.7%	22.1%	26.8%	7.3%	24.4%

资料来源：Wind，国元证券研究所

注：景旺电子、沪电股份、深南电路、兴森科技、胜宏科技、东山精密数据均来自 Wind 一致预期

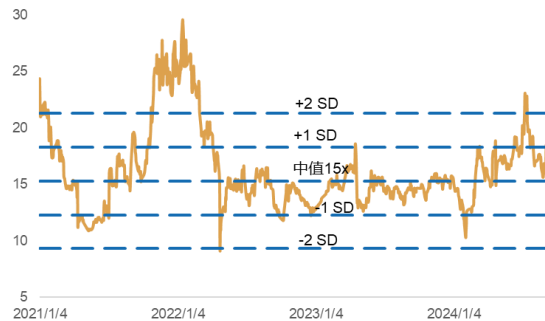
我们考虑公司核心客户项目加速推进，产能持续开出，产品进一步导入新客户，给予公司 25 年动态 PEB 20x 估值，目标股价为 26 元/股。

图 3：当年动态 P/E-Band 测算



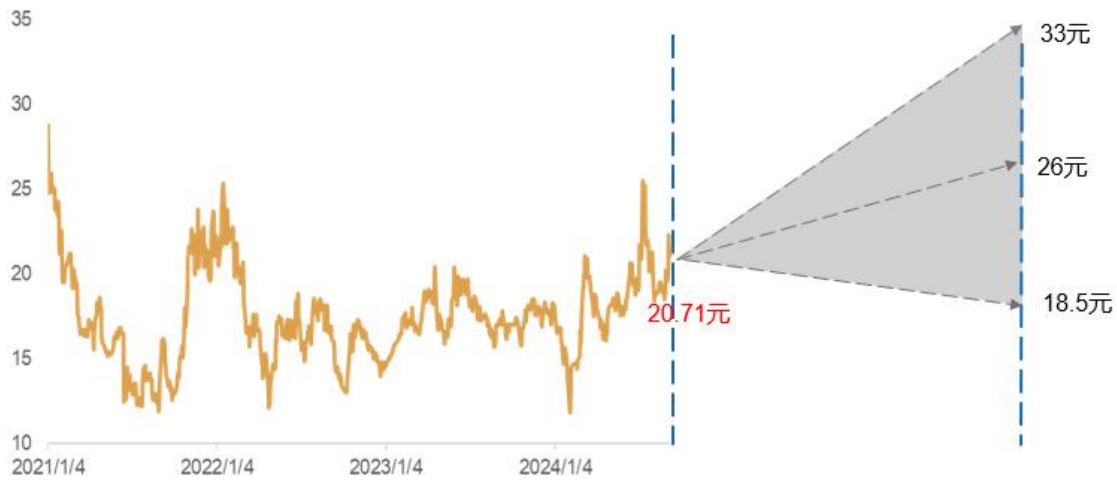
资料来源：Wind，国元证券研究所预测

图 4：NTM P/E-Band 测算



资料来源：Wind，国元证券研究所预测

图 5：公司未来 6 个月股价上下行风险



目标股价 26 元/股

基于 1) 公司产能持续爬坡, 下游客户项目进展顺利, 公司 2024 年收入端实现 20% 以上增长。2) 公司产品结构优化, 公司整体毛利率稳定在 23% 以上。3) 特斯拉自动驾驶和 Dojo 项目持续推进, 新客户导入顺利。给予 20x 2025e EPS 为合理估值。

上行风险场景 33 元/股

基于 1) 公司产能释放加速, 下游客户项目进展顺利, 公司 2024 年收入端实现 30% 以上增长。2) 产品结构进一步优化, 下游需求复苏带动产品价格回暖, 公司整体毛利率达到 25% 以上。给予 25x 2025e EPS 为合理估值。

下行风险场景 18.5 元/股

基于 1) 公司产能释放受阻, 客户项目进展不及预期, 公司 2024 年收入端增速低于 15%。2) 行业竞争加剧, 下游需求复苏缓慢, 影响产品毛利率低于 20%。给予 14x 2025e EPS 为合理估值。

资料来源: Wind, 国元证券研究所预测

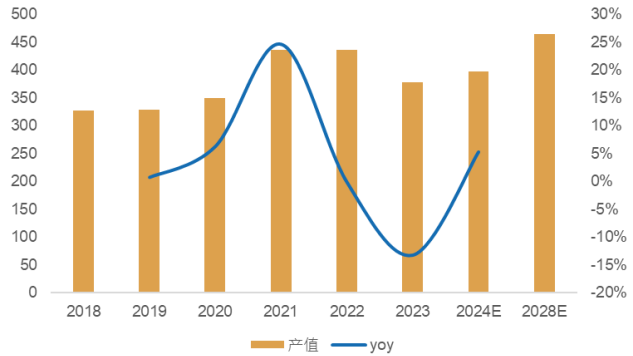
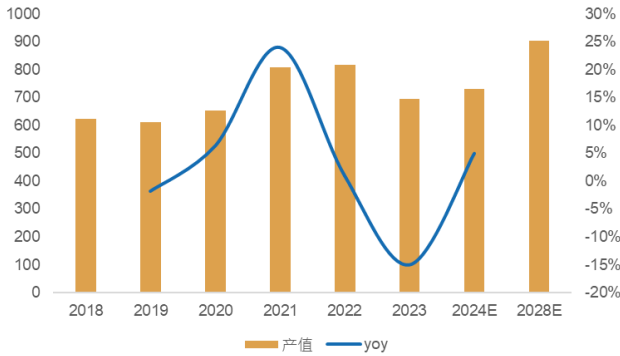
核心逻辑变化

● PCB 行业稳中向好，新兴领域将带动行业持续增长

全球 PCB 市场短期周期扰动不改向好基调。据 PrismaMark 数据，2023 年受下游整体需求下行周期影响，全球 PCB 产值下滑约 15%。进入到 2024 年，下游库存逐步出清带动 PCB 行业进入复苏阶段。

图 6：全球 PCB 产值（亿美元）

图 7：中国 PCB 产值（亿美元）



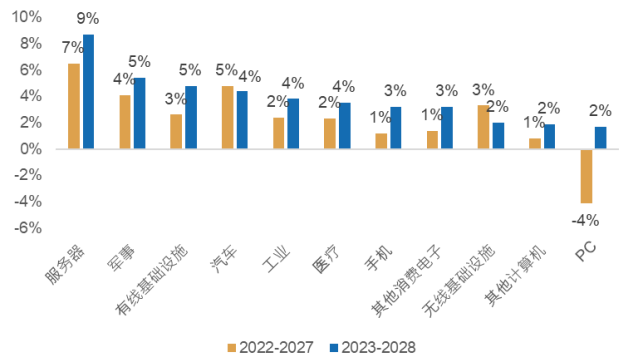
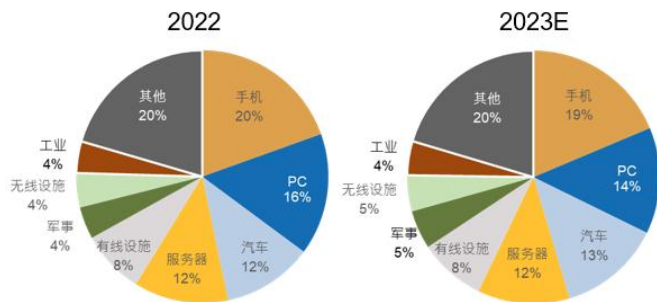
资料来源：PrismaMark，沪电股份公告，中商产业研究院，国元证券研究所

资料来源：PrismaMark，沪电股份公告，中商产业研究院，国元证券研究所

据 PrismaMark 数据，2023 年汽车和服务器业务在整体 PCB 占比达到 25%。随着汽车电气化和智能化的普及，以及服务器算力的持续提升，预计汽车和服务器在整体市场占比有望进一步提升。

图 8：2022 年和 2023 年 PCB 下游应用占比

图 9：2022-2027 年及 2023-2028 年 PCB 各领域 CAGR



资料来源：PrismaMark，沪电股份公告，国元证券研究所

资料来源：PrismaMark，沪电股份公告，国元证券研究所

● 特斯拉自动驾驶业务进入商用化阶段赋能公司高成长性

新能源汽车渗透率提升及自动驾驶和智能网联等技术的搭载量增加，带动 PCB 性能和用量提升。据 Wind 数据，2020-2023 年全球新能源汽车销量 CAGR 约为 66.68%，电动汽车渗透率从 2020 年的 4.2% 提升至 2023 年的 18%。

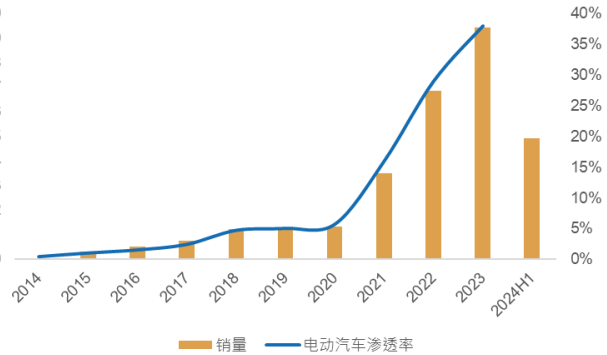
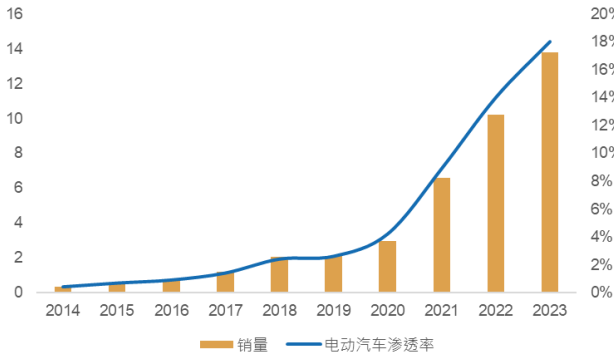
中国新能源汽车进度领先全球水平，2020-2023 年新能源汽车销量 CAGR 达到

92.73%，电动汽车渗透率也从 2020 年的 9.7% 提升至 2023 年的 37.5%。

未来新能源汽车渗透率将持续提升，电动智能化趋势进一步加深，将带动汽车 PCB 需求持续增加。

图 10：全球新能源汽车销量（百万辆）

图 11：中国新能源汽车销量（百万辆）



资料来源：Wind，国元证券研究所

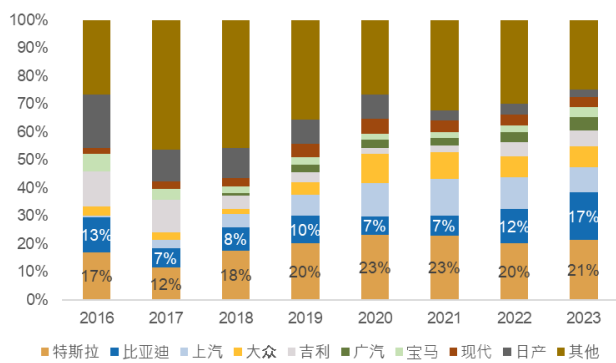
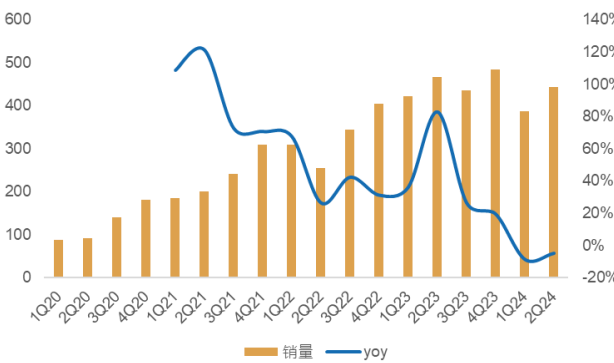
资料来源：Wind，国元证券研究所

特斯拉作为全球新能源汽车的引领者，占据较高的市场份额。从销量来看，2017-2023 年 CAGR 达到 61.17%。2021 年，特斯拉受益德国柏林工厂和美国奥斯汀新工厂投产释放产能，下游需求旺盛带动销量实现高速增长。市场份额方面，特斯拉凭借深厚的技术优势和强大的品牌影响力成为电动汽车品牌中市场份额最高的车企。

在中国市场上，根据乘联会数据，特斯拉今年 1-8 月整体销量略下滑 6%，但随着江苏、上海等多个地区将特斯拉纳入公务用车采购清单，以及后继 Robotaxi 和 FSD 技术在国内落地的预期，其在中国销量有望重回增长趋势。

图 12：特斯拉汽车销量（万辆）

图 13：全球电动汽车品牌市场份额



资料来源：Wind，国元证券研究所

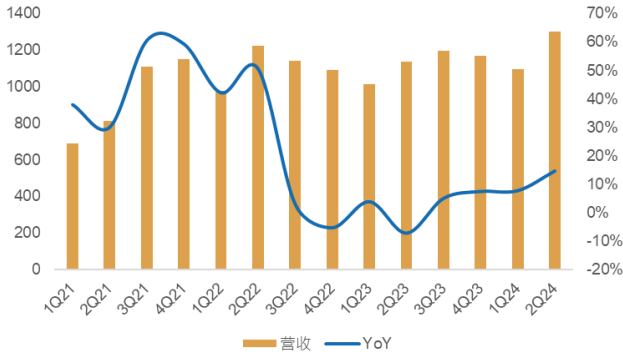
资料来源：崔东树公众号，国元证券研究所

世运电路在海外营收占比接近 80%，特斯拉为公司最大的汽车产品客户，特斯拉经营变化对公司营收具有一定影响。公司 2012 年通过 Jabil 布局新能源车终端客户特斯拉，2017 年开始批量供货，2019 年对特斯拉的间接供货额同比增长约 50%，此时特斯拉已成为公司最大的汽车终端客户。2021 年，特斯拉新工厂产能释放，汽车销量实现较大幅度增长，公司与特斯拉签订供应合约，带动公司 2021 年营收同比增长实现 48.23%。

此外，公司从最初的供应车载娱乐、倒车雷达等辅助功能的 PCB 逐步拓展至 BMS、ECU、ADAS 等部分，产品价值量持续提升。

图 14：公司季度营收及变动（百万元）

图 15：公司季度归母净利润及变动（百万元）



资料来源：Wind，国元证券研究所

资料来源：Wind，国元证券研究所

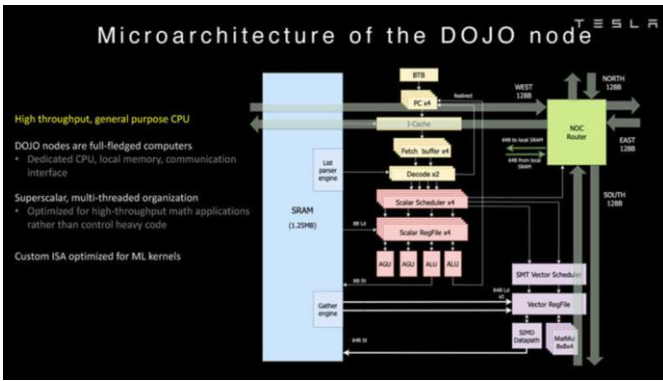
● Dojo 超算带来业绩弹性

特斯拉积极布局人工智能领域。2019 年，特斯拉提出算力中心规划，2021 年特斯拉首次发布 Dojo，并推出 D1 芯片，其为超级计算机提供计算能力。2024 年投资 5 亿美元组建算力中心，预计 24 年 10 月算力中心总算力规模将超过 100 Exa-Flops。

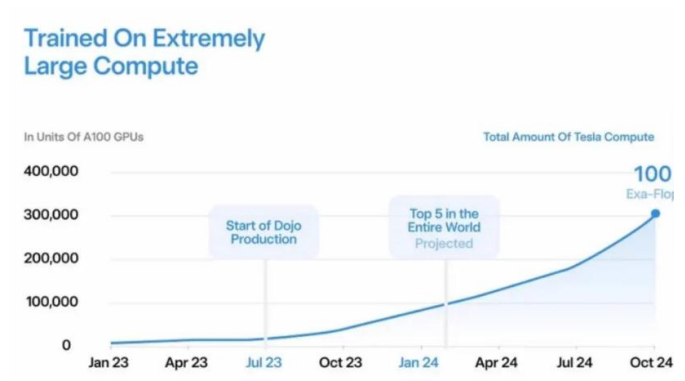
特斯拉的 Dojo 超级计算机用于满足自动驾驶系统的需求，主要用于处理和训练大量来自特斯拉电动车的影像数据，将有望提升特斯拉全自动驾驶软件的性能。

图 16：特斯拉 Dojo 超级计算机架构

图 17：Dojo 总算力规模



资料来源：eet-china，国元证券研究所



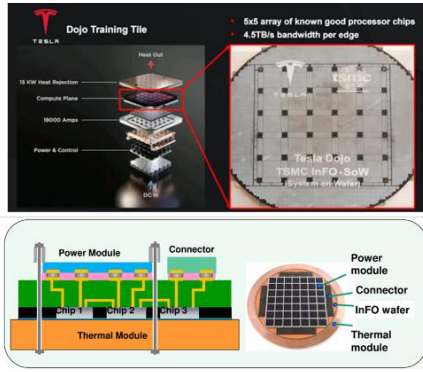
资料来源：36Kr，国元证券研究所

特斯拉 D1 芯片使用的是台积电 7nm 工艺，封装技术也使用台积电的 InFO 工艺。Dojo 主要将 D1 芯片按照 5*5 的排列放置在载体晶圆上，通过台积电高密度的 InFO 互连技术，实现 25 颗芯片等同于一颗大的芯片执行运算工作，称为 Training Tile (瓦片)；六个瓦片组成一个 Tray (托盘单元)，两个托盘单元可以组成一个最小机柜，10 个机柜组成一个 Exapod (集群)，一个集群理论上可以提供 1.1EFLOPS 的算力。据特斯拉在 24Q4 的算力规划，100 Exa-Flops 的算力则需要 91 个集群。

虽然 Dojo 芯片已于 23 年下半年开始量产，但受 InFO-SoW 良率影响整体产出

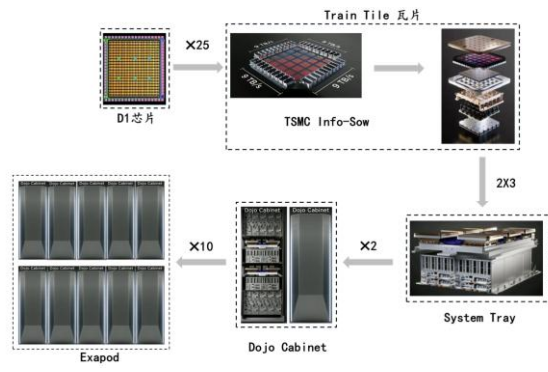
偏慢。目前有迹象表明台积电 InFO-SOW 工艺的良率提升, Dojo 芯片产出有望增加, 进而有望带动 Dojo 超级计算机的算力提升加速。目前, 台积电计划将 InFO- SoW 与 SoIC 结合形成 CoW-SoW, 使得不同制造工艺技术可以再同一封装内共存, 从而优化成本效益并增强性能表现。

图 18: Dojo 超级计算机的 InFO-SOW 工艺



资料来源: TSMC, 国元证券研究所

图 19: 特斯拉 Dojo 芯片



资料来源: 半导体行业观察, eet-china, cnBeta, 国元证券研究所

公司与特斯拉算力中心项目开展技术合作已达三年, 并于 23Q2 投产并开始为其项目供货。未来随着超级计算机的算力持续提升, 将带动服务器 PCB 需求, 公司作为其 PCB 主要供应商, 将带来较大的业绩弹性。

● 产能扩充满足客户需求

公司持续扩大产能, 打破产能瓶颈来满足客户需求。公司产能利用率始终处于较高水平, 为此, 公司 2021 年通过发行可转债进行 300 万产能项目一期建设, 规划产能 100 万平方米, 目前处于产能稳定爬坡阶段。2024H1, 公司通过定向增发募集资金用于进行 300 万产能二期建设, 规划产能 150 万, 目前资金已经到位, 即将投产。三期项目产能 50 万平方米, 将按照客户订单需求推进。

目前公司 PCB 总产能超过 500 万平方米, 在新建产能项目整体达产后, 公司鹤山本部的产能将提升至 700 万平方米。

表 1: 公司产能扩张情况

项目名称	设计产能	投资额	拟使用募集资金金额	进展
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)	100 万平方米	10.93 亿元	10 亿元	产能稳步爬坡
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 (二期)	150 万平方米	11.69 亿元	11.12 亿元	资金于 2024 年 3 月到位
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 (三期)	50 万平方米	-	-	将按照客户订单需求推进

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

● 国资企业控股公司, 助力实现内外双轮驱动

2024年7月，公司实际控制人余英杰与广东顺德控股集团签署《关于广东世运电路科技股份有限公司股份转让协议》，约定新豪国际以20.20元/股的价格向顺控集团协议转让世运电路1.71亿股份，占世运电路总股本的25.90%，一致行动人广东顺德科璞顺股权投资持有公司3.29%的股份，顺控集团及一致行动人持有公司29.19%的股份。顺控集团将成为世运电路控股股东，实际控制人变更后的顺德区国资局。

世运电路通过此次变更为国资企业，顺控集团通过控股世运电路，积极布局电子信息领域业务，也与顺德支持新能源产业政策相吻合，通过打通上下游环节形成产业联动，推动当地新能源汽车产业持续发展。此外，世运电路营收主要来自海外，可通过国资平台的产业资源进一步打开国内市场，实现内外双轮驱动发展。此次交易将实现顺德国资和世运电路的“双赢”。

公司情况介绍

世运电路成立于1985年，在PCB领域深耕近40年，已经成为国内PCB行业的领军企业，产品主要包括双面板、多高层板、HDI、软板、软硬结合板、金属基板等线路板。目前，公司多层板已实现4-24层产品的量产，28层产品也已经具备制造能力。在Prismark发布的2023年全球前40大PCB供应商排名中，公司排名32位，较2022年排名上升4位。

图 20：公司产品组合



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司深耕汽车电子领域多年，汽车应用是公司目前最大的销售业务板块。随着新能源汽车渗透率持续提升，核心客户在自动驾驶领域进展顺利，对汽车电子需求急剧增加，公司顺应市场已实现汽车用高速3阶、4阶HDI PCB和HDI软硬结合板的量产。

自ChatGPT引爆AI浪潮，核心客户开始布局算力中心，其所需的高计算能力带动对高多层和HDI产品需求。公司在多年前开始布局HDI领域，目前公司实现24层硬板、5阶HDI（包括任意层互联）、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，已满足下游客户对服务器 PCB 的工艺要求。

表 2：公司产品主要应用场景

应用领域	应用场景	PCB 技术
汽车领域	刹车系统，转向系统，安全气囊系统，动力系统，新能源车电机控制系统，电池管理系统，自动驾驶辅助系统，智能座舱系统，车身电子	单面到 18 层通孔板，机械盲孔，HDI，Any layer，HF/RF 混压板，半弯折板，厚铜板，金属基板，嵌铜块板，柔性板，软硬结合板等
风光储领域	变流器 PCS，电池管理系统 BMS，能源管理系统 EMS，功率优化器等	最高到 20 层通孔板，HDI，机械盲孔，厚铜板，金属基板等
消费领域	家用电器，扫地机器人，触摸板，摄像头，AR/VR 眼镜，智能门锁等	最高 16 层的通孔板，HDI，柔性板，软硬结合板等
制造工业领域	动力控制，温湿度控制，工厂自动化，建筑机械，办公设备等	最高 24 层的通孔板，机械盲孔，HDI，柔性板，软硬结合板等
云计算及通信领域	服务器，存储器，加速卡，显卡，电脑主板，扩展卡，连接器，路由器等	最高 24 层的通孔板，HDI，阶梯金手指，长短/分段金手指等
医疗领域	X 光机，心电图机，呼吸机，血糖检测仪，血压检测仪，糖尿病治疗仪等	最高 16 层的通孔板，HDI，柔性板，软硬结合板等

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司深耕 PCB 多年，凭借丰厚的技术储备切入众多知名客户产业链。公司早在 2017 年实现了对特斯拉的批量供货，凭借在海外新能源汽车 PCB 先发积累的技术优势，进一步延伸布局国内新能源 PCB 市场，2023 年公司在蔚来、理想、上汽本田等品牌项目的定点和量产供应，并通过了百度自动驾驶认证，进入自动驾驶 PCB 市场。

目前，公司已实现对特斯拉、宝马、大赛中、保时捷、克莱斯勒、奔驰、小鹏、广汽等品牌新能源汽车的供货，未来公司将持续导入新客户、新车型，持续提高技术和产能的匹配度。

公司积极布局人工智能领域，特斯拉为公司的主要客户，随着其在超级计算机方面的进展逐步推进，公司于 23Q2 开始为特斯拉的算力中心项目开始供应 PCB 产品。同时，公司通过 OEM 的方式进入英伟达和 AMD 的供应链体系。

图 21：公司主要客户



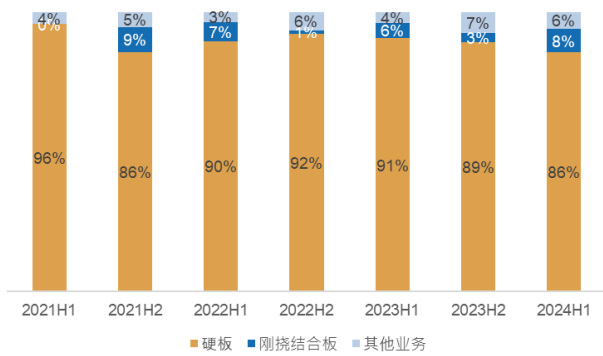
资料来源：公司公告，国元证券研究所

硬板为公司主要产品，通过产能扩充满足客户需求。硬板为公司的主要产品，占

公司营收比重在 90%左右，自 2021 年下半年开始，公司软硬结合板开始有营收贡献，但占比较低，均在 10%以下。

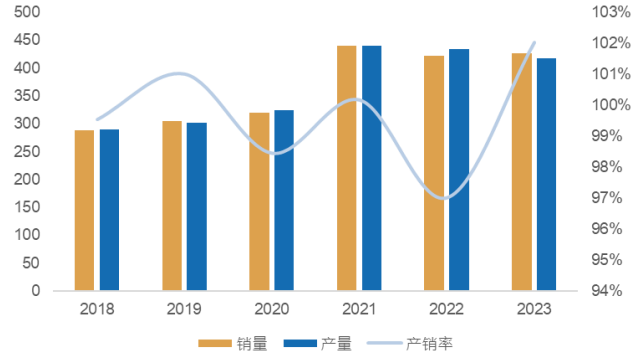
目前可转债募投项目一期产能爬坡，二期项目预计于 24 年开始投产，将进一步解决公司产能受限问题。公司产销率始终处于高位，均在 97%以上，下游需求旺盛，产能消化良好，预计新开产能也将得到很好的消化。

图 22：公司各产品营收占比



资料来源：Wind，国元证券研究所

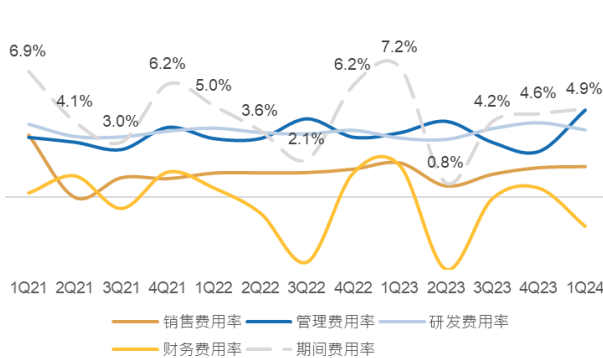
图 23：公司产品产量和销量（万平方米）



资料来源：Wind，国元证券研究所

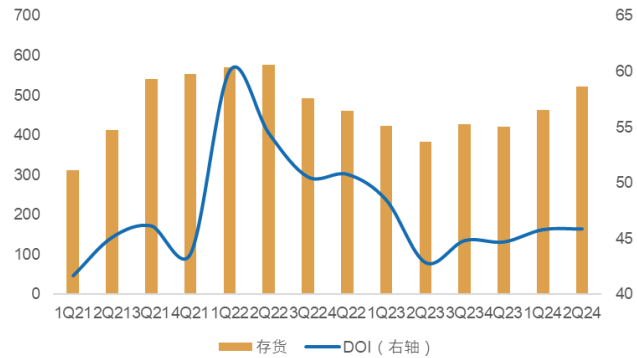
公司期间费用率受财务费用率影响较大，主要系公司主要客户为海外客户，受汇率影响波动较大，在剔除财务费用率后，公司期间费用率较为稳定。存货方面，在 2022 年下半年进入下行周期以来，公司注重库存管理减少存货压力，在 23H2 消费电子逐步进入回暖阶段，公司开始备货，以满足逐步回暖的下游需求。

图 24：公司期间费用率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：公司存货及 DOI（百万元&天）



资料来源：Wind，国元证券研究所

业绩拆分及估值

硬板：硬板为公司的主要产品，随着核心客户特斯拉在自动驾驶领域和 Dojo 项目的推进，及不断导入新客户，我们认为 2024-2026 年公司硬板业务营收实现 47.24/56.76/66.11 亿元，同比增加 16.1%/20.2%/16.5%，毛利率为 23.0%/24.3%/24.1%。

软硬结合板：公司收购奈电扩大软硬结合板业务，公司接手后对其架构体系进行重塑，并积极引入客户群，24H1 营收实现较大幅度成长。未来随着消费电子平稳复苏，以及奈电积极导入客户，我们认为 2024-2026 年公司软硬结合板业务营收实现 4.48/5.14/5.59 亿元，同比增加 128.2%/14.7%/8.9%，毛利率为-13.6%/-6.4%/0%。

综上，我们预计 2024-2026 年公司营收分别为 54.62/63.44/73.20 亿元，同比增加 20.1%/16.9%/15.4%，毛利率为 23.3%/24.3%/24.6%。

表 3：公司业绩拆分（百万元）

		2023	2024E	2025E	2026E
合计	营收	4,519.1	5,426.2	6,343.8	7,319.9
	yoy		20.1%	16.9%	15.4%
	毛利率	21.3%	23.3%	24.3%	24.6%
	毛利	963.7	1,262.2	1,541.4	1,798.7
硬板	营收	4,066.9	4,723.5	5,676.3	6,611.0
	yoy		16.1%	20.2%	16.5%
	毛利率	18.9%	23.0%	24.0%	24.1%
	毛利	767.6	1,090.6	1,344.0	1,568.3
软硬结合板	营收	196.2	447.8	513.7	559.4
	yoy		128.2%	14.7%	8.9%
	毛利率	-28.0%	-13.6%	-6.4%	0.0%
	毛利	-54.9	-61.0	-33.0	0.0
其他业务	营收	255.8	242.0	240.0	240.0
	yoy		-5.4%	-0.8%	0.0%
	毛利率	99.5%	96.0%	96.0%	96.0%
	毛利	254.5	232.3	230.4	230.4

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

世运电路是国内领先的 PCB 供应商，我们选取景旺电子、沪电股份、深南电路、兴森科技、胜宏科技、东山精密具有相似业务的 A 股上市公司作为可比公司，2024-2026 年平均 PE 为 25.28/18.14/13.85 倍，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 6.71/8.63/10.04 亿元，对应 EPS 为 1.02/1.31/1.52 元/股，对应 PE 为 20/16/14 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

股票代码	公司名称	收盘价 (元/股)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603228.SH	景旺电子	23.81	1.40	1.67	1.99	16.99	14.27	11.98
002463.SZ	沪电股份	31.03	1.30	1.70	2.04	23.95	18.28	15.21
002916.SZ	深南电路	92.08	3.95	4.74	5.65	23.34	19.43	16.29
002436.SZ	兴森科技	8.56	0.17	0.28	0.45	50.89	31.06	18.90
300476.SZ	胜宏科技	27.50	1.36	1.95	2.44	20.20	14.08	11.28
002384.SZ	东山精密	20.47	1.26	1.75	2.17	16.29	11.72	9.42
	平均		1.57	2.01	2.46	25.28	18.14	13.85
603920.SH	世运电路	20.71	1.02	1.31	1.52	20.33	15.8	13.59

资料来源：Wind，国元证券研究所预测

注：可比公司数据均采用 Wind 一致预期，股价为 2024 年 9 月 11 日收盘价。

风险提示

上行风险：

下游景气度加速提升：目前全球宏观经济持续改善，将带动各行业发展，宏观环境进一步改善将对公司业绩产生利好。

下游客户项目进展加速：特斯拉是公司的核心客户，其 Robotaxi 和 Dojo 项目处于持续推动中，若客户项目进展顺利，将带动公司产品出货量提升。

公司产能加速释放：公司目前产能处于稳定爬坡中，且二期工厂正在建设，若产能建设提速，则打破公司产能瓶颈，利好公司业绩。

下行风险：

原材料成本价格提升：目前覆铜板价格上涨，若公司议价不成功或价格传导不及预期，则对公司的业绩产生负面影响。

客户项目进展不及预期：若特斯拉的项目进展不及预期，则对公司的销量产生不利影响。

可转债转股摊薄风险：公司发行可转债，转换股票有对股价造成波动的影响。

财务预测表

资产负债表				
	单位:百万元			
	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,950	3,643	4,345	5,495
交易性金融资产	64	64	64	64
应收账款及应收票据	1,269	1,523	1,766	2,046
存货	422	446	407	400
预付账款	9	10	12	13
其他流动资产	93	140	158	175
流动资产合计	3,807	5,826	6,753	8,194
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	2,387	2,550	2,676	2,496
无形资产	57	57	57	57
商誉	9	9	9	9
递延所得税资产	33	28	28	28
其他非流动资产	17	29	24	20
资产总计	6,310	8,499	9,547	10,804
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1,286	1,425	1,624	1,896
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	94	104	121	140
应交税费	9	11	13	15
其他流动负债	165	61	71	81
流动负债合计	1,555	1,600	1,828	2,131
长期借款	71	71	71	71
应付债券	993	993	993	993
递延所得税负债	111	105	105	105
其他非流动负债	57	58	58	58
负债合计	2,786	2,827	3,055	3,358
归属于母公司的所有者权益	3,275	5,456	6,319	7,323
少数股东权益	249	216	173	123
股东权益	3,524	5,672	6,492	7,446
负债及股东权益	6,310	8,499	9,547	10,804

现金流量表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	1,438	815	1,204	1,349
投资	0	0	0	0
资本性支出	-230	-502	-502	-201
其他	-64	-2	16	18
投资活动现金流净额	-294	-504	-486	-183
债权融资	-150	-113	0	0
股权融资	57	1,820	0	0
支付股利及利息	-330	-346	-16	-16
其他	-3	4	0	0
筹资活动现金流净额	-427	1,365	-16	-16
现金净流量	728	1,693	702	1,150

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表				
	单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,519	5,426	6,344	7,320
%同比增速	2%	20%	17%	15%
营业成本	3,555	4,164	4,802	5,521
毛利	964	1,262	1,541	1,799
%营业收入	21%	23.26%	24.30%	24.57%
税金及附加	24	33	38	44
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	59	71	89	110
%营业收入	1%	1%	1%	2%
管理费用	148	174	209	249
%营业收入	3%	3%	3%	3%
研发费用	162	184	222	264
%营业收入	4%	3%	4%	4%
财务费用	-23	-13	-38	-39
%营业收入	-1%	0%	-1%	-1%
资产减值损失	-52	-100	-100	-100
信用减值损失	-9	0	0	0
其他收益	16	15	18	20
投资收益	2	14	16	18
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	551	743	955	1,110
%营业收入	12%	14%	15%	15%
营业外收支	-3	-1	-1	-1
利润总额	548	742	954	1,109
%营业收入	12%	14%	15%	15%
所得税费用	81	104	134	155
净利润	467	638	820	954
%营业收入	10.3%	11.8%	12.9%	13.0%
归属于母公司的净利润	496	671	863	1,004
%同比增速	14%	35%	29%	16%
少数股东损益	-29	-33	-43	-50
EPS (元/股)	0.93	1.02	1.31	1.52

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	0.93	1.02	1.31	1.52
BVPS	6.09	8.28	9.60	11.12
PE	19.66	20.33	15.80	13.59
PEG	1.39	0.57	0.55	0.84
PB	3.00	2.50	2.16	1.86
EV/EBITDA	10.32	10.32	8.01	6.33
ROE	15%	12.3%	13.7%	13.7%
ROIC	10%	9%	10%	11%

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 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 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027