

证券研究报告

印制电路板



增持 (维持)

世运电路 (603920)

汽车基本盘稳固，新能源+数通领域打开成长空间

2023年08月29日

市场数据

市场数据日期 2023-08-29

收盘价(元)	16.81
总股本(百万股)	532.18
流通股本(百万股)	532.18
净资产(百万元)	2990.3
总资产(百万元)	5863.07
每股净资产(元)	5.62

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证电子】世运电路 2022 年报&2023 一季报点评: 业绩快速增长, 新能源+数通领域打开成长空间》2023-04-24

《【兴证电子】世运电路中报点评: 成本端持续改善, 汽车板龙头业绩高速增长》2022-08-25

《【兴证电子】世运电路深度报告: 电动化、智能化趋势持续, 国内汽车板龙头成长动能充足》2022-06-16

分析师:

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

研究助理:

王恬恬

wangtiantian22@xyzq.com.cn

投资要点

- **公告:** 公司发布 2023 年中报, 上半年实现营业收入 21.51 亿元, 同比下降 2.32%; 归母净利润 1.96 亿元, 同比提升 46.85%。其中第二季度营业收入 11.36 亿元, 同比降低 7.23%; 归母净利润 1.21 亿元, 同比增长 40.26%。
- **终端需求疲软, 收入短期承压。** 公司上半年收入同比下降 2.32%, 主要受终端需求疲软、下游渠道持续调整库存影响。公司目前下游应用领域中, 汽车电子份额占比最高, 同时公司也在大力拓展风力、光伏及储能相关产品的 PCB 业务。Q2 收入环比上升 11.88%, 主要因为稼动率有所提升。
- **产品结构优化, 盈利能力提升。** 公司 2023 年上半年毛利率 17.61%, 同比上升 2.55pct, 主要因为: 1) 产品结构持续优化, 高附加值产品占比提升, 平均单价提高; 2) 原材料价格下降; 3) 人民币兑美元贬值也对毛利率有拉动作用。Q2 毛利率 16.34%, 同比上升 0.34pct, 环比下降 2.69pct, 主要因为部分产品价格有所下降。
费用方面, 2023 年上半年销售、研发费率同比分别下降 0.11 和 0.46pct, 管理费用率同比上升 0.66pct, 上半年汇兑收益约 3863 万元, 也对利润有所贡献。单二季度销售、管理、研发费率同比分别变化-0.72、+0.96、-0.39pct。上半年经营活动现金流量净额 6.45 亿元, 经营质量优异。
- **车用 PCB 需求持续增长, 新能源+数通领域打开成长空间。** 车用 PCB 领域, 公司是特斯拉的核心供应商之一, 为其提供涵盖电动车三电领域关键零部件产品, 同时也供货宝马、大众、保时捷、克莱斯勒、奔驰、小鹏等新能源汽车品牌, 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。同时公司也在大力拓展风力、光伏及储能相关产品的 PCB 业务, 随着国外传统能源价格上升以及国内双碳战略的影响加深, 未来需求有望提升。此外, 公司大力拓展物联网、云计算、光通信等增长市场的技术和产品, 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。
- **盈利预测及投资建议:** 我们维持此前的盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.99、5.79、6.72 亿元, 对应当前股价 (2023 年 8 月 29 日收盘价) PE 为 17.9 倍、15.4 倍和 13.3 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 汽车销量下滑; 新能源汽车渗透不及预期; 产能爬坡缓慢。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4432	4881	5473	6181
同比增长	17.9%	10.1%	12.1%	12.9%
归母净利润(百万元)	434	499	579	672
同比增长	107.0%	15.1%	16.0%	16.0%
毛利率	18.8%	19.6%	20.5%	20.9%
ROE	14.5%	16.0%	18.0%	20.3%
每股收益(元)	0.82	0.94	1.09	1.26
市盈率	20.6	17.9	15.4	13.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3065	3537	3769	4037
货币资金	1237	1418	1417	1387
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	1183	1397	1555	1743
预付款项	9	9	10	11
存货	461	532	598	703
其他	173	182	189	193
非流动资产	2798	2856	3006	3288
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2595	2650	2728	2931
在建工程	29	65	132	216
无形资产	58	60	63	64
商誉	33	36	39	37
长期待摊费用	6	0	-7	-14
其他	76	46	51	54
资产总计	5863	6393	6775	7326
流动负债	1321	1742	1737	2009
短期借款	150	299	162	291
应付票据及应付账款	1004	1289	1416	1559
其他	167	154	159	159
非流动负债	1274	1248	1545	1734
长期借款	59	259	459	659
其他	1216	989	1087	1076
负债合计	2595	2990	3282	3743
股本	532	532	532	532
资本公积	1315	1315	1315	1315
未分配利润	790	934	966	1008
少数股东权益	278	278	278	278
股东权益合计	3268	3403	3493	3583
负债及权益合计	5863	6393	6775	7326

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	434	499	579	672
折旧和摊销	288	318	362	421
资产减值准备	35	6	8	9
资产处置损失	-1	0	0	0
公允价值变动损失	1	1	1	1
财务费用	50	-21	-16	-8
投资损失	12	2	3	4
少数股东损益	-33	0	0	0
营运资金的变动	158	-65	-85	-158
经营活动产生现金流量	988	723	856	942
投资活动产生现金流量	-1023	-415	-518	-713
融资活动产生现金流量	-513	-127	-339	-258
现金净变动	-500	180	-1	-30
现金的期初余额	1721	1237	1418	1417
现金的期末余额	1221	1418	1417	1387

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4432	4881	5473	6181
营业成本	3597	3923	4351	4889
税金及附加	13	15	27	31
销售费用	61	70	77	87
管理费用	156	152	170	189
研发费用	160	159	189	216
财务费用	-32	-21	-16	-8
其他收益	13	11	11	12
投资收益	-12	-2	-3	-4
公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
信用减值损失	2	-2	-2	-2
资产减值损失	-36	-24	-27	-27
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	442	565	653	754
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	3	6	6	5
利润总额	441	560	649	751
所得税	39	61	70	79
净利润	401	499	579	672
少数股东损益	-33	0	0	0
归属母公司净利润	434	499	579	672
EPS(元)	0.82	0.94	1.09	1.26

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	17.9%	10.1%	12.1%	12.9%
营业利润增长率	83.7%	27.7%	15.7%	15.5%
归母净利润增长率	107.0%	15.1%	16.0%	16.0%
盈利能力				
毛利率	18.8%	19.6%	20.5%	20.9%
归母净利率	9.8%	10.2%	10.6%	10.9%
ROE	14.5%	16.0%	18.0%	20.3%
偿债能力				
资产负债率	44.3%	46.8%	48.4%	51.1%
流动比率	2.32	2.03	2.17	2.01
速动比率	1.97	1.73	1.83	1.66
营运能力				
资产周转率	74.8%	79.6%	83.1%	87.7%
应收账款周转率	366.7%	367.9%	361.7%	365.3%
存货周转率	691.6%	771.1%	752.4%	733.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.82	0.94	1.09	1.26
每股经营现金	1.86	1.36	1.61	1.77
每股净资产	5.62	5.87	6.04	6.21
估值比率(倍)				
PE	20.6	17.9	15.4	13.3
PB	3.0	2.9	2.8	2.7

数据来源:天软,兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易法》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn