

世运电路 (603920.SH) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023 年 4 月 23 日

评级：买入（维持）

市场价格：19.17 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

研究助理：刘博文

Email: liubw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

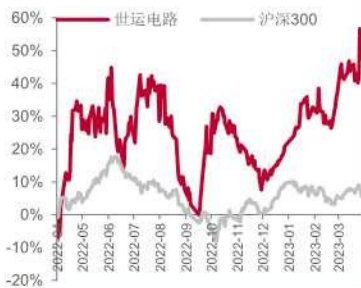
| 指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 3,759 | 4,432 | 5,007 | 6,068 | 7,311 |
| 增长率 yoy% | 48% | 18% | 13% | 21% | 20% |
| 净利润 (百万元) | 210 | 434 | 513 | 649 | 785 |
| 增长率 yoy% | -31% | 107% | 18% | 26% | 21% |
| 每股收益 (元) | 0.39 | 0.82 | 0.96 | 1.22 | 1.48 |
| 每股现金流量 | 0.56 | 1.86 | 1.47 | 1.94 | 2.22 |
| 净资产收益率 | 7% | 13% | 15% | 17% | 18% |
| P/E | 48.7 | 23.5 | 19.9 | 15.7 | 13.0 |
| P/B | 3.6 | 3.4 | 3.2 | 2.8 | 2.5 |

备注：股价取自 2023 年 4 月 21 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) | 532 |
| 流通股本(百万股) | 532 |
| 市价(元) | 19.17 |
| 市值(百万元) | 10,202 |
| 流通市值(百万元) | 10,202 |

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》

投资要点

■ 事件概述

公司发布 2022 年年报及 23 年一季报，2022 年公司实现营收 44.32 亿元，同比增长 17.9%，归母净利润 4.34 亿元，同比增长 107.01%，扣非归母净利润 4.35 亿元，同比增长 114.67%，毛利率 18.83%，同比增长 3.39pct；奈电 22 年亏损 0.9 亿元。经测算，公司 22Q4 实现营收 10.89 亿元，同比下降 5.32%，归母净利润 1.36 亿元，同比增长 154.63%，扣非归母净利润 1.37 亿元，同比增长 181.52%，毛利率 26.37%，同比增长 9.79pct。

公司 23Q1 实现营收 10.15 亿元，同比增长 3.84%；归母净利润 0.75 亿元，同比增长 58.87%；扣非归母净利润 0.76 亿元，同比增长 60.68%；毛利率 19.03%，同比提升 5.16pct。

■ 业绩高速增长，毛利率提升明显

2022 年全年及 2023Q1 公司营收高增，主要系公司持续加大客户维系力度，订单饱满，同时 IPO 募投项目二期全年满产，可转债募投项目开始投产，产能的提升使得公司可更好地满足优质客户订单增长的需求，此外公司通过导入高附加值产品，调整产品结构，从而提高产品平均单价。净利润增长主要系公司原材料价格下降同时公司提升产品结构，2022 年毛利率同比增长 3.39pct，2023Q1 毛利率同比提升 5.16pct，同时 22 年受美元汇率下降影响，全年汇兑收益增幅明显。

■ 重点布局汽车 PCB，奈电持续向好

1) 公司将汽车 PCB 作为重点发展领域布局，经过多年的积累取得不少优质汽车终端客户的认证，同时抓住新能源汽车快速发展的机遇，紧紧跟随终端汽车客户向新能源车转化的步伐增加市场份额，公司已实现对特斯拉、宝马、大众、保时捷、克莱斯勒、奔驰、小鹏等品牌新能源汽车的供货。2) 公司于新能源车领先客户合作较深，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，业务量近年保持高速增长。公司作为其主要 PCB 供应商，为其提供涵盖电动车三电领域关键零部件产品，同时基于技术同源发展进入其光伏、储能等新产品供应链。3) 奈电虽 22 年仍处于亏损状态，但近年来发展向好，客户拓展方面夏普已完成部分项目打样，其中一个项目已经进入量产，预计 2023 年多个项目将进入量产阶段；产品方面，奈电将进一步拓展 HDI 柔性电路板及 HDI 软硬结合板，预计单价及毛利率将进一步提升；在应用领域拓展方面，奈电此前主要面向消费电子，公司持续将奈电的生产技术和工艺融合，将进一步加强公司新能源车、服务器、5G 等应用领域的应用。

■ 投资建议

考虑到外围环境波动，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 5.13/6.49/7.85 亿（此前预期 23-24 年净利润分别为 6.02/8.1 亿），按照 2023/4/21 收盘价，PE 为 20/16/13 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 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 货币资金 | 1,237 | 2,604 | 3,155 | 3,802 | 营业收入 | 4,432 | 5,007 | 6,068 | 7,311 |
| 应收票据 | 0 | 10 | 12 | 15 | 营业成本 | 3,597 | 3,904 | 4,685 | 5,620 |
| 应收账款 | 1,183 | 1,321 | 1,556 | 1,858 | 税金及附加 | 13 | 20 | 24 | 29 |
| 预付账款 | 9 | 6 | 7 | 8 | 销售费用 | 61 | 100 | 121 | 146 |
| 存货 | 461 | 505 | 559 | 670 | 管理费用 | 156 | 175 | 212 | 256 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 研发费用 | 160 | 180 | 218 | 263 |
| 其他流动资产 | 173 | 251 | 305 | 369 | 财务费用 | -32 | 29 | 53 | 83 |
| 流动资产合计 | 3,065 | 4,697 | 5,595 | 6,721 | 信用减值损失 | 2 | -3 | -4 | -5 |
| 其他长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | -36 | -20 | -4 | -5 |
| 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 | 2,595 | 2,945 | 3,021 | 3,087 | 投资收益 | -12 | 5 | 4 | 3 |
| 在建工程 | 29 | 279 | 329 | 379 | 其他收益 | 13 | 5 | 6 | 7 |
| 无形资产 | 58 | 76 | 86 | 94 | 营业利润 | 442 | 586 | 756 | 914 |
| 其他非流动资产 | 116 | 119 | 118 | 117 | 营业外收入 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 非流动资产合计 | 2,798 | 3,420 | 3,554 | 3,678 | 营业外支出 | 3 | 5 | 6 | 7 |
| 资产合计 | 5,863 | 8,116 | 9,149 | 10,399 | 利润总额 | 441 | 584 | 754 | 912 |
| 短期借款 | 150 | 2,066 | 3,249 | 3,590 | 所得税 | 40 | 76 | 98 | 119 |
| 应付票据 | 41 | 0 | 0 | 36 | 净利润 | 401 | 508 | 656 | 793 |
| 应付账款 | 963 | 1,288 | 1,560 | 1,888 | 少数股东损益 | -33 | -5 | 7 | 8 |
| 预收款项 | 0 | 1 | 0 | 1 | 归属母公司净利润 | 434 | 513 | 649 | 785 |
| 合同负债 | 1 | 5 | 6 | 7 | NOPLAT | 372 | 534 | 702 | 865 |
| 其他应付款 | 55 | 55 | 55 | 55 | EPS (按最新股本摊薄) | 0.82 | 0.96 | 1.22 | 1.48 |
| 一年内到期的非流动负债 | 20 | 20 | 20 | 20 | | | | | |
| 其他流动负债 | 92 | 99 | 119 | 143 | 主要财务比率 | | | | |
| 流动负债合计 | 1,321 | 3,534 | 5,009 | 5,740 | 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 长期借款 | 59 | 69 | 79 | 89 | 成长能力 | | | | |
| 应付债券 | 953 | 880 | 0 | 0 | 营业收入增长率 | 17.9% | 13.0% | 21.2% | 20.5% |
| 其他非流动负债 | 263 | 152 | 150 | 152 | EBIT增长率 | 61.9% | 50.2% | 31.5% | 23.3% |
| 非流动负债合计 | 1,274 | 1,101 | 229 | 241 | 归母公司净利润增长率 | 107.0% | 18.3% | 26.4% | 21.0% |
| 负债合计 | 2,595 | 4,635 | 5,238 | 5,981 | 获利能力 | | | | |
| 归属母公司所有者权益 | 2,990 | 3,209 | 3,631 | 4,131 | 毛利率 | 18.8% | 22.0% | 22.8% | 23.1% |
| 少数股东权益 | 278 | 273 | 279 | 287 | 净利率 | 9.1% | 10.2% | 10.8% | 10.8% |
| 所有者权益合计 | 3,268 | 3,481 | 3,911 | 4,418 | ROE | 13.3% | 14.7% | 16.6% | 17.8% |
| 负债和股东权益 | 5,863 | 8,116 | 9,149 | 10,399 | ROIC | 8.9% | 9.4% | 11.1% | 12.2% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 单位:百万元 | | | | 资产负债率 | 44.3% | 57.1% | 57.3% | 57.5% |
| 会计年度 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 债务权益比 | 44.2% | 91.6% | 89.4% | 87.2% |
| 经营活动现金流 | 988 | 784 | 1,034 | 1,180 | 流动比率 | 2.3 | 1.3 | 1.1 | 1.2 |
| 现金收益 | 657 | 875 | 1,093 | 1,271 | 速动比率 | 2.0 | 1.2 | 1.0 | 1.1 |
| 存货影响 | 92 | -43 | -54 | -112 | 营运能力 | | | | |
| 经营性应收影响 | 24 | -124 | -235 | -300 | 总资产周转率 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 经营性应付影响 | -275 | 285 | 271 | 365 | 应收账款周转天数 | 95 | 90 | 85 | 84 |
| 其他影响 | 490 | -209 | -41 | -43 | 应付账款周转天数 | 111 | 104 | 109 | 110 |
| 投资活动现金流 | -1,023 | -954 | -515 | -516 | 存货周转天数 | 51 | 45 | 41 | 39 |
| 资本支出 | -770 | -955 | -519 | -519 | 每股指标(元) | | | | |
| 股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股收益 | 0.82 | 0.96 | 1.22 | 1.48 |
| 其他长期资产变化 | -253 | 1 | 4 | 3 | 每股经营现金流 | 1.86 | 1.47 | 1.94 | 2.22 |
| 融资活动现金流 | -513 | 1,537 | 33 | -18 | 每股净资产 | 5.62 | 6.03 | 6.82 | 7.76 |
| 借款增加 | -104 | 1,854 | 313 | 351 | 估值比率 | | | | |
| 股利及利息支付 | -331 | -397 | -534 | -650 | P/E | 24 | 20 | 16 | 13 |
| 股东融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 3 | 3 | 3 | 2 |
| 其他影响 | -78 | 80 | 254 | 281 | EV/EBITDA | 114 | 84 | 67 | 57 |

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。