

世运电路（603920）2022年报&amp;2023一季报点评

## 加强海内外布局，业绩持续高增

2023年04月24日

## 【投资要点】

- ◆ **多因素助力业绩高增。**2022年公司实现营业收入44.32亿元，同比增长17.90%，其中硬板/软硬结合板分别实现营收40.31/1.81亿元，分别同比+19.35%/-10.30%，产品结构优化、新项目带来产能提升、产品单价上升等因素助力公司整体营收的增长，软硬结合板由于下游景气度不佳、订单需求下降等因素影响其营收水平；2022年公司实现归母净利润4.34亿元，同比增长107.01%，实现扣非归母净利润4.35亿元，同比增长114.67%，在营收平稳增长的背景下，产品成本下降、汇兑收益等致使公司利润增速显著高于营收增速。
- ◆ **毛利率和净利率显著提升，汇兑收益促进财务费用率下降。**2022年公司毛利率为18.83%，同比增长3.39pct，净利率为9.06%，同比增长3.74pct，产品单价提升以及成本下降等因素促进公司毛利率水平的持续提升，单季度来看，2022Q4公司毛利率和净利率分别为26.37%/11.69%，同比分别+9.79pct/+7.61pct，环比分别+7.45pct/-2.16pct。从费用端来看，2022年公司期间费用率为4.16%，同比下降0.79pct，其中财务费用率由于汇兑收益影响下降1.26pct；22年公司研发费用率为3.61%，同比上升0.07pct，研发投入为1.60亿元，公司加大在汽车用高散热埋铜块HDI、高频高速汽车远程雷达PCB、汽车辅助驾驶和自动驾驶77GHz毫米波雷达和4D高精度毫米波雷达PCB等领域的研发投入。
- ◆ **2023年Q1利润保持高增。**2023年Q1公司实现营收10.15亿元，同比增长3.84%，实现归母净利润0.75亿元，同比增长58.87%，利润依然保持较高增速。2023Q1公司毛利率和净利率分别为19.03%/6.69%，同比分别+5.16pct/+2.48pct，环比分别-7.34pct/-5.00pct，盈利能力同比显著提升。从费用端来看，23年Q1期间费用率为7.16%，同比增长2.15pct，其中财务费用率/销售费用率/管理费用率分别同比+1.26pct/+0.56pct/+0.33pct。
- ◆ **加强海内外布局，双轮驱动稳抓国内外发展机遇。**海外市场方面，公司成功通过了夏普、柯尼卡美能达、安费诺等客户的认证，另外爱信、佛吉亚歌乐、宝马电动车项目、伊顿电动车项目、HL-Klemove、Luminar等客户的产品已经实现量产；国内市场方面，公司通过广汽集团旗下



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

## 东方财富证券研究所

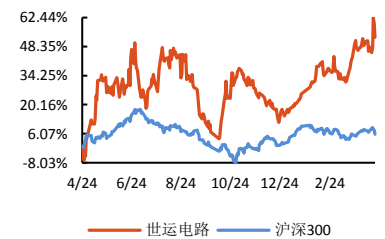
证券分析师：邹杰

证书编号：S1160523010001

联系人：刘琦

电话：021-23586475

## 相对指数表现



## 基本数据

总市值（百万元）	9180.03
流通市值（百万元）	9180.03
52周最高/最低（元）	20.48/11.77
52周最高/最低（PE）	43.79/21.15
52周最高/最低（PB）	3.78/2.40
52周涨幅（%）	37.56
52周换手率（%）	413.15

## 相关研究

- 《成本端压力释放，汇兑收益助力业绩高增》  
2022.10.19
- 《业绩高增，新能源领域持续发力》  
2022.09.05
- 《紧抓新兴市场发展机遇，客户、产品开拓进展顺利》  
2022.05.09

汽车零部件公司认证，在中央控制域及智能座舱域取得定点项目；成为长城汽车集团旗下汽车零部件公司的重要供应商合作伙伴，其中新能源汽车的电机控制板、驱动板及集成板已经量产，并通过电机、电控系统认证，未来将积极导入动力电池和储能电池产品；与小鹏汽车的合作进一步加深，车身控制域已经实现量产，并正在开发导入中央控制域。国内国外双轮驱动的发展路线为公司长期增长奠定基础，也将进一步增长公司在新能源汽车 PCB 领域的市场份额。

- ◆ **扩增产能奠定长期增长基础。**公司年产 300 万平方米线路板新建项目一期设计年产能 100 万平方米，主要应用于 5G 通信、云计算服务器领域，于 2022 年 4 月达到预定可使用状态，目前处于产能爬坡阶段；公司计划定增募集资金用于二期项目，预计达产后新增双面板、多层板、HDI 板年产能 150 万平方米，公司产能将进一步得到有效补充，有利于巩固公司在行业内的市场地位，促进长期可持续发展。

### 【投资建议】

- ◆ 鉴于下游需求的恢复节奏相对较慢，我们下调公司 2023/2024 年的营业收入分别至 49.72/59.87 亿元，预计 2025 年营业收入为 72.70 亿元，相应下调 2023/2024 年归母净利润分别至 5.17/6.46 亿元，预计 2025 年归母净利润为 7.88 亿元，2023/2024/2025 年 EPS 分别为 0.97/1.21/1.48 元，对应 PE 分别为 20/16/13 倍，维持“增持”评级。

#### 盈利预测

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4432.01	4971.70	5987.08	7269.83
增长率(%)	17.90%	12.18%	20.42%	21.43%
EBITDA（百万元）	738.85	1039.90	1221.60	1438.51
归属母公司净利润（百万元）	434.03	516.97	645.69	787.99
增长率(%)	107.01%	19.11%	24.90%	22.04%
EPS(元/股)	0.82	0.97	1.21	1.48
市盈率 (P/E)	17.54	19.73	15.80	12.95
市净率 (P/B)	2.56	1.89	1.68	1.48
EV/EBITDA	10.29	8.13	7.16	5.83

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

### 【风险提示】

- ◆ 下游需求不及预期；
- ◆ 产能释放节奏不及预期；
- ◆ 竞争加剧影响整体盈利能力。

## 资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>3064.67</b>	<b>5340.19</b>	<b>5484.75</b>	<b>6644.36</b>
货币资金	1237.34	3024.24	2823.03	3273.93
应收及预付	1192.62	1469.72	1735.00	2156.07
存货	461.42	631.87	674.33	902.59
其他流动资产	173.29	214.36	252.39	311.77
<b>非流动资产</b>	<b>2798.40</b>	<b>3492.82</b>	<b>4107.24</b>	<b>4460.66</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2595.09	3172.51	3669.93	3906.35
在建工程	29.43	129.43	229.43	329.43
无形资产	58.22	63.22	68.22	73.22
其他长期资产	115.66	127.66	139.66	151.66
<b>资产总计</b>	<b>5863.07</b>	<b>8833.00</b>	<b>9591.99</b>	<b>11105.02</b>
<b>流动负债</b>	<b>1321.08</b>	<b>1809.34</b>	<b>1832.47</b>	<b>2477.87</b>
短期借款	149.69	139.69	129.69	119.69
应付及预收	1004.49	1488.19	1489.93	2105.45
其他流动负债	166.90	181.46	212.85	252.74
<b>非流动负债</b>	<b>1274.07</b>	<b>1376.07</b>	<b>1478.07</b>	<b>1580.07</b>
长期借款	58.50	108.50	158.50	208.50
应付债券	952.88	1002.88	1052.88	1102.88
其他非流动负债	262.69	264.69	266.69	268.69
<b>负债合计</b>	<b>2595.15</b>	<b>3185.41</b>	<b>3310.53</b>	<b>4057.94</b>
实收资本	532.18	667.18	667.18	667.18
资本公积	1315.27	3045.27	3045.27	3045.27
留存收益	993.72	1546.70	2228.38	3052.38
归属母公司股东权益	2990.30	5408.28	6089.96	6913.96
少数股东权益	277.61	239.32	191.49	133.12
<b>负债和股东权益</b>	<b>5863.07</b>	<b>8833.00</b>	<b>9591.99</b>	<b>11105.02</b>

## 利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4432.01</b>	<b>4971.70</b>	<b>5987.08</b>	<b>7269.83</b>
营业成本	3597.40	3935.82	4702.30	5676.91
税金及附加	12.90	14.92	29.94	43.62
销售费用	60.83	69.60	95.79	123.59
管理费用	156.04	174.01	233.50	290.79
研发费用	160.16	183.95	233.50	290.79
财务费用	-32.42	33.36	1.77	9.93
资产减值损失	-36.41	-35.00	-35.00	-35.00
公允价值变动收益	-1.45	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-12.23	-12.43	-14.97	-18.17
资产处置收益	0.68	0.99	1.20	1.45
其他收益	12.90	14.92	17.96	21.81
<b>营业利润</b>	<b>442.13</b>	<b>527.52</b>	<b>658.49</b>	<b>803.28</b>
营业外收入	1.95	2.00	2.00	2.00
营业外支出	3.22	3.50	3.50	3.50
<b>利润总额</b>	<b>440.86</b>	<b>526.02</b>	<b>656.99</b>	<b>801.78</b>
所得税	39.45	47.34	59.13	72.16
<b>净利润</b>	<b>401.41</b>	<b>478.68</b>	<b>597.86</b>	<b>729.62</b>
少数股东损益	-32.63	-38.29	-47.83	-58.37
<b>归属母公司净利润</b>	<b>434.03</b>	<b>516.97</b>	<b>645.69</b>	<b>787.99</b>
EBITDA	738.85	1039.90	1221.60	1438.51

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

## 现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>987.72</b>	<b>1025.94</b>	<b>909.31</b>	<b>1368.52</b>
净利润	401.41	478.68	597.86	729.62
折旧摊销	291.17	430.58	510.58	571.58
营运资金变动	175.57	9.64	-312.65	-53.30
其它	119.58	107.05	113.52	120.61
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1022.61</b>	<b>-1137.93</b>	<b>-1140.27</b>	<b>-943.22</b>
资本支出	-1054.48	-1125.51	-1125.30	-925.05
投资变动	44.10	0.00	0.00	0.00
其他	-12.23	-12.43	-14.97	-18.17
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-513.40</b>	<b>1898.89</b>	<b>29.75</b>	<b>25.61</b>
银行借款	337.30	40.00	40.00	40.00
债券融资	0.00	50.00	50.00	50.00
股权融资	0.00	1865.00	0.00	0.00
其他	-850.69	-56.11	-60.25	-64.39
<b>现金净增加额</b>	<b>-500.39</b>	<b>1786.90</b>	<b>-201.21</b>	<b>450.91</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>1721.23</b>	<b>1220.84</b>	<b>3007.74</b>	<b>2806.53</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>1220.84</b>	<b>3007.74</b>	<b>2806.53</b>	<b>3257.43</b>

## 主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长	17.90%	12.18%	20.42%	21.43%
营业利润增长	83.67%	19.31%	24.83%	21.99%
归属母公司净利润增长	107.01%	19.11%	24.90%	22.04%
<b>获利能力 (%)</b>				
毛利率	18.83%	20.84%	21.46%	21.91%
净利率	9.06%	9.63%	9.99%	10.04%
ROE	14.51%	9.56%	10.60%	11.40%
ROIC	9.16%	8.01%	8.46%	9.27%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	44.26%	36.06%	34.51%	36.54%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.32	2.95	2.99	2.68
速动比率	1.94	2.57	2.59	2.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.56	0.62	0.65
应收账款周转率	3.75	3.45	3.48	3.43
存货周转率	9.61	7.87	8.88	8.05
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.82	0.97	1.21	1.48
每股经营现金流	1.86	1.93	1.71	2.57
每股净资产	5.62	10.16	11.44	12.99
<b>估值比率</b>				
P/E	17.54	19.73	15.80	12.95
P/B	2.56	1.89	1.68	1.48
EV/EBITDA	10.29	8.13	7.16	5.83

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

**分析师申明：**

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，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，本报告清晰准确地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，特此声明。

**投资建议的评级标准：**

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3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500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15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

**行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

**免责声明：**

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、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邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。