

增持 (维持)

世运电路 (603920)

业绩快速增长, 新能源+数通领域打开成长空间

2023年04月24日

市场数据

市场数据日期	2023-04-21
收盘价(元)	19.17
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

《【兴证电子】世运电路2021年三季报点评: 车用PCB高景气, 业绩拐点显现》2021-10-30

分析师:

李双亮

lishuangliang@xyzq.com.cn

S0190520070005

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

投资要点

- **公告:** 公司发布2022年年报和2023年一季报, 2022年营业收入44.32亿元, 同比增长17.90%; 归母净利润4.34亿元, 同比增长107.01%。其中第四季度营业收入10.89亿元, 同比减少5.32%; 归母净利润1.36亿元, 同比增长154.63%。2023Q1实现营业收入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%。
- **产能释放叠加单价调整, 业绩快速增长。** 公司2022年全年营业收入同比增长17.90%, 归母净利润同比增长107.01%, 其中: 1) 硬板实现收入40.31亿, 同比上升19.35%, 主要因为IPO募投项目二期2022年全年实现满产, 可转债募投项目开始投产, 产能的提升满足订单增长的需求; 同时通过导入高附加值产品, 产品结构升级, 平均单价提高。2) 软硬结合板实现收入1.81亿, 同比下滑10.30%, 主要因为国内下游行业景气度不佳, 订单整体需求下降。2023年第一季度收入同比增长3.84%, 环比下降6.81%, 主要因为春节影响, 稼动率环比有所下滑。
- **产品结构优化, 议价能力提升, 盈利能力改善。** 公司2022年全年毛利率为18.83%, 同比增长3.39个百分点, 主要因为: 1) 产品结构升级, 平均单价提高; 2) 扩大供应渠道, 优化供应链管理, 与上游供应商议价能力提升; 3) 主要原材料市场价格下降; 4) 海外销售占比较高, 人民币贬值对毛利率有所提升。单四季度毛利率为26.37%, 同比上升9.79个百分点, 环比上升7.45个百分点, 主要因为成本持续优化, 且年底进行部分价格调整。2023年第一季度毛利率为19.03%, 同比提升5.16个百分点, 环比有所下滑主要受春节假期影响。
费用方面, 2022年销售、管理、研发费率分别同比增加0.14、0.33和0.07个百分点, 单四季度销售、管理、研发费率同比分别变化+0.53、-0.55和+0.05个百分点。2023年Q1销售、管理、研发费率同比分别变化+0.56、+0.33和-0.56个百分点, 费用率基本稳定。2022年全年经营活动现金流量净额9.88亿元, 2023Q1为3.97亿元, 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、4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, 与部分国内一线品牌客户开展技术交流和新产品验证, 云端数据中心高多层超低损耗服务器PCB实现打样, 并已具备24层超低损耗服务器和5G通信类PCB的制作能力, 有望打开未来成长空间。

鉴于当前需求疲软,我们小幅下调此前的盈利预测,预计公司 2023-2025 年归母净利润为 4.99、5.79 和 6.72 亿元,对应当前股价(2023 年 4 月 21 日收盘价) PE 为 20.4、17.6、15.2 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%	15.9%	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	23.5	20.4	17.6	15.2

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

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
流动资产	3065	3542	3776	4045	营业收入	4432	4881	5473	6181
货币资金	1237	1418	1417	1387	营业成本	3597	3923	4351	4889
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	13	15	27	31
应收票据及应收账款	1183	1398	1557	1745	销售费用	61	70	77	87
预付款项	9	9	10	11	管理费用	156	152	170	189
存货	461	535	603	709	研发费用	160	159	189	216
其他	173	182	189	193	财务费用	-32	-21	-16	-7
非流动资产	2798	2856	3006	3288	其他收益	13	11	11	12
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	-12	-2	-3	-4
固定资产	2595	2650	2728	2931	公允价值变动收益	-1	-1	-1	-1
在建工程	29	65	132	216	信用减值损失	2	-2	-2	-2
无形资产	58	60	63	64	资产减值损失	-36	-24	-27	-27
商誉	33	36	39	37	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	6	0	-7	-14	营业利润	442	564	653	754
其他	76	46	51	54	营业外收入	2	2	2	2
资产总计	5863	6399	6782	7333	营业外支出	3	6	6	5
流动负债	1321	1747	1744	2016	利润总额	441	560	649	750
短期借款	150	304	169	299	所得税	39	61	70	79
应付票据及应付账款	1004	1288.66	1416.20	1,558.50	净利润	401	499	579	672
其他	167	154	159	159	少数股东损益	-33	0	0	0
非流动负债	1274	1248	1545	1734	归属母公司净利润	434	499	579	672
长期借款	59	259	459	659	EPS(元)	0.82	0.94	1.09	1.26
其他	1216	989	1087	1076					
负债合计	2595	2995	3289	3750					
股本	532	532	532	532	主要财务比率				
资本公积	1315	1315	1315	1315	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	790	934	966	1007	成长性				
少数股东权益	278	278	278	278	营业收入增长率	17.9%	10.1%	12.1%	12.9%
股东权益合计	3268	3403	3492	3583	营业利润增长率	83.7%	27.7%	15.6%	15.5%
负债及权益合计	5863	6399	6782	7333	归母净利润增长率	107.0%	15.1%	15.9%	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%	48.5%	51.1%
					流动比率	2.32	2.03	2.16	2.01
					速动比率	1.97	1.72	1.82	1.65
					营运能力				
					资产周转率	74.8%	79.6%	83.0%	87.6%
					应收账款周转率	372.7%	376.5%	367.7%	372.1%
					存货周转率	699.9%	783.3%	757.7%	739.7%
					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	1.35	1.61	1.77
					每股净资产	5.62	5.87	6.04	6.21
					估值比率(倍)				
					PE	23.5	20.4	17.6	15.2
					PB	3.4	3.3	3.2	3.1

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	27	-1	0
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	-7
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	-92	-77	-151
经营活动产生现金流量	988	717	855	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	-122	-338	-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

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：A股市场以沪深300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《证券交易所》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 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	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 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn