

Q3 业绩稳健，自动驾驶+Dojo 带动业绩弹性

买入|维持

——世运电路 2024Q3 业绩点评

报告要点

10月28日,公司发布2024Q1-Q3业绩公告,24Q1-Q3营收实现36.75亿元(YoY+9.75%),归母净利4.83亿元(YoY+28.97%),毛利率和净利率分别为23.55%和12.54%。三季度方面,公司营收实现12.80亿元(YoY+6.82%,QoQ-1.73%),归母净利实现1.80亿元(YoY+0.95%,QoQ-7.20%),毛利率和净利率分别为25.03%和13.53%。

车载 PCB: 公司在汽车领域深耕多年,具有深厚的技术积累,已成为特斯拉的 PCB 核心供应商。24Q3 特斯拉汽车销量环比提升,接近历史高位,库存得到有效消化,叠加我们预计 Q3 销量提升将对 Q4 销量起到很好的提振作用,拉货动能增强,进一步提升对车用 PCB 的需求,预计公司 Q4 业绩将有较大幅度提升。同时,特斯拉持续推进无人驾驶 Robotaxi 进展,有望于 25Q1 在中国和欧洲率先推出先进的 FSD 自动驾驶服务,特斯拉预计明年将利用其现有车辆实现自动驾驶,将有望带动特斯拉汽车销量提升,提振公司汽车 PCB 用量需求,叠加特斯拉推动其他新能源车厂在无人驾驶领域的布局,公司将有望切入其他新能源车厂产业链,预计公司 25 年业绩将有较好表现。

服务器 PCB: 算力是自动驾驶的核心,特斯拉持续推进其算力中心进度。公司作为特斯拉的核心供应商,也为其供应算力用 PCB,前期特斯拉的 Dojo 芯片受台积电 InFO 良率影响产出偏慢,目前台积电工艺良率有提升迹象,Dojo 芯片产出加速,特斯拉将可能加大 Dojo 芯片在其算力中心的使用,替代其他厂商加速器。据特斯拉规划,其算力中心预计于 24Q4 总规模算力达到 100 EFLOPS,公司作为特斯拉 Dojo 用 PCB 的主要供应商,将有望随特斯拉算力提升带动业绩成长。

我们预测公司 24-25 年归属母公司净利润为 6.72/8.74 亿元,在中性/上行的情况下,给予公司 24/27x 估值,分别对应目标价 32/36 元/股,维持“买入”评级。

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 | 5230 | 5376 | 6359 | 6315 |
| 增长率(%) | 2.0% | 15.7% | 19.0% | 21.6% | 17.5% |
| 归母净利(百万元) | 496 | 672 | 655 | 874 | 807 |
| 增长率(%) | 14.2% | 35.7% | 32.23% | 30.0% | 23.23% |
| EPS(元/股) | 0.93 | 1.02 | 0.98 | 1.33 | 1.21 |
| 市盈率(P/E) | 20 | 25 | 26 | 19 | 21 |
| 市净率(P/B) | 3.00 | 3.12 | 3.58 | 2.69 | 3.26 |

资料来源: Wind, 国元证券研究所

注:市场预期为 Wind 一致预期,股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价

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: 25.85 元/32 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 29.21 / 11.84

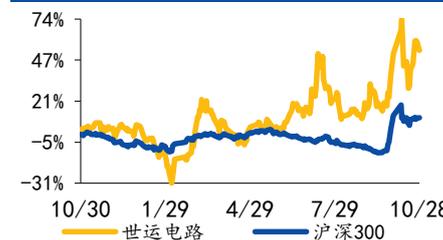
A 股流通股(百万股): 665.53

A 股总股本(百万股): 665.53

流通市值(百万元): 17203.98

总市值(百万元): 17203.98

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-世运电路(603920.SH)首次覆盖报告: Tesla 自动驾驶和算力建设进入加速期,有望带动公司业绩弹性》2024.09.13

报告作者

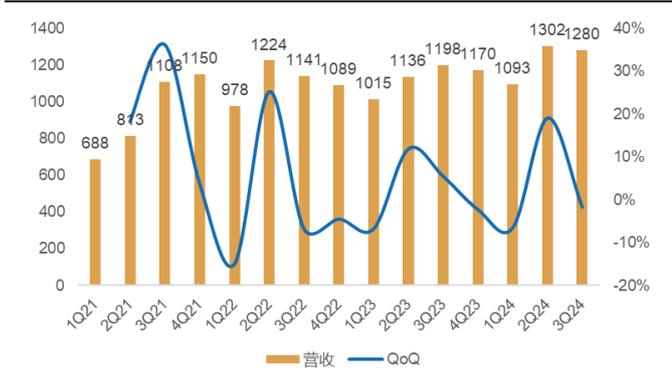
分析师 彭琦

执业证书编号 S0020523120001

电话 021-51097188

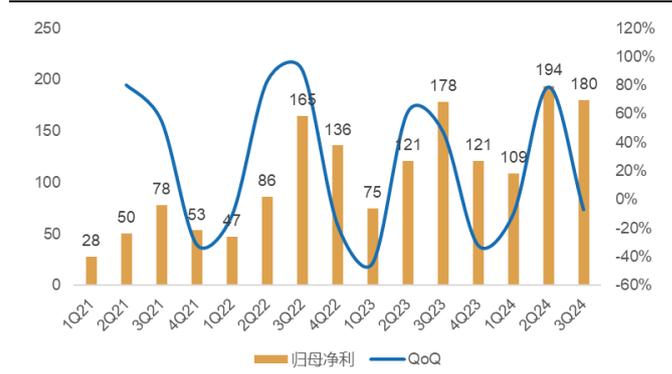
邮箱 pengqi@gyzq.com.cn

图 1：公司各季度营收及增速（百万元）



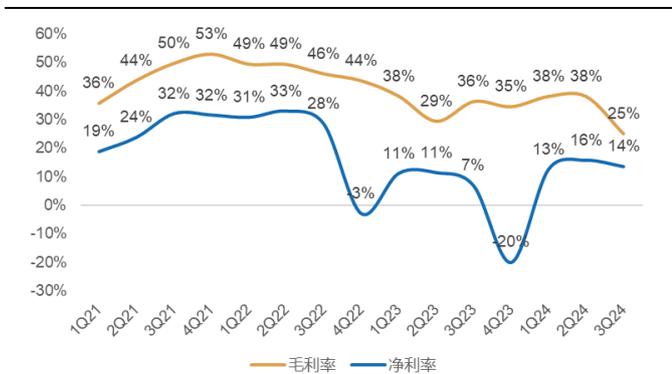
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 2：公司单季度归母净利润及增速（百万元）



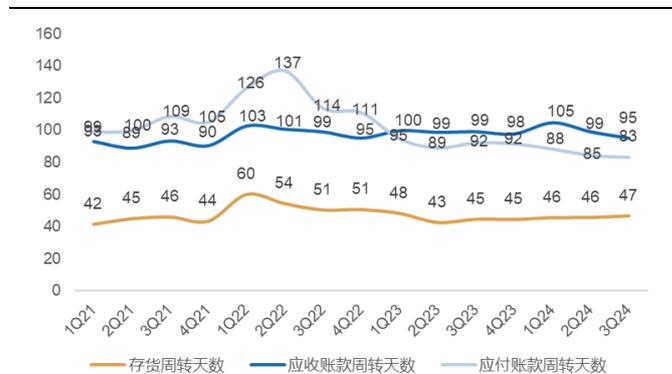
资料来源：Wind，公司公告，国元证券研究所

图 3：公司各季度毛利率及净利率



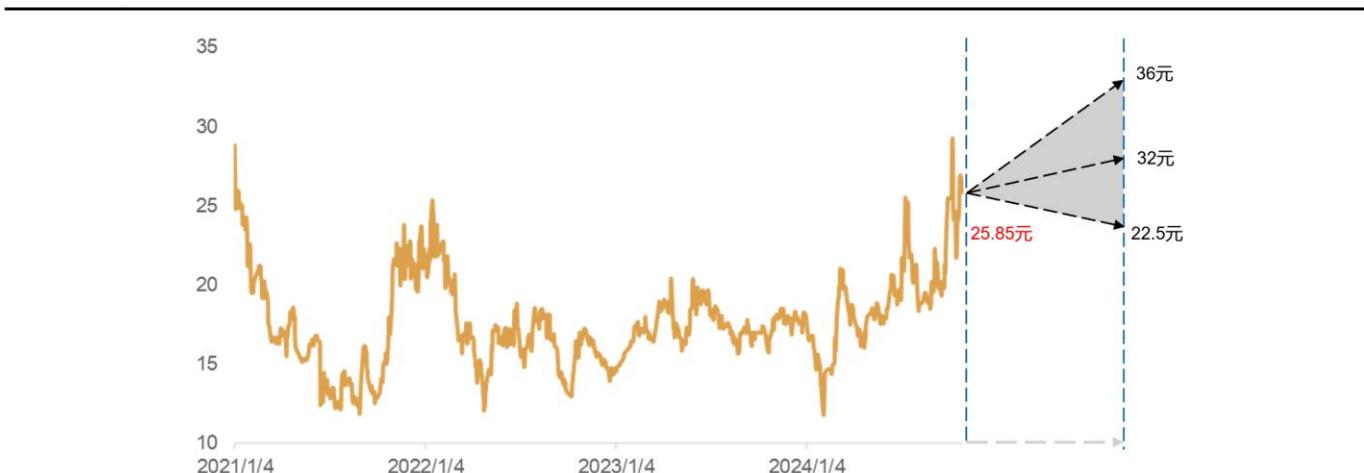
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 4：公司运营情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：公司未来 6 个月股价上下行风险



资料来源：Wind，国元证券研究所

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 | 3,659 | 4,347 | 5,509 |
| 交易性金融资产 | 64 | 64 | 64 | 64 |
| 应收账款及应收票据 | 1,269 | 1,468 | 1,770 | 2,050 |
| 存货 | 422 | 422 | 405 | 399 |
| 预付账款 | 9 | 9 | 12 | 13 |
| 其他流动资产 | 93 | 135 | 158 | 175 |
| 流动资产合计 | 3,807 | 5,758 | 6,756 | 8,211 |
| 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 | 8,430 | 9,551 | 10,821 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 1,286 | 1,362 | 1,617 | 1,895 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付职工薪酬 | 94 | 99 | 120 | 140 |
| 应交税费 | 9 | 11 | 13 | 15 |
| 其他流动负债 | 165 | 58 | 71 | 80 |
| 流动负债合计 | 1,555 | 1,531 | 1,821 | 2,130 |
| 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 | 2,757 | 3,048 | 3,356 |
| 归属于母公司的所有者权益 | 3,275 | 5,457 | 6,331 | 7,342 |
| 少数股东权益 | 249 | 216 | 172 | 123 |
| 股东权益 | 3,524 | 5,673 | 6,504 | 7,465 |
| 负债及股东权益 | 6,310 | 8,430 | 9,551 | 10,821 |

| 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 | 831 | 1,191 | 1,361 |
| 投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本性支出 | -230 | -502 | -502 | -201 |
| 其他 | -64 | -3 | 16 | 18 |
| 投资活动现金流净额 | -294 | -505 | -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 | 1,709 | 689 | 1,162 |

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 | 5,230 | 6,359 | 7,334 |
| %同比增速 | 2% | 16% | 22% | 15% |
| 营业成本 | 3,555 | 3,982 | 4,782 | 5,518 |
| 毛利 | 964 | 1,248 | 1,576 | 1,816 |
| %营业收入 | 21% | 23.86% | 24.79% | 24.76% |
| 税金及附加 | 24 | 31 | 38 | 44 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 销售费用 | 59 | 68 | 95 | 110 |
| %营业收入 | 1% | 1% | 2% | 2% |
| 管理费用 | 148 | 167 | 219 | 253 |
| %营业收入 | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 研发费用 | 162 | 178 | 229 | 268 |
| %营业收入 | 4% | 3% | 4% | 4% |
| 财务费用 | -23 | -13 | -39 | -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 | 21 |
| 投资收益 | 2 | 13 | 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 | 744 | 967 | 1,119 |
| %营业收入 | 12% | 14% | 15% | 15% |
| 营业外收支 | -3 | -1 | -1 | -1 |
| 利润总额 | 548 | 743 | 966 | 1,118 |
| %营业收入 | 12% | 14% | 15% | 15% |
| 所得税费用 | 81 | 104 | 135 | 156 |
| 净利润 | 467 | 639 | 831 | 961 |
| %营业收入 | 10.3% | 12.2% | 13.1% | 13.1% |
| 归属于母公司的净利润 | 496 | 672 | 874 | 1,011 |
| %同比增速 | 14% | 36% | 30% | 16% |
| 少数股东损益 | -29 | -33 | -43 | -50 |
| EPS (元/股) | 0.93 | 1.02 | 1.33 | 1.54 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| EPS | 0.93 | 1.02 | 1.33 | 1.54 |
| BVPS | 6.09 | 8.29 | 9.61 | 11.15 |
| PE | 19.66 | 25.33 | 19.48 | 16.84 |
| PEG | 1.39 | 0.71 | 0.65 | 1.07 |
| PB | 3.00 | 3.12 | 2.69 | 2.32 |
| EV/EBITDA | 10.32 | 13.45 | 10.53 | 8.60 |
| ROE | 15% | 12.3% | 13.8% | 13.8% |
| ROIC | 10% | 9% | 11% | 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