

兴森科技 (002436.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023年4月28日

评级：买入（维持）

市场价格：13.42 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

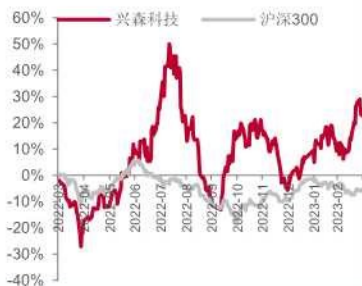
指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,354	6,957	9,644	12,950
增长率 yoy%	25%	6%	30%	39%	34%
净利润(百万元)	621	526	501	879	1,158
增长率 yoy%	19%	-15%	-5%	75%	32%
每股收益(元)	0.37	0.31	0.30	0.52	0.69
每股现金流量	0.34	0.43	0.37	0.00	1.15
净资产收益率	15%	7%	7%	12%	14%
P/E	36.5	43.1	45.2	25.8	19.6
P/B	6.0	3.5	3.6	3.3	3.0

备注：股价更新于 2023 年 4 月 27 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)	1,690
流通股本(百万股)	1,500
市价(元)	13.42
市值(百万元)	22,674
流通市值(百万元)	20,134

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《兴森科技深度报告：PCB 样板龙头，IC 载板迎来大突破》

《兴森科技点评：拟投资 FCBGA 载板，IC 载板业务再腾飞》

《兴森科技：一季报符合预期，坚定看好公司封装基板业务》

《兴森科技：中报业绩稳健，IC 载板业务景气度高》

《兴森科技：短期业绩承压，长期仍看好 IC 载板业务》

《兴森科技：2022 年业绩承压，坚定看好 IC 载板业务发展》

投资要点

事件概述

公司发布 2023 年一季报，2023Q1 公司营业收入 12.52 亿元，同比下降 1.63%，环比上升 4.16%，归母净利润 0.08 亿元，同比下降 96.27%，环比提升 4.02%。公司毛利率为 24.15%，同比下降 5.52pct，环比下降 1.4pct。

公司营收环比已有所改善，受费用端拖累利润下滑

2023Q1 公司营业收入 12.52 亿元，同比下滑 1.63%、环比增长 4.11%，已有所改善，目前 PCB 及 BT 载板景气度仍处于低位，但预计后续需求将逐步复苏，业绩有望逐季向好；公司归母净利润下滑较多主要系 2022 年同期确认投资收益及 FCBGA 载板前期费用拖累，以研发费用为例，23Q1 公司研发费用 1.3 亿元，同比增长 83.93%，研发费用率 10.4%，同比增长 4.8pct，22 年全年 FCBGA 载板费用端拖累约 1.02 亿元，预计今年费用压力仍较大。

坚定看好公司封装基板业务，引领公司未来成长

1) 封装基板业务技术难度高，国内仅有少数公司具备量产能力，BT 载板公司现有产能充沛，与大基金项目仍有后续产能待投，产能储备充沛；2) FCBGA 载板目前基本处于被海外厂商垄断的市场局面，随着智能驾驶、5G、大数据、AI 等领域的需求激增，ABF 载板长期处于产能紧缺的状态，中国大陆具有 FCBGA 载板生产能力厂商屈指可数，公司积极布局 FCBGA 载板业务，珠海 FCBGA 封装基板项目已于 2022 年 12 月底建成并成功试产，目前良率稳步提升，预计 2023 年第二季度开始启动客户认证、后续将进入小批量试生产阶段，全面达产后预计可增加收入 16 亿元；广州 FCBGA 封装基板项目于 2022 年 9 月实现厂房封顶，目前正进行厂房装修，预计 2023 年第四季度完成产线建设，开始试产。预计广州两期项目达产后增加收入 56 亿元，长期增长动力足。

投资建议

我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 5.01/8.79/11.58 亿元，按照 2023/4/27 收盘价 13.42 元/股，PE 为 45.2/25.8/19.6 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、市场开拓不及预期、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	1,203	2,087	2,893	3,885	营业收入	5,354	6,957	9,644	12,950
应收票据	358	0	0	0	营业成本	3,819	4,832	6,596	8,831
应收账款	1,581	2,020	2,728	3,625	税金及附加	26	35	47	62
预付账款	22	72	99	132	销售费用	182	257	347	466
存货	732	815	2,156	1,953	管理费用	488	626	820	1,101
合同资产	0	0	0	0	研发费用	383	557	694	932
其他流动资产	836	521	670	876	财务费用	104	91	130	174
流动资产合计	4,731	5,515	8,546	10,472	信用减值损失	-22	-28	-25	-30
其他长期投资	153	153	153	153	资产减值损失	-4	-10	-8	-20
长期股权投资	304	304	304	304	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	2,670	2,818	3,010	3,244	投资收益	133	20	20	15
在建工程	1,908	2,008	2,008	1,908	其他收益	36	10	10	10
无形资产	168	184	209	227	营业利润	497	559	1,015	1,367
其他非流动资产	1,953	1,967	1,979	1,991	营业外收入	9	5	8	2
非流动资产合计	7,157	7,434	7,663	7,828	营业外支出	5	3	5	5
资产合计	11,888	12,949	16,210	18,299	利润总额	501	561	1,018	1,364
短期借款	1,011	2,039	3,974	4,045	所得税	14	56	112	170
应付票据	352	382	547	762	净利润	487	505	906	1,194
应付账款	1,387	1,450	1,999	2,702	少数股东损益	-39	4	27	36
预收款项	0	11	4	6	归属母公司净利润	526	501	879	1,158
合同负债	33	125	174	233	NOPLAT	588	586	1,022	1,346
其他应付款	32	32	32	32	EPS (按最新股本摊薄)	0.31	0.30	0.52	0.69
一年内到期的非流动负债	387	387	387	387					
其他流动负债	279	329	401	504	主要财务比率				
流动负债合计	3,482	4,755	7,517	8,671	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款	971	1,021	951	1,031	成长能力				
应付债券	250	250	250	250	营业收入增长率	6.2%	29.9%	38.6%	34.3%
其他非流动负债	157	157	157	157	EBIT增长率	-19.1%	7.6%	76.1%	34.0%
非流动负债合计	1,377	1,427	1,357	1,437	归母公司净利润增长率	-15.4%	-4.8%	75.6%	31.7%
负债合计	4,859	6,182	8,874	10,108	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,539	6,272	6,813	7,633	毛利率	28.7%	30.5%	31.6%	31.8%
少数股东权益	491	495	522	558	净利率	9.1%	7.3%	9.4%	9.2%
所有者权益合计	7,029	6,767	7,335	8,191	ROE	7.5%	7.4%	12.0%	14.1%
负债和股东权益	11,888	12,949	16,210	18,299	ROIC	8.6%	8.1%	11.0%	13.6%
					偿债能力				
					资产负债率	40.9%	47.7%	54.7%	55.2%
					债务权益比	39.5%	56.9%	78.0%	71.6%
					流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2
					速动比率	1.1	1.0	0.9	1.0
					营运能力				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收账款周转天数	106	93	89	88
					应付账款周转天数	100	106	94	96
					存货周转天数	66	58	81	84
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.31	0.30	0.52	0.69
					每股经营现金流	0.43	0.37	0.00	1.15
					每股净资产	3.87	3.71	4.03	4.52
					估值比率				
					P/E	43	45	26	20
					P/B	3	4	3	3
					EV/EBITDA	148	138	89	70

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。