

兴森科技 (002436.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2023 年 3 月 30 日

评级：买入（维持）

市场价格：12.58 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

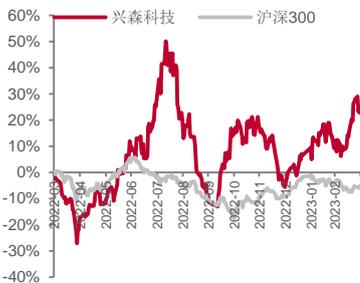
Email: wangfang02@zts.com.cn

研究助理：刘博文

Email: liubw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	1,500
市价(元)	12.58
市值(百万元)	21,254
流通市值(百万元)	18,874

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：2021 年业绩高增，封装基板业务长期可期》

《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》

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%	76%	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	0.44	0.01	1.18
净资产收益率	15%	7%	7%	12%	14%
P/E	34.2	40.4	42.4	24.2	18.4
P/B	5.6	3.3	3.4	3.1	2.8

备注：股价更新于 2023 年 3 月 30 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点
事件概述

公司发布 2022 年年报，2022 年公司营业收入 53.54 亿元，同比增长 6.23%，归母净利润 5.26 亿元，同比下降 15.42%；扣非归母净利润 3.95 亿元，同比下降 33.08%。公司毛利率为 28.66%，同比下降 3.51pct；净利率为 9.1%，同比下降 3.06pct。

经测算，公司 Q4 实现营收 12.02 亿元，同比下降 9.15%，归母净利润 0.07 亿元，同比下降 94.52%，毛利率 25.55%，同比下降 6.28pct。

公司业绩短期承压，长期增长态势不变

2022 年公司营收 53.54 亿元，同比增长 6.23% 受宏观环境影响，公司营收增速平缓。分业务来看，PCB 业务营收 40.3 亿元，同比增长 6.22%，毛利率 30.29%，同比下降 2.84 pct；IC 载板业务营收 6.9 亿元，同比增长 3.45%，毛利率 14.75%，同比下降 11.6pct；半导体测试板业务营收 4.59 亿元，同比增长 10.21%，毛利率 21%，同比提升 0.66pct。公司业绩承压承压，主要由于 IC 载板领域行业需求不足，公司广州兴科全年亏损 0.83 亿元，同时由于 FCBGA 载板仍处于建设阶段，未产生收益，整体费用端拖累 1.02 亿元。

坚定看好公司封装基板业务，引领公司未来增长

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 ABF 载板生产能力厂商屈指可数，公司积极布局 ABF 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，预计 2023 年第二季度开始启动客户认证、第三季度进入小批量试生产阶段，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

考虑到外围环境波动影响，我们预计公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 5.01/8.79/11.58 亿元（此前 2023/2024 年为 8.02/11.09 亿元），按照 2023/3/30 收盘价 12.58 元/股，PE 为 42.4/24.2/18.4 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	1,913	2,589	3,457	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	803	2,156	1,926	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	90	129	173
流动资产合计	4,731	5,396	8,407	10,276	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	1,016	1,368
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	12,830	16,071	18,104	利润总额	501	561	1,019	1,365
短期借款	1,011	1,920	3,835	3,849	所得税	14	56	112	171
应付票据	352	382	547	762	净利润	487	505	907	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	880	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	4,635	7,378	8,475	会计年度	2022E	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%	-4.7%	75.6%	31.7%
负债合计	4,859	6,062	8,735	9,912	获利能力				
归属母公司所有者权益	6,539	6,272	6,813	7,634	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	7,336	8,192	ROE	7.5%	7.4%	12.0%	14.1%
负债和股东权益	11,888	12,830	16,071	18,104	ROIC	8.6%	8.2%	11.2%	13.9%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	40.9%	47.3%	54.4%	54.8%
会计年度	2022E	2023E	2024E	2025E	债务权益比	39.5%	55.2%	76.0%	69.2%
经营活动现金流	727	738	14	1,996	流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2
现金收益	869	894	1,353	1,708	速动比率	1.1	1.0	0.8	1.0
存货影响	-61	-71	-1,353	230	营运能力				
经营性应收影响	-131	-14	-695	-881	总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
经营性应付影响	685	103	708	921	应收账款周转天数	106	90	84	84
其他影响	-635	-173	2	18	应付账款周转天数	100	106	94	96
投资活动现金流	-2,331	-384	-586	-587	存货周转天数	66	57	81	83
资本支出	-2,361	-562	-534	-493	每股指标(元)				
股权投资	-19	0	0	0	每股收益	0.31	0.30	0.52	0.69
其他长期资产变化	49	178	-52	-94	每股经营现金流	0.43	0.44	0.01	1.18
融资活动现金流	1,526	530	1,378	-417	每股净资产	3.87	3.71	4.03	4.52
借款增加	45	959	1,845	94	估值比率				
股利及利息支付	-227	-437	-752	-966	P/E	40	42	24	18
股东融资	1,981	0	0	0	P/B	3	3	3	3
其他影响	-273	8	285	455	EV/EBITDA	149	138	90	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。