

证券研究报告

印制电路板


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

兴森科技

002436

审慎增持 (维持)

收购北京揖斐电优质资产，完善产业布局

2022年12月19日

市场数据

市场数据日期	2022-12-16
收盘价(元)	11.53
总股本(百万股)	1689.55
流通股本(百万股)	1298.71
总市值(百万元)	19480.47
流通市值(百万元)	14974.07
净资产(百万元)	6457.14
总资产(百万元)	11702.69
每股净资产(元)	3.82

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】兴森科技中报点评: 收入稳健增长, IC 载板成长空间广阔》2022-08-26
《净利润高速增长, IC 载板国产替代空间广阔》2020-02-25

分析师:

李双亮

lishuangliang@xyzq.com.cn

S0190520070005

姚康

yaokang@xyzq.com.cn

S0190520080007

研究助理:

王恬恬

wangtiantian22@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5040	5604	6456	7897
同比增长	24.9%	11.2%	15.2%	22.3%
归母净利润(百万元)	621	609	736	922
同比增长	19.2%	-2.0%	20.7%	25.3%
毛利率	32.2%	30.5%	32.4%	32.7%
净利率	12.2%	11.1%	11.6%	11.8%
净资产收益率	16.5%	13.9%	14.9%	16.3%
每股收益(元)	0.37	0.36	0.44	0.55
每股经营现金流(元)	0.34	0.70	0.52	0.61

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **公告:** 公司发布公告, 全资子公司兴森投资拟以 176.61 亿日元(税前, 约 8.7 亿元人民币) 作为基础购买价格收购揖斐电株式会社持有的北京揖斐电 100% 股权。
- **收购稀缺高端资产, 产品及技术层面实现协同互补。** 北京揖斐电成立于 2000 年 12 月, 主要产品包括普通 HDI 和 Anylayer HDI, 近年来开发并量产了 mSAP 流程的类载板 (SLP) 和模组类封装基板产品, 主要应用于智能手机、可穿戴设备、平板电脑等消费类终端。收购完成后, 公司一方面有望进入高端智能手机市场, 打开与头部消费电子行业客户的合作空间; 另一方面将实现减成法 (Tenting)、半加成法 (mSAP)、加成法 (SAP) 等全技术领域的全面覆盖, 具备从 50 微米至 8 微米高端精细路线能力产品的稳定量产能力, 从技术能力、产能规模上进一步接近海外领先同行。
- **加大投资扩产力度, 不断完善产品布局。** 今年以来, 公司加大投资扩产力度, 2 月公告在广州投资 60 亿元建设 FCBGA 封装基板项目, 分两期建设月产能为 2000 万颗的 FCBGA 封装基板智能化工厂; 6 月公告投资 12 亿在珠海建设 200 万颗/月的 FCBGA 封装基板产线, 目前项目均在有序推进中。叠加此次收购北京揖斐电资产, 公司将有望完成高多层 PCB、Anylayer HDI、类载板、CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板的全领域产品布局, 从而进一步满足国内 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等超大规模集成电路的国产化芯片封装配套需求, 解决目前国内在该细分领域被“卡脖子”的现状。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **行业技术持续升级，国产替代空间广阔。**展望未来，一方面，高端手机芯片朝着小型化、多功能、高集成度的方向演进，预期主流手机品牌旗舰机型会更多采用 mSAP 工艺的类载板以适应“短小轻薄”的发展趋势，数据中心升级也带来 PCB 层数提升与相关板材升级，而公司有望通过收购北京揖斐电实现技术水平提升；另一方面，随着半导体产业不断向大陆转移，封装基板和半导体测试板国产替代需求旺盛，公司在广州和珠海的前瞻布局有望提供长期成长动能。由于行业需求较为疲软，且投资初期相关费用较高，我们下调此前的盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 6.09、7.36、9.22 亿元，对应当前股价（2022 年 12 月 16 日收盘价）PE 为 32.0 倍、26.5 倍和 21.1 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**下游需求疲软；IC 载板扩产项目进度低于预期；产品价格快速下滑。

附表

资产负债表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
流动资产	4018	4282	4267	4839
货币资金	1131	1422	999	876
交易性金融资产	113	57	63	67
应收票据及应收账款	1814	1968	2265	2770
预付款项	12	26	26	30
存货	671	629	717	882
其他	277	179	197	214
非流动资产	4284	4735	5477	6367
长期股权投资	285	500	550	650
固定资产	1982	2409	2924	3528
在建工程	534	667	833	1017
无形资产	147	133	121	110
商誉	236	244	243	243
长期待摊费用	99	97	97	97
其他	1001	685	709	723
资产总计	8302	9017	9745	11206
流动负债	2959	3085	3036	3558
短期借款	1342	1600	1400	1633
应付票据及应付账款	1056	1,109	1,243	1,519
其他	560	376	393	406
非流动负债	1057	1014	1214	1426
长期借款	752	932	1132	1344
其他	306	82	82	82
负债合计	4016	4099	4250	4984
股本	1488	1690	1690	1690
资本公积	63	63	63	63
未分配利润	2030	2499	3068	3797
少数股东权益	523	538	549	561
股东权益合计	4286	4918	5495	6222
负债及权益合计	8302	9017	9745	11206
现金流量表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
归母净利润	621	609	736	922
折旧和摊销	233	278	357	453
资产减值准备	41	-1	22	35
资产处置损失	-3	-4	-5	-4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	92	131	125	150
投资损失	-9	-74	-78	-78
少数股东损益	-9	14	11	12
营运资金的变动	-399	-56	-273	-438
经营活动产生现金流量	580	1180	871	1034
投资活动产生现金流量	-1232	-895	-998	-1245
融资活动产生现金流量	800	7	-296	88
现金净变动	129	291	-423	-123
现金的期初余额	860	1131	1422	999
现金的期末余额	990	1422	999	876

利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
单位:百万元				
营业收入	5040	5604	6456	7897
营业成本	3419	3895	4364	5315
税金及附加	22	34	39	47
销售费用	172	179	213	253
管理费用	400	465	589	711
研发费用	289	300	387	478
财务费用	79	131	125	150
其他收益	38	32	31	32
投资收益	9	74	78	78
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-27	-17	-18	-19
资产减值损失	-15	-16	-17	-17
资产处置收益	3	4	5	4
营业利润	668	677	818	1022
营业外收入	20	8	9	9
营业外支出	18	11	12	13
利润总额	669	674	814	1018
所得税	57	50	68	85
净利润	613	624	746	933
少数股东损益	-9	14	11	12
归属母公司净利润	621	609	736	922
EPS(元)	0.37	0.36	0.44	0.55

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	24.9%	11.2%	15.2%	22.3%
营业利润增长率	9.2%	1.4%	20.7%	25.0%
归母净利润增长率	19.2%	-2.0%	20.7%	25.3%
盈利能力				
毛利率	32.2%	30.5%	32.4%	32.7%
净利率	12.2%	11.1%	11.6%	11.8%
ROE	16.5%	13.9%	14.9%	16.3%
偿债能力				
资产负债率	48.4%	45.5%	43.6%	44.5%
流动比率	1.36	1.39	1.41	1.36
速动比率	1.13	1.18	1.17	1.11
营运能力				
资产周转率	69.7%	64.7%	68.8%	75.4%
应收账款周转率	348.6%	330.5%	344.9%	352.7%
存货周转率	603.1%	570.1%	620.4%	634.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.37	0.36	0.44	0.55
每股经营现金	0.34	0.70	0.52	0.61
每股净资产	2.23	2.59	2.93	3.35
估值比率(倍)				
PE	31.3	32.0	26.5	21.1
PB	5.2	4.4	3.9	3.4

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股市场以上证综指或深圳成指为基准，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%
		审慎增持	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	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	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn