

2023年04月06日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

## 兴森科技 (002436)

### 2022 年报点评：业绩短期承压，扩产扩能打开成长空间

#### 报告摘要

◆ **事件：**公司 3 月 31 日公告，2022 年实现营收 (53.54 亿元，+6.23%)，归母净利润 (5.26 亿元，-15.42%)，毛利率 (28.66%，-3.51pcts)，净利率 (9.10%，-3.06pcts)。

#### ◆ 国内 PCB 样板、小批量板领域龙头企业，IC 封装基板行业先行者

公司聚焦印制电路板行业，以传统 PCB 业务和半导体为两大核心业务主线，产品广泛应用于通信设备、国防军工、航天、半导体等领域。其中 PCB 业务以样板快件及批量板为重点方向，打造个性化一站式服务，公司保持行业领先的多品种以及快速交付能力；半导体业务则包含 IC 封装基板和半导体测试板两大板块，IC 封装基板领域能够提供快速打样和量产制造服务，在半导体测试板领域打造业内领先的制造工艺能力和快速交付能力，实现立足于芯片封装测试环节的关键材料自主配套。

#### ◆ 归母净利润大幅下降，业绩短期承压

公司 2022 年全年营业收入 (53.54 亿元，+6.23%)，归母净利润 (5.26 亿元，-15.42%)。营收略有增长但增速较低，主要系国际政治经济环境变化、不可抗力因素等导致电子和半导体行业景气度下行、需求低迷等情况所致。归母净利润出现下降，主要系公司加强封装基板业务投资扩产，且暂时未形成收入、加大人才引进和研发投入力度造成研发费用增加等导致成本端承压，公司 2022 年毛利率 (28.66%，-3.51pcts)，降幅较大。

在行业景气度逐季下行的趋势下，2022 年四个季度行业产值同比增速分别为 17.80%、8.30%、-2.80%、-14.60%，22Q4 需求不足情况更为严峻。受大环境影响公司 2022Q4 收入 (12.02 亿元，-9.15%)，归母净利润 (0.07 亿元，-94.52%)，增速均出现大幅下滑。

从公司业务板块来看：

投资评级

买入

首次评级

2023 年 04 月 03 日

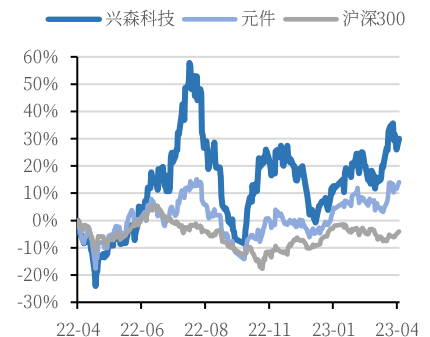
收盘价(元):

12.68

#### 公司基本数据

总股本(百万股)	1,689.55
总市值(百万)	21,423.45
流通股本(百万股)	1,500.32
流通市值(百万)	19,024.04
12 月最高/最低价(元)	15.80/7.24
资产负债率(%)	40.87
每股净资产(元)	3.85
市盈率(TTM)	40.76
市净率(PB)	3.29
净资产收益率(%)	8.04

#### 股价走势图



#### 作者

张超 分析师  
SAC 执业证书: S0640519070001  
联系电话: 010-59219568  
邮箱: zhangchao@avicsec.com

梁晨 分析师  
SAC 执业证书: S0640519080001  
联系电话: 010-59562536  
邮箱: liangc@avicsec.com

王绮文 研究助理  
SAC 执业证书: S0640121120018  
联系电话:  
邮箱: wangqw@avicsec.com

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

1. **PCB 业务**: 2022 年实现收入 (40.30 亿元, +6.22%), 收入占比 (75.28%, -0.01pcts), 毛利率 (30.29%, -2.84pcts), 收入总体保持稳定增长, 盈利能力有所下降, 主要系子公司宜兴硅谷 (收入 8.24 亿, +22.28%; 净利润 0.26 亿, -59.58%) 在通信和服务器领域的大客户端实现量产突破带动收入的提升, 但批量板毛利率较低叠加产能利用率不足对利润造成了负面影响, 与此同时子公司 Fineline (收入 15.11 亿, +17.21%; 净利润 1.38 亿, +21.72%) 业绩保持平稳增长;

2. **半导体业务**: 2022 年实现营收 (11.49 亿元, +6.05%), 主要受益于广州基地半导体测试板工厂新产能贡献, 交期和良率持续改善; 收入占比 (21.46%, -0.04pcts) 相对稳定, 其中半导体测试板业务占比 (8.58%, +0.31pcts) 小幅提升, IC 封装基板业务占比 (12.88%, -0.35pcts) 则有所下降; 毛利率 (17.25%, -6.79pcts) 降幅较大主要受 IC 封装基板业务 (毛利率 14.75%, -11.60pcts) 的影响, 具体来说:

① 公司子公司广州兴科 CSP 封装基板项目于 2022Q3 进入量产, 因行业需求大幅下滑导致产能利用率较低, 导致全年亏损约 8293 万元;

② 公司广州和珠海全资子公司分别投资建设能够填补国内本土企业空白领域的 FCBGA 封装基板项目。珠海 FCBGA 封装基板项目于 2022 年 12 月试产, 广州 FCBGA 封装基板项目预计于 2023 年第四季度完成产线建设。项目成本投入较大, 同时暂未形成收入, 对公司利润造成拖累。

整体来看, 虽然行业需求不振、竞争加剧等压力对公司 2022 年业绩造成了一定程度上的影响, 公司仍积极推进产能建设, 收购北京揖斐电 100% 股权增强公司在产品和技术层面的能力、扩大业务规模等措施均将提高公司市场竞争力, 构建新的利润增长点。同时公司发展数字化转型机制, 未来将进一步提升生产效率、降低生产成本。

因此我们认为, 在公司坚持数字化转型和培育高端封装基板市场的战略之下, 未来在降本增效的基础上将进一步提高公司综合实力以及核心竞争力, 打开成长空间。

#### ◆ 费率增加导致净利率下降, 坚定不移加大研发投入

公司 2022 年净利率 (9.10%, -3.06pcts) 明显下降, 主要由于研发投入、利息费用增加, 以及摊销了 4951 万元员工持股费用, 导致期间费用 (11.56 亿元, +23.02%)、期间费用率 (21.60%, +2.95pcts) 明显增加, 其中管理费用 (4.88 亿元, +22.02%)、财务费用 (1.04 亿元, +32.30%)、研发费用 (3.83 亿元, +32.27%) 均有较大增长, 销售费用 (1.82 亿元, +5.22%) 略有增加。

2022 年公司研发费用率（7.15%，+1.41pcts）有所提升，2022 年研发人员 798 名，较 2021 年增长 71.61%，主要系公司通过持续加强研发投入提升技术实力，增强竞争力，具体体现为：

**1.综合研发技术能力：**公司拥有 3 个省级研发机构，2022 年公司申请中国专利 42 项，已授权中国专利 35 项，累计拥有授权且仍有效中国专利 575 项，累计拥有授权且仍有效国外发明专利 12 项，公司兴森研究院拥有数百人规模研发团队，是新产品及新技术的孵化器；

**2.研发设计能力：**公司致力于前沿科技的研究与开发，与合作伙伴共同成立企业联合实验室，为客户提供产品研发解决方案。公司具备全面的产品研发能力，可提供一揽子解决方案，缩短硬件研发周期，提升生产直通率，助力客户产品快速推向市场。

#### ◆ 经营现金流量净额创历史新高，存货及合同负债呈正向指引

从现金流方面看，公司 2022 年经营活动产生的现金流量净额（7.27 亿元，+25.48%）创历史新高，表明公司销售情况良好，但由于固定资产折旧、投资损失等因素对公司净利润产生一定影响。

从资产负债来看，公司 2022 年存货（7.32 亿元，+9.03%）增加主要由原材料（2.77 亿元，+16.99%）、发出商品（0.74 亿元，+74.82%）、合同履行成本（0.01 亿元，+154.89%）增加所致，结合合同负债（0.33 亿元，+61.00%）的增加，我们认为表明公司订单向好，正在努力生产，加速发货。

#### ◆ 布局封装基板高端产品领域，满足国内市场需求

公司扩产扩能扩领域，2022 年分别在广州和珠海投资建设 FCBGA 封装基板产线，以实现从 CSP 封装基板到 FCBGA 封装基板领域的突破，填补国内企业在该领域的技术空白，缓解国内市场供应不足的局面。珠海 FCBGA 封装基板项目计划于 2023 年 Q3 进入小批量试生产阶段，投产后每年增加约 16 亿元产值；广州该项目计划于 2023 年 Q4 进入试产，满产后产值将增加 56 亿元。珠海 FCBGA 项目的较快投产将为广州该项目的投产、达产积累经验，同时储备客户资源。

#### ◆ 投资建议

- 1、当前 AI 商业化有望带动电子信息行业走出低谷。2023 年公司需求有望逐季回升；
- 2、公司扩产扩能扩领域，随着产能的释放，有望打开公司的盈利天花板；
- 3、公司加强研发投入，提升新产品开发能力、技术领先优势，提高综合实力。

我们预计公司 2023-2025 年的营业收入分别为 66.22 亿元、84.53 亿元、110.54 亿元，归母净利润分别为 4.90 亿元、7.15 亿元、9.59 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.42 元、0.57 元，首次覆盖给予“买入”评级，根据 2023 年 4 月 3 日收盘价 12.68 元计算，对应 2023-2025 年 PE 分别为 43.72 倍、30.19 倍、22.25 倍。

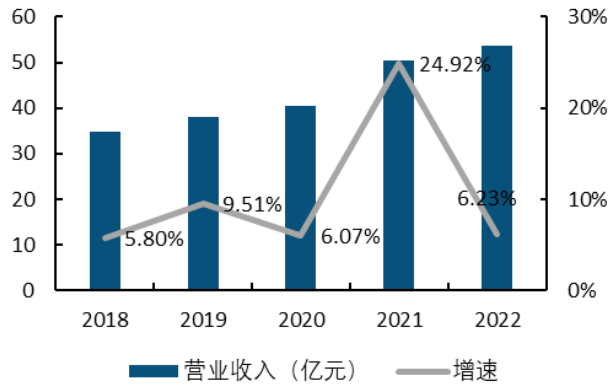
◆ 风险提示

宏观经济波动、PCB 行业竞争加剧、原材料成本提升

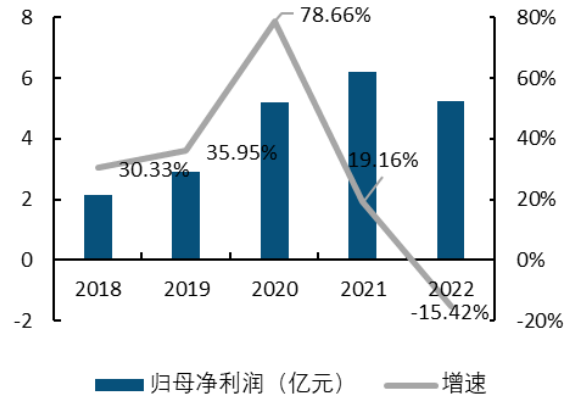
◆ 盈利预测

单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5353.85	6622.18	8452.55	11054.25
增长率	6.23%	23.69%	27.64%	30.78%
归属母公司股东净利润	525.63	489.96	715.37	959.42
增长率	-15.42%	-6.79%	46.01%	34.11%
每股收益(EPS) (元)	0.31	0.29	0.42	0.57

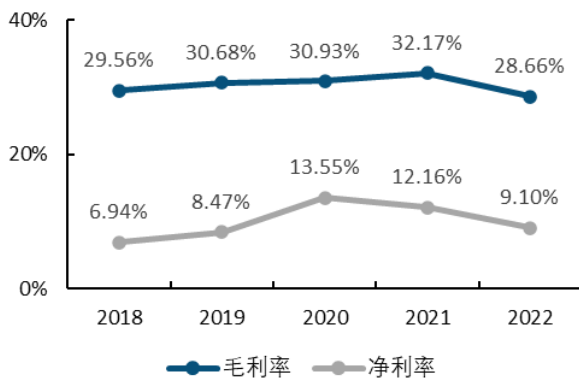
资料来源：iFind，中航证券研究所

**◆ 公司年报主要财务数据**
**图 1 营业收入及增速（单位：亿元；%）**


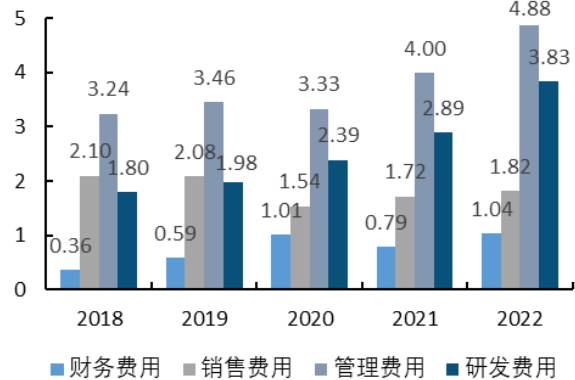
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 2 归母净利润及增速（单位：亿元；%）**


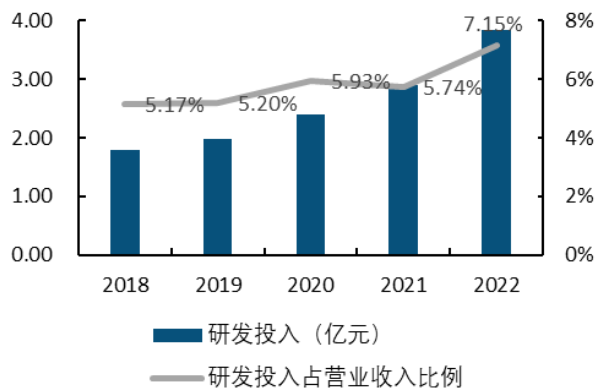
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 3 毛利率及净利率（%）**


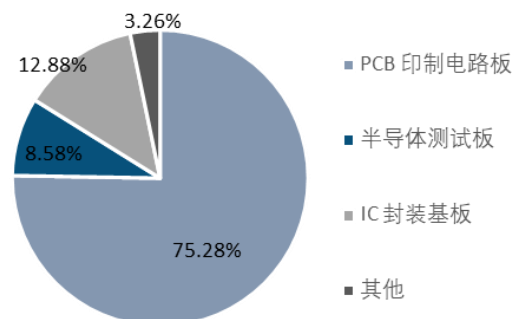
资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 4 期间费用情况（单位：亿元）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 5 研发占营收占比（单位：亿元；%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

**图 6 公司 2022 年产品结构（%）**


资料来源：Wind，中航证券研究所

板块拆分预测（数据单位：亿元）

		2022	2023E	2024E	2025E
PCB行业	营业收入	40.30	48.59	58.97	72.09
	增长率	6.22%	20.58%	21.36%	22.24%
	毛利率	30.29%	28.39%	27.68%	27.03%
半导体行业	营业收入	11.49	16.28	23.89	36.28
	增长率	13.66%	41.68%	46.77%	51.83%
	毛利率	17.25%	18.05%	21.36%	25.85%

数据来源：iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标（数据单位：百万元）

利润表	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债表	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5353.85	6622.18	8452.55	11054.25	货币资金	1203.18	1655.55	2113.14	2763.56
营业成本	3819.35	4897.77	6056.26	7808.72	应收票据及账款	2062.51	2475.43	3097.80	3969.84
税金及附加	25.57	32.19	41.09	53.73	预付账款	22.01	28.67	39.14	54.21
销售费用	181.55	226.48	299.46	405.69	其他应收款	14.58	17.60	20.61	24.83
管理费用	487.88	558.68	724.38	952.88	存货	731.70	867.12	1038.03	1285.34
研发费用	382.79	478.78	630.56	841.23	其他流动资产	697.43	869.17	1086.61	1372.43
财务费用	104.26	57.60	86.09	108.54	长期股权投资	304.32	326.67	351.25	377.29
资产减值损失	-3.78	-4.64	-5.92	-7.74	固定资产	2704.72	3049.05	3606.98	3931.24
信用减值损失	-21.56	-25.16	-27.05	-32.06	在建工程	1908.15	2182.85	1694.58	1517.39
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	167.79	139.83	111.86	83.90
投资收益	133.11	133.19	135.42	136.88	长期待摊费用	92.53	47.61	17.31	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非流动资产	1979.38	2031.09	2112.72	2176.31
资产处置收益	0.13	3.99	3.99	3.99	资产总计	11888.30	13690.61	15290.03	17556.33
其他收益	36.50	36.98	37.27	37.69	短期借款	1011.36	1866.97	2394.45	2988.19
营业利润	496.86	515.05	758.44	1022.23	应付票据及账款	1739.12	2254.58	2812.76	3653.20
营业外收入	9.58	10.48	10.48	10.48	其他流动负债	731.20	935.06	1134.07	1462.89
营业外支出	5.21	5.04	4.89	4.53	流动负债合计	3481.68	5056.61	6341.28	8104.28
其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	长期借款	1242.43	1087.22	827.90	580.11
利润总额	501.22	520.49	764.03	1028.18	其他非流动负债	134.72	113.65	106.94	90.27
所得税	14.15	18.53	28.96	40.41	非流动负债合计	1377.15	1200.87	934.84	670.38
净利润	487.08	501.96	735.07	987.77	负债合计	4858.83	6257.48	7276.13	8774.66
少数股东损益	-38.56	12.00	19.70	28.35	股本	1689.55	1689.55	1689.55	1689.55
归属母公司股东净利润	525.63	489.96	715.37	959.42	资本公积	1929.71	1929.71	1929.71	1929.71
<b>现金流量表</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	留存收益	2919.30	3310.97	3872.04	4611.47
经营性现金净流量	709.78	1103.06	1335.91	1766.37	归属母公司权益	6538.56	6930.23	7491.30	8230.73
投资性现金净流量	-2330.90	-1195.21	-906.09	-1133.36	少数股东权益	490.91	502.90	522.60	550.95
筹资性现金净流量	1525.56	544.51	27.77	17.41	股东权益合计	7029.46	7433.14	8013.90	8781.68
现金流量净额	-59.65	452.36	457.59	650.42	负债和股东权益合计	11888.30	13690.61	15290.03	17556.33

数据来源：iFind，中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 规模 20 余人, 为资本市场最大的军工研究团队, 依托于航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 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。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637