

兴森科技 (002436.SZ) 2023Q1 营业收入环比企稳, FCBGA 进度加快推进

2023年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (分析师)

liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790521090001

日期	2023/4/28
当前股价(元)	14.76
一年最高最低(元)	16.68/7.81
总市值(亿元)	249.38
流通市值(亿元)	221.45
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	15.00
近3个月换手率(%)	244.06

● 2023Q1 营业收入环比企稳, FCBGA 进度持续推进, 维持“买入”评级

公司发布 2023 年一季报, 实现营业收入 12.5 亿元, YoY-1.6%, 归母净利润 750.3 万元, YoY-96.3%, 扣非归母净利润为 92.0 万元, 公司因投放 FCBGA 封装基板项目, 试产过程中的费用支出增加对业绩形成拖累, 我们预计 2023-2025 年归母净利润为 4.0/4.5/5.3 亿元, 当前股价对应 PE 为 61.8/54.9/46.9 倍, 公司是国内 FCBGA 封装基板进度领先的厂商, 有望加快实现国产化配套的进程, 维持“买入”评级。

● 2023Q1 营收优于预期, 存储类需求恢复带动 BT 载板需求回升

公司单季度毛利率 24.2%, QoQ-1.4 pct, 净利率-0.2%, 其中, 因 FCBGA 封装基板项目研发投入增加, 导致 2023Q1 研发费用达到 1.3 亿元, 相较于 2022Q1 的 7078.0 万元增长 83.9%。封装基板领域, 公司珠海兴科 CSP 封装基板项目于 2022 年下半年扩产, 下游需求主要面向存储领域, 2023Q1 已企稳回暖; 公司加快 PCB 业务的效率提升, “订单 & 计划数字化转型”项目落地, 预计随着 PCB 行业全年逐季回暖的态势, 利润进一步释放。股权激励方面, 公司根据实际情况在维持原 2021 年员工持股计划业绩考核指标中净利润增长率水平的前提下, 剔除战略性投资项目——FCBGA 封装基板项目和收购揖斐电电子(北京)有限公司 100% 股权项目损益的影响, 有利于充分调动员工积极性。

● 公司 FCBGA 样品良率爬升顺利, 广州工厂预计于 2023Q4 量产

公司积极拓展 FCBGA 业务, 有望填补国内产业链空白, 满足高端芯片自主可控的需求。公司珠海中试线项目已于 2022Q4 建成并成功试产, 目前良率爬升状态优于预期; 广州 FCBGA 封装基板项目拟分期建设 2000 万颗/月(2 万平方米/月)的产线, 一期厂房已于 2022 年 9 月完成厂房封顶, 预计于 2023Q4 完成产线建设并开始试产, FCBGA 用于 CPU、GPU, 有望受益于算力需求增长。

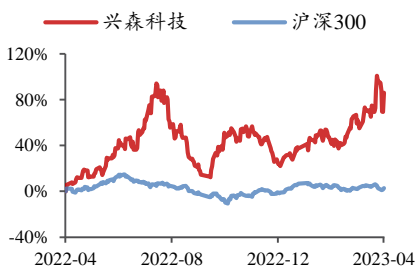
● **风险提示:** 中美贸易摩擦、下游 PCB 需求不及预期、FCBGA 良率不及预期、上游原材料提价、核心技术团队流失。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,354	6,688	9,304	11,540
YOY(%)	24.9	6.2	24.9	39.1	24.0
归母净利润(百万元)	621	526	404	454	531
YOY(%)	19.2	-15.4	-23.2	12.5	17.0
毛利率(%)	32.2	28.7	22.9	23.8	23.7
净利率(%)	12.3	9.8	6.0	4.9	4.6
ROE(%)	14.3	6.9	5.5	6.0	6.6
EPS(摊薄/元)	0.37	0.31	0.24	0.27	0.31
P/E(倍)	40.1	47.4	61.8	54.9	46.9
P/B(倍)	6.7	3.8	3.7	3.5	3.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《PCB 需求等待复苏, FCBGA 项目如期推进——公司信息更新报告》-2023.4.4

《逆势扩张 IC 载板业务, 坚定中长期发展目标——公司信息更新报告》-2022.10.28

《PCB+半导体测试板业务受扰动, FC-BGA 进程加快——公司信息更新报告》-2022.8.26

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4018	4731	5942	7723	9007
现金	1131	1203	1164	1619	2008
应收票据及应收账款	1814	1939	2749	3772	4316
其他应收款	17	15	24	30	37
预付账款	12	22	21	39	35
存货	671	732	1163	1442	1790
其他流动资产	374	821	821	821	821
非流动资产	4284	7157	7661	8811	9650
长期投资	285	304	343	383	422
固定资产	1982	2670	3397	4568	5445
无形资产	147	168	147	129	109
其他非流动资产	1870	4014	3773	3732	3675
资产总计	8302	11888	13603	16534	18657
流动负债	2959	3482	5079	7750	9657
短期借款	1342	1011	2412	3897	5621
应付票据及应付账款	1056	1739	2037	3155	3285
其他流动负债	560	731	631	697	751
非流动负债	1057	1377	1225	1176	1005
长期借款	992	1220	1068	1019	849
其他非流动负债	65	157	157	157	157
负债合计	4016	4859	6305	8925	10662
少数股东权益	523	491	491	491	491
股本	1488	1690	1690	1690	1690
资本公积	63	1930	1930	1930	1930
留存收益	2079	2455	2745	3085	3479
归属母公司股东权益	3762	6539	6807	7118	7504
负债和股东权益	8302	11888	13603	16534	18657

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	580	727	-248	837	565
净利润	613	487	404	454	531
折旧摊销	233	277	328	442	574
财务费用	79	104	113	205	289
投资损失	-9	-133	-160	-70	-80
营运资金变动	-399	-20	-933	-196	-749
其他经营现金流	62	12	0	0	0
投资活动现金流	-1232	-2331	-672	-1523	-1333
资本支出	1075	2369	465	1111	800
长期投资	-183	57	-39	-39	-39
其他投资现金流	-339	95	-246	-451	-572
筹资活动现金流	800	1526	-520	-344	-566
短期借款	527	-331	0	0	0
长期借款	312	228	-152	-50	-170
普通股增加	0	202	0	0	0
资本公积增加	55	1867	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-440	-368	-294	-396
现金净增加额	129	-42	-1440	-1031	-1334

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5040	5354	6688	9304	11540
营业成本	3419	3819	5159	7093	8799
营业税金及附加	22	26	29	40	50
营业费用	172	182	227	307	369
管理费用	400	488	535	726	889
研发费用	289	383	421	586	727
财务费用	79	104	113	205	289
资产减值损失	-15	-4	0	0	0
其他收益	38	36	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	133	160	70	80
资产处置收益	3	0	0	0	0
营业利润	668	497	403	457	537
营业外收入	20	10	20	20	20
营业外支出	18	5	8	9	10
利润总额	669	501	416	468	547
所得税	57	14	12	13	15
净利润	613	487	404	454	531
少数股东损益	-9	-39	0	0	0
归属母公司净利润	621	526	404	454	531
EBITDA	992	858	832	1071	1356
EPS(元)	0.37	0.31	0.24	0.27	0.31

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.9	6.2	24.9	39.1	24.0
营业利润(%)	9.2	-25.6	-18.8	13.2	17.6
归属于母公司净利润(%)	19.2	-15.4	-23.2	12.5	17.0
获利能力					
毛利率(%)	32.2	28.7	22.9	23.8	23.7
净利率(%)	12.3	9.8	6.0	4.9	4.6
ROE(%)	14.3	6.9	5.5	6.0	6.6
ROIC(%)	10.9	6.1	4.6	4.9	5.3
偿债能力					
资产负债率(%)	48.4	40.9	46.3	54.0	57.1
净负债比率(%)	34.1	20.7	36.0	48.1	60.8
流动比率	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
速动比率	1.0	1.0	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.9	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.31	0.24	0.27	0.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.43	-0.15	0.50	0.33
每股净资产(最新摊薄)	2.21	3.85	4.01	4.19	4.42
估值比率					
P/E	40.1	47.4	61.8	54.9	46.9
P/B	6.7	3.8	3.7	3.5	3.3
EV/EBITDA	27.0	31.1	33.5	27.0	22.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn