

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

兴森科技(002436)

投资评级 买入

上次评级 买入

莫文宇 电子行业首席分析师

执业编号: S1500522090001

联系电话: 13437172818

邮箱: mowenyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

公司业绩短期承压，看好 IC 封装基板业务后续成长

2023 年 08 月 22 日

事件: 8月21日,公司发布中报。2023H1公司实现营业收入25.66亿元,同比下降4.81%;归母净利润1805.79万元,同比下降94.98%;扣非归母净利润634.76万元,同比下降97.66%。其中,2023Q2公司实现营收13.14亿元,环比增长4.98%,同比下降7.65%;实现归母净利润1055.44万元,环比增长40.66%,同比下降93.33%。

点评:

- **下游需求不足叠加公司费用增加,公司盈利能力短期承压。**2023H1,公司实现营业收入25.66亿元,同比下降4.81%,主要系行业整体下滑导致需求不足;归母净利润1805.79万元,同比下降94.98%,主要系FCBGA封装基板项目的费用投入、珠海兴科产能爬坡阶段的亏损及员工持股计划的费用摊销所致。分业务端来看:
 - **PCB业务** 23H1实现营收20.19亿元,同比增长0.61%,毛利率为29.28%。其中,子公司宜兴硅谷亏损2,465.23万元,主要系行业需求不足导致产能利用率下降以及竞争加剧导致价格下降。
 - **IC封装基板业务** 23H1实现营收2.89亿元,同比下降22.75%,毛利率为-7.68%,主要系行业需求大幅下滑导致整体产能利用率下降。其中,广州兴科上半年亏损4,255.71万元;FCBGA封装基板项目尚未正式投产,上半年人工、材料、能源、折旧等费用合计约1.46亿元,整体亏损约1.09亿元。
 - **半导体测试板业务** 23H1实现营收1.81亿元,同比下降20.84%,毛利率为12.81%,主要系Harbor下游需求不足叠加广州科技新产能逐步释放,产品良率、交期、技术能力等正在稳定提升、持续改善。
- **持续聚焦IC封装基板业务的投资扩产, AI浪潮驱动新增长。**虽然当前PCB行业仍处于下行趋势中,但随着ChatGPT开启了AI商业化应用的序幕,数据中心、服务器以及配套的CPU/GPU等高端芯片产业链有望迎来新一轮的成长机遇并驱动与之配套的PCB产品需求。根据公司引用Prismark数据,2022-2027年封装基板的复合增速分别为5.1%,而公司披露未来主要资本开支和产能扩张也集中于封装基板业务。截至目前,1)珠海FCBGA封装基板项目拟建设产能200万颗/月(约6,000平方米/月)的产线,已于22年底建成并成功试产,目前处于客户认证阶段,部分大客户的技术评级、体系认证均已通过,等待产品认证结束之后进入小批量生产阶段;2)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,一期厂房预计23Q4完成产线建设、开始试产。此外,FCBGA项目将引入5名战略投资者,目前交割先决条件均已成就,公司将继续推进交割并有序推进FCBGA封装基板项目建设进程,我们看好

公司 IC 封装基板业务后续发展。

- **成功收购北京揖斐电，静待后续放量。** 截止公司半年报披露日，公司已完成对核心团队的股权激励，资产、业务等整合工作全面展开，业务拓展工作稳步推进，除三星和国内主流手机品牌客户之外，高端光模块的认证工作也已启动，基于 Msap 工艺的技术布局业已完成，只待下游需求复苏。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预计公司 2023-2025 年摊薄每股收益分别为 0.24 元、0.40 元、0.61 元。公司为国内封装基板龙头，我们看好公司发展前景，维持公司“买入”评级。
- **风险因素：** 研发、技术产业化及客户验证风险；宏观环境不确定性风险；新建产能释放不及预期；下游复苏不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,040	5,354	6,105	8,714	10,506
增长率 YoY %	24.9%	6.2%	14.0%	42.7%	20.6%
归属母公司净利润(百万元)	621	526	406	681	1,038
增长率 YoY%	19.2%	-15.4%	-22.8%	67.8%	52.4%
毛利率%	32.2%	28.7%	25.8%	27.0%	29.4%
净资产收益率ROE%	16.5%	8.0%	6.0%	9.1%	12.2%
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.31	0.24	0.40	0.61
市盈率 P/E(倍)	32.51	38.44	49.81	29.69	19.47
市净率 P/B(倍)	5.37	3.09	2.97	2.70	2.37

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 08 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4,018	4,731	5,348	7,770	8,861	
货币资金	1,131	1,203	1,441	1,710	3,102	
应收票据	247	358	355	517	476	
应收账款	1,567	1,581	1,675	3,021	2,611	
预付账款	12	22	21	30	37	
存货	671	732	753	1,155	1,070	
其他	390	836	1,104	1,338	1,564	
非流动资产	4,284	7,157	9,060	10,305	11,653	
长期股权投资	285	304	324	342	361	
固定资产(合计)	1,982	2,670	4,063	5,305	6,465	
无形资产	147	168	184	199	214	
其他	1,870	4,014	4,489	4,459	4,613	
资产总计	8,302	11,888	14,409	18,075	20,515	
流动负债	2,959	3,482	4,115	5,745	5,857	
短期借款	1,342	1,011	1,711	2,411	2,711	
应付票据	311	352	352	619	576	
应付账款	745	1,387	1,255	1,747	1,508	
其他	560	731	797	967	1,063	
非流动负债	1,057	1,377	2,922	4,158	5,264	
长期借款	752	971	2,471	3,671	4,671	
其他	306	407	452	488	594	
负债合计	4,016	4,859	7,037	9,903	11,121	
少数股东权益	523	491	562	683	866	
归属母公司股东权益	3,762	6,539	6,809	7,490	8,527	
负债和股东权益	8,302	11,888	14,409	18,075	20,515	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,040	5,354	6,105	8,714	10,506	
同比(%)	24.9%	6.2%	14.0%	42.7%	20.6%	
归属母公司净利润	621	526	406	681	1,038	
同比(%)	19.2%	-15.4%	-22.8%	67.8%	52.4%	
毛利率(%)	32.2%	28.7%	25.8%	27.0%	29.4%	
ROE%	16.5%	8.0%	6.0%	9.1%	12.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.37	0.31	0.24	0.40	0.61	
P/E	32.51	38.44	49.81	29.69	19.47	
P/B	5.37	3.09	2.97	2.70	2.37	
EV/EBITDA	22.68	23.32	23.84	17.39	12.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,040	5,354	6,105	8,714	10,506	
营业成本	3,419	3,819	4,528	6,357	7,417	
营业税金及附加	22	26	31	44	53	
销售费用	172	182	201	288	347	
管理费用	400	488	549	741	893	
研发费用	289	383	440	636	756	
财务费用	79	104	43	70	76	
减值损失合计	-15	-4	0	0	0	
投资净收益	9	133	140	200	242	
其他	14	15	49	63	76	
营业利润	668	497	501	842	1,283	
营业外收支	2	4	1	1	2	
利润总额	669	501	502	843	1,285	
所得税	57	14	25	42	64	
净利润	613	487	477	801	1,221	
少数股东损益	-9	-39	72	120	183	
归属母公司净利润	621	526	406	681	1,038	
EBITDA	983	763	992	1,455	2,023	
EPS(当年)(元)	0.42	0.33	0.24	0.40	0.61	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	580	727	647	278	2,164	
净利润	613	487	477	801	1,221	
折旧摊销	248	295	594	746	909	
财务费用	92	62	86	121	136	
投资损失	-9	-133	-140	-200	-242	
营运资金变动	-392	33	-363	-1,186	146	
其它	27	-16	-7	-3	-5	
投资活动现金流	-1,232	-2,331	-2,433	-1,824	-2,043	
资本支出	-1,069	-2,366	-2,475	-1,993	-2,251	
长期投资	-183	16	-83	-30	-25	
其他	20	18	125	199	233	
筹资活动现金流	800	1,526	2,024	1,815	1,270	
吸收投资	294	1,981	0	0	0	
借款	2,340	3,337	2,200	1,900	1,300	
支付利息或股息	-180	-227	-221	-121	-136	
现金流净增加额	129	-42	238	269	1,392	

研究团队简介

莫文字：电子行业分析师，S1500522090001。毕业于美国佛罗里达大学，电子工程硕士，2012-2022 年就职于长江证券研究所，2022 年入职信达证券研发中心，任副所长、电子行业首席分析师。

韩宇杰：电子行业研究员。华中科技大学计算机科学与技术学士、香港中文大学硕士。研究方向为半导体设备、半导体材料、集成电路设计。

郭一江：电子行业研究员。本科兰州大学，研究生就读于北京大学化学专业。2020 年 8 月入职华创证券电子组，后于 2022 年 11 月加入信达证券电子组，研究方向为光学、消费电子、汽车电子等。

吴加正：电子行业研究员。复旦大学工学学士、理学博士，德国慕尼黑工业大学 2 年访问研究经验。2020 年 9 月入职上海微电子装备(集团)股份有限公司，任光刻机系统工程师，于 2022 年 12 月加入信达证券电子组，研究方向为精密电子仪器、半导体设备及零部件、半导体工艺等。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推測仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。