兴森科技（002436）

FCBGA 技术升级稳步推进，持续领跑国内高端 IC 载板布局

买入（维持）

2022 年 07 月 10 日

证券分析师 姚久花
执业证书：S0600119100003
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,040	6,002	7,145	8,628
同比	25%	19%	19%	21%
归属母公司净利润（百万元）	621	723	915	1,163
同比	19%	16%	27%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.42	0.49	0.61	0.78
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.63	23.75	18.77	14.76

股价走势

市场数据

收盘价(元)	11.54
一年最低/最高价	7.48/16.36
市净率(倍)	4.36
流通 A 股市值(百万元)	14,987.03
总市值(百万元)	17,170.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.64
资产负债率(%,LF)	48.81
总股本(百万股)	1,487.93
流通 A 股(百万股)	1,298.70

投资要点

- **摘要:** 根据兴森科技投资者交流纪要，广州 FCBGA 封装基板项目已启动建设前期准备工作，同步启动设备采购工作，计划 2023 年底前后建成产线、进入试产阶段。珠海 FCBGA 封装基板项目目前正常推进中。
- **重点战略布局 FCBGA 封装基板项目的投资建设:** 根据兴森科技最新投资者交流纪要，公司 FCBGA 封装基板团队已到位，利用珠海现成厂房进行项目建设，同步启动政府主管部门的审批备案，预计能较广州项目提前 1 年投产，将为广州项目积累试产经验和储备客户资源，同时投产后能降低 FCBGA 封装基板项目人工成本对利润的拖累，广州项目建设投产后，预计珠海项目已实现达产，进而实现投产、达产无缝衔接。**我们认为，**公司作为 IC 载板领跑者，先发优势显著。长期来看，随着 IC 封装基板业务的逐步投产和达产，未来半导体业务的收入和利润占比将会逐步提升，未来持续看好。
- **IC 载板需求稳增，样板及小批量板业务稳定:** 一方面，公司样板及小批量板业务稳定，已顺利通过大客户认证，进入批量导入订单。另一方面，IC 封装基板和半导体测试板是芯片制造和测试的关键材料，未来国内晶圆和封测产能扩产将带动 IC 封装基板和半导体测试板需求的增长。目前，FCBGA 封装基板目前国内暂无量产企业，公司已完成团队组建。我们认为，公司作为 IC 载板龙头，率先组建国内第一支 FCBGA 封装基板研发团队，技术壁垒与护城河优势明显。在当前行业高景气度下，持续看好未来业绩确定性增长。
- **盈利预测与投资评级:** IC 载板需求稳增，样板及小批量板业务稳定，因此我们维持 2022-2024 年盈利预测，归母净利润分别为 7.23 亿元、9.15 亿元、11.63 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.61 元、0.78 元，对应的 PE 估值分别为 24x/19x/15x，我们持续看好公司未来稳健增长，因此维持“买入”评级。
- **风险提示:** IC 载板需求不及预期；产能释放不及预期。

相关研究

《兴森科技(002436): 拟 12 亿元投建 FCBGA 封装基板，持续领跑国内高端基板》 2022-06-02

《兴森科技(002436): 2022 年一季度点评: Q1 业绩持续稳增，看好 IC 载板龙头稳步向上》 2022-05-04

《兴森科技(002436): 2021 年年报点评: 营业收入稳步增长，经营效率提升，IC 载板行业景气高增，业绩动力十足 》 2022-04-26

请务必阅读正文之后的免责声明部分

兴森科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**4,018**	**4,888**	**6,118**	**7,667**
货币资金及交易性金融资产	1,244	1,700	2,249	2,947
经营性应收款项	1,990	2,309	2,765	3,343
存货	671	691	842	1,028
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	113	188	263	349
非流动资产	**4,284**	**4,608**	**4,959**	**5,305**
长期股权投资	285	328	368	393
固定资产及使用权资产	2,008	2,125	2,246	2,354
在建工程	534	692	873	1,069
无形资产	147	160	175	192
商誉	236	231	224	218
长期待摊费用	99	138	182	230
其他非流动资产	975	933	892	849
资产总计	**8,302**	**9,495**	**11,078**	**12,971**
流动负债	**2,959**	**3,138**	**3,444**	**3,849**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,581	1,581	1,581	1,581
经营性应付款项	1,056	1,175	1,401	1,705
合同负债	21	23	30	35
其他流动负债	301	359	432	528
非流动负债	1,057	1,331	1,678	1,989
长期借款	752	998	1,315	1,596
应付债券	241	261	281	301
租赁负债	14	21	32	41
其他非流动负债	51	51	51	51
负债合计	**4,016**	**4,469**	**5,122**	**5,838**
归属母公司股东权益	3,762	4,485	5,400	6,564
少数股东权益	523	541	555	570
所有者权益合计	**4,286**	**5,027**	**5,955**	**7,134**
负债和股东权益	**8,302**	**9,495**	**11,078**	**12,971**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**5,040**	**6,002**	**7,145**	**8,628**
营业成本(含金融类)	3,419	4,064	4,830	5,823
税金及附加	22	30	29	38
销售费用	172	234	243	308
管理费用	400	494	593	709
研发费用	289	348	407	483
财务费用	79	71	75	78
加:其他收益	38	17	25	60
投资净收益	9	39	25	43
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	-41	0	0	0
资产处置收益	3	6	8	8
营业利润	**668**	**823**	**1,026**	**1,302**
营业外净收支	2	0	0	0
利润总额	**669**	**823**	**1,026**	**1,302**
减:所得税	57	82	98	124
净利润	**613**	**741**	**929**	**1,178**
减:少数股东损益	-9	18	14	15
归属母公司净利润	**621**	**723**	**915**	**1,163**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.49	0.61	0.78
EBIT	735	832	1,043	1,268
EBITDA	983	1,095	1,317	1,558
毛利率(%)	32.17	32.28	32.40	32.52
归母净利率(%)	12.33	12.05	12.80	13.48
收入增长率(%)	24.92	19.09	19.04	20.76
归母净利润增长率(%)	19.16	16.35	26.52	27.13

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	812	892	1,079
投资活动现金流	-1,232	-620	-679	-679
筹资活动现金流	800	186	250	203
现金净增加额	129	377	463	603
折旧和摊销	248	263	274	290
资本开支	-1,069	-504	-538	-559
营运资本变动	-399	-219	-373	-455

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	2.51	2.99	3.61	4.39
最新发行在外股份（百万股）	1,488	1,488	1,488	1,488
ROIC(%)	11.20	10.14	11.07	11.58
ROE-摊薄(%)	16.52	16.12	16.94	17.72
资产负债率(%)	48.38	47.06	46.24	45.01
P/E（现价&最新股本摊薄）	27.63	23.75	18.77	14.76
P/B（现价）	4.61	3.86	3.20	2.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn