

兴森科技 (002436.SZ) PCB+半导体测试板业务受扰动, FC-BGA 进程加快

2022 年 08 月 26 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

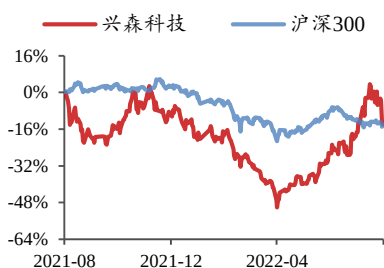
linchengyu@kysec.cn

证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790521090001

日期	2022/8/25
当前股价(元)	12.77
一年最高最低(元)	15.80/7.24
总市值(亿元)	190.01
流通市值(亿元)	165.84
总股本(亿股)	14.88
流通股本(亿股)	12.99
近 3 个月换手率(%)	240.1

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《PCB+半导体脉络清晰, 封装基板国产替代正当时——公司首次覆盖报告》
-2022.6.1

● PCB+半导体测试板业务波动, FC-BGA 基板进程加快, 维持“买入”评级

公司公告 2022H1 实现营业收入 27.0 亿元, YoY+13.7%, 归母净利润 3.6 亿元, YoY+26.1%, 其中 2022Q2 单季度实现营业收入 14.2 亿元, YoY+9.5%, 归母净利润 1.6 亿元, YoY-13.8%。考虑到国内疫情影响 PCB 订单业务需求, 我们下调盈利预测, 预计 2022-2024 年公司营业收入为 59.3/75.4/87.7 (前值为 60.4/74.5/88.3) 亿元, 归母净利润为 7.1/8.1/9.5 (前值为 7.4/8.6/10.0) 亿元, 当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 26.9/23.6/20.0 倍。考虑到公司 FC-CSP 在国内已具备领先优势, FC-BGA 高端封装基板国产化进程加快, 维持“买入”评级。

● **成本与需求双重影响 PCB 业务, 半导体测试板业务因子公司通胀上升而承压**
分业务看, PCB 业务收入增长但面临成本压力, 2022H1 实现营业收入 20.1 亿元, YoY+12.2%, 毛利率 30.2%, YoY-4.2 pct, 主要来自子公司宜兴硅谷在通信和服务器领域的核心客户量产突破, Fineline 平稳成长; 半导体测试板业务 2022H1 实现营业收入 2.3 亿元, YoY+12.1%, 毛利率 20.8%, YoY-1.4 pct, 其中子公司美国 Harbor 受美国本土通胀压力上升影响, 营业收入基本持平而利润同比下滑 37.3%, 广州科技的半导体测试板新产能释放, 预计下半年盈利持续改善。

● **公司珠海兴科 FC-CSP 新厂投产, 高端封装基板 FC-BGA 国产替代进程加快**
公司封装基板业务 2022H1 营业收入达到 3.7 亿元, YoY+26.8%, 毛利率 27.2%, YoY+6.4 pct。公司 CSP 封装基板已积累丰富的经验, 具备稳定量产能力及客户资源收入规模体量在国内位居前列, 2022Q2 珠海兴科投产 1.5 万平/月, 预计于 2022Q3 量产爬坡, 推动公司 CSP 整体产能达到 3.5 万平/月; 在高端 FC-BGA 产品领域, 供应厂商受到技术壁垒及客户认可度等限制, 而公司已经克服经验丰富的团队组建困难、核心设备交付周期延长等困难, 预期珠海 FCBGA 项目于年底之前完成产线建设, 有望加快实现国产替代的步伐。

● **风险提示:** FC-BGA 行业竞争加剧、公司 FC-BGA 良率不及预期、下游中小批量 PCB 需求疲软、原材料价格上涨、核心客户导入不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	4,035	5,040	5,927	7,543	8,772
YOY(%)	6.1	24.9	17.6	27.3	16.3
归母净利润(百万元)	522	621	707	806	950
YOY(%)	78.7	19.2	13.8	14.0	17.7
毛利率(%)	30.9	32.2	28.6	28.9	29.0
净利率(%)	12.9	12.3	11.9	10.7	10.8
ROE(%)	15.3	14.3	14.6	14.6	14.9
EPS(摊薄/元)	0.35	0.42	0.48	0.54	0.64
P/E(倍)	36.4	30.6	26.9	23.6	20.0
P/B(倍)	5.8	5.1	4.4	3.8	3.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2878	4018	4633	6406	6491
现金	860	1131	1680	2138	2486
应收票据及应收账款	1333	1814	1887	2823	2654
其他应收款	15	17	20	27	28
预付账款	13	12	18	20	24
存货	399	671	654	1025	924
其他流动资产	258	374	374	374	374
非流动资产	3286	4284	4458	4926	5137
长期投资	340	285	245	204	164
固定资产	1738	1982	2280	2821	3129
无形资产	113	147	126	105	86
其他非流动资产	1095	1870	1808	1796	1758
资产总计	6164	8302	9091	11332	11628
流动负债	1831	2959	3344	5002	4659
短期借款	815	1342	1671	2786	2486
应付票据及应付账款	712	1056	1133	1641	1580
其他流动负债	303	560	540	575	593
非流动负债	754	1057	903	798	614
长期借款	680	992	838	733	549
其他非流动负债	74	65	65	65	65
负债合计	2585	4016	4247	5801	5273
少数股东权益	289	523	523	523	523
股本	1488	1488	1488	1488	1488
资本公积	8	63	63	63	63
留存收益	1642	2079	2558	3122	3813
归属母公司股东权益	3289	3762	4321	5008	5831
负债和股东权益	6164	8302	9091	11332	11628

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	408	580	917	376	1607
净利润	547	613	707	806	950
折旧摊销	218	233	253	316	385
财务费用	101	79	91	117	140
投资损失	-229	-9	-155	-65	-75
营运资金变动	-210	-399	20	-798	207
其他经营现金流	-19	62	0	0	0
投资活动现金流	-445	-1232	-273	-719	-521
资本支出	482	1075	214	508	251
长期投资	-0	-183	40	40	40
其他投资现金流	36	-339	-18	-170	-230
筹资活动现金流	369	800	-424	-315	-438
短期借款	412	527	0	0	0
长期借款	23	312	-154	-105	-184
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-20	55	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-94	-269	-210	-253
现金净增加额	332	129	221	-657	648

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4035	5040	5927	7543	8772
营业成本	2787	3419	4232	5362	6226
营业税金及附加	22	22	25	32	38
营业费用	154	172	202	249	281
管理费用	333	400	474	588	675
研发费用	239	289	338	430	500
财务费用	101	79	91	117	140
资产减值损失	-26	-15	0	0	0
其他收益	17	38	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	229	9	155	65	75
资产处置收益	9	3	0	0	0
营业利润	611	668	760	869	1027
营业外收入	2	20	20	20	20
营业外支出	5	18	7	8	10
利润总额	609	669	773	881	1037
所得税	62	57	65	75	88
净利润	547	613	707	806	950
少数股东损益	25	-9	0	0	0
归属母公司净利润	522	621	707	806	950
EBITDA	880	992	1093	1287	1522
EPS(元)	0.35	0.42	0.48	0.54	0.64

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	24.9	17.6	27.3	16.3
营业利润(%)	72.0	9.2	13.8	14.4	18.1
归属于母公司净利润(%)	78.7	19.2	13.8	14.0	17.7
获利能力					
毛利率(%)	30.9	32.2	28.6	28.9	29.0
净利率(%)	12.9	12.3	11.9	10.7	10.8
ROE(%)	15.3	14.3	14.6	14.6	14.9
ROIC(%)	12.2	10.9	10.9	10.1	11.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	48.4	46.7	51.2	45.3
净负债比率(%)	20.5	34.1	21.9	29.6	12.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.3	1.4
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.0	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	3.8	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.42	0.48	0.54	0.64
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	0.39	0.62	0.25	1.08
每股净资产(最新摊薄)	2.19	2.51	2.88	3.34	3.90
估值比率					
P/E	36.4	30.6	26.9	23.6	20.0
P/B	5.8	5.1	4.4	3.8	3.3
EV/EBITDA	22.7	21.0	18.7	16.3	13.3

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，属于机密材料，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16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