

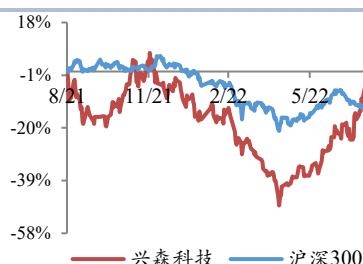
IC 封装基板业务维持高景气，FC-BGA 项目进展顺利

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-28

收盘价（元）	12.35
近 12 个月最高/最低（元）	15.26/7.41
总股本（百万股）	1,488
流通股本（百万股）	1,299
流通股比例（%）	87.28
总市值（亿元）	184
流通市值（亿元）	160

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

相关报告

1. 兴森科技 (002436.SZ)：业绩符合预期，IC 封装基板盈利弹性逐步兑现
2022-04-27

2. 兴森科技 (002436.SZ)：样板、小批量 PCB 龙头，IC 载板业务厚积薄发
2022-04-22

主要观点：

● 事件

8 月 25 日盘后公司披露 2022 年半年度报告：

①公司 2022H1 实现营业收入 26.95 亿元，同比增加 13.71%；实现归母净利润 3.59 亿元，同比增加 26.08%；扣非后归母净利润为 2.71 亿元，同比减少 5.47%。

②公司 2022Q2 实现营业收入 14.23 亿元，同比增加 9.49%；实现归母净利润 1.58 亿元，同比减少 13.79%；扣非后归母净利润为 1.50 亿元，同比减少 15.37%。

● 营收稳步增长，扣非归母净利润阶段性承压

①营收端：公司上半年营收同比增长 13.71%，PCB、半导体测试板、IC 载板分别增长 12.15%、12.09%、26.80%。营收增长主要系通信和服务器等领域需求旺盛，产能扩产顺利；载板老产能满产满销，新产能爬坡顺利。

②扣非归母净利润端：公司上半年扣非归母净利润减少 5.47%，PCB、半导体测试板、IC 载板毛利率分别为 30.16%、20.76%、27.16%，YOY 分别 -4.19pcts、-1.41pcts、+6.36pcts。公司经营表现相对稳健，但因原材料成本上升、批量板占比提升、Harbor 美国本土通胀压力以及投资扩产初期成本费用负担较重，对短期利润形成拖累，员工持股计划的费用摊销、FC-BGA 封装基板项目的人工成本以及珠海兴科投产初期的亏损等原因，侵蚀了收入增长带来的利润贡献，导致扣除非经常性损益的净利润未能实现正增长。

● PCB&半导体测试板阶段性波动

①PCB 业务：公司上半年 PCB 业务实现营业收入 20.07 亿元，YOY+12.15%；毛利率 30.16%，YOY-4.19pcts。其中，子公司宜兴硅谷在通信和服务器领域的大客户端实现量产突破，实现营业收入 4.15 亿元，YOY+57.36%；净利润 2894 万元，YOY+32.01%。Fineline 维持平稳增长，实现营业收入 7.62 亿元，YOY+23.61%；净利润 6932 万元，同比 YOY+18.32%。Exception 公司实现营业收入 3587 万元，净利润 124 万元。

②半导体测试板业务：上半年半导体测试板业务实现营业收入 2.28 亿元，YOY+12.09%；毛利率 20.76%，YOY-1.41pcts。子公司美国 Harbor 实现营业收入 1.85 亿元，YOY+2.54%；净利润 1175 万元，YOY-37.30%，利润下滑主要受美国本土通胀压力上升影响。广州科技的半导体测试板新产能逐步释放，产品良率、交期、技术能力等稳定提升，预期下半年持续改善。

● IC 载板先发优势明显，未来增长可期

公司 IC 封装基板业务实现营业收入 3.75 亿元，YOY+26.80%；毛利率 27.16%，YOY+6.36pcts。现有 CSP 封装基板产能为 3.5 万平方米/月，其中，广州基地 2 万平方米/月的产能满产满销，盈利能力保持稳定；珠海兴科项目于二季度建成 1.5 万平方米/月的新产能，三季度量产爬坡，受

投产初期的人工成本、试生产费用等拖累，亏损 3176 万元。FC-BGA 封装基板业务是公司新启动的重点投资项目，目前进展顺利，预期珠海 FC-BGA 项目于年底之前完成产线建设。

● 投资建议

公司 IC 载板营收占比、毛利率水平持续提升，我们长期看好在国产替代+全球供应长期吃紧的双逻辑下，IC 载板盈利逐渐兑现带来的投资机会。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.9、9.0、11.4 亿元，对应市盈率为 27、20、16 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

PCB 下游需求不及预期，新建 FC-BGA 封装基板业务员工、场地建设等支出拖累盈利水平。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5040	6025	7578	8936
收入同比 (%)	24.9%	19.5%	25.8%	17.9%
归属母公司净利润	621	690	900	1140
净利润同比 (%)	19.2%	11.1%	30.4%	26.7%
毛利率 (%)	32.2%	31.0%	31.4%	32.1%
ROE (%)	16.5%	15.5%	16.8%	17.6%
每股收益 (元)	0.42	0.46	0.60	0.77
P/E	33.33	26.62	20.42	16.12
P/B	5.54	4.13	3.43	2.83
EV/EBITDA	22.68	19.16	15.40	12.52

资料来源：Wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4018	3842	4761	5890	营业收入	5040	6025	7578	8936
现金	1131	581	683	1111	营业成本	3419	4160	5201	6072
应收账款	1567	1798	2280	2696	营业税金及附加	22	24	30	36
其他应收款	17	25	29	34	销售费用	172	247	311	366
预付账款	12	19	22	26	管理费用	400	482	606	715
存货	671	707	907	1072	财务费用	79	95	79	75
其他流动资产	621	711	840	951	资产减值损失	-15	0	0	0
非流动资产	4284	4611	4959	5302	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	285	328	368	393	投资净收益	9	30	38	45
固定资产	1982	2113	2242	2361	营业利润	668	761	1013	1279
无形资产	147	160	175	192	营业外收入	20	20	5	8
其他非流动资产	1870	2011	2175	2357	营业外支出	18	3	3	4
资产总计	8302	8453	9721	11192	利润总额	669	778	1015	1283
流动负债	2959	2403	2756	3073	所得税	57	71	102	128
短期借款	1342	582	534	500	净利润	613	707	914	1155
应付账款	745	867	1081	1273	少数股东损益	-9	17	14	15
其他流动负债	871	954	1142	1300	归属母公司净利润	621	690	900	1140
非流动负债	1057	1057	1057	1057	EBITDA	983	1024	1264	1519
长期借款	752	752	752	752	EPS (元)	0.42	0.46	0.60	0.77
其他非流动负债	306	306	306	306					
负债合计	4016	3460	3814	4130					
少数股东权益	523	540	554	569					
股本	1488	1488	1488	1488					
资本公积	63	63	63	63					
留存收益	2212	2902	3802	4942					
归属母公司股东权	3762	4453	5353	6493					
负债和股东权益	8302	8453	9721	11192					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	837	809	1115	成长能力				
净利润	621	690	900	1140	营业收入	24.9%	19.5%	25.8%	17.9%
折旧摊销	248	250	266	281	营业利润	9.2%	14.0%	33.1%	26.2%
财务费用	92	103	85	83	归属于母公司净利	19.2%	11.1%	30.4%	26.7%
投资损失	-9	-30	-38	-45	获利能力				
营运资金变动	-392	-169	-415	-351	毛利率 (%)	32.2%	31.0%	31.4%	32.1%
其他经营现金流	1032	853	1327	1497	净利率 (%)	12.3%	11.5%	11.9%	12.8%
投资活动现金流	-1232	-524	-575	-570	ROE (%)	16.5%	15.5%	16.8%	17.6%
资本支出	-1069	-487	-544	-558	ROIC (%)	9.8%	10.3%	11.7%	12.6%
长期投资	-183	-67	-69	-57	偿债能力				
其他投资现金流	20	30	38	45	资产负债率 (%)	48.4%	40.9%	39.2%	36.9%
筹资活动现金流	800	-863	-133	-116	净负债比率 (%)	93.7%	69.3%	64.6%	58.5%
短期借款	527	-760	-48	-34	流动比率	1.36	1.60	1.73	1.92
长期借款	387	0	0	0	速动比率	1.13	1.30	1.39	1.56
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	55	0	0	0	总资产周转率	0.61	0.71	0.78	0.80
其他筹资现金流	-169	-103	-85	-83	应收账款周转率	3.22	3.35	3.32	3.31
现金净增加额	129	-550	102	428	应付账款周转率	4.59	4.80	4.81	4.77

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.42	0.46	0.60	0.77	P/E	33.33	26.62	20.42	16.12
每股经营现金流	0.39	0.56	0.54	0.75	P/B	5.54	4.13	3.43	2.83
每股净资产	2.53	2.99	3.60	4.36	EV/EBITDA	22.68	19.16	15.40	12.52

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A股以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普500指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来6个月的投资收益率领先市场基准指数5%以上；
- 中性—未来6个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。