

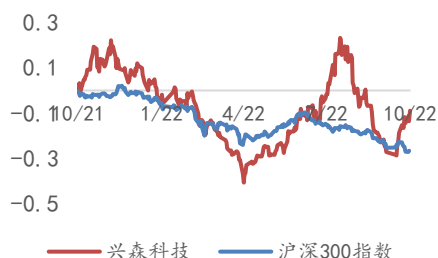
营收稳步增长，利润端受需求及费用拖累阶段承压

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-26

收盘价（元） 11.37
近 12 个月最高/最低（元） 15.80/7.17
总股本（百万股） 1,690
流通股本（百万股） 1,299
流通股比例（%） 76.86
总市值（亿元） 192
流通市值（亿元） 148

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)：IC 封装基板业务维持高景气，FC-BGA 项目进展顺利 2022-08-29

2. 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

3. 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

10 月 26 日盘后公司披露 2022 年三季度报告：

公司 2022 三季度实现营业收入 14.56 亿元，同比增加 8.18%；实现归母净利润 1.59 亿元，同比减少 22.35%；扣非后归母净利润为 1.29 亿元，同比减少 31.31%。

● 营收稳步增长，利润端受需求及费用拖累阶段性承压

(1) 营收端：公司 Q3 营业收入同比增加 8.18%主要系宜兴小批量、珠海 BT 载板产能扩产顺利；

(2) 利润端：公司 Q3 扣非后归母净利润同比减少 31.31%，毛利率环比下滑 1.94pcts 主要系：①宜兴小批量及珠海 BT 载板爬坡拖累公司整体盈利能力；②股权激励及 ABF 载板人工研发负担较大，前三季度在营收同比+12%的基础上，研发费用+35%，管理费用+26%；③BT 载板全球供需失衡状况得到明显改善。

● IC 载板先发优势明显，未来增长可期

公司现有 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；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。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。后摩尔时代，在 EDA 受限和先进制程受限的背景下，Chiplet 与先进封装的重要性与日俱增，Chiplet 及相关先进封装技术迎来产业化、商业化应用的加速期，我们长期看好其在公司在该领域的重要性和发展前景。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 6.4、7.9、10.4 亿元，对应市盈率为 30、24、18 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	5533	7247	9042
收入同比 (%)	24.9%	9.8%	31.0%	24.8%
归属母公司净利润	621	637	790	1039
净利润同比 (%)	19.2%	2.5%	24.1%	31.5%
毛利率 (%)	32.2%	31.0%	30.3%	30.7%
ROE (%)	16.5%	10.2%	11.3%	12.9%
每股收益 (元)	0.42	0.38	0.47	0.61
P/E	33.33	30.17	24.31	18.49
P/B	5.54	3.08	2.74	2.38
EV/EBITDA	22.68	18.81	16.45	12.58

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	5769	7442	7995	营业收入	5040	5533	7247	9042
现金	1131	3410	2885	4071	营业成本	3419	3819	5054	6269
应收账款	1567	1212	2585	2113	营业税金及附加	22	22	29	36
其他应收款	17	96	6	129	销售费用	172	227	297	371
预付账款	12	18	22	27	管理费用	400	470	602	723
存货	671	375	1080	722	财务费用	79	58	54	80
其他流动资产	621	659	864	933	资产减值损失	-15	0	0	0
非流动资产	4284	5178	5823	6502	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	285	351	402	440	投资净收益	9	28	36	45
固定资产	1982	2527	2848	3187	营业利润	668	701	889	1165
无形资产	147	180	205	235	营业外收入	20	20	5	8
其他非流动资产	1870	2120	2368	2640	营业外支出	18	3	3	4
资产总计	8302	10948	13266	14497	利润总额	669	718	891	1170
流动负债	2959	3123	4638	4817	所得税	57	65	89	117
短期借款	1342	1743	2188	2632	净利润	613	652	802	1053
应付账款	745	610	1244	1033	少数股东损益	-9	16	12	14
其他流动负债	871	770	1206	1152	归属母公司净利润	621	637	790	1039
非流动负债	1057	1057	1057	1057	EBITDA	983	999	1201	1512
长期借款	752	752	752	752	EPS (元)	0.42	0.38	0.47	0.61
其他非流动负债	306	306	306	306					
负债合计	4016	4180	5696	5875					
少数股东权益	523	539	551	565					
股本	1488	1690	1690	1690					
资本公积	63	1840	1840	1840					
留存收益	2212	2700	3490	4529					
归属母公司股东权	3762	6229	7019	8058					
负债和股东权益	8302	10948	13266	14497					

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	1236	20	1792	成长能力				
净利润	613	652	802	1053	营业收入	24.9%	9.8%	31.0%	24.8%
折旧摊销	248	274	294	317	营业利润	9.2%	4.9%	26.9%	31.0%
财务费用	92	69	88	108	归属于母公司净利	19.2%	2.5%	24.1%	31.5%
投资损失	-9	-28	-36	-45	获利能力				
营运资金变动	-392	290	-1127	368	毛利率 (%)	32.2%	31.0%	30.3%	30.7%
其他经营现金流	1032	339	1927	676	净利率 (%)	12.3%	11.5%	10.9%	11.5%
投资活动现金流	-1232	-1118	-901	-941	ROE (%)	16.5%	10.2%	11.3%	12.9%
资本支出	-1069	-1000	-809	-867	ROIC (%)	9.8%	6.8%	7.4%	8.6%
长期投资	-183	-145	-128	-120	偿债能力				
其他投资现金流	20	28	36	45	资产负债率 (%)	48.4%	38.2%	42.9%	40.5%
筹资活动现金流	800	2161	356	335	净负债比率 (%)	93.7%	61.8%	75.2%	68.1%
短期借款	527	401	445	444	流动比率	1.36	1.85	1.60	1.66
长期借款	387	0	0	0	速动比率	1.09	1.69	1.35	1.48
普通股增加	0	202	0	0	营运能力				
资本公积增加	55	1777	0	0	总资产周转率	0.70	0.57	0.60	0.65
其他筹资现金流	-169	-218	-88	-108	应收账款周转率	3.69	3.98	3.82	3.85
现金净增加额	129	2279	-525	1186	应付账款周转率	5.41	5.64	5.45	5.51

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.42	0.38	0.47	0.61	P/E	33.33	30.17	24.31	18.49
每股经营现金流	0.34	0.73	0.01	1.06	P/B	5.54	3.08	2.74	2.38
每股净资产	2.53	3.69	4.15	4.77	EV/EBITDA	22.68	18.81	16.45	12.58

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。