

兴森科技 (002436.SZ) 逆势扩张 IC 载板业务，坚定中长期发展目标

2022 年 10 月 28 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

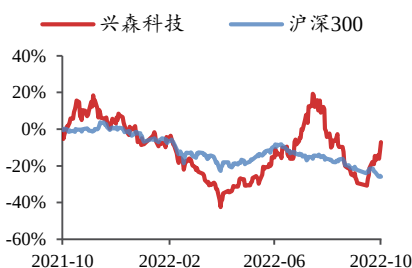
linchengyu@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

证书编号：S0790521090001

日期	2022/10/27
当前股价(元)	11.98
一年最高最低(元)	15.80/7.24
总市值(亿元)	202.41
流通市值(亿元)	155.58
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	12.99
近 3 个月换手率(%)	221.44

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《PCB+半导体测试板业务受扰动，FC-BGA 进程加快——公司信息更新报告》-2022.8.26

《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

● **FC-BGA 投资力度加大导致费用增长，国产化进程加快，维持“买入”评级**
公司公告 2022 年三季度报告，实现营业收入 41.5 亿元，YoY+11.7%，归母净利润 5.2 亿元，YoY+5.8%，其中 2022Q3 单季度营业收入 14.6 亿元，YoY+8.2%，归母净利润 1.6 亿元，YoY+22.4%。考虑到 BT 载板行业景气下滑影响且公司在 ABF 载板投资力度加大，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司营业收入为 56.7/68.8/81.3（前值为 59.3/75.4/87.7）亿元，归母净利润为 6.5/7.5/8.7（前值为 7.1/8.1/9.5）亿元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 为 31.0/26.9/23.1 倍。考虑到公司在国内载板领域具备领先优势，FC-BGA 高端封装基板领域国产化进程加快，维持“买入”评级。

● **市场需求减弱影响兴科 BT 载板项目产能爬坡，ABF 载板投资积极推进**
2022Q3 珠海兴科 IC 载板产能 1.5 万平米投放后，BT 载板需求因手机及 PC 需求减弱造成拖累，产能利用率降低，导致公司 2022Q3 单季度毛利率 28.6%，环比下滑 1.9pct。2022Q3 单季度净利率 10.3%，QoQ-0.03 pct，研发费用单季度绝对金额由 2021Q3 单季度的 0.69 亿元增长至 1.0 亿元。FC-BGA 细分产品技术壁垒高，公司通过积极引入外部团队、投资厂房设备、与下游客户合作等方式推进 FC-BGA 产品进度，填补国内该领域空白，短期因员工持股计划、产线爬坡等成本费用增加，长期来看，FC-BGA 因其生产困难，能够享有更高的产品溢价。

● **技术升级为导向，高端 IC 载板突破在即**
公司以技术升级为导向，从中小批量、半导体测试板等细分市场转向高端 IC 封装基板领域。公司自 2012 年切入 CSP 封装基板领域，是国内仅有几家具备稳定量产能力及客户资源的厂商之一。伴随国内下游 CPU、GPU 的自研配套需求，公司积极开拓 FC-BGA 封装基板，在行业下行期坚持研发及扩张，有望从技术能力、产能规模追赶海外同行，实现跨越式增长。

● **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	5,667	6,881	8,129
YOY(%)	6.1	24.9	12.4	21.4	18.1
归母净利润(百万元)	522	621	653	751	874
YOY(%)	78.7	19.2	5.1	15.0	16.4
毛利率(%)	30.9	32.2	28.5	29.3	29.2
净利率(%)	12.9	12.3	11.5	10.9	10.8
ROE(%)	15.3	14.3	13.6	13.9	14.2
EPS(摊薄/元)	0.31	0.37	0.39	0.44	0.52
P/E(倍)	38.8	32.6	31.0	26.9	23.1
P/B(倍)	6.2	5.4	4.8	4.2	3.6

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	4447	5862	6110
现金	860	1131	1716	1950	2304
应收票据及应收账款	1333	1814	1724	2571	2504
其他应收款	15	17	19	24	26
预付账款	13	12	16	18	23
存货	399	671	598	924	879
其他流动资产	258	374	374	374	374
非流动资产	3286	4284	4336	4625	4871
长期投资	340	285	245	204	164
固定资产	1738	1982	2171	2554	2889
无形资产	113	147	126	105	86
其他非流动资产	1095	1870	1795	1762	1731
资产总计	6164	8302	8783	10487	10981
流动负债	1831	2959	2913	4137	4061
短期借款	815	1342	1342	2107	1980
应付票据及应付账款	712	1056	1040	1474	1504
其他流动负债	303	560	531	555	577
非流动负债	754	1057	878	743	581
长期借款	680	992	813	678	516
其他非流动负债	74	65	65	65	65
负债合计	2585	4016	3791	4879	4641
少数股东权益	289	523	523	523	523
股本	1488	1488	1690	1690	1690
资本公积	8	63	63	63	63
留存收益	1642	2079	2521	3047	3683
归属母公司股东权益	3289	3762	4469	5085	5816
负债和股东权益	6164	8302	8783	10487	10981

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	408	580	973	333	1410
净利润	547	613	653	751	874
折旧摊销	218	233	248	297	359
财务费用	101	79	80	88	108
投资损失	-229	-9	-155	-65	-75
营运资金变动	-210	-399	146	-739	143
其他经营现金流	-19	62	0	0	0
投资活动现金流	-445	-1232	-146	-521	-530
资本支出	482	1075	93	329	286
长期投资	-0	-183	40	40	40
其他投资现金流	36	-339	-13	-152	-204
筹资活动现金流	369	800	-243	-342	-399
短期借款	412	527	0	0	0
长期借款	23	312	-179	-135	-162
普通股增加	0	0	202	0	0
资本公积增加	-20	55	0	0	0
其他筹资现金流	-46	-94	-265	-206	-237
现金净增加额	332	129	585	-530	481

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4035	5040	5667	6881	8129
营业成本	2787	3419	4053	4861	5758
营业税金及附加	22	22	24	30	35
营业费用	154	172	193	227	260
管理费用	333	400	453	537	626
研发费用	239	289	357	433	512
财务费用	101	79	80	88	108
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	701	809	945
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	714	821	955
所得税	62	57	60	69	81
净利润	547	613	653	751	874
少数股东损益	25	-9	0	0	0
归属母公司净利润	522	621	653	751	874
EBITDA	880	992	1019	1182	1385
EPS(元)	0.31	0.37	0.39	0.44	0.52

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	6.1	24.9	12.4	21.4	18.1
营业利润(%)	72.0	9.2	5.0	15.4	16.8
归属于母公司净利润(%)	78.7	19.2	5.1	15.0	16.4
获利能力					
毛利率(%)	30.9	32.2	28.5	29.3	29.2
净利率(%)	12.9	12.3	11.5	10.9	10.8
ROE(%)	15.3	14.3	13.6	13.9	14.2
ROIC(%)	12.2	10.9	10.6	10.2	11.2
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	48.4	43.2	46.5	42.3
净负债比率(%)	20.5	34.1	13.8	19.9	7.3
流动比率	1.6	1.4	1.5	1.4	1.5
速动比率	1.2	1.0	1.2	1.1	1.2
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)	0.31	0.37	0.39	0.44	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.34	0.58	0.20	0.83
每股净资产(最新摊薄)	1.93	2.21	2.51	2.87	3.30
估值比率					
P/E	38.8	32.6	31.0	26.9	23.1
P/B	6.2	5.4	4.8	4.2	3.6
EV/EBITDA	24.1	22.3	20.9	18.4	15.2

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，属于商业秘密材料，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