

IC 载板国产替代先锋，长期成长空间可期

2022 年 10 月 28 日

► **事件：**兴森科技 10 月 27 日发布 2022 年三季度报，2022 年前三季度公司实现营业收入 41.51 亿元 (YoY+11.7%)，归母净利润 5.18 亿元 (YoY+5.84%)，扣非归母净利润 4 亿元 (YoY-15.68%)。对应 2022 年 Q3，公司实现营业收入 14.56 亿元 (YoY+8.18%，QoQ+2.33%)，归母净利润 1.59 亿元 (YoY-22.35%，QoQ+0.41%)，扣非归母净利润 1.29 亿元 (YoY-31.31%，QoQ-14.24%)。

► **营收稳步增长，业绩短期承压。**2022 年前三季度公司收入逐季稳步增长，2022 年 Q3 受宏观经济因素影响，公司下游需求转弱，营收增速略有放缓。利润端，公司盈利能力短期承压，2022 年 Q3，公司毛利率 28.56% (YoY-2.87pct，QoQ-1.94pct)，归母净利率 10.92% (YoY-4.29%，QoQ-0.21%)，一方面由于下游需求疲软影响公司 PCB 及 BT 载板主要产线稼动率爬升，导致公司毛利率同环比下滑；另一方面，公司近两年加大 IC 载板投资力度，导致公司费用端负担较重。费用端来看，2022 年 Q3，公司销售/管理/研发/财务费用合计达到 2.86 亿元 (YoY+26.95%)，其中研发费用 1.04 亿元 (YoY+51.59%，QoQ+23.05%)，研发费用率达到 7.16% (YoY+2.05pct，QoQ+1.21pct)，一定程度上影响了公司净利率水平。

► **高端 FCBGA 载板项目进展顺利，IC 载板国产替代先锋。**IC 载板作为 IC 封装测试环节关键材料，随着先进封装技术的发展发挥越来越重要的作用，但长期以来 IC 载板供应以中国台湾、日本、韩国等地区厂商为主，国产替代空间广阔。公司坚定 IC 载板投资方向，近两年在 BT 载板的基础上加大高端 FCBGA 载板投入。**1) BT 载板方面**，公司持续加大产能扩充，22H1 公司 BT 载板实现收入 3.75 亿元，其中广州基地 2 万平米/月产能，大基金二期投资的珠海兴科计划投入 30 亿新增 8 万平方米/月 BT 载板产能，目前一期 (4.5 万平米/月) 规划的第一条产线 (1.5 万平米/月) 进展顺利，产能持续爬坡中。**2) FCBGA 载板方面**，公司珠海 ABF 载板项目投资 12 亿元对应产能 0.6 万平/月，目前该产线进展顺利，有望在明年进入量产阶段；公司广州 ABF 载板项目投资 60 亿元，产能 2 万平/月，分两期建设，目前项目一期建设顺利，预计两期项目满产产值将达到 56 亿元。项目建成达产后将有效解决高端 FCBGA 卡脖子技术及产品难题，逐步实现国产替代。

► **投资建议：**考虑 2022 年下半年需求转弱及公司前期较大投入带来的费用负担，下调公司 2022-2024 年归母净利至 6.25/8.28/11.05 亿元，对应 2022-2024 年 PE 分别为 32/24/18 倍。长期来看，公司 PCB 样板和批量板业务依托大客户成长稳健，IC 载板坚定投入，FCBGA 载板先发优势明显，随着 IC 载板产能逐步投产，有望打开长期成长空间，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期，扩产进度不达预期，竞争加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5,040	5,821	7,323	8,896
增长率 (%)	24.9	15.5	25.8	21.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	621	625	828	1,105
增长率 (%)	19.2	0.5	32.6	33.4
每股收益 (元)	0.37	0.37	0.49	0.65
PE	33	32	24	18
PB	5.4	3.3	2.9	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.98 元



分析师

方竞

执业证书：S0100521120004

电话：15618995441

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师

李少青

执业证书：S0100522010001

电话：18616987704

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1. 兴森科技 (002436.SZ) 深度报告：前瞻布局 IC 载板，行业龙头初相已成-2022/08/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5,040	5,821	7,323	8,896
营业成本	3,419	4,110	5,105	6,135
营业税金及附加	22	29	37	44
销售费用	172	233	293	356
管理费用	400	495	622	738
研发费用	289	407	513	605
EBIT	735	588	805	1,079
财务费用	79	80	67	78
资产减值损失	-15	0	0	0
投资收益	9	146	146	178
营业利润	668	654	884	1,179
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	669	654	884	1,179
所得税	57	59	80	106
净利润	613	595	804	1,073
归属于母公司净利润	621	625	828	1,105
EBITDA	983	871	1,142	1,439

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,131	2,668	1,617	2,132
应收账款及票据	1,814	1,808	2,708	2,729
预付款项	12	14	17	20
存货	671	585	975	899
其他流动资产	390	528	662	816
流动资产合计	4,018	5,604	5,979	6,596
长期股权投资	285	285	285	285
固定资产	1,982	2,814	3,589	4,007
无形资产	147	192	238	285
非流动资产合计	4,284	5,381	6,225	6,645
资产合计	8,302	10,985	12,204	13,241
短期借款	1,342	1,342	1,342	1,342
应付账款及票据	1,056	1,067	1,542	1,560
其他流动负债	560	627	715	810
流动负债合计	2,959	3,036	3,599	3,712
长期借款	752	933	933	933
其他长期负债	306	306	306	306
非流动负债合计	1,057	1,239	1,239	1,239
负债合计	4,016	4,275	4,838	4,951
股本	1,488	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	523	494	470	437
股东权益合计	4,286	6,710	7,366	8,290
负债和股东权益合计	8,302	10,985	12,204	13,241

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.92	15.50	25.80	21.48
EBIT 增长率	51.21	-19.96	36.83	34.11
净利润增长率	19.16	0.49	32.65	33.43
盈利能力 (%)				
毛利率	32.17	29.40	30.29	31.03
净利率	12.33	10.73	11.31	12.43
总资产收益率 ROA	7.49	5.69	6.79	8.35
净资产收益率 ROE	16.52	10.05	12.01	14.08
偿债能力				
流动比率	1.36	1.85	1.66	1.78
速动比率	1.09	1.61	1.34	1.48
现金比率	0.38	0.88	0.45	0.57
资产负债率 (%)	48.38	38.91	39.64	37.39
经营效率				
应收账款周转天数	97.50	97.00	96.00	95.00
存货周转天数	56.36	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	0.70	0.60	0.63	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	0.37	0.37	0.49	0.65
每股净资产	2.23	3.68	4.08	4.65
每股经营现金流	0.34	0.55	0.17	0.85
每股股利	0.10	0.10	0.10	0.10
估值分析				
PE	33	32	24	18
PB	5.4	3.3	2.9	2.6
EV/EBITDA	22.08	23.36	18.74	14.51
股息收益率 (%)	0.83	0.83	0.83	0.83

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	613	595	804	1,073
折旧和摊销	248	283	337	360
营运资金变动	-392	99	-794	81
经营活动现金流	580	922	295	1,430
资本开支	-1,069	-1,350	-1,150	-750
投资	-183	-90	-90	-90
投资活动现金流	-1,232	-1,304	-1,104	-672
股权募资	294	1,979	0	0
债务募资	997	181	0	0
筹资活动现金流	800	1,920	-243	-243
现金净流量	129	1,537	-1,051	515

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026