

2023年06月29日

# 兴森科技（002436.SZ）

## 公司快报

### 收入规模持续增长，IC 载板业务前景可期

◆ **行业需求短期承压，PCB 业务营收增长平稳：**公司是国内知名的印制电路板样板快件、批量板的设计及制造服务商，为该细分领域的龙头企业，在 PCB 样板、小批量板市场有较强的竞争力和议价能力。在 PCB 制造方面，公司始终保持领先的多品种与快速交付能力，PCB 订单品种数平均 25,000 种/月，处于行业领先地位。根据 CPCA 发布的第二十一届中国电子电路行业排行榜，公司在综合 PCB 百强企业位列第十八名、内资 PCB 百强企业中位列第七名。受限于行业层面需求不振、竞争加剧的压力，公司 2022 年整体营收仍然实现个位数增长，但净利润受费用拖累有所下滑。2022 年，公司实现营业收入 535,385.50 万元、同比增长 6.23%；归属于上市公司股东的净利润 52,563.31 万元、同比下降 15.42%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 39,549.98 万元、同比下降 33.08%；总资产 1,188,829.53 万元、较上年末增长 43.19%；归属于上市公司股东的净资产 653,855.76 万元、较上年末增长 73.79%。2022 年，公司整体毛利率下降 3.51 个百分点；期间费用率增加 2.95 个百分点，其中，销售费用率下降 0.02 个百分点，管理费用率增加 1.18 个百分点，研发费用率增加 1.41 个百分点，财务费用率增加 0.38 个百分点。

◆ **进军 FCBGA 封装基板领域，IC 载板业务前景可期：**作为国内本土 IC 封装基板行业的先行者之一，公司于 2012 年进入 CSP 封装基板领域，通过多年持续的研发投入，在市场、技术工艺、团队、品质等方面均已实现突破和积淀。公司在薄板加工能力、精细路线能力方面居于国内领先地位，目前与国内外主流的芯片厂商、封装厂均已建立起合作关系。公司于 2022 年正式进军 FCBGA 封装基板领域，根据公司 2023 年 4 月 28 日发布的投资者调研纪要显示，公司珠海 FCBGA 封装基板项目拟建设产能 200 万颗/月（约 6,000 平方米/月）的产线，已于 2022 年 12 月底建成并成功试产，目前良率持续提升，预计 2023 年第二季度开始启动客户认证，第三季度进入小批量产品交付阶段。广州 FCBGA 封装基板项目拟分期建设 2000 万颗/月（2 万平方米/月）的产线，一期厂房已于 2022 年 9 月完成厂房封顶，预计 2023 年第四季度完成产线建设、开始试产。现阶段公司着力于产品研发及良率提升工作，有序推进 FCBGA 封装基板项目建设进程。根据 CPCA 发布的第二十一届中国电子电路行业排行榜，公司的封装基板、快板/样板被评为特色产品主要企业（内资）。公司在 CSP 封装基板领域已与国内外主流客户建立起稳定的合作关系，FCBGA 封装基板项目尚在建设过程中，正在努力拓展国内外龙头企业客户。根据 Prismark 预测 2022-2027 年全球 PCB 行业的复合增长率为 3.80%，其中中国市场的复合增长率仅为 3.30%，落后于亚洲和美国市场表现。从产品结构而言，IC 封装基板、HDI 板仍将呈现优于行业的表现，预期 2027 年 IC 封装基板、HDI 板的市场规模将分别达到 222.86 亿美元、145.81 亿美元，2022-2027 年的复合增长率分别为 5.10%、4.40%。其中，预测 2027 年中国市场 IC 封装基板行业整体规模将达到 43.87 亿美元，2022-2027 年复合增长率为 4.60%。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2023 年至 2025 年营收分别为 66.92 亿元、87.00 亿元、

电子 | PCBIII

 投资评级 **增持-A(首次)**

 股价(2023-06-28) **14.59 元**

#### 交易数据

总市值（百万元）	24,650.48
流通市值（百万元）	21,889.65
总股本（百万股）	1,689.55
流通股本（百万股）	1,500.32
12 个月价格区间	15.50/9.06

#### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.97	20.09	42.22
绝对收益	1.7	16.12	27.75

 分析师 **孙远峰**

 SAC 执业证书编号：S0910522120001  
 sunyuanfeng@huajinsc.cn

 分析师 **王臣复**

 SAC 执业证书编号：S0910523020006  
 wangchenfu@huajinsc.cn

#### 相关报告



113.10 亿元，同比增长 25.0%、30.0%、30.0%，预测归母净利润分别为 5.10 亿元、6.95 亿元、10.96 亿元，同比增长-2.9%、36.2%、57.7%，对应的 PE 分别为 48.7 倍、35.8 倍、22.7 倍，考虑到公司 IC 载板业务具备广阔的市场空间，首次覆盖，给予增持-A 建议。

◆ **风险提示：** 产业竞争加剧、上游原材料涨价、扩产及客户导入不及预期

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,354	6,692	8,700	11,310
YoY(%)	24.9	6.2	25.0	30.0	30.0
净利润(百万元)	621	526	510	695	1,096
YoY(%)	19.2	-15.4	-2.9	36.2	57.7
毛利率(%)	32.2	28.7	28.0	28.5	30.0
EPS(摊薄/元)	0.37	0.31	0.30	0.41	0.65
ROE(%)	14.3	6.9	7.0	8.7	12.1
P/E(倍)	40.0	47.3	48.7	35.8	22.7
P/B(倍)	6.7	3.8	3.6	3.3	3.0
净利率(%)	12.3	9.8	7.6	8.0	9.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

### 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	4018	4731	4991	5910	7706
现金	1131	1203	335	435	566
应收票据及应收账款	1814	1939	2752	3346	4581
预付账款	12	22	21	35	37
存货	671	732	1038	1247	1661
其他流动资产	390	836	845	847	861
<b>非流动资产</b>	4284	7157	7664	8478	9560
长期投资	285	304	333	364	398
固定资产	1982	2670	3401	4306	5366
无形资产	147	168	147	129	109
其他非流动资产	1870	4014	3783	3679	3686
<b>资产总计</b>	8302	11888	12655	14388	17265
<b>流动负债</b>	2959	3482	4016	5318	7378
短期借款	1342	1011	1601	1860	3581
应付票据及应付账款	1056	1739	1788	2765	3029
其他流动负债	560	731	628	693	767
<b>非流动负债</b>	1057	1377	1228	1113	1006
长期借款	992	1220	1071	956	849
其他非流动负债	65	157	157	157	157
<b>负债合计</b>	4016	4859	5244	6432	8383
少数股东权益	523	491	497	491	466
股本	1488	1690	1690	1690	1690
资本公积	63	1930	1930	1930	1930
留存收益	2079	2455	2826	3341	4136
归属母公司股东权益	3762	6539	6914	7465	8416
<b>负债和股东权益</b>	8302	11888	12655	14388	17265

### 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	580	727	-239	1325	320
净利润	613	487	516	689	1072
折旧摊销	233	277	328	431	557
财务费用	79	104	90	131	182
投资损失	-9	-133	-109	-112	-114
营运资金变动	-399	-20	-1064	186	-1377
其他经营现金流	62	12	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-1232	-2331	-726	-1132	-1525
<b>筹资活动现金流</b>	800	1526	-493	-351	-386

### 每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.37	0.31	0.30	0.41	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.43	-0.14	0.78	0.19
每股净资产(最新摊薄)	2.21	3.85	4.07	4.40	4.96

### 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	5040	5354	6692	8700	11310
营业成本	3419	3819	4818	6221	7917
营业税金及附加	22	26	35	43	54
营业费用	172	182	207	270	339
管理费用	400	488	582	748	950
研发费用	289	383	462	592	758
财务费用	79	104	90	131	182
资产减值损失	-41	-25	-48	-66	-78
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	133	109	112	114
<b>营业利润</b>	668	497	559	742	1145
营业外收入	20	10	8	10	12
营业外支出	18	5	8	9	10
<b>利润总额</b>	669	501	559	743	1147
所得税	57	14	42	54	75
<b>税后利润</b>	613	487	516	689	1072
少数股东损益	-9	-39	6	-6	-24
<b>归属母公司净利润</b>	621	526	510	695	1096
<b>EBITDA</b>	1016	884	981	1301	1884

### 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	24.9	6.2	25.0	30.0	30.0
营业利润(%)	9.2	-25.6	12.4	32.9	54.3
归属于母公司净利润(%)	19.2	-15.4	-2.9	36.2	57.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.2	28.7	28.0	28.5	30.0
净利率(%)	12.3	9.8	7.6	8.0	9.7
ROE(%)	14.3	6.9	7.0	8.7	12.1
ROIC(%)	11.3	6.4	6.1	7.6	9.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.4	40.9	41.4	44.7	48.6
流动比率	1.4	1.4	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.0	1.0	0.8	0.8	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	3.2	2.9	2.9	2.9	2.9
应付账款周转率	3.9	2.7	2.7	2.7	2.7
<b>估值比率</b>					
P/E	40.0	47.3	48.7	35.8	22.7
P/B	6.7	3.8	3.6	3.3	3.0
EV/EBITDA	26.3	30.1	28.3	21.4	15.6

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

孙远峰、王臣复声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)