

兴森科技 (002436.SZ)

短期业绩承压，静待后续放量

投资要点

- ◆ **需求不振+产能爬坡，短期业绩承压。**公司发布半年报，2023H1 实现营收 25.66 亿元，同比-4.81%；归母净利润 0.18 亿元，同比-94.98%。2023Q2 实现营收 13.14 亿元，同比-7.65%，环比+4.98%；归母净利润 0.11 亿元，同比-93.33%，环比+40.66%。受经济低迷、需求不振和竞争加剧的影响，公司短期承受收入和利润下滑的双重压力，其中净利润大幅下降，主要系 FCBGA 封装基板项目的费用投入、珠海兴科产能爬坡阶段的亏损及员工持股计划的费用摊销所致。
- ◆ **PCB 业务平稳增长，盈利能力有所下滑。**2023H1 PCB 业务实现营收 20.19 亿元、同比+0.61%，毛利率 29.28%，同比下降 0.88pct。PCB 生产主要集中在广州生产基地、宜兴生产基地和 Exception 产线。其中，子公司宜兴硅谷实现营业收入 3.33 亿元、同比-19.64%，亏损 2,465.23 万元，主要因行业需求不足及竞争加剧导致的产能利用率和价格下降；Exception 实现营业收入 3,285.70 万元、同比-8.41%，净利润 373.97 万元。PCB 贸易以 Fineline 为主，实现营收 8.87 亿元、同比+16.33%，净利润 9,636.53 万元、同比+39.02%。
- ◆ **IC 封装基板业务整体亏损，Q2 订单逐步好转。**2023H1 IC 封装基板业务实现收入 2.89 亿元、同比-22.75%，毛利率-7.68%，同比下降 34.84pct。公司现有 CSP 封装基板产能约为 3.5 万平方米/月，其中广州基地 2 万平方米/月，珠海兴科项目 1.5 万平方米/月。2023H1 CSP 封装基板项目毛利亏损 2,222 万元，同比减少约 1.24 亿元，Q2 CSP 产能利用率从 Q1 的 30% 左右提升至接近 60%，订单情况逐步好转。FCBGA 封装基板项目尚未正式投产，上半年人工、材料、能源、折旧等费用合计约 1.46 亿元，整体亏损约 1.09 亿元。
- ◆ **需求不足致半导体测试板业绩下滑。**2023H1 半导体测试板业务实现营收 1.81 亿元、同比-20.84%，毛利率 12.81%，同比下降 7.95pct。其中，子公司 Harbor 实现营收 1.28 亿元、同比-30.92%，净利润-1,084.09 万元，主要因需求不足所致。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、持续改善。
- ◆ **完成全领域产品布局，静待后续放量。**FCBGA 封装基板项目有望投产，其中珠海 FCBGA 项目已于 2022 年底建成并试产，目前处于客户认证阶段；广州 FCBGA 项目一期厂房预计 Q4 完成产线建设、开始试产。7 月，公司完成对北京揖斐电的收购，收购对价为 8.27 亿元人民币，基于其在 HDI 板、类载板和模组基板领域的能力，公司完成高多层 PCB、Anylayer HDI、类载板、CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板的全领域产品布局，实现减成法 (Tenting)、半加成法 (mSAP)、加成法 (SAP) 等全技术领域的全面覆盖。
- ◆ **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**公司作为国内封装基板龙头，短期受行业需求影响，业绩承压，长期受益技术覆盖和产能释放，前景广阔。我们预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.12/0.32/0.56 元，对应 PE 分别为 104/38/22 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ◆ **风险提示：**产能释放不及预期；需求不及预期；研发、技术及客户验证风险。

投资评级

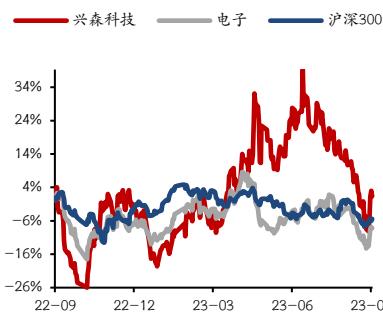
增持

首次评级

基础数据(2023-09-01)

所属行业	电子 其他电子 II
股价(元)	12.15
总市值(百万元)	20,528.05
流通市值(百万元)	18,228.93
总股本(百万股)	1,689.55
流通股本(百万股)	1,500.32

股价表现



	1M	3M	12M
相对收益	-4.4%	-17.6%	10.3%
绝对收益	-9.5%	-18.0%	4.0%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

朱琳 分析师

资格证书：S0380521120001

联系邮箱：zhulin@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-121

相关报告

- 《财报点评—规模效应助推盈利改善，核心 IP 贡献价值弹性》 2023-08-18
- 《行业点评—信创产业催化密集，把握产业机遇》 2023-08-11
- 《行业月报—政策托底提振信心，当前时点保持乐观》 2023-08-03
- 《行业点评—政策托底促消费，行业底部临拐点》 2023-07-28

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5040	5354	5712	7801	10103
增长率 (%)	24.9	6.2	6.7	36.6	29.5
归母净利润 (百万元)	621	526	226	545	973
增长率 (%)	19.2	-15.4	-57.0	141.1	78.6
EPS (元/股)	0.37	0.31	0.13	0.32	0.58
市盈率 (P/E)	33.0	39.1	90.8	37.7	21.1
市净率 (P/B)	5.5	3.1	3.1	2.9	2.6

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所



请阅读正文之后的信息披露和重要声明

财务报表与财务指标

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4731	4824	5362	6848	营业收入	5354	5712	7801	10103
现金	1203	1057	508	794	营业成本	3819	4305	5706	7265
应收票据及应收账款	1939	2068	2825	3659	税金及附加	26	27	37	48
预付款项	22	25	33	42	销售费用	182	194	234	263
存货	732	825	1093	1392	管理费用	488	520	569	636
其他流动资产	236	236	236	236	研发费用	383	543	663	808
非流动资产	7157	9252	9864	9951	财务费用	104	106	146	149
长期投资	304	1124	1124	1124	资产减值损失	-4	0	0	0
固定资产	2670	5147	6065	6272	信用减值损失	-22	0	0	0
在建工程	1908	582	276	155	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	168	168	168	168	投资净收益	133	142	156	182
其他非流动资产	847	902	902	902	其他收益	36	39	39	40
资产总计	11888	14076	15226	16799	营业利润	497	198	640	1155
流动负债	3482	3876	4440	5091	营业外收入	10	0	0	0
短期借款	1011	811	611	411	营业外支出	5	0	0	0
应付票据及应付账款	1739	1960	2598	3308	利润总额	501	198	640	1155
预收账款	0	0	0	0	所得税	14	17	54	98
其他流动负债	9	9	9	9	税后利润	487	181	586	1058
非流动负债	1377	3205	3205	3205	少数股东损益	-39	-45	41	85
长期借款	971	2771	2771	2771	归属母公司净利润	526	226	545	973
其他非流动负债	3	3	3	3	EBITDA	763	853	1374	1918
负债合计	4859	7081	7645	8295					
少数股东权益	491	446	487	571		2022A	2023E	2024E	2025E
股本	1690	1690	1690	1690	成长能力				
资本公积	1930	1946	1946	1946	营业收入(%)	6.23	6.69	36.57	29.51
留存收益	2455	2305	2850	3688	营业利润(%)	-25.58	-60.24	224.06	80.50
归属母公司股东权益	6539	6549	7094	7932	归母净利润(%)	-15.42	-57.00	141.10	78.56
负债和股东权益总计	11888	14076	15226	16799					
现金流量表(百万元)					获利能力				
	2022A	2023E	2024E	2025E	毛利率(%)	28.66	24.63	26.85	28.09
经营活动现金流	727	694	862	1298	净利率(%)	9.82	3.96	6.99	9.63
净利润	487	181	586	1058	ROE(%)	8.04	3.45	7.68	12.27
折旧摊销	295	550	588	614	ROIC(%)	4.70	2.40	6.02	9.41
财务费用	62	130	167	159	偿债能力				
投资损失	-133	-142	-156	-182	资产负债率(%)	40.87	50.31	50.21	49.38
营运资本变动	33	21	-323	-351	流动比率	1.36	1.24	1.21	1.35
其他经营现金流	53	3	6	7	速动比率	1.00	0.90	0.84	0.97
投资活动现金流	-2331	-2437	-1044	-518	营运能力				
筹资活动现金流	1526	1838	-367	-494	总资产周转率	0.53	0.44	0.53	0.63
每股指标(元)					应收账款周转率	3.40	3.50	3.91	3.82
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.13	0.32	0.58	应付账款周转率	3.58	2.92	3.14	3.09
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.41	0.51	0.77	估值比率				
每股净资产(最新摊薄)	3.87	3.88	4.20	4.69	P/E	39.05	90.82	37.67	21.10
					P/B	3.14	3.13	2.89	2.59
					EV/EBITDA	23.32	28.19	17.76	12.47

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

分析师声明：本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供的信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>