

营收稳健增长，FCBGA 封装基板项目顺利推进

2023 年 10 月 27 日

► **事件：**兴森科技 10 月 26 日发布 2023 年三季度报，公司前三季度实现收入 39.88 亿元 (YoY-3.93%)，归母净利润 1.9 亿元 (YoY-63.26%)，扣非归母净利润 0.33 亿元 (YoY-91.64%)。对应 3Q23 单季度，公司实现收入 14.23 亿元 (YoY-2.3%，QoQ+8.26%)，归母净利润 1.72 亿元 (YoY+8.43%，QoQ+1533.44%)，扣非归母净利润 0.27 亿元 (YoY-78.96%，QoQ+399.23%)，非经常性损益主要为公司报告期出售子公司 Harbor 产生 1.46 亿元的处置收益。

► **营收稳步成长，短期高投入拖累业绩表现。**2022 年 Q3 以来，行业需求低迷以及竞争加剧等因素影响 PCB 行业增长，但公司通过降本增效、全面聚焦数字化转型、坚持高端封装基板投资，营业收入自 4Q22 见底以来在 23 年保持了连续三个季度逐季增长。盈利能力方面，公司 3Q23 毛利率为 26.16%，同比下滑 2.39pct，环比保持稳定，同比有所承压主要由于行业需求不足导致产能利用率下降以及竞争加剧导致价格下降；除此之外，公司净利润下滑主要由于公司 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以及员工持股计划的费用摊销所致。费用端来看，3Q23，公司销售/管理/研发/财务费用合计达到 3.56 亿元 (YoY+24.49%)，费用率合计达到 25.02%，其中研发费用 1.54 亿元 (YoY+48.07%，QoQ+17.69%)，研发费用率达到 10.85% (YoY+3.69pct，QoQ+0.87pct)，创历史新高。

► **FCBGA 封装基板项目顺利推进，增资并引入战略投资者提升竞争力。**兴森科技作为目前内资少有几家在高端 FCBGA 载板领域有实际投资扩产且有实质进展的企业。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，目前项目进展顺利。**1) 珠海项目：**产能 0.6 万平/月，已于去年 12 月建成并成功试产，客户认证正有序进行，并已有部分样品订单，目前公司正积极与国内外客户建立联系，争取早日导入批量订单；**2) 广州项目：**产能 2 万平/月，分两期建设，一期厂房已于去年 9 月封顶，目前处于设备安装、调试阶段，预计 Q4 完成产线建设，进入试产阶段。同时，23 年 8 月 2 日公司董事会审议通过《关于对子公司增资暨引入战略投资者的议案》，同意对广州兴森半导体有限公司增资并引入 5 名战略投资者，公司以及国开制造业专业升级基金等 5 名战略投资合计增资 16.05 亿元，目前已完成资金缴付和工商变更登记，此次增资有望增强广州兴森的资本实力，有利于推进 FCBGA 封装基板项目建设进程。

► **投资建议：**考虑公司前期较大投入带来的费用负担及前三季度业绩表现，下调公司 2023-2025 年归母净利至 2.42/4.04/7.36 亿元，对应 2023-2025 年 PE 分别为 94/56/31 倍。公司 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，行业竞争加剧的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,354	5,688	6,349	7,259
增长率 (%)	6.2	6.2	11.6	14.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	526	242	404	736
增长率 (%)	-15.4	-54.0	67.1	82.0
每股收益 (元)	0.31	0.14	0.24	0.44
PE	43	94	56	31
PB	3.5	3.4	3.2	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.49 元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 李少青

执业证书：S0100522010001

邮箱：lishaoqing@mszq.com

相关研究

1.兴森科技 (002436.SZ) 2022 年三季度点评：IC 载板国产替代先锋，长期成长空间可期 -2022/10/28

2.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,354	5,688	6,349	7,259
营业成本	3,819	4,180	4,531	5,016
营业税金及附加	26	28	32	36
销售费用	182	193	216	247
管理费用	488	540	540	581
研发费用	383	597	571	581
EBIT	468	165	481	826
财务费用	104	110	167	213
资产减值损失	-4	-6	-4	-4
投资收益	133	171	63	73
营业利润	497	219	373	682
营业外收支	4	7	5	6
利润总额	501	226	378	688
所得税	14	6	11	19
净利润	487	220	367	669
归属于母公司净利润	526	242	404	736
EBITDA	763	534	1,014	1,474

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,203	2,319	2,762	3,842
应收账款及票据	1,939	1,847	1,890	1,965
预付款项	22	25	27	30
存货	732	741	741	752
其他流动资产	836	826	790	813
流动资产合计	4,731	5,757	6,210	7,402
长期股权投资	304	304	304	304
固定资产	2,670	4,751	6,551	7,330
无形资产	168	168	166	163
非流动资产合计	7,157	8,713	9,748	10,433
资产合计	11,888	14,470	15,958	17,835
短期借款	1,011	1,411	1,611	1,811
应付账款及票据	1,739	1,866	1,887	1,938
其他流动负债	731	901	865	911
流动负债合计	3,482	4,179	4,363	4,660
长期借款	971	2,736	3,736	4,736
其他长期负债	407	411	409	425
非流动负债合计	1,377	3,147	4,145	5,160
负债合计	4,859	7,325	8,508	9,821
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	491	469	432	365
股东权益合计	7,029	7,145	7,450	8,015
负债和股东权益合计	11,888	14,470	15,958	17,835

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.23	6.24	11.62	14.34
EBIT 增长率	-36.33	-64.69	190.89	71.82
净利润增长率	-15.42	-53.97	67.07	81.99
盈利能力 (%)				
毛利率	28.66	26.52	28.64	30.90
净利率	9.82	4.25	6.37	10.13
总资产收益率 ROA	4.42	1.67	2.53	4.12
净资产收益率 ROE	8.04	3.62	5.76	9.62
偿债能力				
流动比率	1.36	1.38	1.42	1.59
速动比率	1.00	1.08	1.15	1.33
现金比率	0.35	0.56	0.63	0.82
资产负债率 (%)	40.87	50.62	53.32	55.06
经营效率				
应收账款周转天数	107.80	100.00	90.00	80.00
存货周转天数	69.93	65.00	60.00	55.00
总资产周转率	0.53	0.43	0.42	0.43
每股指标 (元)				
每股收益	0.31	0.14	0.24	0.44
每股净资产	3.87	3.95	4.15	4.53
每股经营现金流	0.43	0.27	0.61	0.87
每股股利	0.08	0.04	0.06	0.11
估值分析				
PE	43	94	56	31
PB	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	32.35	46.24	24.33	16.74
股息收益率 (%)	0.59	0.27	0.46	0.83

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	487	220	367	669
折旧和摊销	295	369	534	649
营运资金变动	33	24	-33	-43
经营活动现金流	727	463	1,022	1,469
资本开支	-2,366	-1,926	-1,545	-1,308
投资	16	0	0	0
投资活动现金流	-2,331	-1,412	-1,429	-1,235
股权募资	1,981	0	0	0
债务募资	-68	2,301	1,127	1,200
筹资活动现金流	1,526	2,065	850	846
现金净流量	-42	1,116	443	1,080

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