

兴森科技 (002436.SZ) 产能爬坡致使业绩短期承压, 载板项目助推业绩增长

2024年01月31日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

罗通 (分析师)

刘书珣 (联系人)

luotong@kysec.cn

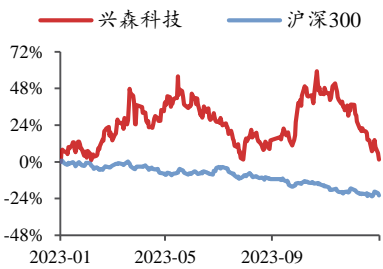
liushuxun@kysec.cn

证书编号: S0790522070002

证书编号: S0790122030106

日期	2024/1/30
当前股价(元)	10.88
一年最高最低(元)	17.85/10.75
总市值(亿元)	183.83
流通市值(亿元)	163.24
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	15.00
近3个月换手率(%)	162.28

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2023Q3 短期业绩承压, 封装基板注入强劲成长动力—公司信息更新报告》-2023.11.14

《2023H1 业绩短期承压, IC 载板业务成长动力充足—公司信息更新报告》-2023.8.22

《2023Q1 营业收入环比企稳, FCBGA 进度加快推进—公司信息更新报告》-2023.4.28

● 2023 年短期业绩承压, 静待载板项目产能释放, 维持“买入”评级

2024年1月27日, 公司发布2023年业绩预告, 2023年实现归母净利润2.1~2.4亿元, 同比-60.05%~-54.34%; 扣非净利润0.4~0.58亿元, 同比-89.89%~-85.34%。单季度来看, 2023Q4实现归母净利润0.2~0.50亿元, 同比+171.02%~+587.07%, 环比-88.66%~-71.26%; 扣非净利润0.07~0.25亿元, 同比+46.42%~+448.40%, 环比-75.80%~-9.37%。考虑短期需求疲软等因素, 我们下调2023年、维持2024和2025年业绩预期, 预计2023-2025年归母净利润为2.22/4.05/6.03亿元(前值为2.41/4.05/6.03亿元), 对应EPS为0.13/0.24/0.36元(前值为0.14/0.24/0.36元), 当前股价对应PE为82.8/45.4/30.5倍, 公司重点布局FCBGA和CSP封装基板领域, 未来产能释放有助业绩高速增长, 维持“买入”评级。

● 产能爬坡致使业绩下滑, 静待产能释放

公司业绩同比大幅下滑主要系持续推进封装基板业务的投资扩产, 加大人才引进力度和研发投入, 成本费用负担较重, 对业绩造成较大拖累。其中, 广州兴科CSP封装基板项目尚处于产能爬坡阶段, 产能利用率较低, 但2023年下半年起其产能利用率逐月回升, 2023年亏损0.67亿元; 广州兴森半导体FCBGA封装基板项目尚处于客户认证、打样和试产阶段, 研发、测试及认证费用投入高, 人工、材料、能源、折旧等费用合计投入约3.70亿元。

● FCBGA 项目进展顺利, CSP 载板逐步回暖, 业绩有望触底回升

FCBGA: 珠海FCBGA项目已经通过部分大客户的技术评级、体系认证和可靠性验证; 广州FCBGA项目设备安装调试已经基本完成, 进入内部制程测试阶段。CSP: CSP封装基板订单自2023年5月开始有所回暖, 广州基地产能2万平/月, 已经满产; 广州兴科珠海基地产能为1.5万平/月, 产能利用率超过50%。随着存储行业逐步复苏, CSP封装基板业务有望持续好转。北京兴斐: FCCSP、FCBGA基板已批量交付, 顺利开展高端光模块领域的类载板认证工作。

● 风险提示: 下游需求不及预期; 产能释放不及预期; 技术研发不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,040	5,354	5,439	6,988	7,969
YOY(%)	24.9	6.2	1.6	28.5	14.0
归母净利润(百万元)	621	526	222	405	603
YOY(%)	19.2	-15.4	-57.7	82.3	48.9
毛利率(%)	32.2	28.7	24.8	26.7	28.2
净利率(%)	12.3	9.8	4.1	5.8	7.6
ROE(%)	14.3	6.9	3.2	5.4	7.5
EPS(摊薄/元)	0.37	0.31	0.13	0.24	0.36
P/E(倍)	29.6	35.0	82.8	45.4	30.5
P/B(倍)	4.9	2.8	2.8	2.7	2.5

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4018	4731	4716	6583	6204
现金	1131	1203	1222	1570	1791
应收票据及应收账款	1814	1939	1873	3025	2561
其他应收款	17	15	17	24	23
预付账款	12	22	13	32	19
存货	671	732	770	1111	990
其他流动资产	374	821	821	821	821
非流动资产	4284	7165	6990	7593	7802
长期投资	285	304	333	364	398
固定资产	1982	2670	2849	3574	3940
无形资产	147	168	147	129	109
其他非流动资产	1870	4022	3660	3526	3355
资产总计	8302	11896	11706	14175	14006
流动负债	2959	3482	3499	5836	5460
短期借款	1342	1011	1655	2706	3130
应付票据及应付账款	1056	1739	1254	2495	1691
其他流动负债	560	731	591	635	639
非流动负债	1057	1385	1088	963	725
长期借款	992	1220	923	798	560
其他非流动负债	65	164	164	164	164
负债合计	4016	4866	4587	6799	6185
少数股东权益	523	491	494	490	477
股本	1488	1690	1690	1690	1690
资本公积	63	1930	1930	1930	1930
留存收益	2079	2455	2617	2917	3354
归属母公司股东权益	3762	6539	6626	6887	7344
负债和股东权益	8302	11896	11706	14175	14006

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	580	727	68	522	902
净利润	613	487	225	401	590
折旧摊销	233	277	303	371	453
财务费用	79	104	86	131	159
投资损失	-9	-133	-93	-116	-88
营运资金变动	-399	-20	-469	-293	-243
其他经营现金流	62	12	17	27	31
投资活动现金流	-1232	-2331	-32	-855	-571
资本支出	1075	2369	99	943	628
长期投资	-183	57	-29	-31	-33
其他投资现金流	26	-19	96	120	90
筹资活动现金流	800	1526	-661	-370	-534
短期借款	527	-331	644	1050	424
长期借款	312	228	-297	-125	-238
普通股增加	0	202	0	0	0
资本公积增加	55	1867	0	0	0
其他筹资现金流	-94	-440	-1007	-1295	-720
现金净增加额	129	-42	-625	-702	-204

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5040	5354	5439	6988	7969
营业成本	3419	3819	4089	5122	5720
营业税金及附加	22	26	23	31	35
营业费用	172	182	179	233	267
管理费用	400	488	424	545	558
研发费用	289	383	489	590	673
财务费用	79	104	86	131	159
资产减值损失	-15	-4	-14	-22	-19
其他收益	38	36	34	31	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	133	93	116	88
资产处置收益	3	0	3	4	2
营业利润	668	497	243	432	629
营业外收入	20	10	8	10	12
营业外支出	18	5	8	9	10
利润总额	669	501	243	433	631
所得税	57	14	18	31	41
净利润	613	487	225	401	590
少数股东损益	-9	-39	3	-4	-13
归属母公司净利润	621	526	222	405	603
EBITDA	1016	884	635	931	1241
EPS(元)	0.37	0.31	0.13	0.24	0.36

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	24.9	6.2	1.6	28.5	14.0
营业利润(%)	9.2	-25.6	-51.1	77.8	45.6
归属于母公司净利润(%)	19.2	-15.4	-57.7	82.3	48.9
获利能力					
毛利率(%)	32.2	28.7	24.8	26.7	28.2
净利率(%)	12.3	9.8	4.1	5.8	7.6
ROE(%)	14.3	6.9	3.2	5.4	7.5
ROIC(%)	11.3	6.4	3.2	4.9	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	48.4	40.9	39.2	48.0	44.2
净负债比率(%)	33.8	20.4	22.8	30.2	28.2
流动比率	1.4	1.4	1.3	1.1	1.1
速动比率	1.1	1.0	1.0	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.7	3.4	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	5.4	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.31	0.13	0.24	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.43	0.04	0.31	0.53
每股净资产(最新摊薄)	2.21	3.85	3.90	4.06	4.33
估值比率					
P/E	29.6	35.0	82.8	45.4	30.5
P/B	4.9	2.8	2.8	2.7	2.5
EV/EBITDA	19.9	22.7	31.9	22.4	16.8

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9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