

2024年02月01日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

传统 PCB 业务短期承压，封装基板项目潜力巨大

—兴森科技（002436.SZ）公司事件点评报告

增持(首次)

事件

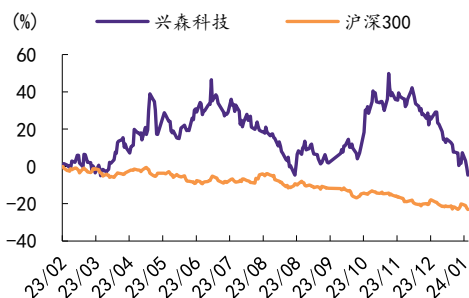
分析师：毛正 S1050521120001
maozheng@cfsc.com.cn

基本数据

2024-01-31

当前股价(元)	10.33
总市值(亿元)	175
总股本(百万股)	1690
流通股本(百万股)	1500
52周价格范围(元)	10.33-17.08
日均成交额(百万元)	538.52

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

兴森科技发布 2023 年度业绩预告：公司 2023 年整体盈利能力有所下滑，公司预计 2023 年度实现归属于上市公司股东的净利润 21,000 万元至 24,000 万元，同比下滑 53.34%至 60.05%；扣除非经常性损益后的净利润为 4,000 万元至 5,800 万元，同比下降 85.34%至 89.98%。

投资要点

■ 持续投资扩产、加大人才引进和研发投入为业绩下滑主要原因

公司持续推进封装基板业务的投资扩产，并加大人才引进力度和研发投入，成本费用负担较重，对净利润造成较大拖累。其中，（1）公司控股子公司广州兴科半导体有限公司的 CSP 封装基板项目尚处于产能爬坡阶段，产能利用率较低；自下半年起 CSP 封装基板项目产能利用率逐月回升，2023 年全年亏损约 0.67 亿元。（2）公司控股子公司广州兴森半导体有限公司的 FCBGA 封装基板业务持续推进投资扩产，报告期内尚处于客户认证、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，对当期利润形成较大拖累。

■ 传统 PCB 业务面临需求不振和竞争加剧双重压力，未来坚持加码数字化转型

公司样板、小批量板业务客户集中度低，公司客户多为下游多个行业领先企业或龙头企业，客户所涉行业较广，不依赖单一行业、单一客户，受下游大客户或单一行业周期、经济周期影响小。业务产品下游应用占比如下：通信约占 1/3，服务器、安防各占 15%-20%，工控、医疗各占 10% 左右，其他行业约占 15%。宜兴批量板主要为 8 层以上高、多层线路板，主要应用于 5G、光模块、服务器、安防等领域，已在通信和服务器领域的大客户端实现量产突破，但受制于下游需求不振及竞争加剧，毛利率水平有所下降。

传统 PCB 领域的数字化转型稳步推进，通过数字化转型实现提质降本增效，在质量、技术、交期等环节提升竞争力，实现平稳增长。

■ 封装基板项目进展顺利，未来坚持高端封装基板

战略

公司 CSP 封装基板现有产能为 3.5 万平方米/月，其中广州基地产能为 2 万平方米/月，已满产；广州兴科珠海基地产能为 1.5 万平方米/月，产能利用率超过 50%。存储芯片行业是公司 CSP 封装基板领域最大的下游市场，收入占比约 2/3，指纹识别芯片、射频芯片、应用处理器芯片、传感器芯片等其他相关领域占比约 1/3。2022 年第四季度开始，CSP 封装基板订单不足，至 2023 年 5 月份开始订单有所回暖，未来 CSP 封装基板项目的经营效益主要取决于整体需求复苏情况。

公司珠海 FCBGA 封装基板项目部分大客户的技术评级、体系认证、可靠性验证均已通过，预计 2024 年第一季度进入小批量生产阶段，目前已有少量样品订单收入，金额较小。广州 FCBGA 封装基板项目设备安装调试已基本完成，已进入内部制程测试阶段。

CSP 封装基板将在现有产能满产后启动扩产计划；FCBGA 封装基板项目持续加注，客户认证、良率提升及产线建设稳步推进。

盈利预测

预测公司 2023-2025 年收入分别为 57.69、74.25、90.31 亿元，EPS 分别为 0.14、0.28、0.36 元，当前股价对应 PE 分别为 76.4、36.5、28.5 倍，公司布局封装基板，坚持高端路线，产能不断爬坡，随着下游订单回暖，有望实现第二增长，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

风险提示

行业竞争加剧的风险；新产品新技术研发的风险；公司规模扩张引起的管理风险；产品落地放量不及预期的风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入（百万元）	5,354	5,769	7,425	9,031
增长率（%）	6.2%	7.7%	28.7%	21.6%
归母净利润（百万元）	526	229	478	612
增长率（%）	-15.4%	-56.5%	109.1%	28.0%
摊薄每股收益（元）	0.31	0.14	0.28	0.36
ROE（%）	7.5%	3.2%	6.4%	7.8%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,203	1,391	1,621	1,731
应收款	1,953	2,105	2,685	3,216
存货	732	837	1,111	1,234
其他流动资产	843	836	944	1,049
流动资产合计	4,731	5,170	6,362	7,231
非流动资产:				
金融类资产	462	462	462	462
固定资产	2,670	3,637	3,853	3,779
在建工程	1,908	763	305	122
无形资产	168	159	151	143
长期股权投资	304	304	304	304
其他非流动资产	2,106	2,106	2,106	2,106
非流动资产合计	7,157	6,970	6,720	6,455
资产总计	11,888	12,141	13,081	13,685
流动负债:				
短期借款	1,011	1,011	1,011	1,011
应付账款、票据	1,739	1,854	2,503	2,737
其他流动负债	698	698	698	698
流动负债合计	3,482	3,599	4,259	4,503
非流动负债:				
长期借款	1,220	1,220	1,220	1,220
其他非流动负债	157	157	157	157
非流动负债合计	1,377	1,377	1,377	1,377
负债合计	4,859	4,977	5,636	5,880
所有者权益				
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
股东权益	7,029	7,164	7,445	7,806
负债和所有者权益	11,888	12,141	13,081	13,685

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	487	233	488	624
少数股东权益	-39	5	10	12
折旧摊销	251	186	250	264
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	28	-133	-302	-515
经营活动现金净流量	727	292	446	386
投资活动现金净流量	-2331	178	242	257
筹资活动现金净流量	1792	-99	-206	-264
现金流量净额	188	371	482	378

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,354	5,769	7,425	9,031
营业成本	3,819	4,344	5,370	6,494
营业税金及附加	26	23	37	36
销售费用	182	202	260	316
管理费用	488	519	668	813
财务费用	104	56	50	47
研发费用	383	386	497	614
费用合计	1,156	1,164	1,476	1,790
资产减值损失	-4	-5	3	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	133	20	10	5
营业利润	497	270	573	733
加:营业外收入	10	10	1	1
减:营业外支出	5	5	0	0
利润总额	501	274	574	734
所得税费用	14	41	86	110
净利润	487	233	488	624
少数股东损益	-39	5	10	12
归母净利润	526	229	478	612

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	6.2%	7.7%	28.7%	21.6%
归母净利润增长率	-15.4%	-56.5%	109.1%	28.0%
盈利能力				
毛利率	28.7%	24.7%	27.7%	28.1%
四项费用/营收	21.6%	20.2%	19.9%	19.8%
净利率	9.1%	4.0%	6.6%	6.9%
ROE	7.5%	3.2%	6.4%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	40.9%	41.0%	43.1%	43.0%
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.7	2.7	2.8	2.8
存货周转率	5.2	5.2	4.9	5.3
每股数据(元/股)				
EPS	0.31	0.14	0.28	0.36
P/E	33.2	76.4	36.5	28.5
P/S	3.3	3.0	2.4	1.9
P/B	2.7	2.6	2.5	2.4

■ 电子通信组介绍

毛正：复旦大学材料学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，曾参与全球领先半导体厂商先进制程项目，五年商品证券投研经验，2018-2020 年就职于国元证券研究所担任电子行业分析师，内核组科技行业专家；2020-2021 年就职于新时代证券研究所担任电子行业首席分析师，iFind 2020 行业最具人气分析师，东方财富 2021 最佳分析师第二名；东方财富 2022 最佳新锐分析师；2021 年加入华鑫证券研究所担任电子行业首席分析师。

高永豪：复旦大学物理学博士，曾先后就职于华为技术有限公司，东方财富证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所

吕卓阳：澳大利亚国立大学硕士，曾就职于方正证券，4 年投研经验。2023 年加入华鑫证券研究所，专注于半导体材料、半导体显示、碳化硅、汽车电子等领域研究。

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所通信组，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于消费电子、卫星互联网、光通信等领域研究。

张璐：香港大学硕士，经济学专业毕业，于 2023 年 12 月加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。