


2024 年 04 月 25 日
兴森科技 (002436.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

坚守高端产品战略，FCBGA 良率快速提升

PCB

投资评级

买入-A
维持评级

6 个月目标价

13.54 元

股价 (2024-04-24)

11.38 元

交易数据

总市值(百万元) 19,227.61

流通市值(百万元) 17,074.71

总股本(百万股) 1,689.60

流通股本(百万股) 1,500.41

12 个月价格区间 8.72/17.08 元

事件：

4 月 24 日公司发布 2023 年报以及 2024 年一季报，2023 年营业收入 53.6 亿，同比增长 0.11%，归母净利润 2.11 亿，同比增长-59.82%。2024 年一季度营业收入 13.88 亿元，同比增长 10.92%，归母净利润 0.25 亿元，同比增长 230.82%。

行业短期承压，公司不断突破高端产品：

2023 年 PCB 行业短期承压，下游需求不振、行业供过于求，行业内产能利用率下降、价格竞争激烈。公司围绕既定战略方向，坚持布局高端产品，高阶 PCB 领域，公司通过收购北京兴斐实现对 Anylayer HDI 和类载板 (SLP) 业务的布局，成为国内外主流手机品牌高端旗舰机型的主力供应商之一，全力拓展高端光模块、毫米波通信市场。半导体业务方面，公司聚焦于 IC 封装基板和半导体测试板，CSP 载板业务夯实存储芯片等拳头产品，在射频类产品实现大客户突破和顺利量产，FCBGA 项目已完成珠海和广州基地一期产能建设，完成国内标杆客户工厂审核和产品认证，在高端领域不断突破。

FCBGA 产品力不断提升，良率快速提高：

公司坚守先进电子电路产业，不断加深半导体高端产品布局。年报披露，公司于 2022 年正式进军 FCBGA 封装基板领域，珠海 FCBGA 封装基板项目已于 2022 年 12 月底建成并成功试产，预期 2024 年二季度开始量产。广州 FCBGA 封装基板项目于 2023 年第四季度完成产线建设、并进入试产阶段，目前工厂审核及产品认证工作正按计划推进，预期 2024 年三季度开始量产。良率方面，年报披露，公司 FCBGA 封装基板良率迅速提升，低层板良率提升至 90%、高层板良率提升至 85%以上，与海外龙头企业的良率差距进一步缩小，预期 2024 年底之前产品良率将达到海外龙头企业的同等水平。产品能力层面，按照现有设备和团队能力，公司已具备 20 层及以下产品的量产能力，20 层以上产品处于测试阶段。随行业需求不断恢复，公司产品力不断提高，公司有望打开新增长曲线。

投资建议：

我们预计公司 2024 年~2026 年收入分别为 66.25 亿元、82.15 亿元、106.79 亿元，归母净利润分别为 3.53 亿元、6.09 亿元、12.94 亿元，给予 2024 年 65 倍 PE，6 个月目标价为 13.54 元，维持“买入-A”投资评级。

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-15.5	-9.4	-14.8
绝对收益	-16.2	-1.9	-26.3

马良 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

朱思 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523090002

zhusi1@essence.com.cn

相关报告

三季度环比改善，FCBGA 项 2023-10-30

目如期推进

IC 封装基板业务持续景气， 2022-08-25

公司经营稳健增长

目 风险提示：下游需求不及预期；行业竞争加剧；新产品研发不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,353.9	5,359.9	6,624.9	8,214.8	10,679.3
净利润	525.6	211.2	353.2	609.0	1,293.9
每股收益(元)	0.31	0.13	0.21	0.36	0.77
每股净资产(元)	3.87	3.16	3.03	3.34	4.03

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	36.6	91.0	54.4	31.6	14.9
市净率(倍)	2.9	3.6	3.8	3.4	2.8
净利润率	9.8%	3.9%	5.3%	7.4%	12.1%
净资产收益率	8.0%	4.0%	6.9%	10.8%	19.0%
股息收益率	0.7%	0.0%	0.3%	0.4%	0.7%
ROIC	12.9%	8.0%	5.3%	6.2%	13.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

目 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%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）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%（含）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%（含）；

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 个月的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 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，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。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（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。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投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。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034