

事件：兴森科技 4 月 24 日晚发布 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年，公司实现收入 53.6 亿元 (YoY+0.11%)，实现归母净利润 2.11 亿元 (YoY-59.82%)，实现扣非归母净利润 0.48 亿元 (YoY-87.92%)。对应 4Q23 单季度，公司实现收入 13.71 亿元 (YoY+14.06%，QoQ-3.59%)，归母净利润 0.21 亿元 (YoY+187.83%，QoQ-87.96%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (YoY+419.8%，QoQ-47.15%)。

2024 年一季度，公司实现收入 13.88 亿元 (YoY+10.92%，QoQ+1.24%)，归母净利润 0.25 亿元 (YoY+230.82%，QoQ+19.6%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (YoY+2500.78%，QoQ+67.09%)。

2023 年营收平稳过渡，高端封装基板高投入拖累短期业绩表现。2023 年公司在较大的行业压力下实现了收入同比基本持平，毛利率和净利润均有较大幅度下滑，2023 年整体毛利率下降 5.34pct 至 23.32%，归母净利润同比下降 59.82%，主要由于 FCBGA 封装基板项目的费用投入和珠海兴科 CSP 封装基本产品爬坡阶段的亏损，其中 FCBGA 封装基板业务全年费用投入 3.96 亿元，珠海兴科项目全年亏损 0.66 亿元。同时传统 PCB 业务面临下游需求不振和竞争加剧压力，增长不达预期，2023 年公司 PCB 业务实现收入 40.91 亿元 (YoY+1.5%)，毛利率 28.72% (YoY-1.57pct)。但在高阶 PCB 领域，公司收购北京兴斐实现 Anylayer HDI 和类载板 (SLP) 业务布局，成为国内外主流手机品牌高阶旗舰机型主力供应商之一，2023 年 7 月并表后贡献收入 3.89 亿元，净利润 0.61 亿元。

聚焦 IC 封装基本业务，打造公司成长第二极。2023 年公司 IC 封装基板业务 (含 CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板) 实现收入 8.21 亿元 (YoY+19.09%)，主要系 CSP 封装基板业务贡献，FCBGA 封装基板业务尚未进入量产；毛利率 11.83% (YoY-26.58pct)，主要系 FCBGA 封装基板项目处于客户认证和试产阶段，人工、折旧、能源和材料费用投入较大。具体来看，公司 **CSP 封装基板** 业务在坚守存储芯片赛道的基础上，射频类产品顺利进入量产，打开了进军中高端市场的通道。公司 **FCBGA 封装基板** 珠海项目已于 2022 年 12 月底建成并成功试产，预计 2024 年 Q2 开始量产；广州项目已于 2023 年 Q4 完成产线建设、进入试产阶段，目前工厂审核及产品认证工作按计划推进，预计 2024 年 Q3 开始量产。目前公司 FCBGA 封装基板良率迅速提升，低层板和高层板良率分别提升至 90%和 85%以上，预计 24 年底之前产品良率达到海外龙头企业同等水平。

投资建议：预计公司 2024-2026 年归母净利至 3.95/6.08/11.29 亿元，对应 2024-2026 年 PE 分别为 49/32/17 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,360	6,611	8,115	10,359
增长率 (%)	0.1	23.3	22.8	27.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	211	395	608	1,129
增长率 (%)	-59.8	86.8	54.0	85.8
每股收益 (元)	0.13	0.23	0.36	0.67
PE	92	49	32	17
PB	3.6	3.5	3.2	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 04 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
11.45 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

- 兴森科技 (002436.SZ) 2023 年三季报点评：营收稳健增长，FCBGA 封装基板项目顺利推进-2023/10/27
- 兴森科技 (002436.SZ) 2022 年三季报点评：IC 载板国产替代先锋，长期成长空间可期-2022/10/28
- 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)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,360	6,611	8,115	10,359
营业成本	4,110	4,865	5,826	7,099
营业税金及附加	32	33	41	52
销售费用	203	225	276	352
管理费用	481	562	682	860
研发费用	492	595	690	829
EBIT	-8	336	612	1,185
财务费用	95	133	190	233
资产减值损失	-13	-4	-5	-5
投资收益	147	132	122	104
营业利润	36	331	539	1,050
营业外收支	-3	7	5	6
利润总额	33	338	544	1,056
所得税	-91	9	15	30
净利润	124	329	528	1,026
归属于母公司净利润	211	395	608	1,129
EBITDA	396	817	1,259	1,958

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,152	822	1,412	2,695
应收账款及票据	2,097	2,146	2,416	2,804
预付款项	27	29	35	43
存货	633	862	953	1,064
其他流动资产	930	930	916	973
流动资产合计	5,839	4,790	5,732	7,580
长期股权投资	348	348	348	348
固定资产	4,855	6,826	8,495	9,272
无形资产	241	241	237	234
非流动资产合计	9,096	10,816	11,849	12,524
资产合计	14,935	15,606	17,581	20,104
短期借款	440	840	1,040	1,240
应付账款及票据	1,906	2,173	2,426	2,742
其他流动负债	1,676	1,074	1,170	1,295
流动负债合计	4,021	4,087	4,636	5,277
长期借款	2,932	3,334	4,334	5,334
其他长期负债	1,675	1,712	1,711	1,722
非流动负债合计	4,607	5,046	6,045	7,056
负债合计	8,628	9,133	10,681	12,334
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	973	907	828	725
股东权益合计	6,307	6,473	6,900	7,770
负债和股东权益合计	14,935	15,606	17,581	20,104

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.11	23.33	22.77	27.65
EBIT 增长率	-101.69	4343.84	81.83	93.76
净利润增长率	-59.82	86.80	54.01	85.81
盈利能力 (%)				
毛利率	23.32	26.40	28.21	31.47
净利润率	3.94	5.97	7.49	10.90
总资产收益率 ROA	1.41	2.53	3.46	5.62
净资产收益率 ROE	3.96	7.09	10.01	16.03
偿债能力				
流动比率	1.45	1.17	1.24	1.44
速动比率	1.16	0.82	0.92	1.13
现金比率	0.54	0.20	0.30	0.51
资产负债率 (%)	57.77	58.52	60.75	61.35
经营效率				
应收账款周转天数	125.51	100.00	90.00	80.00
存货周转天数	56.20	65.00	60.00	55.00
总资产周转率	0.40	0.43	0.49	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	0.23	0.36	0.67
每股净资产	3.16	3.29	3.59	4.17
每股经营现金流	0.07	0.14	0.71	1.07
每股股利	0.05	0.06	0.09	0.17
估值分析				
PE	92	49	32	17
PB	3.6	3.5	3.2	2.7
EV/EBITDA	55.99	27.16	17.62	11.33
股息收益率 (%)	0.44	0.52	0.81	1.50

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124	329	528	1,026
折旧和摊销	404	480	647	773
营运资金变动	-279	-568	-90	-164
经营活动现金流	125	240	1,193	1,816
资本开支	-1,878	-2,085	-1,662	-1,426
投资	-102	0	0	0
投资活动现金流	-1,790	-1,992	-1,487	-1,323
股权募资	1,050	0	0	0
债务募资	1,851	723	1,200	1,200
筹资活动现金流	2,572	423	884	790
现金净流量	931	-1,329	590	1,283

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。	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