

兴森科技 (002436.SZ) / 电子

证券研究报告/公司点评

2024 年 4 月 25 日

评级：买入（维持）

市场价格：11.38 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：刘博文

执业证书编号：S0740524030001

Email: liubw@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	5,354	5,360	6,747	7,881	9,135
增长率 yoy%	6%	0%	26%	17%	16%
净利润 (百万元)	526	211	308	510	766
增长率 yoy%	-15%	-60%	46%	65%	50%
每股收益 (元)	0.31	0.13	0.18	0.30	0.45
每股现金流量	0.43	0.07	0.37	0.12	1.11
净资产收益率	7%	3%	5%	9%	12%
P/E	36.6	91.0	62.3	37.7	25.1
P/B	2.9	3.6	4.0	3.8	3.5

备注：股价更新于 2024 年 4 月 24 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

■ 事件概述

23 年营收 53.6 亿元，yoy+0.11%，归母净利润 2.11 亿元，yoy-59.82%，扣非归母净利润 0.48 亿元，yoy-87.92%；毛利率 23.32%，yoy-5.34pct，净利率 2.31%，yoy-6.79pct。

23Q4 实现营收 13.71 亿元，yoy+14.06%，qoq-3.65%，归母净利润 0.21 亿元，yoy+187.83%，qoq-87.79%，扣非归母净利润 0.14 亿元，yoy+419.8%，qoq-48.15%，毛利率 16.89%，yoy-8.66pct，qoq-9.27pct；

24Q1 营收 13.88 亿元，yoy+10.92%，qoq+1.24%，归母净利润 0.25 亿元，yoy+230.82%，qoq+19.05%，扣非归母 0.24 亿元，yoy+2500.78%，qoq+71.43%；毛利率 17.07%，yoy-7.08%，qoq+0.18%。

■ 受费用端拖累，全年业绩承压

从营收端来看，公司因行业整体下滑和竞争加剧导致需求不足整体持平；公司净利润大幅下滑主要受费用端拖累，其中 FCBGA 载板 23 年全年费用投入约 3.96 亿元，珠海兴科全年亏损约 0.66 亿元。

■ 收购兴斐完善高端 PCB 布局，布局高端 FCBGA 封装基板打破海外垄断

1) PCB 业务：公司 23 年 PCB 业务实现收入 40.9 亿元，同比增长 1.5%，毛利率 28.72%，同比下降 1.57pct；公司于 2023 年 7 月完成北京兴斐收购，实现高阶 HDI 板和 SL P（类载板）产品能力的突破，业务范围拓展至高端手机、光模块等领域，进一步完善高端布局，进一步提升公司 PCB 技术能力；

2) 封装基板业务：公司封装基板业务实现收入 8.21 亿元，同比增长 19.09%，毛利率-11.83%，同比下降 26.58pct，毛利率下滑主要由于 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；目前公司 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；FCBGA 封装基板领域，目前基本处于被海外厂商垄断的市场局面，中国大陆具有 FCBGA 封装基板生产能力厂商屈指可数，公司积极布局 FCBGA 封装基板业务，目前珠海工厂和广州工厂一期产能均已建成，并已通过部分国内标杆客户的工厂审核，产品认证和海外客户拓展按计划推进，预期将于 2024 年第二季度逐步进入量产阶段。经过持续的技术攻关和研发投入，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，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。新技术开发层面，玻璃基板、磁性基板、多层基板内埋工艺等均有序推进，在核心材料、生产工艺层面均有突破。公司积极布局 FCBGA 载板业务，后续有望率先打破海外垄断局面。

■ 投资建议

考虑到宏观环境波动及前期 FCBGA 封装基板建设费用较高，我们下调公司 2023/2024/2025 年归母净利润至 3.08/5.1/7.66 亿元（此前为 2024/2025 年归母净利润为 4.46/7.3 亿元），按照 2024/4/24 收盘价，PE 为 62/38/25 倍，维持“买入”评级。

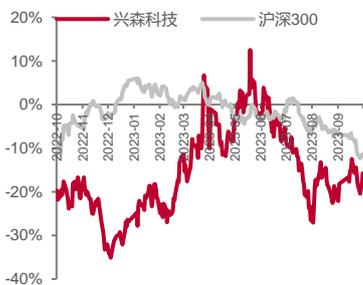
■ 风险提示

新建产能不及预期，下游需求不及预期、市场开拓不及预期、外围环境波动风险。

基本状况

总股本(百万股)	1,690
流通股本(百万股)	1,500
市价(元)	11.38
市值(百万元)	19,228
流通市值(百万元)	17,075

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《兴森科技深度报告：PCB 样板龙头，IC 载板迎来大突破》

《兴森科技点评：拟投资 FCBGA 载板，IC 载板业务再腾飞》

《兴森科技：一季度营收环比改善，IC 载板业务长期空间可期》

《兴森科技：经营性利润环比改善，坚定看好 ABF 载板核心标的》

《兴森科技：Q3 业绩环比改善，坚定看好 ABF 载板核心标的》

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,152	2,024	2,364	2,741	营业收入	5,360	6,747	7,881	9,135
应收票据	254	0	0	0	营业成本	4,110	4,684	5,377	6,192
应收账款	1,843	2,164	2,476	2,852	税金及附加	32	34	39	47
预付账款	27	70	81	93	销售费用	203	250	284	329
存货	633	796	1,757	1,292	管理费用	481	661	749	777
合同资产	0	0	0	0	研发费用	492	621	630	639
其他流动资产	930	586	677	792	财务费用	95	189	192	223
流动资产合计	5,839	5,639	7,355	7,770	信用减值损失	-59	-30	-44	-30
其他长期投资	146	146	146	146	资产减值损失	-13	-10	-12	-20
长期股权投资	348	348	348	348	公允价值变动收益	-8	-3	-4	-5
固定资产	4,855	4,839	4,884	4,985	投资收益	147	60	20	15
在建工程	1,644	1,744	1,744	1,644	其他收益	21	10	10	10
无形资产	241	285	330	381	营业利润	36	344	588	906
其他非流动资产	1,862	1,874	1,884	1,884	营业外收入	9	5	8	2
非流动资产合计	9,096	9,236	9,337	9,389	营业外支出	12	3	5	5
资产合计	14,935	14,876	16,691	17,159	利润总额	33	346	591	903
短期借款	440	760	2,093	1,667	所得税	-91	35	65	113
应付票据	283	377	447	503	净利润	124	311	526	790
应付账款	1,623	1,405	1,629	1,895	少数股东损益	-87	3	16	24
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	211	308	510	766
合同负债	36	121	142	164	NOPLAT	479	482	697	986
其他应付款	533	533	533	533	EPS (按最新股本摊薄)	0.13	0.18	0.30	0.45
一年内到期的非流动负债	705	705	705	705					
其他流动负债	402	504	555	572	主要财务比率				
流动负债合计	4,021	4,406	6,103	6,038	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	2,932	2,982	2,912	2,992	成长能力				
应付债券	257	257	257	257	营业收入增长率	0.1%	25.9%	16.8%	15.9%
其他非流动负债	1,417	1,417	1,417	1,417	EBIT增长率	-78.8%	316.7%	46.3%	43.9%
非流动负债合计	4,607	4,657	4,587	4,667	归母公司净利润增长率	-59.8%	46.1%	65.4%	50.2%
负债合计	8,628	9,063	10,690	10,705	获利能力				
归属母公司所有者权益	5,334	4,838	5,010	5,438	毛利率	23.3%	30.6%	31.8%	32.2%
少数股东权益	973	976	991	1,015	净利率	2.3%	4.6%	6.7%	8.6%
所有者权益合计	6,307	5,813	6,001	6,454	ROE	3.3%	5.3%	8.5%	11.9%
负债和股东权益	14,935	14,876	16,691	17,159	ROIC	1.4%	5.7%	7.3%	10.5%
					偿债能力				
					资产负债率	57.8%	60.9%	64.0%	62.4%
					债务权益比	91.2%	105.3%	123.0%	109.1%
					流动比率	1.5	1.3	1.2	1.3
					速动比率	1.3	1.1	0.9	1.1
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	115	107	106	105
					应付账款周转天数	132	116	102	102
					存货周转天数	60	55	85	89
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.13	0.18	0.30	0.45
					每股经营现金流	0.07	0.37	0.12	1.11
					每股净资产	3.16	2.86	2.97	3.22
					估值比率				
					P/E	91	62	38	25
					P/B	4	4	4	4
					EV/EBITDA	124	64	51	40

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。