

兴森科技 (002436.SZ) FCBGA 项目量产在即, 公司有望迈入新一轮成长

2024 年 04 月 29 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

罗通 (分析师)

董邦宜 (联系人)

luotong@kysec.cn

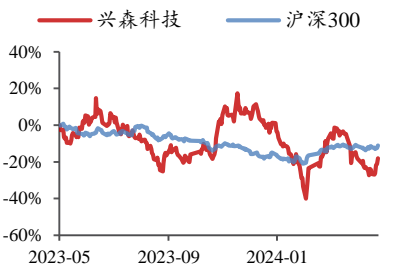
dongbangyi@kysec.cn

证书编号: S0790522070002

证书编号: S0790123100019

日期	2024/4/26
当前股价(元)	11.92
一年最高最低(元)	17.85/8.38
总市值(亿元)	201.40
流通市值(亿元)	178.85
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	15.00
近 3 个月换手率(%)	158.08

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《产能爬坡致使业绩短期承压, 载板项目助推业绩增长——公司信息更新报告》-2024.1.31

《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

● 2023 年短期业绩承压, 静待载板项目产能释放, 维持“买入”评级

公司 2023 年全年实现营收 53.60 亿元, 同比+0.11%; 归母净利润 2.11 亿元, 同比-59.82%; 扣非净利润 0.48 亿元, 同比-87.92%; 毛利率 23.32%, 同比-5.34pcts。2023Q4 单季度实现营收 13.71 亿元, 同比+14.06%, 环比-3.59%; 归母净利润 0.21 亿元, 同比+187.83%, 环比-87.96%; 扣非净利润 0.14 亿元, 同比+419.80%, 环比-47.15%; 毛利率 16.89%, 同比-8.66pcts, 环比-9.27pcts。2024Q1 单季度实现营收 13.88 亿元, 同比+10.92%, 环比+1.24%; 归母净利润 0.25 亿元, 同比+230.82%, 环比+19.60%; 扣非净利润 0.24 亿元, 同比+2500.78%, 环比+67.09%; 毛利率 17.07%, 同比-7.08pcts, 环比+0.18pcts。考虑短期需求疲软等因素, 我们下调 2024、2025 年, 新增 2026 年业绩预期, 预计 2024-2026 年归母净利润为 3.58/5.43/8.77 亿元 (前值为 4.05/6.03 亿元), 对应 EPS 为 0.21/0.32/0.52 元 (前值为 0.24/0.36 元), 当前股价对应 PE 为 56.3/37.1/23.0 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。

● PCB 业务有望平稳增长, FCBGA 载板项目推进顺利, 开启新一轮成长周期

传统 PCB 业务: PCB 下游库存压力显著缓解, 2024 年 PCB 行业有望复苏; 提升在主要手机客户的市场份额; 加快“智造”升级步伐, 实现平稳增长。**类载板业务:** 高端光模块用类载板产品认证顺利开展, 2024 年有望开始放量。**CSP 载板:** 下游国内客户正在积极扩产, 打开未来增量市场, 公司将适时启动扩产计划。**FCBGA 载板:** 珠海 FCBGA 封装基板项目部分大客户对工厂的技术评级、体系认证以及对产品的可靠性验证均已通过, 目前低层板良率提升至 90%、高层板良率提升至 85%以上, 珠海厂已有少量样品订单收入, 预期 2024Q2 开始小批量量产。广州 FCBGA 封装基板项目于 2024 年 3 月中旬通过工厂技术评级, 预期 2024 年 8 月底前后完成产品认证开始量产, 比原计划提前一个月左右。

● **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; 行业竞争加剧。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,354	5,360	6,243	7,617	9,188
YOY(%)	6.2	0.1	16.5	22.0	20.6
归母净利润(百万元)	526	211	358	543	877
YOY(%)	-15.4	-59.8	69.5	51.7	61.5
毛利率(%)	28.7	23.3	23.9	24.3	24.0
净利率(%)	9.8	3.9	5.7	7.1	9.5
ROE(%)	6.9	2.0	4.6	6.3	9.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.13	0.21	0.32	0.52
P/E(倍)	38.3	95.4	56.3	37.1	23.0
P/B(倍)	3.1	3.8	3.6	3.3	2.9

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4731	5839	7002	8142	9799
现金	1203	2152	2506	3058	3688
应收票据及应收账款	1939	2097	2603	3132	3786
其他应收款	15	36	23	49	38
预付账款	22	27	30	40	45
存货	732	633	945	969	1349
其他流动资产	821	895	895	895	895
非流动资产	7165	9096	9422	10059	10816
长期投资	304	348	403	460	515
固定资产	2670	4855	5284	5921	6617
无形资产	168	241	225	208	195
其他非流动资产	4022	3652	3509	3470	3488
资产总计	11896	14935	16423	18201	20616
流动负债	3482	4021	5783	7752	10118
短期借款	1011	440	2263	3151	5276
应付票据及应付账款	1739	1906	2308	2804	3387
其他流动负债	731	1676	1212	1798	1455
非流动负债	1385	4607	4032	3514	2993
长期借款	1220	3189	2615	2097	1576
其他非流动负债	165	1417	1417	1417	1417
负债合计	4867	8628	9815	11266	13112
少数股东权益	491	973	917	809	605
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	1930	612	612	612	612
留存收益	2455	2531	2778	3140	3711
归属母公司股东权益	6539	5334	5692	6125	6899
负债和股东权益	11896	14935	16423	18201	20616

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	5354	5360	6243	7617	9188
营业成本	3819	4110	4751	5764	6981
营业税金及附加	26	32	27	34	40
营业费用	182	203	237	274	322
管理费用	488	481	487	594	643
研发费用	383	492	562	646	781
财务费用	104	95	96	137	168
资产减值损失	-4	-13	-20	-18	-20
其他收益	36	21	28	31	29
公允价值变动收益	0	-8	-2	-2	-3
投资净收益	133	147	129	104	128
资产处置收益	0	0	3	2	1
营业利润	497	36	185	240	330
营业外收入	10	9	10	12	10
营业外支出	5	12	10	11	9
利润总额	501	33	185	241	331
所得税	14	-91	-116	-195	-342
净利润	487	124	302	436	673
少数股东损益	-39	-87	-57	-107	-204
归属母公司净利润	526	211	358	543	877
EBITDA	884	596	772	961	1209
EPS(元)	0.31	0.13	0.21	0.32	0.52

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	6.2	0.1	16.5	22.0	20.6
营业利润(%)	-25.6	-92.7	410.9	29.6	37.6
归属于母公司净利润(%)	-15.4	-59.8	69.5	51.7	61.5
获利能力					
毛利率(%)	28.7	23.3	23.9	24.3	24.0
净利率(%)	9.8	3.9	5.7	7.1	9.5
ROE(%)	6.9	2.0	4.6	6.3	9.0
ROIC(%)	6.4	7.0	3.8	5.4	7.1
偿债能力					
资产负债率(%)	40.9	57.8	59.8	61.9	63.6
净负债比率(%)	20.4	55.1	65.4	60.2	69.1
流动比率	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.0	1.2	1.0	0.9	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	3.6	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.31	0.13	0.21	0.32	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.07	-0.04	0.88	0.32
每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.14	3.35	3.60	4.06
估值比率					
P/E	38.3	95.4	56.3	37.1	23.0
P/B	3.1	3.8	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	24.7	40.9	32.6	25.9	21.3

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	727	125	-75	1488	548
净利润	487	124	302	436	673
折旧摊销	277	390	477	560	662
财务费用	104	95	96	137	168
投资损失	-133	-147	-129	-104	-128
营运资金变动	-20	-268	-855	414	-887
其他经营现金流	12	-69	36	46	61
投资活动现金流	-2331	-1790	-672	-1093	-1293
资本支出	2369	1881	748	1141	1364
长期投资	57	-11	-55	-56	-56
其他投资现金流	-19	101	130	104	127
筹资活动现金流	1526	2572	-722	-730	-750
短期借款	-331	-572	1823	888	2126
长期借款	228	1969	-575	-518	-521
普通股增加	202	0	0	0	0
资本公积增加	1867	-1318	0	0	0
其他筹资现金流	-440	2493	-1970	-1100	-2355
现金净增加额	-42	931	-1469	-336	-1495

数据来源：聚源、开源证券研究所

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