

2024年06月26日

兴森科技 (002436.SZ)

公司快报

关键技术持续精进，FCBGA项目稳步推进放量在即

电子 | PCBIII

 投资评级 **增持-A(维持)**

 股价(2024-06-26) **10.13元**

投资要点

2024年6月24日，公司荣获2023年度国家科技进步二等奖。

◆ 关键技术持续精进，突破电子高密度互连基板制造等多项关键技术

2024年6月24日，兴森科技参与的项目“面向高性能芯片的高密度互连封装制造关键技术及装备”荣获2023年度国家科技进步奖二等奖。在后摩尔时代背景下，以芯片高密度集成互连为核心的先进封装技术在产业链中的重要性日渐突出。兴森科技与广东工业大学及相关产业方长期深入产学研合作，突破了电子高密度互连基板制造等多项关键技术，形成行业领先优势。项目成果已获得国内国际一流龙头企业的严格认证与批量采购。

◆ 封装基板：CSP进军中高端市场，FCBGA项目稳步推进放量在即

2023年封装基板业务实现收入8.21亿元，同比增长19.09%，增长主要来自于CSP封装基板业务；毛利率为-11.83%，同比下降26.58个百分点，主要系FCBGA封装基板项目投入较大。

CSP：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。根据公司2024年5月投资者调研纪要，目前公司CSP封装基板月产能达3.5万平方米，其中广州厂和珠海厂月产能分别为2.0和1.5万平方米。广州工厂实现满产，珠海工厂产能利用率约60%。下游应用方面，存储类占比约70%，应用处理器芯片、传感器芯片、射频芯片等其他相关占比约30%。公司预计未来将维持该产品结构。

FCBGA：产能方面，珠海工厂和广州工厂一期的产能均为约200万颗/月。珠海厂已通过部分大客户的技术评级、体系认证以及对产品的可靠性验证。公司于2024年6月表示珠海厂已有小批量量产订单交付完成，目前交付订单正在封装测试，部分已完成封测的产品均未发现异常。广州厂处于工厂审核阶段，预计于24Q3完成产品认证之后进入量产阶段。良率方面，低层板良率提升至90%，高层板良率提升至85%以上；公司预计2024年底前产品良率达到海外龙头企业的同等水平。产品能力方面，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，具备从50μm至8μm精细路线的稳定量产能力。新技术方面，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。

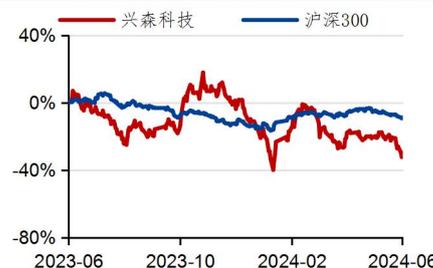
◆ PCB：业务拓展至高端手机、光模块领域，未来重点聚焦数字化转型

2023年PCB业务实现收入40.91亿元，同比增长1.50%；毛利率28.72%，同比下降1.57个百分点。2023年7月，公司完成北京兴斐收购，实现高阶HDI板和SLP产品能力的突破，业务范围拓展至高端手机、光模块等领域。受益于战略客户高端手机业务的恢复性增长和份额提升，北京兴斐合并报表期间贡献收入3.89亿元，净利润0.61亿元。北京兴斐在手机领域主要客户以韩系和国内主流手机品牌

交易数据

总市值(百万元)	17,115.61
流通市值(百万元)	15,199.20
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	16.30/9.59

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.24	-20.51	-21.0
绝对收益	-11.61	-21.8	-30.93

 分析师 **孙远峰**

 SAC执业证书编号：S0910522120001
 sunyuanfeng@huajinsec.cn

 分析师 **王海维**

 SAC执业证书编号：S0910523020005
 wanghaiwei@huajinsec.cn

 报告联系人 **吴家欢**

wujiahuan@huajinsec.cn

相关报告

兴森科技：收入规模持续增长，IC载板业务前景可期-公司快报-兴森科技(002436.SZ)
 首次覆盖 2023.6.29



为主，2024年主要目标是提升在主要客户中的份额，同时实现光模块领域的产品放量。根据公司2024年4月投资者调研纪要，公司传统PCB业务未有扩产计划，未来重点放在数字化转型。

◆ **投资建议：**鉴于公司处于高投入期，尚未充分体现规模效应，我们调整原先对公司24/25年的业绩预测。预计2024年至2026年，公司营收分别为63.26/77.60/90.01亿元（24/25年原先预测值为87.00/113.10亿元），增速分别为18.0%/22.7%/16.0%；归母净利润分别为2.80/5.06/7.56亿元（24/25年原先预测值为6.95/10.96亿元），增速分别为32.6%/80.8%/49.4%；PE分别为61.1/33.8/22.6。公司产品布局覆盖了电子硬件晶圆级、封装级、板级等三级封装领域，FCBGA封装基板项目稳步推进，所处市场空间广阔。持续推荐，维持“增持-A”评级。

◆ **风险提示：**下游终端市场需求不及预期风险，新技术、新工艺、新产品无法如期产业化风险，市场竞争加剧风险，产能扩充进度不及预期的风险，系统性风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,354	5,360	6,326	7,760	9,001
YoY(%)	6.2	0.1	18.0	22.7	16.0
归母净利润(百万元)	526	211	280	506	756
YoY(%)	-15.4	-59.8	32.6	80.8	49.4
毛利率(%)	28.7	23.3	23.0	23.6	24.0
EPS(摊薄/元)	0.31	0.13	0.17	0.30	0.45
ROE(%)	6.9	2.0	3.3	6.2	9.2
P/E(倍)	32.6	81.0	61.1	33.8	22.6
P/B(倍)	2.6	3.2	3.1	2.9	2.6
净利率(%)	9.8	3.9	4.4	6.5	8.4

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4731	5839	6497	6347	6579	营业收入	5354	5360	6326	7760	9001
现金	1203	2152	2358	1873	1682	营业成本	3819	4110	4871	5929	6841
应收票据及应收账款	1939	2097	2390	2632	2873	营业税金及附加	26	32	35	40	45
预付账款	22	27	30	35	40	营业费用	182	203	221	256	270
存货	732	633	702	744	885	管理费用	488	481	531	636	702
其他流动资产	836	930	1017	1063	1098	研发费用	383	492	559	636	699
非流动资产	7157	9096	9338	9644	9956	财务费用	104	95	40	3	-23
长期投资	304	348	384	406	418	资产减值损失	-25	-72	-52	-26	-13
固定资产	2670	4855	5314	5847	6351	公允价值变动收益	0	-8	0	0	0
无形资产	168	241	255	265	278	投资净收益	133	147	160	172	180
其他非流动资产	4014	3652	3385	3125	2909	营业利润	497	36	222	434	695
资产总计	11888	14935	15835	15991	16535	营业外收入	10	9	0	0	0
流动负债	3482	4021	4332	4663	5148	营业外支出	5	12	0	0	0
短期借款	1011	440	290	136	102	利润总额	501	33	222	434	695
应付票据及应付账款	1739	1906	2240	2503	2760	所得税	14	-91	7	13	19
其他流动负债	731	1676	1802	2024	2286	税后利润	487	124	215	422	675
非流动负债	1377	4607	5065	4553	4021	少数股东损益	-39	-87	-65	-84	-81
长期借款	1220	3189	3648	3136	2604	归属母公司净利润	526	211	280	506	756
其他非流动负债	157	1417	1417	1417	1417	EBITDA	849	540	726	1014	1324
负债合计	4859	8628	9397	9216	9169						
少数股东权益	491	973	908	824	743	主要财务比率					
股本	1690	1690	1690	1690	1690	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1930	612	612	612	612	成长能力					
留存收益	2455	2531	2661	2914	3319	营业收入(%)	6.2	0.1	18.0	22.7	16.0
归属母公司股东权益	6539	5334	5529	5951	6623	营业利润(%)	-25.6	-92.7	512.9	95.6	59.9
负债和股东权益	11888	14935	15835	15991	16535	归属于母公司净利润(%)	-15.4	-59.8	32.6	80.8	49.4
						获利能力					
						毛利率(%)	28.7	23.3	23.0	23.6	24.0
						净利率(%)	9.8	3.9	4.4	6.5	8.4
						ROE(%)	6.9	2.0	3.3	6.2	9.2
						ROIC(%)	6.0	5.1	2.2	3.9	6.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	40.9	57.8	59.3	57.6	55.5
						流动比率	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3
						速动比率	1.0	1.1	1.2	1.0	0.9
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.6
						应收账款周转率	2.9	2.7	2.8	3.1	3.3
						应付账款周转率	2.7	2.3	2.4	2.5	2.6
						估值比率					
						P/E	32.6	81.0	61.1	33.8	22.6
						P/B	2.6	3.2	3.1	2.9	2.6
						EV/EBITDA	22.2	39.6	29.8	21.2	15.9

资料来源: 聚源、华金证券研究所

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%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%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%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%；

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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

孙远峰、王海维声明，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。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（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。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn