

事件：兴森科技 10 月 25 日晚发布 2024 年三季度报，2024 年前三季度公司实现收入 43.51 亿元，同比增长 9.1%，实现归母净利润-0.32 亿元，同比转亏，扣非归母净利润-0.18 亿元，同比转亏。对应 3Q24 单季度，公司实现营业收入 14.7 亿元，同比增长 3.36%，环比下滑 1.49%，实现归母净利润-0.51 亿元，扣非归母净利润-0.42 亿元。

营收稳步增长，高端封装基板高投入拖累短期业绩表现。2024 年以来下游需求稳步复苏，公司营收实现稳步增长，但受高端封装基板前期高投入影响，公司盈利能力短期承压。2024 年前三季度公司销售毛利率为 15.97%，同比下降 9.56pct，其中第三季度毛利率为 14.82%，同比下降 11.34pct，环比下降 1.27pct，从而导致公司净利润自 2011 年上市以来首次出现亏损。根据公司 2024 年半年报数据，公司净利润层面主要受 FCBGA 封装基板业务费用投入、子公司宜兴硅谷和广州兴科亏损拖累，其中，2024 年上半年公司 FCBGA 封装基板项目整体费用投入 3.25 亿元，宜兴硅谷因自身能力不足导致亏损 0.5 亿元，广州兴科 CSP 封装基板项目因产能利用率不足导致亏损 0.33 亿元。但公司 PCB 样板业务维持稳定，北京兴斐 HDI 板和类载板 (SLP) 业务稳定增长，PCB 多层板量产业务因自身能力不足导致表现落后于行业主要竞争对手，公司已对宜兴硅谷主要管理人员进行调整，并同步导入数字化体系，预期年底有望实现经营好转。

聚焦 IC 封装基本业务，打造公司成长第二极。虽然先进封装基板投入短期拖累业绩表现，但根据 Prismark 报告，高多层高速板 (18 层及以上)、高阶 HDI 板和封装基板领域有望引领 PCB 行业成长，因此公司持续聚焦 IC 封装基板业务的技术提升和市场拓展。当前，公司 **CSP 封装基板业务**在坚守存储芯片赛道的基础上，进一步提升射频类产品比重，优化产品结构，受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升，公司 CSP 封装基板业务收入实现较快增长，但广州兴科项目仍处于主要客户认证阶段，尚未实现大批量订单导入而导致整体产能利用率较低和当期亏损；公司 **FCBGA 封装基板项目**仍处于市场拓展阶段，截至 2024 年上半年公司已累计通过 10 家客户验厂，并陆续进入样品认证阶段，产品良率稳步提升，低层板良率突破 92%、高层板良率稳定在 85%以上。

投资建议：考虑公司前三季度业绩表现，下修公司 2024-2026 年归母净利润至-0.41/0.22/3.72 亿元，对应 25-26 年 PE 为 794/47 倍，公司业绩波动主要由于高端封装基板前期投入过大，但公司 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。

推荐
维持评级
当前价格：
10.44 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

- 1.兴森科技 (002436.SZ) 2023 年年报&2024 年一季报点评：2023 年平稳过渡，高端 IC 封装基板打造成长第二极-2024/04/25
- 2.兴森科技 (002436.SZ) 2023 年三季度报点评：营收稳健增长，FCBGA 封装基板项目顺利推进-2023/10/27
- 3.兴森科技 (002436.SZ) 2022 年三季度报点评：IC 载板国产替代先锋，长期成长空间可期-2022/10/28

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	5,974	7,061	8,504
增长率 (%)	0.1	11.5	18.2	20.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	211	-41	22	372
增长率 (%)	-59.8	-119.5	153.9	1575.2
每股收益 (元)	0.13	-0.02	0.01	0.22
PE	84	/	794	47
PB	3.3	3.5	3.4	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 10 月 28 日收盘价）

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	5,974	7,061	8,504
营业成本	4,110	5,018	5,744	6,525
营业税金及附加	32	90	99	111
销售费用	203	203	240	289
管理费用	481	508	593	706
研发费用	492	418	459	510
EBIT	-8	-257	-64	378
财务费用	95	132	153	172
资产减值损失	-13	-4	-4	-4
投资收益	147	12	14	17
营业利润	36	-382	-207	219
营业外收支	-3	7	5	6
利润总额	33	-375	-202	225
所得税	-91	-169	-91	18
净利润	124	-206	-111	207
归属于母公司净利润	211	-41	22	372
EBITDA	396	190	485	1,005

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2,152	2,524	2,820	3,305
应收账款及票据	2,097	1,940	2,102	2,302
预付款项	27	30	34	39
存货	633	821	861	889
其他流动资产	930	965	940	977
流动资产合计	5,839	6,280	6,757	7,512
长期股权投资	348	348	348	348
固定资产	4,855	5,860	6,693	7,118
无形资产	241	241	237	234
非流动资产合计	9,096	9,818	10,016	10,338
资产合计	14,935	16,098	16,773	17,850
短期借款	440	840	1,040	1,240
应付账款及票据	1,906	2,200	2,360	2,503
其他流动负债	1,676	2,141	2,251	2,377
流动负债合计	4,021	5,181	5,652	6,119
长期借款	2,932	3,293	3,593	3,993
其他长期负债	1,675	1,733	1,732	1,743
非流动负债合计	4,607	5,026	5,325	5,737
负债合计	8,628	10,207	10,977	11,856
股本	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	973	808	675	509
股东权益合计	6,307	5,891	5,796	5,994
负债和股东权益合计	14,935	16,098	16,773	17,850

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	11.46	18.20	20.43
EBIT 增长率	-101.69	-3145.20	75.12	690.74
净利润增长率	-59.82	-119.51	153.94	1575.22
盈利能力 (%)				
毛利率	23.32	16.01	18.66	23.27
净利润率	3.94	-0.69	0.31	4.38
总资产收益率 ROA	1.41	-0.26	0.13	2.09
净资产收益率 ROE	3.96	-0.81	0.43	6.79
偿债能力				
流动比率	1.45	1.21	1.20	1.23
速动比率	1.16	0.93	0.94	0.99
现金比率	0.54	0.49	0.50	0.54
资产负债率 (%)	57.77	63.41	65.44	66.42
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	60.00	55.00	50.00
总资产周转率	0.40	0.39	0.43	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	0.13	-0.02	0.01	0.22
每股净资产	3.16	3.01	3.03	3.25
每股经营现金流	0.07	0.14	0.38	0.60
每股股利	0.05	-0.01	0.01	0.09
估值分析				
PE	84	/	794	47
PB	3.3	3.5	3.4	3.2
EV/EBITDA	53.80	112.35	43.91	21.20
股息收益率 (%)	0.48	-0.09	0.05	0.84

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	124	-206	-111	207
折旧和摊销	404	447	549	627
营运资金变动	-279	-23	5	-35
经营活动现金流	125	235	638	1,014
资本开支	-1,878	-1,087	-728	-928
投资	-102	0	0	0
投资活动现金流	-1,790	-937	-661	-911
股权募资	1,050	0	0	0
债务募资	1,851	1,447	500	600
筹资活动现金流	2,572	1,075	318	382
现金净流量	931	373	295	485

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