

兴森科技 (002436)

2024 年三季度报点评: FCBGA 短期影响利润, 长期受益国产替代有望持续放量【勘误版】

买入 (维持)

2024 年 11 月 05 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 周高鼎

执业证书: S0600523030003

zhoug@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	5354	5360	6062	7162	8817
同比 (%)	6.23	0.11	13.09	18.15	23.11
归母净利润 (百万元)	525.63	211.21	31.98	311.93	456.02
同比 (%)	(15.42)	(59.82)	(84.86)	875.51	46.19
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.31	0.13	0.02	0.18	0.27
P/E (现价&最新摊薄)	28.42	70.72	467.10	47.88	32.75

投资要点

- FCBGA 投入较大, 短期内利润承压。**公司前三季度实现收入 43.5 亿元, 同比+9%, 实现归母净利润-0.3 亿元, 同比-117%, 实现扣非净利润-0.14 亿元, 同比-141%。单 Q3 季度实现营业收入 14.7 亿元, 同比+3%, 实现归母净利润-0.5 亿元, 同比-130%。利润表现欠佳, 主要原因为: 1.FCBGA 封装基板业务费用投入较大; 2.子公司宜兴硅谷和广州兴科亏损较大; 3.计提减值和费用摊销较高。
- 半导体业务平稳推进, 存储市场拉动 BT 载板收入快速增长。**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 BT 载板业务进一步提升射频类产品比重, 优化产品结构, 收入实现较快增长。公司前三季度整体收入 43.5 亿元 (同比+9%), 其中半导体业务贡献最大主要是 BT 载板。但 ABF 载板仍处于市场拓展阶段, 目前已通过多家客户验厂, 并陆续进入样品认证阶段, 低层板良率突破 92%, 高层板良率稳定在 85% 以上。后续随着公司持续加大研发投入并稳步推动先进封装基板项目的量产落地, 预期公司将持续引领先进封装国产化进程, 半导体业务实现强劲增长。
- 聚焦 IC 封装基板技术提升, 发展潜力大。**封装基板作为集成电路产业链中的关键环节, 受半导体行业的带动, 展现出强劲的景气度。当前 IC 封装基板已成为推动 AI 芯片发展的关键, 其产能直接影响高性能芯片的供应量。随着 AI 技术的持续进步, 对高性能封装基板的需求预计将保持增长势头。自 2012 年进军 CSP 封装基板领域以来, 公司已在薄板加工和精细线路制作方面取得了国内领先的成就。2022 年, 公司进一步拓展到 ABF 载板领域, 完善先进封装载板产业布局。预期公司的 IC 封装基板业务将持续受益于半导体行业的发展, 贡献新的业绩增量。
- 盈利预测与投资评级:** 虽然前期 ABF 载板项目费用投入和珠海兴科产能爬坡对利润造成扰动, 我们将 2024-2026 年归母净利润从 2/4/7 亿元下调至 0.3/3.1/4.6 亿元, 当前市值对应估值为 467/48/33 倍, 但公司在 ABF 载板领域的布局领先, 战略绑定下游客户, 长期增长动力充足, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求不及预期, 产能扩张不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.48
一年最低/最高价	8.05/17.85
市净率(倍)	3.49
流通 A 股市值(百万元)	15,724.33
总市值(百万元)	17,706.98

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.00
资产负债率(% ,LF)	60.05
总股本(百万股)	1,689.60
流通 A 股(百万股)	1,500.41

相关研究

《兴森科技(002436): 2024 年三季度报点评: FCBGA 短期影响利润, 长期受益国产替代有望持续放量》

2024-11-04

《兴森科技(002436): 2024 年中报点评: 盈利能力短期承压, 先进封装稳步推进》

2024-08-29

兴森科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5,839	4,916	5,649	6,809	营业总收入	5,360	6,062	7,162	8,817
货币资金及交易性金融资产	2,362	1,306	1,481	1,800	营业成本(含金融类)	4,110	4,699	5,473	6,643
经营性应收款项	2,292	2,344	2,769	3,408	税金及附加	32	30	36	44
存货	633	783	912	1,107	销售费用	203	255	286	353
合同资产	0	0	0	0	管理费用	481	570	580	829
其他流动资产	552	484	487	493	研发费用	492	606	609	705
非流动资产	9,096	9,166	9,041	8,816	财务费用	95	(43)	(22)	(25)
长期股权投资	348	348	348	348	加:其他收益	21	24	29	35
固定资产及使用权资产	4,881	4,856	4,731	4,506	投资净收益	147	61	72	88
在建工程	1,644	1,644	1,644	1,644	公允价值变动	(8)	0	0	0
无形资产	241	241	241	241	减值损失	(72)	0	0	0
商誉	327	327	327	327	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	71	71	71	71	营业利润	36	30	300	392
其他非流动资产	1,585	1,679	1,679	1,679	营业外净收支	(3)	0	0	0
资产总计	14,935	14,082	14,690	15,624	利润总额	33	30	300	392
流动负债	4,021	3,259	3,621	4,168	减:所得税	(91)	1	60	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,145	1,067	1,067	1,067	净利润	124	29	240	380
经营性应付款项	1,906	1,762	2,052	2,491	减:少数股东损益	(87)	(3)	(72)	(76)
合同负债	36	18	21	26	归属母公司净利润	211	32	312	456
其他流动负债	935	412	481	584	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.13	0.02	0.18	0.27
非流动负债	4,607	4,649	4,655	4,662	EBIT	(8)	(13)	278	366
长期借款	2,932	2,932	2,932	2,932	EBITDA	396	1,012	1,403	1,591
应付债券	257	262	268	275	毛利率(%)	23.32	22.48	23.58	24.65
租赁负债	18	18	18	18	归母净利率(%)	3.94	0.53	4.36	5.17
其他非流动负债	1,400	1,437	1,437	1,437	收入增长率(%)	0.11	13.09	18.15	23.11
负债合计	8,628	7,908	8,276	8,830	归母净利润增长率(%)	(59.82)	(84.86)	875.51	46.19
归属母公司股东权益	5,334	5,204	5,516	5,972					
少数股东权益	973	970	898	822					
所有者权益合计	6,307	6,174	6,414	6,794					
负债和股东权益	14,935	14,082	14,690	15,624					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	125	71	1,098	1,224	每股净资产(元)	3.14	3.06	3.24	3.51
投资活动现金流	(1,790)	(926)	(928)	(912)	最新发行在外股份(百万股)	1,690	1,690	1,690	1,690
筹资活动现金流	2,572	(200)	6	7	ROIC(%)	(0.29)	(0.12)	2.10	3.26
现金净增加额	931	(1,056)	175	319	ROE-摊薄(%)	3.96	0.61	5.66	7.64
折旧和摊销	404	1,025	1,125	1,225	资产负债率(%)	57.77	56.16	56.34	56.52
资本开支	(1,878)	(1,000)	(1,000)	(1,000)	P/E (现价&最新股本摊薄)	70.72	467.10	47.88	32.75
营运资本变动	(279)	(870)	(196)	(293)	P/B (现价)	2.82	2.89	2.72	2.52

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>