

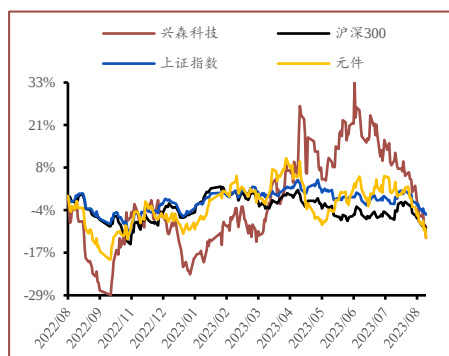
公司业绩降幅收窄，ABF 载板验证持续推进

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-08-25
收盘价(元)	10.98
流通股本(亿股)	15.00
每股净资产(元)	3.88
总股本(亿股)	16.90

最近 12 月市场表现



分析师 张益敏

SAC 证书编号: S0160522070002
zhangym02@ctsec.com

相关报告

1. 《短期业绩承压，看好 AI+国产替代广阔空间》 2023-05-04
2. 《IC 载板龙头 助力国产先进封装及高算力芯片腾飞》 2023-03-15

核心观点

❖ **事件:** 公司发布 2023 年中报, 2023H1 公司实现营收 25.66 亿元, 同比-4.81%, 实现归母净利润 0.18 亿元, 同比-94.98%, 扣非净利润 0.06 亿元, 同比-97.66%, 毛利率 25.19%, 同比-4.92pcts。23Q2 单季度公司实现营收 13.14 亿元, 同比-7.65%/环比+4.98%, 实现归母净利润 0.11 亿元, 同比-93.33%/环比+40.66%, 扣非净利润 0.05 亿元, 同比-96.38%/环比+489.97%, 毛利率 26.17%, 同比-4.32pcts/环比+2.02pcts。

❖ **行业整体下滑叠加公司费用增加导致净利润大幅下降:** 上半年公司营业收入同比小幅下降 4.81%, 主要原因为行业整体下滑, 下游需求不足, 导致公司产能利用率不足, 营收小幅下降。公司净利润大幅下滑, 归母净利润 0.18 亿元, 同比下降 94.98%, 主要系 FCBGA 封装基板项目的费用投入、珠海兴科产能爬坡阶段的亏损及员工持股计划的费用摊销所致。其中 FCBGA 项目亏损 1.09 亿元, 员工持股计划费用摊销约 1530 万元, 费用加回后, 真实的经营性利润实际小幅下滑。

❖ **传统业务 PCB 业务进行数字化改造, 聚焦 FCBGA 载板业务:**

1) **PCB:** 23H1 收入 20.19 亿元, 同比+0.61%, 毛利率 29.28%。PCB 业务营收平稳增长, 但由于产能利用率下降以及竞争加剧导致的价格下降, PCB 业务盈利能力有所下滑。在传统业务方面, 公司坚定加码数字化转型, 降本增效, 提高竞争力。

2) **IC 载板:** 23H1 收入 2.89 亿元, 同比-22.75%, 毛利率-7.68%。IC 载板业务下滑主要为产能利用率不足导致。其中广州兴科上半年亏损 4255.71 万元, 影响归母净利润 2170 万元。FCBGA 载板项目未正式投产, 上半年人工、材料、能源、折旧等费用合计约 1.46 亿元, 亏损约 1.09 亿元。公司持续加注 FCBGA 载板项目, 客户认证、良率提升及产线建设稳步推进。

3) **半导体测试板:** 23H1 收入 1.81 亿元, 同比-20.84%, 毛利率 12.81%。业务下滑主要系下游需求不足。目前广州科技测试板产能逐渐释放, 产品良率、交期、技术能力稳定提升。

❖ **收购北京揖斐电, 拓展高端多层板产品:** 2023 年 7 月 18 日公司收购北京揖斐电项目完成, 北京揖斐电正式更名为兴斐电子, 纳入合并范围。本次收购完成将极大丰富公司产品线, 弥补公司在 HDI、类载板等领域的短板。同时公司拟将兴斐电子 12%股权以收购价的约 50%转让给员工持股平台, 稳定和激励核心骨干人员。

❖ **投资建议:** 公司坚持数字化转型, 对研发设计、生产制造、仓储物流、销售服务等环节进行软硬结合的数字化工厂改造。同时坚定推动高端 FCBGA 封装基板投资项目。公司技术布局基本完善, 只待下游需求复苏。我们预计公司 23/24/25 年归母净利润为 1.97/5.41/9.42 亿元, EPS 为 0.12/0.32/0.56 元/股, 对

应 PE 为 94.23/34.29/19.68 倍，维持“增持”评级。

❖ **风险提示：**宏观经济波动风险；PCB 市场竞争风险；原材料价格波动风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5040	5354	5682	7456	10978
收入增长率(%)	24.92	6.23	6.13	31.22	47.24
归母净利润(百万元)	621	526	197	541	942
净利润增长率(%)	19.16	-15.42	-62.55	174.85	74.18
EPS(元/股)	0.42	0.33	0.12	0.32	0.56
PE	33.33	29.33	94.23	34.29	19.68
ROE(%)	16.52	8.04	2.91	7.39	11.41
PB	5.54	2.50	2.74	2.54	2.25

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5039.99	5353.85	5682.14	7456.32	10978.43	成长性					
减:营业成本	3418.51	3819.35	4312.18	5477.41	7872.63	营业收入增长率	24.9%	6.2%	6.1%	31.2%	47.2%
营业税费	21.81	25.57	26.29	34.87	51.16	营业利润增长率	9.2%	-25.6%	-60.7%	171.2%	75.0%
销售费用	172.05	181.55	210.24	268.20	398.66	净利润增长率	19.2%	-15.4%	-62.5%	174.8%	74.2%
管理费用	399.84	487.88	539.80	698.72	1033.50	EBITDA 增长率	39.6%	-22.4%	-28.3%	71.2%	46.5%
研发费用	289.41	382.79	536.96	647.45	981.35	EBIT 增长率	51.2%	-36.3%	-58.2%	171.2%	75.0%
财务费用	78.81	104.26	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	54.1%	-32.4%	-59.1%	173.0%	74.6%
资产减值损失	-14.69	-3.78	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	33.9%	40.7%	5.4%	3.6%	7.4%
加:公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	19.8%	64.0%	3.2%	7.0%	11.4%
投资和汇兑收益	8.69	133.11	97.45	147.04	207.09	利润率					
营业利润	667.68	496.86	195.34	529.77	926.86	毛利率	32.2%	28.7%	24.1%	26.5%	28.3%
加:营业外净收支	1.66	4.37	0.00	0.00	0.00	营业利润率	13.2%	9.3%	3.4%	7.1%	8.4%
利润总额	669.34	501.22	195.34	529.77	926.86	净利率	12.2%	9.1%	3.3%	6.8%	8.1%
减:所得税	56.67	14.15	9.19	21.60	39.72	EBITDA/营业收入	19.5%	14.2%	9.6%	12.6%	12.5%
净利润	621.49	525.63	196.87	541.08	942.47	EBIT/营业收入	14.6%	8.7%	3.4%	7.1%	8.4%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	1130.87	1203.18	-81.98	-1597.68	-3021.87	固定资产周转天数	133	156	182	159	121
交易性金融资产	113.20	208.36	208.36	208.36	208.36	流动营业资本周转天数	81	78	62	50	49
应收账款	1566.85	1581.29	1707.66	2227.99	3286.74	流动资产周转天数	246	294	267	164	108
应收票据	246.92	357.56	345.79	468.49	682.56	应收账款周转天数	98	106	104	95	90
预付账款	12.08	22.01	21.65	28.85	40.82	存货周转天数	56	66	65	62	59
存货	671.07	731.70	832.91	1055.10	1517.86	总资产周转天数	517	679	772	628	476
其他流动资产	96.89	235.91	235.91	235.91	235.91	投资资本周转天数	429	556	629	501	359
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	16.5%	8.0%	2.9%	7.4%	11.4%
长期股权投资	284.88	304.32	298.94	301.83	301.97	ROA	7.5%	4.4%	1.6%	4.0%	6.1%
投资性房地产	159.20	152.81	166.16	172.94	181.90	ROIC	9.8%	4.7%	1.8%	4.8%	7.8%
固定资产	1981.95	2670.33	3088.66	3510.07	3874.28	费用率					
在建工程	533.67	1908.15	2930.13	4069.61	5169.92	销售费用率	3.4%	3.4%	3.7%	3.6%	3.6%
无形资产	147.44	167.79	192.86	216.36	240.38	管理费用率	7.9%	9.1%	9.5%	9.4%	9.4%
其他非流动资产	513.19	846.78	902.14	902.14	902.14	财务费用率	1.6%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	8302.22	11888.30	12486.62	13523.04	15487.87	三费/营业收入	12.9%	14.5%	13.2%	13.0%	13.0%
短期债务	1342.37	1011.36	966.42	826.12	717.61	偿债能力					
应付账款	745.22	1386.79	1357.17	1812.21	2562.36	资产负债率	48.4%	40.9%	41.9%	42.6%	44.1%
应付票据	311.05	352.33	395.98	503.75	723.67	权益权益比	93.7%	69.1%	72.1%	74.2%	79.0%
其他流动负债	8.88	8.61	8.61	8.61	8.61	流动比率	1.36	1.36	0.97	0.71	0.65
长期借款	751.68	970.62	970.62	970.62	970.62	速动比率	1.09	1.00	0.61	0.35	0.27
其他非流动负债	0.00	3.29	3.29	3.29	3.29	利息保障倍数	10.48	4.79	—	—	—
负债总额	4016.35	4858.83	5230.61	5758.86	6836.55	分红指标					
少数股东权益	523.48	490.91	480.19	447.28	391.95	DPS(元)	0.10	0.08	0.00	0.00	0.00
股本	1487.93	1689.55	1689.55	1689.55	1689.55	分红比率					
留存收益	2078.57	2455.41	2531.15	3072.24	4014.71	股息收益率	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4285.87	7029.46	7256.01	7764.18	8651.31	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	0.42	0.33	0.12	0.32	0.56
净利润	621.49	525.63	196.87	541.08	942.47	BVPS(元)	2.53	3.87	4.01	4.33	4.89
加:折旧和摊销	247.75	295.03	351.61	406.51	444.39	PE(X)	33.3	29.3	94.2	34.3	19.7
资产减值准备	41.30	25.34	0.00	0.00	0.00	PB(X)	5.5	2.5	2.7	2.5	2.2
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	92.48	61.86	0.00	0.00	0.00	P/S	4.1	3.1	3.3	2.5	1.7
投资收益	-8.69	-133.11	-97.45	-147.04	-207.09	EV/EBITDA	22.7	23.3	39.4	24.5	17.7
少数股东损益	-8.83	-38.56	-10.72	-32.91	-55.33	CAGR(%)					
营运资金的变动	-391.92	32.78	-192.32	-247.33	-664.11	PEG	1.7	—	—	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	579.72	727.44	201.30	519.19	458.46	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1231.54	-2330.90	-1824.03	-1894.59	-1774.14	REP					
融资活动产生现金流量	800.31	1525.56	323.52	-140.30	-108.51						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。