

Q3 业绩短期承压，需求恢复+产能释放，持续看好未来业绩稳步向上

买入（维持）

2020 年 10 月 28 日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3,804	4,093	4,588	5,182
同比（%）	9.5%	7.6%	12.1%	13.0%
归母净利润（百万元）	292	511	402	497
同比（%）	36.0%	75.2%	-21.5%	23.9%
每股收益（元/股）	0.20	0.34	0.27	0.33
P/E（倍）	55.00	31.39	39.98	32.28

投资要点

■ **事件摘要：**10 月 28 日兴森科技公布 2020 年第三季度报告：前三季度实现营业收入 30.08 亿元，同比增长 9.35%，实现归母净利润 4.57 亿元，同比增长 98.11%。

■ **业绩短期承压，Q3 季度业绩暂时下滑：**2020 年前三季度营业收入同比增长 9.35%，其中 Q3 实现营业收入 9.62 亿元，YOY-2.37%，较 Q2（11.86 亿元）环比下滑 18.9%，Q3 实现归母净利润 0.81 亿元，YOY-11.77%，较 Q2（3.37 亿元）环比下滑 75.94%；同时剔除转让子公司股权投资等非经常性损益，前三季度扣非后归母净利润为 2.22 亿元，同比增长 6.75%，其中 Q3 实现扣非后归母净利润 0.81 亿元，YOY-7.10%，较 Q2（1.06 亿元）环比下滑 76.4%。受到宏观环境以及客户需求的短暂下滑，Q3 业绩短期承压，同时虽然叠加上半年受到疫情的影响，2020 年前三季度较去年业绩仍然实现正向增长。

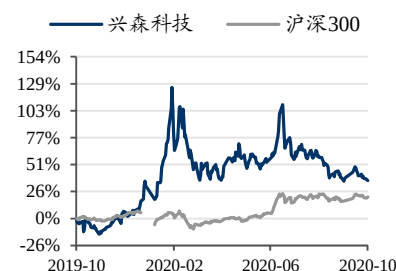
■ **经营质量稳步向好：**2020 年前三季度实现毛利率 31.47%，其中随着新投产的高端 PCB 样板厂以及 IC 载板产能的逐步释放，Q3 毛利率实现 34.58%，较 Q2（30.81%）提升 3.77pp；Q3 实现销售净利率 8.58%，较 Q2（约 10%，净利润剔除转让子公司收益 2.24 亿元）下滑 1.4pp，主要为 Q3 季度费用支出增加，其中销售费用率为 4.53%，较 Q2（3.62%）提升 0.91pp，管理费用率为 9.39%，较 Q2（7.07%）提升 2.32pp，财务费用率为 3.61%，较 Q2（1.73%）提升 1.88%。Q3 收到销售商品提供劳务收到的现金为 9.73 亿元，占营业收入比例为 101.1%，回款质量持续稳定。

■ **IC 载板业务导入顺利，进一步布局高端 PCB 样板产能，强化核心竞争力：**兴森科技前瞻布局 IC 载板业务，目前能提供先进 IC 封装基板产品的快速打样、量产制造服务及 IC 产业链配套技术服务，随着国产替代的持续推进，IC 载板的业绩贡献将逐步提升；7 月募资可转债加码高端 PCB，在现有产品基础上，进一步丰富公司产品种类，提升产品质量和生产效率，从而继续巩固和发展公司的核心竞争力。

■ **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 40.93 亿元、45.88 亿元以及 51.82 亿元，归母净利润分别为 5.11 元、4.02 亿元以及 4.97 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.27 元及 0.33 元，对应的 PE 估值分别为 31.39/39.98/32.28X，因此持续看好兴森科技未来业绩增长，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**订单不及预期；IC 载板产能导入不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.79
一年最低/最高价	6.63/17.85
市净率(倍)	5.08
流通 A 股市值(百万元)	13610.67

基础数据

每股净资产(元)	2.12
资产负债率(%)	43.82
总股本(百万股)	1487.91
流通 A 股(百万股)	1261.41

相关研究

1、《兴森科技（002436）：三季度短期业绩承压，长期 PCB 和半导体业务共同推进业绩稳健增长》2020-10-19

2、《兴森科技（002436）：PCB 业务拓展顺利，持续看好未来业绩稳增》2020-08-25

3、《兴森科技（002436）：主营业务稳健增长，国内 IC 载板龙头稳步崛起》2020-07-09

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,400	2,612	2,932	3,233	营业收入	3,804	4,093	4,588	5,182
现金	528	650	608	733	减:营业成本	2,637	2,937	3,306	3,726
应收账款	1,070	1,089	1,331	1,402	营业税金及附加	23	27	29	33
存货	381	453	486	572	营业费用	208	287	239	259
其他流动资产	421	421	508	526	管理费用	346	389	459	492
非流动资产	2,801	3,069	3,137	3,236	财务费用	59	34	30	26
长期股权投资	120	342	324	306	资产减值损失	-1	28	32	33
固定资产	1,595	1,700	1,849	2,001	加:投资净收益	1	241	1	1
在建工程	242	188	152	139	其他收益	0	0	0	0
无形资产	131	137	121	110	营业利润	356	633	494	613
其他非流动资产	713	702	690	679	加:营业外净收支	-2	-1	-1	-1
资产总计	5,201	5,681	6,069	6,469	利润总额	354	632	493	612
流动负债	1,431	1,587	1,757	1,833	减:所得税费用	32	64	48	61
短期借款	404	404	404	404	少数股东损益	30	56	43	54
应付账款	592	637	746	813	归属母公司净利润	292	511	402	497
其他流动负债	435	546	608	617	EBIT	406	659	514	628
非流动负债	804	680	561	446	EBITDA	613	829	709	852
长期借款	657	533	414	299					
其他非流动负债	147	147	147	147					
负债合计	2,235	2,266	2,318	2,279	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	135	191	235	289	每股收益(元)	0.20	0.34	0.27	0.33
					每股净资产(元)	1.90	2.17	2.36	2.62
归属母公司股东权益	2,831	3,224	3,516	3,901	发行在外股份(百万 股)	1488	1488	1488	1488
负债和股东权益	5,201	5,681	6,069	6,469	ROIC(%)	9.2%	13.4%	10.1%	11.6%
					ROE(%)	10.9%	16.6%	11.9%	13.2%
					毛利率(%)	30.7%	28.3%	27.9%	28.1%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.7%	12.5%	8.8%	9.6%
经营活动现金流	513	481	474	695	资产负债率(%)	43.0%	39.9%	38.2%	35.2%
投资活动现金流	-366	-197	-262	-322	收入增长率(%)	9.5%	7.6%	12.1%	13.0%
筹资活动现金流	-103	-162	-254	-248	净利润增长率(%)	36.0%	75.2%	-21.5%	23.9%
现金净增加额	41	122	-42	126	P/E	55.00	31.39	39.98	32.28
折旧和摊销	207	170	195	224	P/B	5.67	4.98	4.57	4.12
资本开支	355	46	86	117	EV/EBITDA	27.45	20.21	23.57	19.40
营运资本变动	-113	-49	-195	-105					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>