

兴森科技 (002436.SZ)

业绩大超预期，行业景气持续上升

事件：公司公告 2020 年年报，及 2021 年一季报预告。

2020 年：实现收入 40.35 亿元，同比增长 6.07%；归母净利润 5.22 亿元，同比增长 78.66%；扣非净利润 2.92 亿元，同比增长 13.62%。

PCB 业务：实现收入 30.85 亿元，毛利率 32.57%（含 IC 载板）；

IC 载板业务：实现收入 3.36 亿元，毛利率 13%，出货面积 12.63 万平米；

21Q1：实现归母净利润 0.9-1.1 亿元，同比增长 129.63%-180.66%；扣非净利润 0.98-1.19 亿元，同比增长 181.93%-239.47%。

2020 年因各项因素扰动，剔除后经营性利润同比持续高增长。根据公司年报预告披露内容，公司扣非净利润因新产能投放及汇兑损失累计影响经营性利润约 0.75 亿元，以及我们关注到公司在因为外部环境致使收入增长有限的 2020 年进一步加大研发支出，较 2019 年增加 0.4 亿元，会计处理谨慎的情况下计提湖南源科商誉减值 1073 万。因此当我们剔除以上各项扰动后，公司实际扣非净利润约为 4.17 亿元，同比增长 62%。

经营拐点+行业景气再次论证，21Q1 加速增长。公司披露 21Q1 业绩预告，在公司过往传统淡季的情况下实现了超高速增长，Q1 利润接近历史最高水平，扣非净利润实现了 182%-239% 的增速。实现高增速的核心原因为公司 21Q1 市场需求回暖，且公司过往持续拓展的产能逐步释放，使得公司收入规模同比上升；在此基础上公司的经营效率持续提升，且另一方面带动了各项成本费用率的下降，进一步推动了盈利能力的提升。

IC 载板顺应行业大势，持续扩产，做大做强。目前公司在 IC 载板这一半导体材料已经实现国产突破，公司继续发力扩产，有望成为 IC 载板国产替代的主力军。从公司广州本部 IC 载板历时 10 年的研发投入到量产（现有产能 2 万平米/月），以及兴科半导体（大基金合资公司）的首期 16 亿元投资扩产，都将显著提升公司的产能规模和行业地位，并进一步打开未来数年的成长空间。现阶段，半导体产业链景气度高涨，晶圆代工和封测环节产能紧张且持续涨价，国产存储芯片巨头长江存储、合肥长鑫上量在即，国内封测产能仍处于扩张阶段，国产配套的需求存在巨大的缺口。作为芯片封装的核心基础材料，IC 载板行业未来或将持续上升，也将会为公司的发展下坚实的基础。从长远看，IC 载板的赛道优势必将逐步显现，高技术难度、高资本投入、较长的扩产周期等因素使得行业参与者相对有限，而未来 5 年行业规模增长一倍（Prismark 数据）并成为线路板领域最大的细分行业，少数具备战略眼光、提前布局的企业将分享行业发展的红利。

盈利预测与投资建议：公司在 2020 年受到了多方面的影响过后，从 20Q4 开始展现了经营性拐点；而此次披露 21Q1 业绩预告，更是再次论证了公司经营拐点已至，且行业景气度持续高涨。随着公司整体产能持续扩充并逐步爬坡贡献产值，我们有望在后续看到公司的持续高增长，因此我们预计公司 2021 年至 2023 年营收为 53.66/72.44/96.53 亿元，对应归母净利润为 4.56/6.26/8.24 亿元，对应 PE 为 31.3/22.8/17.3x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期，扩产不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,804	4,035	5,366	7,244	9,653
增长率 yoy (%)	9.5	6.1	33.0	35.0	33.3
归母净利润(百万元)	292	522	456	626	824
增长率 yoy (%)	36.0	78.7	-12.5	37.2	31.7
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.35	0.31	0.42	0.55
净资产收益率 (%)	10.9	15.3	12.4	14.6	16.2
P/E(倍)	49.0	27.4	31.3	22.8	17.3
P/B(倍)	5.1	4.4	3.9	3.3	2.8

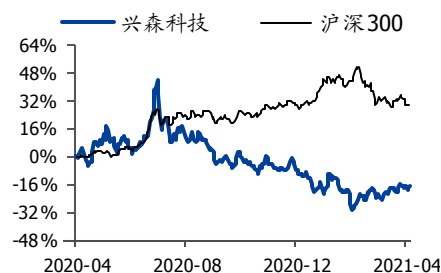
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 14 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
04 月 14 日收盘价	9.61
总市值(百万元)	14,298.81
总股本(百万股)	1,487.91
其中自由流通股(%)	85.51
30 日日均成交量(百万股)	12.71

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680520010001

邮箱：shelingxing@gszq.com

相关研究

- 《兴森科技(002436.SZ)：20Q4 恢复高增长，业绩拐点确定》2021-01-11
- 《兴森科技(002436.SZ)：管理改善，产品和客户持续优化，助力公司逆境增长》2020-04-30
- 《兴森科技(002436.SZ)：扭亏转盈兑现，半导体业务逻辑不断加强》2020-03-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2400	2878	4573	5481	7769
现金	528	860	1357	1832	2441
应收票据及应收账款	1381	1333	2276	2596	3896
其他应收款	30	15	44	35	71
预付账款	20	13	31	29	50
存货	381	399	608	731	1053
其他流动资产	61	258	258	258	258
非流动资产	2801	3286	3983	4858	5901
长期投资	120	340	565	790	1013
固定资产	1595	1738	2230	2873	3669
无形资产	131	113	86	62	38
其他非流动资产	955	1095	1102	1132	1181
资产总计	5201	6164	8556	10339	13670
流动负债	1431	1831	3771	4959	7488
短期借款	404	815	2123	3150	4878
应付票据及应付账款	757	712	1184	1337	2022
其他流动负债	270	303	465	472	588
非流动负债	804	754	701	673	646
长期借款	657	680	626	599	572
其他非流动负债	147	74	74	74	74
负债合计	2235	2585	4472	5633	8134
少数股东权益	135	289	339	398	471
股本	1488	1488	1488	1488	1488
资本公积	28	8	8	8	8
留存收益	1275	1642	2009	2507	3189
归属母公司股东权益	2831	3289	3745	4308	5065
负债和股东权益	5201	6164	8556	10339	13670

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	513	408	163	853	638
净利润	322	547	505	685	897
折旧摊销	207	218	217	287	378
财务费用	59	101	110	190	285
投资损失	-1	-229	-5	-5	-3
营运资金变动	-113	-210	-664	-304	-919
其他经营现金流	40	-19	0	0	0
投资活动现金流	-366	-445	-909	-1157	-1418
资本支出	355	482	472	650	820
长期投资	-12	-0	-225	-224	-223
其他投资现金流	-23	36	-661	-732	-822
筹资活动现金流	-103	369	-65	-248	-340
短期借款	-144	412	0	0	0
长期借款	91	23	-54	-27	-27
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	20	-20	0	0	0
其他筹资现金流	-70	-46	-11	-221	-313
现金净增加额	41	332	-811	-552	-1119

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3804	4035	5366	7244	9653
营业成本	2637	2787	3595	4781	6371
营业税金及附加	23	22	35	46	59
营业费用	208	154	215	290	386
管理费用	346	333	552	739	975
研发费用	198	239	295	435	579
财务费用	59	101	110	190	285
资产减值损失	-1	-26	0	0	0
其他收益	44	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	229	5	5	3
资产处置收益	0	9	0	0	0
营业利润	356	611	569	769	1000
营业外收入	1	2	3	2	2
营业外支出	3	5	5	4	4
利润总额	354	609	567	767	998
所得税	32	62	62	82	101
净利润	322	547	505	685	897
少数股东损益	30	25	49	59	73
归属母公司净利润	292	522	456	626	824
EBITDA	613	895	861	1187	1575
EPS (元)	0.20	0.35	0.31	0.42	0.55

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	9.5	6.1	33.0	35.0	33.3
营业利润(%)	29.0	72.0	-7.0	35.2	30.1
归属于母公司净利润(%)	36.0	78.7	-12.5	37.2	31.7
获利能力					
毛利率(%)	30.7	30.9	33.0	34.0	34.0
净利率(%)	7.7	12.9	8.5	8.6	8.5
ROE(%)	10.9	15.3	12.4	14.6	16.2
ROIC(%)	9.2	12.5	8.6	9.7	10.0
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	41.9	52.3	54.5	59.5
净负债比率(%)	22.8	20.5	38.9	45.6	59.3
流动比率	1.7	1.6	1.2	1.1	1.0
速动比率	1.4	1.2	1.0	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	2.9	3.0	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	3.7	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.35	0.31	0.42	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.27	0.11	0.57	0.43
每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.19	2.49	2.87	3.38
估值比率					
P/E	49.0	27.4	31.3	22.8	17.3
P/B	5.1	4.4	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	24.6	17.1	18.8	14.2	11.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 04 月 14 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com