

2020 年报点评：全年业绩稳步向上，需求回暖+产能释放，Q1 业绩大超预期

2021 年 04 月 15 日

买入（维持）

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

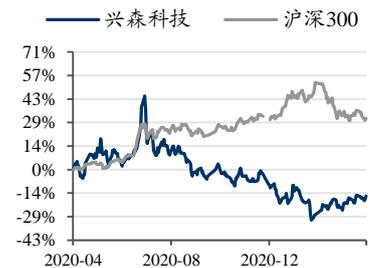
yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	4,035	4,785	5,692	6,887
同比（%）	6.1%	18.6%	19.0%	21.0%
归母净利润（百万元）	522	426	548	689
同比（%）	78.7%	-18.4%	28.7%	25.7%
每股收益（元/股）	0.35	0.29	0.37	0.46
P/E（倍）	26.73	32.75	25.45	20.24

投资要点

- **事件：**4 月 15 日，兴森科技发布 2020 年年度报告以及 2021 年 Q1 业绩预告。2020 年实现营收 40.35 亿元，同比+6.07%，归母净利润 5.22 亿元，同比+78.66%。其中 Q4 实现营收 10.76 亿元，同比-2.50%，净利润 0.64 亿元，同比+5.11%，符合我们预期。公司预计 2021 年 Q1 业绩将进一步提升，预计实现归母净利润 0.9-1.1 亿元，同比+129.63%-180.66%。
- **全年业绩稳健增长，经营质量稳步向好：PCB 以及 IC 载板产能的释放，带动全年业绩稳步增长**，其中 PCB 业务同比增长 5.63%，实现毛利率 32.57%，较 2019 年提升 0.64pp，半导体业务同比增长 4.61%，占营业收入的比例为 21%，实现毛利率 21.2%，较 2019 年下滑 2.92pp，从整体毛利率来看全年毛利率为 30.93%，较 2019 年提升 0.29pp，销售净利率为 13.55%，较 2019 年提升 4.51pp；**控费效果逐步显现**，2020 年全年销售费用 1.54 亿元，同比下降 25.75%；全年管理费用 3.33 亿元，同比下降 3.50%。
- **5G 建设带动 PCB 行业蓬勃发展，布局高端产线加强竞争优势：**在材料成本上涨的背景下，公司持续进行研发投入，降本增效，有效利用 5G 发展对于行业的驱动力，实现 PCB 业务的稳定增长。高端产品方面，公司前瞻布局 IC 板载业务，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，而且当前 IC 载板国产化渗透率较低，国产替代仍有空间，目前兴森科技在广州生产基地具备 2 万平方米/月的产能。基于持续不断的研发投入，兴森科技在高密度超薄封装基板、半导体测试板、400G 光模块印制线路板以及 5G 天线印制线路板等方面均保持领先水平。
- **盈利预测与投资评级：**我们持续看好高端产品产能需求以及国产替代推进节奏，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.27/0.33 元上调至 0.29/0.37 元，预计 2023 年 EPS 为 0.46 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 33/25/20 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**PCB 行业竞争加剧的风险；5G 订单不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.61
一年最低/最高价	7.93/16.60
市净率(倍)	4.35
流通 A 股市值(百万元)	12226.38

基础数据

每股净资产(元)	2.19
资产负债率(%)	41.94
总股本(百万股)	1487.91
流通 A 股(百万股)	1272.26

相关研究

- 1、《兴森科技（002436）：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》2020-10-29
- 2、《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
- 3、《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

1. 2020 全年业绩稳步增长

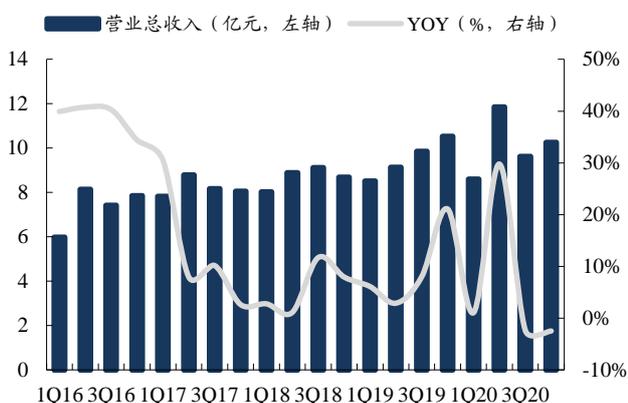
1.1. 经营状况持续向好，业绩保持稳步增长

兴森科技 2020 年全年实现营业总收入 40.35 亿元，同比增长 6.07%，实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 78.66%，扣非后归母净利润为 2.92 亿元，同比增长 13.62%，随着 PCB 以及 IC 载板产能的释放，全年业绩实现平稳增长。

从 Q4 单季度实现营业总收入 10.26 亿元，同比下降-2.50%，同比降幅较 Q3(-2.73%) 减少 0.13pct；实现归属于母公司的净利润 0.64 亿元，同比增长 5.11%，环比下降 20.89%。

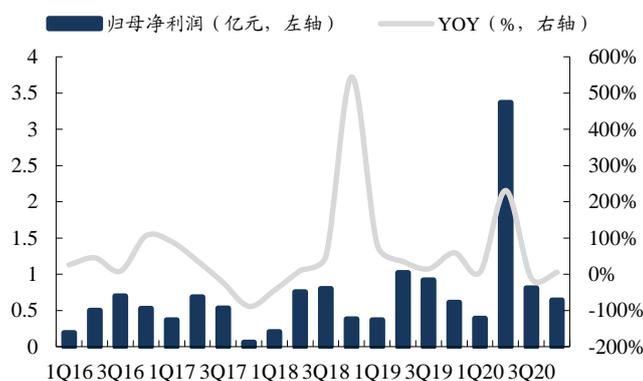
2021 年一季度，公司预计业绩将进一步提升，预计实现归母净利润 0.9-1.1 亿元，同比增长 129.63%-180.66%。

图 1：兴森科技单季度营收及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：兴森科技单季度归母净利润及同比增速（亿元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

从细项业务板块来看：

PCB 业务保持平稳增长：2020 年全年实现营业收入 30.86 亿元，同比增长 5.63%，占营业收入的比例为 76%，实现毛利率 32.57%，较 2019 年提升 0.64pp。从毛利水平来看，虽然上游的覆铜板、贵金属有涨价的压力，但是原材料在成本构成中占比相对不高，根据 2020 年年报披露，PCB 中直接材料成本占比为 52%，对比 PCB 厂商，崇达技术直接材料成本占比为 71.13%，深南电路直接材料成本占比为 62.54%，因此上游原材料涨价对于兴森科技毛利率影响较小，因此随着 20 年降本增效以及技术升级的推进，毛利率实现正向提升。

从子公司情况来看，其中宜兴硅谷（主要为中高端 PCB 小批量板）实现营业收入 4.05 亿元，同比下滑 2.51%，实现净利润 0.35 亿元，同比增长 22.84%；海外市场受到疫情影响，业绩下滑明显，其中 Exception（高端样板）实现收入 0.67 亿元，同比下滑 5.43%，净利润亏损 78.46 万元。

表 1: 兴森科技细项业务拆分

业务	项目	2018	2019	2020
PCB 样板、小批量板	收入(百万元)	2,794.82	2,921.56	3,086.18
	yoy (%)		4.53%	5.63%
	毛利率 (%)	30.87	31.93	32.57
	业务收入比例 (%)	80.47	76.81	76.49
半导体	收入(百万元)	573.60	801.60	838.58
	yoy (%)		39.75%	4.61%
	毛利率 (%)	15.75	24.12	21.20
	业务收入比例 (%)	16.51	21.07	20.78
半导体测试板	收入(百万元)	337.58	504.12	502.43
	yoy (%)		49.33%	-0.34%
	毛利率 (%)	19.35	27.92	26.69
	业务收入比例 (%)	9.72	13.25	12.45
IC 封装基板	收入(百万元)	236.02	297.48	336.16
	yoy (%)		26.04%	13.00%
	毛利率 (%)	10.58	17.68	13.00
	业务收入比例 (%)	6.80	7.82	8.33
其他	收入(百万元)		80.56	109.90
	毛利率 (%)		50.58	59.01
	业务收入比例 (%)		2.12	2.72

数据来源: 兴森科技年报, 东吴证券研究所

半导体业务实现小幅增长: 全年实现营业收入 8.39 亿元, 同比增长 4.61%, 占营业收入的比例为 21%, 实现毛利率 21.2%, 较 2019 年下滑 2.92pp, 其中上海泽丰自 5 月不再纳入合并报表, 所以并表收入和利润减少, 同时 IC 封装基板业务新产能投放, 因新增人工、折旧以及试生产亏损对整体盈利能力造成拖累。

IC 载板业务, 目前在广州生产基地具备 2 万平方米/月的产能, 2012 年投资的 1 万平/月产能已经完全释放, 处于满产状态, 全年良率维持在 94% 以上; 2018 年投资扩产的 1 万平方米/月产能, 受益于市场需求旺盛, 产品良率稳定, 产能处于爬坡阶段, 截至 12 月产出超过 7000 平方米、整体良率提升至 96%, 初步达成量产目标全年出货面积 12.67 万平方米, 同比增长 17%。

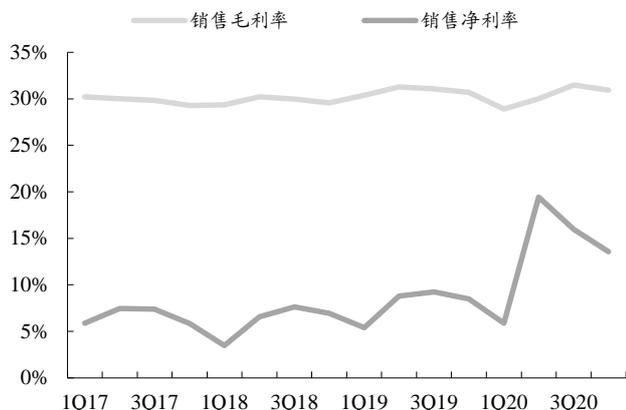
1.2. 盈利能力保持稳定, 控费效果显著

公司产品盈利能力基本保持稳定。2020 年全年毛利率为 30.93%, 较 2019 年提升 0.29pp, 销售净利率为 13.55%, 较 2019 年提升 4.51pp, 净利率大幅提升的主要原因为出售股权的投资收益。

现金流方面, 公司 2020 年现金流表现略有回落。2020 年单四季度经营活动产生的现金净流量为 0.78 亿元, 同比下降 63.76%; Q4 销售现金占收比 (7.56%) 较去年同期 (20.35%) 下降 12.78pp, 相比三季度 (9.60%) 小幅下降 2.04pp。2020 全年, 公司产生

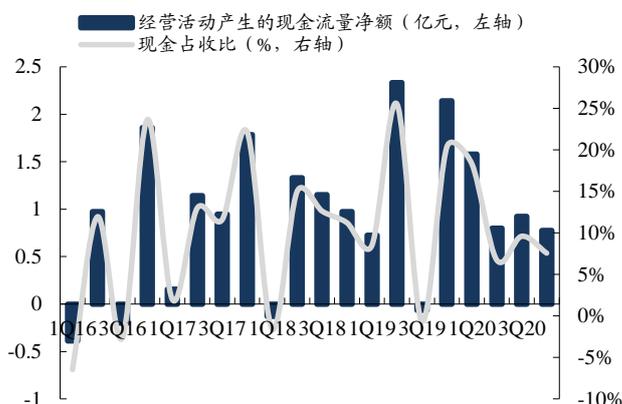
经营性净现金流 4.08 亿元，同比下降 20.60%，回款能力有所回落。

图 3：兴森科技销售毛利率、净利率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：兴森科技现金流情况（亿元，%）

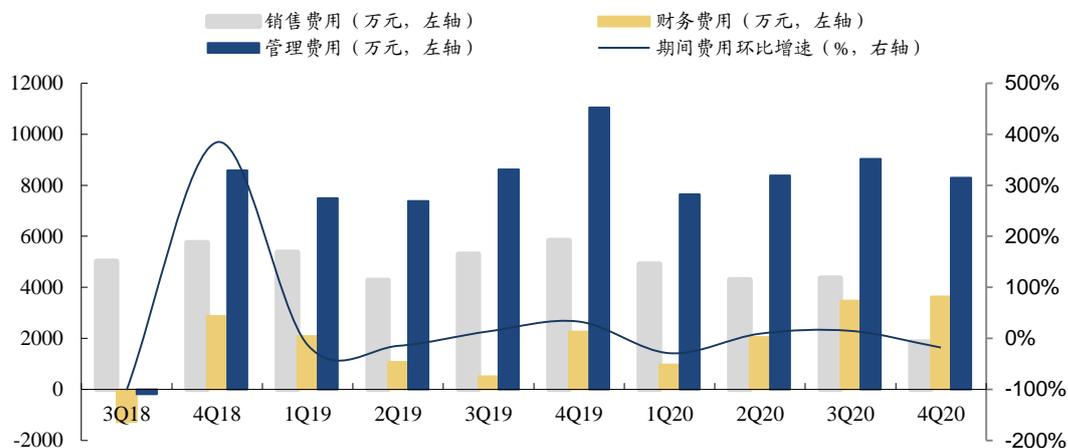


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2020 年 Q4 公司销售费用、管理费用和财务费用合计 1.38 亿元，同比下降 27.99%，环比下降 18.27%。Q4 三项费用占营收 13.43%，较 Q3（17.53%）环比下降 4.10pp。

2020 年全年销售费用 1.54 亿元，同比下降 25.75%；全年管理费用 3.33 亿元，同比下降 3.50%；全年财务费用 1.01 亿元，同比上升 71.04%，财务费用大幅上涨主要由汇兑损益大幅上升所致。

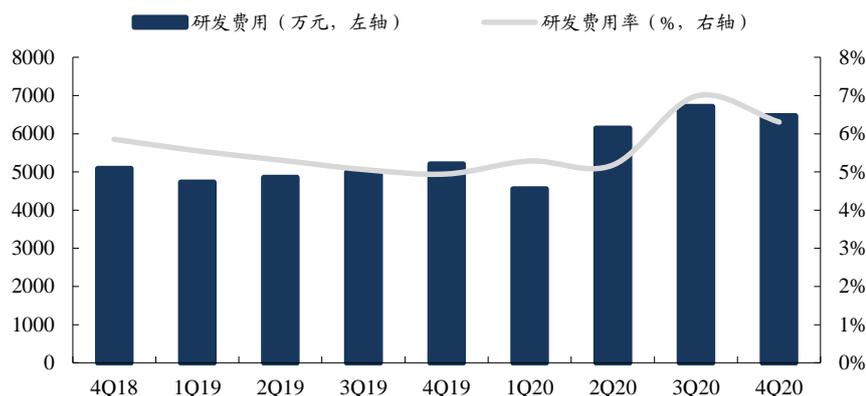
图 5：兴森科技的三大费用明细及环比增速（万元，%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

兴森科技持续加大研发投入。2020 年全年发生研发费用 2.39 亿元，同比上升 20.72%，其中 Q4 发生研发费用 0.65 亿元，同比上升 24.23%，环比下降 3.65%。公司坐拥数百人的专业研发团队，始终着眼于前沿科技的突破，坚持在 PCB 行业不断进行新产品开发，研发优势显著。

图 6：兴森科技研发费用及费用率（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

目前兴森科技在密度超薄封装基板、半导体测试板、400G 光模块印制线路板以及 5G 天线印制线路板等方面均保持领先水平。

2. 盈利预测与投资评级

我们预计兴森科技未来业务将继续保持稳步增长：

1、高端 PCB 产品保持较高增长水平：其中根据 Prismark2020 年 Q4 报告显示，全球 PCB 产值同比增长 6.4%，其中以高多层板（8-16 层、18 层以上）、HDI 板、IC 封装基板为代表的高端产品保持较高的增长水平，其增长率分别为 7.7%、6.3%、10.5%、25.2%，国内地区同类型产品的增长率分别为 11.3%、10.1%、11.3%、36.6%，因此兴森科技前瞻布局 IC 载板业务，预计新建产线利用率将快速提升，带动自身业绩保持稳健增长。

2、国产替代仍有很多空间：根据 Prismak 统计，2020 年全球 PCB 产值约为 625 亿美元，同比增长约 6.4%；2020 年中国 PCB 产值约为 351 亿美元，占比超过 56%，根据 2019 年 Prismark 的统计数据，目前全球 IC 封装载板的容量约为 81 亿美元，量产企业近 30 家，国内产值占比仍然较小，国产替代仍有较大空间。

我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.27/0.33 元调整至 0.29/0.37 元，预计 2023 年 EPS 为 0.46 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 33/25/20 倍，考虑到国内运营商资本开支仍维持高位，海外 5G 仍快速发展，维持“买入”评级。

3. 风险提示

PCB 行业竞争加剧的风险：PCB 行业下游应用领域广泛，玩家众多，竞争程度激烈。虽然公司在 PCB 行业的部分细分领域具有优势，但是依然面临行业竞争加剧导致业绩下滑的风险。

5G 订单不及预期：PCB 行业景气度与 5G 推进进度紧密相关，如果全球 5G 发展不及预期，公司下游需求将会有萎缩的风险。

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,878	3,182	3,183	3,731	营业收入	4,035	4,785	5,692	6,887
现金	860	606	374	111	减:营业成本	2,787	3,262	3,855	4,650
应收账款	1,333	1,838	2,023	2,612	营业税金及附加	22	30	34	41
存货	399	514	565	737	营业费用	154	245	273	315
其他流动资产	286	223	221	271	管理费用	333	425	498	595
非流动资产	3,286	3,687	4,122	4,646	研发费用	239	260	314	387
长期股权投资	340	564	789	1,014	财务费用	101	62	73	85
固定资产	1,738	1,946	2,190	2,515	资产减值损失	26	21	29	34
在建工程	217	225	236	254	加:投资净收益	229	12	19	25
无形资产	113	87	58	30	其他收益	17	31	28	27
其他非流动资产	878	865	850	833	资产处置收益	9	6	4	5
资产总计	6,164	6,869	7,305	8,378	营业利润	611	529	667	837
流动负债	1,831	2,165	2,168	2,655	加:营业外净收支	-3	-2	-1	-2
短期借款	815	678	724	708	利润总额	609	528	666	835
应付账款	712	1,044	1,024	1,453	减:所得税费用	62	56	66	85
其他流动负债	303	442	419	493	少数股东损益	25	46	52	61
非流动负债	754	654	550	455	归属母公司净利润	522	426	548	689
长期借款	680	579	476	380	EBIT	677	572	711	885
其他非流动负债	74	74	74	74	EBITDA	895	775	952	1,172
负债合计	2,585	2,818	2,718	3,109	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	289	335	387	448	每股收益(元)	0.35	0.29	0.37	0.46
归属母公司股东权益	3,289	3,715	4,199	4,820	每股净资产(元)	2.19	2.47	2.80	3.22
负债和股东权益	6,164	6,869	7,305	8,378	发行在外股份(百万股)	1488	1488	1488	1488
					ROIC(%)	19.6%	15.0%	16.6%	18.0%
					ROE(%)	15.3%	11.6%	13.1%	14.2%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	30.9%	31.8%	32.3%	32.5%
经营活动现金流	408	546	604	768	销售净利率(%)	12.9%	8.9%	9.6%	10.0%
投资活动现金流	-445	-587	-653	-782	资产负债率(%)	41.9%	41.0%	37.2%	37.1%
筹资活动现金流	369	-213	-183	-249	收入增长率(%)	6.1%	18.6%	19.0%	21.0%
现金净增加额	332	-254	-232	-263	净利润增长率(%)	69.7%	-13.7%	27.2%	25.0%
折旧和摊销	218	204	241	287	P/E	26.73	32.75	25.45	20.24
资本开支	482	177	210	300	P/B	4.28	3.79	3.35	2.91
营运资本变动	-210	-173	-287	-323	EV/EBITDA	16.68	19.45	16.09	13.26

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>

