

2021年07月15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

出台员工持股计划，完善治理结构，看好 IC 载板龙头业绩稳增

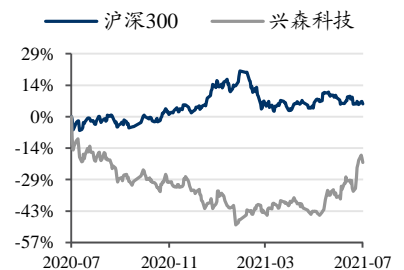
买入（维持）

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	424	544	683
同比（%）	78.7%	-18.7%	28.3%	25.5%
每股收益（元/股）	0.35	0.29	0.37	0.46
P/E（倍）	34.98	43.00	33.51	26.70

投资要点

- **事件：**7月14日，兴森科技公布2021年员工持股计划（草案），本次持股计划总人数不超过208人，持股计划规模不超过1487.90万股，约占公司总股本的1%。
- **业绩目标与股权激励相结合，进一步完善公司治理结构：**在本次持股计划中，包含了公司董事、高级管理人员和核心骨干，总人数不超过208人，其中董事与高级管理人员合计7人，持股规模不超过1487.90万股（预留份额72.90万股），占股本总额的1%。从业绩考核目标来看，以2020年为基数，21年扣非后不低于3.80亿元（yoy+30%），22年为4.67亿元（yoy+23%），23年为5.64亿元（yoy+21%），我们认为，本次持股计划的推出，将进一步提升员工的稳定性、凝聚性和积极性，实现公司、股东、员工利益的一致性，推动公司进一步稳健发展。
- **IC载板产能稳步释放，业绩贡献逐步显现：**兴森科技是国内IC封装基板的先行者，2012年开始布局，目前在市场、技术工艺以及产能布局等方面均处于领先水平，截止2021年Q2广州生产基地具备2万平米/月的产能，其中2012年投产的产线已经完全释放，在2020年满产并且良率达到94%以上，18年新投产的1万平米/月的产能的良率及利用率均实现快速提升。我们认为随着IC载板的产能释放，业绩贡献将逐步显现，一方面收入端实现快速提升，其次随着工艺成熟度、良率的不断提升，利润贡献也将进一步提升。
- **行业产能紧缺+国产替代，持续看到国内IC载板龙头业绩实现稳步向上：**当前行业产能紧缺，同时由于资金、客户以及技术壁垒的存在，下游产能扩产释放仍需时间，而且当前国内玩家产能占比较仍然较小，随着国产替代需求的进一步推进，产能布局、技术研发以及产品领先的内资企业具备很广发展空间；综合来讲，我们持续看好兴森科技技术及产能领先优势，未来龙头优势也将继续保持。
- **盈利预测与投资评级：**我们维持2021-2023年归母净利润预测4.24/5.44/6.83亿元，对应2021-2023EPS为0.29/0.37/0.46元。当前市值对应2021-2023年PE为43/34/27倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**IC载板产能扩产不及预期；客户订单不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.26
一年最低/最高价	7.93/16.50
市净率(倍)	5.62
流通A股市值(百万元)	15598.18

基础数据

每股净资产(元)	2.18
资产负债率(%)	46.78
总股本(百万股)	1487.91
流通A股(百万股)	1272.28

相关研究

- 1、《兴森科技（002436）：国产替代+产能紧俏，国内IC载板龙头快速崛起》2021-06-24
- 2、《兴森科技（002436）：2021一季报点评：一季度业绩高增长，产能逐步释放助力长期成长》2021-04-28
- 3、《兴森科技（002436）：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》2021-04-15

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	3,061	3,029	3,620	营业收入	4,035	4,785	5,692	6,887
现金	860	486	220	345	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	64	77	92
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	6,748	7,151	8,267	营业利润	611	527	663	830
流动负债	1,831	2,165	2,168	2,741	加:营业外净收支	-3	-2	-1	-2
短期借款	815	678	724	794	利润总额	609	526	662	828
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	60
非流动负债	754	654	550	455	归属母公司净利润	522	424	544	683
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	3,195	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	289	335	387	447	每股收益(元)	0.35	0.29	0.37	0.46
归属母公司股东权益	3,289	3,594	4,046	4,624	每股净资产(元)	2.19	2.39	2.70	3.08
负债和股东权益	6,164	6,748	7,151	8,267	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%	12.0%	13.4%	14.7%
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	769	销售净利率(%)	12.9%	8.9%	9.6%	9.9%
投资活动现金流	-445	-587	-653	-782	资产负债率(%)	41.9%	41.8%	38.0%	38.7%
筹资活动现金流	369	-334	-217	-293	收入增长率(%)	6.1%	18.6%	19.0%	21.0%
现金净增加额	332	-374	-266	-306	净利润增长率(%)	69.7%	-14.0%	26.8%	24.7%
折旧和摊销	218	204	241	287	P/E	34.98	43.00	33.51	26.70
资本开支	482	177	210	300	P/B	5.60	5.12	4.55	3.97
营运资本变动	-210	-173	-287	-323	EV/EBITDA	21.48	25.15	20.76	17.09

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>