

兴森科技 (002436.SZ)

IC载板国产化领航者，员工持股彰显信心

事件：公司于2021年7月14日晚公告员工持股计划。

公司公告员工持股计划，资金规模不超过7439万元，核心7位高管占1490万元，仅占总资金20%，剩余80%均分配给公司其余核心骨干员工，彰显公司上下计提对于公司未来业绩的信心。

其中员工持股计划业绩考核目标如下：2021~2023年扣非净利润较2020年扣非净利润增长不低于30%/60%/90%；2020年公司扣非净利润为2.92亿元，对应员工持股要求，2021-2023年公司扣非净利润下限为3.8/4.7/5.5亿元；2021~2024年对应股份支付费用分别约为0.27/0.52/0.25/0.09亿元。

IC载板满产，国产替代行业领航者。年初至今公司2万平米/月的IC载板产能利用率及良率均维持高位，主要得益于行业的高景气度，及公司产品不断在品阶上的提升，配合国产替代大趋势，推动公司产能满载，以及客户的持续性突破。

IC载板大力扩产，打开未来市占率空间。当前全球IC载板行业超过百亿美金，且随着未来晶圆厂及封装厂的不断扩产，IC载板市场规模预计将进入高速增长阶段。兴森当前规划30亿人民币投资，一期16亿人民币的投资将会带动产能成倍增长，作为内资厂商首批进入该行业的领航者之一，有望享受到先发优势，扩产投产后快速爬坡占据市场，完成市占率的稳步提升。

经营效率提高，利润率及收入同步提高。公司在过去数个季度均同步致力于内部效益管控，从2021Q1开始兴森已实现各项成本费率下降，带动盈利能力的提振，且有望顺着收入体量不断增长的调格式保持效益的持续优化。

盈利预测与投资建议：纵观无论是PCB行业，亦或者是半导体行业，因为5G的推动都带来了翻天覆地的变化。下游应用之中硅含量的提升带动的不仅仅只是芯片的需求的暴增，同时还带动了封测之中IC载板及半导体测试板的需求；而作为承载半导体的PCB同样面临着需求的增长以及技术难度的提高。兴森科技紧抓5G时代的机遇加速扩产PCB以及半导体产能，因此我们也预计公司2021年至2023年将实现营业收入49.41/62.35/74.46亿元，实现归母净利润4.66/6.10/8.18亿元，对应当前PE分别为38.9/29.7/22.2x，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,804	4,035	4,941	6,235	7,446
增长率 yoy (%)	9.5	6.1	22.5	26.2	19.4
归母净利润(百万元)	292	522	466	610	818
增长率 yoy (%)	36.0	78.7	-10.7	31.0	34.1
EPS 最新摊薄(元/股)	0.20	0.35	0.31	0.41	0.55
净资产收益率 (%)	10.9	15.3	13.0	14.7	16.7
P/E (倍)	62.1	34.8	38.9	29.7	22.2
P/B (倍)	6.4	5.6	5.0	4.4	3.8

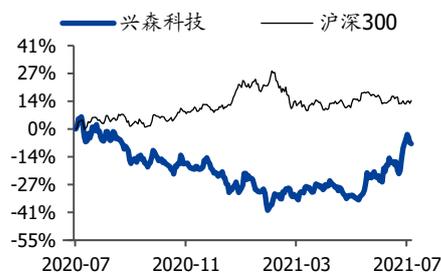
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2021年7月15日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	元件
前次评级	买入
7月15日收盘价(元)	12.19
总市值(百万元)	18,137.67
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)	43.94

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)：PCB一站式解决厂商，IC载板国产替代先驱者》2021-04-27
- 《兴森科技(002436.SZ)：业绩大超预期，行业景气持续上升》2021-04-14
- 《兴森科技(002436.SZ)：20Q4恢复高增长，业绩拐点确定》2021-01-11



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2400	2878	4099	4725	5766	营业收入	3804	4035	4941	6235	7446
现金	528	860	1249	1576	1883	营业成本	2637	2787	3337	4178	4876
应收票据及应收账款	1381	1333	1990	2203	2805	营业税金及附加	23	22	32	40	46
其他应收款	30	15	40	29	53	营业费用	208	154	173	218	261
预付账款	20	13	27	24	37	管理费用	346	333	430	530	633
存货	381	399	535	635	731	研发费用	198	239	296	374	447
其他流动资产	61	258	258	258	258	财务费用	59	101	96	151	191
非流动资产	2801	3286	3776	4394	4908	资产减值损失	-1	-26	0	0	0
长期投资	120	340	565	790	1010	其他收益	44	17	0	0	0
固定资产	1595	1738	2038	2446	2763	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	131	113	86	62	38	投资净收益	1	229	5	5	0
其他非流动资产	955	1095	1087	1096	1097	资产处置收益	0	9	0	0	0
资产总计	5201	6164	7876	9119	10674	营业利润	356	611	580	749	993
流动负债	1431	1831	3235	3973	4851	营业外收入	1	2	3	2	2
短期借款	404	815	1741	2378	2933	营业外支出	3	5	5	4	4
应付票据及应付账款	757	712	1047	1156	1415	利润总额	354	609	579	748	991
其他流动负债	270	303	447	439	503	所得税	32	62	63	80	101
非流动负债	804	754	665	595	486	净利润	322	547	516	668	890
长期借款	657	680	590	521	412	少数股东损益	30	25	50	58	72
其他非流动负债	147	74	74	74	74	归属母公司净利润	292	522	466	610	818
负债合计	2235	2585	3900	4568	5337	EBITDA	613	895	853	1107	1429
少数股东权益	135	289	340	398	470	EPS (元)	0.20	0.35	0.31	0.41	0.55
股本	1488	1488	1488	1488	1488						
资本公积	28	8	8	8	8						
留存收益	1275	1642	1988	2425	3023						
归属母公司股东权益	2831	3289	3636	4153	4866						
负债和股东权益	5201	6164	7876	9119	10674						

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	373	853	970
净利润	322	547	516	668	890
折旧摊销	207	218	208	258	313
财务费用	59	101	96	151	191
投资损失	-1	-229	-5	-5	0
营运资金变动	-113	-210	-442	-218	-425
其他经营现金流	40	-19	0	0	0
投资活动现金流	-366	-445	-694	-870	-827
资本支出	355	482	266	392	294
长期投资	-12	0	-225	-225	-220
其他投资现金流	-23	36	-653	-704	-754
筹资活动现金流	-103	369	-216	-294	-391
短期借款	-144	412	0	0	0
长期借款	91	23	-90	-70	-109
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	-126	-224	-282
现金净增加额	41	332	-536	-311	-248

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	22.5	26.2	19.4
营业利润(%)	29.0	72.0	-5.1	29.1	32.5
归属于母公司净利润(%)	36.0	78.7	-10.7	31.0	34.1
获利能力					
毛利率(%)	30.7	30.9	32.5	33.0	34.5
净利率(%)	7.7	12.9	9.4	9.8	11.0
ROE(%)	10.9	15.3	13.0	14.7	16.7
ROIC(%)	9.2	12.5	9.3	10.4	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	43.0	41.9	49.5	50.1	50.0
净负债比率(%)	22.8	20.5	32.0	33.6	31.6
流动比率	1.7	1.6	1.3	1.2	1.2
速动比率	1.4	1.2	1.0	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	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	0.41	0.55
每股经营现金流(最新摊薄)	0.35	0.27	0.25	0.57	0.65
每股净资产(最新摊薄)	1.90	2.19	2.42	2.77	3.25
估值比率					
P/E	62.1	34.8	38.9	29.7	22.2
P/B	6.4	5.6	5.0	4.4	3.8
EV/EBITDA	30.8	21.4	23.1	18.1	14.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 15 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中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
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	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：021-38124100

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