

2021 年中报点评：经营性利润同比高增，IC 载板赛道卡位及前瞻布局优势尽显 买入（维持）

2021 年 08 月 25 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

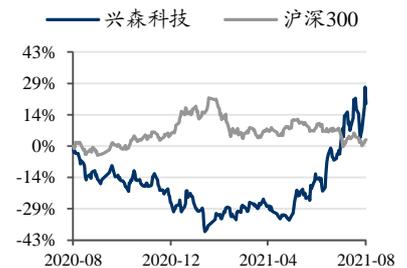
yaojh@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 4,035 | 4,907 | 5,920 | 7,133 |
| 同比（%） | 6.1% | 21.6% | 20.6% | 20.5% |
| 归母净利润（百万元） | 522 | 551 | 682 | 824 |
| 同比（%） | 78.7% | 5.7% | 23.7% | 20.9% |
| 每股收益（元/股） | 0.35 | 0.37 | 0.46 | 0.55 |
| P/E（倍） | 43.91 | 41.55 | 33.58 | 27.78 |

投资要点

- **事件：**兴森科技 2021 年 H1 营收 23.71 亿元，同比+15.83%，归母净利润 2.85 亿元，同比-24.24%，扣非后归母净利润为 2.87 亿元，同比+103.15%，业绩超出我们预期。
- **IC 载板订单饱满，各业务线条产能有序释放，Q2 业绩创单季度新高：**Q2 单季度营收 13.00 亿元，同比+9.61%，环比+21.38%，归母净利润 1.84 亿元，同比-45.51%，环比+82.18%，扣非后归母净利润 1.77 亿元，同比+66.61%，环比+60.91%，剔除 2020 年转让控股子公司上海泽丰 16%股权带来的 2.26 亿元投资收益影响，兴森科技 Q2 收入及利润均创历史新高；从细项业务来看，传统 PCB 业务 H1 实现营收 17.89 亿元，同比+13.22%，占营业收入的比例为 75.49%，毛利率 34.35%（同比+3.14pp）；前期扩产的 PCB 样板、高多层板产能逐步释放，拉动营收稳步向上，通过优化产品结构和价格调整有效消化原材料成本压力，提升盈利能力；其次 IC 载板 H1 实现营收 2.95 亿元，同比+111.06%，占营业收入的比例为 12.46%（同比+5.62pp），毛利率 20.80%（同比+11.55pp）；上半年兴森科技现有的 2W 平米/月的产能（除 2 月份春节因素之外）均处于满产状态，整体良率提升至 96%以上，业绩及利润贡献均实现大幅提升，截至 2021 年上半年，公司 IC 载板订单已排产至 2021 年年底；因此综上，传统的 PCB 业务产能逐步释放，产品结构优化，保证持续稳定的业绩贡献，IC 载板业务扩产节奏清晰，产能爬坡及良率提升顺利，业绩贡献持续提升。
- **经营效率持续改善，盈利能力稳步提升：**2021 年上半年实现整体毛利率 32.78%（同比+2.77pp），其中 PCB 业务及 IC 载板业务毛利率均实现不同程度的提升，销售净利率 12.29%（同比-7.15pp，其中 2020 年 Q2 有出售股权投资收益影响），从费用端来看销售期间费用率为 17.58%（同比-1.45pp）。
- **国产替代+供不应求，兴森科技前瞻布局 IC 载板优势尽显：**根据 Prismark 的数据，2020 年全球封装基板的市场规模为 102 亿美元，突破 2011 年峰值，预计未来 2020-2025 年 CAGR 为 9.7%，2025 年市场规模将达到 162 亿美元；同时当前国产 IC 载板占全球市场的份额一直较低（2017 年占比仅 4%），相比 50%+的 PCB 市场份额占比，国产 IC 载板仍有很大发展空间；当前很多 PCB 玩家相继入局 IC 载板，但是基于资金、技术以及客户认证等行业壁垒，新投产产能释放仍需时间，兴森科技当前在产能以及技术等方面均处于国内领先水平，前瞻布局优势已经逐步显现。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计随着 IC 载板及 PCB 业务产能的稳步释放，同时下游行业需求稳步增加，兴森科技业绩或将进一步加速，我们将 2021-2023 年的 EPS 从 0.29/0.37/0.46 元上调至 0.37/0.46/0.55 元，当前市值对应的 PE 分别为 42/34/28 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**IC 载板产能释放及爬坡不及预期；PCB 行业需求下滑。

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 15.39 |
| 一年最低/最高价 | 7.93/16.50 |
| 市净率(倍) | 6.97 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 19580.47 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 2.21 |
| 资产负债率(%) | 48.31 |
| 总股本(百万股) | 1487.92 |
| 流通 A 股(百万股) | 1272.29 |

相关研究

- 1、《兴森科技（002436）：出台员工持股计划，完善治理结构，看好 IC 载板龙头业绩稳增长》2021-07-15
- 2、《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
- 3、《兴森科技（002436）：2021 一季报点评：一季度业绩高速增长，产能逐步释放助力长期成长》2021-04-28

1. 经营性利润同比高增，前瞻布局优势尽显

兴森科技公布 2021 年中报，上半年实现营业收入 23.71 亿元，同比增长 15.83%，实现归母净利润 2.85 亿元，同比下降 24.24%，实现扣非后归母净利润 2.87 亿元，同比上升 103.15%，实现基本每股收益 0.19 元/股，同比下降 24.0%。

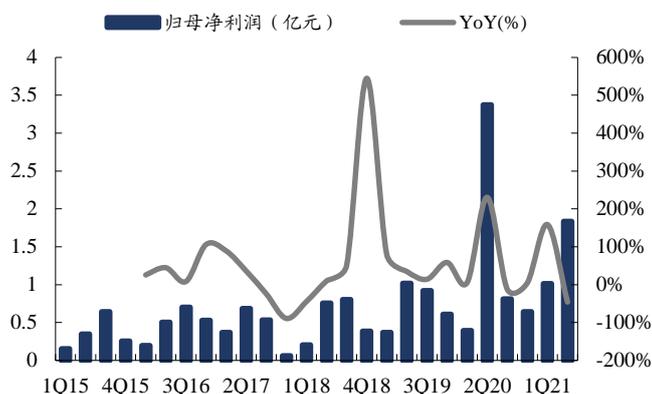
2021 年上半年，行业需求回暖，公司前期扩产的 IC 封装基板、PCB 样板和高多层板的产能逐步释放，实现营业收入 23.71 亿元，YoY+15.83%，较 2020H2（19.88 亿元）环比增长 19.27%。Q2 单季度营收为 13.00 亿元，YoY +9.61%，环比+21.38%；报告期内，公司实现归母净利润 2.85 亿元，YoY -24.24%，较 2020H2（1.46 亿元）环比增长 95.21%。Q2 单季度归母净利润为 1.84 亿元，YoY -45.51%，环比+82.18%。

图 1：兴森科技营业总收入及同比增长（亿元，%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：兴森科技归母净利润及同比增长（亿元，%）



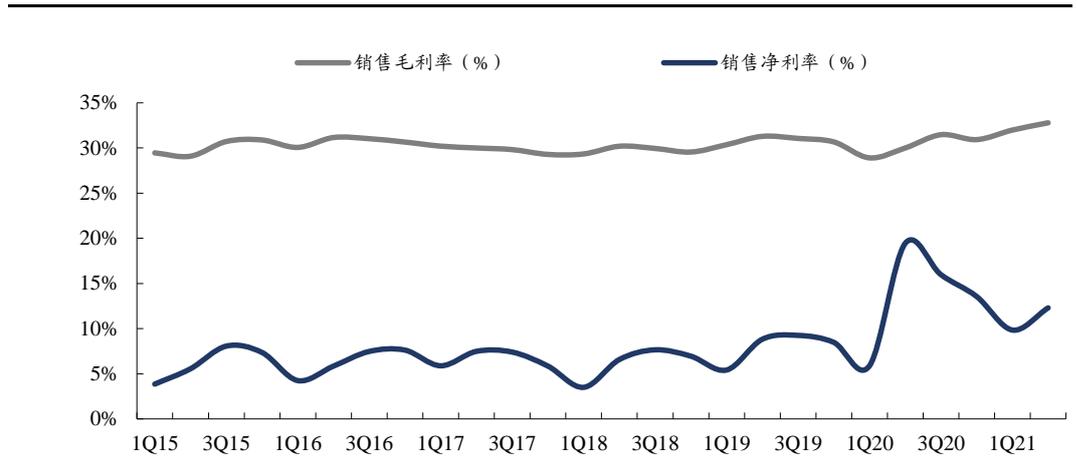
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1. 盈利水平保持稳定，经营质量稳步提升

2021 年上半年，公司销售毛利率为 32.78%，较去年同期上升 2.77pp，较 2020H2 上升 1.85pp；销售净利率为 12.29%，较去年同期下降 7.15pp，较 2020H2 下降 1.26pp，经营质量稳步提升。

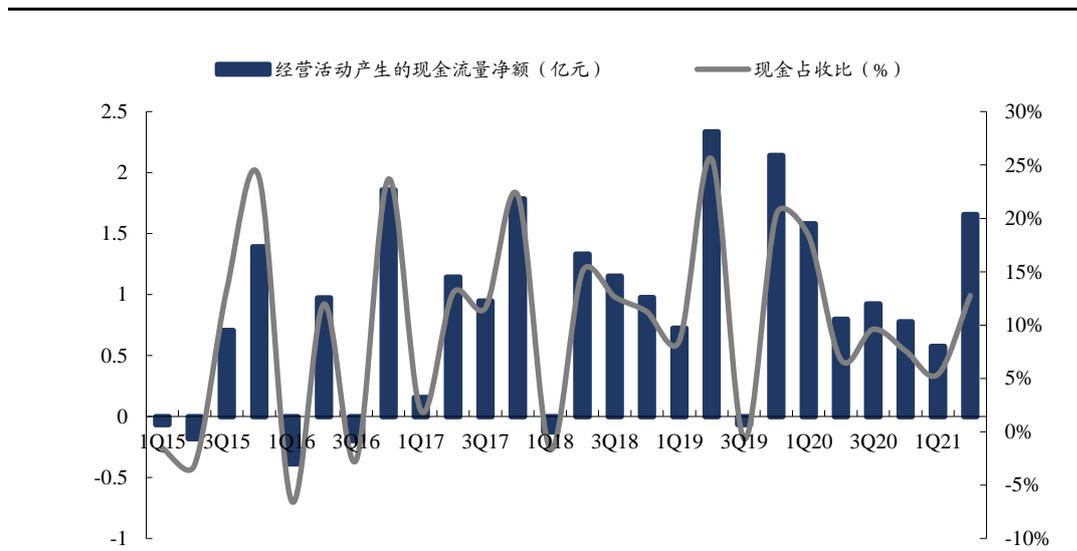
现金流方面，2021 年上半年公司经营活动产生的现金流量净额为 2.23 亿元，较去年同期减少 0.15 亿元，同比下降 6.30%。2021Q2 经营活动产生的现金流量净额为 1.66 亿元，较 Q1 增加 1.08 亿元，环比上升 186.21%。

图 3: 兴森科技销售毛利率及净利率 (%)



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, %)

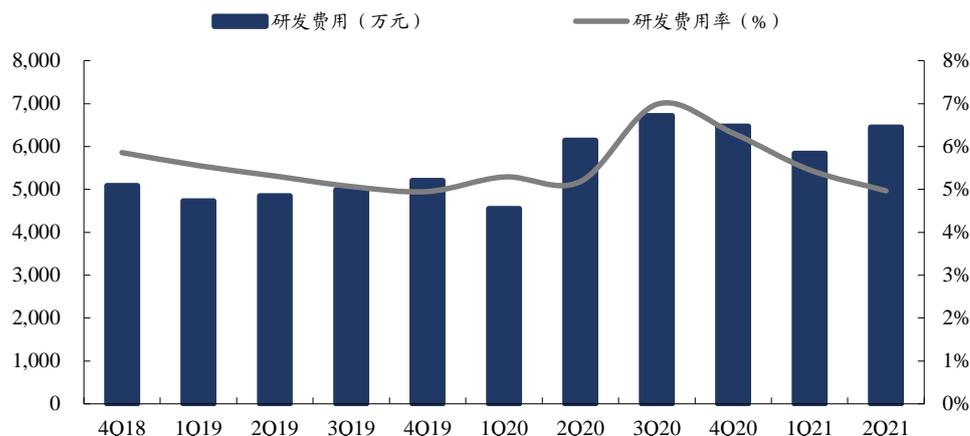


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 经营效率提升, 期间费用进一步下降

2021 上半年公司研发费用达 12292.80 万元, 较 2020 年上半年 (研发费用 10696.70 万元) 同比增长 14.92%。2021Q2 的研发费用为 6452.83 万元, 较第一季度 (研发费用 5839.97 万元) 环比增长 10.49%。

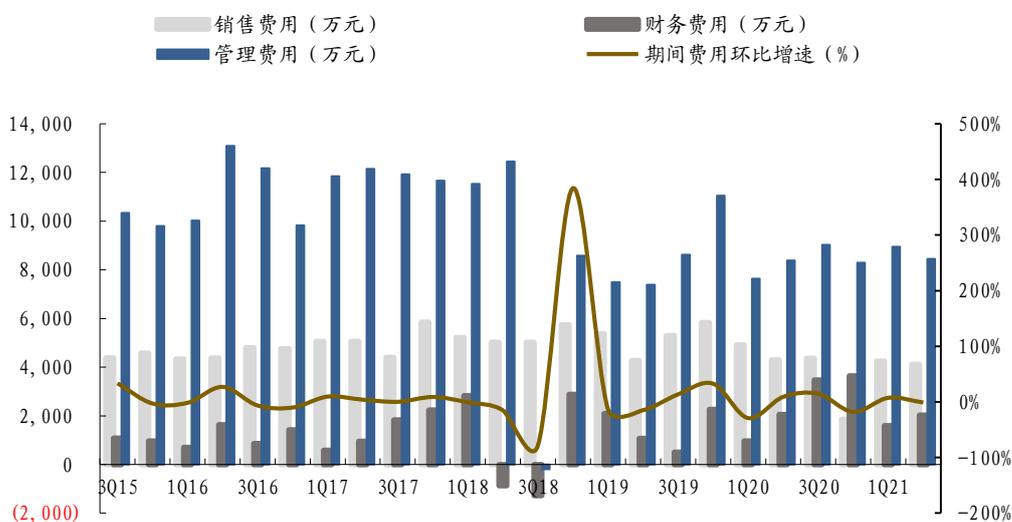
图 5: 兴森科技研发费用及费用率 (万元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司费用控制能力整体稳定,销售费用整体呈下降水平。2021 年上半年,公司销售、管理及财务费用共计 2.94 亿元。其中,公司发生销售费用 8355.04 万元,同比下降 9.32%;发生管理费用 1.74 亿元,同比增加 8.58%;发生财务费用 3621.60 万元,同比增长 19.79%。我们相信,随着公司规模扩张进一步稳定,公司费用控制能力将进一步提升。

图 6: 兴森科技费用率情况及增速 (万元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 期间管理费用不包含研发费用。

1.3. 产能有序释放, 各项业务持续稳步向好

2021 年上半年, 得益于良好经济指标与友好政策环境, 高技术制造业增加值同比增长 22.6%。工业机器人、新能源汽车和集成电路增势较大, 带动 IC 载板、PCB 板等业务增长。上半年公司两大主营业务增势较好, 营收均呈稳步增长水平。

图 7: 兴森科技 PCB 业务收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 兴森科技半导体业务收入及同比增速 (亿元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

随着全球经济逐渐复苏, PCB 业务增长稳定。公司前期扩产的 PCB 样板与高多层板产能逐渐释放, 带动 PCB 业务收入增加。2021 年上半年, 公司 PCB 业务实现营业收入 17.89 亿元, 同比增长 13.22%, 实现毛利率 34.35%。2021 年上半年, 原材料价格大幅上涨, 公司优化产品结构, 调整价格策略, 有效缓解原材料价格上涨导致的成本压力问题。

主营业务加速发力, 子孙公司齐头并进。得益于欧洲市场复苏, PCB 需求增加。公司孙公司 Fineline 主营 PCB 贸易, 上半年业绩表现喜人, 实现营业收入 6.17 亿元, 较 2019 年同期增长 17.93%; 实现净利润 5858.42 万元, 同比增长 51.69%。Exception 公司上半年实现净利润 281.6 万元, 同比增长 64.5%。公司孙公司上半年整体业绩水平表现良好, 带动公司 PCB 业务持续发力。

从半导体业务来看, 2021 年上半年, 公司全面推进 IC 封装基板、半导体测试板的投资扩产工作。截至 2021 年上半年, 公司具备 2 万平方米/月的产能, 除春节外, 基本处于满产状态, 整体良率达 96% 以上。2021 年上半年, 公司半导体业务实现营业收入 4.99 亿元, 同比增长 17.91%。其中, IC 封装基板业务实现营业收入 2.95 亿元, 同比增长 111.06%, 实现毛利率 20.80%。由于上海泽丰 2020 年同期并表影响, 公司半导体测试板业务收入略有下滑。2021 年上半年, 公司半导体测试板业务实现营业收入 2.03 亿元, 同比下降 28.15%。

整体来看, 公司坚守线路板产业链, 以 IC 封装基板为主要投资方向, 扩大产能规模, 进行数字化改造, 有效实现降本增效, 不断提升经营效率。

表 1: 兴森科技各项业务收入、毛利率及收入占比 (亿元, %)

| | 2019 年报 | 2020 中报 | 2020 年报 | 2021 中报 |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 (亿元) | 38.04 | 20.47 | 40.35 | 23.71 |
| YOY (%) | 9.51% | 15.89% | 6.07% | 15.83% |

PCB 业务

| | | | | | |
|--------------|------|--------|--------|--------|---------|
| PCB 样板、小批量板 | | | | | |
| | 收入 | 29.22 | 15.81 | 30.86 | 17.89 |
| | YoY | 4.54% | 16.36% | 5.63% | 13.22% |
| | 收入占比 | 76.81% | 77.23% | 76.49% | 75.49% |
| | 毛利率 | 31.93% | 31.21% | 32.57% | 34.35% |
| 半导体业务 | | | | | |
| IC 封装基板 | | | | | |
| | 收入 | 2.97 | 1.40 | 3.36 | 2.95 |
| | YoY | 26.04% | 3.40% | 13.00% | 111.06% |
| | 收入占比 | 7.82% | 6.84% | 8.33% | 12.46% |
| | 毛利率 | 17.68% | 9.25% | 13.00% | 20.80% |
| 半导体测试板 | | | | | |
| | 收入 | 5.04 | 2.83 | 5.02 | 2.03 |
| | YoY | 49.33% | 24.42% | -0.34% | -28.15% |
| | 收入占比 | 13.25% | 13.83% | 12.45% | 8.58% |
| | 毛利率 | 27.92% | 29.46% | 26.69% | 22.17% |

数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 把握产业升级机会, 加大项目投资扩产力度

为把握 PCB 和半导体行业升级的产业机会, 公司加大项目投资扩产的力度, 提升高端 PCB 样板、封装基板、高端线路板等产能, 其中包括子公司广州科技投资建设二期工程项目、珠海兴盛基础工程建设项目和宜兴硅谷印刷线路板二期工程项目等。

表 2: 重大的非股权投资情况 (亿元, 截至 2021 年 H1)

| 项目名称 | 累计实际投入金额 | 项目进度 | 项目预计成效 |
|--|----------|--------|---|
| 子公司广州科技投资建设二期工程 | 4.97 亿元 | 94% | 中、高端多层 PCB 样板产线 15000 平方米/月; 中、高端封装基板产线产能由原来的 10000 平方米/月扩充至 18000 平方米/月。 |
| 珠海兴盛基础工程建设 | 1.62 亿元 | 30% | 壮大发展规模, 满足珠海兴盛厂房等基础设施建设流动资金的需要。 |
| 宜兴硅谷印刷线路板二期工程项目 ——年产 96 万平方米印刷线路板项目 | 0.46 亿元 | 15.64% | 项目达产后, 每月新增 8 万平方米高端线路板产能, 产品主要服务于 5G 通信、Mini LED、服务器和光模块等领域。 |

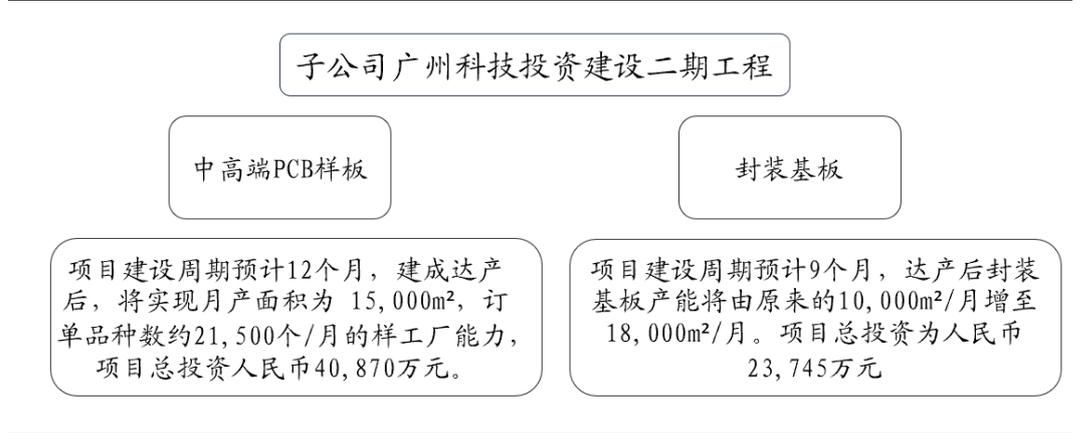
数据来源: 2021 年中报, 东吴证券研究所

子公司广州科技投资建设二期工程的主要产线规划为中、高端 PCB 样板产线与封装基板产线。该项目投产后将解决公司高端 PCB 样板产能不足问题, 有利于巩固与扩大公司 PCB 样板业务在中、高端产品领域的市场地位和份额, 通过引入数字化工厂的

设计，大幅提升产能和效率，公司将继续保持并扩大 PCB 样板领域的领先优势。

IC 封装基板业务目前客户订单导入顺利，产能逐步释放。随着客户的认可，工厂目前承受了较大的产能压力，原有的生产设备和产能已不能满足市场需要，急需提升产能和先进制程能力。通过此次扩产，IC 封装基板业务在进一步扩大产能的同时，还将不断提升技术能力，满足客户不断提升的精细线路要求。

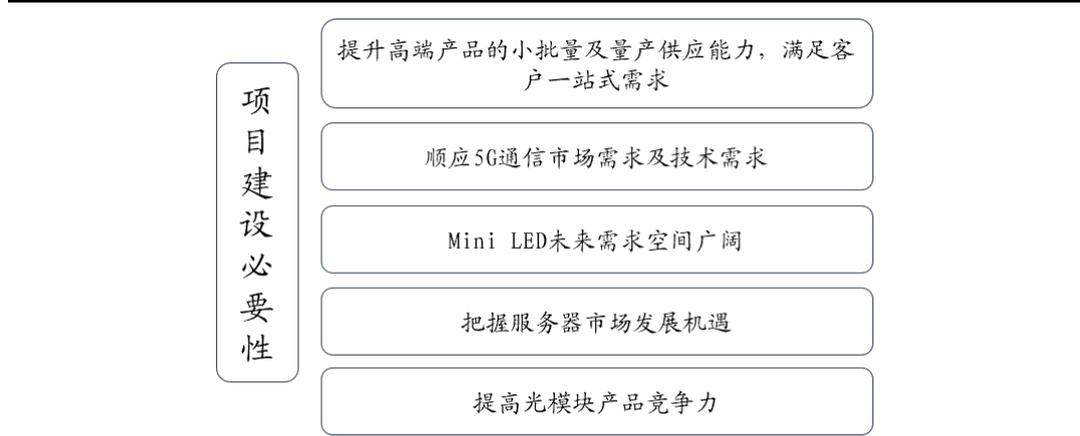
图 9: 子公司广州科技投资建设二期工程项目规划



数据来源：关于子公司广州兴森快捷电路科技有限公司投资建设二期项目的公告，东吴证券研究所

宜兴硅谷印刷线路板二期工程项目实施后将提高公司多层板产品产能，改变产品结构，实现公司高端印制电路板业务领域战略布局，为公司股东创造更大的经济利益，显著提升公司在 PCB 行业内的竞争力。

图 10: 宜兴硅谷印刷线路板二期工程项目建设必要性



数据来源：2021 年非公开发行 A 股股票预案，东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

我们预计随着 IC 载板及 PCB 业务产能的稳步释放，同时下游行业需求稳步增加，兴森科技业绩或将进一步加速，我们将 2021-2023 年的 EPS 从 0.29/0.37/0.46 元上调至

0.37/0.46/0.55 元，当前市值对应的 PE 分别为 42/34/28 倍，维持“买入”评级。

4. 风险提示

IC 载板产能释放及爬坡不及预期；PCB 行业需求下滑。

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 | 3,213 | 3,352 | 4,032 | 营业收入 | 4,035 | 4,907 | 5,920 | 7,133 |
| 现金 | 860 | 543 | 446 | 345 | 减:营业成本 | 2,787 | 3,302 | 3,970 | 4,760 |
| 应收账款 | 1,333 | 1,919 | 2,097 | 2,704 | 营业税金及附加 | 22 | 31 | 35 | 42 |
| 存货 | 399 | 526 | 586 | 747 | 营业费用 | 154 | 196 | 231 | 292 |
| 其他流动资产 | 286 | 225 | 223 | 271 | 管理费用 | 333 | 393 | 474 | 571 |
| 非流动资产 | 3,286 | 3,702 | 4,135 | 4,599 | 研发费用 | 239 | 266 | 327 | 401 |
| 长期股权投资 | 340 | 564 | 789 | 1,014 | 财务费用 | 101 | 63 | 74 | 82 |
| 固定资产 | 1,738 | 1,960 | 2,200 | 2,471 | 资产减值损失 | 26 | 22 | 31 | 35 |
| 在建工程 | 217 | 231 | 245 | 263 | 加:投资净收益 | 229 | 14 | 19 | 20 |
| 无形资产 | 113 | 82 | 51 | 18 | 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 | 6,916 | 7,487 | 8,631 | 营业利润 | 611 | 685 | 830 | 1,001 |
| 流动负债 | 1,831 | 2,189 | 2,211 | 2,672 | 加:营业外净收支 | -3 | -2 | -1 | -2 |
| 短期借款 | 815 | 678 | 724 | 708 | 利润总额 | 609 | 683 | 829 | 999 |
| 应付账款 | 712 | 1,066 | 1,065 | 1,472 | 减:所得税费用 | 62 | 72 | 82 | 102 |
| 其他流动负债 | 303 | 444 | 422 | 491 | 少数股东损益 | 25 | 60 | 65 | 73 |
| 非流动负债 | 754 | 657 | 552 | 444 | 归属母公司净利润 | 522 | 551 | 682 | 824 |
| 长期借款 | 680 | 583 | 478 | 370 | EBIT | 677 | 728 | 874 | 1,045 |
| 其他非流动负债 | 74 | 74 | 74 | 74 | EBITDA | 895 | 976 | 1,172 | 1,402 |
| 负债合计 | 2,585 | 2,845 | 2,763 | 3,115 | 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 少数股东权益 | 289 | 349 | 414 | 486 | 每股收益(元) | 0.35 | 0.37 | 0.46 | 0.55 |
| 归属母公司股东权益 | 3,289 | 3,721 | 4,310 | 5,030 | 每股净资产(元) | 2.19 | 2.48 | 2.87 | 3.36 |
| 负债和股东权益 | 6,164 | 6,916 | 7,487 | 8,631 | 发行在外股份(百万股) | 1488 | 1488 | 1488 | 1488 |
| | | | | | ROIC(%) | 19.6% | 18.7% | 20.2% | 21.2% |
| | | | | | ROE(%) | 15.3% | 15.0% | 15.8% | 16.3% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | | | | |
| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 毛利率(%) | 30.9% | 32.7% | 32.9% | 33.3% |
| 经营活动现金流 | 408 | 657 | 826 | 958 | 销售净利率(%) | 12.9% | 11.2% | 11.5% | 11.6% |
| 投资活动现金流 | -445 | -645 | -708 | -797 | 资产负债率(%) | 41.9% | 41.1% | 36.9% | 36.1% |
| 筹资活动现金流 | 369 | -330 | -216 | -299 | 收入增长率(%) | 6.1% | 21.6% | 20.6% | 20.5% |
| 现金净增加额 | 332 | -317 | -97 | -138 | 净利润增长率(%) | 69.7% | 11.7% | 22.3% | 20.1% |
| 折旧和摊销 | 218 | 248 | 298 | 357 | P/E | 43.91 | 41.55 | 33.58 | 27.78 |
| 资本开支 | 482 | 193 | 208 | 239 | P/B | 7.04 | 6.21 | 5.36 | 4.58 |
| 营运资本变动 | -210 | -245 | -270 | -354 | EV/EBITDA | 26.68 | 24.70 | 20.66 | 17.35 |

数据来源: wind, 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>

