

兴森科技 2021 年三季报点评：Q3 业绩稳健高增，IC 载板业绩动能逐步显现

2021 年 10 月 21 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	4,964	6,072	7,315
同比（%）	6.1%	23.0%	22.3%	20.5%
归母净利润（百万元）	522	605	769	925
同比（%）	78.7%	16.1%	27.1%	20.3%
每股收益（元/股）	0.35	0.41	0.52	0.62
P/E（倍）	36.72	31.64	24.90	20.70

投资要点

■ **事件：**2021 年前三季度兴森科技实现营收 37.17 亿元，同比+23.53%，归母净利润 4.90 亿元，同比+7.09%，基本每股收益 0.33 元/股，同比+6.45%，其中 Q3 实现营收 13.46 亿元，同比+39.92%，归母净利润 2.05 亿元，同比+152.45%，业绩超出我们预期。

■ **订单饱满，经营效率提升，单季度业绩再创新高：**2021 年第三季度兴森科技实现营业收入 13.46 亿元，同比增长 39.92%；实现归母净利润 2.05 亿元，同比增长 152.45%，单季度营收及利润（2020 年 Q2 有投资收益的影响）均创历史新高。从盈利来看，虽然存在上游原材料成本涨价、季度末限产以及刚性成本的影响，但是随着内部经营效率的提升，净利率实现环比提升，2021 年 Q3 兴森科技毛利率为 31.43%，同比下降 0.04pp，环比下降 1.35pp；销售净利率为 15.04%，同比下降 0.93pp，环比增长 2.75pp；我们认为，随着 IC 载板效应的逐步体现，内部经营效率的提升，未来盈利能力仍将稳步提升。

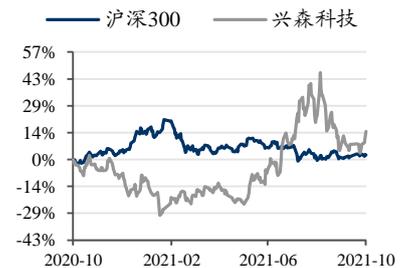
■ **持续扩大研发投入，注重研发创新：**坚持以 PCB 业务、半导体业务为发展核心，注重品质、研发投入，通过强化管理不断巩固和提升经营管理能力，提升效率以保持并增强核心竞争力。兴森研究院拥有规模数百人的研发专业团队，与世界测量仪器巨头是德科技共同成立了高速互连、射频微波等企业联合实验室，为全球 5G、云服务、射频微波、数字存储和一站式硬件电路等客户提供从原理方案、板级设计、IC 应用到调测验证的产品研发解决方案。

■ **半导体市场景气拉动 IC 载板需求增长，兴森科技先发优势显著：**根据 Prismark 的数据，2020 年全球 IC 载板市场规模成功突破百亿美元，达 101.9 亿美元，2021 年 IC 封装基板行业增长 19% 左右、市场规模达到 122 亿美金，2020-2025 年 CAGR 为 9.7%，整体市场规模将超过 160 亿美金，超越 FPC 成为线路板领域最大的细分行业。兴森科技从 2012 年开始布局 IC 载板业务，通过多年持续的研发投入，在市场、技术工艺、团队、品质等方面均已实现突破和积淀。广州生产基地目前具备 2 万平方米/月的 IC 封装基板产能。珠海兴科项目于今年下半年进入厂房装修和设备安装调试阶段，目前项目按计划有序推进中。

■ **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 0.37/0.46/0.55 元上调至 0.41/0.52/0.62 元，当前市值对应的 PE 分别为 32/25/21 倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**扩产进度不及预期，市场竞争加剧，IC 载板产能释放及爬坡不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.87
一年最低/最高价	7.93/16.50
市净率(倍)	5.83
流通 A 股市值(百万元)	16379.11

基础数据

每股净资产(元)	2.43
资产负债率(%)	48.99
总股本(百万股)	1487.92
流通 A 股(百万股)	1272.66

相关研究

- 1、《兴森科技（002436）：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》2021-08-25
- 2、《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
- 3、《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

1. 经营性利润同比高增，经营状况逐季提升

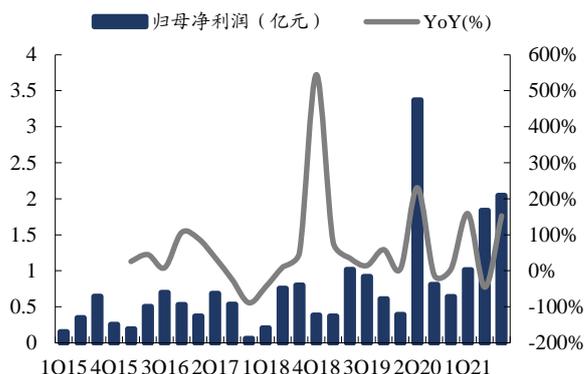
兴森科技公布 2021 年第三季度报告，公司 2021 年第三季度实现营业收入 13.46 亿元，同比增长 39.92%，环比增长 3.57%；实现归母净利润 2.05 亿元，同比增长 152.45%，环比增长 11.47%；实现基本每股收益 0.33 元/股，同比增长 6.45%。业绩水平符合我们预期。

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，%）



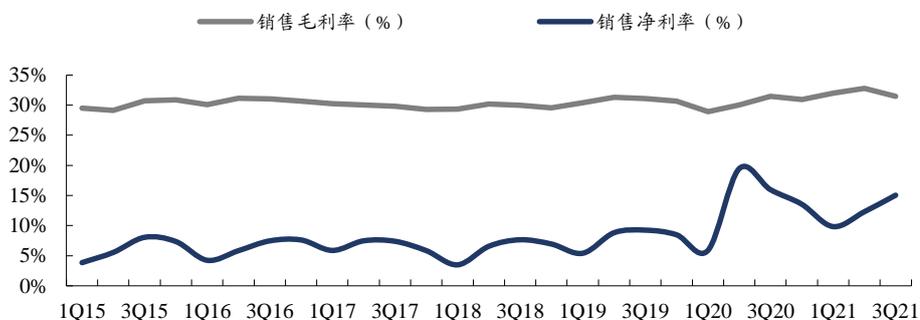
数据来源：wind，东吴证券研究所

1.1. 盈利水平保持稳定，经营质量稳步提升

2021 年第三季度，公司单季度销售毛利率为 31.43%，较去年同期下降 0.04pp，环比下降 1.35pp；单季度销售净利率为 15.04%，较去年同期下降 0.93pp，环比上涨 2.75pp，盈利水平保持稳定。

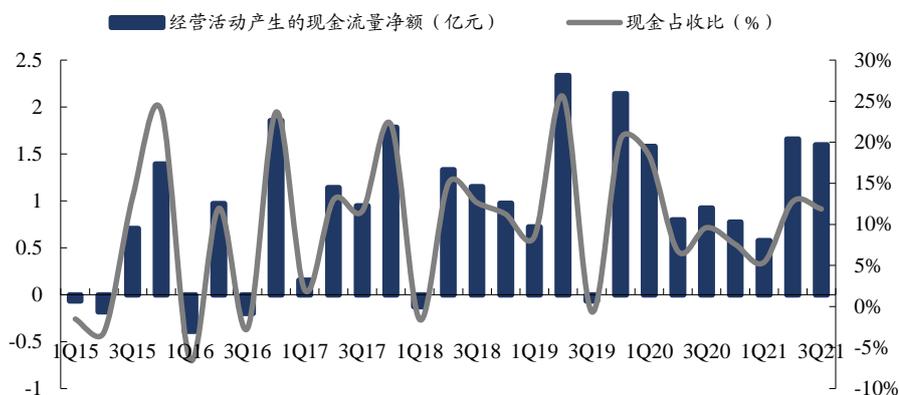
现金流方面，2021 年第三季度公司经营活动产生的现金流量净额为 1.60 亿元，较去年同期增加 0.67 亿元，同比上升 73.06%，环比下降 6.91%。

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, %)

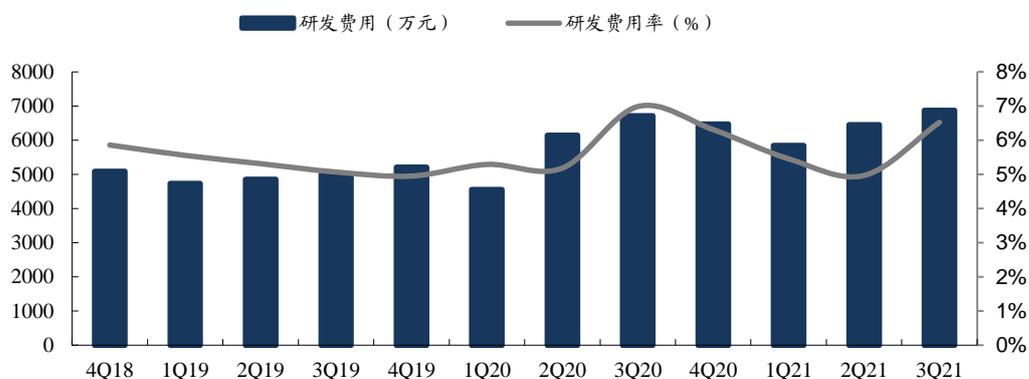


数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 经营效率提升, 期间费用进一步下降

持续加大研发投入, 助力产品升级。2021 年第三季度公司研发费用达 6873.47 万元, 较 2020 年第三季度 (研发费用 6715.66 万元) 同比增长 2.35%, 较第二季度 (研发费用 6452.83 万元) 环比增长 6.52%。

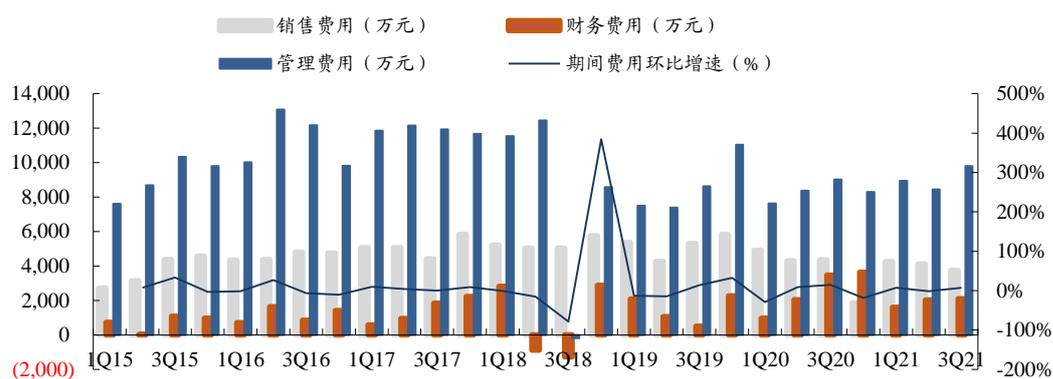
图 5: 兴森科技研发费用及费用率 (万元, %)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司费用控制能力整体稳定, 期间费用率进一步下降。2021 年第三季度, 公司销售、管理及财务费用共计 1.57 亿元。其中, 公司发生销售费用 3749.5 万元, 同比下降 8.80%; 发生管理费用 9799.1 万元, 同比增加 15.96%; 发生财务费用 2103.2 万元, 同比增长 3.47%。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

1.3. 持续推进产业升级, 产能进一步扩大

兴森科技 2021 年上半年在珠海高栏港设立全资子公司珠海兴科半导体有限公司(珠海兴科), 并将原由广州兴科实施的“3 万平方米/月 IC 封装载板和 1.5 万平方米/月类载板”建设项目变更为由珠海兴科实施。2021 年 7 月 13 日, 珠海兴科已完成了工商注册登记手续。2021 年 8 月 25 日, 珠海兴科将注册资本增加至 40,000 万元, 并完成了注册资本变更登记手续, 取得了珠海市金湾区市场监督管理局重新颁发的《营业执照》。目前, “3 万平方米/月 IC 封装载板和 1.5 万平方米/月类载板”项目正在有序推进中。

表 1: 珠海兴科项目计划

项目计划	项目计划周期	达产预计成效
中高端 PCB 样板	12 个月	实现月产面积 15,000m ² 订单品种数约 215,000 个/月的样工厂能力, 项目总投资人民币 40,870 万元
封装基板	9 个月	封装基板产能将由原来的 10000m ² /月增至 18000m ² /月

数据来源: 《关于下属子公司对外投资设立子公司的进展公告》, 东吴证券研究所

客户认可度不断提高, 产能扩张计划有序推进。珠海兴科项目将进一步加快实现兴森科技与大基金合作的半导体封装产业项目的投产, 项目建设内容为中、高端 PCB 样板产线与封装基板产线。由于 IC 载板存在着较高的技术、资金、客户、环保等多方面的较高壁垒, 兴森科技具有先发优势。随着该项目的落地达产, 公司有望快速实现市场占有率的稳步提升, 进一步巩固 IC 载板领域的内资龙头地位, 满足客户不断提升的精细线路要求的能力, 成为 IC 载板国产潮流领航者。

1.4. 前瞻布局 IC 载板, 积极扩充产能

IC 载板是对传统集成电路封装引线框架的升级。根据 Prismark 数据显示, 2019 年

全球集成电路封装基板行业市场规模为 81.4 亿美元，2020 年全球集成电路封装基板行业市场规模成功突破百亿美元，达 101.9 亿美元，Prismark 预测 2020-2025 年复合增速为 9.7%，至 2025 年全球集成电路封装基板行业市场规模约为 161.9 亿美元，封装基板的增速将明显超过其它 PCB 产品。

半导体产业正逐渐向中国大陆转移，国家设立千亿国家集成电路产业基金大力支持发展并重视半导体产业人才培养，未来市场成长潜力较大。

表 2: PCB 细分产品产值及增速

种类	2019 年产值 (亿美元)	2020 年产值 (亿美元)	同比增长 (%)	预计未来 5 年的增长率
单/双面板	80.9	78.3	-3.2%	3.6%
多层板	238.8	247.6	3.7%	5.1%
HDI 板	90.1	99.5	10.5%	6.7%
挠性板	122	124.8	2.4%	4.2%
封装基板	81.4	101.9	25.2%	9.7%
合计	613.1	652.2	6.4%	5.8%

数据来源: Prismark, 东吴证券研究所

兴森科技从 2012 年开始布局 IC 载板业务，作为中国本土 IC 封装基板行业的先行者之一，公司于 2012 年投资扩产进入 IC 封装基板行业，通过多年持续的研发投入，在市场、技术工艺、团队、品质等方面均已实现突破和积淀。广州生产基地目前具备 2 万平方米/月的 IC 封装基板产能，其中，在 2012 年投资的 1 万平方米/月产能已完全释放，处于满产状态，2020 年全年良率维持在 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，也实现产能利率的快速提升。

2021 年 9 月 14 日，兴森科技在投资者互动平台表示，珠海兴科项目于今年下半年进入厂房装修和设备安装调试阶段，目前项目按计划有序推进中。珠海兴科项目一期投入 16 亿人民币，规划扩充月产能 3 万平方米 IC 封装基板和 15,000 平方米类载板。

2. 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 0.37/0.46/0.55 元上调至 0.41/0.52/0.62 元，当前市值对应的 PE 分别为 32/25/21 倍，维持“买入”评级。

3. 风险提示

扩产进度不及预期，市场竞争加剧，IC 载板产能释放及爬坡不及预期。

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	3,275	3,493	4,271	营业收入	4,035	4,964	6,072	7,315
现金	860	555	501	345	减:营业成本	2,787	3,340	4,074	4,887
应收账款	1,333	1,957	2,162	2,761	营业税金及附加	22	31	36	43
存货	399	536	605	764	营业费用	154	223	188	219
其他流动资产	286	226	225	271	管理费用	333	422	547	634
非流动资产	3,286	3,729	4,203	4,674	研发费用	239	162	237	343
长期股权投资	340	564	789	1,014	财务费用	101	63	74	80
固定资产	1,738	1,984	2,261	2,539	资产减值损失	26	22	31	36
在建工程	217	233	252	270	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	7,003	7,696	8,945	营业利润	611	752	936	1,123
流动负债	1,831	2,211	2,252	2,709	加:营业外净收支	-3	-2	-1	-2
短期借款	815	678	724	708	利润总额	609	750	935	1,121
应付账款	712	1,086	1,100	1,504	减:所得税费用	62	79	93	115
其他流动负债	303	447	428	497	少数股东损益	25	65	73	82
非流动负债	754	662	565	454	归属母公司净利润	522	605	769	925
长期借款	680	588	490	380	EBIT	677	795	979	1,164
其他非流动负债	74	74	74	74	EBITDA	895	1,044	1,282	1,529
负债合计	2,585	2,873	2,816	3,163	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	289	355	428	509	每股收益(元)	0.35	0.41	0.52	0.62
归属母公司股东权益	3,289	3,776	4,452	5,272	每股净资产(元)	2.19	2.51	2.97	3.52
负债和股东权益	6,164	7,003	7,696	8,945	发行在外股份(百万股)	1488	1488	1488	1488
					ROIC(%)	19.6%	20.1%	22.0%	23.2%
					ROE(%)	15.3%	16.2%	17.3%	17.4%
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	30.9%	32.7%	32.9%	33.2%
经营活动现金流	408	691	906	1,080	销售净利率(%)	12.9%	12.2%	12.7%	12.6%
投资活动现金流	-445	-672	-754	-811	资产负债率(%)	41.9%	41.0%	36.6%	35.4%
筹资活动现金流	369	-323	-207	-299	收入增长率(%)	6.1%	23.0%	22.3%	20.5%
现金净增加额	332	-305	-55	-30	净利润增长率(%)	69.7%	22.7%	25.6%	19.5%
折旧和摊销	218	249	303	365	P/E	36.72	31.64	24.90	20.70
资本开支	482	219	250	246	P/B	5.88	5.12	4.34	3.66
营运资本变动	-210	-273	-290	-347	EV/EBITDA	22.49	19.50	15.95	13.37

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>