

兴森科技 (002436)

2021 年年报点评：营业收入稳步增长，经营效率提升，IC 载板行业景气高增，业绩动力十足

买入（维持）

2022 年 04 月 26 日

证券分析师 侯宾

执业证书：S0600518070001

021-60199793

houb@dwzq.com.cn

研究助理 姚久花

执业证书：S0600119100003

yaojh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	5,040	6,002	7,145	8,628
同比	25%	19%	19%	21%
归属母公司净利润（百万元）	621	723	915	1,163
同比	19%	16%	27%	27%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.42	0.49	0.61	0.78
P/E（现价&最新股本摊薄）	17.91	15.39	12.16	9.57

投资要点

- **事件：**兴森科技公布 2021 年年报，实现营收 50.40 亿元，yoy+24.92%，归母净利润 6.21 亿元，yoy+19.16%；扣非后归母净利润 5.91 亿元，yoy+102.46%，业绩符合我们预期。
- **营业收入稳步增长，经营效率显著提升：**首先 **PCB 业务平稳增长，盈利能力持续提升**，2021 年样板及小批量板业务实现营业收入 37.94 亿元，yoy+22.95%，占营业收入的比例为 75.28%，毛利率为 33.13%，较 2020 年提升 0.56pp，经营效率显著提升，其中子公司宜兴硅谷营业收入 yoy+66.39%，净利润 yoy+79.68%，Fineline 营业收入 yoy+28.83%，净利润 yoy+51.61%；Exception 营业收入 yoy+1.30%，净利润 595.29 万元，实现稳定盈利。我们认为，**随着大客户持续突破、降本增效以及产能的逐步释放，PCB 样板及小批量板业务需求稳定，持续看好未来稳定增长。**其次，**IC 载板需求旺盛，业绩贡献逐步提升**，2021 年半导体业务实现营业收入 10.83 亿元，yoy+29.19%，毛利率 24.04%，较 2020 年提升 2.84pp，**其中 IC 载板实现营业收入 6.67 亿元，yoy+98.28%，占营业收入的比例为 13.23%，同比提升 4.9pp，毛利率为 26.35%，同比提升 13.35pp，营业收入及毛利率均实现大幅增长；我们认为随着公司 IC 载板产能的稳步释放以及客户拓展，IC 载板业务业绩贡献将持续提升。**最后从费用端来看，销售费用率下降 0.41pp，管理费用率下降 0.33pp，研发费用率下降 0.18pp，财务费用率下降 0.95pp，经营效率显著提升。
- **IC 载板行业持续景气，兴森科技作为龙头持续领跑：**根据 Prismark 报告，2021 年 PCB 行业产值同比增长 23.4%，其中 IC 载板整体规模达到 141.98 亿美金，同比增长 39.4%，成为 PCB 行业中增速最快的细分行业，2021 年国内市场整体规模达到 23.17 亿美金，**Prismark 预测 2021-2026 年全球及国内 IC 载板市场整体规模 CAGR 分别为 8.6%、11.6%，行业持续景气。**兴森科技自 2012 年布局 IC 载板业务，作为国内 IC 载板的先行者之一，在技术及产品方面均处于领先水平，目前也与国内外主流的芯片厂商、封装厂均建立合作关系，**目前兴森科技在夯实存储芯片和指纹识别芯片等拳头产品基础上，实现 FC-BOC、FC-CSP、Coreless 和 ETS 等产品量产，前瞻布局 FC-BGA 高端载板。**我们认为，兴森科技作为国内 IC 载板的龙头，当前在产能、技术以及产品方面均保持领先水平，先发优势显著，我们持续看好未来业绩稳健增长。
- **盈利预测与投资评级：**基于疫情等对宏观经济和需求的影响，以及考虑人民币贬值和大宗原材料价格居于高位的负面影响，我们下调 2022 年-2023 年业绩预期归母净利润从 7.69 亿元、9.25 亿元下调至 7.23 亿元、9.15 亿元，预计 2024 年为 11.63 亿元，EPS 分别为 0.49 元、0.61 元、0.78 元，对应的 PE 估值分别为 15x/12x/10x，我们持续看好 IC 载板业务带动整体业务稳步增长，因此维持“买入”评级。
- **风险提示：**IC 载板需求不及预期；产能释放不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.48
一年最低/最高价	7.48/16.36
市净率(倍)	2.99
流通 A 股市值(百万元)	9,714.30
总市值(百万元)	11,129.72

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.51
资产负债率(% ,LF)	48.38
总股本(百万股)	1,487.93
流通 A 股(百万股)	1,298.70

相关研究

《兴森科技：2021 年报快报及 Q1 预告点评：IC 载板持续景气，Q1 业绩高速增长》

2022-04-08

《兴森科技：兴森科技：拟投资 60 亿布局 FCBGA 基板，前瞻布局卡位，夯实龙头优势》

2022-02-09

《兴森科技：兴森科技点评报告：珠海项目产能推进顺利，持续看好 IC 载板国产化进程》

2021-11-11

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	4,018	4,888	6,118	7,667	营业总收入	5,040	6,002	7,145	8,628
货币资金及交易性金融资产	1,244	1,700	2,249	2,947	营业成本(含金融类)	3,419	4,064	4,830	5,823
经营性应收款项	1,990	2,309	2,765	3,343	税金及附加	22	30	29	38
存货	671	691	842	1,028	销售费用	172	234	243	308
合同资产	0	0	0	0	管理费用	400	494	593	709
其他流动资产	113	188	263	349	研发费用	289	348	407	483
非流动资产	4,284	4,608	4,959	5,305	财务费用	79	71	75	78
长期股权投资	285	328	368	393	加:其他收益	38	17	25	60
固定资产及使用权资产	2,008	2,125	2,246	2,354	投资净收益	9	39	25	43
在建工程	534	692	873	1,069	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	147	160	175	192	减值损失	-41	0	0	0
商誉	236	231	224	218	资产处置收益	3	6	8	8
长期待摊费用	99	138	182	230	营业利润	668	823	1,026	1,302
其他非流动资产	975	933	892	849	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	8,302	9,495	11,078	12,971	利润总额	669	823	1,026	1,302
流动负债	2,959	3,138	3,444	3,849	减:所得税	57	82	98	124
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,581	1,581	1,581	1,581	净利润	613	741	929	1,178
经营性应付款项	1,056	1,175	1,401	1,705	减:少数股东损益	-9	18	14	15
合同负债	21	23	30	35	归属母公司净利润	621	723	915	1,163
其他流动负债	301	359	432	528	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.42	0.49	0.61	0.78
非流动负债	1,057	1,331	1,678	1,989	EBIT	735	832	1,043	1,268
长期借款	752	998	1,315	1,596	EBITDA	983	1,095	1,317	1,558
应付债券	241	261	281	301	毛利率(%)	32.17	32.28	32.40	32.52
租赁负债	14	21	32	41	归母净利率(%)	12.33	12.05	12.80	13.48
其他非流动负债	51	51	51	51	收入增长率(%)	24.92	19.09	19.04	20.76
负债合计	4,016	4,469	5,122	5,838	归母净利润增长率(%)	19.16	16.35	26.52	27.13
归属母公司股东权益	3,762	4,485	5,400	6,564					
少数股东权益	523	541	555	570					
所有者权益合计	4,286	5,027	5,955	7,134					
负债和股东权益	8,302	9,495	11,078	12,971					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	580	812	892	1,079	每股净资产(元)	2.51	2.99	3.61	4.39
投资活动现金流	-1,232	-620	-679	-679	最新发行在外股份(百万股)	1,488	1,488	1,488	1,488
筹资活动现金流	800	186	250	203	ROIC(%)	11.20	10.14	11.07	11.58
现金净增加额	129	377	463	603	ROE-摊薄(%)	16.52	16.12	16.94	17.72
折旧和摊销	248	263	274	290	资产负债率(%)	48.38	47.06	46.24	45.01
资本开支	-1,069	-504	-538	-559	P/E (现价&最新股本摊薄)	17.91	15.39	12.16	9.57
营运资本变动	-399	-219	-373	-455	P/B (现价)	2.99	2.50	2.07	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>