

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	11.86
总股本/流通股本(亿股)	16.90 / 15.00
总市值/流通市值(亿元)	200 / 178
52周内最高/最低价	16.22 / 8.14
资产负债率(%)	57.8%
市盈率	91.23
第一大股东	邱醒亚

研究所

分析师: 吴文吉
SAC 登记编号: S1340523050004
Email: wuwenji@cnpsec.com

兴森科技(002436)

助力算力芯片，FCBGA 封装基板持续投入

● 投资要点

配套算力芯片，FCBGA 封装基板持续投入。FCBGA 封装基板项目是公司战略性投资项目，主要配套国内 CPU、GPU、FPGA、ASIC 等高端芯片的国产化诉求。目前处于市场拓展和小批量生产阶段，但订单规模较小、尚不具备规模效应，导致整体仍处于亏损状态。该项目已完成验厂客户数达到两位数，并已有海外客户完成验厂，样品持续交付认证中，样品应用领域涵盖服务器、AI 芯片、智能驾驶、交换机芯片、网卡、通信产品、电视芯片等。公司 FCBGA 封装基板项目现已进入小批量量产阶段，但目前产能利用率较低，未来放量节奏主要取决于两点，其一是行业整体复苏进展，其二是现有客户量产订单的导入进展。从公司自身而言，在产能、良率方面已做好充分的准备，也已完成从打样到小批量量产的突破。低层板已进入小批量量产阶段，高层板产品封测和可靠性验证在持续推进中，目前已反馈的产品封测结果均为未发现基板异常，并已获得高层板小批量订单，待样品可靠性验证通过后，将开始投料生产，预计时间为 2024 年第 4 季度。

CSP 封装基板静待复苏。子公司广州兴科聚焦 CSP 封装基板业务，主要面向存储芯片、射频芯片、传感器芯片等领域。因全球经济景气度下降，半导体行业复苏缓慢，导致 CSP 封装基板行业景气度较低。目前公司 CSP 封装基板平均单价基本保持稳定，未来也不会以降价作为主要竞争手段。虽然当前行业整体景气度不高，但经过较长时间和较充分的去库存，行业最坏的时候已经过去，未来有望随着整体经济的企稳而逐步回暖。从销售端看，公司 CSP 封装基板 9 月份单月订单量已创新高，产能利用率将进一步提升，预计 2025 年能成为公司的利润增长点。只要公司能保证稳定的交付和质量表现，有望继续提升大客户订单份额。公司将继续坚守存储赛道，大力拓展射频、多层板等高单价产品，不断优化产品结构，提升高附加值产品比例，提升盈利能力；同时，公司将不断提升自身工艺水平和交付能力，加大市场开拓力度，争取导入更多的客户和产品订单。

AI 服务器，光模块助力高端 PCB 迅猛发展。北京兴斐聚焦于高密度 PCB 领域，产品类别包括 HDI 板、类载板、FCCSP 基板和采用 BT 材质的 FCBGA 基板，产品应用领域包括高端手机主板和副板、光模块等。北京兴斐年中已启动产线升级改造项目，更换处理能力及效率更高的关键设备，旨在增加面向 AI 服务器领域如加速卡、高端光模块等产品的产能，把握 AI 时代的行业机会。光模块目前景气度较高，客户更关注产品质量及交付稳定性，产品单 6 价较高，盈利能力较强，北京兴斐已逐步完成国内相关客户的验厂及

打样工作，预计 2025 年逐步上量，未来几年，光模块业务会是北京兴斐重要的增量所在。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 60/70/80 亿元，实现归母净利润分别为 0.2/2/4 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 1024 倍、100 倍、50 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

宏观经济波动带来的风险及应对措施，PCB 市场竞争风险及应对措施，应收账款风险，原材料价格波动风险及应对措施，新增产能消化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	5360	6020	7044	8049
增长率(%)	0.11	12.31	17.02	14.26
EBITDA（百万元）	396.19	930.93	1456.26	1749.73
归属母公司净利润（百万元）	211.21	19.57	201.15	403.24
增长率(%)	-59.82	-90.74	928.03	100.47
EPS（元/股）	0.13	0.01	0.12	0.24
市盈率（P/E）	94.87	1024.15	99.62	49.69
市净率（P/B）	3.76	3.87	3.72	3.46
EV/EBITDA	68.37	24.24	15.21	12.23

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	5360	6020	7044	8049	营业收入	0.1%	12.3%	17.0%	14.3%
营业成本	4110	5045	5602	6281	营业利润	-92.7%	-	117.6%	345.0%
税金及附加	32	90	99	113	归属于母公司净利润	-59.8%	-90.7%	928.0%	100.5%
销售费用	203	205	215	231	获利能力				
管理费用	481	499	532	579	毛利率	23.3%	16.2%	20.5%	22.0%
研发费用	492	440	468	507	净利率	3.9%	0.3%	2.9%	5.0%
财务费用	95	103	91	84	ROE	4.0%	0.4%	3.7%	7.0%
资产减值损失	-13	-1	-1	-1	ROIC	-0.3%	-1.3%	1.2%	2.8%
营业利润	36	-365	64	286	偿债能力				
营业外收入	9	10	9	9	资产负债率	57.8%	63.3%	64.4%	64.8%
营业外支出	12	19	18	18	流动比率	1.45	1.34	1.44	1.57
利润总额	33	-374	55	277	营运能力				
所得税	-91	-169	5	25	应收账款周转率	3.13	3.11	3.22	3.23
净利润	124	-206	50	252	存货周转率	6.02	7.16	6.84	6.87
归母净利润	211	20	201	403	总资产周转率	0.40	0.39	0.43	0.47
每股收益(元)	0.13	0.01	0.12	0.24	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.13	0.01	0.12	0.24
货币资金	2152	2715	3323	4280	每股净资产	3.16	3.07	3.19	3.42
交易性金融资产	210	210	210	210	估值比率				
应收票据及应收账款	2097	2315	2676	3028	PE	94.87	1024.15	99.62	49.69
预付款项	27	34	37	42	PB	3.76	3.87	3.72	3.46
存货	633	776	862	966	现金流量表				
流动资产合计	5839	6743	7839	9296	净利润	124	-206	50	252
固定资产	4855	5831	5608	5070	折旧和摊销	404	1203	1310	1389
在建工程	1644	737	343	185	营运资本变动	-279	202	-132	-63
无形资产	241	314	387	460	其他	-124	32	164	171
非流动资产合计	9096	9396	8948	8420	经营活动现金流净额	125	1231	1393	1748
资产总计	14935	16139	16787	17716	资本开支	-1878	-1405	-825	-825
短期借款	440	140	140	140	其他	88	158	-5	-4
应付票据及应付账款	1906	2339	2597	2912	投资活动现金流净额	-1790	-1247	-831	-829
其他流动负债	1676	2564	2704	2866	股权融资	1050	1	0	0
流动负债合计	4021	5043	5441	5918	债务融资	1851	888	200	200
其他	4607	5167	5367	5567	其他	-329	-315	-154	-162
非流动负债合计	4607	5167	5367	5567	筹资活动现金流净额	2572	575	46	38
负债合计	8628	10210	10808	11485	现金及现金等价物净增加额	931	564	607	957
股本	1690	1690	1690	1690					
资本公积金	612	613	613	613					
未分配利润	2461	2398	2569	2912					
少数股东权益	973	748	597	445					
其他	572	480	510	571					
所有者权益合计	6307	5929	5979	6231					
负债和所有者权益总计	14935	16139	16787	17716					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048