

股票投资评级

买入 | 维持

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)	13.39
总股本/流通股本(亿股)	16.90 / 15.00
总市值/流通市值(亿元)	226 / 201
52 周内最高/最低价	14.29 / 8.14
资产负债率(%)	57.8%
市盈率	103.00
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)

FCBGA 封装基板持续投入

● 投资要点

FCBGA 封装基板持续投入。公司 2024 年归母净利润预计亏损 1.7-2 亿元，经营层面，公司净利润亏损主要受 FCBGA 封装基板业务费用投入、子公司宜兴硅谷电子科技有限公司（以下简称“宜兴硅谷”）和广州兴科半导体有限公司（以下简称“广州兴科”）亏损影响。其中，FCBGA 封装基板项目整体费用投入超 7.60 亿元，宜兴硅谷因产品结构不佳及产能利用率不足导致亏损约 1.33 亿元，广州兴科 CSP 封装基板项目因产能利用率不足导致亏损约 0.70 亿元。其他影响层面，1) 因参股公司深圳市锐骏半导体股份有限公司经营持续亏损，公司 2024 年度预计确认公允价值变动损失约 6,000 万元。2) 因部分子公司的经营情况发生变化，公司对其 2024 年底持有的资产情况进行减值测试，并计提减值准备。根据初步测算，公司 2024 年度预计计提资产减值约 6,000 万元。3) 公司前期对部分子公司确认的递延所得税资产，因经营情况发生变化，预计在税务允许抵扣的期限内无法取得足够的应纳税所得额用于抵扣可抵扣暂时性差异，对前期确认的递延所得税资产予以转回，公司 2024 年度预计转回递延所得税费用约 7,600 万元。以上事项合计影响税后净利润约 1.8 亿元。

FCBGA 封装基板进展顺利。截至目前，公司 FCBGA 封装基板项目的整体投资规模已超 35 亿，第一期第一阶段产能建设基本到位，目前已进入小批量生产阶段，工作聚焦市场拓展和量产爬坡。截至目前，该项目已完成验厂客户数达到两位数，样品持续交付认证中，良率持续改善中，样品应用领域包括服务器、AI 芯片、智能驾驶、交换机晶片、网卡、通信产品等，具体应用视终端客户产品应用而定。公司 FCBGA 封装基板项目预计 2025 年小批量订单会逐步上量，公司一方面将持续投入资源提升技术能力、工艺能力和产品良率，通过工厂层面的良好运营表现增强客户信心，为更多打样机会和量产订单的导入打下坚实的基础；另一方面，将加大市场拓展力度，在全力拓展国内客户的基础上，持续攻坚海外大客户，争取持续的审厂、打样和量产机会，努力把握海外客户供应链本土化的机会，争取 2025 年完成海外客户产品认证，进入小批量订单供应阶段。同时，工厂层面加强成本管控，优化资源配置，持续降本减负。

CSP 封装基板逐步回暖。2024 年度公司 CSP 封装基板业务产值保持稳步上升，主要系主要存储客户的份额提升和产品结构优化。珠海 CSP 封装基板项目亏损主要是产能利用率未如预期提升，全年综合产能利用率较低，但第四季度订单已逐步回暖。公司将采取措施保证稳定的交付和质量表现，争取持续提升大客户订单份

额。公司将在聚焦存储、射频双主产品线的基础上，扩充 AP、车载产品线，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，不断提升自身工艺水平和交付能力，提高客户粘性，并加大市场开拓力度，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。公司在 AI 领域的布局包括 PCB 和半导体业务。PCB 领域宜兴硅谷投入较大的资源和力量聚焦服务器、交换机、计算和存储赛道；北京兴斐已启动产线升级改造项目，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 HDI 和类载板产能。北京兴斐产品类别包括 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。2024 年度整体经营表现稳定，利润表现较好。未来拟增加面向 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。半导体领域的 IC 封装基板为芯片封装的基础原材料，主要配套 CPU、GPU、FPGA、ASIC、存储芯片等领域；ATE 半导体测试板包括探针卡、测试负载板、老化板等产品，可满足芯片从晶圆制造至封装之后的全流程测试需求。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 60/70/81 亿元，实现归母净利润分别为-2/0.6/4.0 亿元，当前股价对应 2026 年 PE 为 56 倍，维持“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	8149
增长率(%)	0.11	12.31	17.02	15.68
EBITDA（百万元）	396.19	504.05	1149.75	1590.85
归属母公司净利润（百万元）	211.21	-195.85	58.54	400.84
增长率(%)	-59.82	-192.73	129.89	584.70
EPS(元/股)	0.13	-0.12	0.03	0.24
市盈率（P/E）	107.11	-115.51	386.45	56.44
市净率（P/B）	4.24	4.51	4.46	4.13
EV/EBITDA	68.37	51.24	22.24	15.80

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	8149	营业收入	0.1%	12.3%	17.0%	15.7%
营业成本	4110	5045	5602	6281	营业利润	-92.7%	-	107.9%	940.0%
税金及附加	32	90	99	114	归属于母公司净利润	-59.8%	-192.7%	129.9%	584.7%
销售费用	203	205	215	220	获利能力				
管理费用	481	499	532	562	毛利率	23.3%	16.2%	20.5%	22.9%
研发费用	492	440	468	497	净利率	3.9%	-3.3%	0.8%	4.9%
财务费用	95	99	113	111	ROE	4.0%	-3.9%	1.2%	7.3%
资产减值损失	-13	-60	-15	-15	ROIC	-0.3%	-2.8%	2.3%	4.0%
营业利润	36	-481	38	397	偿债能力				
营业外收入	9	10	9	9	资产负债率	57.8%	63.2%	64.6%	64.4%
营业外支出	12	19	18	18	流动比率	1.45	1.27	1.32	1.44
利润总额	33	-490	29	388	营运能力				
所得税	-91	-98	-24	23	应收账款周转率	3.13	3.09	3.19	3.20
净利润	124	-392	54	365	存货周转率	6.02	7.51	7.49	7.59
归母净利润	211	-196	59	401	总资产周转率	0.40	0.39	0.44	0.48
每股收益(元)	0.13	-0.12	0.03	0.24	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.13	-0.12	0.03	0.24
货币资金	2152	2039	2499	3132	每股净资产	3.16	2.97	3.00	3.24
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	2394	2732	3168	PE	107.11	-115.51	386.45	56.44
预付款项	27	31	36	40	PB	4.24	4.51	4.46	4.13
存货	633	711	784	871	现金流量表				
流动资产合计	5839	6040	6972	8157	净利润	124	-392	54	365
固定资产	4855	6310	6487	6352	折旧和摊销	404	895	1008	1092
在建工程	1644	717	335	182	营运资本变动	-279	-104	3	-221
无形资产	241	301	356	405	其他	-124	158	178	181
非流动资产合计	9096	9693	9535	9293	经营活动现金流净额	125	558	1242	1417
资产总计	14935	15733	16507	17450	资本开支	-1878	-1498	-858	-858
短期借款	440	140	140	140	其他	88	203	39	45
应付票据及应付账款	1906	2438	2652	3005	投资活动现金流净额	-1790	-1295	-819	-813
其他流动负债	1676	2193	2497	2521	股权融资	1050	0	0	0
流动负债合计	4021	4771	5289	5666	债务融资	1851	888	202	202
其他	4607	5167	5369	5571	其他	-329	-269	-164	-173
非流动负债合计	4607	5167	5369	5571	筹资活动现金流净额	2572	619	38	29
负债合计	8628	9938	10658	11237	现金及现金等价物净增加额	931	-113	461	633
股本	1690	1690	1690	1690					
资本公积金	612	612	612	612					
未分配利润	2461	2270	2320	2661					
少数股东权益	973	777	772	736					
其他	572	446	455	515					
所有者权益合计	6307	5795	5848	6213					
负债和所有者权益总计	14935	15733	16507	17450					

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
<p>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。</p> <p>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。</p>	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。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

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