

002436.SZ

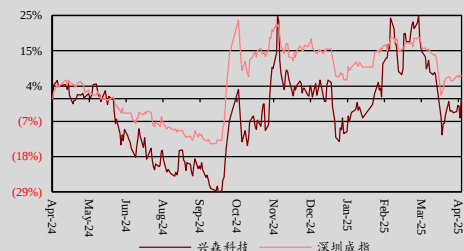
增持

原评级：增持

市场价格：人民币 11.37

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	7.2	(8.6)	2.4	(0.7)
相对深圳成指	8.9	(1.7)	6.1	(7.7)

发行股数 (百万)	1,689.60
流通股 (百万)	1,500.42
总市值 (人民币 百万)	19,210.75
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	1,119.83
主要股东 (%)	
邱醒亚	14.46

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 4 月 25 日收市价为标准

相关研究报告

《兴森科技》20240903
《兴森科技》20240426
《兴森科技》20231113

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子：元件

证券分析师：苏凌瑶

lingyao.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522080003

联系人：李圣宣

shengxuan.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300123050020

兴森科技

战略投入拖累当期盈利，聚焦技术提升静候需求导入

公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报，受战略投入及市场环境影响利润承压，公司半导体业务持续聚焦 IC 封装基板业务的技术提升及市场拓展，维持“增持”评级。

支撑评级的要点

- 2024 年兴森科技营收稳中有增，但受战略投入及市场环境影响，盈利承压。公司 2024 年全年实现收入 58.17 亿元，同比+8.53%，实现归母净利润-1.98 亿元，扣非归母净利润-1.96 亿元，同比皆转亏。2025 年一季度公司实现营收 15.80 亿元，同比+13.77%/环比+7.76%，实现归母净利润 0.09 亿元，同比-62.24%/环比扭亏。盈利能力方面，公司 2024 年毛利率 15.87%，同比-7.45pcts，2025Q1 毛利率同环比有所回升，为 17.20%，同比+0.13pct/环比+1.62pcts。
- PCB 业务盈利能力有所下滑。公司 PCB 样板业务维持稳定，北京兴斐 HDI 板和 SLP 业务稳定增长，PCB 多层板量产业务表现落后于行业主要竞争对手。2024 年，公司 PCB 业务实现收入 43.00 亿元、同比+5.11%，毛利率 26.96%、同比-1.76pcts。子公司宜兴硅谷专注于国内通信和服务器领域，因客户和产品结构不佳、以及竞争激烈导致产能未能充分释放，实现收入 6.16 亿元、同比-4%，亏损 1.32 亿元。Fineline 受欧洲市场整体需求下降影响，实现收入 14.40 亿元、同比-7.20%，净利润 1.58 亿元、同比-5.64%。北京兴斐受益于战略客户高端手机业务的恢复性增长和份额提升，实现收入 8.61 亿元、净利润 1.36 亿元。
- 半导体业务持续聚焦 IC 封装基板业务的技术提升及市场拓展。2024 年公司半导体业务实现收入 12.85 亿元、同比+18.27%，毛利率-33.16%、同比-28.60pcts。其中，IC 封装基板业务实现收入 11.16 亿元、同比增+35.87%，主要系 CSP 封装基板业务贡献，FCBGA 封装基板占比仍较小；毛利率-43.86%、同比-32.03pcts。1) CSP 封装基板：受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升，公司 CSP 封装基板业务产能利用率逐季提升，整体收入实现较快增长。但广州兴科项目仍处于主要客户认证阶段，尚未实现大批量订单导入而导致整体产能利用率较低和当期亏损，但当前订单需求持续向好，公司已启动扩产，计划逐步将其产能扩充至 3 万平方米/月。2) FCBGA 封装基板：已在产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，但受限于行业需求不足、认证周期较长以及订单导入偏慢，而人工、折旧、能源和材料等费用投入达 7.34 亿元，对公司整体净利润产生较大拖累。公司按计划持续推进客户认证和量产导入工作，样品订单持续交付，整体良率持续改善提升，高层板进入小批量量产阶段，为后续量产奠定坚实基础。

估值

- 考虑 2024 年公司封装基板受限于行业需求不足、认证周期较长以及订单导入偏慢导致利润端承压，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025/2026/2027 年分别实现收入 76.21/92.79/109.86 亿元，实现归母净利润分别为 1.08/3.04/4.26 亿元，对应 2025-2027 年 PE 分别为 177.6/63.3/45.1 倍。但考虑半导体业务持续聚焦 IC 封装基板业务的技术提升及市场拓展，已在产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，或有望在远期为公司贡献利润，维持“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 行业景气不及预期、市场竞争加剧、原材料波动风险、封装基板项目进度不及预期、国际贸易摩擦升级。

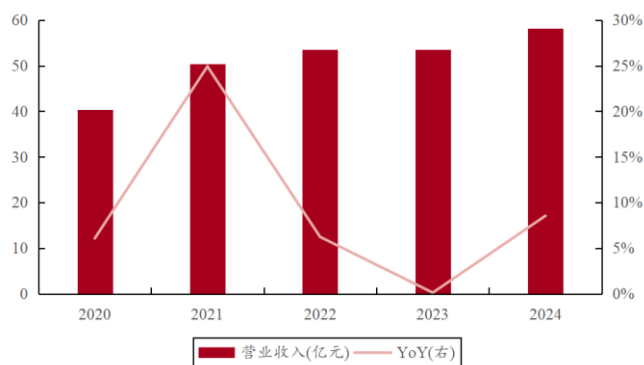
投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	5,360	5,817	7,621	9,279	10,986
增长率(%)	0.1	8.5	31.0	21.7	18.4
EBITDA(人民币 百万)	375	123	732	957	1,061
归母净利润(人民币 百万)	211	(198)	108	304	426
增长率(%)	(59.8)	(193.9)	(154.6)	180.7	40.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	0.13	(0.12)	0.06	0.18	0.25
市盈率(倍)	91.0	(96.9)	177.6	63.3	45.1
市净率(倍)	3.6	3.9	3.8	3.7	3.4
EV/EBITDA(倍)	80.0	206.8	34.0	23.5	20.7
每股股息 (人民币)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

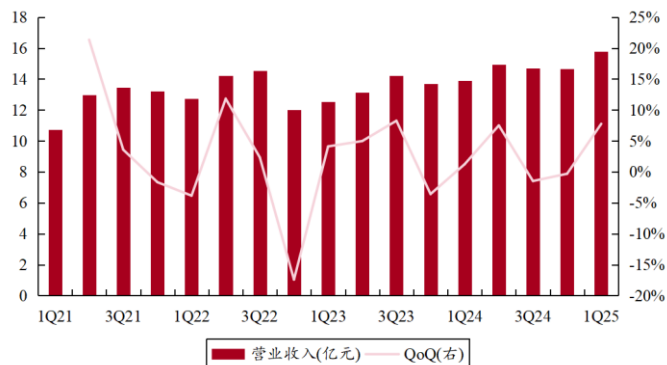
附：公司财务数据概览

图表 1. 公司年度营业收入 (2020-2024)



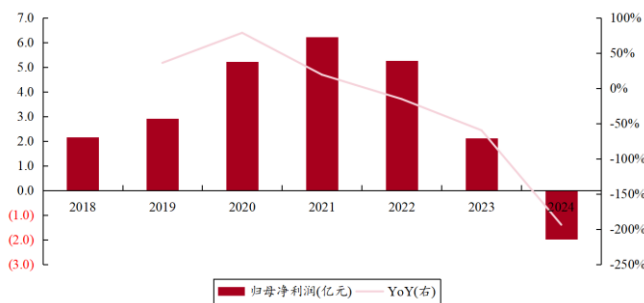
资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 公司分季度营业收入 (1Q21-1Q25)



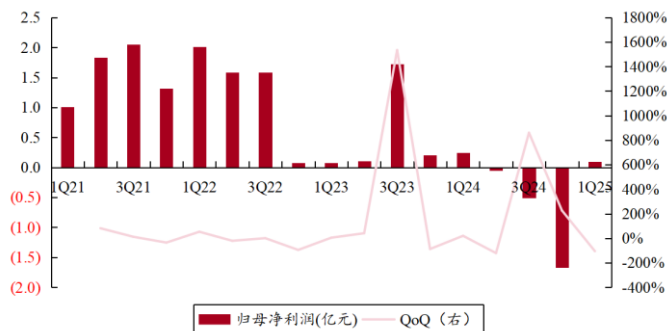
资料来源: ifind, 中银证券

图表 3. 公司年度归母净利润 (2018-2024)



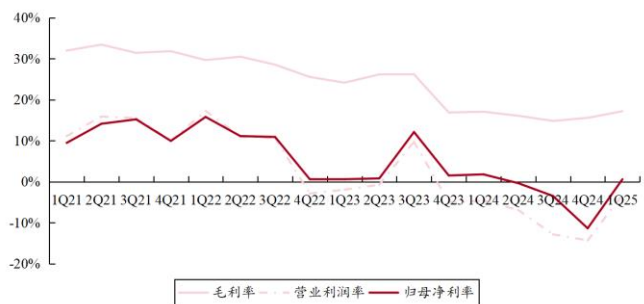
资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 公司分季度归母净利润 (1Q21-1Q25)



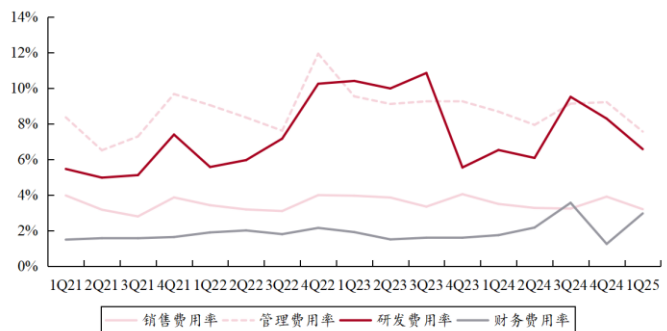
资料来源: ifind, 中银证券

图表 5. 公司盈利能力 (1Q21-1Q25)



资料来源: ifind, 中银证券

图表 6. 公司期间费用率 (1Q21-1Q25)



资料来源: ifind, 中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5,360	5,817	7,621	9,279	10,986
营业收入	5,360	5,817	7,621	9,279	10,986
营业成本	4,110	4,894	6,214	7,295	8,564
营业税金及附加	32	92	76	98	133
销售费用	203	202	264	322	381
管理费用	481	508	457	650	769
研发费用	492	442	457	557	659
财务费用	95	127	98	70	44
其他收益	21	97	51	56	68
资产减值损失	(13)	(127)	(48)	(63)	(79)
信用减值损失	(59)	(40)	(40)	(46)	(42)
资产处置收益	0	(3)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	(8)	(48)	0	0	0
投资收益	147	2	94	81	59
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	36	(567)	111	315	440
营业外收入	9	8	9	8	8
营业外支出	12	16	11	13	13
利润总额	33	(575)	108	310	435
所得税	(91)	(44)	5	16	22
净利润	124	(531)	103	295	413
少数股东损益	(87)	(333)	(5)	(9)	(12)
归母净利润	211	(198)	108	304	426
EBITDA	375	123	732	957	1,061
EPS(最新股本摊薄, 元)	0.13	(0.12)	0.06	0.18	0.25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,839	4,383	5,651	5,502	7,484
货币资金	2,152	618	762	928	1,099
应收账款	1,843	1,913	2,321	2,318	3,175
应收票据	254	236	405	375	549
存货	633	771	1,011	853	1,336
预付账款	27	27	42	39	56
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	930	819	1,109	989	1,270
非流动资产	9,096	9,285	8,785	8,222	7,653
长期投资	948	771	771	771	771
固定资产	4,855	6,168	6,094	5,800	5,203
无形资产	241	292	259	227	195
其他长期资产	3,053	2,054	1,661	1,423	1,484
资产合计	14,935	13,668	14,436	13,724	15,138
流动负债	4,021	3,788	4,780	5,066	6,280
短期借款	440	152	342	442	547
应付账款	1,623	1,462	1,645	2,003	2,279
其他流动负债	1,959	2,174	2,793	2,622	3,454
非流动负债	4,607	4,304	4,028	2,785	2,623
长期借款	2,932	2,869	2,468	1,287	1,094
其他长期负债	1,675	1,434	1,560	1,497	1,529
负债合计	8,628	8,092	8,808	7,851	8,902
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
少数股东权益	973	641	636	627	614
归属母公司股东权益	5,334	4,935	4,993	5,246	5,621
负债和股东权益合计	14,935	13,668	14,436	13,724	15,138

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	124	(531)	103	295	413
折旧摊销	404	611	668	709	702
营运资金变动	436	(365)	(78)	443	(606)
其他	(839)	661	21	69	58
经营活动现金流	125	376	714	1,515	567
资本支出	(1,881)	(1,128)	(210)	(211)	(212)
投资变动	(59)	90	(52)	(37)	(49)
其他	150	(147)	94	80	58
投资活动现金流	(1,790)	(1,185)	(168)	(169)	(203)
银行借款	1,390	(350)	(212)	(1,080)	(89)
股权融资	956	(262)	(51)	(51)	(51)
其他	226	(31)	(139)	(50)	(54)
筹资活动现金流	2,572	(643)	(402)	(1,181)	(193)
净现金流	907	(1,452)	144	166	171

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	0.1	8.5	31.0	21.7	18.4
营业利润增长率(%)	(92.7)	(1,664.1)	(119.5)	184.3	39.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(59.8)	(193.9)	(154.6)	180.7	40.2
息税前利润增长率(%)	(106.7)	1,596.1	(113.1)	287.4	44.3
息税折旧前利润增长率(%)	(48.3)	(67.2)	495.3	30.7	10.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(59.8)	(193.9)	(154.6)	180.7	40.2
获利能力					
息税前利润率(%)	(0.5)	(8.4)	0.8	2.7	3.3
营业利润率(%)	0.7	(9.7)	1.5	3.4	4.0
毛利率(%)	23.3	15.9	18.5	21.4	22.0
归母净利润率(%)	3.9	(3.4)	1.4	3.3	3.9
ROE(%)	4.0	(4.0)	2.2	5.8	7.6
ROIC(%)	(0.9)	(3.7)	0.5	2.6	3.8
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	0.3	0.6	0.5	0.3	0.3
流动比率	1.5	1.2	1.2	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.7	0.8
应收账款周转率	3.1	3.1	3.6	4.0	4.0
应付账款周转率	3.6	3.8	4.9	5.1	5.1
费用率					
销售费用率(%)	3.8	3.5	3.5	3.5	3.5
管理费用率(%)	9.0	8.7	6.0	7.0	7.0
研发费用率(%)	9.2	7.6	6.0	6.0	6.0
财务费用率(%)	1.8	2.2	1.3	0.8	0.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.1	(0.1)	0.1	0.2	0.3
每股经营现金流(最新摊薄)	0.1	0.2	0.4	0.9	0.3
每股净资产(最新摊薄)	3.2	2.9	3.0	3.1	3.3
每股股息	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	91.0	(96.9)	177.6	63.3	45.1
P/B(最新摊薄)	3.6	3.9	3.8	3.7	3.4
EV/EBITDA	80.0	206.8	34.0	23.5	20.7
价格/现金流(倍)	153.1	51.1	26.9	12.7	33.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371