

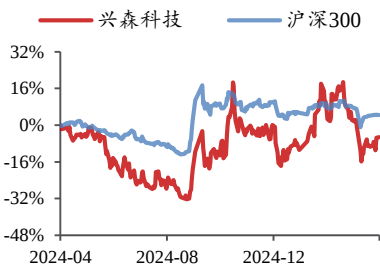
兴森科技 (002436.SZ)

2025 年 04 月 28 日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/4/28
当前股价(元)	11.40
一年最高最低(元)	15.02/8.05
总市值(亿元)	192.61
流通市值(亿元)	171.05
总股本(亿股)	16.90
流通股本(亿股)	15.00
近 3 个月换手率(%)	339.76

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024Q3 营收同比增长，半导体业务
订单进展顺利—公司信息更新报告》
-2024.10.28

2025Q1 归母净利润扭亏，FCBGA 处于业务放量关键时期

——公司信息更新报告

陈蓉芳 (分析师)

chenrongfang@kysec.cn

证书编号: S0790524120002

刘琦（分析师）

liuqi1@kysec.cn

证书编号: S0790525020001

● 2024年多因素导致亏损，2025Q1归母净利润扭亏，维持“买入”评级

2024 年公司实现营收 58.17 亿元, yoy+8.53%, 实现归母净利润-1.98 亿元, yoy-193.88%, 主要受到 ABF 板业务费用投入高、子公司宜兴硅谷和广州兴科亏损拖累。2025Q1, 公司实现营收 15.80 亿元, yoy+13.77%, qoq+7.76%; 实现归母净利润 0.09 亿元, yoy-62.24%, qoq+105.62%, 公司一季度营收创上市以来单季度历史新高, 归母净利润环比实现扭亏。基于 BT 板市场需求恢复节奏, 我们小幅下调 2025 年利润预期, 基于对 ABF 板的订单放量及客户拓展信心, 我们上调 2026 年利润预期, 新增 2027 年利润预期, 预计 2025-2027 年归母净利润为 2.03/4.39/5.83 亿元 (原值为 2.51/3.50 亿元), EPS 为 0.12/0.26/0.35 元, 当前股价对应 PE 为 94.7/43.7/32.9 倍, 维持“买入”评级。

● PCB 业务：整体稳健发展，结构性调整是关键

2024 年公司 PCB 业务实现营收 43.00 亿元, yoy+5.11%, 毛利率为 26.96%, yoy-1.76pct。子公司宜兴硅谷由于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, 2024 年亏损 1.32 亿元; 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, 净利率高达 15.82%。2025 年宜兴硅谷减亏是重要目标, 公司已对宜兴硅谷进行调整, 集中精力优化生产工艺、提升自身良率水平和交付能力, 调整客户和产品结构, 并加大力度拓展海外市场, 进一步减少亏损。

● 封装基板业务：BT 板环比向好，ABF 板处于订单释放、客户拓展的关键时期

2024 年公司封装基板业务实现营收 11.16 亿元，yoy+35.87%，毛利率-43.86%，yoy-32.03pct。FCBGA 封装基板项目已在产能规模和产品良率层面做好量产准备，但受限行业需求不足、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。2025 年 BT 板订单持续向好，广州兴科项目将扩产至 3 万平方米/月；ABF 板在全力拓展国内客户的基础上，持续攻坚海外大客户，争取 2025 年完成海外客户产品认证。

风险提示：下游需求不景气；竞争加剧风险；客户订单释放节奏不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	5,360	5,817	6,664	7,807	9,132
YOY(%)	0.1	8.5	14.6	17.2	17.0
归母净利润(百万元)	211	-198	203	439	583
YOY(%)	-59.8	-193.9	202.3	116.6	32.7
毛利率(%)	23.3	15.9	21.3	25.7	28.2
净利率(%)	3.9	-3.4	3.0	5.6	6.4
ROE(%)	2.0	-9.5	1.2	6.2	9.5
EPS(摊薄/元)	0.13	-0.12	0.12	0.26	0.35
P/E(倍)	91.0	-96.9	94.7	43.7	32.9
P/B(倍)	3.6	3.9	3.8	3.5	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5839	4383	5001	5624	6468
现金	2152	618	708	829	970
应收票据及应收账款	2097	2149	2706	3010	3676
其他应收款	36	26	52	46	76
预付账款	27	27	35	38	47
存货	633	771	686	860	821
其他流动资产	895	792	814	841	878
非流动资产	9096	9285	9637	10116	10509
长期投资	348	347	350	359	373
固定资产	4855	6168	6580	7074	7504
无形资产	241	292	276	265	249
其他非流动资产	3652	2478	2431	2418	2383
资产总计	14935	13668	14638	15740	16977
流动负债	4021	3788	5258	6603	7883
短期借款	440	152	1403	2936	3346
应付票据及应付账款	1906	1766	2129	2048	2537
其他流动负债	1676	1870	1725	1620	2000
非流动负债	4607	4304	3736	3212	2639
长期借款	3189	2869	2385	1912	1389
其他非流动负债	1417	1434	1351	1300	1250
负债合计	8628	8092	8994	9815	10522
少数股东权益	973	641	506	432	463
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	612	649	649	649	649
留存收益	2531	2300	2352	2638	3122
归属母公司股东权益	5334	4935	5138	5493	5992
负债和股东权益	14935	13668	14638	15740	16977

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	376	849	412	1616
净利润	124	-531	68	366	614
折旧摊销	390	594	567	649	738
财务费用	95	127	56	111	138
投资损失	-147	-2	-14	-30	-45
营运资金变动	-268	-3	101	-767	82
其他经营现金流	-69	190	72	83	89
投资活动现金流	-1790	-1185	-939	-1133	-1117
资本支出	1881	1128	970	1140	1147
长期投资	-11	-106	-3	-9	-14
其他投资现金流	101	49	34	16	44
筹资活动现金流	2572	-643	-1084	-700	-779
短期借款	-572	-288	1251	1532	411
长期借款	1969	-320	-484	-473	-522
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1318	38	0	0	0
其他筹资现金流	2493	-74	-1850	-1758	-667
现金净增加额	931	-1446	-1173	-1421	-280

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5360	5817	6664	7807	9132
营业成本	4110	4894	5246	5799	6556
营业税金及附加	32	92	51	55	83
营业费用	203	202	220	258	301
管理费用	481	508	533	625	731
研发费用	492	442	453	531	621
财务费用	95	127	56	111	138
资产减值损失	-13	-127	-67	-78	-91
其他收益	21	97	100	100	100
公允价值变动收益	-8	-48	-35	-30	-25
投资净收益	147	2	14	30	45
资产处置收益	0	-3	-1	-1	-1
营业利润	36	-567	75	398	666
营业外收入	9	8	10	10	10
营业外支出	12	16	12	12	12
利润总额	33	-575	73	396	664
所得税	-91	-44	6	30	50
净利润	124	-531	68	366	614
少数股东损益	-87	-333	-135	-73	31
归属母公司净利润	211	-198	203	439	583
EBITDA	596	200	756	1227	1622
EPS(元)	0.13	-0.12	0.12	0.26	0.35

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	0.1	8.5	14.6	17.2	17.0
营业利润(%)	-92.7	-1664.1	113.3	429.7	67.3
归属于母公司净利润(%)	-59.8	-193.9	202.3	116.6	32.7
获利能力					
毛利率(%)	23.3	15.9	21.3	25.7	28.2
净利率(%)	3.9	-3.4	3.0	5.6	6.4
ROE(%)	2.0	-9.5	1.2	6.2	9.5
ROIC(%)	7.0	-3.5	1.6	4.4	6.5
偿债能力					
资产负债率(%)	57.8	59.2	61.4	62.4	62.0
净负债比率(%)	55.1	84.7	86.4	97.8	85.5
流动比率	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.3	3.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.13	-0.12	0.12	0.26	0.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.22	0.50	0.24	0.96
每股净资产(最新摊薄)	3.14	2.90	3.02	3.23	3.53
估值比率					
P/E	91.0	-96.9	94.7	43.7	32.9
P/B	3.6	3.9	3.8	3.5	3.2
EV/EBITDA	39.4	121.8	32.2	20.5	15.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn