

兴森科技 (002436.SZ)

24 年及 25 年 Q1 营收稳健增长, FCBGA 项目量产加速落地

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	5,360	5,817	6,519	7,511	8,884
增长率 yoy (%)	0.1	8.5	12.1	15.2	18.3
归母净利润 (百万元)	211	-198	156	207	267
增长率 yoy (%)	-59.8	-193.9	178.7	32.5	29.3
ROE (%)	2.0	-9.5	2.6	3.4	4.3
EPS 最新摊薄 (元)	0.13	-0.12	0.09	0.12	0.16
P/E (倍)	100.2	-106.7	135.5	102.3	79.1
P/B (倍)	4.0	4.3	4.2	4.1	4.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 4月24日, 公司发布2024年报及2025年一季报。2024年, 公司实现营业收入58.17亿元, 同比增长8.53%; 实现归母净利润-1.98亿元, 同比减少193.88%。2025年Q1, 公司实现营业收入15.80亿元, 同比增长13.77%, 环比增长7.76%; 实现归母净利润0.09亿元, 同比减少62.24%, 环比增长105.62%。

营收实现稳步增长, 期间费用率有所下降。2024年, 受益于人工智能、高速网络等行业的高速发展, 以及消费电子行业的回暖, 公司营业收入保持平稳增长, 全年实现营业收入58.17亿元, 同比增长8.53%; 实现归母净利润-1.98亿元, 同比减少193.88%。净利润层面主要受FCBGA封装基板业务费用投入高、子公司宜兴硅谷和广州兴科亏损拖累, 其中, FCBGA封装基板项目整体费用投入7.34亿元, 宜兴硅谷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, 亏损1.32亿元, 广州兴科CSP封装基板项目因产能利用率不足导致亏损7,070.08万元。费用端, 公司期间费用率为21.98%, 同比减少1.72pct, 费控能力不断向好。2025年Q1来看, 公司营收持续保持稳健增长, 实现营业收入15.80亿元, 同比增长13.77%, 环比增长7.76%; 实现归母净利润0.09亿元, 同比减少62.24%, 环比增长105.62%。

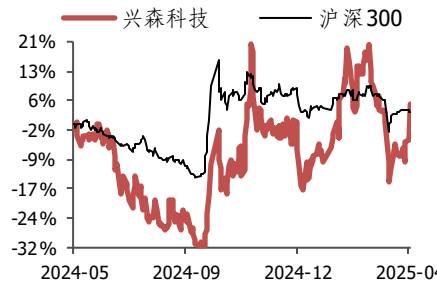
CSP封装基板产能利用率逐季提升, FCBGA项目加速落地。2024年, 公司PCB业务实现收入43.00亿元, 同比增长5.11%; 毛利率为26.96%, 同比下降1.76pct。子公司宜兴硅谷专注于国内通信和服务器领域, 因客户和产品结构不佳、以及竞争激烈导致产能未能充分释放, 但北京兴斐HDI板和类载板SLP业务稳定增长。公司已对宜兴硅谷进行调整, 并同步导入数字化体系, 集中精力优化生产工艺、提升自身良率水平和交付能力, 调整客户和产品结构, 并加大力度拓展海外市场, 争取进一步减少亏损。公司半导体业务实现收入12.85亿元, 同比增长18.27%, 其中, IC封装基板业务实现收入11.16亿元, 同比增长35.87%, 主要为CSP封装基板业务贡献。2024年, 公司CSP封装基板业务产能利用率逐季提升, 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, 但截至年报发布日订单需求持续向好, 公司已启动扩产, 计划逐步将其产能扩充至3万平方米每月。FCBGA封装基板项目方面, 公司按计划持续推进客

买入 (维持评级)

股票信息

行业	电子
2025年4月30日收盘价 (元)	12.52
总市值 (百万元)	21,153.79
流通市值 (百万元)	18,785.30
总股本 (百万股)	1,689.60
流通股本 (百万股)	1,500.42
近3月日均成交额 (百万元)	1,131.13

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号: S1070522080001

邮箱: houbin@cgws.com

分析师 姚久花

执业证书编号: S1070523100001

邮箱: yaojiuhua@cgws.com

联系人 李心怡

执业证书编号: S1070123110024

邮箱: lixinyi@cgws.com

相关研究

- 《24Q3 营收稳健增长, IC 载板量产落地加速助力未来发展—兴森科技 24Q3 点评》2024-10-31
- 《2024H1 业绩实现稳健增长, 持续推进 FCBGA 项目落地—兴森科技 2024 中报点评》2024-09-02

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。**我们认为**，随着公司降本增效提质的推进，FCBGA 封装基板项目的加速落地，公司业绩有望实现稳步增长。

盈利预测与投资评级。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 1.56/2.07/2.67 亿元，当前股价对应 PE 分别为 136/102/79 倍，随着公司产品持续升级，产能利用率的不断提升，我们看好公司未来业绩发展，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、应收账款回收风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5839	4383	4889	5456	6462
现金	2152	618	692	798	944
应收票据及应收账款	2097	2149	2670	2843	3699
其他应收款	36	26	43	37	58
预付账款	27	27	34	37	47
存货	633	771	657	949	923
其他流动资产	895	792	792	792	792
非流动资产	9096	9285	9446	9850	10603
长期股权投资	348	347	356	363	367
固定资产	4855	6168	6300	6633	7275
无形资产	241	292	276	265	249
其他非流动资产	3652	2478	2514	2588	2712
资产总计	14935	13668	14335	15305	17066
流动负债	4021	3788	4813	6052	7937
短期借款	440	152	916	2419	2976
应付票据及应付账款	1906	1766	2278	2089	3105
其他流动负债	1676	1870	1619	1545	1856
非流动负债	4607	4304	3767	3284	2867
长期借款	3189	2869	2333	1849	1433
其他非流动负债	1417	1434	1434	1434	1434
负债合计	8628	8092	8580	9336	10804
少数股东权益	973	641	635	625	614
股本	1690	1690	1690	1690	1690
资本公积	612	649	649	649	649
留存收益	2531	2300	2426	2595	2823
归属母公司股东权益	5334	4935	5120	5345	5647
负债和股东权益	14935	13668	14335	15305	17066

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	376	1183	331	1712
净利润	124	-531	150	197	257
折旧摊销	390	594	555	619	707
财务费用	95	127	167	209	254
投资损失	-147	-2	-73	-89	-78
营运资金变动	-268	-3	251	-800	358
其他经营现金流	-69	190	133	196	214
投资活动现金流	-1790	-1185	-658	-951	-1405
资本支出	1881	1128	708	1015	1456
长期投资	-11	-106	-9	-7	-4
其他投资现金流	101	49	59	71	55
筹资活动现金流	2572	-643	-1215	-778	-718
短期借款	-572	-288	764	1503	557
长期借款	1969	-320	-536	-484	-417
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	-1442	-1797	-858
现金净增加额	931	-1446	-689	-1398	-411

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5360	5817	6519	7511	8884
营业成本	4110	4894	4978	5598	6525
营业税金及附加	32	92	50	64	84
销售费用	203	202	183	225	278
管理费用	481	508	509	593	711
研发费用	492	442	456	548	666
财务费用	95	127	167	209	254
资产和信用减值损失	-72	-167	-119	-178	-191
其他收益	21	97	48	51	54
公允价值变动收益	-8	-48	-14	-18	-22
投资净收益	147	2	73	89	78
资产处置收益	0	-3	0	-0.5	-1
营业利润	36	-567	164	217	283
营业外收入	9	8	11	9	9
营业外支出	12	16	13	11	13
利润总额	33	-575	163	215	279
所得税	-91	-44	13	17	23
净利润	124	-531	150	197	257
少数股东损益	-87	-333	-6	-10	-11
归属母公司净利润	211	-198	156	207	267
EBITDA	504	156	861	1025	1222
EPS (元/股)	0.13	-0.12	0.09	0.12	0.16

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	0.1	8.5	12.1	15.2	18.3
营业利润 (%)	-92.7	-1664.1	129.0	31.9	30.7
归属母公司净利润 (%)	-59.8	-193.9	178.7	32.5	29.3
获利能力					
毛利率 (%)	23.3	15.9	23.7	25.5	26.6
净利率 (%)	2.3	-9.1	2.3	2.6	2.9
ROE (%)	2.0	-9.5	2.6	3.4	4.3
ROIC (%)	3.9	-3.9	2.8	3.3	4.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.8	59.2	59.9	61.0	63.3
净负债比率 (%)	55.1	84.7	77.8	92.9	91.1
流动比率	1.5	1.2	1.0	0.9	0.8
速动比率	1.2	0.8	0.8	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
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	3.0	3.1	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	-0.12	0.09	0.12	0.16
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	0.22	0.70	0.20	1.013
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	2.90	2.96	3.02	3.12
估值比率					
P/E	100.2	-106.7	135.5	102.3	79.1
P/B	4.0	4.3	4.2	4.1	4.0
EV/EBITDA	50.4	168.2	30.1	26.2	22.0

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686