

公司研究 | 点评报告 | 兴森科技（002436.SZ）

兴森科技：营收实现增长，坚定发展半导体业务

报告要点

近期兴森科技发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告。

2024 年公司实现营收 58.17 亿元，同比增加 8.53%；实现归母净利润-1.98 亿元，同比减少 193.88%。2025Q1 公司实现营收 15.80 亿元，同比增加 13.77%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比减少 62.24%。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



王泽罡

SAC: S0490521120001

兴森科技（002436.SZ）

2025-05-19

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

兴森科技：营收实现增长，坚定发展半导体业务

事件描述

近期兴森科技发布 2024 年年报和 2025 年一季度报告。

2024 年公司实现营收 58.17 亿元，同比增加 8.53%；实现归母净利润-1.98 亿元，同比减少 193.88%。2025Q1 公司实现营收 15.80 亿元，同比增加 13.77%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比减少 62.24%。

事件评论

- **PCB 业务实现增长，费用端大幅投入导致亏损。**分业务来看，2024 年公司 PCB、半导体测试板、封装基板分别实现收入 43.00 亿元、1.69 亿元、11.16 亿元，同比增速分别为 +5.11%、-36.21%、+35.87%；毛利率分别为 26.96%、37.38%、-43.86%，同比变化幅度分别为-1.76pct、+19.43pct、-32.03pct。其中 PCB 业务部分，2024 年宜兴硅谷收入同比下降 4%至 6.16 亿元，亏损 1.32 亿元；Fineline 收入同比下降 7.2%至 1.44 亿元，盈利 1.58 亿元；北京兴斐全年并表，贡献收入 8.61 亿元和净利润 1.36 亿元，HDI 板和类载板业务稳定增长。整体来看，PCB 业务部分样板业务维持稳定，但多层板量产业务表现落后于行业主要竞争对手。半导体业务部分，CSP 封装基板业务贡献主要收入，但 FCBGA 项目导致整体毛利率大幅下滑，2024 年 FCBGA 项目费用投入达到 7.34 亿元，同时广州兴科 CSP 项目因产能利用率不足导致亏损 0.71 亿元；测试板业务平稳发展，剔除 Harbor 出售影响，2024 年营收同比增长超 30%，毛利率同比提升较大。
- **FCBGA 项目持续拓展，国内外客户同步推进。**截至 2024 年公司 FCBGA 封装基板项目的整体投资规模已超 35 亿，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。该项目已进入小批量生产阶段，未来工作聚焦于市场拓展和量产爬坡，公司已在产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，但当前仍未进入大批量阶段。公司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。FCBGA 项目预计 2025 年小批量订单会逐步上量。
- **基石业务静待改善，FCBGA 基板业务为第二成长曲线。**公司持续推动 PCB 产品升级和战略大客户突破，并实现交付、良率、经营效率等指标的提升，产品盈利能力或将持续改善。半导体业务方面，公司封装基板业务已与国内外主流客户均建立起合作关系，随着新增产能的逐步落地，将充分享受行业高景气红利，封装基板也有望成为公司未来新的增长极。预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 1.09/3.65/4.35 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、PCB 行业需求存在不确定性；
- 2、封装基板业务拓展存在不确定性。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	12.27
总股本(万股)	168,960
流通A股/B股(万股)	150,042/0
每股净资产(元)	2.96
近12月最高/最低价(元)	15.02/8.05

注：股价为 2025 年 5 月 16 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《兴森科技：短期业绩仍有压力，FCBGA 项目坚定发展》2024-11-16
- 《兴森科技：传统业务静待改善，FCBGA 项目持续推进》2024-09-23
- 《兴森科技：行业需求回暖，半导体业务有望提速》2024-04-29



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、PCB 行业需求存在不确定性：受制于整体经济增长乏力、需求不振，PCB 行业产值在近两年增速或将有所放缓，由于 PCB 业务占公司整体收入比重相对较高，行业不振或将对公司收入水平造成一定影响。
- 2、封装基板业务拓展存在不确定性：当前阶段公司封装基板业务仍处于发展初期阶段，其中作为重点布局的 FCBGA 业务具备投资规模大、回报周期长、运营成本高等特点，因此该项业务或将对公司短期盈利能力造成一定的影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	5817	6262	7454	8409	货币资金	618	289	60	235
营业成本	4894	5004	5686	6348	交易性金融资产	267	267	267	267
毛利	923	1259	1768	2061	应收账款	1913	1894	2414	2452
%营业收入	16%	20%	24%	25%	存货	771	519	840	653
营业税金及附加	92	40	48	56	预付账款	27	20	23	25
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他流动资产	788	868	939	977
销售费用	202	213	246	278	流动资产合计	4383	3856	4543	4609
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	347	377	407	437
管理费用	508	514	559	631	投资性房地产	140	80	20	0
%营业收入	9%	8%	8%	8%	固定资产合计	6168	6551	6875	7143
研发费用	442	451	484	547	无形资产	292	292	292	292
%营业收入	8%	7%	7%	7%	商誉	391	441	491	541
财务费用	127	120	121	122	递延所得税资产	345	345	345	345
%营业收入	2%	2%	2%	1%	其他非流动资产	1602	1362	1146	1042
加: 资产减值损失	-127	-160	-170	-200	资产总计	13668	13304	14118	14408
信用减值损失	-40	-20	-20	-20	短期贷款	152	152	152	152
公允价值变动收益	-48	0	0	0	应付款项	1462	1318	1841	1686
投资收益	2	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-567	-208	179	264	应付职工薪酬	299	250	284	317
%营业收入	-10%	-3%	2%	3%	应交税费	105	125	149	168
营业外收支	-8	0	0	0	其他流动负债	1770	1770	1838	1945
利润总额	-575	-208	179	264	流动负债合计	3788	3615	4265	4269
%营业收入	-10%	-3%	2%	3%	长期借款	2869	2869	2869	2869
所得税费用	-44	-17	14	-21	应付债券	0	0	0	0
净利润	-531	-191	165	285	递延所得税负债	121	121	121	121
归属于母公司所有者的净利润	-198	109	365	435	其他非流动负债	1313	1313	1313	1313
少数股东损益	-333	-300	-200	-150	负债合计	8092	7919	8569	8573
EPS (元)	-0.12	0.06	0.22	0.26	归属于母公司所有者权益	4935	5044	5409	5844
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	641	341	141	-9
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5576	5385	5550	5835
经营活动现金流净额	376	723	824	1328	负债及股东权益	13668	13304	14118	14408
取得投资收益收回现金	80	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	2	-30	-30	-30		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1126	-900	-900	-1000	每股收益	-0.12	0.06	0.22	0.26
其他	-140	0	0	0	每股经营现金流	0.22	0.43	0.49	0.79
投资活动现金流净额	-1185	-930	-930	-1030	市盈率	—	191.02	56.83	47.66
债券融资	-257	0	0	0	市净率	3.80	4.11	3.83	3.55
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	75.36	29.96	19.62	17.78
银行贷款增加 (减少)	-350	0	0	0	总资产收益率	-1.5%	0.8%	2.6%	3.0%
筹资成本	-245	-123	-123	-123	净资产收益率	-4.0%	2.2%	6.7%	7.4%
其他	209	0	0	0	净利率	-3.4%	1.7%	4.9%	5.2%
筹资活动现金流净额	-643	-123	-123	-123	资产负债率	59.2%	59.5%	60.7%	59.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1452	-329	-229	175	总资产周转率	0.41	0.46	0.54	0.59

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。