2025 年 7 月 1 日

公司研究

营收持续增长，成长空间广阔

——兴森科技（002436.SZ）跟踪报告之五

要点

兴森科技专注于先进电子电路方案产业，PCB 和半导体两大业务助力成长。公司传统 PCB 业务聚焦于样板快件及批量板的研发、设计、生产、销售和表面贴装，公司深化推进 PCB 工厂的数字化变革，实现从工程设计、制造、供应链等全流程数字化改造，持续提升客户满意度和经营效率；高阶 PCB 领域，公司完善 Anylayer HDI 板和类载板（SLP）业务布局，在坚守高端智能手机主赛道的基础上，全力拓展高端光模块、毫米波通信市场；公司半导体业务聚焦于 IC 封装基板（含 CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板）领域，立足于芯片封装测试环节的关键材料自主配套。公司产品广泛应用于通信设备、消费电子、工业控制、医疗电子、服务器、轨道交通、计算机应用、半导体等多个行业领域。

兴森科技持续保持 PCB 行业领先地位。兴森科技通过持续的研发投入提升技术能力，以数字化改造提升工厂的经营管理效率，以稳定的交付和质量表现提升客户满意度。根据公司年报援引 CPCA 发布的第二十三届中国电子电路行业排行榜，公司在综合 PCB 百强企业位列第十四名、内资 PCB 百强企业中位列第七名。根据公司年报援引 Prismark 公布的 2024 年全球 PCB 四十大供应商，公司位列第三十名。

封装基板业务成长空间广阔。公司 CSP 封装基板业务聚焦于存储、射频两大主力方向，并向汽车市场拓展，产品结构向高附加值高单价的方向拓展，尤其是多层板难度板，致力于通过优化产品结构增强盈利能力。受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升，2024 年公司 CSP 封装基板业务产能利用率逐季提升。公司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，该业务有望打开广阔成长空间。

公司营收实现持续增长。2024 年公司实现营业收入 58.17 亿元，同比增长 8.53%；归母净亏损 1.98 亿元。25Q1 公司实现营业收入 15.80 亿元，同比增长 13.77%；实现归母净利润 0.09 亿元，同比减少 62.24%。

盈利预测、估值与评级：公司 2024 年受到装基板业务行业需求不足，认证周期较慢，产能利用率较低，对净利润造成影响，我们认为该影响可能持续。我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润预测为 1.12/2.71 亿元，较前次下调幅度为 77%/60%，新增公司 2027 年归母净利润预测为 4.42 亿元，当前股价对应 PE 196/81/50X。我们看好公司的长期成长空间，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争激烈；产品研发不及预期；毛利率下滑的风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,360	5,817	6,543	7,302	8,083
营业收入增长率	0.11%	8.53%	12.48%	11.59%	10.70%
归母净利润（百万元）	211	-198	112	271	442
归母净利润增长率	-59.82%	N/A	N/A	143.42%	62.71%
EPS（元）	0.13	-0.12	0.07	0.16	0.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.96%	-4.02%	2.23%	5.20%	7.81%
P/E	104	N/A	196	81	50
P/B	4.1	4.4	4.4	4.2	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-06-27

买入（维持）

当前价：12.94 元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

分析师：林仕霄

执业证书编号：S0930522090003

021-52523818

linshixiao@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.90
总市值(亿元):	218.63
一年最低/最高(元):	8.03/14.98
近 3 月换手率:	196.79%

股价相对走势

收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	10.40	5.19	15.70
绝对	12.52	6.08	28.45

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**5,360**	**5,817**	**6,543**	**7,302**	**8,083**
营业成本	4,110	4,894	5,241	5,746	6,213
折旧和摊销	366	572	619	630	688
税金及附加	32	92	96	102	113
销售费用	203	202	216	219	226
管理费用	481	508	550	577	622
研发费用	492	442	478	504	542
财务费用	95	127	129	134	140
投资收益	147	2	5	8	10
营业利润	**36**	**-567**	**-214**	**-5**	**205**
利润总额	**33**	**-575**	**-214**	**-5**	**205**
所得税	-91	-44	-16	0	14
净利润	**124**	**-531**	**-198**	**-5**	**191**
少数股东损益	-87	-333	-310	-276	-251
归属母公司净利润	**211**	**-198**	**112**	**271**	**442**
EPS(元)	**0.13**	**-0.12**	**0.07**	**0.16**	**0.26**

现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**125**	**376**	**303**	**772**	**1,025**
净利润	211	-198	112	271	442
折旧摊销	366	572	619	630	688
净营运资金增加	-636	363	454	202	220
其他	184	-361	-882	-331	-325
投资活动产生现金流	**-1,790**	**-1,185**	**-793**	**-650**	**-661**
净资本支出	-1,878	-1,126	-686	-597	-608
长期投资变化	348	347	0	0	0
其他资产变化	-261	-405	-107	-53	-53
融资活动现金流	**2,572**	**-643**	**527**	**-46**	**-285**
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,716	-269	707	138	-142
无息负债变化	2,054	-267	-179	209	190
净现金流	**931**	**-1,446**	**36**	**76**	**78**

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	**14,935**	**13,668**	**13,947**	**14,239**	**14,475**
货币资金	2,152	618	654	730	808
交易性金融资产	210	267	286	297	310
应收账款	1,843	1,913	2,073	2,313	2,561
应收票据	254	236	265	296	328
其他应收款（合计）	36	26	30	33	36
存货	633	771	839	891	932
其他流动资产	631	516	525	532	540
流动资产合计	**5,839**	**4,383**	**4,682**	**5,104**	**5,527**
其他权益工具	600	424	424	424	424
长期股权投资	348	347	347	347	347
固定资产	4,855	6,168	5,759	5,302	4,790
在建工程	1,644	601	851	1,051	1,251
无形资产	241	292	335	378	420
商誉	327	391	391	391	391
其他非流动资产	565	482	482	482	482
非流动资产合计	**9,096**	**9,285**	**9,265**	**9,136**	**8,948**
总负债	**8,628**	**8,092**	**8,620**	**8,966**	**9,014**
短期借款	440	152	1,887	2,022	1,880
应付账款	1,623	1,462	1,566	1,717	1,856
应付票据	283	304	314	345	373
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	9	23	23	23	23
流动负债合计	**4,021**	**3,788**	**4,346**	**4,692**	**4,740**
长期借款	2,932	2,869	2,869	2,869	2,869
应付债券	257	0	0	0	0
其他非流动负债	1,295	1,284	1,284	1,284	1,284
非流动负债合计	**4,607**	**4,304**	**4,274**	**4,274**	**4,274**
股东权益	**6,307**	**5,576**	**5,327**	**5,273**	**5,461**
股本	1,690	1,690	1,690	1,690	1,690
公积金	682	724	735	763	807
未分配利润	2,461	2,225	2,275	2,469	2,864
归属母公司权益	5,334	4,935	4,996	5,218	5,657
少数股东权益	973	641	331	55	-196

主要指标

盈利能力（%）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.3%	15.9%	19.9%	21.3%	23.1%
EBITDA 率	8.7%	8.6%	12.6%	14.3%	16.6%
EBIT 率	1.4%	-1.7%	3.1%	5.7%	8.1%
税前净利润率	0.6%	-9.9%	-3.3%	-0.1%	2.5%
归母净利润率	3.9%	-3.4%	1.7%	3.7%	5.5%
ROA	0.8%	-3.9%	-1.4%	0.0%	1.3%
ROE（摊薄）	4.0%	-4.0%	2.2%	5.2%	7.8%
经营性 ROIC	3.7%	-1.1%	2.1%	4.3%	6.8%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	58%	59%	62%	63%	62%
流动比率	1.45	1.16	1.08	1.09	1.17
速动比率	1.29	0.95	0.88	0.90	0.97
归母权益/有息债务	1.23	1.21	1.05	1.06	1.19
有形资产/有息债务	3.24	3.10	2.69	2.66	2.78

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	3.78%	3.47%	3.30%	3.00%	2.80%
管理费用率	8.97%	8.73%	8.40%	7.90%	7.70%
财务费用率	1.78%	2.18%	1.98%	1.84%	1.74%
研发费用率	9.17%	7.60%	7.30%	6.90%	6.70%
所得税率	-273%	8%	7%	7%	7%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.05	0.03	0.03	0.00	0.00
每股经营现金流	0.07	0.22	0.18	0.46	0.61
每股净资产	3.16	2.92	2.96	3.09	3.35
每股销售收入	3.17	3.44	3.87	4.32	4.78

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	104	N/A	196	81	50
PB	4.1	4.4	4.4	4.2	3.9
EV/EBITDA	58.2	55.5	32.3	24.9	19.0
股息率	0.4%	0.2%	0.2%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区新闸路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP