

公司研究 | 点评报告 | 兴森科技（002436.SZ）

兴森科技：PCB 营收持续增长，CSP 封装基板业务有所改善

报告要点

2025 年 8 月 26 日，兴森科技发布 2025 年半年度报告。

2025H1 公司实现营收 34.26 亿元，同比增加 18.91%；归母净利润为 0.29 亿元，同比增加 47.85%；扣非后净利润为 0.47 亿元，同比增加 62.50%；毛利率为 18.45%，同比增加 1.9pct。
2025Q2 公司实现营收 18.46 亿元，同比增加 23.69%；归母净利润为 0.19 亿元，同比增加 465.68%；扣非净利润为 0.40 亿元，同比增加 723.80%；毛利率为 19.53%，同比增加 3.4pct。

分析师及联系人



杨洋

SAC: S0490517070012

SFC: BUW100



王泽罡

SAC: S0490521120001

兴森科技（002436.SZ）

2025-09-14

兴森科技：PCB 营收持续增长，CSP 封装基板业务有所改善

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025 年 8 月 26 日，兴森科技发布 2025 年半年度报告。

2025H1 公司实现营收 34.26 亿元，同比增加 18.91%；归母净利润为 0.29 亿元，同比增加 47.85%；扣非后净利润为 0.47 亿元，同比增加 62.50%；毛利率为 18.45%，同比增加 1.9pct。2025Q2 公司实现营收 18.46 亿元，同比增加 23.69%；归母净利润为 0.19 亿元，同比增加 465.68%；扣非净利润为 0.40 亿元，同比增加 723.80%；毛利率为 19.53%，同比增加 3.4pct。

事件评论

- **PCB 业务盈利能力有所下滑，半导体业务仍处于亏损状态。**2025H1 公司 PCB 业务实现收入 24.48 亿元，同比增长 12.80%；毛利率为 26.32%，同比减少 0.77pct。子公司宜兴硅谷产能未能充分释放，实现收入 3.57 亿元，同比增长 17.45%，亏损 0.82 亿元。Fineline 实现收入 8.39 亿元，同比增长 10.61%；净利润 0.76 亿元，同比下降 13.50%，净利润下降主要系受汇兑损益影响。北京兴斐实现收入 5.0 亿元，同比增长 25.50%；净利润 0.86 亿元，同比增长 46.86%。公司半导体业务实现收入 8.31 亿元，同比增长 38.39%；毛利率-16.78%，同比上升 16.41pct。其中，IC 封装基板业务实现收入 7.22 亿元，同比增长 36.04%；毛利率-25.17%，同比增加 17.16pct。
- **CSP 封装基板业务有所改善，FCBGA 封装基板项目仍未量产。**受益于存储芯片行业复苏和主要客户的份额提升，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。其中，广州科技和珠海兴科原有 3.5 万平方米/月产能已实现满产，珠海兴科新扩产能（1.5 万平方米/月）已于今年 7 月份投产、并开始释放产能。因行业回暖、叠加大宗原材料价格上涨，CSP 封装基板产品价格也有所上涨，整体盈利能力有所提升。截至 2025H1，公司 FCBGA 封装基板项目的整体投资规模已超 38 亿元，样品持续交付认证中，在全力拓展国内客户的基础之上，公司持续攻坚海外客户，努力争取后续的审厂、打样和量产机会。
- **基石业务逐步改善，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 0.94/2.76/5.36 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。

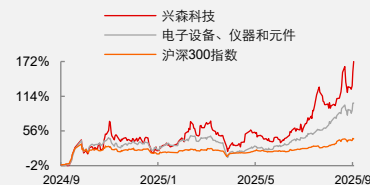
请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	22.47
总股本(万股)	169,967
流通A股/B股(万股)	151,050/0
每股净资产(元)	2.97
近12月最高/最低价(元)	23.13/8.05

注：股价为 2025 年 9 月 12 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：营收实现增长，坚定发展半导体业务》2025-05-19
- 《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



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	6455	7125	8888	货币资金	618	252	267	135
营业成本	4894	5122	5401	6583	交易性金融资产	267	267	267	267
毛利	923	1333	1724	2304	应收账款	1913	2012	2105	3040
%营业收入	16%	21%	24%	26%	存货	771	552	729	830
营业税金及附加	92	40	44	62	预付账款	27	20	22	26
%营业收入	2%	1%	1%	1%	其他流动资产	788	888	888	1073
销售费用	202	219	235	293	流动资产合计	4383	3990	4277	5372
%营业收入	3%	3%	3%	3%	长期股权投资	347	377	407	437
管理费用	508	529	534	622	投资性房地产	140	80	20	0
%营业收入	9%	8%	8%	7%	固定资产合计	6168	6551	6875	7143
研发费用	442	465	463	551	无形资产	292	292	292	292
%营业收入	8%	7%	7%	6%	商誉	391	441	491	541
财务费用	127	120	121	121	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	13437	13852	15170
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	1383	1617	2040
投资收益	2	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	-567	-170	191	497	应付职工薪酬	299	256	270	329
%营业收入	-10%	-3%	3%	6%	应交税费	105	129	143	178
营业外收支	-8	0	0	0	其他流动负债	1770	1793	1770	2035
利润总额	-575	-170	191	497	流动负债合计	3788	3714	3953	4734
%营业收入	-10%	-3%	3%	6%	长期借款	2869	2869	2869	2869
所得税费用	-44	-14	15	-40	应付债券	0	0	0	0
净利润	-531	-156	176	536	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	94	276	536	其他非流动负债	1313	1313	1313	1313
少数股东损益	-333	-250	-100	0	负债合计	8092	8018	8257	9038
EPS (元)	-0.12	0.06	0.16	0.32	归属于母公司所有者权益	4935	5029	5304	5841
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	641	391	291	291
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	5576	5420	5595	6132
经营活动现金流净额	376	687	1067	1021	负债及股东权益	13668	13437	13852	15170
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	0.16	0.32
其他	-140	0	0	0	每股经营现金流	0.22	0.40	0.63	0.60
投资活动现金流净额	-1185	-930	-930	-1030	市盈率	—	408.45	138.62	71.21
债券融资	-257	0	0	0	市净率	3.80	7.59	7.20	6.54
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	75.36	49.04	32.97	26.10
银行贷款增加 (减少)	-350	0	0	0	总资产收益率	-1.5%	0.7%	2.0%	3.5%
筹资成本	-245	-123	-123	-123	净资产收益率	-4.0%	1.9%	5.2%	9.2%
其他	209	0	0	0	净利率	-3.4%	1.4%	3.9%	6.0%
筹资活动现金流净额	-643	-123	-123	-123	资产负债率	59.2%	59.7%	59.6%	59.6%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1452	-366	15	-132	总资产周转率	0.41	0.48	0.52	0.61

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。