

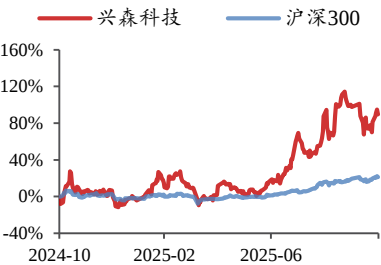
兴森科技（002436.SZ）

2025 年 10 月 31 日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/10/30
当前股价(元)	21.22
一年最高最低(元)	25.09/9.26
总市值(亿元)	360.67
流通市值(亿元)	320.53
总股本(亿股)	17.00
流通股本(亿股)	15.10
近 3 个月换手率(%)	553.72

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2025Q1 归母净利润扭亏，FCBGA 处于业务放量关键时期》-2025.4.29

2025Q3 利润同环比均高增，BT 载板迎来强势增长长期

——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

● 2025Q3 利润显著提升，维持“买入”评级

2025 年前三季度公司实现营收 53.73 亿元，yoy+23.48%，实现归母净利润 1.31 亿元，yoy+516.08%。2025Q3，公司实现营收 19.47 亿元，yoy+32.42%，qoq+5.47%；实现归母净利润 1.03 亿元。yoy+300.88%，qoq+427.52%；实现毛利率 22.36%，yoy+7.54pct，qoq+2.83pct；实现净利率 2.36%，yoy+10.43pct，qoq+5.08pct，存储市场需求强劲，公司载板业务利润率显著提升，带动整体利润高增。基于存储需求修复以及 BT 载板涨价预期，我们上调 2025/2026/2027 年利润预期，预计 2025-2027 年归母净利润为 2.51/5.30/7.25 亿元（原值为 2.03/4.39/5.83 亿元），EPS 为 0.15/0.31/0.43 元，当前股价对应 PE 为 143.8/68.0/49.7 倍，维持“买入”评级。

● PCB 业务：高端产品放量加速，宜兴硅谷业绩修复进行中

北京兴斐上半年实现营收 5.00 亿元，净利润达到 8556 万元，受益于战略客户高端手机业务的持续增长、份额提升及高端光模块基板批量出货，HDI 板和类载板（SLP）业务持续增长，在需求激增的背景下，北京兴斐正规划进一步扩充面向 AI 领域的高阶 HDI 产能，以把握 AI 需求增长带来的行业机会。宜兴硅谷由于客户结构等原因整体经营情况相对较弱，目前正在进行客户结构调整、成本管控以及工艺流程的优化，未来业绩有望持续修复。

● 封装基板业务：存储需求强劲，公司 BT 板盈利能力显著提升

受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升，公司 CSP 封装基板业务产能利用率逐季提升，利润率显著提升。从产能角度来看，广州和珠海原有的 3.5 万平/月的产能已经实现满产，另外新增的 1.5 万平/月的产能已经在 2025 年 7 月投产，逐步释放产能；从价格角度来看，因下游需求的激增以及上游原材料价格的上涨，CSP 封装基板产品价格也在上涨过程中，未来有望带动盈利能力的持续上行。

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	7,463	9,004	11,072
YOY(%)	0.1	8.5	28.3	20.6	23.0
归母净利润(百万元)	211	-198	251	530	725
YOY(%)	-59.8	-193.9	226.5	111.4	36.8
毛利率(%)	23.3	15.9	21.7	26.5	29.0
净利率(%)	3.9	-3.4	3.4	5.9	6.6
ROE(%)	2.0	-9.5	1.5	7.4	11.5
EPS(摊薄/元)	0.12	-0.12	0.15	0.31	0.43
P/E(倍)	170.8	-181.9	143.8	68.0	49.7
P/B(倍)	6.8	7.4	7.1	6.5	5.8

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	利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5839	4383	5850	6107	8118	营业收入	5360	5817	7463	9004	11072
现金	2152	618	793	956	1176	营业成本	4110	4894	5843	6618	7864
应收票据及应收账款	2097	2149	3288	3304	4802	营业税金及附加	32	92	57	63	101
其他应收款	36	26	61	51	97	营业费用	203	202	246	297	365
预付账款	27	27	42	42	61	管理费用	481	508	597	720	886
存货	633	771	852	913	1104	研发费用	492	442	507	612	753
其他流动资产	895	792	814	841	878	财务费用	95	127	77	162	206
非流动资产	9096	9285	10411	11186	12078	资产减值损失	-13	-127	-75	-90	-111
长期投资	348	347	350	359	373	其他收益	21	97	100	100	100
固定资产	4855	6168	7288	8054	8935	公允价值变动收益	-8	-48	-35	-30	-25
无形资产	241	292	276	265	249	投资净收益	147	2	14	30	45
其他非流动资产	3652	2478	2497	2508	2521	资产处置收益	0	-3	-1	-1	-1
资产总计	14935	13668	16262	17293	20197	营业利润	36	-567	92	480	828
流动负债	4021	3788	6727	7898	10634	营业外收入	9	8	10	10	10
短期借款	440	152	2273	3978	5033	营业外支出	12	16	12	12	12
应付票据及应付账款	1906	1766	2573	2194	3305	利润总额	33	-575	90	478	826
其他流动负债	1676	1870	1881	1726	2295	所得税	-91	-44	7	36	63
非流动负债	4607	4304	3926	3428	2917	净利润	124	-531	84	442	764
长期借款	3189	2869	2575	2128	1667	少数股东损益	-87	-333	-167	-88	38
其他非流动负债	1417	1434	1351	1300	1250	归属母公司净利润	211	-198	251	530	725
负债合计	8628	8092	10653	11326	13551	EBITDA	596	200	830	1439	1973
少数股东权益	973	641	474	385	423	EPS(元)	0.12	-0.12	0.15	0.31	0.43
股本	1690	1690	1690	1690	1690						
资本公积	612	649	649	649	649						
留存收益	2531	2300	2370	2750	3429						
归属母公司股东权益	5334	4935	5136	5581	6222						
负债和股东权益	14935	13668	16262	17293	20197						

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	376	701	651	1627	成长能力					
净利润	124	-531	84	442	764	营业收入(%)	0.1	8.5	28.3	20.6	23.0
折旧摊销	390	594	595	718	841	营业利润(%)	-92.7	-1664.1	116.3	419.2	72.5
财务费用	95	127	77	162	206	归属于母公司净利润(%)	-59.8	-193.9	226.5	111.4	36.8
投资损失	-147	-2	-14	-30	-45	获利能力					
营运资金变动	-268	-3	-117	-731	-241	毛利率(%)	23.3	15.9	21.7	26.5	29.0
其他经营现金流	-69	190	77	91	103	净利率(%)	3.9	-3.4	3.4	5.9	6.6
投资活动现金流	-1790	-1185	-1741	-1498	-1720	ROE(%)	2.0	-9.5	1.5	7.4	11.5
资本支出	1881	1128	1772	1504	1750	ROIC(%)	7.0	-3.5	1.8	4.9	7.1
长期投资	-11	-106	-3	-9	-14	偿债能力					
其他投资现金流	101	49	34	16	44	资产负债率(%)	57.8	59.2	65.5	65.5	67.1
筹资活动现金流	2572	-643	-918	-705	-753	净负债比率(%)	55.1	84.7	105.2	117.2	111.0
短期借款	-572	-288	2120	1705	1055	流动比率	1.5	1.2	0.9	0.8	0.8
长期借款	1969	-320	-295	-447	-461	速动比率	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
普通股增加	0	0	0	0	0	营运能力					
资本公积增加	-1318	38	0	0	0	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
其他筹资现金流	2493	-74	-2744	-1963	-1348	应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
现金净增加额	931	-1446	-1958	-1551	-846	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)	0.12	-0.12	0.15	0.31	0.43
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.22	0.41	0.38	0.96
						每股净资产(最新摊薄)	3.12	2.88	3.00	3.26	3.64
						估值比率					
						P/E	170.8	-181.9	143.8	68.0	49.7
						P/B	6.8	7.4	7.1	6.5	5.8
						EV/EBITDA	67.3	205.1	50.6	29.8	22.0

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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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