

兴森科技(002436)

报告日期: 2025 年 11 月 03 日

存储荣景推动 CSP 盈利改善, 高端工艺布局筑基持续成长

——兴森科技三季报点评

投资要点

□ 事件: 2025 年前三季度, 公司实现营业收入 53.73 亿元, 同比增长 23.48%, 归母净利润 1.31 亿元, 扭亏为盈, 扣非归母净利润 1.49 亿元, 扭亏为盈。其中第三季度, 公司实现营业收入 19.47 亿元, 同比增长 32.42%, 归母净利润 1.03 亿元, 扭亏为盈, 扣非归母净利润 1.02 亿元, 扭亏为盈。

□ PCB 稳健成长, CSP 载板稼动率提升, 单季度利润快速恢复

回顾上半年, PCB 业务板块中, 样板业务维持稳定, 北京兴斐 HDI 板和 SLP 业务稳定增长, 宜兴硅谷 PCB 多层板量产业务因客户和产品结构不佳, 表现落后于行业主要竞争对手, 有所亏损; IC 载板业务板块中, 受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户份额提升, CSP 封装基板产能利用率逐季提升, 但兴科项目仍处于客户认证阶段; FCBGA 载板由于订单导入偏慢, 对整体净利润产生一定拖累。

结合三季度各下游景气度状况分析, 我们预测 CSP 封装基板在存储大周期带动下, 整体稼动率快速提升, 顺利扭亏为盈, 是公司三季度整体业绩得以释放的主要原因, 展望未来, HDI 和 SLP 在 AI 服务器需求带动下, 有望实现快速增长, CSP 封装基板产能稼动率具备进一步提升的空间, 存储景气度的进一步提升甚至有望推动 CSP 载板价格的提升, 进而为公司整体业绩提供可观的增量弹性。

□ 精细化工艺技术域全覆盖, HDI 和 SLP 奠定 PCB 业务长期成长态势

近年来, 随着 AI 服务器行业的快速发展, 以英伟达为代表的 AI 芯片厂商和云厂自研 ASIC 芯片性能规格也在以每年翻倍以上的速度迭代, 对 PCB 的高频、高速不断提出更高要求, 在 AI 服务器中, 为了满足高传输速率要求, PCB 原材料需要使用 Very Low loss 或 M6 等级以上的 CCL 材料, PCB 面积和层数的提升, 会带动这类高价材料用量的大幅增加; 为了有效控制高价材料的用量以及机柜空间, 需要对 PCB 线路进行精细化制备, 从底层而言是盲孔/埋孔、改良型半加成法以及加成法等精细化工艺需求的提升, 对 PCB 企业的制程能力和良率控制提出极为严苛的挑战, 目前, 具备高阶 HDI 制程能力的内资企业寥寥可数, 兼备 MSAP 和 SAP 等载板/类载板工艺的更是鲜有, 而这正是兴森科技的优势所在, 公司在 PCB 领域技术域全覆盖的布局, 在 AI 浪潮中, 有望兑现为有力的成长伏笔。

□ 存储周期推动 CSP 载板盈利改善, FCBGA 开源节流静待大客户放量

存储芯片是 CSP 载板最为核心的应用领域, 随着存储芯片景气周期的开启, CSP 载板的供需格局得到有效改善, 而对于内资载板企业而言, 本土存储供应链的稳固及国产化程度, 将是其技术稳步发展和产品持续出货的核心支撑, 公司在主要存储客户的份额有所提升, 与此同时, 公司正不断提升射频类产品的比重, 并积极开拓汽车市场。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, 后续 CSP 载板有望成为利润增长弹性的释放点。

FCBGA 载板方面, 公司正不断改善提升整体良率, 持续交付样品订单, 已累计通过十家客户验厂, 下游涵盖通用服务器、AI 服务器、智能驾驶和交换机等领域, 当下高层板已进入小批量量产阶段, 为后续量产奠定基础, 与此同时, 公司在保持核心管理团队稳定的情况下, 优化员工结构, 争取通过开源与节流并举的方式, 实现该业务的逐步减亏至扭亏为盈。FCBGA 载板是 AI 算力芯片、GPU、CPU 芯片的重要封装材料, 是国产算力芯片行业自主替代的重要环节之一, 公司作为内资中为数不多具备生产技术、产能以及投融资能力的企业, 且在技术和客户认证导入均处于行业前列, 随着核心客户大批量订单逐步释放,

投资评级: 买入(维持)

分析师: 王凌涛

执业证书号: S1230523120008

wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱

执业证书号: S1230524020001

shenqian01@stocke.com.cn

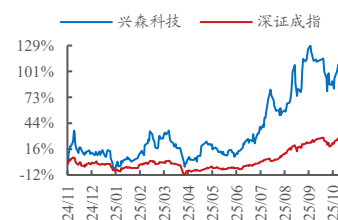
基本数据

收盘价 ¥21.37

总市值(百万元) 36,322.02

总股本(百万股) 1,699.67

股票走势图



相关报告

- 1 《聚焦 AI 强化 FCBGA 载板业务, 短期承压不改长期趋势》 2024.10.28
- 2 《载板替代节奏影响短期利润, 静待行业景气回暖重归成长》 2024.09.02
- 3 《雄关漫道真如铁, 而今迈步从头越》 2024.05.10

FCBGA 载板有望成为公司第二成长曲线的重要倚仗。

- **投资建议：**总体而言，兴森科技 2024 年业绩承压，主要还是受到 IC 载板国产化替代进展的影响，但后期公司一旦这块步入正轨，其可能带来的弹性也是立竿见影的，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 1.74 亿、4.44 亿和 6.67 亿元，当前股价对应 PE 为 208.75、81.80 和 54.42 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**1、样板业务复苏节奏低于预期。2、ABF 载板关键客户认证与导入速度低于预期。3、CSP 产能稼动率爬升速度不及预期。4、国产载板本土化替代进程受到干扰。

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5817.32	7068.73	9281.63	12266.63
(+/-) (%)	8.53%	21.51%	31.31%	32.16%
归母净利润	-198.29	174.00	444.02	667.46
(+/-) (%)	/	/	155.19%	50.32%
每股收益(元)	-0.12	0.10	0.26	0.39
P/E	/	208.75	81.80	54.42

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	4,383	5,689	6,241	7,389
现金	618	1,400	1,020	890
交易性金融资产	267	228	235	243
应收账款	2,149	2,491	3,197	4,115
其它应收款	25	32	48	58
预付账款	27	32	42	53
存货	771	897	1,093	1,449
其他	526	608	606	580
非流动资产	9,285	9,989	11,297	12,188
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	347	333	343	341
固定资产	6,168	7,221	8,478	9,306
无形资产	292	306	327	341
在建工程	601	161	209	263
其他	1,877	1,967	1,941	1,937
资产总计	13,668	15,678	17,538	19,576
流动负债	3,788	6,456	6,891	7,953
短期借款	152	2,096	1,453	974
应付款项	1,766	2,365	2,889	3,662
预收账款	0	0	0	0
其他	1,870	1,994	2,549	3,317
非流动负债	4,304	3,471	4,541	4,869
长期借款	2,869	1,280	1,382	1,492
其他	1,434	2,191	3,158	3,376
负债合计	8,092	9,927	11,432	12,822
少数股东权益	641	601	512	492
归属母公司股东权	4,935	5,151	5,595	6,262
负债和股东权益	13,668	15,678	17,538	19,576

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	376	1,546	1,936	1,608
净利润	(531)	134	355	648
折旧摊销	594	489	590	685
财务费用	127	175	231	227
投资损失	(2)	(121)	(145)	(110)
营运资金变动	(217)	385	(91)	89
其它	405	483	996	69
投资活动现金流	(1,185)	(988)	(1,752)	(1,486)
资本支出	(271)	(1,045)	(1,834)	(1,507)
长期投资	8	7	(7)	3
其他	(922)	50	89	18
筹资活动现金流	(643)	224	(564)	(252)
短期借款	(288)	1,944	(643)	(479)
长期借款	(63)	(1,589)	102	110
其他	(293)	(131)	(22)	117
现金净增加额	(1,452)	782	(380)	(130)

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,817	7,069	9,282	12,267
营业成本	4,894	5,348	6,842	8,966
营业税金及附加	92	62	94	142
营业费用	202	240	325	429
管理费用	508	601	789	1,043
研发费用	442	530	696	797
财务费用	127	175	231	227
资产减值损失	167	106	111	110
公允价值变动损益	(48)	(48)	(48)	(48)
投资净收益	2	121	145	110
其他经营收益	94	62	78	68
营业利润	(567)	140	368	682
营业外收支	(8)	(2)	(1)	(3)
利润总额	(575)	138	366	679
所得税	(44)	4	11	31
净利润	(531)	134	355	648
少数股东损益	(333)	(40)	(89)	(19)
归属母公司净利润	(198)	174	444	667
EBITDA	128	793	1,177	1,566
EPS（最新摊薄）	(0.12)	0.10	0.26	0.39

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	8.53%	21.51%	31.31%	32.16%
营业利润	-	124.64%	163.28%	85.50%
归属母公司净利润	-	-	155.19%	50.32%
获利能力				
毛利率	15.87%	24.34%	26.28%	26.91%
净利率	-9.13%	1.89%	3.83%	5.28%
ROE	-3.34%	3.07%	7.49%	10.38%
ROIC	-4.18%	2.60%	4.58%	6.29%
偿债能力				
资产负债率	59.20%	63.32%	65.18%	65.50%
净负债比率	50.24%	42.94%	34.60%	30.94%
流动比率	1.16	0.88	0.91	0.93
速动比率	0.95	0.74	0.75	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.48	0.56	0.66
应收账款周转率	3.10	3.37	3.46	3.46
应付账款周转率	3.17	3.20	3.21	3.34
每股指标(元)				
每股收益	(0.12)	0.10	0.26	0.39
每股经营现金	0.22	0.91	1.14	0.95
每股净资产	2.92	3.03	3.29	3.68
估值比率				
P/E	-	208.75	81.80	54.42
P/B	7.32	7.05	6.49	5.80
EV/EBITDA	186.00	52.29	36.04	27.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>