

兴森科技（002436.SZ）

25Q3 业绩实现高速增长，攻坚 FCBGA 海内外客户助力未来发展

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	5,360	5,817	7,001	8,621	10,789
增长率 yoy（%）	0.1	8.5	20.3	23.2	25.1
归母净利润（百万元）	211	-198	161	329	696
增长率 yoy（%）	-59.8	-193.9	181.1	104.8	111.3
ROE（%）	2.0	-9.5	2.7	5.3	10.3
EPS 最新摊薄（元）	0.13	-0.12	0.10	0.19	0.41
P/E（倍）	169.3	-180.3	222.3	108.6	51.4
P/B（倍）	6.7	7.3	7.1	6.8	6.1

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：10 月 30 日，公司发布 2025 年三季报。2025 年前三季度，公司实现营业收入 53.73 亿元，同比增长 23.48%；实现归母净利润 1.31 亿元，同比增长 516.08%；实现扣非后归母净利润 1.49 亿元，同比增长 1195.59%。

净利润实现高速增长，高质量研发助力竞争力提升。2025 年 Q3 单季度，公司实现营业收入 19.47 亿元，同比增长 32.42%，环比增长 5.47%；实现归母净利润 1.03 亿元，同比增长 300.88%，环比增长 427.52%；实现扣非后归母净利润 1.02 亿元，同比增长 340.86%，环比增长 155.96%。公司持续推进高质量研发投入，其新产品和新技术的研发方向聚焦于多种材料与不同工艺融合的结构复杂、多功能化的产品，包括埋入式基板（比如内埋器件 PCB、内埋器件 HDI 等）、超大尺寸 ABF 载板、玻璃基板、磁性基板、卫星通信 PCB 以及高厚径比镀铜能力、精细路线产品等。公司不断精进自身在线路板行业前沿的工艺水平和产品能力，以增强市场竞争力。

FCBGA 项目加速推进，持续攻坚海内外客户。截至 2025 年 8 月 27 日，公司 FCBGA 封装基板项目的整体投资规模已超 38 亿，公司已在技术能力、产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，且整体良率持续改善，为后续的量产奠定坚实基础。2025 年上半年样品订单数量已超过 2024 年全年，且样品订单中高层数和大尺寸产品的比例在持续提升，样品持续交付认证中，为可能的量产机会奠定基础。同时，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。CSP 封装基板业务方面，公司聚焦于存储、射频两大主力方向，并向汽车市场拓展，产品结构逐步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。**我们认为**，随着公司产品结构持续优化，FCBGA 封装基板项目的加速推进，公司业绩有望实现稳步增长。

盈利预测与投资评级。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 1.61/3.29/6.96 亿元，当前股价对应 PE 分别为 222/109/51 倍，随着公司产品持续升级，产能利用率的不断提升，我们看好公司未来业绩发展，维持“买入”评级。

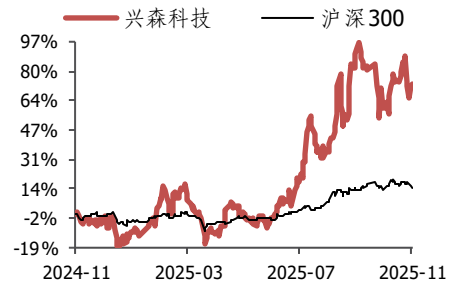
风险提示：宏观经济波动风险、市场竞争风险、原材料价格波动风险、应收

买入（维持评级）

股票信息

行业	电子
2025 年 11 月 18 日收盘价（元）	21.16
总市值（百万元）	35,965.09
流通市值（百万元）	31,962.12
总股本（百万股）	1,699.67
流通股本（百万股）	1,510.50
近 3 月日均成交额（百万元）	2,767.71

股价走势



作者

分析师 侯宾

执业证书编号：S1070522080001

邮箱：houbin@cgws.com

分析师 姚久花

执业证书编号：S1070523100001

邮箱：yaojiuhua@cgws.com

联系人 李心怡

执业证书编号：S1070123110024

邮箱：lixinyi@cgws.com

相关研究

- 1、《25H1 营收净利润实现双增长，稳步推进 IC 封装基板业务技术提升—兴森科技 25H1 点评》2025-08-29
- 2、《24 年及 25 年 Q1 营收稳健增长，FCBGA 项目量产加速落地—兴森科技 24 及 25Q1 点评》2025-05-06

账款回收风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5839	4383	5409	6185	7869
现金	2152	618	744	916	1146
应收票据及应收账款	2097	2149	3025	3302	4642
其他应收款	36	26	49	44	72
预付账款	27	27	39	43	59
存货	633	771	761	1089	1158
其他流动资产	895	792	792	792	792
非流动资产	9096	9285	9841	10781	12248
长期股权投资	348	347	356	363	367
固定资产	4855	6168	6622	7396	8630
无形资产	241	292	276	265	249
其他非流动资产	3652	2478	2587	2757	3002
资产总计	14935	13668	15250	16966	20117
流动负债	4021	3788	5611	7350	10064
短期借款	440	152	1329	3204	4180
应付票据及应付账款	1906	1766	2574	2457	3778
其他流动负债	1676	1870	1708	1689	2106
非流动负债	4607	4304	3864	3491	3199
长期借款	3189	2869	2430	2056	1764
其他非流动负债	1417	1434	1434	1434	1434
负债合计	8628	8092	9475	10841	13262
少数股东权益	973	641	634	619	591
股本	1690	1690	1700	1700	1700
资本公积	612	649	649	649	649
留存收益	2531	2300	2429	2699	3293
归属母公司股东权益	5334	4935	5141	5506	6264
负债和股东权益	14935	13668	15250	16966	20117

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	125	376	1112	504	2078
净利润	124	-531	154	314	668
折旧摊销	390	594	568	662	795
财务费用	95	127	183	250	322
投资损失	-147	-2	-73	-89	-78
营运资金变动	-268	-3	138	-855	116
其他经营现金流	-69	190	142	222	255
投资活动现金流	-1790	-1185	-1065	-1532	-2207
资本支出	1881	1128	1115	1595	2258
长期投资	-11	-106	-9	-7	-4
其他投资现金流	101	49	59	71	55
筹资活动现金流	2572	-643	-1099	-675	-616
短期借款	-572	-288	1177	1875	975
长期借款	1969	-320	-440	-374	-292
普通股增加	0	0	10	0	0
资本公积增加	-1318	38	0	0	0
其他筹资现金流	2493	-74	-1846	-2177	-1300
现金净增加额	931	-1446	-1051	-1703	-745

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5360	5817	7001	8621	10789
营业成本	4110	4894	5341	6449	7833
营业税金及附加	32	92	54	74	102
销售费用	203	202	196	233	297
管理费用	481	508	546	603	701
研发费用	492	442	490	586	680
财务费用	95	127	183	250	322
资产和信用减值损失	-72	-167	-128	-204	-232
其他收益	21	97	48	51	54
公允价值变动收益	-8	-48	-14	-18	-22
投资净收益	147	2	73	89	78
资产处置收益	0	-3	0	-0.5	-1
营业利润	36	-567	169	343	730
营业外收入	9	8	11	9	9
营业外支出	12	16	13	11	13
利润总额	33	-575	168	341	727
所得税	-91	-44	14	28	59
净利润	124	-531	154	314	668
少数股东损益	-87	-333	-7	-15	-28
归属母公司净利润	211	-198	161	329	696
EBITDA	504	156	892	1235	1822
EPS (元/股)	0.13	-0.12	0.10	0.19	0.41

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	0.1	8.5	20.3	23.2	25.1
营业利润 (%)	-92.7	-1664.1	129.8	103.1	112.7
归属母公司净利润 (%)	-59.8	-193.9	181.1	104.8	111.3
获利能力					
毛利率 (%)	23.3	15.9	23.7	25.2	27.4
净利率 (%)	2.3	-9.1	2.2	3.6	6.2
ROE (%)	2.0	-9.5	2.7	5.3	10.3
ROIC (%)	3.9	-3.9	2.8	4.2	6.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.8	59.2	62.1	63.9	65.9
净负债比率 (%)	55.1	84.7	86.3	106.9	105.9
流动比率	1.5	1.2	1.0	0.8	0.8
速动比率	1.2	0.8	0.7	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
应收账款周转率	3.1	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	2.7	3.2	3.0	3.1	3.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.13	-0.12	0.10	0.19	0.41
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.07	0.22	0.66	0.30	1.230
每股净资产 (最新摊薄)	3.14	2.90	2.97	3.10	3.45
估值比率					
P/E	169.3	-180.3	222.3	108.6	51.4
P/B	6.7	7.3	7.1	6.8	6.1
EV/EBITDA	79.8	263.2	46.2	34.5	23.7

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686