

兴森科技(002436)

报告日期: 2026年05月02日

## AI 赋能行业强劲成长，半导体精进竿头日上

### ——兴森科技年报&一季报点评

#### 投资要点

- **2025年，公司实现营业收入71.95亿元，同比增长23.68%，归母净利润1.35亿元，同比增长168.06%，扣非归母净利润1.41亿元，同比增长172.03%。2026年Q1，公司实现营业收入18.18亿元，同比增长15.10%，归母净利润0.19亿元，同比增长100%，扣非归母净利润0.28亿元，同比增长308.32%。**
- **PCB行业在AI的带动下持续快速成长，趋势延续性明确。**  
2025年全球PCB行业强势反弹，AI基础设施建设成为驱动PCB行业增长最强劲、最快速、最确定的核心引擎。根据Prismark报告，预计2025年全球PCB行业的产值为851.52亿美元、同比增长15.8%。受益于人工智能、高速网络、卫星通信等行业的发展，相关产品领域延续较高景气度，尤其18层及以上PCB板、HDI板等细分市场迎来强劲的增长，封装基板市场强势反弹，传统多层PCB板和柔性板的复苏进展略慢，整个PCB产业朝着高性能、高层数、高精密度、高可靠性等方向持续精进。根据Prismark报告，预计2030年全球PCB行业市场规模将达到1,233.48亿美元，2025-2030年复合增长率为7.7%。其中，18层及以上PCB板、HDI板和封装基板领域有望实现优于行业的增长速度，预期2030年市场规模分别为131.59、244.90、249.86亿美元，2025-2030年复合增长率分别为21.7%、9.2%、10.9%。兴森科技在多层板、HDI、封装基板等细分领域均有深入布局，有望充分受益于行业成长红利。
- **半导体业务借助AI与存储东风实现能力进阶，ABF等相关领域成长值得期待。**  
2025年报和2026年一季报数据里，公司整体营收和经营利润的质量成长非常显眼。从年报业务细分来看，半导体相关的营收成长是贡献主体：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封装基板业务订单饱满、产能利用率逐季提升，整体收入实现较快增长，从未来扩产的计划来看，在这一领域站稳脚跟，并且在本土化替代领域继续做大做强的节奏和踩点都已明确。公司的FCBGA封装基板项目已在技术能力、产能规模和产品良率层面做好充分的量产准备，整体良率持续改善提升，客户导入及样品交付工作有序推进中，样品订单数量同比实现大幅增长，且样品订单中高层数和大尺寸产品的比例在持续提升，为后续量产奠定坚实基础。
- **集中资源承接关键客户开发需求，努力打开更多下游渠道拓展空间。**  
过往几年，公司一直在集中优势资源承接战略客户的项目开发需求，并成功攻克多项关键技术难点，建立并持续精进行业前沿新产品对应的工艺能力，与客户协同完成设计、产品的迭代升级。同时，公司围绕高端封装基板领域积极开展高多层FCCSP基板开发、Viabond产品开发、高速内埋产品开发、高密植球大尺寸FCBGA工艺能力提升、高密度PCB集成方案及玻璃基封装载板等前沿项目研究；在核心工艺能力方面持续推进高纵横比深盲孔图形电镀、超高厚径比镀孔工艺能力提升、mSAP精细线路及亚微米级精细线路加工能力提升与量产导入、高精度背钻能力提升及盲槽能力开发等技术攻关；并围绕产业链自主可控与智能化升级开展存储产品国产化板材导入评估、AI自动缺陷判定系统等方向的技术储备，深化公司在行业的技术领先优势并形成新产品规模化转化能力。
- **汇兑损失彰显公司盈利质量强于预期，研发费用投入夯实成长信心**  
公司营收中45%左右来自于海外，过往几个季度美元的汇兑损益影响从一季报已披露的电子行业制造业公司整体来看，影响是不可忽视的，公司能够在此被动影响下，在Q4和Q1都交出成长答卷，更体现出公司的盈利质量强于预期。此外，从2022年开始，公司每年研发费用开支都在4亿以上或接近4亿，2025年，公司在FCBGA封装基板项目整体费用方面的投入更是高达6.62亿元，对净利润形成较大拖累，这些投入和开支，都将成为未来成长最坚实的底蕴和保障。

#### 投资评级：买入(维持)

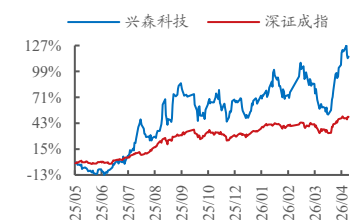
分析师: 王凌涛  
执业证书号: S1230523120008  
wanglingtao@stocke.com.cn

分析师: 沈钱  
执业证书号: S1230524020001  
shenqian01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥27.71
总市值(百万元)	47,097.95
总股本(百万股)	1,699.67

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《风雨扩张数十载，枕戈待旦百径开》2025.12.29
- 《存储荣景推动CSP盈利改善，高端工艺布局筑基持续成长》2025.11.03
- 《聚焦AI强化FCBGA载板业务，短期承压不改长期趋势》2024.10.28

- **投资建议:** 预计 2026-2028 年营业收入分别为 89.05 亿元、112.50 亿元和 148.00 亿元，对应归母净利润分别为 4.35 亿、8.31 亿和 11.37 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 108.31、56.70 和 41.41 倍，维持公司买入评级。
- **风险提示:** 1、全球经济持续低迷，造成行业需求持续疲软，导致公司传统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、我国本土存储类企业导入本土化材料意愿低于预期，延缓上游 BT 载板的导入进度。4、贸易战等不可控因素导致我国国产载板的上游原材料受到供给端影响，本土化替代进程受到非理性因素干扰。

## 财务摘要

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	7194.62	8905.00	11250.00	14800.00
(+/-) (%)	23.68%	23.77%	26.33%	31.56%
归母净利润	134.95	434.86	830.59	1137.34
(+/-) (%)	/	222.25%	91.00%	36.93%
每股收益(元)	0.08	0.26	0.49	0.67
P/E	349.01	108.31	56.70	41.41

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)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>5,526</b>	<b>9,308</b>	<b>12,164</b>	<b>15,135</b>
现金	859	4,060	5,865	7,250
交易性金融资产	305	277	281	288
应收账款	2,524	3,138	3,862	4,978
其它应收款	28	39	50	63
预付账款	71	58	80	109
存货	982	1,089	1,340	1,751
其他	757	646	686	696
<b>非流动资产</b>	<b>9,556</b>	<b>9,187</b>	<b>8,881</b>	<b>8,578</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	342	345	344	344
固定资产	6,070	5,844	5,622	5,402
无形资产	288	276	257	231
在建工程	946	837	765	708
其他	1,910	1,886	1,893	1,893
<b>资产总计</b>	<b>15,082</b>	<b>18,495</b>	<b>21,046</b>	<b>23,713</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,116</b>	<b>5,510</b>	<b>6,750</b>	<b>7,974</b>
短期借款	574	517	517	517
应付款项	1,965	2,481	3,050	3,823
预收账款	0	0	0	0
其他	1,577	2,511	3,183	3,634
<b>非流动负债</b>	<b>5,222</b>	<b>6,863</b>	<b>7,250</b>	<b>7,355</b>
长期借款	3,657	3,759	3,869	3,979
其他	1,565	3,104	3,381	3,376
<b>负债合计</b>	<b>9,338</b>	<b>12,373</b>	<b>14,000</b>	<b>15,329</b>
少数股东权益	395	308	401	601
归属母公司股东权	<b>5,348</b>	<b>5,814</b>	<b>6,645</b>	<b>7,782</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>15,082</b>	<b>18,495</b>	<b>21,046</b>	<b>23,713</b>

### 利润表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>7,195</b>	<b>8,905</b>	<b>11,250</b>	<b>14,800</b>
营业成本	5,787	6,695	8,157	10,580
营业税金及附加	62	77	113	134
营业费用	222	285	338	459
管理费用	544	686	788	1,110
研发费用	481	606	675	888
财务费用	180	282	263	250
资产减值损失	14	49	56	74
公允价值变动损益	(50)	(50)	(50)	(50)
投资净收益	42	145	110	105
其他经营收益	23	41	51	46
<b>营业利润</b>	<b>(82)</b>	<b>361</b>	<b>971</b>	<b>1,406</b>
营业外收支	(5)	(3)	(5)	(5)
<b>利润总额</b>	<b>(87)</b>	<b>359</b>	<b>966</b>	<b>1,401</b>
所得税	17	11	43	63
<b>净利润</b>	<b>(104)</b>	<b>348</b>	<b>923</b>	<b>1,338</b>
少数股东损益	(239)	(87)	92	201
<b>归属母公司净利润</b>	<b>135</b>	<b>435</b>	<b>831</b>	<b>1,137</b>
EBITDA	828	998	1,578	1,999
EPS (最新摊薄)	0.08	0.26	0.49	0.67

### 主要财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	23.68%	23.77%	26.33%	31.56%
营业利润	-85.61%	543.43%	168.67%	44.77%
归属母公司净利润	/	222.25%	91.00%	36.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	19.57%	24.82%	27.49%	28.52%
净利率	-1.45%	3.91%	8.20%	9.04%
ROE	2.38%	7.33%	12.62%	14.74%
ROIC	1.50%	4.34%	7.36%	9.17%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	61.92%	66.90%	66.52%	64.65%
净负债比率	55.83%	43.61%	42.04%	39.12%
流动比率	1.34	1.69	1.80	1.90
速动比率	1.10	1.49	1.60	1.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.50	0.53	0.57	0.66
应收账款周转率	3.48	3.51	3.49	3.58
应付账款周转率	3.82	3.77	3.70	3.87
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.08	0.26	0.49	0.67
每股经营现金	-0.04	1.82	0.89	0.89
每股净资产	3.15	3.42	3.91	4.58
<b>估值比率</b>				
P/E	349.01	108.31	56.70	41.41
P/B	8.81	8.10	7.09	6.05
EV/EBITDA	50.41	51.44	31.93	24.66

### 现金流量表

(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>(63)</b>	<b>3,091</b>	<b>1,519</b>	<b>1,513</b>
净利润	(104)	348	923	1,338
折旧摊销	679	367	370	375
财务费用	180	282	263	250
投资损失	(42)	(145)	(110)	(105)
营运资金变动	(607)	674	(29)	(65)
其它	(169)	1,565	102	(280)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(746)</b>	<b>147</b>	<b>51</b>	<b>27</b>
资本支出	(246)	30	(16)	(37)
长期投资	11	(7)	1	1
其他	(511)	124	66	62
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,028</b>	<b>(36)</b>	<b>235</b>	<b>(156)</b>
短期借款	422	(57)	0	0
长期借款	788	102	110	110
其他	(182)	(81)	125	(266)
<b>现金净增加额</b>	<b>219</b>	<b>3,202</b>	<b>1,805</b>	<b>1,384</b>

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>