

2026年05月05日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

AI 算力驱动业绩反转，mSAP 工艺突破赋能高端 IC 载板放量

—兴森科技（002436.SZ）公司事件点评报告 买入（首次） 事件

分析师：庄宇 S1050525120003
zhuangyu@cfsc.com.cn
分析师：何鹏程 S1050525070002
hepc@cfsc.com.cn
联系人：石俊焯 S1050125060011
shijy@cfsc.com.cn

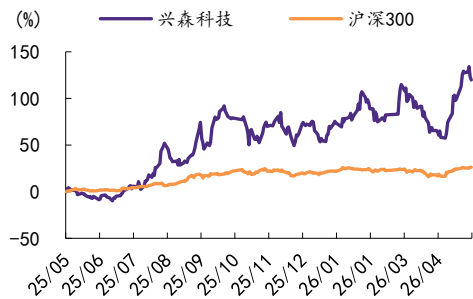
兴森科技发布 2025 年报和 2026 年一季报：2025 年总营收 71.95 亿元（同比+23.68%），归母净利润 1.35 亿元（同比+168.06%），扣非净利润 1.41 亿元（同比+172.03%）。2026Q1 总营收 18.18 亿元（同比+15.10%），归母净利润 0.19 亿元（同比+100%），扣非净利润 0.28 亿元（同比+308.32%）。

基本数据

2026-04-30

当前股价（元）	27.71
总市值（亿元）	471
总股本（百万股）	1700
流通股本（百万股）	1518
52 周价格范围（元）	11.26-29.23
日均成交额（百万元）	2091.31

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

投资要点

业绩触底强劲反弹，盈利能力与产能利用率双增

2025 年公司业绩迎来全面复苏，实现营业收入 71.95 亿元，同比+23.68%；归母净利润 1.35 亿元，同比增长 168.05%，扣非归母净利润达到 1.41 亿元，同比增长 172.03%。同时，公司整体毛利率修复至 19.57%，同比提升 3.7pcts。进入 2026 年，公司一季度延续良好增势，单季度实现营业收入 18.18 亿元，同比+15.10%；归母净利润 1874 万元，同比+100.00%。业绩高速增长与盈利改善的主要原因系行业复苏与产品结构改善，公司 CSP 封装基板业务把握住了存储芯片行业复苏机遇及主要存储客户的份额提升，产能利用率逐季提升。

AI 算力建设需求旺盛，国产大厂突破带动上游硬件升级

AI 基础设施建设已成为驱动 PCB 行业增长的核心引擎。全球宏观算力竞赛与海外 CSP 大厂资本开支的持续加码，带动 AI 服务器与硬件需求呈现指数级爆发。在当前产业链自主可控的背景下，国内算力芯片的升级迭代正倒逼行业技术加速升级，产品复杂度及材料性能要求大幅提高，高阶 HDI 以及配套高算力 GPU 的 IC 载板等正迎来巨大的增量市场。从市场规模来看，预计到 2029 年，全球 IC 载板市场规模将达 180 亿美元左右，2024-2029 年 CAGR 为 7.4%。此外，IC 载板的需求结构正在发生根本性变化，从过去的 PC 主导，逐步转向服务器、数据中心和 AI 芯片驱动，华为昇腾芯片的放量有望成为核心催化剂。

华为昇腾 950PR 芯片于 2026 年 4 月获 DeepSeek V4 首发适配，并与多家头部互联网企业展开接洽，华为昇腾 950 系列 AI 芯片的市场需求大幅提升，全年出货目标约 75 万颗。ABF 载板作为 AI 芯片的“核心底座”，需求随算力芯片放量同步增长。

■ 掌握 mSAP 前沿工艺，先进封装基板产能释放构筑核心护城河

公司作为国内先进电子电路方案数字制造领军者，在高端 PCB 业务领域壁垒极深。公司在底层制造工艺上持续精进，已熟练掌握 Tenting、mSAP 和 SAP 等多项核心制程工艺。值得高度关注的是，公司针对 mSAP 精细线路能力进行了重点研发提升，现已成功实现 mSAP 精细线路产品的量产导入。mSAP 工艺难点的突破大幅增强了公司在精细线路领域的核心竞争力，更为其高端 FC-CSP 及相关先进封装产品的规模化拓展奠定了极其坚实的技术基础。此外，公司的 FCBGA 封装基板项目正稳步推进大尺寸、高层数产品的良率提升与样品交付，量产替代突破在即。埋入式基板、超大尺寸 ABF 载板、玻璃基板、磁性基板、卫星通信 PCB 等产品在研发推进当中。凭借在高端 PCB 工艺上的稀缺性与确定性，公司未来成长动能充足。

■ 盈利预测

预测公司 2026-2028 年收入分别为 86.75、103.70、132.27 亿元，EPS 分别为 0.26、0.44、0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 107.4、63.2、36.6 倍，考虑到公司掌握 mSAP 工艺，后续高端 IC 载板有望进入放量阶段，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

宏观经济波动与地缘政治冲突；行业竞争加剧导致产品降价的风险；FCBGA 封装基板新增产能消化；客户认证导入不及预期等风险。

预测指标	2025A	2026E	2027E	2028E
主营收入 (百万元)	7,195	8,675	10,370	13,227
增长率 (%)	23.7%	20.6%	19.5%	27.6%
归母净利润 (百万元)	135	438	745	1,288
增长率 (%)	-168.1%	224.9%	70.0%	72.8%
摊薄每股收益 (元)	0.08	0.26	0.44	0.76
ROE (%)	2.3%	7.3%	11.7%	18.3%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2025A	2026E	2027E	2028E	利润表	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产:					营业收入	7,195	8,675	10,370	13,227
现金及现金等价物	859	1,635	2,118	2,715	营业成本	5,787	6,636	7,850	9,907
应收款	2,552	2,139	2,188	2,464	营业税金及附加	62	69	73	79
存货	982	1,010	1,042	1,094	销售费用	222	234	259	304
其他流动资产	1,133	1,164	1,228	1,376	管理费用	544	581	643	767
流动资产合计	5,526	5,948	6,575	7,650	财务费用	180	110	110	110
非流动资产:					研发费用	481	520	591	648
金融类资产	305	305	305	305	费用合计	1,428	1,446	1,603	1,829
固定资产	6,070	5,813	5,532	5,279	资产减值损失	-37	-82	-82	-82
在建工程	946	1,046	1,146	1,146	公允价值变动	-50	-49	-49	-49
无形资产	288	284	279	275	投资收益	42	22	22	22
长期股权投资	342	342	342	342	营业利润	-82	465	786	1,353
其他非流动资产	1,910	1,910		1,910	加:营业外收入	7	7	7	7
非流动资产合计	9,556	9,394	9,208	8,951	减:营业外支出	12	14	14	14
资产总计	15,082	15,342	15,783	16,601	利润总额	-87	458	779	1,346
流动负债:					所得税费用	17	28	48	83
短期借款	574	574	574	574	净利润	-104	430	731	1,263
应付账款、票据	1,965	2,021	2,062	2,189	少数股东损益	-239	-9	-15	-25
其他流动负债	1,525	1,525	1,525	1,525	归母净利润	135	438	745	1,288
流动负债合计	4,116	4,144	4,190	4,325					
非流动负债:					主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
长期借款	3,657	3,657	3,657	3,657	成长性				
其他非流动负债	1,565	1,565	1,565	1,565	营业收入增长率	23.7%	20.6%	19.5%	27.6%
非流动负债合计	5,222	5,222	5,222	5,222	归母净利润增长率	-168.1%	224.9%	70.0%	72.8%
负债合计	9,338	9,366	9,412	9,547	盈利能力				
所有者权益					毛利率	19.6%	23.5%	24.3%	25.1%
股本	1,700	1,700	1,700	1,700	四项费用/营收	19.8%	16.7%	15.5%	13.8%
股东权益	5,744	5,976	6,371	7,055	净利率	-1.4%	5.0%	7.0%	9.5%
负债和所有者权益	15,082	15,342	15,783	16,601	ROE	2.3%	7.3%	11.7%	18.3%
					偿债能力				
现金流量表	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	61.9%	61.0%	59.6%	57.5%
净利润	-104	430	731	1263	营运能力				
少数股东权益	-239	-9	-15	-25	总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.8
折旧摊销	662	621	595	567	应收账款周转率	2.8	4.1	4.7	5.4
公允价值变动	-50	-49	-49	-49	存货周转率	5.9	6.6	7.6	9.1
营运资金变动	-331	383	-98	-343	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	-63	1376	1164	1412	EPS	0.08	0.26	0.44	0.76
投资活动现金净流量	-746	157	181	253	P/E	349.0	107.4	63.2	36.6
筹资活动现金净流量	1586	-197	-335	-580	P/S	6.5	5.4	4.5	3.6
现金流量净额	777	1,336	1,010	1,086	P/B	8.8	8.4	7.9	7.0

资料来源: Wind、华鑫证券研究

■ 电子通信组介绍

何鹏程：悉尼大学金融硕士，中南大学软件工程学士，曾任职德邦证券研究所，2023 年加入华鑫证券研究所。专注于半导体、PCB 行业。

张璐：早稻田大学国际政治经济学学士，香港大学经济学硕士，2023 年加入华鑫证券研究所，专注于光通信、存储等领域研究。

石俊焯：香港大学金融硕士，新南威尔士大学精算学与统计学双学位，研究方向为 PCB 方向。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。