

兴森科技 (002436.CH): IC 基板驱动业绩增长, FCBGA 量产蓄势待发

我们调整兴森科技 2026-2028 年盈利预测, 并维持目标价人民币 61 元, 潜在升幅 84%; 维持“买入”评级。

• **IC 封装基板贡献主要增量, 亏损主体减亏推动利润修复:** 1H26 公司实现收入人民币 40.38 亿元 (同比+17.9%); 归母净利润 1.11 亿元 (同比+283.3%), 扣非归母净利润 1.25 亿元 (同比+166.9%)。分业务来看, 1) **PCB 业务**收入 25.03 亿元 (同比+2.2%, 占总营收比重 62.0%), 受手机淡季及原材料涨价影响, 毛利率同比下降 0.8ppt 至 25.6%; 2) **半导体业务**收入 13.29 亿元 (同比+59.9%, 占总营收比重 32.9%), 其中 **IC 封装基板** (含 CSP 封装基板+FCBGA 封装基板) 成为业绩增长的主要引擎, 收入 12.09 亿元 (同比+67.3%), 约贡献公司 79.5% 的同比收入增量, 毛利率同比提升 24.8ppt 至 -0.36% (毛利率为负主要归因于 FCBGA 尚未大规模量产)。公司综合毛利率为 20.95% (同比+2.5ppt), 期间费用率同比下降 1.8ppt; 叠加订单增长及产能利用率提升, 带动宜兴硅谷 (净利润 811.98 万元, 同比+109.9%)、珠海兴科等主体扭亏为盈, 推动归母净利润增速显著快于收入。我们认为, 本期利润修复主要来自行业复苏带动的 IC 封装基板放量、亏损主体减亏及合理的费用控制。

• **CSP 驱动 IC 业务增长, FCBGA 放量准备就绪:** 1) **CSP 支撑当期收入及利润修复:** IC 封装基板业务主要贡献来自 CSP 封装基板 (聚焦存储、射频两大方向)。存储行业复苏、主要客户份额提升以及产品向高难度、高附加值及高单价产品的升级, 带来饱满的 CSP 订单和较高的产能利用率, 推动人工、折旧等固定成本摊薄。我们认为 CSP 业务将持续受益于存储芯片用量的高景气度。2) **FCBGA 已做好充分量产准备:** 公司已在技术能力、产能规模及产品良率层面完成量产准备, 产能处于爬坡阶段, 样品订单数量实现同比显著增长, 高层数和大尺寸产品占比持续提升, 客户导入及样品交付有序推进。尽管短期 FCBGA 项目的巨大费用 (人工、折旧等投入共计 3.29 亿元) 仍对利润形成较大压力, 我们认为行业偏紧的供应格局为公司该业务后续国产替代放量及亏损收窄创造了良好的条件。

• **产品力与稼动率提升共同抵御原材料涨价压力:** 尽管上游原材料 (CCL、板材、贵金属等) 涨价及关键物料供应紧张对 PCB 行业成本形成压力, 但 1H26 公司 PCB 业务毛利率同比仅下降 0.8ppt。公司综合毛利率二季度环比一季度提升 3.2 个百分点。我们认为 PCB 业务产品结构优化、管理改善措施起效及 AI 行业高景气度共同驱动了公司毛利率的良好表现。

陈耀波

首席科技硬件分析师
elvis_chen@spdbi.com
(852) 2808 6435

苏聪

科技分析师
louise_su@spdbi.com
(852) 2808 6442

2026 年 8 月 25 日

评级

买入

目标价 (人民币)	61
潜在升幅/降幅	+84%
目前股价 (人民币)	33.2
52 周内股价区间 (人民币)	12.3-55.0
总市值 (百万人民币)	86,598
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	5,655.2

注: 截至 2026 年 8 月 24 日收盘价

股价相对表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



- **估值：**我们预计公司 2026/2027/2028 年归母净利润分别为 3.2/8.7/11.4 亿元,每股净资产分别为 3.1/3.6/4.2 元,我们给予其 2028 年 14.7 倍 PB, 维持目标价为 61 元, 潜在升幅 84%。维持“买入”评级。
- **投资风险：**传统 PCB 行业竞争加剧；主要原材料价格波动、供给紧张风险；FCBGA 客户认证延迟、工厂稼动率低或良率爬坡不及预期风险；先进封装技术路线发生重大变化；应收款回收困难、汇率波动及流动性风险。

图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,817	7,195	9,206	11,689	12,945
营收同比增速	8.5%	23.7%	28.0%	27.0%	10.7%
毛利率	15.9%	19.6%	21.7%	26.7%	28.6%
归母净利润	-198	135	316	870	1144
归母净利润同比增速	-193.9%	168.1%	134.3%	175.1%	31.5%
目标 P/B (x)	21.0	19.5	19.8	17.2	14.7

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

财务报表与盈利预测

资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,383	5,526	6,684	8,031	9,281
现金	618	859	921	1,169	1,817
应收账款	1,913	2,216	2,836	3,601	3,988
其他应收款	26	28	36	46	51
预付账款	27	71	89	106	114
存货	771	982	1,224	1,455	1,570
其他流动资产	1,028	1,369	1,579	1,655	1,742
非流动资产	9,285	9,556	9,652	9,537	9,337
长期投资	347	342	339	335	331
固定资产	6,168	6,070	7,569	8,846	10,193
无形资产	292	288	312	322	339
其他非流动资产	2,478	2,855	1,432	35	-1,526
资产总计	13,668	15,082	16,336	17,568	18,617
流动负债	3,788	4,116	5,446	5,537	5,067
短期借款	152	574	1,271	705	0
应付账款	1,462	1,567	1,952	2,321	2,505
其他流动负债	2,174	1,974	2,223	2,512	2,562
非流动负债	4,304	5,222	5,222	5,222	5,222
长期借款	2,869	3,657	3,657	3,657	3,657
其他非流动负债	1,434	1,565	1,565	1,565	1,565
负债合计	8,092	9,338	10,669	10,759	10,289
少数股东权益	641	395	416	766	1,245
股本	1,690	1,700	1,700	1,700	1,700
资本公积	649	797	797	797	797
留存收益	2,597	2,851	2,754	3,546	4,587
归属母公司股东权益	4,935	5,348	5,251	6,043	7,084
负债和股东权益	13,668	15,082	16,336	17,568	18,617

现金流量表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	376	-63	828	1,868	2,514
净利润	-531	-104	337	1,220	1,622
折旧摊销	611	699	718	905	1,002
财务费用	156	134	275	279	241
投资损失	-2	-42	-53	-68	-75
营运资金变动	-3	-737	-521	-530	-338
其他经营现金流	-383	620	930	1,813	2,023
投资活动现金流	-1,185	-746	-783	-745	-749
资本支出	-1,126	-848	-844	-823	-834
长期投资	-186	19	10	0	0
其他投资现金流	128	82	51	78	85
筹资活动现金流	-643	1,028	17	-875	-1,118
短期借款	-288	422	696	-566	-705
长期借款	-63	788	0	0	0
普通股增加	0	10	0	0	0
资本公积增加	38	148	0	0	0
其他筹资现金流	-331	-340	-679	-309	-413
现金净增加额	-1,446	252	62	248	648

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、iFinD、浦银国际预测

利润表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,817	7,195	9,206	11,689	12,945
营业成本	4,894	5,787	7,208	8,567	9,247
营业税金及附加	92	62	79	100	111
销售费用	202	222	258	327	362
管理费用	508	544	654	830	919
研究费用	442	481	580	736	816
财务费用	127	180	157	152	189
资产减值损失	-127	-37	-6	-6	-6
公允价值变动收益	-48	-50	0	10	10
投资净收益	2	42	53	68	75
营业利润	-567	-82	298	1,035	1,371
营业外收入	2	7	3	3	3
营业外支出	11	12	20	20	20
利润总额	-575	-87	281	1,018	1,354
所得税	-44	17	-56	-202	-269
净利润	-531	-104	337	1,220	1,622
少数股东损益	-333	-239	20	350	479
归属母公司净利润	-198	135	316	870	1,144
EBITDA	295	808	1,146	2,033	2,491
EPS（元）	-0.12	0.08	0.19	0.51	0.67

主要财务比率

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.5%	23.7%	28.0%	27.0%	10.7%
营业利润	-1664.1%	85.6%	465.4%	247.5%	32.4%
归属于母公司净利润	-193.9%	168.1%	134.3%	175.1%	31.5%
获利能力					
毛利率（%）	15.9%	19.6%	21.7%	26.7%	28.6%
净利率（%）	-3.4%	1.9%	3.4%	7.4%	8.8%
ROE（%）	-4.0%	2.5%	6.0%	14.4%	16.1%
ROIC（%）	-3.0%	1.2%	4.4%	11.1%	13.8%
偿债能力					
资产负债率（%）	59.2%	61.9%	65.3%	61.2%	55.3%
净负债比率（%）	145.1%	162.6%	188.3%	158.0%	123.5%
流动比率	1.2	1.3	1.2	1.5	1.8
速动比率	0.8	1.1	1.0	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	40.7%	47.7%	56.4%	66.5%	69.5%
应收账款周转率	309.8%	324.6%	324.6%	324.6%	324.6%
应付账款周转率	317.3%	369.2%	369.2%	369.2%	369.2%
每股指标（元）					
每股收益	-0.12	0.08	0.19	0.51	0.67
每股经营现金流（摊薄）	0.22	-0.04	0.49	1.10	1.48
每股净资产	2.92	3.15	3.09	3.56	4.17

图表 2：兴森科技 2Q26 业绩详情

人民币百万元	2Q26	1Q26	环比	2Q25	同比
营业总收入	2,220	1,818	22.1%	1,846	20.2%
毛利润	497	349	42.7%	361	38.0%
归母净利润	92	19	389.5%	19	371.5%
扣除非经常性损益后的 归母净利润	97	28	242.8%	40	142.4%

利润率	2Q26	1Q26	环比 百分点	2Q25	同比 百分点
毛利率	22.4%	19.2%	3.2	19.5%	2.9
归母净利率	4.1%	1.0%	3.1	1.1%	3.1
扣非归母净利率	4.4%	1.5%	2.8	2.2%	2.2

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：SPDBI 目标价：兴森科技（002436.CH）

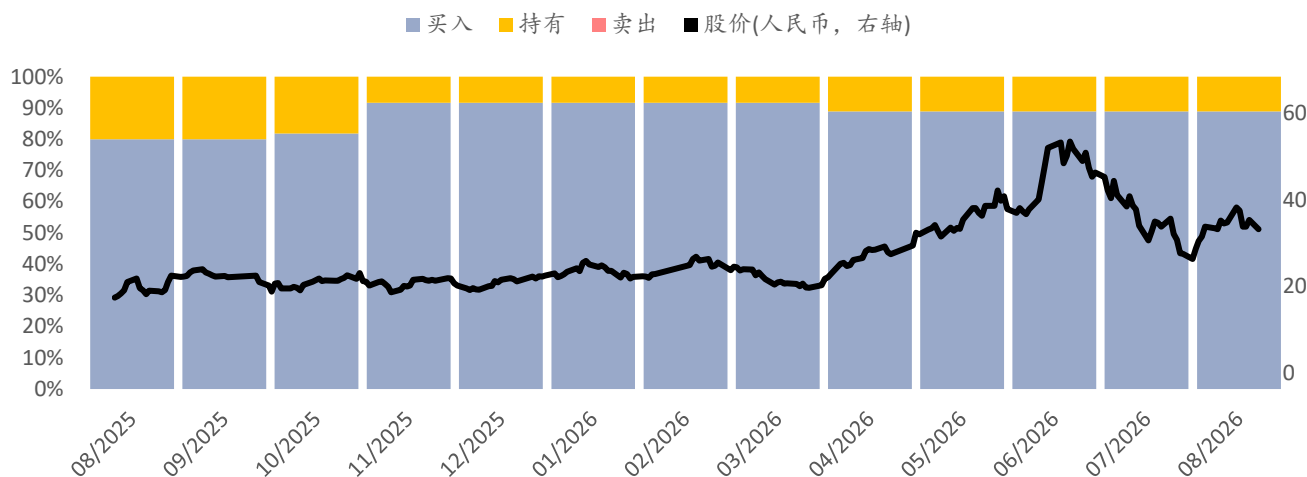


注：截至 2026 年 8 月 24 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

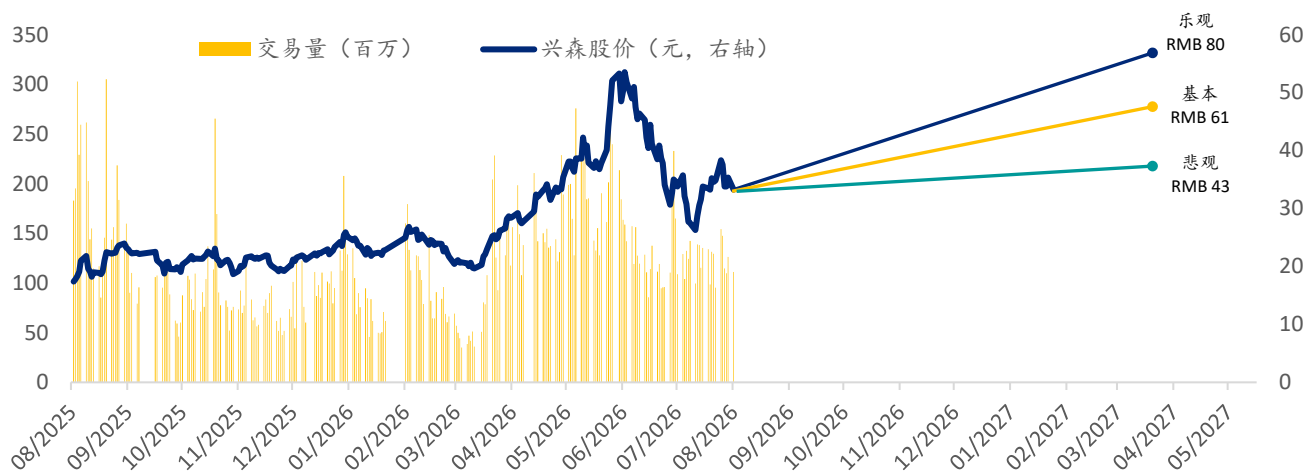
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 4：市场普遍预期：兴森科技（002436.CH）



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 5：SPDBI 情景假设：兴森科技（002436.CH）



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：80 元

概率：15%

- FC-BGA 客户认证及良率进展超预期；
- 主要原材料价格波动、供给紧张缓解；
- FCBGA 客户认证顺利、工厂稼动率较高或良率爬坡顺利；
- 应收账款、汇率及流动性表现良好。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：43 元

概率：15%

- 传统 PCB 行业竞争加剧；
- 主要原材料价格波动、供给紧张加剧；
- FCBGA 客户认证延迟、工厂稼动率低或良率爬坡不及预期；
- 先进封装技术路线发生重大变化。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未经授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有关研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

杨增希

essie_yang@spdbi.com

(852) 2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

张帆

vane_zhang@spdbi.com

(852) 2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

