

兴森科技（002436）

2026 年第三季度报告点评：26Q3 业绩创新高，静待 ABF 载板放量

买入（维持）

2026 年 10 月 29 日

证券分析师 陈海进

执业证书：S0600525020001

chenhj@dwzq.com.cn

证券分析师 解承堯

执业证书：S0600526070002

xiechy@dwzq.com.cn

研究助理 闫春旭

执业证书：S0600126070030

yanchx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	5,817	7,195	10,185	13,397	16,827
同比（%）	8.53	23.68	41.56	31.54	25.61
归母净利润（百万元）	(198.29)	134.95	519.44	1,418.61	2,087.16
同比（%）	(193.88)	168.05	284.93	173.10	47.13
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.12)	0.08	0.31	0.83	1.23
P/E（现价&最新摊薄）	(262.38)	385.54	100.16	36.67	24.93

投资要点

■ **事件：公司发布 2026 年第三季度报告。**2026 前三季度公司实现营收 67.70 亿元，同比+26.00%；实现归母净利润 4.39 亿元，同比+233.70%；实现扣非归母净利润 4.57 亿元，同比+207.35%。26Q3 单季公司实现营收 27.32 亿元，同比+40.32%；实现归母净利润 3.28 亿元，同比+219.77%；实现扣非归母净利润 3.32 亿元，同比+225.89%。公司此前预告 26Q3 归母 2.89-3.19 亿元、对应环比+215%-248%，实际值高于上限，环比加速明确。2026 年前三季度公司毛利率约 24.8%，同比提升约 4.9pct。

■ **期间费用管控合理，26Q3 整体费率约 16.9%。**2026Q3 公司单季销售费用约 0.67 亿元、管理费用约 2.10 亿元、研发费用约 1.33 亿元、财务费用约 0.52 亿元，四项合计约 4.62 亿元。对应 26Q3 单季营收 27.32 亿元，则单季销售/管理/研发/财务费用率分别约为 2.47%/7.67%/4.89%/1.89%，期间费用率合计约 16.9%。

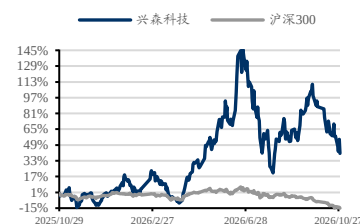
■ **经营现金流改善，利润与现金流匹配度待提升。**26Q3 公司经营现金流净额 1.10 亿元，较上年同期单季 0.47 亿元改善约 0.63 亿元；同期购建长期资产支付现金 11.56 亿元，同比增长约 4.5 倍，投资活动净流出 10.37 亿元，资金缺口主要由筹资活动净流入 13.11 亿元覆盖，资产负债率相应升至 68.8%。利润与现金流的匹配度仍有提升空间：单季净利润 2.51 亿元，经营现金流覆盖约 44%；应收账款及应收款项融资约 33.39 亿元、存货 16.1 亿元，较年初分别增长 42.1%、64.1%，营运资金占用随收入规模扩张同步上升。

■ **AI 算力与存储共振驱动，高阶产能释放进入利润兑现期。**分业务来看：1）CSP 封装基板实现量价齐升，订单饱满，带动收入与利润同比大幅提升；2）光模块 mSAP 基板业务取得行业一线客户突破，在手订单充足，良率与交付维持较高水准，贡献了较大的收入与利润增量；3）宜兴硅谷得益于产品结构调整及单价提升，经营业绩同比显著改善，成功实现扭亏为盈。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内稀缺的具备载板量产能力的供应商，其 BT 载板已切入头部存储客户供应链，mSAP 板亦实现光模块一线客户突破，有望持续受益于存储景气复苏及 AI 算力等高景气下游需求释放，同时 ABF 载板加速客户导入打开中长期成长空间。我们维持公司 2026-2028 年营业收入为 101.9/134.0/168.3 亿元（原值为 101.9/134.0/168.3 亿元），基本维持公司 2026-2028 年归母净利润为 5.2/14.2/20.9 亿元（原值为 5.2/14.3/20.9 亿元），对应 PE 倍数 100/37/25x，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**ABF 载板放量不及预期风险，产能爬坡不及预期风险，市场竞争加剧风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	30.61
一年最低/最高价	18.41/55.00
市净率(倍)	9.32
流通 A 股市值(百万元)	46,463.79
总市值(百万元)	52,027.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.28
资产负债率(%，LF)	68.80
总股本(百万股)	1,699.67
流通 A 股(百万股)	1,517.93

相关研究

《兴森科技(002436)：AI 驱动 PCB 千亿美元新周期，载板国产替代正当时》

2026-10-22

《兴森科技(002436)：2024 年三季报点评：FCBGA 短期影响利润，长期受益国产替代有望持续放量【勘误版】》

2024-11-05

兴森科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	5,526	7,207	8,954	11,806	营业总收入	7,195	10,185	13,397	16,827
货币资金及交易性金融资产	1,163	1,247	1,602	2,749	营业成本(含金融类)	5,787	7,842	9,579	11,779
经营性应收款项	2,728	4,021	5,135	6,475	税金及附加	62	102	134	168
存货	982	1,223	1,491	1,842	销售费用	222	255	308	353
合同资产	0	0	0	0	管理费用	544	713	871	1,094
其他流动资产	652	716	725	740	研发费用	481	662	831	993
非流动资产	9,556	10,284	10,279	10,194	财务费用	180	111	113	111
长期股权投资	342	350	358	366	加:其他收益	23	137	181	227
固定资产及使用权资产	6,103	6,194	6,199	6,124	投资净收益	42	51	67	84
在建工程	946	926	908	891	公允价值变动	(50)	0	0	0
无形资产	288	281	274	265	减值损失	(14)	(39)	(35)	(30)
商誉	397	397	397	397	资产处置收益	0	10	13	17
长期待摊费用	31	39	47	55	营业利润	(82)	660	1,788	2,627
其他非流动资产	1,448	2,096	2,096	2,096	营业外净收支	(5)	(8)	(7)	(7)
资产总计	15,082	17,490	19,233	22,001	利润总额	(87)	652	1,781	2,620
流动负债	4,116	6,308	6,937	8,092	减:所得税	17	68	187	275
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,556	1,931	2,031	2,131	净利润	(104)	584	1,594	2,345
经营性应付款项	1,965	3,043	3,475	4,281	减:少数股东损益	(239)	64	175	258
合同负债	52	74	100	123	归属母公司净利润	135	519	1,419	2,087
其他流动负债	543	1,260	1,331	1,557	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.08	0.31	0.83	1.23
非流动负债	5,222	5,340	5,395	5,450	EBIT	109	763	1,894	2,732
长期借款	3,657	3,707	3,757	3,807	EBITDA	808	1,598	2,814	3,732
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.57	23.00	28.50	30.00
租赁负债	17	22	27	32	归母净利率(%)	1.88	5.10	10.59	12.40
其他非流动负债	1,548	1,611	1,611	1,611	收入增长率(%)	23.68	41.56	31.54	25.61
负债合计	9,338	11,648	12,332	13,542	归母净利润增长率(%)	168.05	284.93	173.10	47.13
归属母公司股东权益	5,348	5,383	6,266	7,566					
少数股东权益	395	459	635	893					
所有者权益合计	5,744	5,842	6,901	8,459					
负债和股东权益	15,082	17,490	19,233	22,001					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(63)	1,736	1,705	2,730	每股净资产(元)	3.15	3.17	3.69	4.45
投资活动现金流	(746)	(1,537)	(842)	(821)	最新发行在外股份(百万股)	1,700	1,700	1,700	1,700
筹资活动现金流	1,028	(79)	(507)	(763)	ROIC(%)	1.26	6.07	14.00	18.01
现金净增加额	252	83	356	1,146	ROE-摊薄(%)	2.52	9.65	22.64	27.58
折旧和摊销	699	835	920	1,000	资产负债率(%)	61.92	66.60	64.12	61.55
资本开支	(848)	(869)	(866)	(862)	P/E (现价&最新股本摊薄)	385.54	100.16	36.67	24.93
营运资本变动	(737)	222	(897)	(681)	P/B (现价)	9.73	9.67	8.30	6.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供符合中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者使用,且接收人须为本公司认定并建立服务关系的专业机构投资者使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。本报告不面向普通投资者发布或传播。任何非专业机构投资者收到本报告后,应立即退回并销毁,不得依据本报告内容做出任何投资决策。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>