浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

兴森科技（002436.CH）：CSP 量价齐升，光模块基板贡献增量

我们维持兴森科技（002436.CH）“买入”评级，目标价人民币 37 元，潜在升幅 29%。我们看好兴森科技在 CSP 量价齐升与光模块基板放量推动下的盈利加速机遇，同时 FCBGA 后续放量有望进一步释放盈利弹性。

- **收入与利润增长提速，毛利率显著提升：**2026 年第三季度收入人民币 27.32 亿元（同比+40.3%、环比+23.1%），归母净利润 3.28 亿元（同比+219.8%、环比+257.7%），扣非归母净利润 3.32 亿元（同比+225.9%）。毛利率升至 30.5%，同比、环比分别提升 8.2、8.1 个百分点。前三季度收入 67.70 亿元（同比+26.0%），归母净利润 4.39 亿元（同比+233.7%），较公司预告上限 4.30 亿元高 2.0%。扣非归母净利润 4.57 亿元（同比+207.4%），同样高于预告上限 4.5 亿元，增长主要来自经营改善。

- **CSP 与光模块基板贡献主要增量，FCBGA 蓄积增长动能：**1）**CSP 量价齐升：**存储行业复苏、主要客户份额提升及产品向多层、高难度升级，上半年 CSP 产能利用率维持高位、前三季度订单充足，量价齐升推动收入和利润同比显著增长。**2）光模块基板放量：**前三季度 mSAP（改良半加成法）基板突破行业一线客户，订单饱满，良率和交付保持高水平，已形成较大收入及利润贡献。**3）FCBGA 盈利弹性待释放：**上半年 FCBGA 尚未大批量生产，人工、折旧等费用投入 3.29 亿元，高层数、大尺寸样品占比提升；三季报显示广州兴森仍亏损。客户导入、量产放量和稼动率提升有望摊薄固定成本，推动亏损收窄。

- **资本开支提速，把握行业上行机遇：** 前三季度购建长期资产现金支出 18.82 亿元，同比增长 167.8%。同期经营现金净流入 1.13 亿元，留抵退税支持资金回笼。订单饱满为扩产提供需求支撑，资本投入与备货有助于提升交付能力，把握景气上行机遇。

- **估值：**我们看好 CSP 量价改善与光模块基板放量将支撑收入和毛利率预期上修。调整 2026–2028 年归母净利润预测至 8 / 10 / 12 亿元（前值为 3 / 9 / 11 亿元）。上修摊薄每股收益（EPS）预测至 0.44 / 0.58 / 0.72 元（前值为 0.19 / 0.51 / 0.67 元）。我们给予其 2028 年 9 倍 PB，维持“买入”评级，目标价为 37 元，潜在升幅 29%。

- **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。

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 11 月 2 日

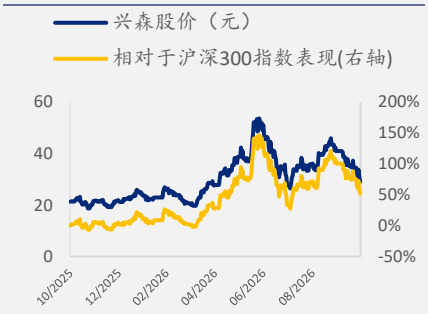
评级

买入

目标价（人民币）	**37**
潜在升幅/降幅	**+29%**
目前股价（人民币）	28.9
52 周内股价区间（人民币）	18.4-55.0
总市值（百万人民币）	49,138
近 3 月日均成交额（百万人民币）	4,401.4

注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘价

股价相对表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

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	9,887	12,110	13,847
营收同比增速	*8.5%*	*23.7%*	*37.4%*	*22.5%*	*14.3%*
毛利率	15.9%	19.6%	24.0%	29.1%	33.0%
归母净利润	-198	135	753	986	1,229
归母净利润同比增速	*-193.9%*	*168.1%*	*458.3%*	*30.8%*	*24.7%*
PB（x）	9.9	9.2	8.8	7.9	7.0

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、浦银国际

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

财务报表与盈利预测

利润表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**5,817**	**7,195**	**9,887**	**12,110**	**13,847**
%增长率	*8.5%*	*23.7%*	*37.4%*	*22.5%*	*14.3%*
营业成本	4,894	5,787	7,513	8,589	9,278
%营业收入	*84.1%*	*80.4%*	*76.0%*	*70.9%*	*67.0%*
毛利	**923**	**1,408**	**2,374**	**3,521**	**4,568**
%营业收入	*15.9%*	*19.6%*	*24.0%*	*29.1%*	*33.0%*
税金及附加	92	62	85	104	119
%营业收入	*1.6%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
销售费用	202	222	324	386	448
%营业收入	*3.5%*	*3.1%*	*3.3%*	*3.2%*	*3.2%*
管理费用	508	544	747	915	1,046
%营业收入	*8.7%*	*7.6%*	*7.6%*	*7.6%*	*7.6%*
研发费用	442	481	593	727	831
%营业收入	*7.6%*	*6.7%*	*6.0%*	*6.0%*	*6.0%*
财务费用	127	180	145	218	267
%营业收入	*2.2%*	*2.5%*	*1.5%*	*1.8%*	*1.9%*
息税前利润（EBIT）	**-316**	**109**	**702**	**1,481**	**2,228**
%营业收入	*-5.4%*	*1.5%*	*7.1%*	*12.2%*	*16.1%*
其他收益	97	23	98	79	114
投资收益	2	42	0	25	36
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-48	-50	0	0	0
信用减值损失	-40	23	23	-5	-19
资产减值损失	-127	-37	-37	-3	-22
资产处置收益	-3	0	0	0	0
汇兑净收益	0	0	0	0	0
营业利润	**-567**	**-82**	**562**	**1,268**	**1,967**
%增长率	*-1664.1%*	*85.6%*	*789.9%*	*125.4%*	*55.2%*
营业外收支	-8	-5	-5	-5	-5
利润总额	-575	-87	557	1,262	1,962
%增长率	*-1828.2%*	*84.9%*	*742.1%*	*126.6%*	*55.4%*
所得税	-44	17	56	189	294
所得税率	*7.7%*	*-19.8%*	*10.0%*	*15.0%*	*15.0%*
合并报表的净利润	-531	-104	501	1,073	1,668
少数股东损益	-333	-239	-252	87	439
归属于母公司股东的净利润	**-198**	**135**	**753**	**986**	**1,229**
%增长率	*-193.9%*	*168.1%*	*458.3%*	*30.8%*	*24.7%*
净利率	-3.4%	1.9%	7.6%	8.1%	8.9%

现金流量表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-198	135	753	986	1,229
少数股东损益	-333	-239	-252	87	439
非现金支出	778	714	978	1,136	1,402
非经营收益	132	65	159	219	272
营运资金变动	-3	-737	-459	-570	-411
经营活动现金净流	**376**	**-63**	**1,179**	**1,858**	**2,930**
资本开支	-1,126	-848	-2,825	-2,825	-2,825
投资	-186	19	0	0	0
其他	128	82	-675	25	36
投资活动现金净流	**-1,185**	**-746**	**-3,500**	**-2,800**	**-2,789**
股权融资	0	0	0	0	0
债权融资	-281	1,587	2,925	2,150	2,150
其中:长期借款	-63	788	2,500	2,000	2,000
短期借款	-288	422	150	150	150
股利分配与偿付利息	-245	-251	-415	-564	-709
其他	-117	-308	-189	0	0
筹资活动现金净流	**-643**	**1,028**	**2,320**	**1,586**	**1,441**
现金净流量	**-1,446**	**252**	**-39**	**644**	**1,582**

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、iFinD、浦银国际预测

资产负债表

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	618	859	820	1,464	3,046
应收票据	236	308	423	518	593
应收账款	1,913	2,216	3,068	3,748	4,265
其他应收款	26	28	39	47	54
存货	771	982	1,238	1,418	1,513
其他流动资产	819	1,133	1,155	1,245	1,249
流动资产	**4,383**	**5,526**	**6,744**	**8,442**	**10,720**
长期股权投资	347	342	342	342	342
固定资产	6,168	6,070	6,382	6,975	7,636
在建工程	601	946	2,412	3,438	4,157
无形资产	292	288	382	470	552
商誉	391	397	397	397	397
其他非流动资产	1,486	1,512	2,145	2,129	2,127
非流动资产	**9,285**	**9,556**	**12,060**	**13,752**	**15,212**
资产总计	**13,668**	**15,082**	**18,804**	**22,194**	**25,931**
短期借款	152	574	724	874	1,024
应付票据	304	397	516	590	637
应付账款	1,462	1,567	2,035	2,326	2,513
其他应付款	339	66	85	98	105
其他流动负债	1,531	1,511	1,951	2,065	2,149
流动负债	**3,788**	**4,116**	**5,312**	**5,953**	**6,429**
长期借款	2,869	3,657	6,157	8,157	10,157
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	5	6	6	6	6
其他长期负债	1,430	1,559	1,622	1,622	1,622
非流动负债	**4,304**	**5,222**	**7,785**	**9,785**	**11,785**
负债总计	**8,092**	**9,338**	**13,097**	**15,738**	**18,214**
股本	1,690	1,700	1,700	1,700	1,700
资本公积	649	797	797	797	797
归母所有者权益	4,935	5,348	5,564	6,224	7,048
少数股东权益	641	395	143	231	669
所有者权益合计	5,576	5,744	5,708	6,455	7,717
负债股东权益合计	**13,668**	**15,082**	**18,804**	**22,194**	**25,931**

主要财务比率

人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
净资产收益率（摊薄）	-4.0%	2.5%	13.5%	15.8%	17.4%
总资产收益率	-3.7%	-0.7%	3.0%	5.2%	6.9%
投入资本收益率	-3.0%	1.2%	4.6%	7.5%	9.4%
合并报表净利率	-9.1%	-1.4%	5.1%	8.9%	12.0%
毛利率	15.9%	19.6%	24.0%	29.1%	33.0%
成长能力					
营业总收入增长率	8.5%	23.7%	37.4%	22.5%	14.3%
EBIT增长率	-3880.6%	134.4%	546.9%	110.8%	50.5%
归母净利润增长率	-193.9%	168.1%	458.3%	30.8%	24.7%
总资产增长率	-8.5%	10.3%	24.7%	18.0%	16.8%
资产管理能力					
应收账款周转天数	116.2	103.3	96.2	101.3	104.2
存货周转天数	51.6	54.5	53.2	55.7	56.9
应付账款周转天数	113.5	94.2	86.3	91.4	93.9
固定资产周转天数	341.1	306.2	226.7	198.5	189.9
总资产周转天数	885.1	719.3	616.9	609.4	625.6
偿债能力					
资产负债率	59.2%	61.9%	69.6%	70.9%	70.2%
净资产负债率	145.1%	162.6%	229.5%	243.8%	236.0%
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.4	1.7
速动比率	0.8	0.9	0.9	1.1	1.3
EBIT利息保障倍数	-1.9	0.7	4.2	6.2	7.3

图表 2：兴森科技 3Q26 业绩详情

人民币百万元	3Q26	2Q26	环比	3Q25	同比
营业总收入	2,732	2,220	23.1%	1,947	40.3%
毛利润	834	497	67.6%	435	91.6%
归母净利润	328	92	257.7%	103	219.8%
EPS（摊薄）	0.2	0.1	257.7%	0.1	219.8%

利润率	3Q26	2Q26	环比 百分点	3Q25	同比 百分点
毛利率	30.5%	22.4%	8.1	22.4%	8.2
营业利润率	11.6%	2.7%	8.9	2.4%	9.2
归母净利率	12.0%	4.1%	7.9	5.3%	6.7

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）

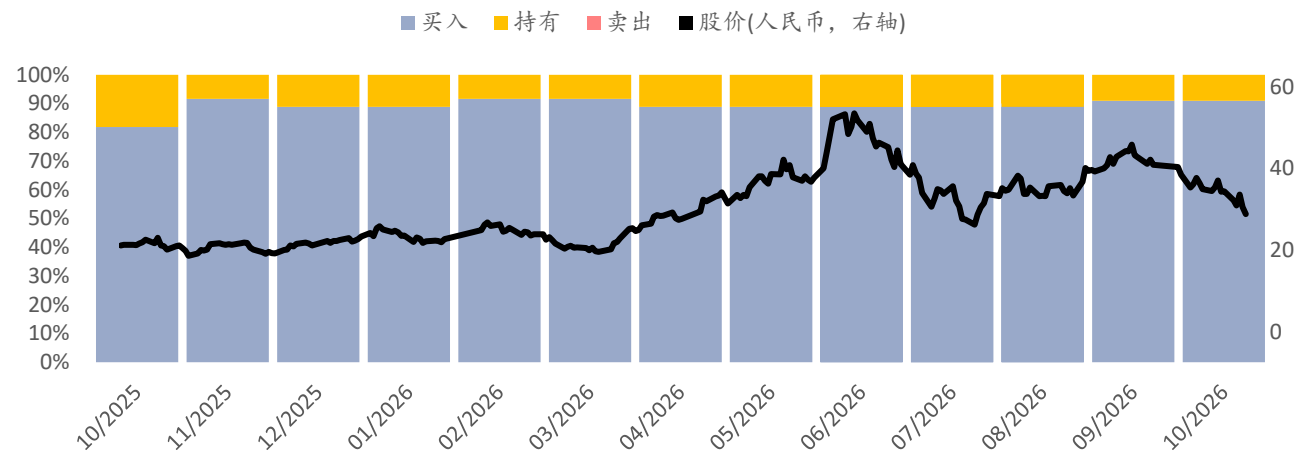


注：截至 2026 年 10 月 30 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际预测

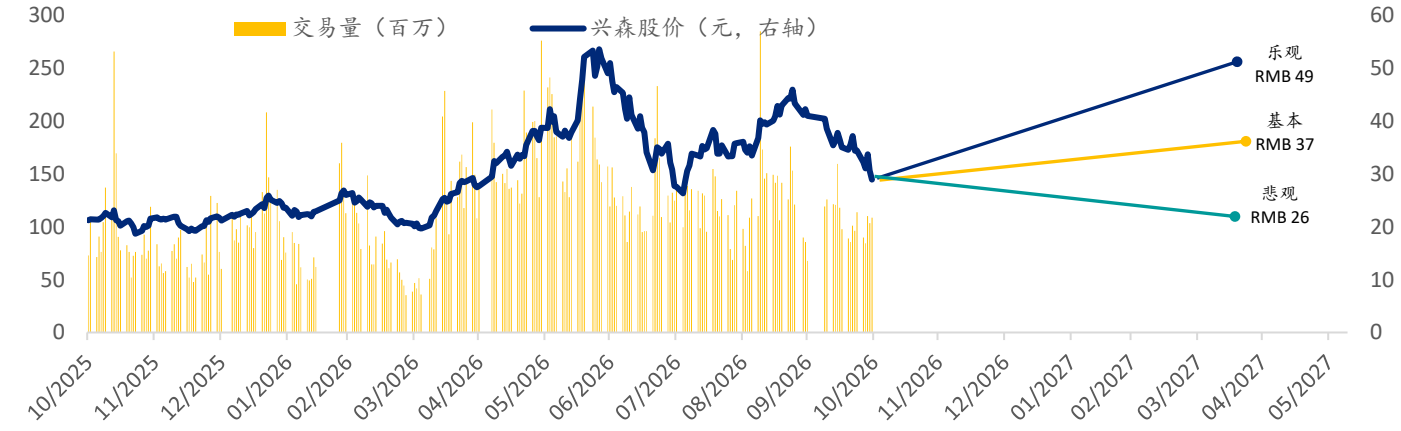
SPDBI 乐观与悲观情景假设

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	悲观情景：公司收入增长不及预期
目标价：人民币 49 元	**目标价：人民币 26 元**
概率：15%	**概率：15%**
• 传统 PCB 行业竞争风险可控； • 主要原材料价格波动幅度、供给紧张风险收窄； • FCBGA 客户认证进展顺利、工厂稼动率或良率爬坡推进顺利； • 先进封装技术路线未发生重大变化； • 未出现重大应收款回收困难、汇率波动及流动性风险。	• 传统 PCB 行业竞争加剧； • 主要原材料价格波动幅度、供给紧张风险加大； • 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； • 应收款回收困难、汇率波动及流动性风险加剧。

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团－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，日后可作修改而不另通知，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联属公司、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。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。本报告仅提供给合资格投资者(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