下载日志已记录，仅供内部参考

封装基板业务进入高速放量阶段

华泰研究 更新报告

2026 年 8 月 27 日 | 中国内地 电子元件

兴森科技是国内少数同时具备 BT（CSP）载板、ABF（FC-BGA）载板与高阶 mSAP 光模块基板布局的民营载板龙头。公司深度受益于存储超级周期驱动的 BT 载板量价齐升与 AI 驱动的 ABF 载板国产替代双主线，2026H1 归母净利润同比+283.27%，盈利拐点渐明。公司 IC 载板国产替代空间广阔，给予目标价 44.31 元，维持“买入”评级。

AI 主导 PCB 结构性高景气，载板环节量价齐升+国产替代

根据 Prismark，26 年全球 PCB 产值预计 1019.5 亿美元、同比+18.8%。其中 AI 强相关的封装基板延续高景气，26 年增速达 28.8%。中长期看，Prismark 将封装基板 2030 年规模上调至 296.1 亿美元，27-30 年 CAGR 为 14.7%。我们认为封装载板受益于量价齐升+国产替代共振。全球载板产能集中于日本、韩国及中国台湾地区，大陆份额较低，而当下 CPU/GPU/ASIC 需求旺盛，ABF 载板供需缺口逐步扩大。BT 载板受存储周期驱动，同样呈现供需失衡下的涨价格局。在此背景下，具备成熟工艺的国产载板厂商有望充分受益于行业量价齐升与国产替代红利。

PCB 业务整体平稳，ABF 载板迈向量产拐点

26H1 公司 PCB 收入 25.03 亿元、同比+2.23%，毛利率 25.56%、同比-0.76pcts。分主体看：宜兴硅谷收入 3.63 亿元（同比+1.80%）、净利润 0.08 亿元（同比+109.89%），实现扭亏；Fineline 收入 10.53 亿元（同比+26.46%）、净利润 1.01 亿元（同比+33.31%），受益于欧洲市场回暖；北京兴斐收入 5.28 亿元（同比+5.76%）、净利润 0.47 亿元（同比-45.18%），主要受手机行业淡季影响。北京兴斐 1.6T 光模块产品板处于量产爬坡阶段，公司正加速研发玻璃基板、正交背板、3.2T NPO 光模块等产品。26H1 半导体业务收入 13.29 亿元、同比+59.92%，毛利率 1.79%、同比大幅提升 18.57pcts。其中 IC 封装基板收入 12.09 亿元、同比+67.34%。

BT、ABF 载板为公司后续核心增长点

公司 CSP（BT）载板聚焦存储、射频两大方向并向汽车拓展，受益存储行业复苏与主要存储客户份额提升，订单饱满、产能利用率高，公司 6 月发布定增预案，针对光模块、存储等高增长领域，拟新增年产 12 万平 mSAP 基板及月产 2.5 万平封装基板产能。公司 FC-BGA（ABF）载板已在技术能力、产能规模、产品良率层面做好量产准备，良率持续改善，客户导入及样品交付按序推进，样品订单数量同比大幅增长且高层数、大尺寸产品占比持续提升；虽然 ABF 载板当前尚未进入大批量生产，但随着公司全力拓展国内、海外客户，我们认为公司有望在后续的审厂、打样和量产环节获得机会。

给予目标价 44.31 元，维持“买入”评级

我们预计公司 26E-28E 归母净利为 4.4/7.4/11.2 亿元。分部估值，参考 PCB 业务可比公司平均 27E 27x PE、半导体业务可比公司平均 27E 6.9x PS (Wind&BBG)，半导体业务给予一定估值溢价，主要考虑到兴森科技该业务国产替代逻辑较强，在低基数下有望较可比公司实现更高增速，给予 PCB 及其他业务/半导体业务 27E 27x PE/14.0x PS，预计 PCB 及其他业务/半导体业务市值 186/568 亿元，目标价 44.31 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧；原材料价格波动；产能爬坡和技术升级慢于预期。

投资评级（维持）：	买入
目标价（人民币）：	44.31

郇正林* 研究员
SAC No. S0570525120002 huanzhenglin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

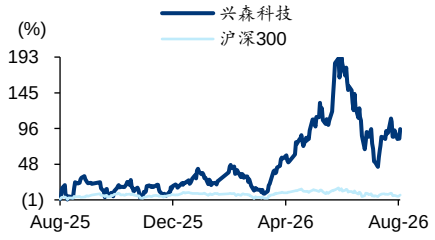
田莫充* 研究员
SAC No. S0570523050004 tianmochong@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

汤仕鼐 研究员
SAC No. S0570524090007 tangshihe@htsc.com
SFC No. BUQ838 +(86) 10 6321 1166

基本数据

收盘价（人民币 截至 8 月 27 日）	35.70
市值（人民币百万）	60,678
6 个月平均日成交额（人民币百万）	4,558
52 周价格范围（人民币）	18.20-53.53

股价走势图



资料来源：Wind

经营预测指标与估值

会计年度（人民币）	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万）	7,195	8,577	10,302	12,024
+/-%	23.68	19.22	20.11	16.71
归属母公司净利润（百万）	134.95	437.33	739.04	1,119
+/-%	168.05	224.08	68.99	51.38
EPS（最新摊薄）	0.08	0.26	0.43	0.66
ROE (%)	2.62	7.89	12.16	16.08
PE（倍）	449.65	138.75	82.10	54.24
PB（倍）	11.35	10.58	9.45	8.10
EV EBITDA（倍）	86.60	59.15	40.16	29.86
股息率 (%)	0.08	0.08	0.08	0.08

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

PCB 行业整体维持结构分化的强势反弹。根据 Prismark，2026 年全球 PCB 行业产值预计 1019.54 亿美元、同比+18.8%，全球前 40 大 PCB 厂商一季度整体产值增速达 30%。产品结构上，AI 强相关的 18 层及以上 PCB 板、HDI 板、封装基板延续高景气，2026 年增速分别达 79.0%、23.0%、28.8%，而 4-6 层板与柔性板保持低速增长。中长期看，Prismark 将 2030 年全球 PCB 市场规模由此前 1233.48 亿美元上调至 1446.10 亿美元，2025–2030 年 CAGR 由 7.7%上调至 11.0%；其中 18 层以上、HDI、封装基板 2030 年规模分别上调至 197.59、300.10、296.10 亿美元，2025-2030 年 CAGR 分别为 30.3%、13.1%、14.7%。

图表1：2026 年全球 PCB 产值预测（单位：百万美元）

	多层板							
产值	4-6 层	8-16 层	18 层以上	HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
美洲	786	1,422	592	525	23	485	326	4,159
欧洲	576	213	97	235	210	359	403	2,094
日本	980	892	300	498	3,843	934	300	7,747
中国	12,659	8,517	6,348	13,551	4,484	6,779	6,453	58,781
亚洲	2,227	2,662	2,068	5,114	10,620	5,157	1,325	29,173
总计	17,218	13,706	9,406	19,923	19,180	13,714	8,806	101,954

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区
资料来源：Prismark，华泰研究

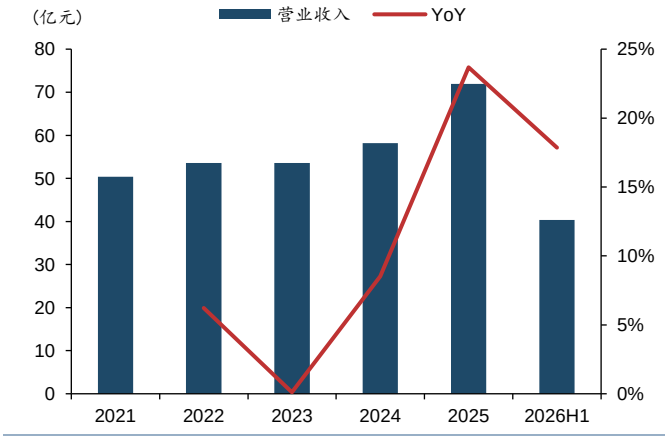
图表2：2026 全球 PCB 产值增长率预测

	多层板							
产值增长率	4-6 层	8-16 层	18 层以上	HDI	封装基板	柔性板	其他	总计
美洲	6.8%	9.5%	17.9%	15.4%	17.3%	3.2%	3.5%	9.5%
欧洲	11.6%	17.7%	32.7%	14.6%	255.9%	2.9%	3.3%	18.0%
日本	10.1%	17.1%	30.5%	14.0%	28.8%	3.0%	3.5%	19.2%
中国	1.9%	25.0%	93.5%	24.6%	18.9%	7.3%	4.5%	18.4%
亚洲	3.7%	11.4%	77.2%	21.0%	31.8%	6.2%	4.4%	21.0%
总计	3.1%	19.7%	79.0%	23.0%	28.8%	6.3%	4.3%	18.8%

注：本表中亚洲指除中国、日本外的其他亚洲国家和地区
资料来源：Prismark，华泰研究

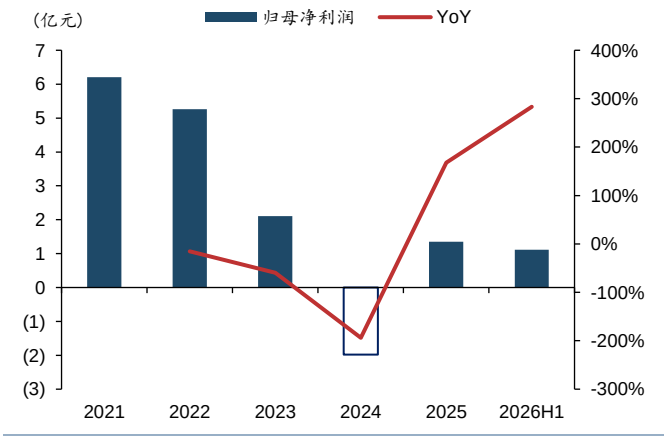
2026 年上半年公司实现营收 40.38 亿元，yoy+17.86%，实现归母净利润 1.11 亿元，yoy+283.27%，利润大幅增长，主要得益于：①宜兴硅谷、广州兴科历史亏损主体扭亏，②PCB 产品结构改善，封装基板在涨价、稼动率提升等因素催化下利润率持续修复。2026Q2 单季实现营收 22.20 亿元，yoy+20.23%，qoq+22.08%；实现归母净利润 0.92 亿元，yoy+371.53%，qoq+389.54%。

图表3：公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

公司 FC-BGA 分广州、珠海两大基地，广州兴森规划月产能 2000 万颗 FC-BGA，定位大批量基地；珠海定位高阶样品及小批量。2026 年 6 月公司公告定增预案，拟募集不超过 39 亿元用于高阶 mSAP 基板智能制造及产业化项目（一期）及集成电路封装基板项目（三期）扩产，针对光模块、存储等高增长领域，拟新增年产 12 万平 mSAP 基板及月产 2.5 万平封装基板产能。

图表5：公司定增募集资金投向（单位：亿元）

序号	项目名称	实施主体	项目总投资	拟投入募集资金
1	珠海兴森半导体有限公司高阶 mSAP 基板智能制造及产业化项目（一期）	珠海兴森	20.03	20.00
2	珠海兴科半导体有限公司集成电路封装基板项目（三期）	珠海兴科	11.78	11.00
3	补充流动资金及偿还银行贷款	兴森科技	8.00	8.00
合计		-	**39.81**	**39.00**

资料来源：兴森科技公告，华泰研究

兴森科技的收入主要来自 PCB、IC 载板以及半导体测试板。考虑到：1）AI、5G、大数据和智能驾驶等下游应用需求的持续增长；2）信创的持续推进、国内芯片设计公司的持续发展以及先进封装技术的持续演进都驱动了对国产 IC 载板的需求；以及 3）公司新客户的持续拓展以及新增产能的陆续导入（IC 载板新增产能：珠海兴森高阶 mSAP 基板智能制造及产业化项目（一期）、珠海兴科集成电路封装基板项目（三期）等），我们预计公司 2026E/2027E/2028E 的营业收入分别为 85.8 亿元、103.0 亿元和 120.2 亿元，对应 2026-2028E CAGR 为 18.7%。

随着公司产品结构不断变化（IC 载板在营收中占比持续提升）以及新增 IC 载板产能稼动率的逐步提升，我们预计公司 26E/27E/28E 毛利率分别为 25.5%/28.2%/30.6%。同时，考虑到公司业务不断扩展，我们预计公司会继续加大营销、管理和研发投入，但由于营业收入增速较高，我们预计公司的各项费用率整体呈现下降趋势；我们预计 2026E-2028E 销售费用率分别为 3.0%/2.8%/2.7%，管理费用率分别为 7.3%/7.1%/7.0%。最后，综合考虑到公司收入、毛利率以及费用率的预期，我们预计公司 2026E/2027E/2028E 归母净利润分别为 4.4 亿元/7.4 亿元/11.2 亿元（2026-2028E CAGR：102.4%）。

分产品类型来看，公司的收入主要来自于 PCB 业务以及半导体业务中的半导体测试板和 IC 载板。2025 年，公司实现营业收入 72.0 亿元，其中 PCB 产品的销售收入为 49.0 亿元，占整体收入的 68.1%；半导体测试板的销售收入为 2.4 亿元，占整体收入的 3.3%；IC 载板的销售收入为 16.7 亿元，占整体收入的 23.2%。

PCB 业务

PCB 业务是兴森科技基础性业务。兴森科技主要生产样板小批量板，产品覆盖通信、服务器、工控医疗等应用领域。从下游应用来看，通信约占公司 2022 年 PCB 业务收入的 1/3，服务器、安防各占 15%-20%，工控、医疗各占 10%左右，其他行业约占 15%（数据来源：兴森科技 2024 年 1 月 26 日投资者关系活动记录表）。随着 AI 算力、服务器等下游需求的增长以及公司新增产能的持续导入，我们预计公司 PCB 业务 2026E/2027E/2028E 收入分别为 53.2 亿元/57.4 亿元/62.6 亿元，对应 2026-2028E 收入 CAGR 为 8.5%；同时，随着产品结构优化以及稼动率的提升，我们预计公司 PCB 业务毛利率或将由 2025 年的 25.3%逐步提升至 2026E/2027E/2028E 的 28.5%/30.0%/32.0%。

下载日志已记录，仅供内部参考

IC 载板业务

公司 IC 载板业务是第二大收入来源，预计有望成为未来收入的核心增长来源。作为本土 IC 载板先行者之一，是国内仅有的少数几家可以量产 BT 载板和 ABF 载板的企业。公司自 2012 年布局 CSP 基板，2022 年开始进军 FC-BGA 基板，产品应用领域涵盖存储芯片、应用处理器芯片、射频芯片、传感器芯片、CPU、GPU、FPGA、ASIC 等。从下游应用来看，2022 年存储芯片在公司 CSP 基板产品的收入占比约 2/3，指纹识别芯片、射频芯片、应用处理器芯片、传感器芯片等其他领域收入占比 1/3（数据来源：兴森科技 2024 年 1 月 26 日投资者关系活动记录表）。随着国内信创的持续推进、国内芯片设计公司的持续发展、先进封装技术的持续演进以及 AI、5G、大数据和智能驾驶等下游应用对 IC 载板需求的快速提升，公司抓住机会积极拓展在载板领域的新客户。随着新增客户的导入，以及珠海和广州两地新建载板产能的持续释放，我们预计公司 IC 载板业务 2026E/2027E/2028E 收入分别为 25.7 亿元/37.8 亿元/48.7 亿元，对应 2026-2028E 收入 CAGR 为 42.9%。同时，随着公司 BT 载板进入规模放量初期、ABF 载板样品订单数量同比大幅增长，叠加新增产能稼动率和产品良率的逐步提升，我们预计公司 IC 载板业务毛利率有望由 2025 年的-16.1%修复至 2026E/2027E/2028E 的 5.0%/15.0%/20.0%。

半导体测试板业务

公司半导体测试板业务是第三大收入来源，也会是公司未来收入的重要增长来源。公司从 2015 年正式入局半导体测试板，产品类型包括测试负载板（Load Board）、探针卡（probe card）、老化板（BIB）和转接板（Interposer），经营模式与 PCB 样板类似，属于多品种、小批量、定制化生产模式，产品单价和附加值较高。随着公司广州半导体测试板工厂新增产能的逐步释放以及下游芯片测试需求的持续修复，我们预计公司半导体测试板业务 2026E/2027E/2028E 收入分别为 2.5 亿元/2.8 亿元/3.1 亿元，对应 2026-2028E 收入 CAGR 为 8.8%；毛利率方面，我们预计该业务 2026E-2028E 毛利率有望维持在 38.0%左右的较高水平。

图表6：兴森科技分部收入预测

（人民币：百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,817**	**7,195**	**8,577**	**10,302**	**12,024**
PCB	4,300	4,897	5,320	5,735	6,255
半导体	1,285	1,910	2,811	4,054	5,179
-半导体测试板	169	239	246	277	308
-IC 封装基板	1,116	1,670	2,565	3,777	4,872
其他	233	388	446	513	590
营收增速					
营业收入	**8.5%**	**23.7%**	**19.2%**	**20.1%**	**16.7%**
PCB	5.1%	13.9%	8.6%	7.8%	9.1%
半导体	18.3%	48.6%	47.2%	44.2%	27.7%
-半导体测试板	-36.2%	41.4%	2.8%	12.5%	11.1%
-IC 封装基板	35.9%	49.7%	53.6%	47.2%	29.0%
其他	27.2%	66.7%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率					
总毛利率	**16.14%**	**20.67%**	**25.46%**	**28.20%**	**30.63%**
PCB	26.96%	25.26%	28.50%	30.00%	32.00%
半导体	-33.16%	-9.28%	7.89%	16.57%	21.07%
-半导体测试板	37.38%	38.03%	38.03%	38.03%	38.03%
-IC 封装基板	-43.86%	-16.06%	5.00%	15.00%	20.00%
其他	88.31%	110.23%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司财报，华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

我们采用分部估值法：我们预计公司 PCB 及其他业务 2027E 营业收入 62.5 亿元，净利润 6.9 亿元，给予 PCB 及其他业务 27x 2027E PE（可比公司 27x 2027E PE），对应 186 亿市值；我们预计公司半导体业务 2027E 营业收入 40.5 亿元，给予公司半导体业务的 PS 估值倍数 14x 2027E PS (相对可比公司 6.9x 2027E PS 上调溢价幅度主要考虑到公司 BT 载板进入规模放量初期，ABF 载板样品订单数量同比实现大幅增长，随着载板行业国产替代进度推进，公司有望进入高增长轨道，由于该业务收入基数较低，因此相较于可比公司，兴森科技更有望实现高速成长)，对应 568 亿市值。我们因此预计公司目标总市值为 753 亿元，对应目标价 44.31 元/股，给予“买入”评级。

图表7： SOTP 估值表

人民币：百万元	收入	净利率	净利润	估值方法	估值倍数	总市值
PCB 及其他业务（2027E）	6,248	11.0%	687	2027E PE	27	18,557
半导体业务（2027E）	4,054			2027E PS	14	56,760
总市值						**75,317**
总股本（百万）						1,699.67
目标价（元）						**44.31**

注：总股本为截至 8 月 27 日收盘数据
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表8： 可比公司估值表

公司	股票代码	交易币种	收盘价（本地货币元）	市值（人民币亿元）	PE（x） 2026E	PE（x） 2027E	PS（x） 2026E	PS（x） 2027E	年初至今涨跌幅
PCB 业务									
景旺电子	603228 CH	CNY	96.74	968.65	43.6	24.5	5.0	3.7	27.7%
沪电股份	002463 CH	CNY	122.02	2348.11	39.5	25.6	8.8	6.0	64.3%
方正科技	600601 CH	CNY	12.43	531.23	43.0	30.3	7.2	5.2	3.2%
PCB 业务均值					**42.0**	**26.8**	**7.0**	**5.0**	
半导体业务									
深南电路	002916 CH	CNY	365.10	2486.94	45.8	32.8	7.9	6.2	57.1%
欣兴电子	3037 TW	TWD	1180.00	4321.41	55.4	29.7	10.1	6.8	437.6%
景硕科技	3189 TW	TWD	914.00	1074.58	86.4	35.3	9.0	6.0	517.6%
IBIDEN	4062 JP	JPY	20545.00	2871.96	73.6	48.6	10.9	8.7	205.6%
半导体业务均值					**65.3**	**36.6**	**9.5**	**6.9**	
兴森科技	**002436 CH**		35.70	606.78	138.8	82.1	7.1	5.9	64.6%

注：股价为 8 月 27 日收盘价；兴森科技预测数据来自华泰预测，A 股可比公司预测数据来自 Wind 一致预期，其他可比公司预测数据来自 BBG 一致预期
资料来源：Wind，Bloomberg，华泰研究预测

风险提示

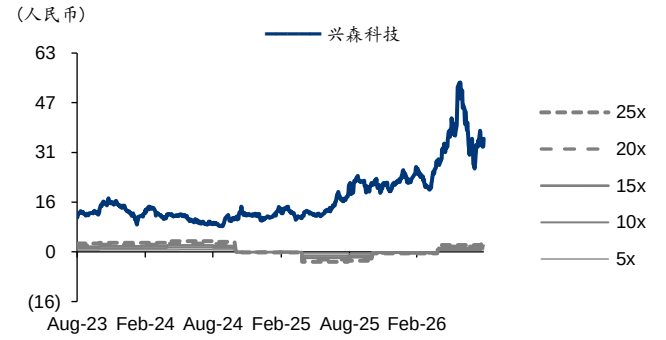
行业竞争加剧。未来随着同行新产能的释放，公司经营将承受较大压力。受到各种不确定因素的压制，在市场总需求量没有相应的增长的情况，可能会出现局部的、某些品种的、某一时段的过剩，即出现市场的产能消化期，将可能出现降价抢单，竞争形势会异常激烈。

原材料价格波动。公司主要原材料涉及铜、树脂、玻璃布等，受大宗商品价格的影响，原材料价格波动以及供需失衡对公司的生产成本与生产经营带来较大的不确定性风险。

产能爬坡和技术升级慢于预期。若公司生产规模不能有效扩大，产品质量和性能不能有效提升，公司将面临较大的市场竞争风险，给生产经营带来不利影响。

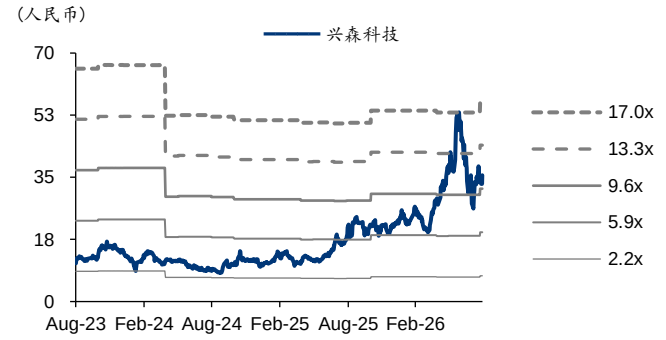
下载日志已记录，仅供内部参考

图表9： 兴森科技 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表10： 兴森科技 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

下载日志已记录，仅供内部参考

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	4,383	5,526	6,170	7,359	8,022
现金	617.91	858.61	1,024	1,229	1,435
应收账款	1,913	2,216	2,706	3,206	3,695
其他应收账款	26.37	28.22	36.86	41.30	49.92
预付账款	27.33	71.43	46.31	95.11	69.94
存货	770.96	982.47	954.76	1,287	1,241
其他流动资产	1,028	1,369	1,402	1,500	1,532
非流动资产	9,285	9,556	10,282	11,329	12,399
长期投资	346.81	342.08	356.38	369.40	374.64
固定投资	6,168	6,070	6,819	7,851	8,877
无形资产	291.53	288.04	278.28	262.64	243.73
其他非流动资产	2,478	2,855	2,829	2,846	2,904
资产总计	13,668	15,082	16,452	18,688	20,421
流动负债	3,788	4,116	5,665	7,647	8,748
短期借款	152.27	574.44	1,816	3,506	4,061
应付账款	1,462	1,567	1,780	2,093	2,274
其他流动负债	2,174	1,974	2,069	2,048	2,414
非流动负债	4,304	5,222	4,674	4,176	3,642
长期借款	2,869	3,657	3,109	2,611	2,077
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	10,339	11,822	12,390
少数股东权益	640.85	395.28	378.46	442.72	540.01
股本	1,690	1,700	1,700	1,700	1,700
资本公积	649.30	797.13	797.13	797.13	797.13
留存公积	2,300	2,448	2,710	3,209	3,966
归属母公司股东权益	4,935	5,348	5,735	6,423	7,490
负债和股东权益	13,668	15,082	16,452	18,688	20,421

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	375.81	(62.75)	1,157	887.55	2,209
净利润	(530.84)	(103.99)	420.51	803.30	1,216
折旧摊销	610.75	699.21	578.71	678.79	779.10
财务费用	126.75	180.30	119.84	160.77	198.36
投资损失	(2.05)	(41.80)	(44.98)	(44.98)	(44.98)
营运资金变动	(2.81)	(738.60)	(9.74)	(811.89)	(50.11)
其他经营现金	174.01	(57.88)	92.94	101.56	110.17
投资活动现金	(1,185)	(746.43)	(1,311)	(1,731)	(1,854)
资本支出	(1,128)	(852.68)	(1,272)	(1,692)	(1,841)
长期投资	(106.39)	(35.64)	(14.30)	(13.02)	(5.23)
其他投资现金	49.40	141.89	(24.72)	(25.66)	(7.15)
筹资活动现金	(643.34)	1,028	318.30	1,049	(149.25)
短期借款	(287.51)	422.17	1,242	1,689	555.00
长期借款	(62.94)	787.79	(548.22)	(498.43)	(533.31)
普通股增加	(10.07)	10.07	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	37.72	147.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(320.54)	(339.52)	(375.13)	(142.05)	(170.94)
现金净增加额	(1,446)	251.57	165.00	205.89	205.47

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	5,817	7,195	8,577	10,302	12,024
营业成本	4,894	5,787	6,393	7,397	8,341
营业税金及附加	91.84	61.78	73.65	88.47	103.25
营业费用	201.87	222.46	257.32	288.47	324.65
管理费用	507.89	543.59	626.14	731.48	841.69
财务费用	126.75	180.30	119.84	160.77	198.36
资产减值损失	(127.19)	(37.35)	(21.44)	(25.76)	(30.06)
公允价值变动收益	(48.20)	(50.32)	(50.32)	(50.32)	(50.32)
投资净收益	2.05	41.80	44.98	44.98	44.98
营业利润	(566.63)	(81.52)	462.32	878.40	1,327
营业外收入	7.80	7.16	7.16	7.16	7.16
营业外支出	16.02	12.41	12.41	12.41	12.41
利润总额	(574.86)	(86.77)	457.07	873.15	1,322
所得税	(44.02)	17.22	36.57	69.85	105.74
净利润	(530.84)	(103.99)	420.51	803.30	1,216
少数股东损益	(332.55)	(238.93)	(16.82)	64.26	97.28
归属母公司净利润	(198.29)	134.95	437.33	739.04	1,119
EBITDA	172.35	768.18	1,130	1,692	2,275
EPS (人民币，基本)	(0.12)	0.08	0.26	0.43	0.66

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	8.53	23.68	19.22	20.11	16.71
营业利润	(1,664)	85.61	667.13	90.00	51.07
归属母公司净利润	(193.88)	168.05	224.08	68.99	51.38
获利能力 (%)					
毛利率	15.87	19.57	25.46	28.20	30.63
净利率	(9.13)	(1.45)	4.90	7.80	10.11
ROE	(3.86)	2.62	7.89	12.16	16.08
ROIC	(3.81)	0.74	4.09	6.75	8.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.20	61.92	62.84	63.26	60.68
净负债比率 (%)	84.96	100.19	99.43	103.90	87.52
流动比率	1.16	1.34	1.09	0.96	0.92
速动比率	0.82	0.94	0.80	0.70	0.70
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.50	0.54	0.59	0.61
应收账款周转率	3.10	3.48	3.48	3.48	3.48
应付账款周转率	3.17	3.82	3.82	3.82	3.82
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(0.12)	0.08	0.26	0.43	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	(0.04)	0.68	0.52	1.30
每股净资产(最新摊薄)	2.90	3.15	3.37	3.78	4.41
估值比率					
PE (倍)	(306.01)	449.65	138.75	82.10	54.24
PB (倍)	12.29	11.35	10.58	9.45	8.10
EV EBITDA (倍)	381.72	86.60	59.15	40.16	29.86

资料来源：公司公告、华泰研究预测

下载日志已记录，仅供内部参考

免责声明

分析师声明

本人，邹正林、田莫充、汤仕鬻，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格) 。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰证券的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

下载日志已记录，仅供内部参考

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师邹正林、田莫充、汤仕鬻本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

下载日志已记录，仅供内部参考

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡：华泰证券（新加坡）有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，并且是豁免财务顾问，经营许可证编号为：202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2567-6123
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

华泰证券（新加坡）有限公司
滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话：+65 68603600
传真：+65 65091183
https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司