下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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 年 10 月 22 日

买入（首次）

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	1,425.42	2,092.09
同比（%）	(193.88)	168.05	284.93	174.41	46.77
EPS-最新摊薄（元/股）	(0.12)	0.08	0.31	0.84	1.23
P/E（现价&最新摊薄）	(294.27)	432.39	112.33	40.94	27.89

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

投资要点

- **国内 PCB 样板龙头，IC 载板构筑长期成长护城河。**公司以 PCB 制造起家，并沿产业链向半导体领域高附加值环节延伸，形成“PCB + 半导体”双轮驱动的业务格局：PCB 端覆盖刚性板、高阶 HDI、柔性板及高速光模块板等，广泛服务于通信、数据中心、消费电子、汽车电子与军工等领域；半导体端重点布局 IC 载板与半导体测试板，技术工艺由传统 Tenting 减成法持续向 mSAP、SAP 等先进制程升级，精细线路与高密度互连的制造能力不断突破。

- **AI 驱动千亿美元 PCB 新周期，高端品类领跑。**AI 基础设施建设已成为行业增长最强劲、最快速、最确定的核心引擎，产业朝高性能、高层数、高精密度、高可靠性演进。根据 Prismark 数据，预计 2025-2030 年全球 PCB 行业市场规模将由 851.52 亿美元增至 1233.48 亿美元，年复合增长率约 7.7%；其中，18 层及以上板产值将由 49.28 亿美元增至 131.59 亿美元，复合增长率高达 21.7%；载板将由 148.91 亿美元增至 249.86 亿美元，复合增长率 10.9%；HDI 板将由 157.69 亿美元增至 244.90 亿美元，复合增长率 9.2%。行业调整周期已经结束，复苏态势有望持续、内卷格局逐步缓和。

- **先进封装驱动 IC 载板增长，国产替代空间广阔。**IC 载板位于芯片与常规 PCB 之间，承担电气连接及保护、支撑、散热功能，在 2.5D/3D、Chiplet 等先进封装趋势下成为 PCB 中增长最快的细分，可分为 BT 与 ABF 两类，2025 年以来 BT 载板表现较好、ABF 载板逐步回暖。根据 Prismark 预测，全球载板销售额 2026 年约 191.80 亿美元（YoY+28.8%），2030 年将达 296.10 亿美元。用于服务器、存储的超高密度基板是全球载板市场主要增长动力，其市场规模将从 2024 年的 22.35 亿美元增长至 2029 年的 79.10 亿美元，年复合增长率达 28.8%。

- **盈利预测与投资评级：**我们预测公司 2026 至 2028 年营业收入分别为 102/134/168 亿元，同比增速分别为 42%/32%/26%；归母净利润分别为 5/14/21 亿元，同比增速分别为 285%/174%/47%。考虑公司作为国内 PCB 与 IC 载板领军企业，是 A 股少数同时布局 CSP 与 FCBGA 的厂商，在 HDI、光模块板及载板领域竞争力突出，深度受益 AI 算力、先进封装与国产替代，产品稀缺性显著；同时随着载板业务逐步放量、产品结构持续优化，公司盈利能力有望稳步提升。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**核心原材料短缺及涨价风险；FCBGA 等高端基板客户认证及产能爬坡不及预期风险；下游需求不及预期与产能集中释放、竞争加剧风险；汇率波动与海外经营风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	34.33
一年最低/最高价	18.41/55.00
市净率(倍)	10.35
流通 A 股市值(百万元)	52,110.49
总市值(百万元)	58,349.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.32
资产负债率(%,LF)	64.55
总股本(百万股)	1,699.67
流通 A 股(百万股)	1,517.93

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

1. 国内 PCB 样板龙头，IC 载板构筑长期成长护城河 4
1.1. 深耕电子电路行业 30 年，全球先进电子电路方案数字制造提供商 4
1.2. 公司股权结构集中，治理结构稳定 5
1.3. 公司营收稳健增长，盈利触底回升，研发投入持续加大 5
2. PCB 为“电子产品之母”，AI 重塑产业增长逻辑 7
2.1. 2025 年 PCB 市场强势反弹，2030 年迈向千亿美元 7
2.2. 先进封装&光模块双轮驱动，IC 载板市场快速增长 9
3. 盈利预测与投资建议 12
3.1. 盈利预测 12
3.2. 投资建议 13
4. 风险提示 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1: 兴森科技电子硬件产业链布局 4
图 2: 公司产品及服务 5
图 3: 公司股权架构（截至 2026 年中报） 5
图 4: 公司营收及增速情况（2021-2026H1） 6
图 5: 公司归母净利润及增速情况（2021-2026H1） 6
图 6: 公司收入结构（2023-2026H1） 7
图 7: 公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026H1） 7
图 8: 公司三费费率情况（2021-2026H1） 7
图 9: 公司研发费用及增速情况（2021-2026H1） 7
图 10: PCB 产业链 8
图 11: 2025-2030 年 PCB 行业产品结构表现（单位：亿美元） 9
图 12: 2025-2030 年 PCB 行业区域市场表现（单位：百万美元） 9
图 13: 全球载板销售额 10
图 14: 中国 CSP 载板市场规模 10
图 15: 全球 AI 光模块用 mSAP 基板市场规模（亿美元） 11
图 16: 公司分业务预测（2023-2028E） 12
图 17: 可比公司估值表 13

请务必阅读正文之后的免责声明部分

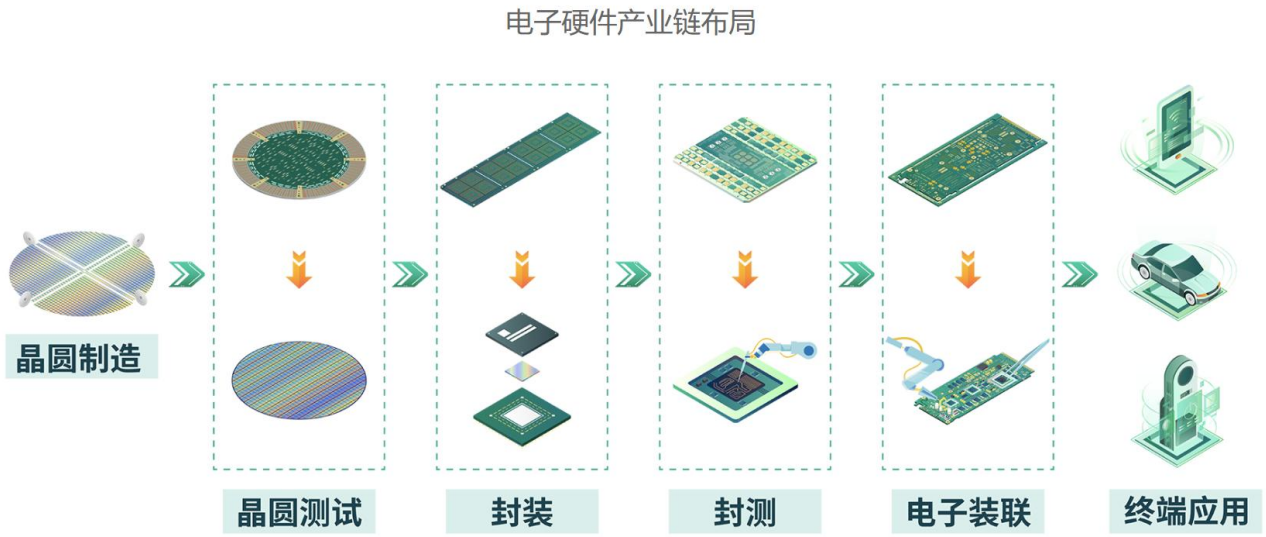
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 国内 PCB 样板龙头，IC 载板构筑长期成长护城河

1.1. 深耕电子电路行业 30 年，全球先进电子电路方案数字制造提供商

兴森科技深耕电子电路行业 30 年，是全球先进电子电路方案数字制造提供商，掌握集成电路生产制造领域核心技术及关键产品量产能力，产品布局覆盖电子硬件三级封装领域，构建电子电路设计制造的数字化新模式，为客户提供从设计到测试交付的高价值整体解决方案。公司积极参与合作伙伴技术进步，持续精进复杂制程工艺，技术能力对标国际先进水平，并在通信、数据中心、工控、医疗、消费电子等领域，持续赢得全球标杆客户信赖。

图1：兴森科技电子硬件产业链布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司主营业务聚焦于“先进电子电路”和“数字化制造”两大战略方向。经过 30 余年的持续深耕与发展，公司具备覆盖先进电子电路全类别产品的技术能力，基于 Tenting 减成法、mSAP 改良半加成法和 SAP 半加成法工艺的持续精进，涵盖传统高多层 PCB 板、软硬结合板、高密度互连 HDI 板、类载板（SLP）、ATE 半导体测试板、载板（含 CSP 载板和 FCBGA 载板）等全类别产品，可为客户提供研发/设计/制造/SMT 贴装的一站式服务。在数字制造领域，公司依托于广州基地 P10 工厂的数字化转型经验，完成了标准化、自动化系统的开发与部署；在工厂数字化转型层面，围绕“数据标准化、流程精益化”的核心理念，由业务主导、数字化赋能，通过数据标准化和流程精益化将经验固化为规则、控制变异点，驱动量产思维的全面转变，实现高效、可靠、可复制的量产交付能力和领先的经营效率。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图2：公司产品及服务

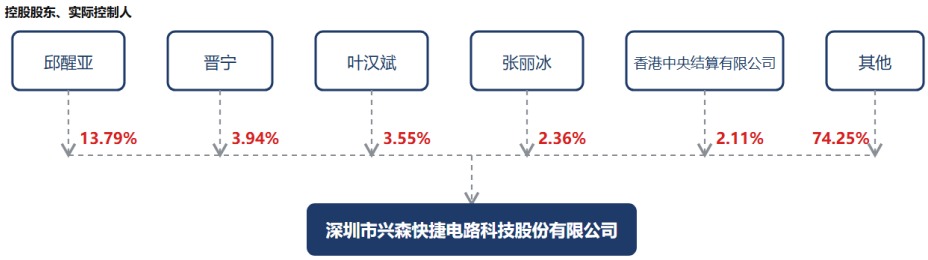


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 公司股权结构集中，治理结构稳定

股权结构方面，兴森科技股权相对集中，邱醒亚为公司控股股东、实际控制人。截至 2026 年 6 月 30 日，邱醒亚直接持股 13.79%，为公司第一大股东；晋宁持股 3.94%；叶汉斌持股 3.55%；张丽冰持股 2.36%；香港中央结算有限公司持股 2.11%；其他股东合计持股 74.25%。整体看，创始人邱醒亚控股地位稳固，核心管理团队直接持股、利益深度绑定，治理结构稳定，有利于公司长期战略推进。

图3：公司股权架构（截至 2026 年中报）



数据来源：wind，东吴证券研究所

1.3. 公司营收稳健增长，盈利触底回升，研发投入持续加大

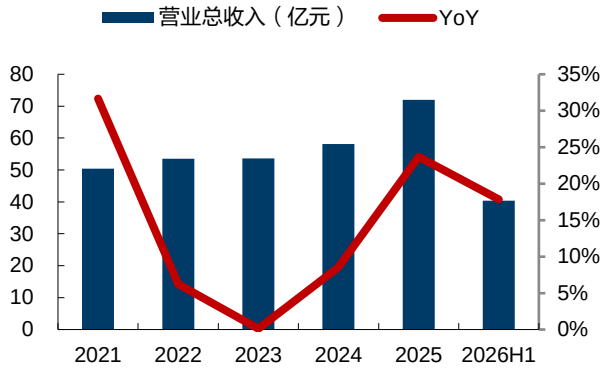
公司营收整体保持稳健增长，但归母净利润经历了阶段性深度调整、目前处于修复通道。收入端，2021—2025 年公司营业总收入由 50.4 亿元增至 71.9 亿元，年复合增长率约 9%，整体增速较为稳健；其中 2025 年同比增长 23.7%，增速明显加快，2026H1 实现营业总收入 40.4 亿元，同比增长 17.9%，增长态势延续。利润端，受 PCB 及 IC 载板行业需求波动、前期 IC 载板产能大幅扩张带来的折旧与固定成本压力，叠加珠海基地

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

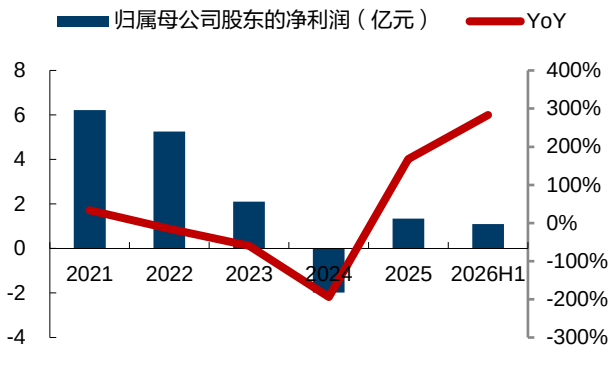
新产能爬坡影响，2022—2024 年公司归母净利润由 5.3 亿元逐年回落，并于 2024 年出现 1.98 亿元亏损。随着产能利用率回升、高端产品放量，2025 年公司扭亏为盈，归母净利润为 1.35 亿元；2026H1 归母净利润 1.11 亿元，同比增长 283.3%。

图4：公司营收及增速情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：公司归母净利润及增速情况（2021-2026H1）



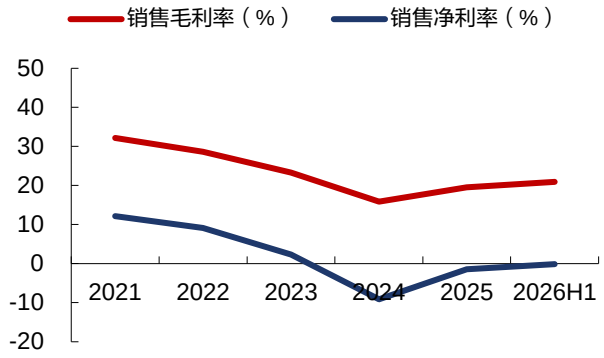
数据来源：Wind，东吴证券研究所

从收入结构看，PCB 印制电路板、IC 载板为公司两大核心业务。2026H1 营收占比分别约 62%、30%，合计超过九成。其中，IC 载板是重点培育的第二增长曲线，占比由 2023 年的约 15%快速提升至 2026H1 的约 30%，相关收入两年内实现翻倍，收入结构持续向高附加值的载板倾斜；从盈利能力看，受扩产期产能利用率不足及行业价格竞争影响，公司销售毛利率由 2021 年的 32%持续回落至 2024 年的 16%，为近年低点；2025 年以来随产能爬坡与结构改善触底回升，2025 年、2026H1 毛利率分别为 19.6%、21.0%。销售净利率波动显著大于毛利率，2024 年随毛利率下行及资产减值等因素降至-9.1%，2025 年回升至-1.4%，2026H1 为-0.1%、已接近盈亏平衡。需要说明的是，2026H1 公司归母净利润为 1.11 亿元、归母口径已实现盈利，销售净利率为负，主要因珠海 IC 载板子公司仍处爬坡期、其亏损中归属于少数股东的部分较大，整体盈利修复趋势明确。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

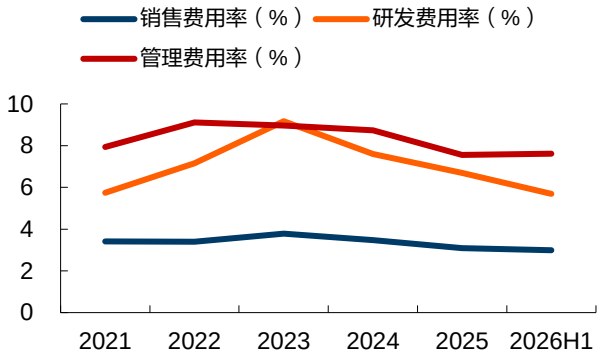
下载日志已记录，仅供内部参考

图6：公司收入结构（2023-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

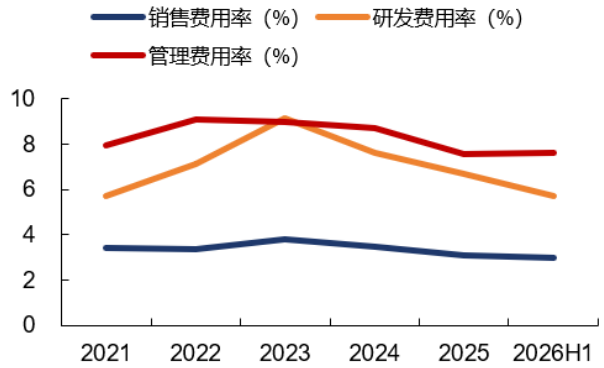
图7：公司销售毛利率及销售净利率（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

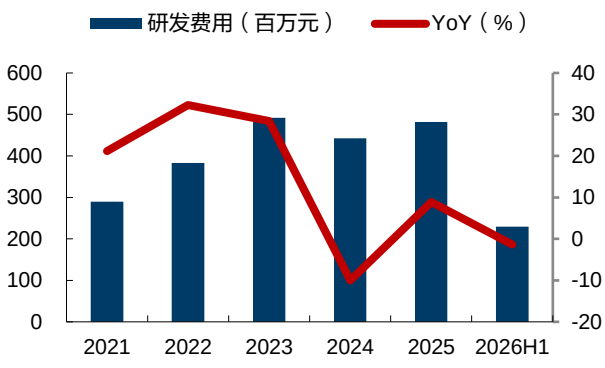
公司费用管控整体稳健，销售费用率长期维持在 3%左右，并小幅下行至 2026H1 的约 3.0%；管理费用率在 2022 年阶段性升至 9.1%后逐年回落，2025 年以来稳定在 7.6%左右，内部管理效率持续优化。研发端保持战略性高强度投入，研发费用由 2021 年的 2.89 亿元增至 2023 年的 4.92 亿元，2024 年虽小幅回落、2025 年即回升至 4.81 亿元，2021—2025 年年复合增长率约 14%；研发费用率在 2023 年一度达到 9.2%，近两年随营收快速增长有所摊薄，2026H1 为 5.7%，但研发投入绝对规模仍维持高位。整体看，公司在盈利承压期仍坚持向 IC 载板、高阶 PCB 等高端方向投入研发，兼顾短期费用控制与长期技术积累，为产品结构升级与盈利持续修复奠定坚实基础。

图8：公司三费费率情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：公司研发费用及增速情况（2021-2026H1）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. PCB 为“电子产品之母”，AI 重塑产业增长逻辑

2.1. 2025 年 PCB 市场强势反弹，2030 年迈向千亿美元

印制电路板（PCB）是在通用基材上按预定设计形成点间连接及印制元件的电路板，主要为电路中各类元器件提供机械支撑、电气连接与绝缘，并标注元器件以便装配检修。PCB 几乎应用于所有电子设备，是电子元器件的支撑体与关键互连件，有“电子产品之

下载日志已记录，仅供内部参考

母”之称，也是全球电子元件细分产业中产值占比最大的产业，其制造水平在一定程度上反映了一个国家或地区电子信息产业的发展速度与技术水准。

从产业链看，PCB 上游为覆铜板（CCL）、半固化片、铜箔、干膜、金盐、油墨、铜球等原材料，其价格受铜、黄金、石油等大宗商品价格影响较大；中游为 PCB 制造；下游广泛覆盖通信设备、消费电子、服务器、工业控制、汽车电子、医疗电子、半导体等领域。在工艺路线上，行业主要包括 Tenting 减成法、mSAP 改良半加成法和 SAP 半加成法三类，工艺由传统减成法向 mSAP、SAP 等先进制程升级，以匹配高层数、细线路、高密度的产品需求。

图10：PCB 产业链



数据来源：公司公告整理，东吴证券研究所

AI 浪潮下，PCB 产业整体向高性能、高层数、高精密度、高可靠性方向升级，产品结构分化明显，高端品类增速显著领先。根据 Prismark 数据，预计 2025-2030 年全球 PCB 行业市场规模将由 851.52 亿美元增至 1233.48 亿美元，年复合增长率约 7.7%；其中，18 层及以上板产值将由 49.28 亿美元增至 131.59 亿美元，复合增长率高达 21.7%（2025 年同比增速更达 72.8%）；载板将由 148.91 亿美元增至 249.86 亿美元，复合增长率 10.9%；HDI 板将由 157.69 亿美元增至 244.90 亿美元，复合增长率 9.2%。相比之下，纸基板/单双面板、4—6 层板、柔性板等传统品类复合增速仅 2.8%—3.8%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

图11：2025-2030 年 PCB 行业产品结构表现（单位：亿美元）

产品品类	2025 年产值	2025 年同比	2030 年产值	2025-2030 CAGR
纸基板/单双面板	84.40	6.2%	97.09	2.8%
4-6 层板	165.56	6.2%	194.93	3.3%
8-16 层板	116.65	22.1%	159.85	6.5%
18 层及以上	49.28	72.8%	131.59	21.7%
HDI 板	157.69	26.0%	244.90	9.2%
封装基板	148.91	18.2%	249.86	10.9%
柔性板	129.03	3.2%	155.27	3.8%
合计	**851.52**	**15.8%**	**1,233.48**	**7.7%**

数据来源：Prismark，东吴证券研究所

从区域看，全球 PCB 产业呈现“中国领跑、东南亚追赶”的格局。中国作为全球最大 PCB 市场，2025 年产值达 489.69 亿美元、同比增长 19.2%，全球份额达 57.51%，预计 2030 年将达 685.35 亿美元。亚洲（除中日外）凭借政策与劳动力成本优势成为承接产能转移的主阵地，2025 年产值 240.24 亿美元、同比增长 11.8%，预计 2030 年达 382.57 亿美元、复合增长率 9.8%。日本市场受益于载板全面回暖，2025 年产值 64.99 亿美元、同比增长 11.3%；欧洲市场受益于汽车电子、医疗电子和工业控制回暖，2025 年产值 18.64 亿美元、同比增长 13.8%。

图12：2025-2030 年 PCB 行业区域市场表现（单位：百万美元）

区域市场表现	2025 年		2030 年	2025-2030 年复合增长率 E
	产值（百万美元）	同比	产值 E（百万美元）	
美洲	3,796	7.5%	4,781	4.7%
欧洲	1,864	13.8%	2,307	4.4%
日本	6,499	11.3%	9,468	7.8%
中国	48,969	19.2%	68,535	7.0%
亚洲（除中日外）	24,024	11.8%	38,257	9.8%
合计	**85,152**	**15.8%**	**123,348**	**7.7%**

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 先进封装&光模块双轮驱动，IC 载板市场快速增长

IC 载板位于芯片与常规 PCB 之间，承担电气连接，并为芯片提供保护、支撑、散热及标准化安装尺寸，在多引脚化、缩小封装面积、改善电性能与散热性、实现高密度布线方面优势突出。随着芯片制程逼近物理极限、摩尔定律放缓，先进封装成为延续芯片性能提升的关键路径，2.5D/3D 异构集成快速发展，载板作为先进封装的核心材料，重要性持续提升，已成为电子电路行业增长最快的品类之一。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

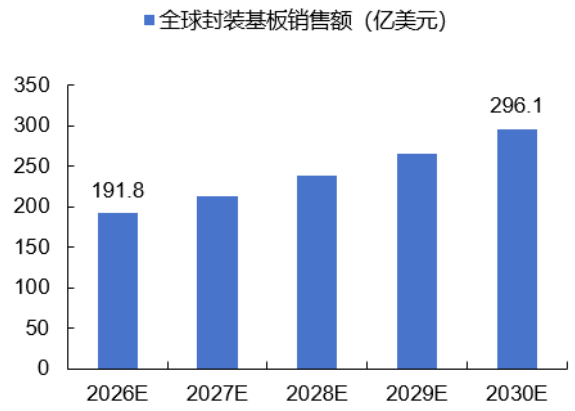
下载日志已记录，仅供内部参考

按照材料与应用，IC 载板可分为 BT 基板与 ABF 基板。BT 基板以 BT 树脂为基材，多用于存储、射频及引脚数相对较少的封装；ABF 基板适用于 CPU、GPU、ASIC 等高引脚数、高性能计算芯片。2025 年以来 BT 载板表现较好，ABF 载板随高性能计算需求逐步回暖，两类基板共同支撑载板板块的高景气。

市场规模方面，根据 Prismark 预测，受益于高性能计算（HPC）需求及先进封装对基板层数、线路精度的升级，2026 年全球载板销售额约 191.80 亿美元，同比增长 28.8%，2030 年将达 296.10 亿美元。其中，用于服务器、存储的超高密度基板是主要增长动力，市场规模将从 2024 年的 22.35 亿美元增长至 2029 年的 79.10 亿美元，复合增长率达 28.8%。

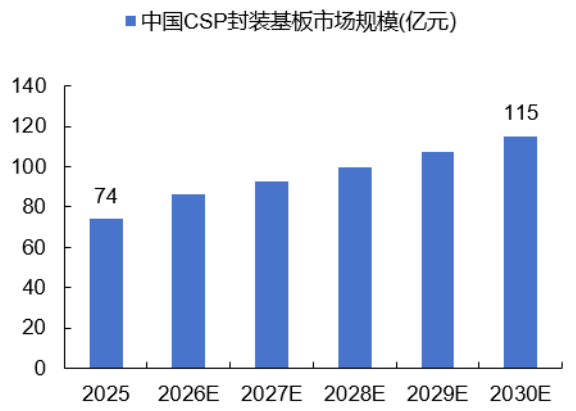
CSP 载板方面，据弗若斯特沙利文数据，中国 CSP 载板市场规模由 2021 年的 64 亿元增长至 2025 年的 74 亿元，预计 2030 年增长至 115 亿元。CSP 基板广泛应用于存储芯片、射频芯片及汽车电子，产品结构持续向多层板、难度板等高附加值品类升级。

图13：全球载板销售额



数据来源：Prismark，东吴证券研究所

图14：中国 CSP 载板市场规模



数据来源：弗若斯特沙利文，东吴证券研究所

公司 CSP 基板聚焦存储、射频两大方向并向汽车市场拓展，受益于存储芯片行业复苏及主要客户份额提升，CSP 基板订单饱满、产能利用率处于较高水平。产能方面，公司 CSP 基板总产能约 5 万平方米/月，珠海兴科于 2025 年新增约 1.5 万平方米/月产能并较快爬坡，公司已启动新一轮扩产，以匹配持续增长的订单需求。

需求节奏上，存储芯片行业经历前期去库存后于 2025 年进入复苏，稼动率回升带动存储用 CSP 基板需求；射频前端模组化、集成化提升射频基板复杂度，汽车电子则带来增量市场。公司作为主要存储客户的基板供应商，受益于客户份额提升与行业复苏，订单饱满、产能利用率高，并通过持续扩产巩固供应能力。

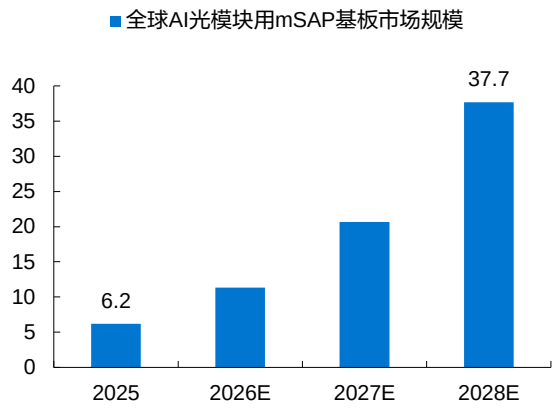
AI 光模块 mSAP 基板成为三年五倍的高弹性市场。AI 大模型训练与推理对带宽的指数级需求，推动高速光模块由 400G、800G 向 1.6T、3.2T 快速迭代，高端 PCB 板在

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

层数、线宽线距、损耗、互连密度和散热方面的要求大幅提升，超高密高阶 mSAP 基板成为刚需，并已从配套元器件转变为产业链关键瓶颈环节。根据公司 2026 年度向特定对象发行 A 股股票预案公告，2025—2028 年全球 AI 光模块用 mSAP 基板市场规模将从 6.2 亿美元增长至 37.7 亿美元，三年增长超过 5 倍，复合增速高达 83%。

图15：全球 AI 光模块用 mSAP 基板市场规模（亿美元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

产品节奏方面，800G 为当前过渡主力，1.6T 于 2026 年迎来大规模量产，1.6T 光模块用基板价值量较 800G 翻倍，是市场增量的主要组成部分。公司通过北京兴斐布局光模块产品板，1.6T 光模块产品板已进入量产爬坡阶段，并同步推进多家客户验证，规划扩充面向 AI 的高阶 HDI 产能，有望充分受益于光模块升级带来的基板需求爆发。

全球载板市场长期由中国台湾、韩国及日本厂商主导，CSP 基板主要供应商包括欣兴电子、景硕科技、信泰、三星电机、大德等，高端 FCBGA 基板则集中于日本 Ibiden、Shinko 及欣兴、南电等少数厂商。中国大陆目前仅深南电路、兴森科技等少数企业具备 CSP 载板量产能力，FCBGA 等高端品类国产化率更低。

公司是国内少数同时布局 CSP 与 FCBGA 载板的厂商。根据 CPCA 发布的 2025 中国电子电路行业排行榜，公司位列综合 PCB 百强第十七名、内资 PCB 百强第八名；根据 Prismark 公布的 2025 年第四季度全球 PCB 前四十大供应商，公司位列第二十七名。技术能力方面，公司工艺由 Tenting 升级至 mSAP、ETS 等先进制程，线路精度由 30μm/30μm 提升至量产 13μm/13μm、研发水平达 7μm/10μm；FCBGA 已具备 20 层及以下产品量产能力，最小线宽线距达 9/12μm，最大尺寸 120×120mm，低层板良率超 95%、高层板良率超 90%，客户认证与样品交付按计划推进。

前沿领域，公司亦进行了系统布局。玻璃基板方向，公司采用 TGV（玻璃通孔）主流工艺路线进行技术储备，已研制出样品；卫星通信 PCB 已完成技术储备并实现小批量量产；ATE 半导体测试板订单饱满。上述布局有助于公司在 AI 算力、先进封装、卫星互联网等高景气方向持续卡位，打开中长期成长空间。

载板国产化具备明确的政策支撑。2026 年 3 月全国人大表决通过的“十五五”规划

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

纲要提出，全链条推动集成电路等重点领域关键核心技术攻关取得决定性突破；2024 年广东省印发《加快推动光芯片产业创新发展行动方案（2024—2030 年）》，将高速光通信配套元器件、先进载板纳入重点攻关范畴。在国内客户难以从海外头部供应商获得充足高端产能、供应链自主可控成为国家战略的背景下，具备技术与成本优势的国产基板厂商迎来替代窗口期。

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 盈利预测

我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 102/134/168 亿元，增速分别为 42%/32%/26%，综合毛利率分别为 23%/29%/30%。分业务假设如下：

PCB 印制电路板业务：受益于 AI 算力基础设施、高速光模块及汽车电子等需求拉动，高多层板、高阶 HDI 与光模块板稳步放量、中小批量板经营效率持续改善，预计 2026-2028 年收入分别为 59/71/78 亿元，同比增长 20%/20%/10%。

半导体业务：受益于存储芯片行业复苏与主要存储客户份额提升，珠海兴科 CSP 基板产能持续扩张并启动新一轮扩产，FCBGA 客户认证推进、逐步量产，叠加先进封装国产替代加速，预计 2026-2028 年收入分别为 38/57/83 亿元，同比增长 100%/50%/45%。

其他业务：以固态硬盘及材料销售、租金等为主，随公司整体经营规模扩大同步增长，预计 2026-2028 年收入分别为 5/6/8 亿元，同比增长 26%/26%/24%。

图16：公司分业务预测（2023-2028E）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总营业收入（亿元）	54	58	72	102	134	168
YoY	0%	9%	24%	42%	32%	26%
毛利率	23%	16%	20%	23%	29%	30%
毛利（亿元）	12	9	14	23	38	50
营业成本（亿元）	41	49	58	78	96	118
PCB印制电路板						
占营收比	76%	74%	68%	58%	53%	46%
总营业收入（亿元）	41	43	49	59	71	78
YoY	1%	5%	14%	20%	20%	10%
半导体						
占营收比	20%	22%	27%	38%	43%	49%
总营业收入（亿元）	11	13	19	38	57	83
YoY	-5%	18%	49%	100%	50%	45%
其他主营业务						
占营收比	3%	4%	5%	5%	5%	5%
总营业收入（亿元）	2	2	4	5	6	8
YoY	5%	27%	67%	26%	26%	24%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2. 投资建议

我们选取宏和科技、深南电路、红板科技、迅捷兴、中富电路、科翔股份作为可比公司，上述公司均主营 PCB 及相关产业链业务。其中，宏和科技作为电子级玻纤布龙头，是 PCB 及载板的重要上游原材料环节，提供了产业链核心材料端的估值参照；深南电路在 IC 载板领域与公司直接对标，红板科技在 HDI 及高多层板领域与公司产品升级路径相近，迅捷兴、中富电路在样板/小批量及柔性制造模式上具备参照意义，科翔股份则在 PCB 综合制造与载板延伸上提供可比维度。我们计算可比公司 2026E/2027E/2028E 的平均 PE 分别为 90.2/44.3/29.1 倍；兴森科技同期 PE 分别为 112.3/40.9/27.9 倍。2026 年公司 PE 高于均值，主要系新产能爬坡导致利润基数偏低，但伴随载板业务放量，2027E 与 2028E 公司 PE 分别较可比均值折价约 7.67%和 4.12%。综合考虑公司 mSAP/载板放量带来的盈利高速增长，首次覆盖给予“买入”评级。

图17：可比公司估值表

代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE（倍）			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
603256.SH	宏和科技	859	2.0	10.5	20.4	33.0	425.4	81.9	42.0	26.0
002916.SZ	深南电路	1,937	32.8	58.7	87.4	118.6	59.1	33.0	22.2	16.3
603459.SH	红板科技	506	5.4	10.1	17.0	25.9	93.8	50.2	29.8	19.5
688655.SH	迅捷兴	75	-0.2	1.0	1.6	2.6	-333.8	72.3	46.5	28.3
300814.SZ	中富电路	193	0.3	1.4	3.4	5.4	663.4	142.8	56.1	36.1
300903.SZ	科翔股份	332	-2.5	2.1	4.8	6.9	-134.6	160.9	69.3	48.1
平均值								90.2	44.3	29.1
002436.SZ	兴森科技	583	1.3	5.2	14.3	20.9	432.4	112.3	40.9	27.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：宏和科技/深南电路/红板科技/迅捷兴/中富电路/科翔股份未覆盖，盈利预测取自 2026 年 10 月 22 日万得一致预期；各公司收盘价日期为 2026 年 10 月 22 日。

4. 风险提示

核心原材料短缺及涨价风险。公司 PCB 与 IC 载板的主要原材料为覆铜板、铜球及铜箔、半固化片、树脂以及 BT/ABF 基材等，材料成本占营业成本比重较高。2026 年行业景气度虽较好，但部分核心原材料存在阶段性短缺与涨价情形；若上游涨价无法及时、足额向下游传导，将推升生产成本，阶段性压缩综合毛利率与盈利空间。

FCBGA 等高端基板客户认证及产能爬坡不及预期风险。FCBGA 技术门槛高、客户认证周期长，公司广州目前具备 20 层及以下量产能力，最小线宽线距 9/12μm。但高端客户的认证导入、高层板良率提升与量产放量节奏均存在不确定性；若放量进度慢于预期，高固定成本与折旧摊销将持续拖累当期利润。

下游需求不及预期与产能集中释放、竞争加剧风险。PCB 及载板行业具有较强周期性，需求依赖 AI 算力、通信网络、消费电子、汽车电子等下游资本开支与终端景气。若 AI 及终端需求放缓，叠加内资厂商持续扩产、新增产能集中释放，可能引发价格竞争与行业内卷反复，导致公司订单、产能利用率及毛利率承压。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

汇率波动与海外经营风险。公司 Fineline 等海外平台以美元、欧元等多币种结算。若人民币汇率大幅波动，或地缘政治、贸易摩擦进一步升级，将对海外业务的盈利水平与交付稳定性造成不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

兴森科技三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**5,526**	**7,776**	**9,367**	**12,080**
货币资金及交易性金融资产	1,163	1,816	2,015	3,022
经营性应收款项	2,728	4,021	5,135	6,475
存货	982	1,223	1,491	1,842
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	652	716	725	740
非流动资产	**9,556**	**10,113**	**10,270**	**10,328**
长期股权投资	342	350	358	366
固定资产及使用权资产	6,103	6,375	6,542	6,610
在建工程	946	926	908	891
无形资产	288	281	274	265
商誉	397	397	397	397
长期待摊费用	31	39	47	55
其他非流动资产	1,448	1,744	1,744	1,744
资产总计	**15,082**	**17,889**	**19,637**	**22,408**
流动负债	**4,116**	**6,412**	**7,041**	**8,196**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,556	2,035	2,135	2,235
经营性应付款项	1,965	3,043	3,475	4,281
合同负债	52	74	100	123
其他流动负债	543	1,260	1,331	1,557
非流动负债	**5,222**	**5,412**	**5,467**	**5,522**
长期借款	3,657	3,707	3,757	3,807
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	17	22	27	32
其他非流动负债	1,548	1,683	1,683	1,683
负债合计	**9,338**	**11,824**	**12,508**	**13,718**
归属母公司股东权益	5,348	5,605	6,493	7,796
少数股东权益	395	459	636	894
所有者权益合计	**5,744**	**6,065**	**7,129**	**8,690**
负债和股东权益	**15,082**	**17,889**	**19,637**	**22,408**

利润表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	**7,195**	**10,185**	**13,397**	**16,827**
营业成本(含金融类)	5,787	7,842	9,579	11,779
税金及附加	62	102	134	168
销售费用	222	255	308	353
管理费用	544	713	871	1,094
研发费用	481	662	831	993
财务费用	180	111	105	105
加:其他收益	23	137	181	227
投资净收益	42	51	67	84
公允价值变动	(50)	0	0	0
减值损失	(14)	(39)	(35)	(30)
资产处置收益	0	10	13	17
营业利润	**(82)**	**660**	**1,797**	**2,633**
营业外净收支	(5)	(8)	(7)	(7)
利润总额	**(87)**	**652**	**1,789**	**2,626**
减:所得税	17	68	188	276
净利润	**(104)**	**584**	**1,602**	**2,351**
减:少数股东损益	(239)	64	176	259
归属母公司净利润	**135**	**519**	**1,425**	**2,092**
每股收益-最新股本摊薄(元)	0.08	0.31	0.84	1.23
EBIT	109	763	1,894	2,732
EBITDA	808	1,617	2,852	3,789
毛利率(%)	19.57	23.00	28.50	30.00
归母净利率(%)	1.88	5.10	10.64	12.43
收入增长率(%)	23.68	41.56	31.54	25.61
归母净利润增长率(%)	168.05	284.93	174.41	46.77

现金流量表（百万元）	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	(63)	1,805	1,751	2,793
投资活动现金流	(746)	(1,375)	(1,042)	(1,021)
筹资活动现金流	1,028	240	(510)	(765)
现金净增加额	252	653	199	1,007
折旧和摊销	699	854	958	1,057
资本开支	(848)	(1,069)	(1,066)	(1,062)
营运资本变动	(737)	222	(897)	(681)

重要财务与估值指标	2025A	2026E	2027E	2028E
每股净资产(元)	3.15	3.30	3.82	4.59
最新发行在外股份（百万股）	1,700	1,700	1,700	1,700
ROIC(%)	1.26	5.99	13.63	17.58
ROE-摊薄(%)	2.52	9.27	21.95	26.84
资产负债率(%)	61.92	66.10	63.70	61.22
P/E（现价&最新股本摊薄）	432.39	112.33	40.94	27.89
P/B（现价）	10.91	10.41	8.99	7.48

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下载日志已记录，仅供内部参考

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

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