

2026 年 05 月 22 日

证券研究报告|公司研究|军工公司点评

兴森科技（002436）

2025 年年报及 2026 年一季报点评：行业复苏带动

公司业绩大幅增长，盈利能力扭亏为盈

投资评级

买入

维持

2026 年 05 月 21 日

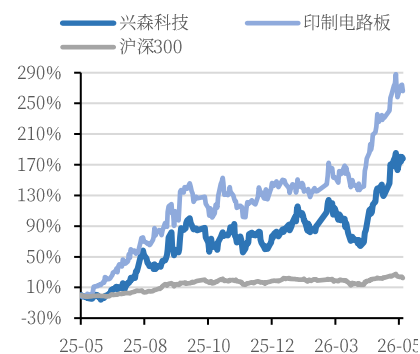
收盘价(元):

33.29

公司基本数据

总股本(百万股)	1,699.67
总市值(百万)	56,582.13
流通股本(百万股)	1,517.93
流通市值(百万)	50,531.90
12 月最高/最低价(元)	36.41/11.25
资产负债率(%)	63.85
每股净资产(元)	3.14
市盈率(TTM)	392.06
市净率(PB)	10.60
净资产收益率(%)	0.35

股价走势图



◆ 事件：公司 4 月 25 日公告，2025 年实现营收（71.95 亿元，+23.68%），归母净利润（1.35 亿元，+168.06%），毛利率（19.57%，+3.70pcts），净利率（-1.45%，+7.68pcts）。2026Q1 实现营收（18.18 亿元，+15.10%），归母净利润（0.19 亿元，+100.00%），毛利率（19.17%，+1.98pcts），净利率（-2.52%，-0.19pcts）。

◆ 坚守先进电子电路解决方案，逐步推进数字化转型

公司聚焦于“先进电子电路”和“数字化制造”两大战略方向，通过“先进电子电路方案”匹配客户的产品开发需求，再以“数字化制造”打造可靠量产能力和具备竞争力的质量、交付和成本保障。

公司具备覆盖先进电子电路全类别产品的技术能力，产品广泛应用于通信设备、消费电子、工业控制、医疗电子、服务器、轨道交通、计算机应用、半导体等领域。其中，传统 PCB 业务聚焦于样板快件及批量板的研发、设计、生产、销售和表面贴装；高阶 PCB 领域，在坚守高端智能手机主赛道的基础上，全力拓展高端光模块、毫米波通信及 AI 硬件市场。半导体业务聚焦于 IC 封装基板（含 CSP 封装基板和 FCBGA 封装基板）和半导体测试板领域，立足于芯片封装测试环节的关键材料自主配套。

◆ 行业复苏带动业绩大幅增长，归母净利润扭亏为盈

公司 2025 年营业收入（71.95 亿元，+23.68%）大幅增长，归母净利润（1.35 亿元，+168.06%）扭亏为盈，主要受益于行业复苏，公司经营效率有所提升。毛利率（19.57%，+3.70pcts）和净利率（-1.45%，+7.68pcts）均有所增长。从公司业务板块来看：

1. PCB 业务平稳发展：2025 年实现收入（48.97 亿元，+13.89%），毛利率（25.26%，-1.70pcts），收入保持增长，盈利水平有所下降，其中子公司宜兴硅谷（收入 7.84 亿元，+27.24%；净利润-0.99 亿元，+25.01%）亏损有所收窄，主要系管理改善措施逐步体现成效，第四季度已接近盈亏平衡，预期 2026 年有望实现盈利；Fineline（收入 16.66 亿元，+15.70%；

作者

梁晨 分析师
SAC 执业证书：S0640519080001
联系电话：010-59562536
邮箱：liangc@avicsec.com

王绮文 分析师
SAC 执业证书：S0640524010001
联系电话：
邮箱：wangqw@avicsec.com

张超 分析师
SAC 执业证书：S0640519070001
联系电话：010-59219568

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

净利润 1.56 亿元, -1.38%) 利润小幅下降, 主要系汇兑损失叠加受地缘政治影响运输成本增加所致; 北京兴斐 (收入 9.37 亿元, +8.83%; 净利润 1.29 亿元, -5.42%) 利润有所下降, 主要受所得税费用增加影响。

2. 半导体业务聚焦技术提升和市场拓展: 2025 年实现营收 (19.10 亿元, +48.62%), 毛利率 (-9.28%, +23.88pcts)。其中, IC 封装基板业务收入 (收入 16.70 亿元, +49.71%) 大幅增长, 主要系 CSP 封装基板业务受益于存储芯片行业复苏和主要存储客户的份额提升, 产能利用率逐季提升, 整体收入实现较快增长, 而毛利率 (-16.06%, +27.80pcts) 为负主要系 FCBGA 封装基板项目尚未实现大批量生产, 人工、折旧、能源和材料等费用投入较大所影响; 半导体测试板业务收入 (2.39 亿元, +41.45%) 增长较快, 主要系受益于半导体行业景气度提升, 订单需求增加及公司优化产品结构, 高层板比例增加。

2026 年一季度收入 (18.18 亿元, +15.10%) 保持增长, 归母净利润 (0.19 亿元, +100.00%) 快速提高, 毛利率 (19.17%, +1.98pcts), 净利率 (-2.52%, -0.19pcts)。

◆ 注重研发, 拥有领先的研发创新能力和强大的研发设计能力

公司 2025 年三费费用率 (13.15%, -1.23pcts) 小幅下降, 其中管理费用率 (7.56%, -1.18pcts) 及销售费用率 (3.09%, -0.38pcts) 略有下降, 财务费用率 (2.51%, +0.33pcts) 小幅波动, 主要系汇兑损失增加以及利息收入减少所致。

公司高度重视新产品、新技术、新工艺的研发, 2025 年研发费用 (4.81 亿元, +8.86%) 有所提高, 研发费用率 (6.69%, -0.91pcts) 小幅波动。此外, 公司集中优势资源承接战略客户的项目开发需求, 成功攻克多项关键技术难点, 建立并持续精进行业前沿新产品对应的工艺能力, 与客户协同完成设计、产品的迭代升级。

◆ 需求回暖, 公司库存储备良好

从资产负债端来看, 公司 2025 年存货 (9.82 亿元, +27.43%) 大幅增加, 其中原材料 (3.51 亿元, +23.03%)、在产品 (1.49 亿元, +25.59%)、库存商品 (3.65 亿元, +23.67%) 以及发出商品 (1.18 亿元, +63.30%) 均有所增长, 我们认为需求回暖, 公司备货充足, 同时发出商品的确认将为未来业绩贡献增量。

从现金流方面看, 公司 2025 年经营活动产生的现金流量净额 (-0.63 亿元, -116.07%) 下降, 主要系公司购买商品、接受劳务支付的款项增加

邮箱: zhangchao@avicsec.com

相关研究报告

兴森科技 (002436) 2022 年年报点评: 业绩短期承压, 扩产扩能打开成长空间 —2023-04-06

及收到的税费返还减少等因素所致；筹资活动产生的现金流量净额（10.28 亿元，+259.84%）大幅增加，主要系偿还借款支付的现金减少所致。

◆ AI 产业作为主要驱动力带动 PCB 行业复苏

印制电路板（PCB）是承载电子元器件、实现电路连通与电能传输的核心载体，其核心功能是为电子元器件提供机械支撑与电气连接，并承担数字/模拟信号传输、电源供给以及射频/微波信号发射与接收等关键任务，直接影响整机的性能、稳定性与可靠性，几乎所有电子设备均需配备 PCB，是电子产品中不可或缺的关键互联件，被称为“电子产品之母”。中国作为全球最大的 PCB 市场，2025 年市场规模达 489.69 亿美元、同比增长 19.2%，全球份额占比达 57.51%。

受益于人工智能、高速网络、卫星通信、大数据、云计算、AI 等行业的快速发展，对数据处理速度、信号传输质量以及系统集成度提出了更高要求，推动 PCB 行业向高性能、高层数、高精密度、高可靠性等方向持续精进。其中，AI 基础设施建设作为驱动 PCB 行业未来增长最强劲、最快速、最确定的核心引擎，直接带动高端 PCB 产品需求呈现指数级增长，同时也驱动行业技术快速升级迭代，产品的复杂度、结构、性能和应用材料以数倍于过往的速度刷新。

◆ 投资建议

1、公司业绩稳定增长，盈利能力扭亏为盈，利润层面主要受广州兴森 FCBGA 封装基板业务和宜兴硅谷高多层 PCB 业务的拖累，其中，FCBGA 封装基板业务处于产能爬坡阶段，但 2025 年样品订单数量实现大幅增长，公司在拓展国内客户的基础上，持续攻坚海外客户，争取审厂、打样和量产机会；高多层 PCB 业务因产品结构不佳导致亏损，但各季度亏损持续收窄，2026 年有望盈利。综合来看，我们认为卫星通信、人工智能、AI 等行业的发展将带动公司业务需求的提升，同时，随着 FCBGA 封装基板业务和高多层 PCB 业务逐步修复，公司整体盈利能力有望稳步提升；

2、公司持续推进数字化转型升级，打造具备高可靠性质量、快速交付和成本竞争力的稳定量产能力，有助于带动公司经营效率的提高。

我们预计公司 2026-2028 年的营业收入分别为 86.51 亿元、105.14 亿元、128.92 亿元，归母净利润分别为 3.96 亿元、6.69 亿元、10.78 亿元，EPS 分别为 0.23 元、0.39 元、0.63 元，维持“买入”评级，根据 2026 年 4 月 29 日收盘价 27.46 元，对应 2026-2028 年 PE 分别为 119 倍、70 倍、44 倍。

◆ 风险提示

宏观经济波动、PCB 行业竞争加剧、原材料成本提升等。

本报告内容精选自同名研报《兴森科技(002436)2025 年年报及 2026 年一季报点评：行业复苏带动公司业绩大幅增长，盈利能力扭亏为盈》(2026 年 5 月 22 日发布)，如您需要报告全文，可联系研究所销售团队：

陈艺丹 18611188969, chenyd@avicsec.com

李裕淇 18674857775, liyuq@avicsec.com

李友琳 18665808487, liyoul@avicsec.com

李若熙 17611619787, lirx@avicsec.com

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券军工团队: 资本市场大型军工行业研究团队, 依托于中国航空工业集团强大的军工央企股东优势, 以军工品质从事军工研究, 以军工研究服务军工行业, 力争前瞻、深度、系统、全面, 覆盖军工行业各个领域, 服务一二级资本市场, 同军工行业的监管机构、产业方、资本方等皆形成良好互动和深度合作。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

李若熙, 17611619787, lirx@avicsec.com, S0640123060013

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。本报告仅供中航证券客户使用, 未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人或其他渠道。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任并有权追究转载方的法律责任, 包括但不限于立即停止未经授权的转载行为, 通过公开声明或其他方式消除因侵权行为造成的不良影响、要求承担赔偿责任等。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637