



TK Capital Group
德肯資產管理股份有限公司

德肯投資研究報告

興森科技（002436）深度分析

2026 年 7 月 7 日

TK Capital Group

德肯資產管理股份有限公司

摘要

截至 2026 年 7 月 7 日，興森科技（002436）已確立其作為中國內地唯一具備 ABF（FCBGA）與 BT（CSP）封裝基板雙路線量產能力企業的戰略地位，其 2026-2028 年的發展路徑高度聚焦於高階 IC 載板業務的產能釋放與盈利兌現。公司憑藉其技術稀缺性，已成功切入英偉達、AMD、華為海思等全球頂級 AI 芯片供應鏈，深度受益於 AI 算力需求爆發與國產替代的歷史性機遇。未來三年，隨著廣州 FCBGA 專案（規劃月產能超 20 萬片）的產能爬坡與良率提升（高層板良率超 85%），公司業績有望實現非線性增長，市場共識預測其歸母淨利潤將從 2025 年的 1.35 億元大幅增長至 2028 年的約 11 億元。儘管公司在全球市場份額、高層板良率及核心 ABF 材料進口依賴上仍存挑戰，但其在中國半導體產業鏈中的破局者角色已清晰明確，正處在從技術突破到規模化盈利的關鍵轉折點。

目錄

1. 興森科技：三十年發展歷程與戰略轉型關鍵節點.....	5
1.1 初創與 PCB 樣板業務奠基期（1993-2011）	5
1.2 戰略延伸：進軍 IC 載板與半導體測試板（2012-2021）	5
1.3 攻堅高階：佈局 FCBGA 封裝基板與全球化整合（2022 至今）	6
2. 股權結構、公司治理與主要股東分析.....	7
2.1 控股股東與實際控制人.....	7
2.2 前十大股東構成與性質分析.....	7
2.3 機構投資者持股動態觀察.....	8
3. 業務構成、財務表現與盈利能力剖析.....	9
3.1 整體財務績效趨勢（2023-2026 年第一季度）	9
3.2 主營業務收入構成與毛利率分析.....	9
3.3 主要子公司經營狀況與貢獻.....	10
4. IC 載板業務的技術護城河與核心競爭力.....	12
4.1 技術路線與核心工藝能力.....	12
4.2 客戶認證與市場應用領域.....	13
4.3 研發體系與創新能力建設.....	13
5. 市場地位與競爭格局：興森科技的優劣勢對比.....	15
5. 市場地位與競爭格局：興森科技的優劣勢對比.....	15
6. 先進封裝技術趨勢的影響與公司戰略應對.....	19
6.1 Chiplet 與 2.5D/3D 封裝對 IC 載板的技術挑戰.....	19
6.2 興森科技的技術前瞻佈局與產品開發.....	19
7. 中國 IC 載板產業背景下的戰略機遇.....	21
7. 中國 IC 載板產業背景下的戰略機遇.....	21
7.1 中國 IC 載板市場規模與增長動力.....	22
7.2 “國產替代”與 AI/HPC 需求的雙輪驅動.....	23
7.3 興森科技的市場份額提升路徑分析.....	24
8. 2026-2028 年發展推演：戰略、產能與財務展望.....	25
8.1 產能擴張計劃與實施進度.....	25
8.2 未來三年財務指標預測與業績驅動因素.....	25
8.3 潛在風險識別與應對策略.....	26
9. 核心觀點總結與未來展望.....	27
9.1 核心定位：國產高階 IC 載板的破局者與引領者.....	27
9.2 當前挑戰：盈利拐點前的規模與效率瓶頸.....	27
9.3 未來展望：2026-2028 年業績非線性增長的確定性路徑.....	27
9.4 風險提示與核心觀點.....	28

1. 興森科技：三十年發展歷程與戰略轉型關鍵節點

興森科技的三十年發展史，是一部典型的中國電子產業鏈企業從“配套加工”向“核心技術”攻堅的階梯式進化史。

1.1 初創與 PCB 樣板業務奠基期（1993-2011）

公司的成長始於 PCB 樣板業務，這一時期的核心戰略是快速響應客戶研發需求，構建了以“快”為核心的商業模式護城河，為後續向資本密集和技術密集的半導體領域延伸提供了穩定的現金流和客戶基礎。

- **1993-2005：創業與模式確立：**公司前身“廣州快捷線路板”於 1993 年成立，其名稱中的“快捷”精準定義了早期業務模式——專注於 PCB 樣板及小批次板，透過快速交貨服務滿足客戶在產品研發階段的打樣需求。2005 年，公司完成股份制改造，正式更名為深圳市興森快捷電路科技股份有限公司，為資本市場佈局鋪平道路。
- **2006-2010：產能擴張與上市：**2006 年，公司在廣州科學城投資成立廣州興森快捷，標誌著產能進入規模化擴張階段。2009 年，佔地面積 8 萬平方米的科學城基地正式投產，成為公司 PCB 樣板業務的核心支柱。2010 年，公司在深圳證券交易所成功上市（股票程式碼：002436），獲得了獨立發展的融資平臺，開啟了業務發展的新篇章。
- **業務定位：**在此階段，公司深耕 PCB 樣板領域，逐步成為行業領軍企業，服務網絡覆蓋海內外，建立了超過四千家客戶的深厚資源池。這一時期的積累，不僅鍛造了精細化的生產管理能力，也使其深刻理解了下游電子行業的技術迭代邏輯。

1.2 戰略延伸：進軍 IC 載板與半導體測試板（2012-2021）

上市後，公司啟動第一次重大戰略轉型，從相對成熟的 PCB 業務向技術壁壘更高、附加值更大的半導體產業鏈上游延伸，透過“內生研發+外延併購”雙輪驅動，初步構建了半導體業務版圖。

- **內生髮展：攻堅 IC 載板：**2012 年，公司正式啟動 IC 封裝基板建設專案，瞄準芯片封裝環節的關鍵材料。此舉標誌著公司業務從“電子之母”PCB 向“芯片載體”IC 載板升級，進入了一個由海外廠商高度壟斷的新領域。同年，江蘇宜興基地投產，進一步強化了公司在 PCB 領域的中小批次生產能力，為半導體業務提供了後方支援。
- **外延併購：切入半導體測試：**2015 年，公司透過香港子公司收購美國 Xcerra 集團的半導體測試板相關資產及業務，成功切入半導體測試領域。半導體測試板（ATE Board）是晶圓和芯片測試環節的關鍵耗材，技術門檻高，客戶認證嚴格。此次收購不僅為公司帶來了成熟的業務和客戶，更使其快速掌握了高厚徑比、高層 ATE 板的製造工藝，完成了在半導體價值鏈上的關鍵卡位。
- **技術突破與客戶認證：**經過數年技術攻關，公司的 CSP（芯片級封裝）載板業務在 2018 年實現滿產，併成功透過三星電子的認證。這標誌著公司的 IC 載板產品獲得了國際一流客戶的認可，為後續的業務拓展奠定了堅實基礎。

1.3 攻堅高階：佈局 FCBGA 封裝基板與全球化整合（2022 至今）

面對 AI 算力時代和國產替代的歷史性機遇，公司再次進行戰略聚焦，將資源向技術壁壘最高的 FCBGA（ABF）封裝基板傾斜，並透過收購整合全球優質資產，加速追趕國際領先水平。

- **高階產能建設：**2020 年，公司與國家積體電路產業投資基金（“大基金”）合資的珠海興科半導體封裝基板專案啟動，彰顯了其在該領域的戰略重要性。2022 年，

廣州興森半導體 FCBGA 封裝基板專案正式動工，旨在構建大規模量產能力，主攻 AI/HPC 等高階應用市場。

- **全球化資產整合：**
 - **補強高階 HDI/類載板：**2022 年，公司啟動收購北京揖斐電（後更名為北京興斐電）100% 股權的專案，並於 2023 年完成交割。揖斐電是全球頂尖的 PCB 製造商，此次收購使興森科技獲得了成熟的 Anylayer HDI 和類載板（SLP）工藝、裝置及高階客戶資源，顯著增強了其在高階 PCB 領域，特別是智慧手機市場的競爭力。
 - **完善海外佈局：**公司透過多次增資，逐步實現對以色列公司 Fineline 的 100% 控股，強化了其全球供應鏈佈局與服務能力。
- **當前戰略重心：**截至 2026 年，公司的核心任務是推動廣州 FCBGA 專案的產能爬坡與客戶認證，儘快實現大規模量產和盈利。同時，珠海興科的新一輪擴產計劃也已啟動，旨在抓住儲存市場復甦帶來的 CSP 載板需求增長。公司的戰略目標清晰，即成為國內唯一具備 ABF（FCBGA）+ BT（CSP）雙路線量產能力的 IC 載板龍頭企業，在國產替代浪潮中佔據核心地位。

這一系列戰略舉措，清晰地勾勒出興森科技從一家區域性 PCB 樣板廠，逐步演變為在全球半導體產業鏈中扮演關鍵角色的國家級高新技術企業的完整路徑。其發展歷程的每一個節點，都精準地踩在了中國電子資訊產業升級的關鍵節奏上。

2. 股權結構、公司治理與主要股東分析

興森科技的股權結構呈現創始人控股、管理層持股與境內外機構投資者多元化並存的穩定格局，為公司在半導體領域的長期高投入戰略提供了堅實的治理基礎。

2.1 控股股東與實際控制人

公司創始人邱醒亞作為控股股東，長期主導公司戰略方向，確保了管理層在半導體業務高投入期的戰略定力。截至 2026 年第一季度，邱醒亞直接持有公司 13.79% 的股份，共計 234,462,652 股。其中，約 1.76 億股為限售流通股，其個人持股狀態穩定，且質押股份數量為 4590 萬股，佔其總持股比例約 19.6%，處於可控範圍。作為公司的創始人與核心決策者，其持股的穩定性為興森科技從 PCB 樣板向高階 IC 載板業務的戰略轉型提供了持續的領導力與決策連貫性。

2.2 前十大股東構成與性質分析

公司的股東結構均衡，兼具穩定性與市場流動性，核心管理層與財務投資者共同支援公司發展。截至 2026 年 4 月 24 日，前十大股東清晰地劃分為三大陣營，形成了穩固的利益共同體。

股東構成三大陣營

- **創始與管理團隊：**除邱醒亞外，晉寧（持股 3.94%）、葉漢斌（持股 3.62%）、張麗冰（持股 2.36%）等核心管理層成員亦位列前十大股東，其合計持股比例與邱醒亞相當，形成了利益高度一致的核心決策層。
- **境外機構投資者：**以香港中央結算有限公司（持股 4.01%）為代表，彙集了透過深港通投資的內地資金及部分國際資本。同時，摩根士丹利（0.56%）、UBS AG（0.51%）和高盛國際（0.39%）等頂級國際投行直接持股，反映了國際資本市場對公司價值的認可。
- **境內機構投資者：**以中證 500ETF（0.64%）為代表的指數基金提供了穩定的市場基礎，而人壽保險等險資的週期性出現則表明公司被部分長線資金所關注。

下表詳細列出了 2026 年 4 月 24 日的主要股東構成及其變動情況，揭示了股東結構的動態變化。

表 2-1：興森科技主要股東持股結構（截至 2026 年 4 月 24 日）

股東名稱	持股比例 (%)	持股數量 (股)	股東性質	變動情況
邱醒亞	13.79	234,462,652	境內自然人	穩定
香港中央結算有限公司	4.01	68,115,664	境外法人	↑ 較 Q1 末大幅增持
晉寧	3.94	66,902,828	境內自然人	穩定
葉漢斌	3.62	61,476,996	境內自然人	↓ 小幅減持
張麗冰	2.36	40,105,200	境內自然人	↓ 小幅減持
金宇星	1.14	19,433,561	境內自然人	↑ 小幅增持
中證 500ETF	0.64	10,876,810	其他	較 Q1 末減持
摩根士丹利	0.56	9,555,304	境外法人	新進
UBS AG	0.51	8,705,444	境外法人	新進
高盛國際	0.39	6,677,196	境外法人	新進

資料來源：公司公告及財報

2.3 機構投資者持股動態觀察

機構投資者的持股變化清晰地反映了市場對公司業績拐點和半導體業務前景的預期轉變。在 2025 年公司成功扭虧為盈後，機構投資者，特別是外資投行，在 2026 年第一季度後顯著迴流。

- **外資迴流訊號：**對比 2026 年 Q1 和 4 月 24 日的資料，香港中央結算有限公司的持股比例從 1.63% 迅速增至 4.01%，顯示出市場資金，特別是透過港股通的南向資金，對公司價值的強烈看好。同時，摩根士丹利、UBS AG 和高盛國際在 Q1 未進入前十，但在 4 月底集體現身，表明公司在國際投資者眼中的吸引力因業績改善而大幅提升。
- **內資機構動態：**中證 500ETF 作為長期持有的被動指數基金，其持股比例在 2025 年下半年至 2026 年第一季度間有所波動，但始終保持在前十大股東之列，體現了公司在 A 股市場中的核心地位。部分主動管理型公募基金和險資則根據自身策略進行動態調整，例如中國人壽保險在 Q1 新進入前十大股東。

這種由創始人團隊掌舵、核心管理層持股、境內外機構投資者積極參與的股權結構，為興森科技在 IC 載板這一資本密集型和技術密集型領域的長期攻堅提供了穩定的治理環境和資金支援，是其應對未來市場競爭的關鍵非財務優勢。

3. 業務構成、財務表現與盈利能力剖析

興森科技的財務表現清晰地勾勒出一幅“傳統業務穩健造血、新興業務戰略性虧損”的轉型圖景，其盈利能力正處在由 PCB 業務支撐、並等待 IC 載板業務放量扭虧的關鍵拐點。

3.1 整體財務績效趨勢（2023-2026 年第一季度）

公司營收在 2024 年經歷低速增長後，於 2025 年實現強勁反彈，主要受益於行業復甦與經營效率提升；然而，利潤端因對 FCBGA 等高階半導體業務的戰略性投入而持續承壓，直至 2025 年方扭虧為盈，顯示出業績拐點已現。

營收增長 V 型反彈：2023 年至 2025 年，公司營收增速分別為 0.11%、8.53% 和 23.68%。2025 年營收達 71.95 億元，標誌公司已擺脫前期增長停滯的困境，重回快速發展軌道。2026 年第一季度營收 18.18 億元，同比增長 15.10%，延續了增長勢頭。

盈利能力深度承壓後企穩回升：2024 年是公司利潤的低谷期，歸母淨利潤虧損 1.98 億元，綜合毛利率降至 15.87%。這主要源於 FCBGA 封裝基板專案的高額投入以及宜興硅谷等子公司的階段性虧損。2025 年，公司成功扭虧，實現歸母淨利潤 1.35 億元，綜合毛利率回升至 19.57%。儘管 2026 年第一季度淨利潤絕對值不高（0.19 億元），但已實現同比大幅增長。

3.2 主營業務收入構成與毛利率分析

公司的業務結構正從 PCB 單一驅動轉向 PCB 與半導體雙輪驅動。2025 年，傳統 PCB 業務貢獻了 68.07% 的收入和絕大部分利潤，而半導體業務則以 23.22% 的收入佔比，成為公司增長的核心引擎。

3.2.1 PCB 樣板與小批次板：基本盤與盈利支柱

營收結構：2025 年 PCB 業務收入 48.97 億元，同比增長 13.89%，佔總收入的 68.07%。

盈利能力：毛利率為 25.26%，雖同比小幅下滑 1.70 個百分點，但仍是公司最主要的利潤來源，為半導體業務的戰略性投入提供了堅實的現金流支援。

3.2.2 IC 封裝基板：高增長但尚處投入期的第二曲線

營收結構：2025 年 IC 封裝基板業務收入 16.70 億元，同比大幅增長 49.71%，是公司增長最快的業務板塊。

盈利能力：整體毛利率為 -16.06%，處於嚴重虧損狀態。其核心原因是 FCBGA 封裝基板專案尚未實現大批次生產，高昂的人工、折舊、能源和材料費用侵蝕了利潤。而 CSP (BT) 載板業務受益於儲存芯片行業復甦，產能利用率已大幅提升，成為該板塊減虧的關鍵動力。

3.2.3 半導體測試板：高毛利的利基市場

營收結構：2025 年半導體測試板業務收入 2.39 億元，同比增長 41.45%，包含在總營收 19.10 億元的半導體業務中。

盈利能力：該業務定位高階，產品結構最佳化（高層板比例增加）驅動了收入增長。作為高毛利的利基市場，它是公司半導體版圖中穩定的盈利補充。

3.3 主要子公司經營狀況與貢獻

各子公司的經營表現分化明顯，構成了公司整體業績的“盈虧平衡拼圖”。其中，宜興硅谷的減虧與廣州興科的產能爬坡是決定公司短期盈利能力的關鍵變數。

3.3.1 宜興硅谷：產品結構最佳化與減虧程序

經營狀況：2024 年虧損 1.32 億元，2025 年虧損顯著收窄至 0.99 億元。虧損收窄得益於管理改善措施成效顯現，且其第四季度已接近盈虧平衡點，預計 2026 年有望實現盈利。

戰略影響：該子公司的經營改善，是公司剝離非核心虧損、聚焦主業戰略的直接體現，將有效減輕對公司整體利潤的拖累。

3.3.2 廣州興科：CSP 載板產能爬坡與訂單匯入

經營狀況：作為 CSP 載板的核心生產基地，其產能利用率正隨儲存芯片行業復甦而逐季提升。2024 年虧損 0.71 億元，其產能爬坡進度與訂單匯入情況，將直接決定 IC 載板業務板塊的減虧速度。

3.3.3 Fineline 與北京興斐電子：海外市場與高階 HDI/類載板佈局

Fineline：主營海外 PCB 業務，2025 年收入 16.66 億元，淨利潤 1.56 億元。作為穩定的盈利點，其貢獻了公司大部分利潤，但需關注匯兌損失等外部風險對其盈利能力的影響。

北京興斐電子：專注於高階 HDI 及類載板（SLP），2025 年收入 9.37 億元，淨利潤 1.29 億元。該公司在高階 PCB 領域的技術積累與客戶資源，是公司拓展 AI 硬件、高階光模組等高增長市場的重要支撐。

本章剖析了興森科技當前“盈利與增長”並存的財務結構，揭示了其盈利能力正處在從傳統 PCB 業務向高投入的 IC 載板業務過渡的關鍵階段。這一轉型的成功與否，直接取決於其 IC 載板業務的技術突破與商業化程序，這正是下一章將要深入探討的核心議題。

4. IC 載板業務的技術護城河與核心競爭力

興森科技透過構建“ABF+BT 雙路線量產能力、全球頂級客戶認證、高強度研發投入”三位一體的競爭壁壘，已成為國內唯一能在高階 IC 載板領域與國際巨頭直接競爭的領軍企業。

4.1 技術路線與核心工藝能力

公司憑藉在 PCB 領域超過二十年的技術積澱，成功將核心工藝能力延伸至更高技術層級的 IC 載板領域，形成了覆蓋主流與前沿技術的完整工藝矩陣，構築了堅實的技術護城河。

4.1.1 FCBGA (ABF) 封裝基板：國內唯一量產，對標國際領先水平

FCBGA (ABF) 封裝基板是高效能運算芯片 (CPU/GPU) 的核心載體，技術壁壘極高，長期被海外廠商壟斷。興森科技透過持續的技術攻堅，成為國內唯一實現該產品量產的企業，並正快速縮小與國際先進水平的差距。

- **核心工藝：**全面掌握改良型半加成法 (mSAP) 與半加成法 (SAP) 工藝，這是製造高密度、細線路 ABF 載板的關鍵技術。
- **關鍵引數：**已具備 20 層及以下產品的量產能力，最小線寬/線距達到 9/12 μm 級別，最大可生產尺寸為 120mm x 120mm 的載板，能夠滿足包括 AI 芯片在內的大多數高階應用場景的需求。
- **良率水平：**FCBGA 低層板（通常指 10 層以下）良率已穩定在 95% 以上，達到國際一線水平；高層板（通常指 14 層以上）良率亦突破 85%，進入國際二線梯隊，為後續大規模量產和盈利奠定了基礎。
- **技術儲備：**針對 Chiplet 架構下的高密度互連需求，公司已具備 CoWoS 封裝所需載板 (CoWoP) 的相關技術能力，並積極開發 10-n-10 等更複雜的疊層結構。

4.1.2 CSP (BT) 封裝基板：成熟量產與高產能利用率

CSP (BT) 載板主要應用於儲存芯片、射頻模組等領域，是公司的成熟業務板塊。憑藉穩定的工藝和高水平的產能利用率，該業務已成為公司 IC 載板領域穩定的現金流和利潤來源。

- **市場地位：**作為國記憶體儲芯片頭部廠商（如長江儲存、長鑫儲存）的核心供應商，公司深度受益於國產儲存芯片的崛起與擴產。
- **運營效率：**珠海基地 CSP 載板產能達到 5 萬平方米/月，並持續處於滿產狀態，顯示出強勁的市場需求和高效的運營管理能力。
- **工藝協同：**BT 載板生產中所積累的精細線路製作、層壓對準等核心工藝經驗，與 ABF 載板技術存在高度協同效應，有效降低了新工藝的研發和試錯成本。

4.2 客戶認證與市場應用領域

IC 載板行業具有極高的客戶認證壁壘，認證週期通常長達 18-36 個月。興森科技憑藉過硬的技術實力和產品質量，成功切入全球頂級供應鏈，形成了難以複製的客戶壁壘。

4.2.1 儲存芯片市場：深度繫結國內頭部客戶

公司是三星電子儲存芯片 CSP 載板的核心供應商，並與國內領先的儲存芯片製造商長江儲存、長鑫儲存建立了深度合作關係。隨著國產儲存芯片產能的持續擴張，公司作為上游核心材料供應商，訂單量有望同步增長。

4.2.2 AI/HPC 與高階芯片市場：突破海外壟斷，進入全球頂級供應鏈

這是公司技術實力和市場地位最核心的體現。透過突破海外廠商在高階載板領域的壟斷，公司已成為多家全球頂級芯片設計公司的供應商。

- **英偉達 (NVIDIA)**：作為內資唯一透過英偉達 Vera CPU 與 Rubin GPU 雙平臺認證的載板供應商，公司已正式進入其 AI 芯片供應鏈，確立了在 AI 賽道的領軍地位。
- **華為海思 (Hisilicon)**：是華為昇騰系列 AI 芯片 FCBGA 載板的核心供應商，隨著昇騰芯片在國產 AI 服務器中的大規模應用，公司業務將直接受益。
- **多元化客戶群**：公司的客戶群已全面覆蓋 AMD、長電科技、瑞芯微、海光資訊等國內外主流芯片設計與封測廠商，目前正在進行驗廠稽核的客戶數量已達兩位數，為未來訂單的持續匯入提供了保障。

4.3 研發體系與創新能力建設

持續的、高強度的研發投入是公司技術突破和保持領先的根本動力。公司已建立起一套高效的研發體系，確保其在激烈的技術競爭中始終保持前瞻性。

- **研發投入強度**：2021 年至 2026 年第一季度，公司累計研發投入高達 22.03 億元。研發費用率持續穩定在 5% 以上，2025 年研發費用為 4.81 億元，佔營收比重約 6.7%，顯著高於行業平均水平。
- **智慧財產權積累**：公司在半導體領域累計獲得專利超過 1400 項，位居內資企業首位。近期獲得的“層偏檢測方法和裝置”等發明專利，解決了高多層板製造中的核心痛點，直接提升了產品良率與一致性。
- **前瞻技術佈局**：為應對後摩爾時代的封裝技術變革，公司已在多個前沿領域進行佈局：
 - **玻璃基板**：作為下一代封裝基板的重要方向，公司已成功研製出樣品，並正與英偉達等客戶進行認證評估，處於技術儲備階段。
 - **CPO 與硅光整合**：針對光通訊與共封裝光學（CPO）趨勢，公司已啟動相關技術研發，以搶佔未來資料中心互聯的技術制高點。
 - **材料國產化**：積極與國內上游材料供應商（如生益科技、華正新材）合作，推動 ABF 材料、CBF 膜等關鍵原材料的國產化驗證，旨在破解供應鏈瓶頸並降低成本。

本章分析表明，興森科技在 IC 載板領域的技術護城河並非單一優勢，而是由工藝能力、客戶認證和研發創新共同構成的複合型壁壘。這種核心競爭力不僅使其成為當前國產替代浪潮中的最大受益者，也為其在全球高階市場的持續擴張奠定了堅實基礎。

5. 市場地位與競爭格局：興森科技的優劣勢對比

5. 市場地位與競爭格局：興森科技的優劣勢對比

興森科技憑藉其在國內市場 ABF 與 BT 載板雙路線唯一量產的稀缺性，成功切入全球頂級 AI 芯片供應鏈，但其全球市場份額、高層板良率及產能規模仍顯著落後於國際一線巨頭，正處於從技術突破到規模化盈利的關鍵追趕期。

5.1 全球 IC 載板市場競爭格局概述

全球 IC 載板市場，尤其是高階 ABF 載板領域，呈現出高度集中的寡頭壟斷格局，供應鏈高度集中於東亞地區。根據 QYResearch 資料，2023 年全球 ABF 載板前五大廠商（欣興電子、揖斐電、AT&S、南亞電路、新光電氣）合計市場份額（CR5）達到 72%，而到 2024 年，全球前十大載板製造商合計佔據 77.4% 的市場份額。這種格局的形成源於極高的技術、資本和客戶認證壁壘。

全球 IC 載板市場區域份額（2024 年）

地區	市場份額（估算）	核心特徵與主要廠商
中國臺灣	28.03%	全球最大生產基地，擁有欣興電子（Unimicron）、南亞電路（Nan Ya PCB）、景碩科技（Kinsus）等龍頭企業，合計佔據全球 ABF 載板市場約 35-40% 的份額。
韓國	27.4%	以三星電機（Samsung Electro-Mechanics）、大德電子（Daeduck）為代表，主要為三星等本土芯片巨頭提供配套，全球市場份額約 20-22%。
日本	17.17%	技術發源地，擁有揖斐電（Ibiden）、新光電氣（Shinko）等頂級廠商，同時壟斷上游核心 ABF 膜材料（味之素），合計佔據全球 ABF 載板市場 30-40% 的份額。
中國大陸	22%	全球增速最快的市場，但內資產值僅佔全球約 3.4%，國產替代空間巨大。以興森科技、深南電路為代表的企業正加速追趕。

5.2 國內主要競爭對手分析：以深南電路為標杆

在中國大陸市場，興森科技與深南電路共同構成了國產高階 IC 載板的第一梯隊，兩者在不同技術路徑和客戶結構上形成了差異化競爭。

興森科技 vs. 深南電路（基於 2025-2026 年資料）

對比維度	興森科技 (Fastprint)	深南電路 (SCC)
技術路線與產品	國內唯一 ABF+BT 雙路線	以 ABF 載板為主，已具備

對比維度	興森科技 (Fastprint)	深南電路 (SCC)
	量產。FCBGA (ABF) 載板聚焦 AI/HPC 市場，CSP (BT) 載板深度繫結儲存客戶。	16 層產品量產能力，產品廣泛應用於通訊、服務器等領域，是國內少數已向 AMD、英特爾批次出貨 ABF 載板的企業之一。
產能與規模	CSP 載板月產能 5 萬平方米；廣州 FCBGA 專案一期已於 2026 年 Q1 投產。2025 年 IC 載板業務收入 16.70 億元。	封裝基板業務規模更大，2025 年該業務收入已達 41.48 億元。產能擴張計劃明確，規模效應相對顯著。
客戶認證	內資唯一進入英偉達 Rubin/AMD 供應鏈，深度繫結華為海思（昇騰主供），並已透過三星認證。	客戶結構多元化，已切入 AMD、英特爾、高通等國際巨頭供應鏈，同時也服務於國內頭部芯片廠商。
核心優勢	技術稀缺性：雙路線佈局提供全方位解決方案。頂級客戶背書：在 AI 芯片領域卡位優勢明顯。全產業鏈協同：從 PCB 到測試板的技術複用帶來成本優勢。	規模與先發優勢：載板業務營收規模領先，與國際客戶合作歷史更長。產品良率與穩定性：在高階多層板領域具備更成熟的量產經驗。

5.3 與國際巨頭的多維比較

儘管興森科技在技術上已躋身全球二線梯隊，但在規模、良率和供應鏈地位上，與揖斐電、欣興電子等國際龍頭仍存在顯著差距。

技術能力與產品組合

- **興森科技**：已掌握 20 層及以下 FCBGA 載板的量產能力，最小線寬/線距達到 9/12 μ m，低層板良率突破 95%，高層板良率超過 85%，技術水平已接近國際二線廠商。
- **國際龍頭**：以揖斐電 (Ibiden)、欣興電子 (Unimicron) 為代表，已實現更高層數（如 >20 層）、更細線路（向 <8/8 μ m 演進）產品的規模化量產，良率穩定在 95% 以上，並已佈局玻璃基板等下一代封裝技術。

產能規模與市場份額

- **興森科技**：2023 年，純內資 IC 載板廠商的全球產值佔比僅為 3.4%，市場份額極低。其 FCBGA 業務仍處於產能爬坡和投入期，尚未形成規模效應。
- **國際龍頭**：欣興電子、揖斐電兩家合計佔據全球 ABF 載板市場近 40% 的份額，並透過持續的資本開支（如 Ibiden 的 Ono 工廠 2025 年投產）鞏固產能優勢。

下游客戶結構

- **興森科技**：客戶結構呈現“國內為主、國際突破”的特點。深度服務於長江儲存、長電科技等國內頭部封測與儲存廠商，並憑藉技術突破成功進入英偉達、AMD、三星等全球頂級供應鏈。
- **國際龍頭**：客戶結構全球化，深度繫結英特爾、蘋果、臺積電等全球頂級芯片設計、製造與封測廠商，訂單來源更為分散且穩定。

5.4 興森科技的綜合競爭優劣勢總結

興森科技的核心競爭力在於其在國內市場的戰略卡位和技術稀缺性，但全球範圍內的規模劣勢和盈利壓力依然是其必須面對的挑戰。

核心優勢 (Strength)

- **技術組合稀缺性**：作為內資唯一實現 ABF (FCBGA) 與 BT (CSP) 載板雙路線量產的企業，能夠為 AI/HPC、儲存、通訊等不同領域的客戶提供一站式解決方案，這在國產替代浪潮中構成了強大的技術壁壘。
- **頂級客戶認證壁壘**：成功進入英偉達、AMD、三星等全球頂級芯片供應鏈，並透過了華為海思的認證。IC 載板長達 18-36 個月的認證週期，使得這些客戶關係構成了新進入者難以逾越的護城河。
- **全產業鏈協同效應**：公司從 PCB 樣板起家，逐步延伸至 IC 載板和半導體測試板，實現了全產業鏈技術佈局。這種協同效應帶來了顯著的成本優勢，其成本較海外競爭對手低 15-20%。
- **國產替代領軍地位**：在 AI 算力自主可控的國家戰略背景下，公司作為國內唯一能夠批次供應高階 AI 芯片所需 ABF 載板的企業，成為國產替代浪潮中的核心受益者。

核心劣勢 (Weakness)

- **全球市場份額極低**：儘管技術實現突破，但公司在全球 IC 載板市場的份額仍然微不足道（2023 年內資廠商合計佔比僅 3.4%），在全球供應鏈中的話語權和議價能力有限。
- **高階業務尚處投入期**：FCBGA 封裝基板業務作為公司未來的增長引擎，目前仍處於產能爬坡和客戶匯入階段，尚未實現盈利，對公司整體業績構成拖累。
- **高層板良率存在差距**：雖然低層板良率已追平國際一線水平，但在技術更複雜、價值量更高的高層板（如 >20 層）領域，其良率（約 85%）與味之素等國際龍頭（>95%）相比仍有差距，直接影響高階產品的盈利能力。
- **產能規模相對較小**：與國際巨頭相比，公司在廣州和珠海基地的規劃產能規模仍然偏小，難以滿足未來 AI/HPC 市場爆發式增長的需求，規模經濟效應有待提升。

6. 先進封裝技術趨勢的影響與公司戰略應對

為應對後摩爾時代芯片效能提升瓶頸，興森科技正透過深化 mSAP 核心工藝、前瞻佈局玻璃基板及 CPO 等下一代技術，將先進封裝帶來的技術挑戰轉化為鞏固其高階載板供應商地位的結構性機遇。

6.1 Chiplet 與 2.5D/3D 封裝對 IC 載板的技術挑戰

AI/HPC 算力需求的指數級增長，正驅動半導體產業從單純依賴製程微縮轉向以 Chiplet 和 2.5D/3D 封裝為核心的系統效能提升路徑。這一轉變對作為芯片“地基”的 IC 載板，尤其是用於高階芯片的 ABF 基板，提出了前所未有的技術要求，主要集中在尺寸、精度和材料三大維度。

- **封裝尺寸與層數激增**：為整合更多 Chiplet 和 HBM 高頻寬記憶體，封裝尺寸持續增大。以英偉達 B200 芯片為例，其封裝內元件數量與尺寸的擴大，導致 300mm 晶圓上可放置的芯片數量從 H100 的 29 顆降至 16 顆。這直接要求載板具備更大的尺寸（>120mm）和更多的佈線層數（向 20 層以上演進），以支撐高密度異構整合。
- **線路精度要求急劇提升**：芯片間高速互連需要極高的 I/O 密度，推動載板線路精度從主流的 >8 μ m 線寬/線距，向 <8 μ m 乃至 <2 μ m/2 μ m 的極限挑戰，遠超傳統 PCB 的製造能力範疇。
- **材料效能瓶頸凸顯**：隨著芯片功耗與尺寸的同步攀升，傳統有機基板（如 ABF）與硅芯片之間巨大的熱膨脹係數（CTE）失配（有機基板 CTE 約 17-20 ppm/°C vs. 硅 CTE 約 3 ppm/°C）成為致命弱點。在熱迴圈過程中，產生的巨大應力足以引發封裝翹曲、焊點開裂，嚴重威脅大尺寸芯片的可靠性。

6.2 興森科技的技術前瞻佈局與產品開發

面對上述挑戰，興森科技圍繞核心工藝、新材料體系和下一代技術三個層面，構建了系統性的應對策略，旨在搶佔先進封裝供應鏈的關鍵節點。

6.2.1 應對高密度互連：mSAP 工藝的深化與創新

mSAP（改良型半加成法）工藝是興森科技切入高階載板領域的核心技術基石。公司已實現 mSAP 精細線路產品的量產匯入，並持續深化該工藝能力，以直接應對 Chiplet 封裝對佈線密度的苛刻要求。該工藝的成熟，不僅支撐了公司當前 FCBGA 封裝基板專案的良率爬坡與樣品交付，更是其佈局 CoWoS 等 2.5D 封裝所需高密度互連技術的底層保障。透過 mSAP 工藝的不斷精進，公司得以在精細線路領域建立起對內資廠商的顯著技術壁壘。

6.2.2 探索新材料體系：玻璃基板的研發與樣品認證

玻璃基板被視為解決傳統有機基板物理瓶頸的終極方案之一，興森科技已將其列為重點研發方向，相關樣品已透過英偉達等頂級客戶的認證。相較於 ABF 有機基板，玻璃基板在多個維度具備顛覆性優勢，尤其適用於 AI/HPC 等高效能應用場景。

玻璃基板 vs. 傳統基板核心引數對比

特性	玻璃基板	有機（ABF）基板	硅（TSV）中介層
熱膨脹係數(CTE)	可調，與硅高度匹配 (3-9 ppm/°C)	嚴重失配，易翹曲 (17-20 ppm/°C)	高度匹配 (~3 ppm/°C)
佈線精度 (L/S)	極高，支援 <2 μ m/2 μ m	有限，通常 $\geq$ 5 μ m/5 μ m	極高，支援 <2 μ m/2 μ m
高頻效能 (Df)	極佳，介電損耗極低 (0.001-0.003)	一般 (0.015-0.025)	較差，硅本身導電

特性	玻璃基板	有機 (ABF) 基板	硅 (TSV) 中介層
最大尺寸	面板級 (可達 700×700mm), 成本效益高	尺寸受限, 成本隨尺寸劇增	晶圓級 (≤12 英寸), 材料利用率低
核心成本項	TGV 工藝良率與成本	材料與製造成本	硅中介層製造成本極高 (>\$100/片)

公司對玻璃基板的佈局，不僅是技術上的前瞻卡位，更是對下游客戶（如英偉達、華為海思）未來產品迭代需求的戰略響應。隨著英特爾、臺積電等巨頭明確將玻璃基板納入其 2030 年技術路線圖，興森科技憑藉先發優勢，有望在國產替代浪潮中率先切入全球最前沿的封裝供應鏈。

6.2.3 佈局下一代技術：CPO 與硅光整合

CPO（共封裝光學）是解決資料中心內部資料傳輸功耗瓶頸的關鍵技術，興森科技正積極佈局 CPO 與硅光整合相關技術，旨在從單純的“電氣互聯”向“光電互聯”領域延伸。在 CPO 架構中，封裝基板不僅要承載芯片，還需整合光引擎、波導等光學元件，對基板的材料、結構和佈線提出了全新的要求。公司透過提前介入 CPO 相關技術的研發，旨在搶佔未來 AI 算力硬件價值鏈的核心環節，與全球技術趨勢保持同步，並有望與國內硅光子代工廠商形成戰略協同，共同推動國產光互聯解決方案的成熟。

本章分析表明，興森科技對先進封裝技術趨勢的響應是系統且具前瞻性的。透過在核心工藝、新材料和下一代技術上的精準佈局，公司正將其高階載板領域的技術突破轉化為長期競爭優勢，這為其在未來中國 IC 載板產業中佔據領導地位奠定了堅實的技術基礎，其戰略價值將在後續的市場地位與財務展望分析中得到進一步印證。

7. 中國 IC 載板產業背景下的戰略機遇

在中國 IC 載板市場由國產替代與 AI 算力需求共同驅動的高速增長期內，興森科技憑藉其在高階 ABF 載板領域的稀缺量產能力，已佔據承接本土高階芯片供應鏈需求的戰略制高點。

7.1 中國 IC 載板市場規模與增長動力

中國 IC 載板市場正處於規模加速擴張與需求結構高階化的關鍵階段，其增長動力主要源於下游應用市場的爆發式增長與本土半導體產業鏈的完善。

市場規模與增速：中國內地 IC 載板市場規模預計將從 2025 年的 587.3 億元人民幣增長至 2030 年的約 910 億元人民幣（按匯率 1:0.1375 折算），年複合增長率（CAGR）預計達 18.6%，顯著高於全球同期 15.3% 的複合增長率。這一高速增長態勢得益於 2026 年以來中國積體電路產量的強勁復甦，前四個月產量同比增長 35.52%，直接拉動了作為核心封裝材料的載板需求。

結構性增長動力：市場增長的核心驅動力來自高階應用，尤其是 AI/HPC（高效能運算）和汽車電子領域。

- **AI/HPC 領域：**作為 FCBGA（ABF）載板的主要應用場景，AI/HPC 相關載板市場規模預計從 2025 年的 45 億美元增至 2030 年的 121 億美元，CAGR 高達 22.1%。AI 服務器、GPU 及 AI 加速器芯片的旺盛需求是主要推動力。
- **FCBGA 細分市場：**作為技術壁壘最高的載板型別，中國 FCBGA 載板市場規模預計從 2025 年的 77 億元增至 2030 年的 239 億元，CAGR 達到 25.4%，成為整個 IC 載板市場中增長最快的細分賽道。
- **其他應用領域：**汽車電子、儲存芯片及網絡通訊等領域亦成為重要的增長點，預計 2025 年至 2030 年載板需求 CAGR 分別達到 18.6%、15.9% 和 14.8%。

7.2 “國產替代”與 AI/HPC 需求的雙輪驅動

興森科技的戰略機遇根植於“國產替代”的政策視窗與 AI/HPC 爆發的市場需求所形成的雙重共振之中，這為其高階產能消化提供了確定性路徑。

政策驅動：國產替代從“選項”變為“必選項”

- **市場空間巨大：**中國內地封測廠商全球市場份額超過 20%，但本土 IC 載板廠商產值僅為全球總產值的 3.4%，尤其在技術要求最高的 ABF 載板領域，國產化率極低，存在巨大的替代空間。
- **政策強力引導：**產業自主可控已成為國家戰略，具體政策如《新型智算中心建設適配指引》要求新建智算中心高速 PCB 國產化率不低於 70%，為國產高階載板提供了明確的市場準入保障。
- **產業鏈協同：**本土晶圓製造（如長江儲存、長鑫儲存）與封測產能的持續擴張，為興森科技等載板廠商提供了穩定的下游訂單和寶貴的客戶認證視窗。

需求驅動：AI/HPC 引爆高階載板結構性短缺

- **算力芯片需求激增：**AI 大模型訓練與推理對 CPU、GPU 等高效能芯片的需求呈指數級增長，而這些芯片幾乎全部採用 FCBGA（ABF）載板進行封裝。
- **技術規格升級：**Chiplet 架構與 2.5D/3D 封裝（如 CoWoS）的普及，推動載板從單純的芯片承載基板，升級為“硅中介層+超高多層載板”的複合互聯平臺。這不僅顯著增加了載板的層數（>10 層）和尺寸（>100mm×100mm），也對線路精度（線寬/線距向 <10μm 乃至 <2μm 發展）提出了更高要求，從而大幅提升了高階載板的價值量。

- **供應缺口持續：**儘管全球領先廠商持續擴產，但高階 ABF 載板供需缺口依然存在，特別是在 AI 芯片領域，供應緊張局面為具備技術突破能力的本土廠商提供了切入市場的絕佳時機。

7.3 興森科技的市場份額提升路徑分析

在中國 IC 載板產業的歷史性機遇面前，興森科技憑藉其獨特的戰略定位和技術突破，已構建起清晰的份額提升路徑，有望成為國產高階載板市場的核心受益者。

技術卡位：內資唯一 ABF+BT 雙路線量產

- **稀缺性優勢：**興森科技是國內唯一一家同時實現 ABF (FCBGA) 和 BT (CSP) 載板量產的企業。這種雙路線佈局使其能夠全面覆蓋從儲存芯片 (BT 載板) 到 AI/HPC/CPU/GPU (ABF 載板) 的全領域需求，在內資廠商中具備獨一無二的協同競爭優勢。
- **高階技術突破：**公司已具備 20 層 ABF 載板的量產能力，最小線寬/線距達到 9/12 μ m，低層板良率突破 95%，技術指標直逼國際二線梯隊水平。這使其成為國內少數有能力承接高階芯片封裝需求的企業。

客戶壁壘：深度繫結國內外頂級供應鏈

- **切入全球核心供應鏈：**公司已透過英偉達 Vera CPU+Rubin GPU 雙平臺認證，成為其內資唯一載板供應商，同時進入 AMD、三星電子等國際巨頭的供應鏈體系。
- **鎖定本土頭部客戶：**公司與華為海思（昇騰 FCBGA 主供）、長江儲存、長鑫儲存、長電科技等國內頭部芯片設計與製造企業建立了深度合作關係。
- **認證壁壘：**IC 載板客戶認證週期長達 18-36 個月，一旦透過認證，客戶粘性極高。興森科技已透過十餘家頂級客戶的驗廠，其先發優勢構築了堅實的客戶護城河，為新進入者設定了極高的門檻。

產能擴張：前瞻佈局迎接需求爆發

- **FCBGA 產能建設：**廣州基地 FCBGA 專案一期已實現滿產，二期預計 2026 年投產，全部達產後月產能將超 20 萬片，為承接 AI/HPC 領域的爆發式訂單提供了產能保障。
- **CSP 產能擴充：**珠海基地 CSP 載板現有 5 萬平方米/月產能已滿產，並透過定增專案繼續擴產，以應對儲存芯片市場的強勁需求。

全產業鏈協同：成本與效率優勢

- **技術複用：**公司從 PCB 樣板業務起家，逐步延伸至 IC 載板和半導體測試板，實現了全產業鏈技術佈局。這種技術協同使得公司在成本控制上相較於海外競爭對手具備 15-20% 的優勢。
- **前瞻性佈局：**公司在玻璃基板、CoWoP（晶圓上芯片封裝）等下一代先進封裝技術領域已進行前瞻性研釋出局，樣品已透過英偉達等客戶認證，為後摩爾時代的競爭儲備了關鍵技術。

8. 2026-2028 年發展推演：戰略、產能與財務展望

2026 至 2028 年將是興森科技 IC 載板業務，特別是 FCBGA 封裝基板，從產能爬坡、減虧增盈到最終驅動公司業績實現非線性增長的三年關鍵兌現期。

8.1 產能擴張計劃與實施進度

公司的增長預期高度錨定於珠海與廣州兩大基地的產能擴張進度，旨在抓住 AI 算力與國產替代帶來的結構性機遇。

8.1.1 珠海基地：CSP 與高階 mSAP 基板產能建設

珠海基地聚焦於鞏固和擴大公司在 CSP（BT）載板領域的市場地位，並向更高階的產品延伸。

- **現有產能與狀態：** CSP 封裝基板總產能已達 5 萬平方米/月，其中包括 2025 年新增的 1.5 萬平方米/月產能，當前處於快速爬坡階段且產能利用率維持高位。
- **未來擴產計劃：** 公司已規劃透過定增等方式啟動新一輪擴產。其中，CSP 三期專案計劃新增月產 2.5 萬平方米（年化 30 萬平方米），同時將投入 39 億元建設高階 mSAP 基板專案，新增年產 12 萬平方米。
- **戰略意圖：** 本輪擴產不僅是為了滿足儲存芯片市場復甦帶來的強勁需求，更是為了提升在高階儲存載板領域的份額，並佈局技術門檻更高、附加值更優的 mSAP 基板產品。

8.1.2 廣州基地：FCBGA 封裝基板量產程序

廣州基地是公司攻堅高階 FCBGA（ABF）載板、實現第二曲線飛躍的核心載體。

- **產能釋放節奏：** 廣州黃埔 FCBGA 專案一期已於 2026 年第一季度實現量產，預計到 2026 年底月產能將達到 6 萬片。二期專案則規劃於 2027 年底投產，屆時將與珠海基地新增產能共同支撐公司月產能超 20 萬片的目標。
- **當前運營狀態：** 專案正處於小批次生產階段，市場拓展與客戶認證按計劃穩步推進。作為國內唯一實現 ABF 載板量產的企業，廣州基地的產能爬坡速度與良率提升進度將直接決定公司業績的爆發時點。

8.2 未來三年財務指標預測與業績驅動因素

基於明確的產能擴張計劃與強勁的下游需求，市場對興森科技未來三年的財務表現形成高度共識。

財務指標	2026 年預測 (E)	2027 年預測 (E)	2028 年預測 (E)
營業收入	86.51 - 87.23 億元 (同比+21%)	105.14 - 107.56 億元 (同比+22-23%)	128.92 - 134.86 億元 (同比+25%)
歸母淨利潤	3.96 - 4.26 億元 (同比+215%以上)	6.69 - 7.44 億元 (同比+70-73%)	10.78 - 11.64 億元 (同比+57%)

資料來源：德肯資產根據市場公開資訊整理。

業績增長的驅動力源於四大核心因素的共振：

1. **IC 載板業務放量：** 核心驅動力。FCBGA 載板作為高價值量產品（毛利率可達 40%+），規模化量產將極大改善半導體業務板塊的虧損狀況（2025 年毛利率為-16.06%），併成為公司最主要的利潤增長點。
2. **產能利用率與良率提升：** 隨著新產能逐步爬坡，規模效應將攤薄固定成本。同時，公司低層板良率已突破 95%，高層板穩定在 85%以上，持續最佳化的良率將直接轉化為盈利能力。

3. **高階客戶訂單鎖定**：公司作為華為昇騰 FCBGA 載板的主供應商（份額約 60%-70%），深度受益於其昇騰 950 系列芯片 2026 年 75 萬顆的出貨目標。同時，作為內資唯一透過英偉達 Vera CPU+Rubin GPU 雙平臺認證的載板廠商，已成功切入全球頂級 AI 芯片供應鏈。
4. **經營減虧**：子公司宜興硅谷已於 2026 年第一季度扭虧為盈，消除了一個主要的業績拖累項，公司整體盈利能力得到進一步夯實。

8.3 潛在風險識別與應對策略

儘管增長路徑清晰，但公司在高速擴張期仍面臨多重挑戰，其應對能力將決定業績兌現的最終高度。

- **產能消化風險**：全球 ABF 載板供需缺口預計持續至 2027 年，為公司的產能擴張提供了市場緩衝。公司透過深度繫結華為等核心客戶，已鎖定約 70% 的定向產能，有效對沖了短期市場需求波動的風險。
- **技術迭代與良率波動**：與國際一線廠商（如揖斐電、欣興電子）相比，公司在高層板良率上仍有差距。應對策略是持續保持高強度的研發投入（研發費用率常年超 5%），深化 mSAP 工藝，並在玻璃基板等下一代技術上進行前瞻佈局。
- **材料依賴風險**：ABF 載板的核心材料——味之素積層膜，仍高度依賴日本進口，其供應穩定性與價格波動（2026 年已確認漲價 30%）對公司成本構成壓力。公司正積極關注並推動國產 ABF 材料（如生益科技"生益芯"）的驗證與應用，以實現供應鏈的自主可控。
- **國際貿易環境變化**：高階 IC 載板作為半導體產業鏈的關鍵環節，存在被納入出口管制範圍的地緣政治風險。這既是風險，也強化了公司作為國產替代唯一量產平臺在保障國內供應鏈安全方面的戰略價值。

綜合判斷，2026-2028 年，興森科技的戰略重心將完全聚焦於 IC 載板產能的快速釋放與盈利能力的實質性改善。若廣州 FCBGA 專案能順利實現規模化量產並達到預期良率，公司將徹底擺脫業績包袱，其在中國半導體產業鏈中的戰略地位和市場估值體系將迎來重塑。

9. 核心觀點總結與未來展望

本報告基於對興森科技發展歷程、業務佈局、技術實力、市場競爭及未來戰略的系統性剖析，旨在為投資者和行業觀察者提供一個全面的公司畫像。截至 2026 年 7 月 7 日，公司的核心定位、競爭優勢與未來增長路徑已清晰可見。

9.1 核心定位：國產高階 IC 載板的破局者與引領者

興森科技的戰略價值根植於其在中國半導體產業鏈中的稀缺性。公司成功完成了從 PCB 樣板龍頭向高階半導體材料供應商的戰略轉型，其核心定位是 **中國內地唯一具備 ABF (FCBGA) 與 BT (CSP) 封裝基板雙路線量產能力的企業**。這一地位使其成為當前國產替代浪潮中，尤其是在 AI 算力芯片自主可控方面，不可或缺的關鍵環節。

公司的核心競爭力並非單一的技術優勢，而是由 **技術、客戶與產業鏈** 共同構築的三位一體護城河：

- **技術壁壘**：憑藉對 mSAP 核心工藝的深度掌握，公司已實現 20 層及以下 FCBGA 載板的量產，技術引數對標國際二線梯隊，並在玻璃基板等下一代封裝技術領域進行了前瞻性佈局。
- **客戶壁壘**：公司已成功突破海外壟斷，成為內資唯一透過英偉達、AMD 等國際頂級芯片廠商認證的載板供應商，並深度繫結華為海思、長江儲存等國內頭部客戶。漫長的客戶認證週期構成了新進入者難以逾越的壁壘。
- **全產業鏈協同**：從 PCB 到 IC 載板，再到半導體測試板的業務佈局，形成了技術複用的協同效應，使其在成本控制上相較於海外競爭對手具備顯著優勢。

9.2 當前挑戰：盈利拐點前的規模與效率瓶頸

儘管技術實現突破，但興森科技仍處於從技術驗證到規模化盈利的關鍵過渡期，面臨以下核心挑戰：

- **高階業務尚處投入期**：作為未來增長引擎的 FCBGA (ABF) 載板業務仍處於產能爬坡和客戶匯入階段，尚未實現盈利，對公司整體業績形成階段性拖累。
- **全球市場份額較低**：與欣興電子、揖斐電等國際巨頭相比，公司在全球 IC 載板市場的份額仍然微小，在全球供應鏈中的議價能力和影響力有限。
- **高層板良率差距**：雖然在低層板產品上良率已追平國際一線水平，但在技術更複雜、附加值更高的高層板領域，其良率與國際龍頭相比仍存在一定差距，這直接影響高階產品的盈利能力。
- **核心材料依賴進口**：ABF 載板的關鍵材料（如味之素積層膜）仍高度依賴進口，其供應穩定性和價格波動對成本控制構成潛在風險。

9.3 未來展望：2026-2028 年業績非線性增長的確定性路徑

展望未來三年，興森科技正站在業績爆發式增長的前夜。其增長路徑由明確的產能擴張、強勁的下游需求以及清晰的業績改善預期共同驅動。

- **增長預測**：我們預計，公司營收將從 2025 年的 71.95 億元增長至 2028 年的 130 億元以上，年複合增長率超過 25%。歸母淨利潤則將從 2025 年的 1.35 億元大幅增長至 2028 年的約 11 億元，
- **核心驅動力**：業績增長的核心驅動力源於廣州 FCBGA 專案的產能釋放與規模化量產。隨著產能利用率的提升和良率的持續改善，高價值的 FCBGA 產品將驅動半導體業務板塊大幅減虧甚至扭虧，成為公司最主要的利潤增長點。
- **戰略機遇**：AI/HPC 市場的爆發式增長與國產替代的政策視窗共同創造了歷史性機遇。作為國內唯一能夠滿足高階 AI 芯片載板需求的企業，公司已佔據承接本土供應鏈需求的戰略制高點，其產能消化路徑清晰。

9.4 風險提示與核心觀點

綜合以上分析，投資者需重點關注以下核心要點：

1. **聚焦 FCBGA 盈利拐點**關注 FCBGA 盈利拐點：投資者應重點跟蹤廣州基地的產能爬坡進度與良率提升趨勢，FCBGA 業務實現規模化盈利將是公司價值重估的核心催化劑。FCBGA 業務實現規模化盈利，這是公司價值重估的關鍵。
2. **關注供應鏈自主可控進程**：投資者需密切跟蹤國產 ABF 材料的驗證與應用進度，核心材料國產化是降低供應鏈風險、提升估值確定性的關鍵變數。
3. **跟蹤前沿技術佈局**：投資者應評估公司在玻璃基板、CPO 等下一代封裝技術的研發投入與專利儲備，這決定了其中長期技術競爭力與估值天花板的打開空間。

投資者在關注其巨大增長潛力的同時，也應警惕以下風險：全球半導體市場需求波動可能影響產能消化進度；高層板良率提升不及預期將侵蝕盈利能力；國際貿易環境變化可能帶來供應鏈不確定性；以及 FCBGA 專案持續虧損對公司財務的潛在拖累。