

东威科技 (688700.SH)

增持

2022 三季度报点评：国内 PCB 电镀设备龙头，PET 铜箔设备打开成长空间

核心观点

2022 年前三季度收入同比增长 20.98%，归母净利润同比增长 31.56%。公司 2022 年前三季度实现营收 6.82 亿元，同比增长 20.98%；归母净利润 1.46 亿元，同比增长 31.56%，公司前三季度业绩增长主要系公司新设备研发创新，新能源设备量产所致。单三季度公司实现营收 2.71 亿元，同比增长 26.07%，环比增长 24.75%；归母净利润 0.53 亿元，同比增长 26.87%，环比下降 1.51%。

2022 年前三季度盈利能力有所增强。公司 2022 年前三季度毛利率/净利率分别为 42.21%/21.39%，同比变动-1.03/+1.72 个 pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 6.75%/4.55%/-0.03%/7.79%，同比变动-0.65/-0.95/+0.37/+0.38 个 pct，期间费用率同比下滑 1.23 个 pct，公司净利率上涨主要系营收规模增长，规模效应推动期间费用率下降所致。

公司是国内 PCB 电镀设备龙头，PET 铜箔设备打开成长空间。公司自成立以来专注从事高端精密电镀设备及其配套设备的研发、设计、生产及销售，主要产品包括应用于 PCB 电镀设备、通用五金电镀设备以及应用于新能源动力电池及光伏领域的专用设备。2021 年公司 PCB 电镀设备/通用五金电镀设备/新能源动力电池负极材料设备收入分别为 6.62/0.74/0.10 亿元，占比分别为 82.27%/9.18%/1.20%。新能源领域专用设备是公司未来重点发展方向之一，应用于动力电池负极材料的 PET 铜箔设备已量产交付，光伏领域的电镀设备中试线也取得成功，未来将打开公司更大成长空间。

PET 铜箔前景广阔，公司在该领域具备先发优势，PET 铜箔设备订单充足。

PET 铜箔采用 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）基膜两边镀铜的“三明治结构”。与传统锂电铜箔相比，PET 铜箔具有安全性高、原材料成本低、能量密度高、寿命长等优势，具备良好的发展前景。目前下游锂电厂商积极加码复合集流体，进一步加速 PET 镀铜膜产业化。公司依托在 PCB 电镀领域技术积累，率先发力 PET 镀铜专用设备领域，先发优势明显，为国内唯一能够批量化生产 PET 铜箔设备的厂商，根据公司公告已获得超过 17 亿元铜箔设备订单，为后续业绩的持续增长提供强劲助力。

风险提示：PCB 电镀设备需求下滑风险；PET 铜箔产业化发展不及预期；光伏设备研发进展不及预期。

投资建议：公司当是国内 PCB 电镀设备龙头，将业务拓展至新能源领域，考虑到 PET 铜箔设备在手订单充足，受益新能源趋势有望保持快速成长，我们预计 2022-24 年归母净利润为 2.30/3.42/4.95 亿元，对应 PE 101/68/47 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	554	805	1,102	1,690	2,400
(+/-%)	25.6%	45.1%	37.0%	53.3%	42.0%
净利润(百万元)	88	161	230	342	495
(+/-%)	18.3%	83.2%	43.3%	48.4%	44.6%
每股收益(元)	0.80	1.09	1.57	2.32	3.36
EBIT Margin	18.5%	21.6%	22.1%	21.5%	21.9%
净资产收益率 (ROE)	24.5%	20.9%	24.2%	28.1%	30.9%
市盈率 (PE)	198.1	144.2	100.6	67.8	46.9
EV/EBITDA	166.0	132.7	95.7	65.6	46.8
市净率 (PB)	48.59	30.17	24.39	19.09	14.48

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

机械设备 · 专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

联系人：王向远

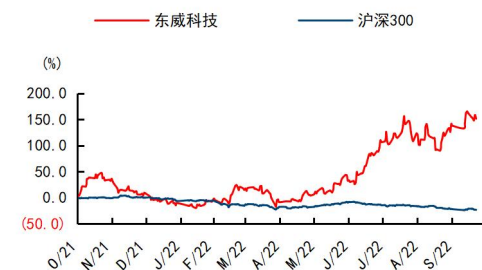
0755-81982646

wangxiangyuan@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	157.58 元
总市值/流通市值	23164/14025 百万元
52 周最高价/最低价	174.80/48.84 元
近 3 个月日均成交额	375.34 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1：东威科技 2022 年前三季度营业收入同比增长 20.98%



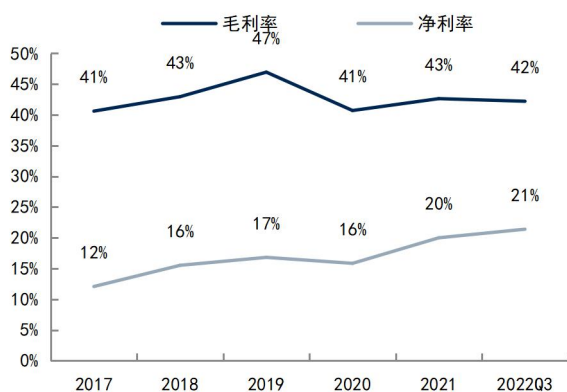
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：东威科技 2022 年前三季度归母净利润同比增长 31.56%



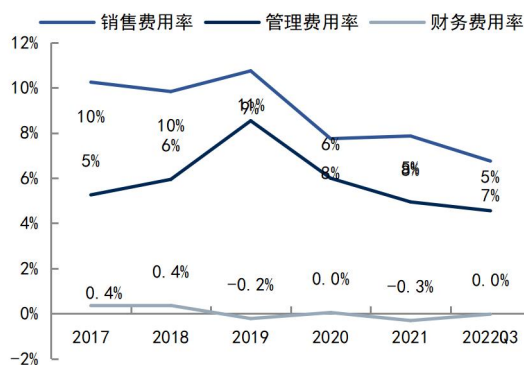
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：东威科技 2022 年前三季度盈利能力有所增长



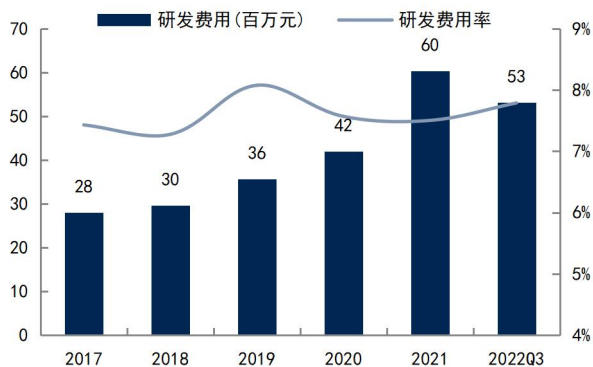
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：东威科技 2022 年前三季度期间费用率有所下降



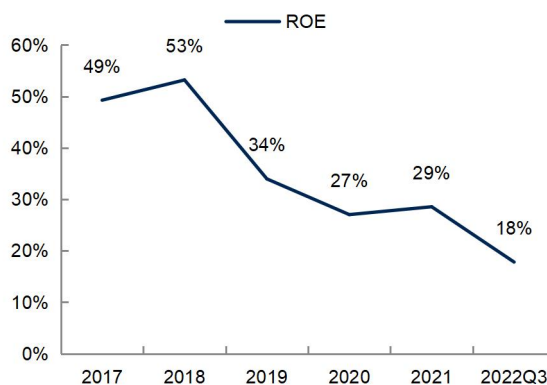
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：东威科技研发费用保持增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：东威科技 ROE 有所下降



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

PCB 电镀设备龙头 PET 铜箔设备打开成长空间

东威科技成立于 2005 年,主要从事高端精密电镀设备及其配套设备的研发、设计、生产及销售,主要产品包括应用于 PCB 电镀领域的垂直连续电镀设备、水平式表面处理设备;应用于通用五金电镀领域的龙门式电镀设备、滚镀类设备;应用于新能源动力电池及光伏领域的专用设备。近年来 5G 通讯、消费电子、汽车电子、工控医疗、航空航天等下游新兴领域的快速成长不断推进电镀设备向高阶发展,公司自主研发的垂直连续电镀设备可以用于各种基材特性、特殊工艺、应用场景的 PCB 的电镀制程,技术延展性好、设备适应性强。通过多年发展,公司已具有较强的市场竞争力及较高的品牌知名度,下游客户覆盖了大多数国内一线 PCB 制造厂商,同时也已成功将产品出口至日本、韩国、欧洲和东南亚等地区。

公司主要产品主要分为三大领域,第一是高端印制电路(PCB)电镀专用设备及配套设备,第二类是通用五金电镀设备,第三类面向新能源动力电池负极材料专用设备及光伏领域专用设备的研发与制造。

PCB 电镀专用设备及配套设备: PCB 电镀设备是 PCB 湿制程工艺中的关键设备,其性能高低和质量好坏能够在一定程度上决定 PCB 产品在集成性、导通性、信号传输等特性和功能上的优劣。垂直连续电镀设备通过利用减速马达带动钢带或链条在同一固定高度处水平传动,从而实现与钢带或链条相固定的镀件在不同工艺段槽体内的平稳传动与连续生产,具有性能较好、节能环保、维护简单、性价比高特点,未来市场前景较好。公司推出的垂直连续电镀设备凭借一体成型的传动结构等设计使电镀品质得以有效提升,在简化设备结构的同时实现 PCB 电镀的自动化、清洁化生产,在 PCB 电镀专用设备领域具有较高的市场竞争力,显著提高 PCB 电镀工艺的效率与品质,在行业内具有一定的示范效应。目前公司自主研发的垂直连续电镀设备与水平式表面处理设备应用在 PCB 制作的多道关键工序中,已形成了与产业的深度融合。

通用五金电镀设备: 通用五金电镀设备是一种用途广泛的定制化设备,通常需要用同一电镀设备生产加工不同镀层、不同材质、不同规格的多种产品。通用五金类电镀设备主要以龙门式电镀设备为主,可以完成挂镀、滚镀等多种电镀形式。公司推出的龙门式电镀设备主要用于大型半导体清洗,航空航天,汽车,5G 通讯,3C 产品等电镀领域,应用范围广泛。而连续滚镀线可以快速高品质完成电镀,同时降低产品在电镀阶段氢脆风险,大幅度提升产品镀层均匀性,节省化学品和电能成本。

新能源动力电池负极材料专用设备(PET 铜箔设备)及光伏领域专用设备: 锂电铜箔超薄化趋势下,复合铜箔将成为锂电池负极集流体的新选择。复合铜箔采用金属+聚合物薄膜+金属组合的“三明治”结构和磁控溅射、水电镀的关键工艺,复合铜箔实现了更高的能量密度、更低的成本和更高的安全性。公司在原有 PCB 电镀设备的基础上,提出两项重要技术“无张力同步传输技术”和“电流均匀传导技术”,克服传动轮转速不均、薄膜材料形变的问题。公司早在 2017 年就开始布局,并持续技术迭代,成为目前唯一可量产的设备厂商,其推出的卷式水平膜材电镀设备主要用于锂电动力电池和储能电池行业制作阴极载流板,同时也可以应用镀铜膜材基材生产;磁控溅射设备主要用于锂电动力电池和储能电池行业,为镀铜膜的前道工序;光伏镀铜设备主要用于光伏电池硅片等镀铜代替银浆。

表1：东威科技主营业务占比及盈利能力情况

业务板块	业务描述	2021 年收入（亿元）/占比	2021 年毛利率
垂直连续电镀设备	垂直连续电镀设备通过利用减速马达带动钢带或链条在同一固定高度处水平传动，从而实现与钢带或链条相固定的镀件在不同工艺段槽体内的平稳传动与连续生产，具有性能较好、节能环保、维护简单、性价比高等特点，主要用于消费电子、通讯设备、5G 基站、服务器、云储存、航空航天等。	6.55/81.44%	45.40%
龙门式电镀设备	龙门式电镀设备，主要用于大型半导体清洗，航空航天，汽车，5G 通讯，3C 产品等电镀领域，应用范围广泛。	0.64/7.98%	18.70%
卷式水平膜材电镀设备	双边夹卷式水平连续镀膜设备主要用于锂动力电池和储能电池行业制作阴极载流板，同时也可以应用镀铜膜材基材生产，也可用于各个行业柔性材料的金属化处理。	0.10/1.20%	31.18%
滚镀类设备	滚镀是在为产品提供装饰性和功能性电镀中最重要的电镀形式之一。连续滚镀线可以快速高品质完成电镀，同时降低产品在电镀阶段氢脆风险，大幅度提升产品镀层均匀性，节省化学品和电能成本。	0.10/1.19%	24.93%
水平式表面处理设备	水平除胶化铜设备用于 PCB 电镀前除胶及化铜制程；水平棕化设备，主要用于 PCB 板压合前制程；水平式电镀设备，主要用于 PCB 光伏电镀制程。	0.07/0.82%	32.28%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：东威科技主要子公司业务介绍

公司简称	公司名称	公司类型	主要业务
东威机械	昆山东威机械有限公司	子公司	主要负责部分龙门式电镀设备的售后服务。
广德东威	广德东威科技有限公司	子公司	主要负责垂直连续电镀设备、卷式水平膜材电镀设备的研发、设计、生产及销售。
深圳东威	深圳昆山东威科技有限公司	子公司	主要负责华南地区产品销售及售后服务。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表3：东威科技下游主要客户

应用领域	主要客户
PCB 制造行业	深南电路股份有限公司、红板（江西）有限公司、赣州深联电路有限公司、胜宏科技（惠州）股份有限公司、兰生机电有限公司、生益电子股份有限公司、真华成（香港）商贸有限公司、生益电子股份有限公司、江门崇达电路技术有限公司等。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

PCB 电镀设备：公司的 PCB 电镀设备包括垂直连续电镀设备和水平式表面处理设备。**(1) 垂直连续电镀设备：**随着下游 PCB 行业的稳步增长，PCB 电镀设备需求保持增长态势，东威科技作为我国垂直连续电镀设备龙头，该项收入有望保持稳健增长，预计 2022-2024 年垂直连续电镀设备收入增速分别为 15%/20%/20%，毛利率保持稳定，2022-2024 年均为 46%。**(2) 水平式表面处理设备：**该设备的作为电镀前道工序，主要作用是除胶化铜，与垂直连续电镀设备配套使用，需求有望保持快速增长。预计 2022-2024 年公司水平式表面处理设备营收增速分别为 70%/60%/50%；预计 2022-2024 年公司水平式表面处理设备业务的毛利率分别为 34%/35%/36%。

通用五金电镀设备：公司的通用五金电镀设备包括龙门式电镀设备和滚镀类设备。**(1) 龙门式电镀设备：**公司该设备历经多次迭代，2020-2021 年保持高速增长，产品持续放量，未来预计增速放缓，预计 2022-2024 年龙门式电镀设备收入增速分别为 70%/50%/30%，毛利率方面，随着设备放量，公司成本管控能力增强，预计 2022-2024 年毛利率稳步增长，分别为 22%/23%/24%。**(2) 滚镀类设备：**公司对该设备持续进行升级改造，2021 年开始大范围推广该产品并取得良好效果，预计 2022-2024 年滚镀类设备增速分别为 200%/100%/60%，毛利率也保持增长态势，预计 2022-2024 年毛利率分别为 25%/27%/29%。

新能源动力电池负极材料专用设备（PET 铜箔设备）及光伏领域专用设备：该类设备目前公司主要有卷式水平膜材电镀设备、磁控溅射设备以及光伏电镀设备。

(1) 卷式水平膜材电镀设备：随着 PET 复合铜箔的逐步产业化，下游铜箔制造厂商大幅扩张产能，对于 PET 铜箔设备需求也在逐步增大，根据公司所获订单，预计 2022-2024 年卷式水平膜材电镀设备收入增速分别为 1200%/200%/80%，毛利率逐步提升，分别为 35%/38%/40%。**(2) 磁控溅射设备：**随着 PET 铜箔设备需求逐渐扩大，磁控溅射设备需求增多，预计 2022-2024 年该设备收入分别为 0/0.8/1.44 亿元，毛利率分别为 0/35%/35%。**(3) 光伏专用设备：**光伏铜电镀能实现以铜代银，是降低银浆单耗的重要工艺之一，应用前景好。公司基于电镀工艺的积累和沉淀拓展光伏铜电镀设备，假设 2024 年营收 0.5 亿元，毛利率为 40%。

综上所述，预计公司 2022-2024 年营收 11.02/16.90/24.00 亿元，同比增长 37.01%/53.33%/44.01%，毛利率分别为 41.81%/40.82%/40.97%，毛利 4.61/6.90/9.83 亿元，同比增长 34.63%/49.71%/42.53%。

表4：东威科技业绩拆分预测

报告期（亿元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
垂直连续电镀设备								
收入	3.1889	3.1855	3.8933	4.7203	6.5532	7.54	9.04	10.85
增速		-0.11%	22.22%	21.24%	38.83%	15%	20%	20%
成本	1.8723	1.7371	2.0254	2.7837	3.5779	4.07	4.88	5.86
毛利	1.32	1.45	1.87	1.94	2.98	3.47	4.16	4.99
毛利率(%)	41.29%	45.47%	47.98%	41.03%	45.40%	46%	46%	46%
占主营业务收入比例	85.26%	78.74%	88.81%	85.42%	81.71%	68.74%	53.77%	45.46%
水平式表面处理设备								
收入			0.0675	0.1402	0.0664	0.11	0.18	0.27
增速				107.70%	-52.64%	70%	60%	50%

成本			0.0464	0.1056	0.0449	0.07	0.12	0.17
毛利			0.02	0.03	0.02	0.04	0.06	0.10
毛利率(%)			31.26%	24.68%	32.38%	34%	35%	36%
占主营业务收入比例			1.54%	2.54%	0.83%	1.03%	1.07%	1.13%
龙门式电镀设备								
收入	0.3203	0.5618	0.0352	0.1482	0.6423	1.09	1.64	2.13
增速		75.40%	-93.73%	321.02%	333.40%	70%	50%	30%
成本	0.2430	0.4386	0.0310	0.1042	0.5222	0.85	1.26	1.62
毛利	0.08	0.12	0.00	0.04	0.12	0.24	0.38	0.51
毛利率(%)	24.13%	21.93%	11.93%	29.69%	18.70%	22%	23%	24%
占主营业务收入比例	8.56%	13.89%	0.80%	2.68%	8.01%	9.96%	9.74%	8.92%
滚镀类设备								
收入	0.0075	0.0106	0.0107	0.0080	0.0961	0.29	0.58	0.92
增速		41.33%	0.94%	-25.23%	1101.25%	200%	100%	60%
成本	0.0113	0.0132	0.0125	0.0104	0.0721	0.22	0.42	0.66
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.02	0.07	0.16	0.27
毛利率(%)	-50.67%	-24.53%	-16.82%	-30.00%	24.97%	25%	27%	29%
占主营业务收入比例	0.20%	0.26%	0.24%	0.14%	1.20%	2.63%	3.43%	3.86%
卷式水平膜材电镀设备								
收入					0.0966	1.26	3.77	6.78
增速						1200%	200%	80%
成本					0.0665	0.82	2.34	4.07
毛利					0.03	0.44	1.43	2.71
毛利率(%)					31.16%	35%	38%	40%
占主营业务收入比例					1.20%	11.45%	22.40%	28.41%
磁控溅射设备								
收入							0.80	1.44
增速								80%
成本							0.52	0.94
毛利							0.28	0.50
毛利率(%)							35%	35%
占主营业务收入比例							4.76%	6.03%
光伏电镀设备								
收入								0.50
增速								
成本								0.30
毛利								0.20
毛利率(%)								40%
占主营业务收入比例								2.09%
其他主营业务								
收入	0.2235	0.2876	0.3772	0.5096	0.5652	0.68	0.81	0.98
增速		28.68%	31.15%	35.10%	10.91%	20%	20%	20%
成本	0.1091	0.1290	0.2104	0.2776	0.3279	0.39	0.46	0.56
毛利	0.11	0.16	0.17	0.23	0.24	0.29	0.35	0.42
毛利率(%)	51.19%	55.15%	44.22%	45.53%	41.99%	43%	43%	43%
占主营业务收入比例	5.98%	7.11%	8.60%	9.22%	7.05%	6.19%	4.84%	4.09%
整体								
营业总收入	3.7640	4.0739	4.4160	5.5449	8.0463	11.02	16.90	24.00
增速		8.23%	8.40%	25.56%	45%	37.01%	53.33%	42.01%
营业总成本	2.2357	2.3241	2.3429	3.2882	4.6159	6.41	10.00	14.17
增速		3.95%	0.81%	40.35%	40.38%	38.97%	55.93%	41.65%
营业总成本/营业总收入	59.40%	57.05%	53.05%	59.30%	57%	58.19%	59.18%	59.03%
毛利率	40.60%	42.95%	46.95%	40.70%	42.63%	41.81%	40.82%	40.97%
毛利	1.53	1.75	2.07	2.26	3.43	4.61	6.90	9.83

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

未来 3 年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2022-2024 年归属母公司净利润分别为 2.30/3.42/4.95 亿元，同比增长 43.3%/48.4%/44.6%。

表5：未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	554	805	1102	1690	2400
营业成本	329	462	641	1000	1417
营业税金及附加	5	6	7	12	16
销售费用	43	63	84	127	181
管理费用	33	40	49	68	92
研发费用	42	60	78	118	168
财务费用	0	(2)	(7)	(12)	(18)
投资收益	(1)	2	0	0	1
资产减值及公允 价值变动	6	9	6	7	7
其他收入	(50)	(68)	(78)	(118)	(168)
营业利润	100	181	257	383	553
营业外净收支	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
利润总额	99	180	256	383	552
所得税费用	11	19	26	41	58
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净 利润	88	161	230	342	495

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：数据样本选取 2014-2022 年专用设备行业公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.81；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.68%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 8.64%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 180.98 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.81
无风险利率	2.68%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	157.58
发行在外股数	147
股票市值(E)	23196
债务总额(D)	0
Kd	5.85%
T	10.06%
Ka	8.64%
有杠杆 Beta	0.81
Ke	8.64%
E/(D+E)	100.00%
D/(D+E)	0.00%
WACC	8.64%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表7：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	243.5	363.8	526.0	737.9	1,011.5	1,371.2	1,782.1	2,314.3	2,895.5	3,474.0	
所得税税率	10.06%	10.61%	10.44%	10.37%	10.47%	10.43%	10.42%	10.44%	10.43%	10.43%	
EBIT*(1-所得税税率)	219.0	325.2	471.1	661.4	905.5	1,228.2	1,596.3	2,072.7	2,593.5	3,111.6	
折旧与摊销	9.7	14.8	18.2	21.6	25.0	28.4	31.8	35.2	38.6	42.0	
营运资金的净变动	33.2	(15.2)	(22.7)	(29.1)	(45.0)	(177.3)	(105.1)	(167.2)	(218.3)	(178.1)	
资本性投资	(42.9)	(52.3)	(51.5)	(48.9)	(50.9)	(50.4)	(50.0)	(50.4)	(50.3)	(50.3)	
FCFF	218.9	272.5	415.1	605.1	834.7	1,029.0	1,473.0	1,890.3	2,363.6	2,925.2	44,924.9

PV (FCFF)	201.5	230.9	323.8	434.4	551.5	625.8	824.6	974.0	1,121.0	1,277.0	19,612.2
核心企业价值											
值	26,176.6										
减：净债务	(464.2)										
股票价值	26,640.7										
每股价值	180.98										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 8.2%–9.0%，永续增长率的变化范围为 1.6%–2.4%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 160.78–206.72 元。

表8：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.2%	8.4%	8.64%	8.8%	9.0%
永续 增长 率变 化	2.4%	206.72	198.11	190.08	182.57	175.54
	2.2%	201.19	193.03	185.39	178.24	171.53
	2.0%	196.03	188.26	180.98	174.16	167.74
	1.8%	191.18	183.78	176.83	170.31	164.16
	1.6%	186.62	179.56	172.92	166.67	160.78

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

公司是 PCB 电镀设备龙头企业，且在锂电及光伏领域发展迅速，目前在我国上市公司中无直接业务对标公司，考虑到芯碁微装主要产品之一 PCB 直接成像设备应用于 PCB 制造过程中的线路层及阻焊层曝光环节，是 PCB 电镀的后道工序，且公司客户覆盖深南电路、健鼎科技等 70 多家企业，与东威科技客户群高度重合，故选取芯碁微装作为其中一家可比公司。此外，由于 PCB 行业与半导体行业景气度高度相关，北方华创作为半导体设备公司，公司地位与平台化发展路径与东威科技具备相似性，故选取北方华创作为其中一家可比公司。考虑 PET 铜箔行业快速发展，设备需求增长势头强劲，公司 PET 镀铜设备有望快速发展，综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计 2022–2024 年归母净利润 2.30/3.42/4.95 亿元，对应 PE 101/68/47 倍，给予东威科技一年期合理估值 174.24–185.86 元（对应 2023 年 PE 值 75–80X）。

表9：可比公司相对估值（截至 2022 年 10 月 21 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本（亿股）	总市值（亿元）	收盘价	EPS				PE			
						2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
688630	芯碁微装	未评级	1.21	84.40	69.87	0.78	0.88	1.28	1.87	89.58	79.40	54.59	37.36
002371	北方华创	买入	5.28	1,387.54	262.62	1.08	2.05	3.86	5.40	243.17	128.11	68.04	48.63
					平均值	0.93	1.47	2.57	3.64	166.37	103.75	61.31	43.00
688700	东威科技	增持	1.47	231.96	157.58	0.80	1.09	1.57	2.32	198.11	144.18	100.64	67.83

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：芯碁微装为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计 2022–2024 年归母净利润 2.30/3.42/4.95 亿元，对应 EPS 为 1.57/2.32/3.36 元，一年期合理估值为 174.24–185.86 元，首

次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 174.24-185.86 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，最终给予公司 23 年 75-80 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

PCB 电镀设备需求下滑风险

公司产品主要应用于 PCB 行业，受下游消费电子、半导体等行业需求影响较大，同时国内疫情反复，PCB 行业景气度可能存在一定的波动，公司产品 PCB 电镀设备需求存在下滑风险。

PET 铜箔产业化发展不及预期

PET 铜箔相对传统锂电铜箔具备安全性高、原材料成本低、能量密度高、寿命长等优势，具备良好的发展前景。目前整体行业仍处于发展前期，未来仍存在 PET 铜箔行业发展不及预期，PET 铜箔设备需求不及预期的风险。

PCB 行业竞争加剧的风险

随着 PCB 设备国产化的推进，国内设备上将面临国外企业的直接竞争。同时随着我国 PCB 行业的持续增长以及国产替代的进行，预计将有更多的国内设备企业进入，市场竞争可能加剧。因此，公司存在竞争激烈导致市场份额以及盈利能力下降的风险。

光伏设备发展不及预期的风险

公司的光伏设备目前仍未量产，且光伏电镀设备的技术路径仍待验证，未大规模推广市场应用，未来仍存在光伏设备发展不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	146	191	367	571	895	营业收入	554	805	1102	1690	2400
应收款项	337	491	652	973	1323	营业成本	329	462	641	1000	1417
存货净额	224	341	457	710	1021	营业税金及附加	5	6	7	12	16
其他流动资产	33	55	55	100	141	销售费用	43	63	84	127	181
流动资产合计	739	1331	1784	2607	3634	管理费用	33	40	49	68	92
固定资产	81	127	155	195	231	研发费用	42	60	78	118	168
无形资产及其他	26	14	13	13	12	财务费用	0	(2)	(7)	(12)	(18)
投资性房地产	12	21	21	21	21	投资收益	(1)	2	0	0	1
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	6	9	6	7	7
资产总计	858	1492	1973	2836	3898	其他收入	(50)	(68)	(78)	(118)	(168)
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0	0	营业利润	100	181	257	383	553
应付款项	228	361	539	868	1255	营业外净收支	(1)	(0)	(0)	(1)	(1)
其他流动负债	251	332	448	711	993	利润总额	99	180	256	383	552
流动负债合计	479	693	987	1579	2248	所得税费用	11	19	26	41	58
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	22	31	35	42	49	归属于母公司净利润	88	161	230	342	495
长期负债合计	22	31	35	42	49	现金流量表（百万元）					
负债合计	500	724	1022	1621	2296	净利润	88	161	230	342	495
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	4	1	12	5	5
股东权益	358	769	951	1215	1602	折旧摊销	5	6	10	15	18
负债和股东权益总计	858	1492	1973	2836	3898	公允价值变动损失	(6)	(9)	(6)	(7)	(7)
关键财务与估值指标						财务费用	0	(2)	(7)	(12)	(18)
每股收益	0.80	1.09	1.57	2.32	3.36	营运资本变动	(2)	(78)	33	(15)	(23)
每股红利	0.21	0.30	0.33	0.53	0.73	其它	(4)	(1)	(12)	(5)	(5)
每股净资产	3.24	5.22	6.46	8.25	10.88	经营活动现金流	85	80	267	334	483
ROIC	28.21%	36.34%	45%	64%	83%	资本开支	0	(61)	(43)	(52)	(51)
ROE	24.53%	20.93%	24%	28%	31%	其它投资现金流	0	(253)	0	0	0
毛利率	41%	43%	42%	41%	41%	投资活动现金流	0	(314)	(43)	(52)	(51)
EBIT Margin	19%	22%	22%	22%	22%	权益性融资	(2)	313	0	0	0
EBITDA Margin	19%	22%	23%	22%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	26%	45%	37%	53%	42%	支付股利、利息	(23)	(44)	(48)	(78)	(108)
净利润增长率	18%	83%	43%	48%	45%	其它融资现金流	(23)	54	0	0	0
资产负债率	58%	48%	52%	57%	59%	融资活动现金流	(71)	279	(48)	(78)	(108)
股息率	0.1%	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	现金净变动	14	45	176	204	324
P/E	198.1	144.2	100.6	67.8	46.9	货币资金的期初余额	132	146	191	367	571
P/B	48.6	30.2	24.4	19.1	14.5	货币资金的期末余额	146	191	367	571	895
EV/EBITDA	166.0	132.7	95.7	65.6	46.8	企业自由现金流	0	23	219	272	415
						权益自由现金流	0	77	225	283	432

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032