

东威科技（688700）

CoWoP 搭配 HDI 带动高端电镀设备需求，设备龙头有望充分受益

增持（维持）

2025 年 08 月 19 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 李文意

执业证书：S0600524080005

liwenyi@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	909.23	750.00	964.38	1,136.30	1,266.38
同比（%）	(10.13)	(17.51)	28.59	17.83	11.45
归母净利润（百万元）	151.43	69.27	147.05	184.69	224.36
同比（%）	(29.01)	(54.25)	112.28	25.60	21.48
EPS-最新摊薄（元/股）	0.51	0.23	0.49	0.62	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	94.25	206.03	97.06	77.28	63.61

投资要点

■ **算力需求上行，CoWoP 搭配 HDI 推动 PCB 高端化、低成本化：**随着算力需求不断攀升，PCB 行业加速向高端化、低成本化发展。CoWoP（Chip on Wafer on PCB）工艺应运而生，通过省略传统封装基板，将芯片直接封装至 PCB 板上，简化工艺流程，缩短传输距离并降低传输损耗，有望成为下一代主流封装技术。HDI（High Density Interconnect，高密度互连）技术凭借其高密度布线能力，成为 CoWoP 的关键支撑。HDI 板线宽从 CoWoS-P 工艺的 20-30 μm 降低至 CoWoP 工艺的 10 μm ，需采用 mSAP（15 μm ）或 SAP（10 μm 以下）工艺实现精细布线，满足芯片与 PCB 之间的高密度互连需求。

■ **MSAP 与 SAP 工艺是实现 HDI 的关键工艺，新增高价值量先进电镀设备需求：**MSAP（改良半加成法）和 SAP（半加成法）工艺是实现高密度互连（HDI）的关键技术，尤其在 CoWoP 工艺中发挥重要作用。①MSAP 工艺通过在超薄基铜上选择性电镀加厚线路，再通过差分蚀刻去除未电镀的基铜，实现微米级线宽/线距。其绝缘基板沉铜工艺需要高均匀性化学镀铜，高价值量水平电镀&MVCP 设备需求有望放量。②SAP 工艺则通过在绝缘基板上沉铜、图形电镀、蚀刻等方式实现线路制造，能够实现更精细的线宽线距（10 μm 以下）。SAP 工艺在 MSAP 设备需求外，还需高精度图形电镀设备，用于加厚线路部分的铜层。

■ **电镀设备龙头技术底蕴深厚，有望充分受益于 HDI 电镀设备量价齐升：**公司针对 HDI（高密度互连）领域布局了高价值量的水平电镀设备和 MVCP 设备，有望充分受益于 HDI 电镀设备需求的增长：①水平镀三合一设备：相比垂直电镀，水平电镀在高纵横比通孔和微盲孔领域具有明显优势，更适用于高阶 HDI。公司设备已通过头部客户验证，0 到 1 国产替代进程可期。②MVCP（移栽式垂直连续电镀）设备：公司 MVCP 电镀线宽/线距最小可达 8 μm ，能够满足 MSAP 工艺的高精度要求，有望加速完成国产替代。③脉冲电镀设备：相比传统的直流电镀，脉冲电镀具备更好的深孔电镀能力和表面均匀性，充分满足高端 HDI 高纵横比微孔填充需求，市场前景广阔。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2025-2027 年归母净利润预测为 1.47/1.85/ 2.24 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 97/77/64 倍，我们看好公司成长性，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**CoWoP 工艺产业化不及预期，设备研发&出货进度不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.83
一年最低/最高价	16.95/51.00
市净率(倍)	8.15
流通 A 股市值(百万元)	14,272.54
总市值(百万元)	14,272.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.87
资产负债率(%，LF)	38.82
总股本(百万股)	298.40
流通 A 股(百万股)	298.40

相关研究

《东威科技(688700): 2024 年报&2025 年一季报点评：业绩短期承压，看好 PCB 设备&复合铜箔设备放量》

2025-05-05

《东威科技(688700): 2024 年三季报点评：业绩短期承压，静待复合铜箔设备放量》

2024-10-30

东威科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,719	1,643	2,202	2,287	营业总收入	750	964	1,136	1,266
货币资金及交易性金融资产	321	1,123	541	1,591	营业成本(含金融类)	499	597	707	786
经营性应收款项	703	445	854	525	税金及附加	8	10	10	10
存货	634	30	756	118	销售费用	39	58	66	70
合同资产	36	19	23	25	管理费用	57	77	85	89
其他流动资产	26	26	28	28	研发费用	83	116	131	139
非流动资产	999	987	974	960	财务费用	(4)	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	23	29	34	38
固定资产及使用权资产	363	351	338	324	投资净收益	18	19	23	25
在建工程	12	12	12	12	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	82	82	82	82	减值损失	(35)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	74	155	194	236
其他非流动资产	541	541	541	541	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	2,718	2,629	3,176	3,248	利润总额	74	155	194	236
流动负债	927	691	1,053	901	减:所得税	4	8	10	12
短期借款及一年内到期的非流动负债	2	2	2	2	净利润	69	147	185	224
经营性应付款项	454	293	590	392	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	368	269	318	354	归属母公司净利润	69	147	185	224
其他流动负债	103	128	143	154	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.23	0.49	0.62	0.75
非流动负债	57	57	57	57	EBIT	51	136	172	211
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	80	158	195	234
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.50	38.05	37.81	37.95
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	9.24	15.25	16.25	17.72
其他非流动负债	55	55	55	55	收入增长率(%)	(17.51)	28.59	17.83	11.45
负债合计	984	748	1,110	958	归母净利润增长率(%)	(54.25)	112.28	25.60	21.48
归属母公司股东权益	1,734	1,881	2,065	2,290					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	1,734	1,881	2,065	2,290					
负债和股东权益	2,718	2,629	3,176	3,248					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	94	793	(594)	1,035	每股净资产(元)	5.81	6.30	6.92	7.67
投资活动现金流	52	9	13	15	最新发行在外股份(百万股)	298	298	298	298
筹资活动现金流	(76)	0	0	0	ROIC(%)	2.76	7.11	8.25	9.18
现金净增加额	71	802	(581)	1,050	ROE-摊薄(%)	4.00	7.82	8.94	9.80
折旧和摊销	29	22	23	23	资产负债率(%)	36.22	28.47	34.96	29.50
资本开支	(78)	(10)	(10)	(10)	P/E (现价&最新股本摊薄)	206.03	97.06	77.28	63.61
营运资本变动	(16)	642	(779)	812	P/B (现价)	8.23	7.59	6.91	6.23

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。

免责声明

东吴证券股份有限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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。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。

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>