

AI 驱动 PCB 升级，电镀设备龙头迎放量拐点

——东威科技 (688700.SH) 首次覆盖报告

机械设备

报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据: 2025年12月24日
 收盘价(元) 36.89
 一年内最高/最低(元) 48.56/23.51
 市净率 6.1
 股息率(分红/股价) 0.27
 流通A股市值(百万元) 11,008
 上证指数/深证成指 3,941/13,486
 注:“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年09月30日
 每股净资产(元) 6.0
 资产负债率% 42.91
 总股本/流通A股(百万) 298/298
 流通B股/H股(百万) -/-

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源:聚源数据

相关研究

《中微公司(688012.SH):补齐CMP关键拼图,平台化战略再进一步》2025-12-19

《北方华创(002371.SZ):收购光学镀膜装备公司,加速关键环节国产替代》2025-12-12

《德昌电机控股(0179.HK)中期业绩点评:机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

证券分析师

王凯
 S0820524120002
 021-32229888-25522
 wangkai526@ajzq.com

投资要点:

■ **投资建议:** 我们预计公司 2025E/2026E/2027E 营业收入分别为 10.64/14.59/18.90 亿元, 同比增长 41.8%/37.2%/29.5%; 归母净利润分别为 1.47/2.36/3.25 亿元, 同比增长 112.5%/60.5%/37.3%, 对应 2025E/2026E/2027EPE 分别为 74.8/46.6/33.9 倍。**首次覆盖, 给予“买入”评级。**

■ **行业和公司情况:** 1) 公司为全球领先的电镀设备制造商, 垂直连续电镀设备在中国市占率 50%以上, 下游客户已覆盖大多数中国一线 PCB 制造厂商。在 AI 服务器及海外 PCB 扩产带动下, 高端电镀设备需求有望持续释放, 公司盈利受益于产品结构向高价值量升级。2) **行业:** ①**PCB:** 根据 PrismaMark, 受 AI 服务器需求高景气驱动, 全球 PCB 行业景气回升, 2025 年产值有望同比增长 7.6%至 791 亿美元, 其中 18 层以上高多层板增长达 41.7%, 2024-2029 年行业复合增速预计约 5.2%。②**PCB 设备:** 据 PrismaMark、灼识咨询, 全球 PCB 设备市场规模由 2024 年约 71 亿美元增长至 2029 年 108 亿美元, 对应 CAGR 为 8.7%; 根据华经产业研究院, 2024 年中国 PCB 电镀设备行业规模约 31 亿元, 同比增长 11.7%, 2020-2024 年 CAGR 达 8.7%; 在下游产能扩张及传统设备更新替换驱动下, PCB 电镀行业有望保持稳健较快增长。

■ **关键假设点:** 1) **收入:** 高多层板、HDI 及厚铜板需求增长带动电镀设备放量, 我们假设 2025E-2027E 公司高端印制电路设备收入同比增长 60%/45%/33%; 2) **毛利率:** 多层板需脉冲设备提升孔内电镀品质, 推动电镀设备单机升级, 我们假设高端印制电路设备业务毛利率升至 35.3%/37.0%/38.0%。

■ **有别于市场的认识:** 市场更多从 PCB 产能扩张角度理解公司成长性, 低估了 PCB 向高层数、厚铜及高可靠性演进过程中, 对电镀工艺一致性、电流控制精度及设备稳定性的技术升级需求。随着脉冲电镀、连续化电镀等高端工艺渗透率提升, 设备技术壁垒与工艺适配能力成为核心竞争要素, 公司在高端电镀核心技术上积累, 有望持续推升单机价值量与毛利率, 而非仅体现为周期性设备放量。

■ **股价表现的催化剂:** 公司 PCB 客户资本开支计划上修; 高速、高速低损耗材料(如 M9)在 PCB 中渗透率提升; 公司高端设备放量进度超预期等。

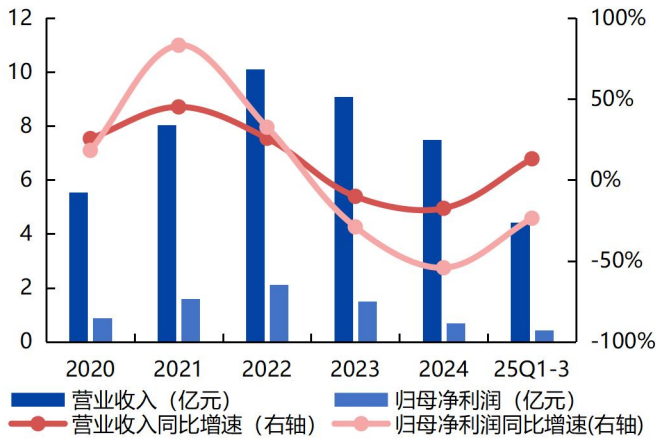
■ **风险提示:** PCB 需求不及预期风险; 公司设备放量不及预期风险; 行业竞争加剧及价格压力风险; 新材料、新工艺推进节奏不确定风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	909	750	1,064	1,459	1,890
同比增长率(%)	-10.1%	-17.5%	41.8%	37.2%	29.5%
归母净利润(百万元)	151	69	147	236	325
同比增长(%)	-29.0%	-54.3%	112.5%	60.5%	37.3%
每股收益(元/股)	0.51	0.23	0.49	0.79	1.09
毛利率(%)	41.7%	33.5%	33.9%	35.5%	36.5%
ROE(%)	8.7%	4.0%	7.8%	11.2%	13.3%
市盈率	55.9	158.9	74.8	46.6	33.9

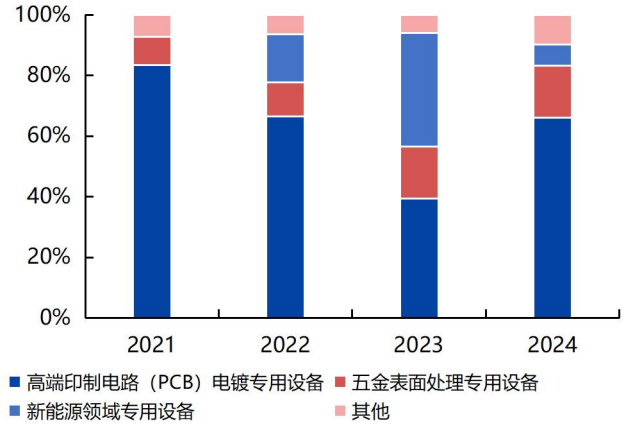
注:“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益;“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE
 数据截至 2025 年 12 月 24 日

图表 1: 2025 前三季度公司收入及归母净利润同比提升



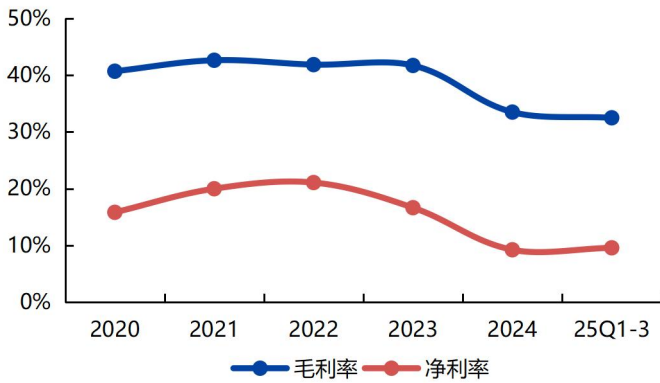
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 2: 2024 年公司 PCB 电镀设备收入占比提升



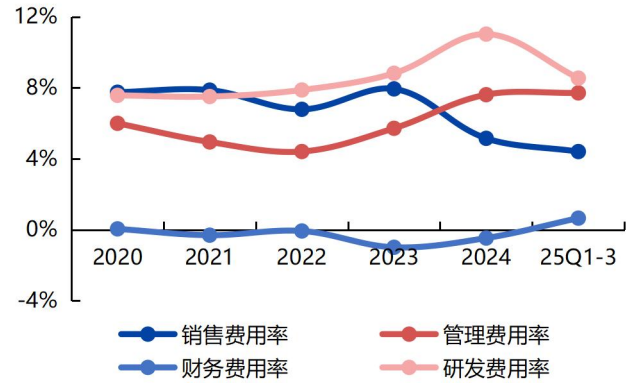
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 3: 2025 前三季度公司盈利能力提升



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 4: 2020-2025 前三季度公司费用率保持平稳



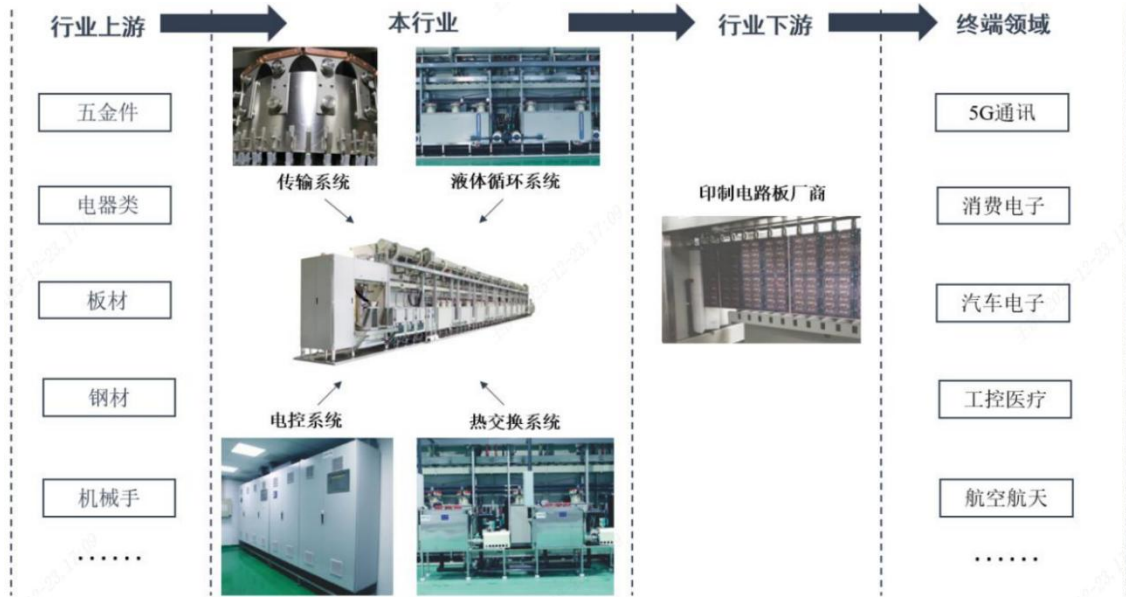
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 5: 公司主要产品为垂直连续电镀设备

主要产品	产品示意图	产品介绍
刚性板垂直连续电镀设备		主要用于刚性板 PCB 电镀领域, 实现自动化上下料连续电镀生产。
柔性板片对片垂直连续电镀设备		主要用于柔性板 PCB 电镀领域, 实现片式柔性板的自动上下料生产。
柔性板卷对卷垂直连续电镀设备		主要用于柔性板 PCB 电镀领域, 实现卷式柔性板整卷连续电镀生产。

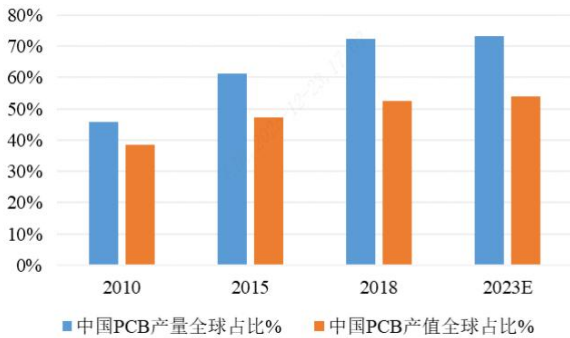
资料来源: 公司招股说明书, 爱建证券研究所

图表 6: PCB 电镀设备制造业产业链



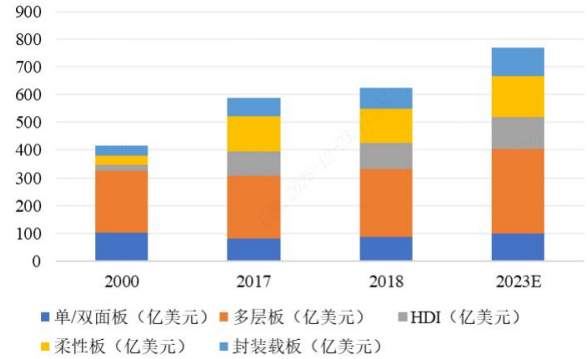
资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 7: 中国 PCB 产值和产量全球占比



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 8: PCB 产品类型及发展趋势



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 9: 全球及中国 PCB 电镀设备市场规模



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 10: 中国 PCB 电镀设备市场规模



资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 11: 公司收入及毛利率关键假设

亿元人民币	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	10.09	9.05	7.5000	10.64	14.59	18.90
YoY	25.8%	-10.3%	-17.1%	41.8%	37.2%	29.5%
毛利率	41.9%	41.7%	33.5%	33.9%	35.5%	36.5%
高端印制电路	6.70	3.57	4.91	7.86	11.39	15.15
YoY	1.3%	-46.8%	37.7%	60%	45%	33%
毛利率	43.4%	39.4%	34.3%	35.3%	37.0%	38.0%
五金表面处理	1.15	1.56	1.27	1.35	1.48	1.63
YoY	55.2%	36.3%	-18.6%	6%	10%	10%
毛利率	23.8%	27.7%	16.2%	15.0%	16.0%	16.0%
新能源领域	1.60	3.38	0.52	0.46	0.44	0.44
YoY		111.8%	-84.8%	-10%	-5%	0%
毛利率	48.5%	49.6%	48.5%	48.0%	48.0%	48.0%
其他(行业)	0.64	0.54	0.73	0.97	1.28	1.68
YoY	14.0%	-15.8%	34.4%	33%	32%	31%
毛利率	39.1%	44.4%	42.0%	42.0%	41.0%	40.0%

资料来源: Wind, 公司公告, 爱建证券研究所预测

图表 12: 可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
688630.SH	芯碁微装	140.0	1.2	2.3	3.5	4.6	47.3	62.0	40.0	30.2
301200.SZ	大族数控	124.3	0.7	1.6	2.7	3.8	50.5	76.1	46.4	32.5
688392.SH	骄成超声	121.7	0.7	1.2	2.0	3.1	54.5	101.9	61.8	39.4
	平均值						50.8	80.0	49.4	34.0
688700.SH	东威科技	36.9	0.2	0.5	0.8	1.1	126.9	74.8	46.6	33.9

资料来源: Wind, 爱建证券研究所 (可比公司业绩均为 Wind 一致预期, 基于 2025/12/24 数据)

风险提示

- 1) PCB 需求不及预期风险:** 若 AI 服务器、算力等领域景气度回落, 或下游客户资本开支放缓, 高多层板及 HDI 等高端 PCB 需求释放节奏可能低于预期。
- 2) 公司设备放量不及预期风险:** PCB 电镀设备受客户验证周期、项目交付及海外安装进度影响, 若验证或交付节奏延后, 相关设备放量及收入确认或低于预期。
- 3) 行业竞争加剧及价格压力风险:** 随着 PCB 设备国产化推进及新进入者增多, 行业竞争可能加剧, 若公司议价能力受限, 设备价格及毛利率存在承压风险。
- 4) 新材料、新工艺推进节奏不确定风险:** PCB 材料体系及电镀工艺持续演进, 若新材料或新工艺导入节奏放缓, 或技术路线发生变化, 相关设备需求及技术优势释放可能存在不确定性。

财务预测摘要:

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	153	224	388	450	592	净利润	151	69	147	236	325
应收款项	688	694	1,137	1,018	2,109	折旧摊销	20	25	30	31	32
存货	412	634	408	959	751	营运资本变动	256	-179	-204	-63	25
流动资产	1,597	1,719	2,047	2,503	3,455	经营活动现金流	-80	94	323	262	228
长期股权投资	0	0	0	0	0	资本开支	100	78	50	45	45
固定资产	228	359	389	411	430	投资变动	-492	124	117	169	58
在建工程	90	12	8	6	4	投资活动现金流	-585	52	-168	-214	-103
无形资产	73	82	77	72	67	银行借款	0	0	0	0	0
非流动资产	885	999	1,186	1,423	1,581	筹资活动现金流	643	-76	6	8	10
资产合计	2,482	2,718	3,233	3,926	5,036	现金净增加额	-17	71	164	62	141
短期借款	0	0	0	0	0	期初现金	169	153	224	388	450
应付款项	364	454	827	1,077	1,590	期末现金	153	224	388	450	592
流动负债	364	454	827	1,077	1,590						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
非流动负债	49	57	57	57	57						
负债合计	746	984	1,352	1,808	2,594						
股本	230	298	298	298	298						
资本公积	980	911	911	911	911						
留存收益	527	539	686	923	1,247						
归母股东权益	1,736	1,734	1,881	2,117	2,442						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
负债和权益总计	2,482	2,718	3,233	3,926	5,036						

利润表					
单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	909	750	1,064	1,459	1,890
营业成本	530	499	703	941	1,200
税金及附加	8	8	11	13	15
销售费用	72	39	59	76	100
管理费用	52	57	80	105	136
研发费用	80	83	120	146	198
财务费用	-9	-4	-9	-14	-16
资产减值损失	-13	-13	0	0	0
公允价值变动	2	1	2	2	1
投资净收益	11	18	0	0	0
营业利润	170	74	159	252	349
营业外收支	0	0	0	0	0
利润总额	169	74	158	251	349
所得税	18	4	11	15	24
净利润	151	69	147	236	325
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	151	69	147	236	325
EBITDA	189	99	194	291	392

财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力指标					
营业收入增速	-10.1%	-17.5%	41.8%	37.2%	29.5%
营业利润增速	-28.1%	-56.5%	115.1%	58.6%	38.7%
归母净利润增速	-29.0%	-54.3%	112.5%	60.5%	37.3%
盈利能力指标					
毛利率	41.7%	33.5%	33.9%	35.5%	36.5%
净利率	16.7%	9.2%	13.8%	16.2%	17.2%
ROE	8.7%	4.0%	7.8%	11.2%	13.3%
ROIC	8.7%	4.0%	7.8%	11.1%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	30.0%	36.2%	41.8%	46.1%	51.5%
净负债比率	0.43	0.57	0.72	0.85	1.06
流动比率	2.29	1.85	1.58	1.43	1.36
速动比率	1.65	1.14	1.24	0.86	1.04
营运能力					
总资产周转率	0.37	0.28	0.33	0.37	0.38
应收账款周转率	1.32	1.08	0.94	1.43	0.90
存货周转率	2.21	1.18	2.60	1.52	2.52
每股指标					
每股收益	0.66	0.23	0.49	0.79	1.09
每股经营性现金流	-0.35	0.31	1.08	0.88	0.77
每股净资产	7.56	5.81	6.30	7.10	8.18
估值比率					
市盈率	55.94	158.91	74.77	46.58	33.92
市销率	9.32	14.68	10.35	7.54	5.82
市净率	4.88	6.35	5.85	5.20	4.51
EV/EBIT	53.49	159.38	72.79	47.60	36.20
EV/EBITDA	47.88	119.43	61.57	42.48	33.22

资料来源:公司公告,聚源数据,爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。