



万联晨会

2025 年 10 月 20 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】
上周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.95%，深成指收跌 3.04%，创业板指收跌 3.36%。沪深两市成交额 19378.44 亿元。申万行业方面，银行、交通运输、纺织服饰领涨，电力设备、电子、机械设备领跌；概念板块方面，赛马概念涨幅居前，兵装重组概念、培育钻石、高压快充跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 2.48%，恒生科技指数收跌 4.05%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.52%，标普 500 收涨 0.53%，纳指收涨 0.52%。

【重要新闻】
【美国总统特朗普在最新的采访中继续释放缓和信号，暗示大门仍敞开着】特朗普政府正在低调地放松多项关税政策，近几周来已将数十种产品从其所谓的“对等关税”中豁免，并在各国与美国达成贸易协议时提出愿意将更多产品排除在关税之外。此举发生在最高法院将于 11 月上旬就“对等关税”举行听证会之前——一旦败诉，政府可能被迫退还已征收的大量关税。

研报精选

AI PCB 迎来景气扩张期，设备&材料有望受益
2025H1 机械设备板块营收及归母净利润双增长，盈利能力有所提升

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,839.76	-1.95%
深证成指	12,688.94	-3.04%
沪深 300	4,514.23	-2.26%
科创 50	1,363.17	-3.77%
创业板指	2,935.37	-3.36%
上证 50	2,967.77	-1.70%
上证 180	9,938.04	-2.12%
上证基金	7,114.51	-0.36%
国债指数	224.85	0.09%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	46,190.61	0.52%
S&P500	6,664.01	0.53%
纳斯达克	22,679.97	0.52%
日经 225	47,582.15	-1.44%
恒生指数	25,247.10	-2.48%
美元指数	98.43	0.10%

主持人： 李晨熾
Email: licw@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

上周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 1.95%，深成指收跌 3.04%，创业板指收跌 3.36%。沪深两市成交额 19378.44 亿元。申万行业方面，银行、交通运输、纺织服装领涨，电力设备、电子、机械设备领跌；概念板块方面，赛马概念涨幅居前，兵装重组概念、培育钻石、高压快充跌幅居前。港股方面，恒生指数收跌 2.48%，恒生科技指数收跌 4.05%；海外方面，美国三大指数集体收涨，道指收涨 0.52%，标普 500 收涨 0.53%，纳指收涨 0.52%。

【重要新闻】

【美国总统特朗普在最新的采访中继续释放缓和信号，暗示大门仍敞开着】特朗普政府正在低调地放松多项关税政策，近几周来已将数十种产品从其所谓的“对等关税”中豁免，并在各国与美国达成贸易协议时提出愿意将更多产品排除在关税之外。此举发生在最高法院将于 11 月上旬就“对等关税”举行听证会之前——一旦败诉，政府可能被迫退还已征收的大量关税。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

研报精选

AI PCB 迎来景气扩张期，设备&材料有望受益

——电子行业深度报告

行业核心观点：

随着 AI 算力建设持续推进，机器人、汽车电子等新兴领域快速发展，全球 PCB 市场规模稳步增长，需求有望维持高景气。PCB 是我国优势产业之一，我国 PCB 产值规模全球领先，出口规模持续增长，龙头企业技术布局较为领先。展望后市，高多层板及 HDI 等高端 PCB 的需求有望攀升，成为驱动全球 PCB 市场发展的核心力量。

投资要点：

全球 PCB 市场规模稳步增长，我国 PCB 产值规模领先：PCB 是组装电子零件用的关键互连件，下游应用领域广泛，全球 PCB 行业规模稳步增长，根据 Prismark 数据统计，2024 年全球 PCB 产值为 736 亿美元，同比增长 5.8%；预计 2025 年产值达到 786 亿美元，同比增长 6.8%。我国 PCB 行业产值规模全球领先，预计 2025 年我国 PCB 行业同比增长率将达 8.5%，其中在 AI 算力需求驱动下，多层板、HDI 板等领域的增长表现尤为强劲。从出口规模来看，2025 年 7 月我国 PCB 产业出口规模环比延续增长，7 月出口额再创 2024 年以来月度新高。

新兴领域拉动高端 PCB 需求增长，国内厂商业绩表现较为亮眼：从 PCB 下游应用领域来看，服务器&存储、汽车电子等新兴领域增长较快。全球算力龙头厂商技术及产品不断创新迭代，服务器及交换机市场规模稳步增长，有望推动 AIPCB 技术升级和需求增长。同时，AI+消费终端有望加速渗透，汽车电子化及智能化驱动车用 PCB 价值翻倍增量，机器人产业应用有望加速落地，均有望提振 PCB 需求。我国 PCB 厂商业务底蕴积累深厚，技术布局较为领先，已进入业绩收获期。

主流 PCB 厂商加速扩产，有望拉动上游设备及材料需求：国内主流 PCB 厂商加速扩充高端 PCB 产能，上游设备及材料有望受益。材料端，覆铜板成本占比较大，我国多家企

业积极布局 CCL 赛道。设备端，全球 PCB 设备市场规模稳步增长，其中钻孔设备及曝光设备价值量较大；同时，我国 PCB 设备龙头企业基本具备全球竞争力，有望受益于行业扩张。

投资建议：AI 浪潮持续推进，算力建设方兴未艾，随着推理需求爆发，AI 服务器和高速交换机出货有望保持增长，AIPCB 需求旺盛，高多层板及 HDI 市场需求增速相对较快；同时，机器人、汽车电子等新兴领域加速发展，有望同步拉动 PCB 需求。建议关注：1) 在 HDI、多层板等高端 PCB 领域前瞻布局的 PCB 龙头厂商；2) 主流 PCB 厂商加速扩产，有望拉动上游设备及材料需求，建议关注覆铜板材料、钻孔及曝光设备等领域的龙头厂商。

风险因素：中美科技摩擦加剧；全球贸易摩擦加剧；技术研发不及预期；AI 技术发展不及预期；下游需求复苏不及预期；市场竞争加剧。

分析师 夏清莹 执业证书编号 S0270520050001

分析师 陈达 执业证书编号 S0270524080001

2025H1 机械设备板块营收及归母净利润双增长，盈利能力有所提升 ——机械设备行业跟踪报告

投资要点：

2025H1 机械设备板块归母净利润增速高于营收增速，盈利能力和经营质量有所提升。2025 年 1-6 月机械设备板块实现营收 9,987.60 亿元，同比增长 9.31%；实现归母净利润 750.32 亿元，同比增长 21.91%。受益于新能源汽车、光伏、储能、半导体等战略性新兴产业的快速发展，为相关机械设备带来了巨大市场，同时中国机械设备在全球的竞争力不断增强，海外市场份额逐渐增多，机械设备收入和利润双增，行业整体经营环境良好。

2025H1 机械设备板块毛利率及净利率均有所提升，费用控制得到改善。2025 年 1-6 月机械设备板块整体毛利率与净利率分别为 23.17%和 8.08%，较 2024 年同期分别提升 0.06 和 0.86 个百分点。2025 年 1-6 月机械设备板块整体销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 4.15%、5.08%、-0.05%，较 2024 年同期分别下滑 0.42、0.20 和 0.47 个百分点。净利率的提升幅度大于毛利率，说明利润的增长主要不是靠涨价驱动，而是来自于严格的费用控制和运营效率的改善。尤其是在营收增长近 10%的规模下，费用没有同比例增长，“降本增效”成果较为明显。

机械设备各子板块：轨交设备Ⅱ板块业绩表现较好。子板块营收及归母净利润方面，2025 年 1-6 月通用设备、专用设备、轨交设备Ⅱ、工程机械及自动化设备板块分别实现营收 2,508.94 亿元、2,500.48 亿元、2,019.96 亿元、2,012.05 亿元及 946.17 亿元，同比+1.46%、+4.11%、+24.73%、+13.04%及+9.68%；分别实现归母净利润 153.54 亿元、192.02 亿元、126.59 亿元、204.98 亿元及 73.19 亿元，同比+19.23%、+18.36%、+47.76%、+27.72%及-6.52%。除自动化设备板块增收不增利之外，其余板块均实现了营收和归母净利润的双增长，轨交设备Ⅱ和工程机械板块成为拉动整体增长的主要引擎。子板块毛利率及净利率方面，2025 年 1-6 月通用设备、专用设备、轨交设备Ⅱ、工程机械及自动化设备板块毛利率分别为 21.11%、23.04%、21.49%、25.25%及 28.13%，净利率分别为 6.42%、8.62%、7.32%、10.38%及 7.85%。除自动化设备外，各子板块净利率具有不同程度的提升，其中专用设备板块净利率提升了 1.26 个百分点。自动化设备板块拥有机械设备板块内最高的毛利率，却陷入了净利润负增长的困境，更多来自于期间费用失控。高毛利率说明产品本身有较强的技术附加值和定价能力，然而净利率仅为 7.85%，意味着从毛利到净利的过程中，有超过 20 个百分点的收入被费用吞噬。

投资建议：SW 机械设备行业 2025 年行业整体营收、净利润表现均实现同比增长，盈利能力有所提升，费用端管控效果较为明显，机械设备板块已进入以“提质增效”为核心的高质量发展阶段，重点布局盈利能力强、增长确定性高的细分领域。①工程机械

板块：盈利质量提升，净利率和归母净利润增速表现较好，建议关注在电动化、国际化方面具备领先优势的龙头公司，其较强的成本控制能力和规模效应有望抵御周期波动，实现业绩的稳健增长。②轨交设备板块：作为“增长动能”的龙头，营收和归母净利润增速最为迅猛。在国内外基建投资加码的背景下，订单能见度高，业绩确定性较强，建议关注在手订单充足、现金流健康的龙头公司。

风险因素：政策效果不及预期风险、下游需求不及预期风险、市场竞争加剧风险。

分析师 蔡梓林 执业证书编号 S0270524040001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场