



汇成真空 (301392.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

国产真空镀膜设备供应商，产品覆盖

消费电子、工业等多领域

投资逻辑

公司是国内领先的真空镀膜设备厂商，深耕真空镀膜设备领域十余年。公司主要产品为 PVD 真空镀膜设备，涵盖了真空蒸发镀膜、真空磁控溅射镀膜和真空离子镀膜三种主流技术，可实现上述一种或多种技术组合，可满足客户的定制化需求，在消费电子领域与苹果及其产业链形成深度合作。根据公司招股说明书，公司于 2011 年进入智能手机等消费电子领域，凭借较强的研发能力及产品性能，于 2017 年成为富士康的供应商，2018 年进入苹果、捷普的供应链，近几年公司来自苹果产业链的年收入稳定在亿元以上、营收占比保持在两位数以上。目前，公司在真空镀膜市场的竞争者仍主要为跨国企业，如美国应用材料、德国莱宝等，公司产品与海外进口产品在主要性能、参数上基本相当，具备较强的市场竞争能力。公司积极布局新兴产业、拓展新的业务增长空间。公司产品期初主要应用在消费电子等领域，公司具备独立开发新领域业务的能力，后续亦积极向其他新兴产业拓展以降低对苹果公司及消费电子领域的依赖程度。汽车智能驾驶方面，与比亚迪、麦格纳等客户形成合作；工业品应用方面，与靖江港口等客户在飞机前挡玻璃、光刻掩膜版等领域形成合作；公司未来也重点加大了对新能源领域的资源投入，包括公司目前已推向市场的 PVD 铜箔复合集流体应用设备等。

IPO 情况:公司于 2024 年 6 月上市，公司本轮 IPO 发行新股 2,500 万股，发行价格为 12.20 元募集资金净额约 2.42 亿元，公司本轮 IPO 募投资金主要投入研发生产基地项目和真空镀膜研发中心项目，以及补充流动资金。

盈利预测、估值和评级

我们预测公司 24-26 年分别实现归母净利润 0.75/1.28/1.80 亿元，EPS 分别为 0.75/1.28/1.80 元，对应 PE 分别为 86/50/36 倍，我们给予公司 2025 年 65xPE 估值，对应目标价格为 83.2 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

市场需求波动的风险、技术更新迭代的风险、原材料价格波动的风险、限售股解禁的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 58.91 元

目标价 (人民币): 83.20 元



公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 571 | 522 | 576 | 721 | 878 |
| 营业收入增长率 | 6.86% | -8.53% | 10.35% | 25.12% | 21.76% |
| 归母净利润(百万元) | 71 | 81 | 75 | 128 | 180 |
| 归母净利润增长率 | -0.22% | 13.73% | -7.29% | 70.38% | 40.89% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.951 | 1.081 | 0.752 | 1.281 | 1.804 |
| 每股经营性现金流净额 | 2.39 | -0.10 | -0.61 | 0.84 | 1.25 |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 19.18% | 17.91% | 9.35% | 14.17% | 17.12% |
| P/E | 61.98 | 54.50 | 78.38 | 46.00 | 32.65 |
| P/B | 11.89 | 9.76 | 7.33 | 6.52 | 5.59 |

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

| | |
|---|----|
| 一、真空应用综合解决方案供应商，积极拓展新兴应用领域..... | 4 |
| 1.1 公司深耕于真空镀膜设备，具备完整的设备研发和配套工艺服务支持能力..... | 4 |
| 1.2 公司收入恢复增长趋势，运营指标相对稳定..... | 6 |
| 二、主攻消费电子领域，工业、半导体及其他领域多点布局..... | 8 |
| 三、盈利预测与投资建议..... | 12 |
| 3.1 盈利预测..... | 12 |
| 3.2 投资建议及估值..... | 13 |
| 四、风险提示..... | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1： 公司生产的真空镀膜设备应用领域广泛..... | 4 |
| 图表 2： 收入稳中有升，利润改善显著，2023 年盈利创新高，2024 年延续增长..... | 5 |
| 图表 3： 真空镀膜设备贡献公司主要收入（单位：百万元）..... | 5 |
| 图表 4： 公司近年下游应用领域中消费电子的占比相对较高（单位：%）..... | 5 |
| 图表 5： 公司股权相对集中，无单一股东绝对控股..... | 6 |
| 图表 6： 公司收入规模保持稳健，行业竞争加剧下呈现多元化格局（单位：百万元）..... | 6 |
| 图表 7： 公司 2023 年收入增速小幅下滑（单位：%）..... | 7 |
| 图表 8： 1-3Q24 综合毛利率开始稳步回升（单位：%）..... | 7 |
| 图表 9： 公司的研发费用率相对稳定（单位：%）..... | 7 |
| 图表 10： 3Q24 公司存货周转天数保持稳定（单位：天）..... | 8 |
| 图表 11： 公司应收账款周转天数略有上升（单位：天）..... | 8 |
| 图表 12： 公司剔除发出商品后的存货周转天数上升幅度较小（单位：天）..... | 8 |
| 图表 13： 1H24 全球经济有所复苏，消费需求逐步回暖..... | 9 |
| 图表 14： 2024 年中国手机市场呈现积极增长态势..... | 9 |
| 图表 15： 2024 年中国半导体当月销售额同比保持增长..... | 9 |
| 图表 16： 中国大陆集成电路产量呈上升趋势..... | 9 |
| 图表 17： 中国光电子器件产量变化情况..... | 10 |
| 图表 18： 真空镀膜起源于国外，外资厂商基于先发优势与大量投入的研发资金至今仍占据行业领先地位..... | 10 |
| 图表 19： 2022 年公司前五大客户销售占比达 60.48%..... | 11 |
| 图表 20： 1H23 公司前五大客户变动较大..... | 11 |
| 图表 21： 公司下游大客户中捷普和比亚迪电子的收入增速出现分化（单位：%）..... | 11 |
| 图表 22： 近几年公司在非苹果产业链的收入占比逐步提升..... | 11 |
| 图表 23： 公司分产品营收拆分..... | 12 |



图表 24: 可比公司估值比较 13



一、真空应用综合解决方案供应商，积极拓展新兴应用领域

1.1 公司深耕于真空镀膜设备，具备完整的设备研发和配套工艺服务支持能力

公司于 2006 年成立，2024 年在深交所上市。公司是以真空镀膜设备研发、生产、销售及其技术服务为主的真空应用解决方案的供应商，为不同行业客户提供定制化、专业化的真空镀膜设备及其工艺解决方案。下游应用领域包括消费电子、其他消费品、工业品、科研院所等。

真空镀膜是一种在高度清洁的真空环境中，利用物理或化学方法直接在材料表面沉积薄膜的技术。相较于传统的镀膜工艺，例如电镀和化学镀膜，真空镀膜技术具备更多样化的镀膜材料选择、更精准的膜层厚度控制、更优越的附着性能以及更广泛的应用领域。此外，真空镀膜技术在操作过程中展现出更高的能效、安全性和环保性。作为表面处理技术的一个关键分支，真空镀膜技术的应用范围广泛，从基础五金装饰到消费电子产品，从工业模具到航空航天领域均有涉及，已成为现代制造业中不可或缺的一部分。

图表1：公司生产的真空镀膜设备应用领域广泛

| 产品分类 | 主要用途及应用领域 | 应用示例 |
|---------------------|--|---|
| 真空镀膜设备-消费电子类 | 智能手机金属结构件（中框）镀膜，增强硬度、耐磨属性，提升美观度和手感，主要用于智能手机中框、各金属结构件等 |  |
| | 光学镜头、镜头保护片镀膜，具有增透、反射、红外截止、防污、耐磨等属性，用于各类型镜头制作工艺 |  |
| 真空镀膜设备-其他消费品 | 汽车抬头显示器、中控屏幕、电子后视镜等镀膜，可使其具有透明导电、高反射、减反射等特点，主要用于汽车电子、玻璃、车灯等消费品 |  |
| | 眼镜 AR+AS/AF 膜（减反+防污膜），蓝光膜，低紫外线膜等光学镀膜，应用于生活家居等 |  |
| 真空镀膜设备-工业品 | 飞机前档玻璃 ITO 镀膜，为适应各种极端天气，需非均匀分布电阻，实现均匀加热，应用在民用飞机领域 |  |
| | 切削刀具、钻头 etc 超硬膜、DLC 涂层，提高工具硬度、耐磨度等特点，提升了工具使用寿命，主要用于工模具与耐磨件 |  |
| | 用于光刻掩膜版镀膜，在玻璃或石英表面沉积金属铬及其氧化物或氮化物，主要用于半导体工艺制程 |  |
| 真空镀膜设备-新能源动力电池、复合铜箔 | 超薄复合铜箔的制备工艺是通过磁控溅射技术做成导电层，然后水电镀工序加厚到微米级厚度，或者先磁控溅射后蒸镀的方法，直接形成微米级厚度的铜层，实现高效、精密、环保的新一代超薄复合铝箔和复合铜箔制作 |  |

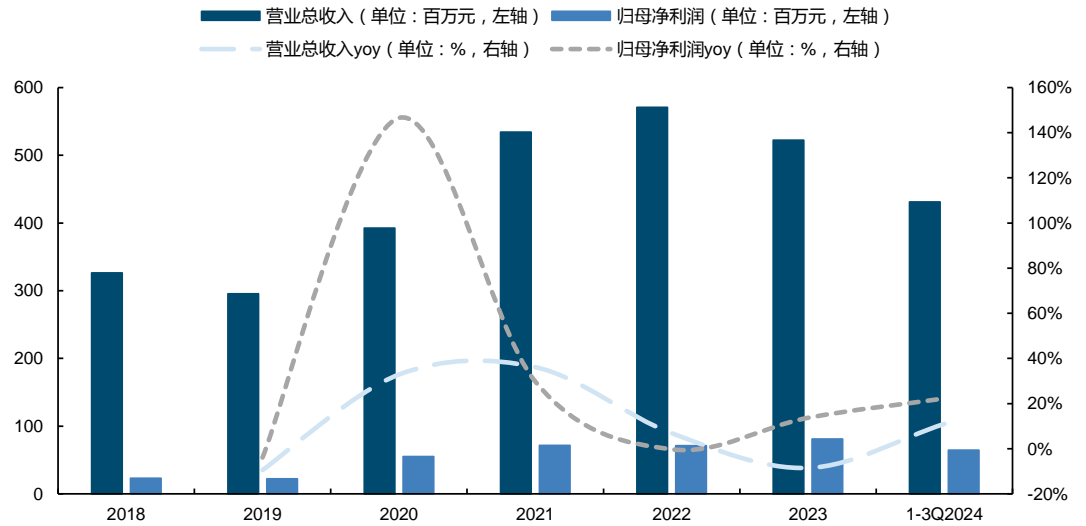
来源：公司招股说明书，公司公告，国金证券研究所

从历史数据来看，公司展现出持续向好的盈利能力。公司 2021-2023 年营业收入分别为 5.34 亿元、5.71 亿元和 5.22 亿元，同比增速分别为 36.13%、6.86% 和 -8.53%。归母净利润稳步增长，三年分别实现 0.71 亿元、0.71 亿元和 0.81 亿元，同比增速分别为



29.82%、-0.22% 和 13.73%，归母净利润三年复合增速为 13.78%。2024 年前三季度增长势头延续，1-3Q2024 公司实现营业收入 4.31 亿元，同比+10.99%；归母净利润 0.64 亿元，同比+22.31%。

图表2：收入稳中有升，利润改善显著，2023 年盈利创新高，2024 年延续增长

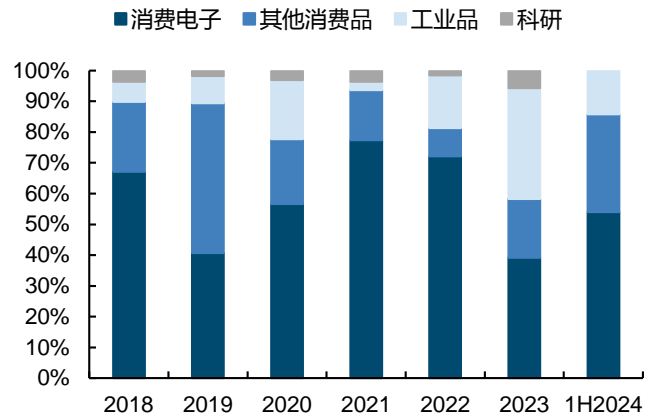
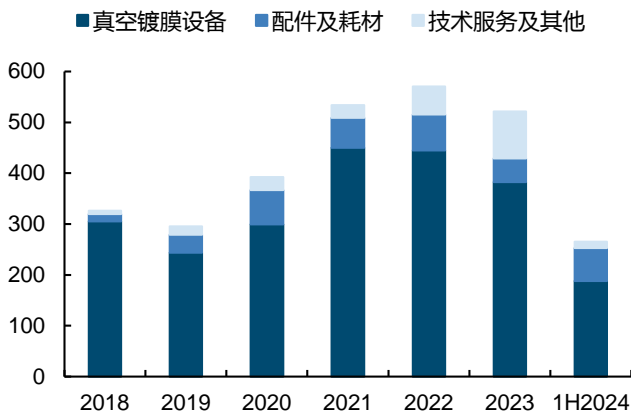


来源：Wind，国金证券研究所

主营业务收入方面，1H24 真空镀膜设备业务实现营收 1.88 亿元，占比达 64.62%，配件及耗材业务实现收入 6473 万元，占比 22.22%，其他业务占比为 4.16%。消费电子是公司的收入占比最高的下游应用领域，主要系近年来消费电子产品市场需求增长所致，公司在配件及耗材、其他消费品等领域的业务运营亦较为稳定。

图表3：真空镀膜设备贡献公司主要收入（单位：百万）

图表4：公司近年下游应用领域中消费电子的占比相对较高（单位：%）



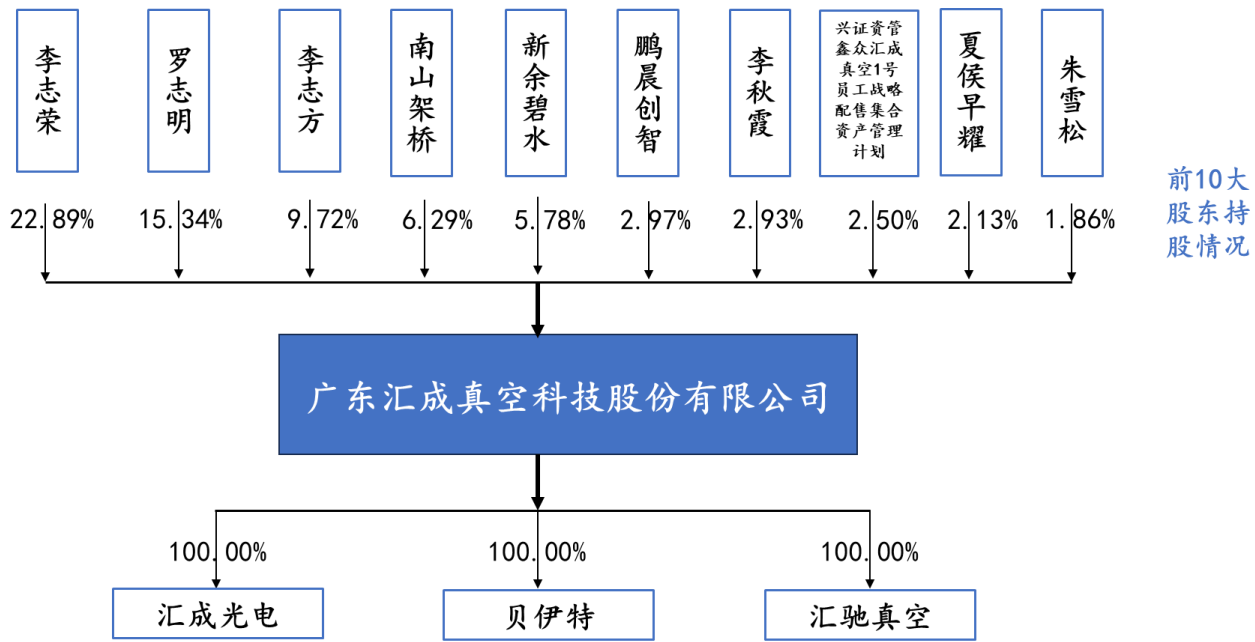
来源：公司招股说明书，Wind，国金证券研究所

来源：公司招股说明书，Wind，国金证券研究所

公司股权相对集中，没有单一股东绝对控股。公司的实际控制人为李秋霞、李志荣、罗志明和李志方，其中李志荣为最大股东，持股比例为 22.90%。占比前三的大股东（李志荣、罗志明、李志方）持股比例合计约 47.95%（三人持股比例分别为 22.89%、15.34%、9.72%）。



图表5: 公司股权相对集中, 无单一股东绝对控股



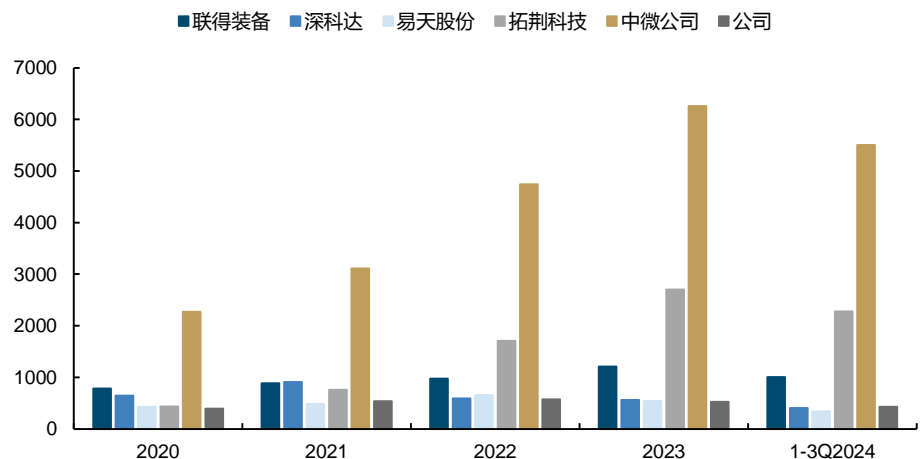
来源: Wind, 国金证券研究所

公司于2024年6月上市, 公司IPO发行新股2500万股, 发行价格为12.20元, 募集资金净额为24173万元, 募投资金主要投入2个项目以及补充流动资金项目。1) 研发生产基地项目: 项目建设期24个月, 募集资金投入1亿元, 公司计划购置各类新型自动化生产设备, 改善生产条件, 提高公司生产工艺水平, 从而实现更高的生产效率和生产精度, 并最终反映产品品质和性能的升级; 2) 真空镀膜研发中心项目: 项目建设期24个月, 募集资金投入7500万元, 项目将建设真空镀膜设备技术研究中心, 通过采购先进的研发设备、引进高端研发技术人才, 重点面向光学镀膜、柔性镀膜、半导体镀膜等领域进行研发, 进一步完善和升级公司现有产品结构。

1.2 公司收入恢复增长趋势, 运营指标相对稳定

受消费电子市场需求疲软的影响, 公司2023年营业收入同比下滑8.53%, 但工业品及其他消费品领域表现亮眼, 收入分别增长6189万元和3195万元, 对冲部分收入下滑压力。公司持续推进大客户战略, 与苹果、富士康等知名客户合作深入, 带动配件及耗材、技术服务收入快速增长。2024年前三季度, 公司实现营业收入4.31亿元 (YoY+10.99%), 归母净利润0.64亿元 (YoY+22.31%), 体现出多元化布局带来的增长韧性。

图表6: 公司收入规模保持稳健, 行业竞争加剧下呈现多元化格局 (单位: 百万元)



来源: Wind, 国金证券研究所

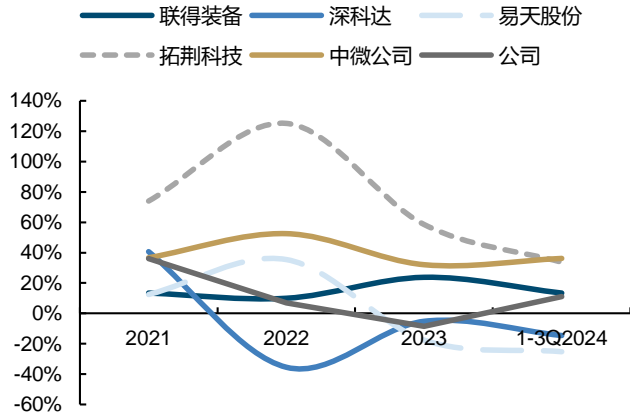
联得装备 2023 年收入达 12.07 亿元 (YoY+23.82%), 2024 年前三季度为 10.04 亿元



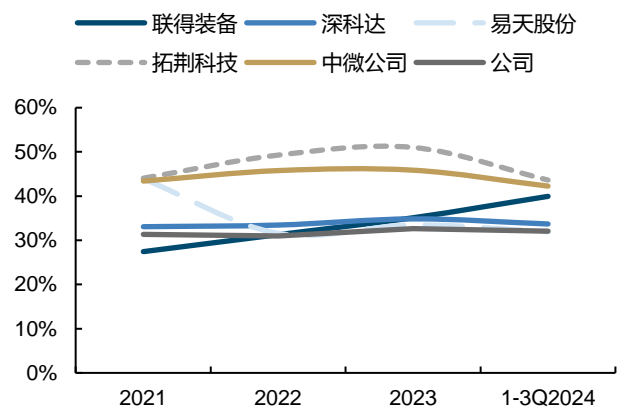
(YoY+13.37%)，主要得益于其在显示面板后道设备领域的领先地位、在 Mini LED、车载显示等领域的市场拓展。深科达受半导体行业需求疲软和新建惠州生产基地及新业务拓展等费用增长影响，2023 年收入为 5.58 亿元 (YoY-5.18%)，2024 年前三季度进一步降至 4.04 亿元 (YoY-14.53%)。易天股份因消费电子需求疲软、订单验收进度减缓，2023 年收入为 5.41 亿元 (YoY-17.50%)，2024 年前三季度为 3.41 亿元 (YoY-25.17%)。中微公司和拓荆科技则受益于核心技术突破和下游需求增长，2024 年前三季度收入分别同比 33.79% 和 +33.79%。

图表7: 公司 2023 年收入增速小幅下滑 (单位: %)

图表8: 1-3Q24 综合毛利率开始稳步回升 ((单位: %)



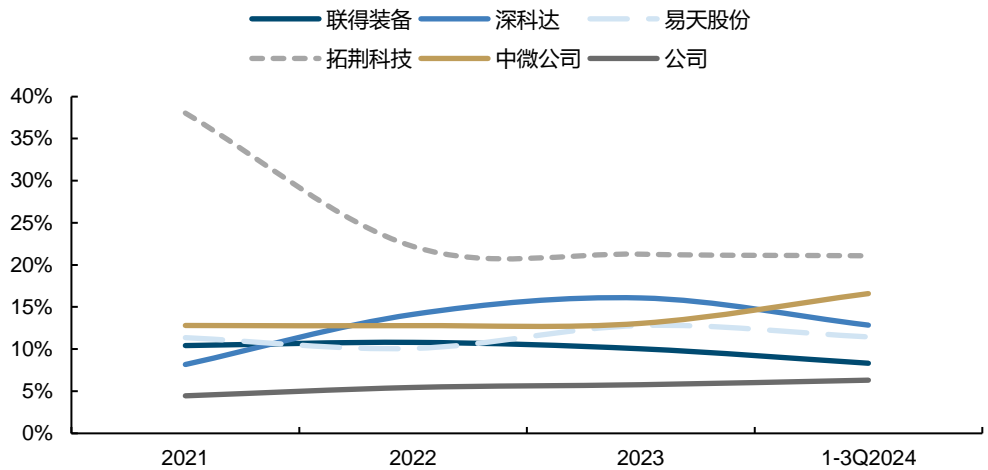
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

2021 年，公司实现收入同比增长 36.13%，表现优于同行均值，主要得益于核心业务的稳步发展。2022 年，由于行业需求波动，公司收入增速下降至 6.86%，略低于部分竞争对手。但随着工业品及消费品领域的快速拓展，2023 年收入降幅有所控制，仅为 -8.53%。截至 2024 年前三季度，公司收入增速回升至 10.99%。公司 2021 年的毛利率为 31.35%，略低于行业领先水平。2022 年，公司毛利率基本稳定在 30% 左右，2023 年小幅提升至 32.65%。截至 2024 年前三季度，公司毛利率为 32.06%，相较同行的毛利率波动更小。

图表9: 公司的研发费用率相对稳定 (单位: %)

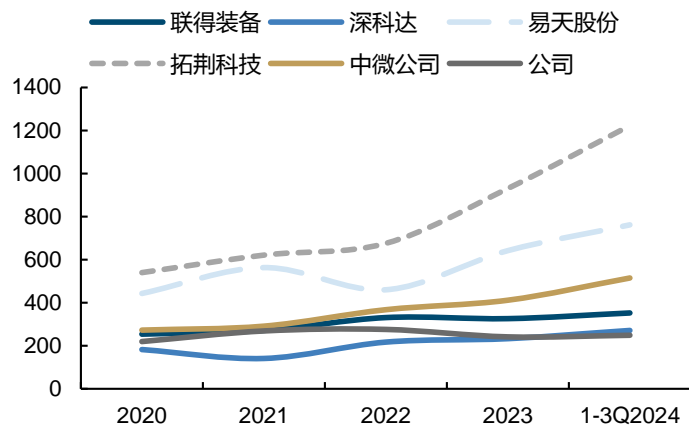


来源: Wind, 国金证券研究所

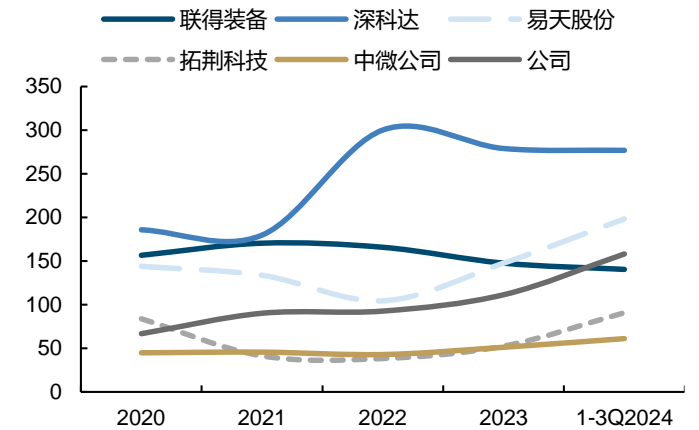
公司 2021-2023 年的研发费用率分别为 4.43%、5.44% 和 5.77%，1-3Q2024 的研发费用率为 6.32%。公司专注于真空镀膜设备，研发费用率相对稳定。



图表10: 3Q24 公司存货周转天数保持稳定 (单位: 天)



图表11: 公司应收账款周转天数略有上升 (单位: 天)

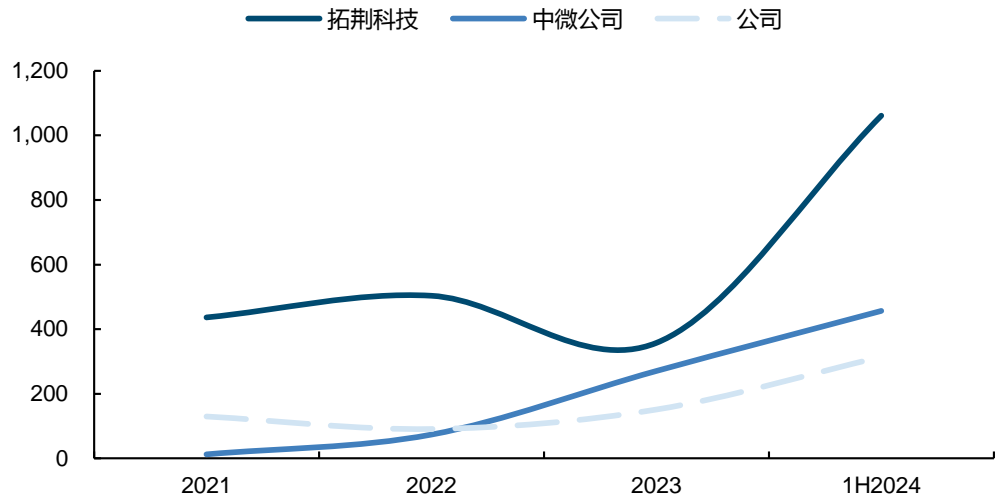


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

公司剔除发出商品后的存货周转天数上升幅度小于拓荆科技和中微公司, 根据 Wind 的数据, 拓荆科技 2021-2023 年发出商品的金额分别达到了 7.56 亿、13.12 亿和 19.34 亿元, 中微公司 2021-2023 年发出商品的金额分别为 8.64 亿、15.52 亿和 8.68 亿元, 1H24 拓荆科技和中微公司的发出商品金额分别达 31.62 亿和 27.66 亿元。考虑到中微公司和拓荆科技的存货中发出商品的金额占比相对较高, 我们剔除发出商品后计算得出的存货周转天数变化趋势与未剔除发出商品的存货周转天数基本一致。

图表12: 公司剔除发出商品后的存货周转天数上升幅度较小 (单位: 天)



来源: Wind, 国金证券研究所

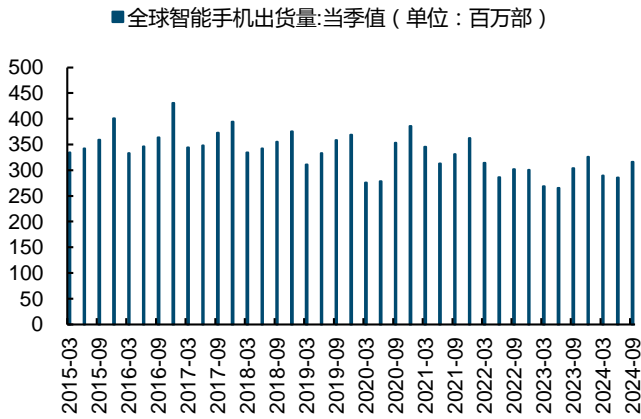
二、主攻消费电子领域, 工业、半导体及其他领域多点布局

真空镀膜技术在消费电子行业有着广泛应用, 如显示面板的生产过程中, 玻璃基板需要经过多次磁控溅射镀膜形成 ITO 玻璃, 再经过镀膜覆盖, 加工组装用于生产液晶显示器的显示面板。另外, 消费电子产品中的金属结构件、摄像头、玻璃应用等均需要真空镀膜工艺。

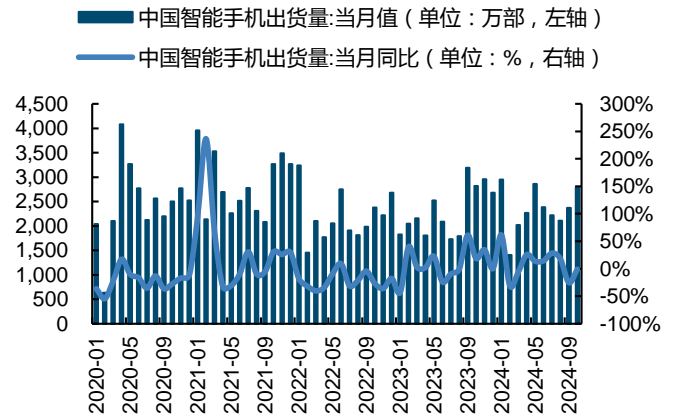
根据 Wind 的数据, 2024 年前三季度全球智能手机出货量为 8.9 亿部, 较上年度增长 6.34%, 连续四个季度实现同比反弹。根据 Canalys 的预测, 2024 年全球智能手机出货量预计为 12.2 亿部, 同比上升 6%。从长期来看, 全球智能手机市场发展不断成熟, 出货量长期维持在较高水平, 随着 5G 技术不断普及, 5G 智能手机由 5G 旗舰和中高端机型加速向中、低端市场下沉, 全面推动智能手机的更新换代。根据 Wind 的数据, 2024 年 1-10 月, 中国智能手机累计出货量为 2.34 亿部, 较上年同期增长 6.38%, 2024 年, 中国智能手机市场整体呈现出复苏态势。



图表13: 1H24 全球经济有所复苏, 消费需求逐步回暖



图表14: 2024 年中国手机市场呈现积极增长态势

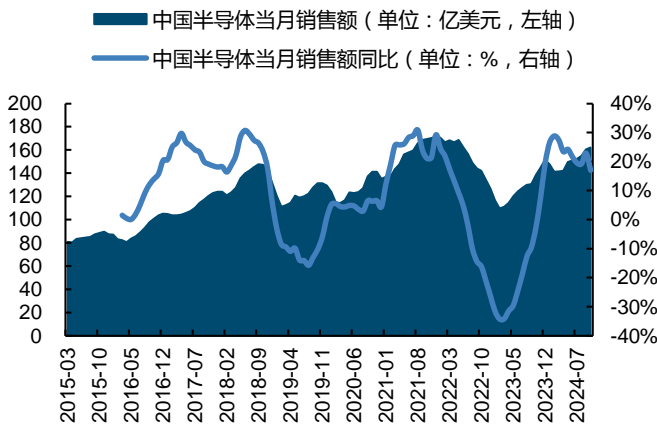


来源: Wind, 国金证券研究所

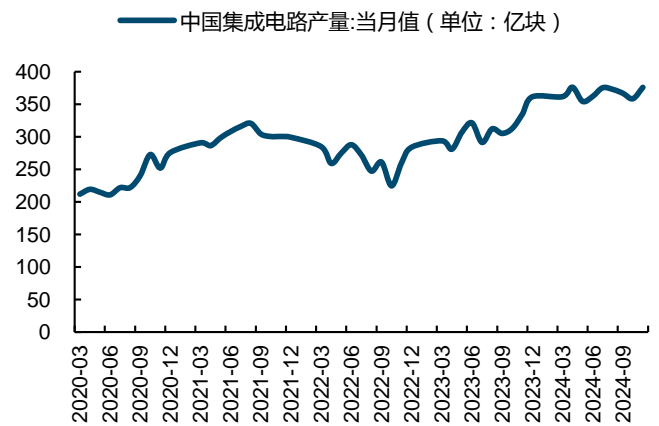
来源: Wind, 国金证券研究所

晶圆制造是集成电路产业中的核心环节, 并且与真空镀膜息息相关, 集成电路薄膜材料制造广泛采用的工艺为 PVD 与 CVD。集成电路中所使用的薄膜产品包括电极互连线膜、阻挡层薄膜、接触薄膜、光刻薄膜、电容器电极膜、电阻薄膜等都要用到溅射镀膜工艺。近年来, 中国集成电路行业不断推出新政策, 随着物联网、可穿戴设备、5G 等下游产业的进一步兴起, 集成电路行业迎来快速发展阶段, 根据 Wind 的数据, 2024 年 1-11 月年我国的集成电路市场产量为 3304.4 亿块, 同比增长 19.71%, 2024 年中国半导体销售额为 1,502.40 亿美元, 同比增长 22.93%。

图表15: 2024 年中国半导体当月销售额同比保持增长



图表16: 中国大陆集成电路产量呈上升趋势



来源: Wind, 国金证券研究所

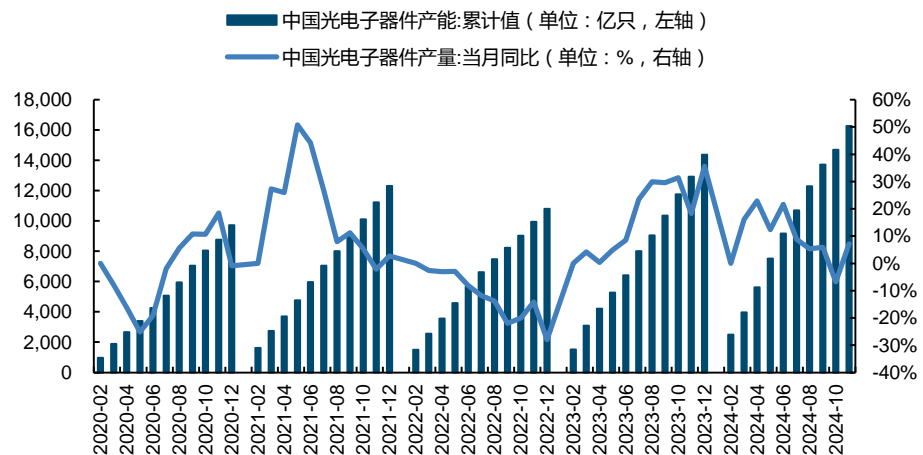
来源: Wind, 国金证券研究所

除了在消费电子领域的持续深入外, 公司亦积极拓展其他新兴产业或经济附加值高的产业, 如汽车智能驾驶方面的比亚迪、麦格纳等客户, 工业品应用如飞机前挡风玻璃(靖江港口)、光刻掩膜版等领域, 新能源应用领域如 PVD 铜箔复合集流体应用(亨通光电、嘉元科技)等, 以及季华实验室等科研院所, 以实现产品多元化发展。公司具备独立开发新领域业务的能力, 并将积极进行市场开拓以降低对苹果公司及消费电子领域的依赖程度。

目前光学光电子器件的应用领域中, 各类摄像头模组、生物识别技术产品、5G 通讯技术和设备的创新是未来光学光电子器件的主要增量市场。从产业链来看, 下游及终端客户对上游光学光电子器件的要求更加精密、轻薄, 加工工艺更加高效、精准、复杂。随着下游智能手机摄像、识别模组的升级、自动驾驶技术的成熟、安防监控摄像机的智能化到无人机的普及等, 直接带动光学光电子器件的市场需求。根据 Wind 的数据, 2024 年 1-11 月中国光电子器件产量达 16263.7 亿只, 较去年同期增长了 25.79%。未来生物识别技术在消费电子中的应用、芯片材料的改良改进等外部技术的进步, 光学光电子器件行业也将迎来新的发展机遇。



图表17: 中国光电子器件产量变化情况



来源: Wind, 国金证券研究所

在全球汽车产业电动化的浪潮下,动力电池未来仍有数倍的增长空间。复合铜箔是新型锂电池集流体材料核心材料,对锂电池的循环寿命、能量密度、安全性等重要性能都有较大影响。超薄复合铜箔的制备工艺是通过磁控溅射技术做成导电层,然后水电镀工序加厚到微米级厚度,或者先磁控溅射后蒸镀的方法,直接形成微米级厚度的铜层。国金电车预测复合铜箔 25 年将迎来 0-1 大规模应用。复合铝箔 (MA): 24 年已在 3C 数码、车端实现实现小批量出货;复合铜箔 (MC): 23 年行业解决了 pp 膜的掉粉、方阻等产品质量问题,24 年围绕磁控溅射和水镀设备效率和降本问题进行了快速迭代,目前行业正在解决复合集流体电芯生产线的良率和成本问题,有望逐步达到批量应用条件。

图表18: 真空镀膜起源于国外, 外资厂商基于先发优势与大量投入的研发资金至今仍占据行业领先地位

| 公司名称 | 主营业务 | 所在地 | 公司性质 |
|----------------|--|------|---------|
| 应用材料 | 主营业务向半导体、显示器及相关行业提供制造设备、服务和软件,在半导体领域的主要产品为芯片制造领域的各种制造设备 | 美国 | 境外上市公司 |
| 日本光驰株式会社 | 主要从事光学薄膜设备及其相关零部件的制造和销售,产品广泛应用于 LED 显示、光通信、半导体、消费电子等领域 | 日本 | 境外上市公司 |
| 德国莱宝 | 主要从事真空泵、真空系统、以及包括真空镀膜设备在内的真空应用设备的制造和销售,该公司产品目前主要为光学、光伏、半导体、医疗器械等 | 德国 | 境外非上市公司 |
| 冯·阿登纳 | 主要产品为玻璃、晶片、金属带和聚合物薄膜等材料上的真空镀膜开发和生产工业设备,应用于太阳能电站建筑玻璃,智能手机和触摸屏的显示屏等领域 | 德国 | 境外非上市公司 |
| 爱发科 | 主要从事真空机械业务、真空应用等业务等,产品主要应用在能源、环保、运输、医药、食品、化工、生物工程等领域 | 日本 | 境外上市公司 |
| 湘潭宏大真空技术股份有限公司 | 该公司主营业务为大型连续镀膜生产线为主的各类真空镀膜设备研发、设计、生产、销售及技术服务,主要包括建筑装饰玻璃连续镀膜生产线、平板显示导电膜玻璃连续镀膜生产线、非晶硅薄膜太阳能电极连续镀膜生产线、装饰连续镀膜生产线等 | 中国湖南 | 境内非上市公司 |
| 广东振华科技股份有限公司 | 主营业务包括真空设备制造与销售,技术服务与支持,主要产品有蒸发系列镀膜设备、磁控系列镀膜设备、光学系列镀膜设备、连续性镀膜生产线以及其他真空设备等 | 中国广东 | 境内非上市公司 |
| 拓荆科技 | 主要从事高端半导体专用设备的研发、生产、销售与技术服务。目前已形成 PECVD、ALD、SACVD、HDPCVD 等薄膜设备产品系列,产品系列广泛应用于国内逻辑、存储芯片等制造产线 | 中国辽宁 | 境内上市公司 |

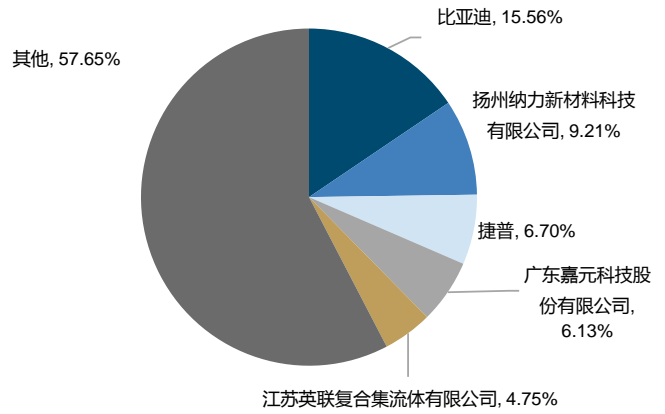
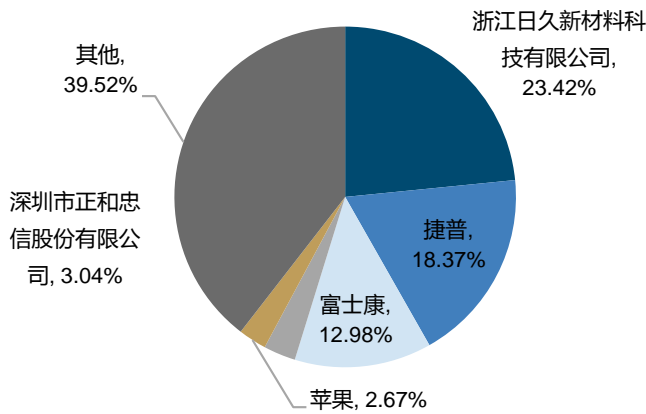
来源: 公司招股说明书, Wind, 国金证券研究所



公司的真空镀膜设备客户分布较广，不同行业的应用经验形成了公司丰富的技术和工艺储备。公司的产品也涵盖了蒸发镀膜、磁控溅射镀膜、离子镀膜等主要真空镀膜技术及其组合应用，设备形态包括了单机和连续线，可以满足不同客户的需要。2022 年和 2023 年上半年，公司前五名客户实现收入合计分别为 3.45 亿元和 1.06 亿元，占营业收入的比例分别为 60.48%和 42.34%，前五大客户集中度相对较高，主要系公司下游消费电子行业集中度较高以及公司实施的大客户战略，主要客户包括富士康、比亚迪、苹果公司、捷普等国内外知名企业。

图表19: 2022 年公司前五大客户销售占比达 60.48%

图表20: 1H23 公司前五大客户变动较大



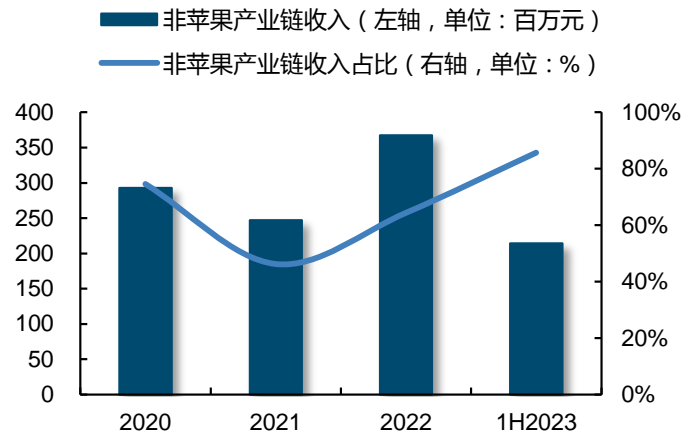
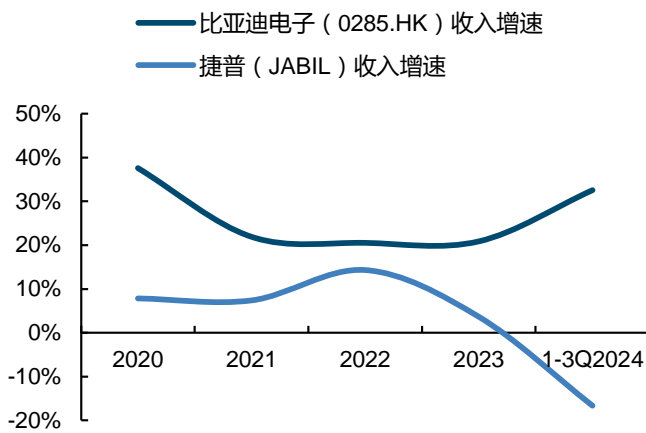
来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

在公司的前五大客户中，部分客户如富士康、比亚迪、捷普等占比较稳定，主要系下游市场需求取决于下游客户的产能投放情况，所在行业的景气程度主要受下游行业的固定资产投资周期和产能扩张周期影响。消费电子产品具有加工工艺精细、技术要求高、更新速度快、需要持续创新等特点，以智能手机为代表的智能电子产品每隔一年半至两年即进行一次较大规模的性能和功能更新。产品的快速更新换代直接影响到消费电子产品制造业生产设备的更新速度，提高了该行业固定资产投资的更新频率。因此以富士康、比亚迪、捷普为代表的消费电子行业领域的客户，对真空镀膜设备有持续的新增、更新需求，该类客户的订单相对比较稳定。

图表21: 公司下游大客户中捷普和比亚迪电子的收入增速出现分化 (单位: %)

图表22: 近几年公司在非苹果产业链的收入占比逐步提升



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 公司招股说明书, 国金证券研究所

注: 捷普最新数据为 2025 财年一季报数据, 比亚迪电子最新数据为 2024 财年前三季度数据

近几年来，公司通过与苹果公司深度合作树立良好的市场形象和口碑，对非苹果产业链客



户已经具备较强的持续拓展新客户的能力。2023 年以来，公司下游大客户中捷普和比亚迪电子的收入增速出现分化，根据 Wind 的数据，2024 年前三季度，比亚迪电子的收入增速为 32.54%，而捷普在 2024 年前三季度的收入同比下滑 16.61%。公司通过不断研发新型真空镀膜设备和开拓其他业务，在行业内形成了品牌效应，逐步切入国内知名企业的供应商体系，为公司业绩成长提供了有力保障。随着公司的产能规模持续扩大，在满足苹果产业链相关合作的需求外，公司也在努力推动非苹果产业链的客户开拓和销售业绩的增长，根据公司招股说明书的数据，1H23 公司的非苹果产业链收入占比已提升至 85.69%，公司对苹果产业链的依赖已显著降低。

三、盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

公司是国内领先的真空镀膜设备厂商，深耕真空镀膜设备领域十余年，已在消费电子领域与苹果及其产业链形成深度合作。近几年公司来自苹果产业链的年收入稳定在亿元以上，营收占比保持在两位数以上，覆盖了苹果公司、富士康和捷普等行业头部客户。根据 Canalys，2024 年 Q3 全球智能手机出货量同增 5%，Canalys 预测 2024 年全球智能手机出货量预计为 12.2 亿台，同比上升 6%，消费电子需求持续复苏。新能源汽车受益于智能化+电动化。根据乘联会，11 月新能源乘用车销量为 128 万辆、同比增长 52%。预计 2024 年新能源乘用车销量为 1093 万辆，同增 39.6%。半导体产业链逆全球化，美日荷政府相继正式出台半导体制造设备出口管制措施，半导体设备自主可控逻辑持续加强，我们预计公司 2024-2026 年真空镀膜生产线设备板块收入分别为 4.01、5.02、6.02 亿元 (YoY+5%/25%/20%)。毛利率方面，2024 年消费电子需求呈复苏趋势，公司持续优化其业务结构，我们预测未来公司的毛利率稳中向好，2024-2026 年公司综合毛利率分别为 31.62%、32.56%、33.92%。

公司费用率整体保持平稳。我们预测公司 2024-2026 年销售费用率分别为 3.50%/3.30%/3.20%。公司核心管理团队稳定，管理费用率保持可控，预计 2024-2026 年管理费用率分别为 6.45%/5.80%/5.60%。公司重视研发，持续保持高额研发投入，预计 2024-2026 年研发费用率分别为 6.30%/6.00%/5.80%。

图表 23：公司分产品营收拆分

| | 单位 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|-----|---------|---------|--------|--------|--------|
| 真空镀膜生产线设备 | | | | | | |
| 营收 | 百万元 | 444.55 | 382.27 | 401.38 | 501.73 | 602.08 |
| YoY | % | -1.20% | -14.01% | 5.00% | 25.00% | 20.00% |
| 毛利率 | % | 23.97% | 31.57% | 29.61% | 31.30% | 33.02% |
| 配件及耗材 | | | | | | |
| 营收 | 百万元 | 71.25 | 46.69 | 53.69 | 61.75 | 71.01 |
| YoY | % | 21.30% | -34.47% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | % | 62.20% | 52.65% | 50.59% | 51.02% | 50.16% |
| 技术服务及其他 | | | | | | |
| 营收 | 百万元 | 55.00 | 93.15 | 121.10 | 157.42 | 204.65 |
| YoY | % | 116.03% | 69.36% | 30.00% | 30.00% | 30.00% |
| 毛利率 | % | 47.13% | 27.07% | 29.87% | 29.33% | 30.96% |
| 合计 | | | | | | |
| 营业总收入 | 百万元 | 570.80 | 522.11 | 576.17 | 720.90 | 877.74 |
| YoY | % | 6.86% | -8.53% | 10.35% | 25.12% | 21.76% |
| 销售毛利率 | % | 30.99% | 32.65% | 31.62% | 32.56% | 33.92% |

来源：公司公告，国金证券研究所

预计公司 2024-2026 年合计营收 5.76、7.21、8.78 亿元，分别同比 +10.35%/+25.12%/+21.76%，归母净利润分别为 0.75/1.28/1.80 亿元，分别同比 -7.29%/+70.38%/+40.89%，EPS 分别为 0.75/1.28/1.80 元。



3.2 投资建议及估值

由于 A 股上市公司中暂无与公司业务高度重合的上市公司，因此我们选取了中微公司、拓荆科技、晶方科技和福光股份这几家半导体设备、消费电子设备公司作为可比公司，截至 2025 年 1 月 2 日，根据 Wind 一致预期，4 家可比公司 2025 年市盈率的平均数为 58 倍，给予公司 2025 年 65xPE 估值，对应目标价格为 83.2 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表24：可比公司估值比较

| 股票名称 | 股价（元） | EPS | | | | | PE | | | | |
|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|
| | | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 中微公司 | 180.90 | 0.43 | 1.90 | 2.90 | 4.07 | 5.38 | 36.60 | 34.64 | 62.35 | 44.39 | 33.63 |
| 拓荆科技 | 146.70 | 2.91 | 3.52 | 2.50 | 3.71 | 5.01 | 74.39 | 65.69 | 58.70 | 39.57 | 29.27 |
| 晶方科技 | 26.26 | 0.35 | 0.23 | 0.40 | 0.58 | 0.74 | 74.39 | 65.69 | 65.96 | 45.22 | 35.53 |
| 福光股份 | 27.37 | 0.19 | -0.43 | -0.21 | 0.27 | 0.45 | 74.39 | NA | NA | 102.20 | 61.04 |
| 中位数 | | | | | | | | | 62.35 | 44.81 | 34.58 |
| 平均数 | | | | | | | | | 62.34 | 57.85 | 39.87 |
| 汇成真空 | 58.91 | 0.95 | 1.08 | 0.75 | 1.28 | 1.80 | - | - | 78.38 | 46.00 | 32.65 |

来源：Wind，国金证券研究所（截至 2025 年 1 月 2 日）



四、风险提示

市场需求波动的风险

公司作为真空技术领域的企业，其业绩受下游行业需求影响较大。若下游行业增长放缓或出现波动，可能导致公司订单减少，将导致公司收入和利润增长不及预期；

技术更新迭代的风险

真空技术领域技术更新迅速，若公司未能及时跟进行业技术发展，或在研发投入上不足，可能导致产品竞争力下降，导致公司的市场份额和盈利能力不及预期；

原材料价格波动的风险

公司生产成本中原材料占比较高，若原材料价格出现大幅波动，尤其是在上游原材料市场供应紧张的情况下，可能会对公司成本控制和盈利能力造成影响；

限售股解禁的风险

根据 Wind 的数据，公司于 2024 年 12 月 5 日解禁了限售股 116.36 万股，占解禁前流通股比例为 5.45%，占解禁后流通股比例为 5.17%。公司将于 2025 年 6 月 5 日解禁限售股 1829.59 万股，占解禁前流通股比例为 81.32%，占解禁后流通股比例为 44.85%，股票解禁将对公司股价造成影响。



附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 主营业务收入 | 534 | 571 | 522 | 576 | 721 | 878 | 货币资金 | 159 | 150 | 129 | 261 | 291 | 352 | |
| 增长率 | 6.9% | -8.5% | 10.4% | 25.1% | 21.8% | 21.8% | 应收款项 | 195 | 113 | 232 | 348 | 400 | 475 | |
| 主营业务成本 | -367 | -394 | -352 | -394 | -486 | -580 | 存货 | 369 | 235 | 237 | 317 | 366 | 405 | |
| %销售收入 | 68.6% | 69.0% | 67.4% | 68.4% | 67.4% | 66.1% | 其他流动资产 | 24 | 22 | 25 | 32 | 33 | 38 | |
| 毛利 | 167 | 177 | 170 | 182 | 235 | 298 | 流动资产 | 747 | 519 | 623 | 958 | 1,089 | 1,270 | |
| %销售收入 | 31.4% | 31.0% | 32.6% | 31.6% | 32.6% | 33.9% | %总资产 | 76.4% | 69.7% | 73.1% | 80.8% | 81.6% | 82.2% | |
| 营业税金及附加 | -3 | -4 | -4 | -3 | -4 | -4 | 长期投资 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| %销售收入 | 0.5% | 0.7% | 0.7% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 179 | 178 | 181 | 200 | 217 | 241 | |
| 销售费用 | -15 | -16 | -19 | -20 | -24 | -28 | %总资产 | 18.3% | 23.9% | 21.2% | 16.8% | 16.2% | 15.6% | |
| %销售收入 | 2.8% | 2.9% | 3.6% | 3.5% | 3.3% | 3.2% | 无形资产 | 34 | 30 | 27 | 27 | 28 | 32 | |
| 管理费用 | -29 | -34 | -30 | -37 | -42 | -49 | 非流动资产 | 230 | 225 | 229 | 228 | 246 | 274 | |
| %销售收入 | 5.5% | 6.0% | 5.8% | 6.5% | 5.8% | 5.6% | %总资产 | 23.6% | 30.3% | 26.9% | 19.2% | 18.4% | 17.8% | |
| 研发费用 | -24 | -31 | -30 | -36 | -43 | -51 | 资产总计 | 977 | 745 | 852 | 1,185 | 1,335 | 1,544 | |
| %销售收入 | 4.4% | 5.4% | 5.8% | 6.3% | 6.0% | 5.8% | 短期借款 | 142 | 40 | 61 | 0 | 0 | 0 | |
| 息税前利润 (EBIT) | 96 | 91 | 88 | 86 | 122 | 165 | 应付款项 | 262 | 142 | 150 | 171 | 197 | 220 | |
| %销售收入 | 18.0% | 15.9% | 16.9% | 14.9% | 17.0% | 18.8% | 其他流动负债 | 164 | 111 | 118 | 141 | 164 | 201 | |
| 财务费用 | -7 | 1 | -2 | -2 | 1 | 2 | 流动负债 | 568 | 293 | 329 | 312 | 362 | 420 | |
| %销售收入 | 1.3% | -0.2% | 0.5% | 0.4% | -0.1% | -0.2% | 长期贷款 | 85 | 79 | 69 | 69 | 69 | 69 | |
| 资产减值损失 | -13 | 1 | -2 | -6 | -1 | -1 | 其他长期负债 | 1 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 654 | 373 | 399 | 382 | 431 | 490 | |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 普通股股东权益 | 309 | 372 | 453 | 804 | 904 | 1,054 | |
| %税前利润 | n.a | 0.6% | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.5% | 其中：股本 | 75 | 75 | 75 | 100 | 100 | 100 | |
| 营业利润 | 78 | 99 | 88 | 87 | 143 | 202 | 未分配利润 | 115 | 179 | 253 | 303 | 403 | 553 | |
| 营业利润率 | 14.5% | 17.3% | 16.8% | 15.1% | 19.8% | 23.0% | 少数股东权益 | 14 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 营业外收支 | 0 | -21 | 3 | 2 | 8 | 10 | 负债股东权益合计 | 977 | 745 | 852 | 1,185 | 1,335 | 1,544 | |
| 税前利润 | 78 | 78 | 90 | 88 | 151 | 212 | 比率分析 | | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 利润率 | 14.5% | 13.6% | 17.3% | 15.3% | 20.9% | 24.2% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -8 | -7 | -9 | -13 | -23 | -32 | 每股收益 | 0.953 | 0.951 | 1.081 | 0.752 | 1.281 | 1.804 | |
| 所得税率 | 9.8% | 9.5% | 10.4% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股净资产 | 4.114 | 4.955 | 6.036 | 8.037 | 9.037 | 10.541 | |
| 净利润 | 70 | 70 | 81 | 75 | 128 | 180 | 每股经营现金净流 | 0.298 | 2.393 | -0.103 | -0.612 | 0.835 | 1.249 | |
| 少数股东损益 | -1 | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.000 | 0.000 | 0.000 | 0.250 | 0.280 | 0.300 | |
| 归属于母公司的净利润 | 71 | 71 | 81 | 75 | 128 | 180 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 13.4% | 12.5% | 15.5% | 13.0% | 17.8% | 20.6% | 净资产收益率 | 23.15% | 19.18% | 17.91% | 9.35% | 14.17% | 17.12% | |
| | | | | | | | 总资产收益率 | 7.31% | 9.58% | 9.52% | 6.34% | 9.60% | 11.69% | |
| | | | | | | | 投入资本收益率 | 15.82% | 16.78% | 13.53% | 8.34% | 10.68% | 12.50% | |
| | | | | | | | 增长率 | | | | | | | |
| | | | | | | | 主营业务收入增长率 | 36.13% | 6.86% | -8.53% | 10.35% | 25.12% | 21.76% | |
| | | | | | | | EBIT 增长率 | 60.29% | -5.59% | -3.31% | -2.66% | 42.70% | 35.16% | |
| | | | | | | | 净利润增长率 | 29.82% | -0.22% | 13.73% | -7.29% | 70.38% | 40.89% | |
| | | | | | | | 总资产增长率 | 51.67% | -23.78% | 14.41% | 39.16% | 12.58% | 15.67% | |
| | | | | | | | 资产管理能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 应收账款周转天数 | 91.6 | 94.1 | 113.1 | 200.0 | 185.0 | 180.0 | |
| | | | | | | | 存货周转天数 | 272.6 | 279.7 | 244.9 | 300.0 | 280.0 | 260.0 | |
| | | | | | | | 应付账款周转天数 | 166.7 | 139.9 | 131.5 | 140.0 | 130.0 | 120.0 | |
| | | | | | | | 固定资产周转天数 | 118.2 | 108.5 | 124.6 | 115.9 | 93.7 | 78.8 | |
| | | | | | | | 偿债能力 | | | | | | | |
| | | | | | | | 净负债/股东权益 | 21.01% | -8.15% | 0.29% | -23.85% | -24.54% | -26.82% | |
| | | | | | | | EBIT 利息保障倍数 | 14.2 | -94.4 | 36.0 | 34.8 | -136.0 | -89.4 | |
| | | | | | | | 资产负债率 | 66.94% | 50.09% | 46.85% | 32.20% | 32.28% | 31.71% | |

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 买入 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 增持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|-----------------------------------|-----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211 | 电话：010-85950438 | 电话：0755-86695353 |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204 | 邮编：100005 | 邮编：518000 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806 |



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究