

# 汇成真空 (301392.SZ)

## 真空镀膜设备领先供应商，充分受益高端设备国产化契机

优于大市

### 核心观点

**公司是行业领先的真空镀膜设备企业。**公司于2006年8月在广东东莞成立，2024年6月在创业板上市，主要产品或服务为真空镀膜设备以及配套的工艺服务支持，产品已广泛应用于智能手机、屏幕显示、光学镜头等消费电子领域，航空、半导体、核工业、工模具与耐磨件、柔性薄膜等工业品领域，以及高校、科研院所等领域。2018-2023年公司收入/归母净利润CAGR为9.81%/28.44%；2024年前三季度收入/归母净利润为4.31/0.65亿元，分别增加10.99%/22.31%，下游需求逐渐回暖是营收和利润增长的重要原因。毛利率/净利率为32.06%/14.96%，同比变动-0.84/+1.39个百分点。

**高端真空镀膜设备国产化率低，国产化需求迫切。**根据Mordor Intelligence数据，2020年全球物理气相沉积(PVD)设备市场规模为193.5亿美元，预计到2026年将达259.3亿美元，CAGR约8.9%，呈稳步增长趋势。驱动力主要为：1) **全球消费电子产业、半导体、光学元器件、光伏产业等行业生产规模持续扩张**；2) **高端设备国产化替代需求迫切**：真空镀膜应用广泛，从较为传统的五金、塑胶、建筑应用等装饰膜产业至光学光电子器件、集成电路、太阳能光伏、新能源动力电池、医疗器械等功能膜战略新兴产业均有应用。高端、核心真空镀膜技术是解决我国智能装备制造、新材料等卡脖子领域的关键环节之一。在全球市场上，高端真空镀膜设备市场主要被应用材料、爱发科、德国莱宝等跨国公司占领，国产化率仍较低；同时海外对我国高端真空镀膜设备的出口有一定限制，国产化迫切，有望催化需求进一步提升。

**公司真空镀膜技术从低端到高端应用持续突破，有望充分受益高端镀膜设备国产化契机。**公司以真空镀膜技术及成膜工艺为核心，已掌握蒸发镀膜、溅射镀膜、离子镀膜等多种镀膜技术，成立以来从塑胶、五金、眼镜等产业，逐步延伸至汽车、智能手机等市场空间更大、技术要求更高的消费领域及光伏、半导体等工业领域，公司供应的龙头客户包括苹果、富士康、比亚迪、捷普科技、奥森豪威等，2024年7月公司与奥森豪威智能签订3.7亿元复合铜箔设备订单。当前公司进一步加强技术研发，已具备光刻掩膜版镀膜设备的生产能力，且正在加强光学镀膜技术、柔性镀膜和半导体镀膜等技术的研发。在高端镀膜设备国产化需求迫切的背景下，公司有望把握契机充分受益。

**公司IPO募投项目将进一步扩充产能，加强技术研发。**公司IPO共募集3.05亿元，募投项目包括：1) 研发生产基地项目用于设备产能扩张；2) 真空镀膜研发中心项目用于光学镀膜、柔性镀膜、半导体镀膜等领域研发。公司产能增加的同时提升研发实力，为高端真空镀膜设备需求增长做好准备。

**投资建议：**我们预计2024-2026年归母净利润分别为0.89/1.24/1.89亿元，对应PE 71/51/34倍，一年期合理估值为74.0-81.0元（对应2025年PE 60-65x），首次覆盖给予“优于大市”评级。

**风险提示：**国产化不及预期；公司技术突破不及预期；公司订单不及预期。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	571	522	569	707	1,009
(+/-%)	6.9%	-8.5%	9.0%	24.2%	42.8%
归母净利润(百万元)	71	81	89	124	189

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

### 公司研究·深度报告

#### 机械设备·专用设备

证券分析师：吴双

0755-81981362

wushuang2@guosen.com.cn

S0980519120001

证券分析师：杜松阳

0755-81981934

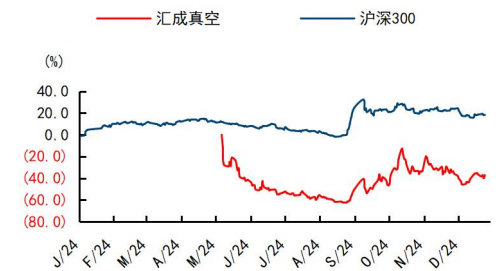
dusongyang@guosen.com.cn

S0980524120002

#### 基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	74.00 - 81.00元
收盘价	65.01元
总市值/流通市值	6501/1463百万元
52周最高价/最低价	111.44/38.31元
近3个月日均成交额	262.78百万元

#### 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

(+/-%)	-0.2%	13.7%	10.1%	38.9%	52.7%
每股收益 (元)	0.95	1.08	0.89	1.24	1.89
EBIT Margin	15.9%	16.9%	17.2%	19.2%	20.6%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	17.9%	16.7%	19.1%	22.9%
市盈率 (PE)	69.7	61.3	74.2	53.4	35.0
EV/EBITDA	52.4	54.2	60.3	45.0	31.4
市净率 (PB)	13.38	10.98	12.38	10.19	8.02

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

## 内容目录

<b>真空镀膜设备领先供应商</b> .....	<b>5</b>
公司介绍 .....	5
财务情况 .....	9
IPO 募投项目 .....	10
<b>盈利预测</b> .....	<b>11</b>
假设前提 .....	11
未来三年业绩预测 .....	13
<b>估值与投资建议</b> .....	<b>14</b>
绝对估值 .....	14
绝对估值的敏感性分析 .....	15
相对估值 .....	15
投资建议 .....	16
风险提示 .....	17
<b>附表：财务预测与估值</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构及对外投资 (20240605)	5
图 2: 公司发展沿革	6
图 3: 真空镀膜设备结构图	8
图 4: 2018-2024Q3 收入及同比增速	9
图 5: 2018-2024Q3 归母净利润及同比增速	9
图 6: 2018-2024Q3 毛/净利率持续增长	10
图 7: 2018-2024Q3 四大费用率对比	10
表 1: 公司核心业务介绍	7
表 2: 2022-2023 年公司前五大客户情况	8
表 3: IPO 募投项目投资情况	10
表 4: IPO 募投项目概况梳理	10
表 5: 研发生产基地项目建设周期规划	11
表 6: 真空镀膜研发中心项目投资规划	11
表 7: 汇成真空业绩拆分	13
表 8: 未来三年盈利预测	13
表 9: 绝对估值法资本成本假设 (20250120)	14
表 10: FCFF 估值表	15
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	15
表 12: 可比公司相对估值 (20250120)	16

## 真空镀膜设备领先供应商

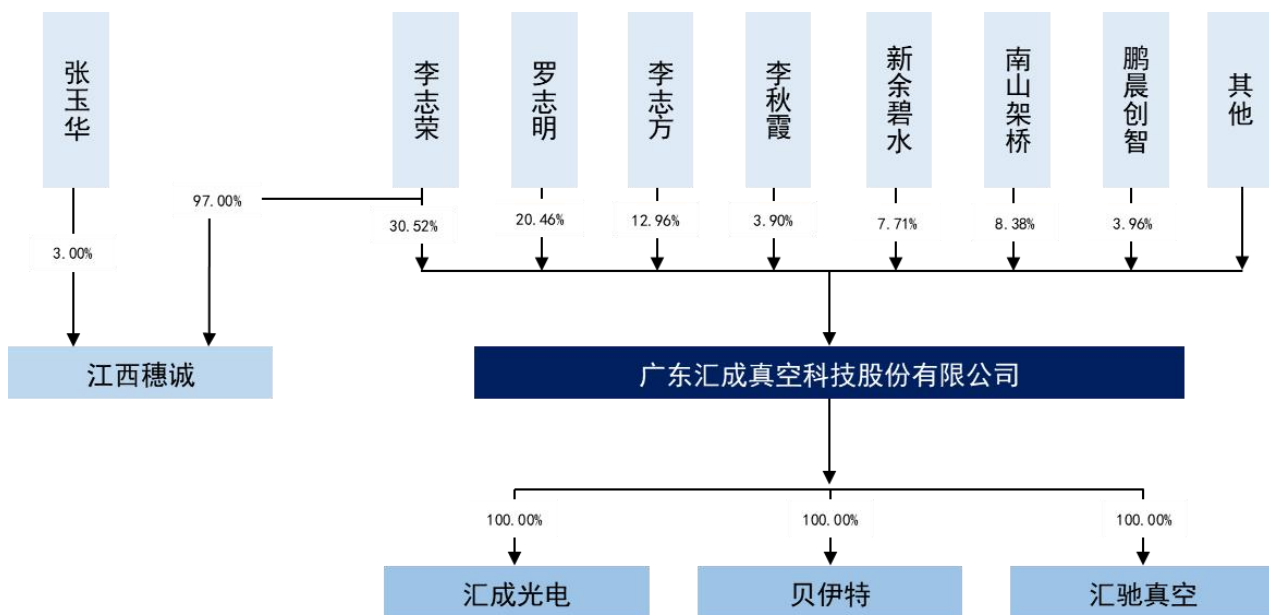
### 公司介绍

广东汇成真空科技股份有限公司于 2006 年 8 月在广东东莞成立，于 2024 年 6 月在创业板上市，主要产品或服务为真空镀膜设备以及配套的工艺服务支持，可为不同行业客户提供定制化、专业化的真空镀膜设备及工艺解决方案，目前下游主要为智能手机、屏幕显示、光学镜头等消费电子领域，航空、半导体、核工业、工模具与耐磨件、柔性薄膜等工业品领域。公司股权结构清晰，截至 2024 年 6 月 30 日，李志荣、罗志明、李秋霞、李志方（一致行动人）合计直接及间接持股 55.25%，为公司共同实际控制人。

公司目前有 3 家控股子公司，均为重要子公司：

- 1) **汇成光电**：主要生产和销售电子产品及零配件、真空设备及周边配套设备；
- 2) **贝伊特**：主要负责西南地区客户开拓和技术服务；
- 3) **汇驰真空**：主要以电子枪为核心技术实现手段的光学真空镀膜设备的开发和生产、销售。

图1：公司股权结构及对外投资（20240605）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

### 公司成立于 2006 年，发展历程可分为三个阶段：

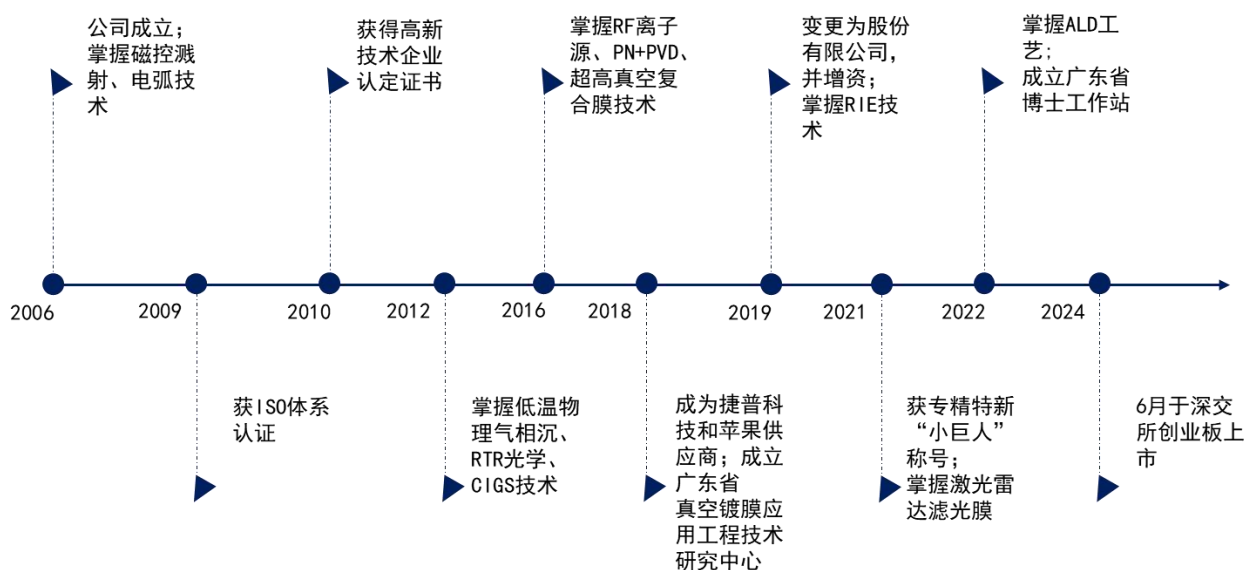
1) **初创阶段（2006-2011 年）**：主要从事真空镀膜设备的研发、生产和销售，产品主要应用于塑胶（玩具、功能塑胶等）、五金、陶瓷、卫浴、钟表首饰、眼镜等产业，逐步掌握了蒸发镀膜、溅射镀膜、离子镀膜等较为完善的镀膜技术和成熟的生产工艺。

2) **发展创新阶段（2001-2017 年）**：真空镀膜设备制造能力和镀膜工艺解决能力

不断增强，产品下游应用领域逐步延伸至汽车、智能手机等市场空间更大、技术要求更高的消费领域，自主研发能力得到深化和突破，技术积累不断增加。公司在真空镀膜设备市场地位不断提高。

**3) 巩固提升阶段（2017年至今）：**2017年公司成为富士康供应商，2018年发展成为捷普科技和苹果供应商，并能够根据苹果公司需求向其提供技术输出服务，以及为部分战略客户提供稳定的运维服务，形成了新的利润增长点。另外，公司加强大型连续线的研发投入和市场开拓，并实现了大型连续线的销售收入，实现了从“单体机”到“单体机+连续线”模式的跨越。公司通过稳定重点客户群和推动技术进步，在真空镀膜的市场地位不断提高，同时公司不断持续研发全新的工艺和产品，取得了多项专利，为公司持续发展壮大奠定了基础。

图2：公司发展沿革



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司收入主要来源于真空镀膜设备的销售收入以及配套的工艺服务，收入占比多年保持在 99%。真空镀膜设备的工作原理是在高度洁净环境（真空）下，通过物理或化学手段对材料表面直接沉积膜层的技术。相比于传统镀膜技术，真空镀膜的优点包括镀膜材料种类更丰富、膜层厚度更易控制、附着力更强、适用范围更广，在操作过程中更加节能、安全、环保。目前应用场景主要包括四类：1) 智能手机、屏幕显示、光学镜头等消费电子领域；2) 以家居建材和生活用品为主的其他消费品领域；3) 航空、半导体、核工业、工模具与耐磨件、柔性薄膜等工业品领域；4) 高校、科研院所等领域。

**1) 消费电子领域：**2021-2023 年公司应用于消费电子行业的真空镀膜设备销售收入分别为 3.48/3.21/1.50 亿元，占同期主营业务收入的比例分别为 65.21%/56.17%/28.71%；2024 年上半年收入 1.02 亿元，同比增长 128.83%，涨幅明显。

**2) 其他消费品领域：**2021-2023 年公司应用于其他消费品行业的真空镀膜设备销售收入分别为 0.73/0.41/0.73 亿元，占同期主营业务收入的比例分别为 13.71%/7.15%/13.94%，整体占比较低；2024 年上半年收入 0.60 亿元，同比增长

206.67%，涨幅明显。

3) **工业品领域**：2021-2023 年公司应用于其他消费品行业的真空镀膜设备销售收入分别为 0.12/0.76/1.38 亿元，占同期主营业务收入的比例分别为 2.25%/13.31%/26.44%，占比快速提升；2024 年上半年收入 0.27 亿元，同比下滑 76.53%，下滑幅度较大。

4) **科研院所领域**：主要是公司凭借较强的研发创新能力和技术实力，为各类科研院所开发的满足其产品应用要求、功能多样、配置要求较高的真空镀膜设备。目前收入规模较小，2024 年上半年收入 0.26 亿元，同比增长 248.65%，涨幅明显。

表1: 公司核心业务介绍

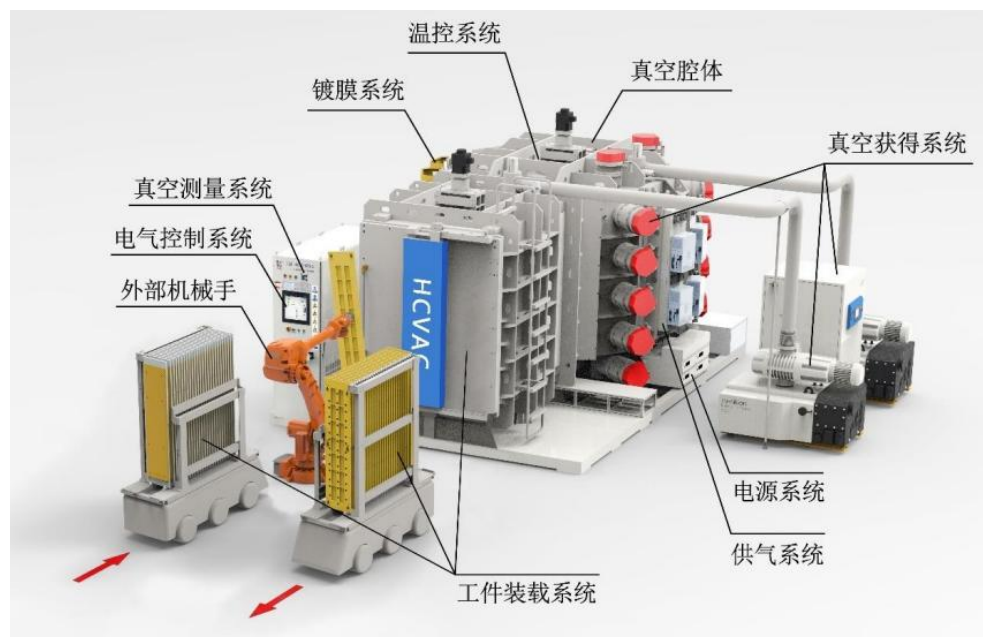
产品分类	主要用途及应用领域	应用示例
真空镀膜设备- 消费电子类	智能手机金属结构件（中框）镀膜，增强硬度、耐磨属性，提升美观度和手感，主要用于智能手机中框、各金属结构件等	
	光学镜头、镜头保护片镀膜，具有增透、反射、红外截止、防污、耐磨等属性，用于各类型镜头制作工艺	
真空镀膜设备- 其他消费品	汽车抬头显示器、中控屏幕、电子后视镜等镀膜，可使其具有透明导电、高反射、减反射等特点，主要用于汽车电子、玻璃、车灯等消费品	
	眼镜 AR+AS/AF 膜（减反+防污膜），蓝光膜，低紫外线膜等光学镀膜，应用于生活家居等	
真空镀膜设备- 工业品	飞机前档玻璃 ITO 镀膜，为适应各种极端天气，需非均匀分布电阻，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流程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：真空镀膜设备结构图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**公司积极拓展新客户，2023 年头部客户集中度下降。**公司主要客户包括苹果公司、富士康、比亚迪、捷普、沃格光电、日久光电、宏旺等国内外知名企业和科研院所。公司积极开拓客户，2023 年 2 家新增客户进入前五大客户名单。2022/2023 年公司前五大客户占比分别为 60.48%/43.72%，占比下降，公司对单一大客户的依赖有所降低。

表2：2022-2023 年公司前五大客户情况

序号	客户名称	销售金额（万元）	占收入比重	备注
2023 年度				
1	富士康	7812.40	14.96%	
2	比亚迪	7142.25	13.68%	
3	捷普	3277.22	6.28%	
4	扬州纳力新材料科技有限公司	2300.88	4.41%	当年新进入前五，新增客户
5	雅德	2292.04	4.39%	当年新进入前五，新增客户
	<b>合计</b>	<b>22824.78</b>	<b>43.72%</b>	
2022 年度				
1	浙江日久新材料科技有限公司	13367.34	23.42%	
2	捷普	10487.82	18.37%	
3	富士康	7406.15	12.98%	
4	深圳市正和忠信股份有限公司	1737.33	3.04%	当年新进入前五



5	苹果	1523.91	2.67%
	合计	34522.54	60.48%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务情况

**公司营收利润均保持增长态势。**2018/2023 年公司收入分别为 3.27/5.22 亿元，CAGR 约 9.81%。2023 年收入同比下滑 8.58% 主要系消费电子市场需求不足。2024 年前三季度收入 4.31 亿元，同比增长 10.99%，主要系消费电子需求有所回暖、公司持续开拓新客户。

**净利润保持稳定增长，增速高于收入增速。**2018/2023 年公司归母净利润分别为 0.23/0.81 亿元，CAGR 约 28.44%，保持稳健增长。2024 年前三季度归母净利润 0.65 亿元，同比增长 22.31%，扣非归母净利润 0.51 亿元，同比增长 2.12%。其中第三季度公司收入 1.40 亿元，同比增长 0.91%，归母净利润 0.05 亿元，同比下滑 39.07%，扣非归母净利润 0.02 亿元，利润下滑主要系中介费用增加、计提资产减值损失增加、汇兑损失增加等原因。

图4：2018–2024Q3 收入及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

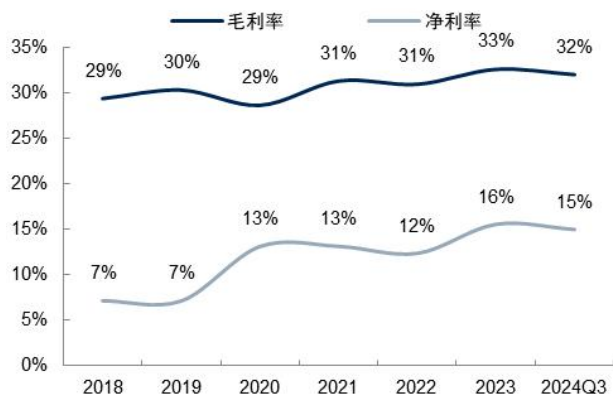
图5：2018–2024Q3 归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

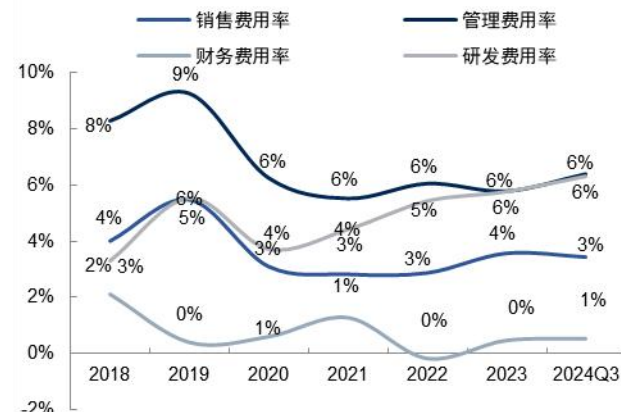
**公司毛利率/净利率持续提升，费用率整体下行。**2018/2023 年公司毛利率分别为 29.39%/32.65%，2018/2023 年公司净利率分别为 7.11%/15.53%，利润率持续提升。费用率下降是净利率提升的原因之一：2018/2023 年公司四大费用率合计减少 2.1 个百分点，其中管理、销售、财务费用率合计分别为 14.4%/9.8%，累计减少 4.6 个百分点；研发费用率从 3.3% 增加至 5.8%，累计增加 2.5 个百分点。

图6: 2018-2024Q3 毛/净利率持续增长



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 2018-2024Q3 四大费用率对比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## IPO 募投项目

募集资金约 3 亿元，主要用于扩产和研发。公司 IPO 募集资金 3.05 亿元，募投项目主要有两个：其中研发生产基地项目主要用于公司真空镀膜设备产能扩张，总投资金额 2.0 亿元，募集资金拟投入 1.0 亿元。真空镀膜研发中心项目主要用于光学镀膜、柔性镀膜、半导体镀膜等领域进行研发，总投资 0.75 亿元，募集资金拟投入 0.75 亿元。

表3: IPO 募投项目投资情况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入 (万元)	项目建设周期
1	研发生产基地项目	20,000.00	10,000.00	24 个月
2	真空镀膜研发中心项目	7,500.00	7,500.00	24 个月
3	补充流动资金项目	6,000.00	6,000.00	不适用
合计		33,500.00	23,500.00	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表4: IPO 募投项目概况梳理

	项目举措	建成影响
研发生产基地	人力与场地: 拟新增生产人员, 构建仓库和地下室用于储存原材料和产成品, 提高公司对定制化需求的快速响应能力, 扩大公司生产规模, 提高生产能力。 部门协作与效率: 提升生产部门与采购部门的协调性, 提高生产效率, 从而优化发行人真空镀膜设备质量。 设备更新与完善: 在现有自动化镀膜设备的基础上, 公司计划购置各类新型自动化生产设备, 改善生产条件。	可扩大生产规模、丰富产品种类, 满足市场需求, 增加销售收入和利润, 增强盈利能力与抗风险能力; 吸引人才, 促进产学研合作, 提升技术创新能力, 巩固行业地位。
真空镀膜研发中心	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、引进半导体工程师和光电工程师等多种高科技人才, 重点面向光学镀膜、柔性镀膜、半导体镀膜等领域进行研发, 进一步完善和升级先进技术和工艺, 推动产品升级换代, 增强公司在高端市场的竞争力, 提升品牌影响力。 级公司现有产品结构, 充实、完善研发团。大力加强与拥有行业先进技术和工艺水平的科研院所、大型企业、高校合作。	

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

扩产项目建设周期 2 年, 产能爬坡 3 年; 研发项目建设周期 2 年。根据规划, 研发生产基地项目建设周期为 2 年, 其中前期研究设计与基建工程 1.5 年, 厂房建设、机器设备的安装调试、生产试运行、人员招聘及培训 0.5 年。爬坡阶段一

共三年，其中投产后第一年产能爬坡 60%，第二年爬坡 80%，第三年爬坡 100%。

真空镀膜研发中心项目建设周期为 2 年，其中第一年计划开支 1551 万元，第二年计划开支 5949 万元。

表5: 研发生产基地项目建设周期规划

序号	项目	建设期				投产期		达产期
		T+1		T+2		T+3	T+4	T+5
		Q1-2	Q3-4	Q1-2	Q3-4			
1	前期研究设计与基建工程	√	√	√				
2	厂房建设、机器设备的安装调试、生产试运行				√			
3	人员招聘及培训				√			
4	投产释放 60%产能					√		
5	释放 80%产能						√	
6	释放 100%产能							√

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表6: 真空镀膜研发中心项目投资规划

投资项目	募集资金使用计划（万元）	
	T1	T2
建筑工程及其他费用	552.50	-
设备购置及安装工程费	-	4,726.36
项目实施费用	662.00	1,223.00
基本预备费	336.14	-
合计	1,550.64	5,949.36

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

**真空镀膜设备-消费电子：**2021-2023 年公司产品应用于消费电子行业的销售收入分别为 34,827.34/32,059.19/14,978.17 万元，占同期主营业务收入的比例分别为 65.21%/56.17%/28.71%。三年毛利率分别为 27.9%/23.7%/29.3%。作为目前全球消费电子行业的龙头企业之一的苹果公司及其产业链厂商是发行人的重要客户，且公司仍在积极拓展新客户，公司在行业内的竞争地位稳固。2024 年下半年以来国内多省份陆续推出消费电子产品补贴，有望提振国内消费电子的需求。我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 27.3%/26.4%/6.7%，毛利率分别为 30%/30%/30%。

**真空镀膜设备-工业用品：**2021-2023 年公司产品应用于其他消费品行业的销售收入分别为 1,227.70/7,608.41/13,797.64 万元，占同期主营业务收入的比例分别为 2.25%/13.31%/26.44%，占比快速提升。三年毛利率分别为 25.0%/28.9%/34.1%，呈逐年上升趋势。近三年公司工业用品领域发展迅速，随着下游景气度逐渐修复，公司传统工业用品领域收入有望逐步提升；同时公司的光刻技术卡位核心，相关业务有较大成长空间，将一定程度上拉动收入和利润增长。我们假设 2024-2026 年收入增速分别为-23.2%/46.9%/162.3%。同时近年来毛利率整体呈上升趋势，我

们假设 2024-2026 年毛利率分别为 32.1%/35.1%/38.1%。

**真空镀膜设备-科研院所及其他消费品：**2021-2023 年公司产品应用于其他消费品行业的销售收入分别为 0.90/0.48/0.94 亿元，占同期主营业务收入的比例分别为 16.85%/8.41%/18.01%。三年毛利率分别为 28.9%/18.8%/30.9%。我们预计该业务收入有望稳步增长，同时参考 2024 年上半年收入增长情况，假设 2024-2026 年收入增速分别为 30.2%/13.4%/11.8%。假设 2024-2026 年毛利率为 2021-2023 年平均水平，分别为 30.9%/30.9%/30.9%。

**配件及耗材：**2021-2023 年公司产品应用于其他消费品行业的销售收入分别为 0.59/0.71/0.47 亿元，毛利率分别为 47.46%/61.97%/53.19%。考虑 2024 年上半年收入增长情况，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 80%/10%/10%。假设 2024-2026 年毛利率分别为 35.0%/40.0%/40.0%。

**技术服务及其他：**2021-2023 年公司产品应用于其他消费品行业的销售收入分别为 0.25/0.55/0.93 亿元，毛利率分别为。考虑 2024 年上半年收入增长情况，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为-30%/20%/10%。假设 2024-2026 年毛利率分别为 45%/45%/45%。

综上所述，预计公司 2024-2026 年营收 5.69/7.07/10.09 亿元，同比增长 9.01%/24.24%/42.76%，毛利率分别为 33.03%/34.25%/35.68%。

表7: 汇成真空业绩拆分

报告期（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>1、空镀膜生产线设备</b>					
收入	445.00	382.00	419.31	535.77	820.96
增速	-1%	-14%	10%	28%	53%
毛利率(%)	24.04%	31.68%	30.8%	31.7%	34.2%
<b>1-1、消费电子</b>					
收入	321.00	150.00	190.93	241.33	257.45
增速	-7.8%	-53.3%	27.3%	26.4%	6.7%
毛利率(%)	23.7%	29.3%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>1-2、工业用品</b>					
收入	76.00	138.00	105.98	155.64	408.31
增速	533.3%	81.6%	-23.2%	46.9%	162.3%
毛利率(%)	28.9%	34.1%	32.1%	35.1%	38.1%
<b>1-3、科研院所及其他消费电子</b>					
收入	48.00	94.00	122.40	138.80	155.20
增速	-46.7%	95.8%	30.2%	13.4%	11.8%
毛利率(%)	18.8%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
<b>2、配件及耗材</b>					
收入	71.00	47.00	84.60	93.06	102.37
增速	20%	-34%	80%	10%	10%
毛利率(%)	61.97%	53.19%	35.0%	40.0%	40.0%
<b>3、技术服务及其他</b>					
收入	55.00	93.00	65.10	78.12	85.93
增速	120%	69%	-30%	20%	10%
毛利率(%)	47.27%	26.88%	45.0%	45.0%	45.0%
<b>营业总收入</b>	571.00	522.00	569.01	706.95	1,009.25
增速	6.93%	-8.58%	9.01%	24.24%	42.76%
毛利率	31.00%	32.57%	33.03%	34.25%	35.68%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

## 未来三年业绩预测

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年归属母公司净利润分别为 0.89/1.24/1.89 亿元，同比变动 10.1%/38.9%/52.7%。

表8: 未来三年盈利预测

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	571	522	569	707	1009
营业成本	394	352	381	465	649
营业税金及附加	4	4	4	5	7
销售费用	16	19	19	22	33
管理费用	34	30	32	39	54
研发费用	31	30	35	40	59
财务费用	(1)	2	4	3	2
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(3)	5	5	5	5
其他收入	9	(3)	0	0	0
营业利润	99	88	99	138	210
营业外净收支	(21)	3	0	0	0
利润总额	78	90	99	138	210
所得税费用	7	9	10	14	21
少数股东损益	(1)	0	0	0	0

归属于母公司净利润 71 81 89 124 189

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

## 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：**通过 Wind 数据选取光刻产业链上市公司南大光电、炬光科技作为可比公司，并参考公司历史无杠杆 Beta，假设无杠杆 Beta 为 1.20；

**无风险利率：**选取最近发行的 10 年期国债利率 2.70%；

**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，给与一定溢价，得出股票风险溢价 6.50%；

**Kd：**为税前债务成本，一般采用债券的到期收益率来反映，此处我们选取 AA 级中债企业债收益率作为参考，给予 1.5% 左右的风险溢价，由此假设债务成本 4.00%；

**永续增长率：**公司产品的下游应用广泛，与宏观经济环境相关性较高，假设公司永续增长率为 2%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 10.50%，考虑到公司主业较稳定且未来业绩增长可期，故采用 FCFE 估值法对公司进行绝对值，得出公司合理估值为 85.06 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表9：绝对估值法资本成本假设（20250120）

	合理值
无杠杆 Beta	1.2
无风险利率	2.70%
股票风险溢价	6.50%
公司股价	66.29
发行在外股数	75
股票市值 (E)	4972
债务总额 (D)	150
Kd	4.00%
T	9.90%
Ka	10.50%
有杠杆 Beta	1.23
Ke	10.71%
E/(D+E)	97.07%
D/(D+E)	2.93%
WACC	10.50%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所测算

表10: FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	98.0	135.8	207.8	359.9	511.9	670.5	849.9	1,075.0	1,358.2	1,702.7	
所得税税率	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%	
EBIT*(1-所得税税率)	88.3	122.4	187.3	324.3	461.3	604.1	765.8	968.6	1,223.8	1,534.1	
折旧与摊销	19.7	21.9	24.1	26.3	28.5	30.8	33.0	35.3	37.5	39.8	
营运资金的净变动	47.9	(47.5)	(134.6)	(206.4)	(239.3)	(259.0)	(246.4)	(337.4)	(417.2)	(506.2)	
资本性投资	(39.4)	(35.2)	(32.8)	(34.0)	(33.4)	(33.7)	(33.5)	(33.6)	(33.6)	(33.6)	
FCFF	116.4	61.5	44.0	110.2	217.1	342.2	518.9	632.9	810.5	1,034.1	12,403.4
PV(FCFF)	105.4	50.4	32.6	73.9	131.7	187.9	257.9	284.6	329.9	380.9	4,568.4
核心企业价值	6,403.7										
减: 净债务	23.8										
股票价值	6,379.8										
每股价值	85.06										

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 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分别为 0.2% 的变动幅度,折现率浮动范围为 10.1%–10.9%,永续增长率的变化范围为 1.40%–2.60%,对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 75.78–96.80 元。

表11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元)

85.06	10.1%	10.3%	10.50%	10.7%	10.9%
2.6%	96.80	93.34	90.07	86.98	84.04
2.4%	94.80	91.47	88.32	85.34	82.50
2.2%	92.89	89.69	86.65	83.77	81.04
2.0%	91.08	87.99	85.06	82.28	79.63
1.8%	89.36	86.38	83.55	80.86	78.29
1.6%	87.72	84.84	82.10	79.49	77.01
1.4%	86.15	83.37	80.72	78.19	75.78

资料来源: Wind、国信证券经济研究所测算

## 相对估值

公司是真空镀膜设备领域龙头企业,近年加强布局大型连续线的研发投入和市场开拓,并实现了大型连续线的销售收入,实现了从“单体机”到“单体机+连续线”模式的跨越。公司通过稳定重点客户群和推动技术进步,在真空镀膜的市场地位不断提高,同时公司不断持续研发全新的工艺和产品,取得了多项专利,为公司持续发展壮大奠定了基础。真空镀膜设备可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。考虑到我国真空镀膜设备行业其他竞争对手实力较弱,公司或将成为国内唯一的光刻掩膜版镀膜设备企业,光刻相关业务有望成为公司主要的业绩增长点,因此选择光刻机产业链企业作为可比公司。

综合考虑可比公司的估值及公司的成长性,我们预计汇成真空 2024–2026 年归母净利润分别为 0.89/1.24/1.89 亿元,对应 PE 71/51/34 倍,一年期合理估值为 74.0–81.0 元(对应 2025 年 PE 60–65x)。

表12: 可比公司相对估值 (20250120)

证券代码	证券简称	投资评级	总市值 (亿元)	收盘价	EPS				PE			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300346.SZ	南大光电	未评级	37.71	217	0.48	0.58	0.77	0.98	78	65	49	39
688167.SH	炬光科技	未评级	63.27	57	0.96	0.09	1.07	2.27	66	737	59	28
002338.SZ	奥普光电	未评级	38.84	93	0.52	0.30	0.34	0.40	75	132	115	98
688502.SH	茂莱光学	未评级	251.32	133	1.18	0.88	1.17	1.61	212	286	214	156
								平均值	108	305	109	80
301392.SZ	汇成真空	优于大市	63.73	64	1.08	0.89	1.24	1.89	59	71	51	34

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 未评级公司盈利预测为 Wind 一致预测

## 投资建议

综合以上, 我们预计 2024 年-2026 年归属母公司净利润分别为 0.89/1.24/1.89 亿元, 对应 PE 71/51/34 倍, 一年期合理估值为 74.0-81.0 元 (对应 2025 年 PE 60-65x), 首次覆盖给予“优于大市”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 74.0-81.0 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 2.70%、风险溢价 6.50%，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 2025 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的业务结构，最终给予公司 2025 年 60-65 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。

### 盈利预测的风险

基于真空镀膜设备下游需求有望提升、高端设备国产化替代需求迫切，我们假设公司 2024-2026 年收入增长 9.01%/24.24%/42.76%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。如果真空镀膜设备下游需求不达预期，国产化进程不及预期，公司未来营收增速可能不达预期。

### 国产化不及预期的风险

真空镀膜设备的国产化需要相关技术的进步、下游企业对国产设备的接纳度提升。若未来国内相关技术仍不完善或者下游企业对国产设备的接纳度较低，可能会导致真空镀膜设备的国产化率不及预期，从而影响公司业务拓展进度，影响公司营收和利润。

### 公司技术突破不及预期的风险

公司领先的真空镀膜技术是公司持续发展的重要保障。如果未来公司真空镀膜相关技术的突破不及预期，可能会导致公司在激烈的行业竞争中丢失市场份额，从而影响公司的长期发展。同时技术突破不及预期也可能导致公司产品在高端市场的竞争力减弱，从而影响公司发展。

### 公司订单不及预期的风险

公司发展情况较大程度依赖下游企业。若未来宏观经济波动、或行业周期处于下行，可能会导致公司的订单不及预期，从而影响公司业绩。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	150	129	255	285	320	营业收入	571	522	569	707	1009
应收款项	113	226	189	227	365	营业成本	394	352	381	465	649
存货净额	235	237	281	307	451	营业税金及附加	4	4	4	5	7
其他流动资产	22	31	26	34	52	销售费用	16	19	19	22	33
<b>流动资产合计</b>	<b>519</b>	<b>623</b>	<b>751</b>	<b>853</b>	<b>1187</b>	管理费用	34	30	32	39	54
固定资产	178	181	207	226	241	研发费用	31	30	35	40	59
无形资产及其他	29	27	26	25	24	财务费用	(1)	2	4	3	2
投资性房地产	19	21	21	21	21	投资收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(3)	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	<b>745</b>	<b>852</b>	<b>1006</b>	<b>1125</b>	<b>1473</b>	其他收入	9	(3)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	40	61	81	61	68	营业利润	99	88	99	138	210
应付款项	141	149	184	194	288	营业外净收支	(21)	3	0	0	0
其他流动负债	112	119	134	149	220	<b>利润总额</b>	<b>78</b>	<b>90</b>	<b>99</b>	<b>138</b>	<b>210</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>293</b>	<b>329</b>	<b>400</b>	<b>404</b>	<b>576</b>	所得税费用	7	9	10	14	21
长期借款及应付债券	79	69	69	69	69	少数股东损益	(1)	0	0	0	0
其他长期负债	1	1	1	1	2	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>71</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>124</b>	<b>189</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>80</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>71</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>373</b>	<b>399</b>	<b>470</b>	<b>474</b>	<b>646</b>	净利润	71	81	89	124	189
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(6)	(8)	(1)	(0)	(0)
股东权益	372	453	536	651	827	折旧摊销	11	11	20	22	24
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>745</b>	<b>852</b>	<b>1006</b>	<b>1125</b>	<b>1473</b>	公允价值变动损失	3	(5)	(5)	(5)	(5)
						财务费用	(1)	2	4	3	2
关键财务与估值指标						营运资本变动	35	(119)	48	(48)	(135)
每股收益	0.95	1.08	0.89	1.24	1.89	其它	6	8	1	0	0
每股红利	0.14	0.08	0.06	0.09	0.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>120</b>	<b>(31)</b>	<b>152</b>	<b>94</b>	<b>74</b>
每股净资产	4.95	6.04	5.36	6.51	8.27	资本开支	0	(9)	(39)	(35)	(33)
ROIC	16.50%	14.66%	15%	20%	27%	其它投资现金流	3	0	0	0	0
ROE	19.18%	17.91%	17%	19%	23%	<b>投资活动现金流</b>	<b>4</b>	<b>(9)</b>	<b>(39)</b>	<b>(35)</b>	<b>(33)</b>
毛利率	31%	33%	33%	34%	36%	权益性融资	4	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	17%	17%	19%	21%	负债净变化	(6)	(10)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	19%	21%	22%	23%	支付股利、利息	(10)	(6)	(6)	(9)	(14)
收入增长	7%	-9%	9%	24%	43%	其它融资现金流	(106)	51	20	(20)	7
净利润增长率	-0%	14%	10%	39%	53%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(133)</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>(29)</b>	<b>(7)</b>
资产负债率	50%	47%	47%	42%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>(9)</b>	<b>(21)</b>	<b>126</b>	<b>29</b>	<b>35</b>
股息率	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	货币资金的期初余额	159	150	129	255	285
P/E	69.7	61.3	74.2	53.4	35.0	货币资金的期末余额	150	129	255	285	320
P/B	13.4	11.0	12.4	10.2	8.0	企业自由现金流	0	(38)	116	62	44
EV/EBITDA	52.4	54.2	60.3	45.0	31.4	权益自由现金流	0	3	133	39	49

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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