



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年07月28日

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 07月25日收盘价(元) | 163.82 |
| 总市值(亿元) | 163.82 |
| 总股本(亿股) | 1.00 |

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师: 丁志刚

S0190524030003
dingzhigang@xyzq.com.cn

分析师: 石康

S1220517040001
shikang@xyzq.com.cn

分析师: 吴伟康

S0190525070008
wuweikang@xyzq.com.cn

汇成真空(301392.SZ)

真空镀膜设备领先企业, 积极拓展新兴成长行业

投资要点:

- **汇成真空: 深耕真空镀膜设备行业, 客户资源优质。**公司深耕真空镀膜设备行业近二十年, 致力于为客户提供专业化、高性能的国产真空镀膜设备, 客户包括苹果、富士康、比亚迪、维达力、三星电子、信濠光电、麦格纳等国内外知名企业和西安交通大学、长春理工大学、武汉理工等科研院所。2018-2024年公司营收、归母净利润稳步增长, 复合增速分别为8.1%、19.6%。2025Q1公司实现营业收入1.0亿元, 同比增长35.8%, 归母净利润0.1亿元, 同比减少17.8%。
- **真空镀膜设备行业: 下游应用广泛, 新兴行业需求广阔, 刺激真空镀膜设备需求。**国外厂商技术领先, 国内厂商奋力追赶。真空镀膜设备下游终端覆盖广阔, 随着全球消费电子产业、半导体、光学元器件、复合集流体等行业生产规模持续扩张, 全球真空镀膜设备市场规模亦呈逐年扩大趋势, 根据公司2024年报援引Global Market Insights数据, 2024年全球真空镀膜设备市场规模为270亿美元, 预计2024-2032年复合年增长率将超过6.7%, 新增市场需求主要由电子行业推动, 且亚太地区主导需求市场, 市场份额在45%-50%之间。从竞争格局看, 当前高端真空镀膜设备市场主要被海外龙头占据, 但国内外企业技术差距逐渐缩小, 国内企业已经占据低端市场并逐渐向高端市场渗透。
- **公司技术积累丰富, 持续加码研发投入, 苹果产业链依赖性降低, 不断拓展复合集流体等新兴产业。**技术方面, 公司掌握了丰富的真空镀膜技术和经验积累, 并持续保持高强度研发投入, 研发费率自2018年的3.3%提升至2024年的5.9%, 目前在研项目众多, 包括半导体、精密光学、光伏、复合集流体等多个领域。客户方面, 公司近年来逐渐切入苹果产业链以外的国内知名企业供应商体系, 2020-2023H1单年度收入超过1000万元的新客户有22家, 2020-2024年非苹果产业链的收入占主营业务的收入比例分别为74.6%、46.2%、64.4%、76.7%、83.8%, 对苹果产业链依赖性逐渐降低。此外, 公司积极拓展消费电子行业以外的其他新兴产业, PVD铜箔/铝箔复合集流体应用设备已推向市场, 公司于2024年7月获得3.7亿元复合集流体设备订单, 且2024年公司已交付一台复合铝箔设备并验收产生收入3850万元, 后续有望为公司带来新的增量。
- **汇成真空是国内领先的真空应用解决方案提供商, 深耕真空镀膜设备行业近二十年。**当前国内高端真空镀膜设备市场主要被海外龙头占据, 公司后续有望持续受益于自主可控国产替代的长期逻辑。此外, 公司复合集流体铜箔/铝箔设备已推向市场并产生收入, 后续有望为公司带来新的增量。预计公司2025-2027年实现归母净利润1.11/1.48/1.84亿元, 对应PE为147.6/110.4/89.0倍(2025.07.25), 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 市场需求不及预期; 市场竞争加剧风险; 原材料价格波动或紧缺的风险。

主要财务指标

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 520 | 707 | 842 | 998 |
| 同比增长 | -0.3% | 35.9% | 19.1% | 18.4% |
| 归母净利润(百万元) | 68 | 111 | 148 | 184 |
| 同比增长 | -16.0% | 63.0% | 33.6% | 24.1% |
| 毛利率 | 31.7% | 33.0% | 33.7% | 34.3% |
| ROE | 9.2% | 14.3% | 18.0% | 20.7% |
| 每股收益(元) | 0.68 | 1.11 | 1.48 | 1.84 |
| 市盈率 | 240.6 | 147.6 | 110.4 | 89.0 |

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

| | |
|--|----|
| 一、 汇成真空：国内真空镀膜设备领先企业 | 4 |
| （一） 深耕真空镀膜设备近二十载，下游应用不断拓宽 | 4 |
| （二） 经营情况稳健，盈利能力持续向好 | 6 |
| 二、 真空镀膜设备行业：受益消费电子等下游领域发展，需求快速增长 | 9 |
| （一） 真空镀膜设备系统结构复杂，定制化特征明显 | 9 |
| （二） 下游应用广泛，新兴行业推动市场需求增长 | 12 |
| （三） 竞争格局：境外企业技术领先，国内企业奋力追赶 | 18 |
| 三、 技术储备深厚，拓展复合集流体等新兴行业 | 21 |
| （一） 竞争优势：公司技术积累丰富，客户资源优质 | 21 |
| （二） 苹果产业链依赖性逐渐降低，布局复合集流体等战略新兴产业 | 25 |
| 四、 盈利预测与投资建议 | 27 |
| 五、 风险提示 | 28 |

图目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 1、 汇成真空发展历程 | 4 |
| 图 2、 汇成真空股权结构（截至 2025 年一季报） | 6 |
| 图 3、 汇成真空营业收入及同比增速 | 6 |
| 图 4、 汇成真空归母净利润及同比增速 | 6 |
| 图 5、 汇成真空各业务营收占比 | 7 |
| 图 6、 汇成真空各业务毛利占比 | 7 |
| 图 7、 汇成真空毛利率、净利率 | 7 |
| 图 8、 汇成真空主营业务毛利率 | 7 |
| 图 9、 真空镀膜设备业务分下游营收占比 | 8 |
| 图 10、 真空镀膜设备业务分下游毛利率 | 8 |
| 图 11、 汇成真空期间费率 | 9 |
| 图 12、 真空镀膜设备组成示意图 | 11 |
| 图 13、 真空镀膜设备产业链 | 12 |
| 图 14、 全球智能手机出货量及同比增速 | 14 |
| 图 15、 中国智能手机出货量及同比增速 | 14 |
| 图 16、 中国集成电路产量及同比增速 | 14 |
| 图 17、 中国半导体销售额及同比增速 | 14 |
| 图 18、 中国光电子器件产量及同比增速 | 15 |
| 图 19、 锂离子电池工作原理 | 16 |
| 图 20、 复合集流体的结构 | 17 |
| 图 21、 2020-2023H1 汇成真空前五大客户收入占比 | 25 |
| 图 22、 汇成真空非苹果产业链收入占比逐渐增加 | 26 |

表目录

| | |
|---|----|
| 表 1、 公司主要产品的应用实例 | 4 |
| 表 2、 真空镀膜按照功能及应用市场分类 | 9 |
| 表 3、 PVD 镀膜技术涵盖真空蒸发镀膜、真空磁控溅射镀膜和真空离子镀膜三种主流技术 | 10 |

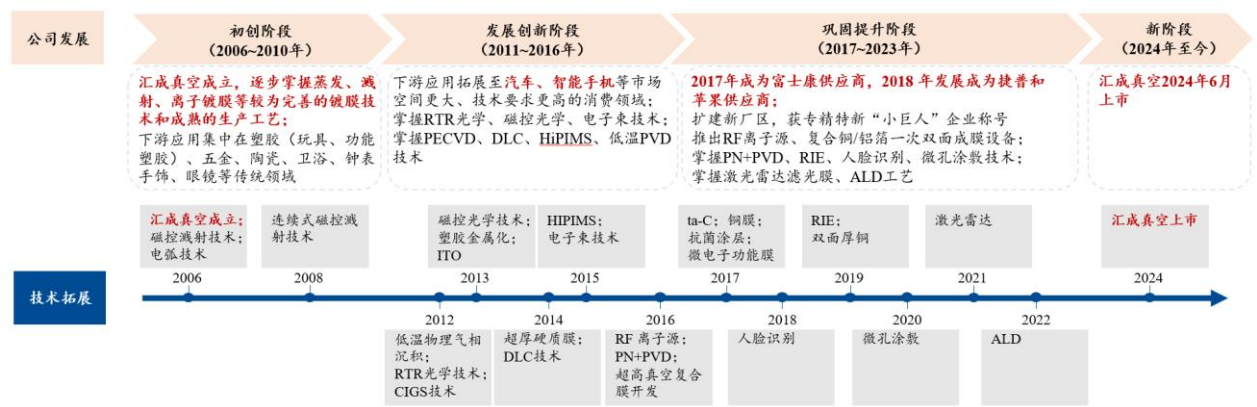
| | |
|--|----|
| 表 4、真空镀膜设备各组成系统及功能介绍 | 11 |
| 表 5、复合集流体相较于传统铜箔/铝箔的优势 | 17 |
| 表 6、复合集流体产业化进程加速 | 17 |
| 表 7、真空镀膜设备厂商参与不同下游市场竞争情况 | 19 |
| 表 8、真空镀膜设备行业壁垒 | 19 |
| 表 9、真空镀膜设备行业部分企业 | 20 |
| 表 10、汇成真空在研项目（截至 2024 年报） | 22 |
| 表 11、2020-2023H1 汇成真空新增客户数量及收入情况 | 26 |
| 表 12、汇成真空复合集流体设备参数 | 27 |
| 表 13、汇成真空盈利预测假设（亿元） | 28 |
| 表 14、可比公司估值对比（截至 2025.07.25） | 28 |

一、汇成真空：国内真空镀膜设备领先企业

(一) 深耕真空镀膜设备近二十载，下游应用不断拓宽



汇成真空是国内领先的真空应用解决方案提供商，下游应用领域主要包括消费电子、其他消费品、工业品以及科研四个方向。2006年东莞市汇成真空科技有限公司成立，2019年整体变更为广东汇成真空科技股份有限公司（简称“汇成真空”），2024年汇成真空在深交所上市（代码 301392.SZ）。公司自创立以来始终专注于以真空镀膜设备及其工艺为主的真空应用解决方案领域，针对每个行业的特殊需求，将尖端设备技术和综合工序以及应用专业技术相结合，从研发、原型制作到批量生产，提供定制化的真空应用工艺技术及设备解决方案，目前产品广泛应用于智能手机、屏幕显示、光学镜头等消费电子领域，以家居建材和生活用品为主的其他消费品领域，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。

图1、汇成真空发展历程



数据来源：汇成真空官网，汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、公司主要产品的应用实例

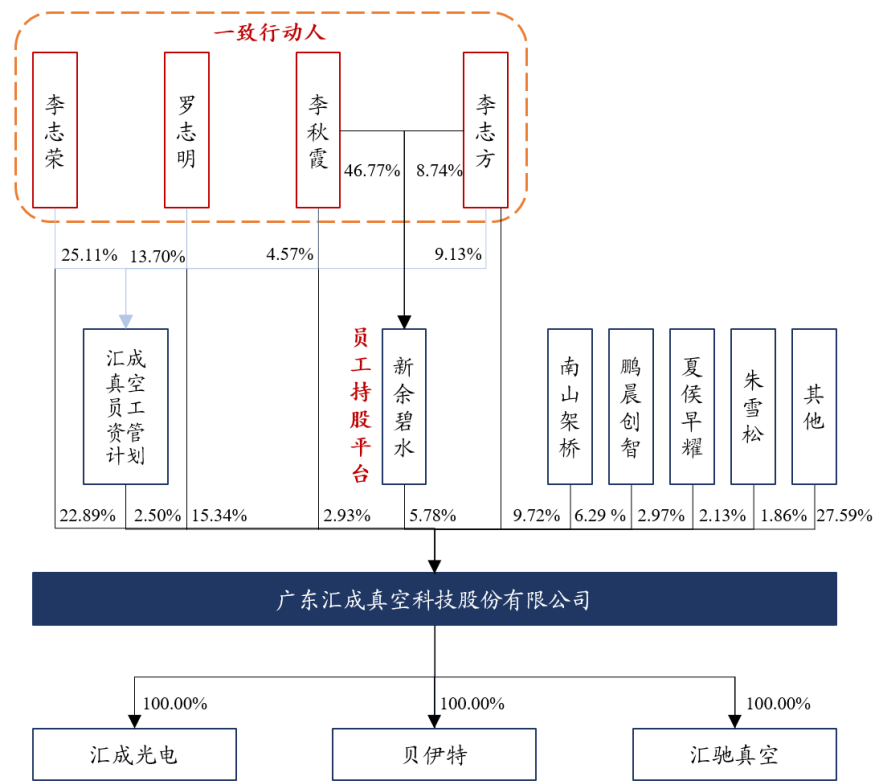
| 产品分类 | 主要用途及应用领域 | 应用实例 |
|--------------|---|---|
| 真空镀膜设备—消费电子类 | 智能手机金属结构件（中框）镀膜，增强硬度、耐磨属性，提升美观度和手感，主要用于智能手机中框、各金属结构件等 |  |
| | 光学镜头、镜头保护片镀膜，具有增透、反射、红外截止、防污、耐磨等属性，用于各类型镜头制作工艺 |  |

| | | |
|------------------|---|---|
| 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 |  |
| | 在基材表面采用磁控溅射的方式，双面镀制铜膜，实现薄膜表面金属化，然后通过化学电镀增厚的方式，将铜膜加厚，主要用于复合集流体铜箔制备 |  |
| | 在基材表面采用蒸发的方式，双面镀制铝膜，实现薄膜表面金属化，无需使用化学电镀等湿法工艺，主要用于复合集流体铝箔制备 |  |

数据来源：汇成真空招股说明书，汇成真空官网，金美新材料官网，兴业证券经济与金融研究院整理

公司无控股股东，实际控制人为李志荣、罗志明、李志方、李秋霞。截至 2025 年一季报，公司无控股股东，总经理李志荣、董事长罗志明、副总经理李志方、总经办主任李秋霞四人分别直接持有公司 22.89%、15.34%、9.72%、2.93% 的股份，该四人为同胞兄弟姐妹，签署了一致行动协议约定其作为公司股东及/或董事将在公司股东大会和董事会上就所有决策事宜保持一致行动，为公司共同实际控制人。

图2、汇成真空股权结构（截至 2025 年一季报）

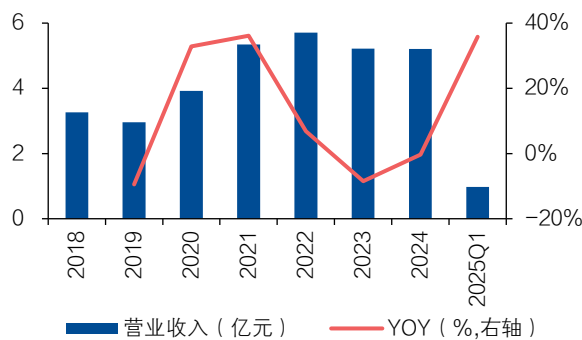


数据来源：汇成真空公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）经营情况稳健，盈利能力持续向好

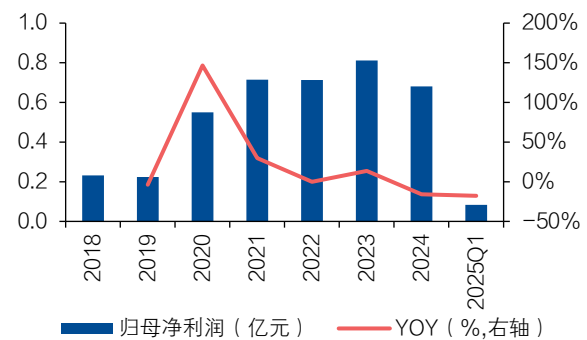
汇成真空营收、归母净利润稳步增长。2024 公司实现营业收入 5.2 亿元，同比减少 0.3%，2018~2024 年营业收入复合增速为 8.1%，营收保持稳步增长；归母净利润 0.7 亿元，同比减少 16.0%，2018~2024 年归母净利润复合增速为 19.6%，利润增长更加显著。2025Q1 公司实现营业收入 1.0 亿元，同比增长 35.8%，归母净利润 0.1 亿元，同比减少 17.8%。

图3、汇成真空营业收入及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

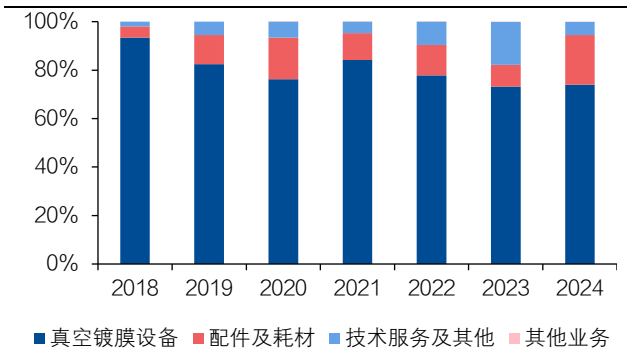
图4、汇成真空归母净利润及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

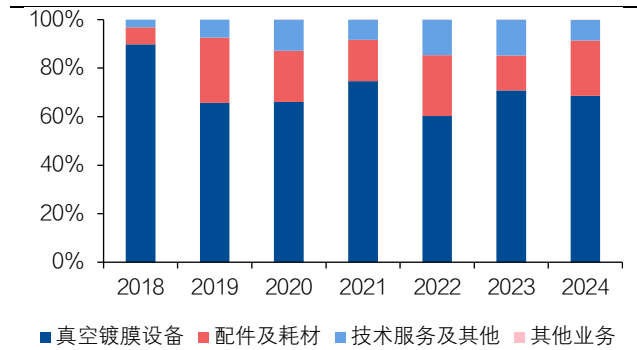
真空镀膜设备是公司主要收入、利润来源。2018年以来，真空镀膜设备业务一直是公司最主要的收入、利润来源，营收占比超过70%，毛利占比超过60%。2024年，公司真空镀膜设备营收3.9亿元，同比+0.7%，收入占比74.0%；配件及耗材营收1.1亿元，同比+128.7%，收入占比20.5%，2024年该业务增长较快主要系某一下游大客户对其购买的存量设备升级改造进行了大批量采购；技术服务及其他营收0.3亿元，同比-69.5%，收入占比5.4%。

图5、汇成真空各业务营收占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

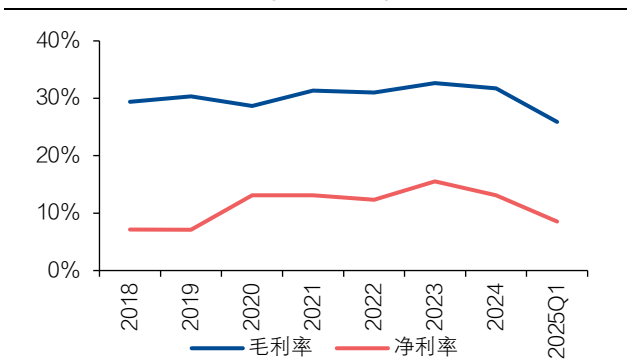
图6、汇成真空各业务毛利占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

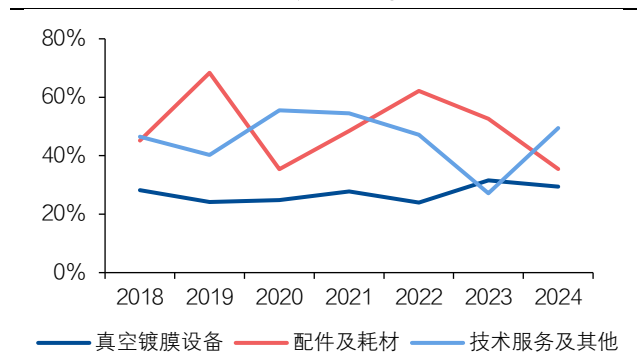
公司盈利能力稳中有增。公司整体毛利率从2018年的29.4%提升至2024年的31.7%，净利率从2018年的7.1%提升至2024年的13.1%，整体保持稳中有增的趋势。分产品来看，2024年真空镀膜设备/配件及耗材/技术服务及其他毛利率分别为29.4%/35.4%/49.4%。真空镀膜设备业务毛利率低于配件及耗材、技术服务及其他，主要系真空镀膜设备的定制化特征导致首台/套产品前期设计成本及后期安装调试成本较高，毛利率较低；配件及耗材需结合设备功能特性进行选配，部分配件无法通过其他渠道购买，且公司的离子源产品具有技术优势，因而毛利率较高；技术服务及其他方面，公司技术服务人员对自产设备了解充分，与市场其他设备运维服务类厂商相比具备较大技术优势，毛利率较高。

图7、汇成真空毛利率、净利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、汇成真空主营业务毛利率

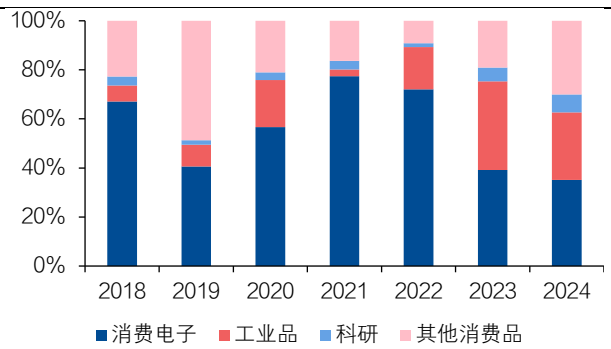


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

真空镀膜设备下游消费电子收入占比最大，工业品收入占比逐渐提升。公司真空镀膜设备业务按照下游领域划分为消费电子、其他消费品、工业品及科研。2024年，公司真空镀膜设备业务中四个领域分别实现营收 1.4/1.2/1.1/0.3 亿元，同比分别-9.6%/+58.6%/-23.5%/+30.8%，在真空镀膜设备业务中收入占比分别为 35.2%/30.0%/27.4%/7.4%。近年来受全球智能手机出货量收缩导致的消费电子市场需求不足、终端消费电子产品技术创新程度不足及客户验收等因素的影响，消费电子营收占比有所下降，但仍是真空镀膜设备营收占比最高的下游应用领域。同时，公司不断开发新应用领域，在负极材料、锂电、氢能源等应用领域开发了相关产品，带动工业品领域占比从 2021 年的 2.7%大幅提升至 2024 年的 27.4%。

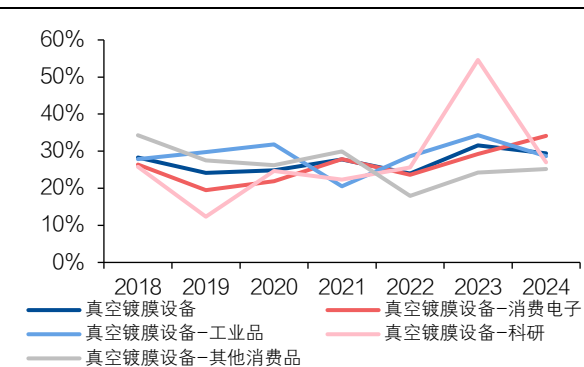
真空镀膜设备各细分产品毛利率波动较大。2024 年，真空镀膜设备下游消费电子/其他消费品/工业品/科研四个领域的毛利率分别为 34.1%/25.2%/28.6%/27.0%，同比分别+4.9/+1.0/-5.7/-27.6pct。其中科研领域产品毛利率波动率较大，主要系此类产品专用性强，客户通常仅采购单台套设备，各年客户变动较大，且公司出于市场开拓目的通常给予客户优惠价格，导致毛利率波动较大。

图9、真空镀膜设备业务分下游营收占比



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

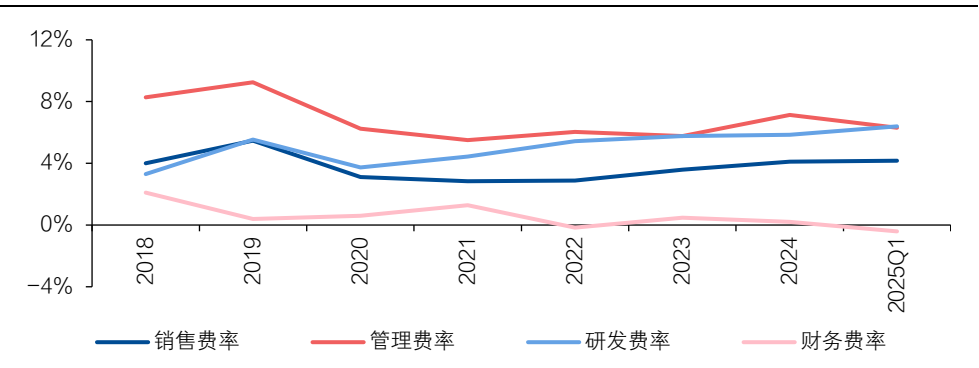
图10、真空镀膜设备业务分下游毛利率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

持续加码研发投入，期间费率近年来有所提升。2020 年以来，公司期间费率逐年上升，期间费率从 2020 年的 13.7%提升至 2024 年的 17.3%，其中销售/管理/研发/财务费率分别+1.0/+0.9/+2.1/-0.4pct，其中研发费率增长主要系公司不断投入研发以提升设备性能与稳定性，通过优化核心工艺和探索新材料应用，使设备在精度、效率、镀膜质量等方面不断提升，以此满足客户对高端产品的需求。

图11、汇成真空期间费率



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、真空镀膜设备行业：受益消费电子等下游领域发展，需求快速增长

（一）真空镀膜设备系统结构复杂，定制化特征明显

真空镀膜是表面处理技术的一项分支，应用领域广泛。真空镀膜是指为了减少杂质的干扰，在高度真空环境下，通过物理或化学手段，将金属、非金属或化合物材料（膜材）转换成气态或等离子态，并沉积于玻璃、金属、陶瓷、塑料或有机材料等固体材质（简称基材、基板或基片）表面形成薄膜的过程。利用真空镀膜技术镀制薄膜后，可使材料表面获得新的复合性能并实现新型的工程应用，赋予材料表面新的机械功能、装饰功能和声、电、光、磁、热及其转换等特殊功能。和传统镀膜方法（如电镀、化学镀膜）相比，真空镀膜使用的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。

表2、真空镀膜按照功能及应用市场分类

| 类别 | 具体用途 | 应用细分行业 | 应用场景 |
|------|------|------------|----------------------------|
| 装饰用途 | 外观装饰 | 消费电子、可穿戴设备 | 智能手机、IPAD、笔记本电脑、数码相机、耳机等 |
| | | 穿戴用品 | 钟表、珠宝首饰、眼镜等 |
| | | 建筑五金 | 灯饰、厨卫具、建筑材料等 |
| | | 汽车部件 | 车灯、车标、格栅、内饰件等 |
| | | 日用品 | 餐具、日用陶瓷、箱包配件、化妆品、包装材料等 |
| | | 运动娱乐 | 高尔夫、玩具、饰品等 |
| | | 家用电器 | 冰箱、电视机、空调、洗衣机等 |
| 功能用途 | 超硬耐磨 | | 刀工模具、齿轮、螺杆、轴承、飞机叶片等 |
| | 防腐蚀 | | 模具、金属卷带等 |
| 功能用途 | 光 | 消费电子、可穿戴 | 智能手机、IPAD、笔记本电脑、数码相机等 |
| | | 镜头 | 安防监控、机器视觉、AR/VR、投影仪等 |
| | | 智能驾驶 | 摄像头、汽车 HUD、中控屏、激光雷达、毫米波雷达等 |
| | | 其他光学 | LED 照明、光通信、触控玻璃等 |
| | 电 | 半导体/集成电路 | 晶圆制造/封装等 |

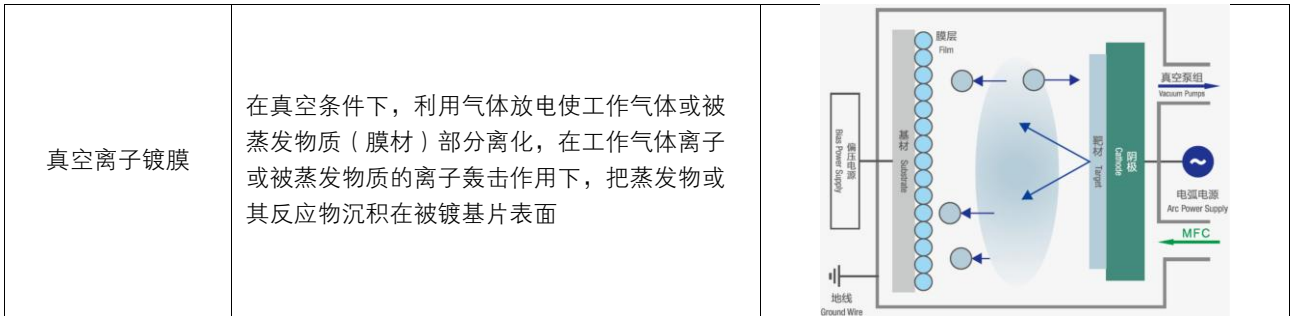
| | |
|------------------------|---|
| 面板显示 | TV、显示器、OLED 屏幕等 |
| 玻璃 | ITO 玻璃、电致变色玻璃、LOW-E 节能玻璃等 |
| 新能源电池 | 正负极材料等 |
| 功率器件 | MOSFET(金属-氧化物半导体场效应晶体管)、IGBT(绝缘栅双极型晶体管)、IGCT(集成栅极换流晶闸管)、SiC、GaN 功率器件等 |
| MEMS/NEMS(微机电系统/纳机电系统) | 压电 MEMS、TFH/IVR、电磁 MEMS、光学 MEMS、RF-MEMS 等 |
| 电路 | 光掩膜版(铬版)、电路板、陶瓷线路板等 |
| 无线通信 | 射频滤波器、IR 器件、5G 产品天线等 |
| 声 | 智能蓝牙耳机、音响、麦克风等 |
| 磁 | 磁铁、磁性材料等 |
| 热 | 热传感器、热成像、太阳能电池、隔热窗膜等 |
| 生物 | 医疗识别 |
| | 人工关节、义齿、医疗器材等 |
| | 人脸识别、指纹识别、生物传感器等 |

数据来源：《关于广东汇成真空科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》，兴业证券经济与金融研究院整理

物理气相沉积 (Physical Vapor Deposition, 简称 PVD) 指通过物理手段将固体或液体表面气化成气态原子、分子或部分电离成离子(等离子体), 在真空空间运输到基体表面并沉积成薄膜的方法。PVD 镀膜技术主要分为三类, 真空蒸发镀膜、真空磁控溅射镀膜和真空离子镀膜, 汇成真空的主要产品为 PVD 真空镀膜设备。

表3、PVD 镀膜技术涵盖真空蒸发镀膜、真空磁控溅射镀膜和真空离子镀膜三种主流技术

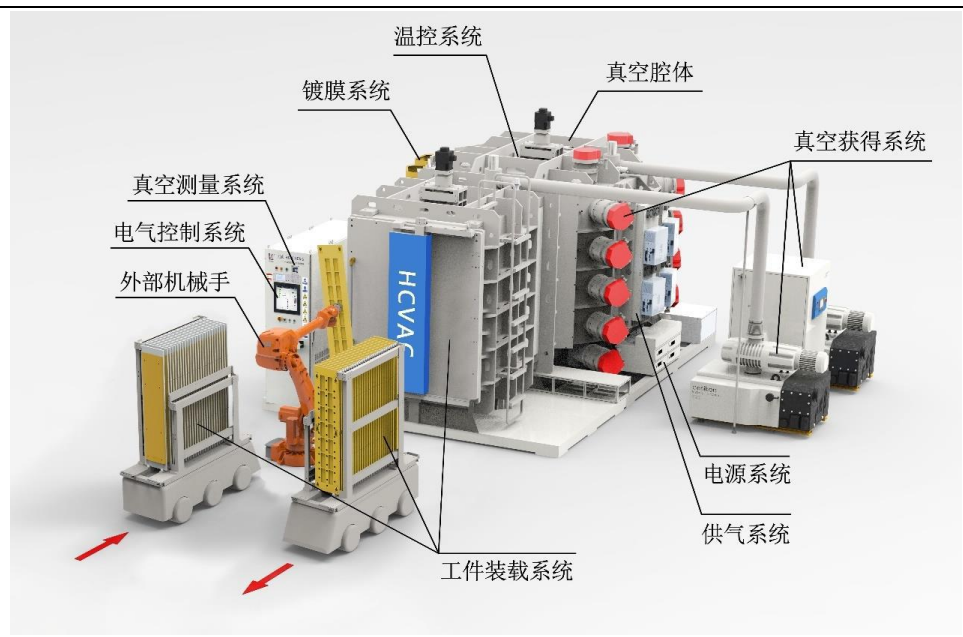
| 类型 | 技术介绍 | 图示 |
|----------|---|----|
| 真空蒸发镀膜 | 加热膜材使表面组分以原子团或分子团形式被蒸发出来, 并沉降在基片表面形成薄膜 | |
| 真空磁控溅射镀膜 | 用高能等离子体轰击靶材, 并使表面组分以原子团或离子形式被溅射出来, 并沉积在基片表面, 经历成膜过程, 最终形成薄膜 | |



数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

真空镀膜设备定制化特征明显。以汇成真空“HCMS2550T”真空镀膜设备为例，真空镀膜设备通常由真空腔体、镀膜系统、温控系统、真空测量系统、真空获得系统、电源系统、供气系统、外部机械手、电气控制系统和工件装载系统等模块组成。真空镀膜设备定制化特征明显，针对不同客户需求，供货商需对膜层性能指标进行论证、设计，并为此类膜层配套设计真空镀膜设备的关键部件，经采购、加工、集成装配、参数配置和检测，最终生产出客户定制化的真空镀膜设备。

图12、真空镀膜设备组成示意图



数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、真空镀膜设备各组成系统及功能介绍

| 系统模块 | 功能介绍 |
|--------|---|
| 真空腔体 | 真空腔体主要用于建立高真空或者超高真空的工作环境,容纳工件装载系统进行真空镀膜,给蒸发源、溅射靶、离子源、温控系统供气系统等提供安装环境。 |
| 真空获得系统 | 主要包括真空泵、管道、阀门等,真空获得系统可实现真空腔体内近真空环境。 |
| 电源系统 | 主要包括离子源电源、溅射电源、蒸发电源、离化电源、射频电源等,为镀膜系统提供电力支持。 |
| 供气系统 | 主要为蒸发源或者溅射源提供工作气体,通过电气控制系统,提供成膜阶段需要提供的反应气体。 |
| 工件装载系统 | 主要包括工件架、传动装置等,用于装载镀膜基材,实现工件机构的公转/自转,同时可达到多段式变速旋转。 |

| | |
|--------|---|
| 外部机械手 | 作为真空镀膜设备与客户生产线无缝衔接的自动化定制工件挂具搬送系统,使前后道工序实现高速、精确、流水线化地生产。 |
| 电气控制系统 | 主要包括 PLC 可编程控制器的上下位机+工控机/触控屏界面,通过该系统能够快速、灵活、精准地完成真空系统和镀膜系统的自动化作业。 |
| 真空测量系统 | 主要包括真空测试规管和仪表,用于实时测量、显示或者记录真空腔体内真空状态。 |
| 镀膜系统 | 主要包括蒸发源或者溅射源,用于镀膜蒸发或提供等离子体,在工件表面沉积满足特定功能的膜层。 |
| 温控系统 | 主要包括加热器和温控模块等,实现真空腔体内的温度场控制。 |

数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 下游应用广泛，新兴行业推动市场需求增长

下游应用领域广泛，终端覆盖装饰镀膜等传统行业和消费电子、新能源等新兴行业。真空镀膜设备产业链上游主要是从事镀膜材料、溅射靶材及各类真空镀膜机配件的研发、生产和销售的企业，如阿石创、爱发科等，上游供应商根据客户需求，为真空镀膜设备供应商提供机械配件、真空泵、电源、真空腔体等原材料；中游真空镀膜设备供应商进行后续的加工、集成装配以及参数配置和检测，最终生产出客户定制化的真空镀膜设备，并对产品生产工艺调试形成最优方案以及提供后续技术支持服务；真空镀膜下游应用广泛，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元器件、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。

图13、真空镀膜设备产业链



数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

真空镀膜设备市场规模逐年增长。随着全球消费电子产业、半导体、光学元器件、光伏产业等行业生产规模持续扩张，全球真空镀膜设备市场规模呈逐年扩大趋势，国内真空镀膜设备生产厂商也快速发展。根据公司 2024 年报援引 Global Market Insights 数据，2024 年全球真空镀膜设备市场规模为 270 亿美元，预计在 2024 年至 2032 年期间的复合年增长率将超过 6.7%，新增市场需求主要由电子行业推动。真空膜层大量应用于半导体、微电子组件和高级显示技术，电子、汽车和包装行业的高性能涂层需求快速增长，电子行业的微型化趋势对真空涂层的需求显著增加。从区域分布来看，受益于快速经济增长和消费电子需求的激增，亚太地区主导需求市场，市场份额在 45%-50% 之间，北美依靠先进技术和行业龙头企业也保持重要份额。

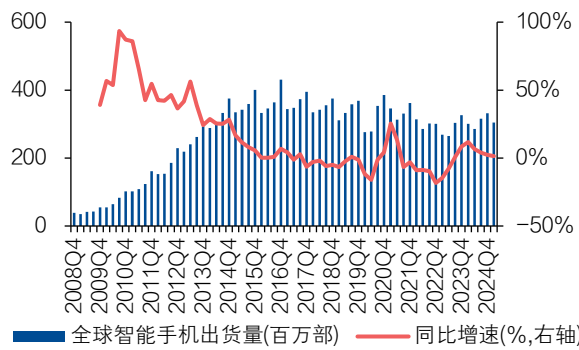
真空镀膜设备下游应用领域广泛，是重要的基础性产业。高端、核心真空镀膜技术是解决我国智能装备制造、新材料等“卡脖子”领域的关键环节之一。未来真空镀膜设备及技术突破和发展主要体现在消费电子、集成电路、光学光电子器件、复合集流体等行业领域。

1. 消费电子

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。

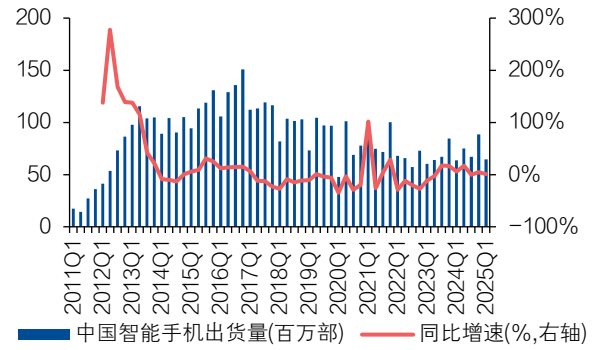
3C 终端市场呈回暖态势，需求有望边际向好。2016 年全球智能手机出货量达到了历史最高点 14.7 亿部，随后进入了长达 4 年的下行通道，2020 年苹果推出支持 5G 技术的 iPhone 12 系列，2021 年全球智能手机出货量出现了短暂回升，但随后 2 年里，由于智能手机的换机周期延长以及创新技术乏善可陈，消费电子市场再度呈现疲软态势，2023 年全球智能手机出货量 11.7 亿部，为近 10 年来历史低点，2024 年全球智能手机出货量 12.4 亿部，同比增长 6.2%。全球智能手机出货量增速在 2021Q3-2023Q2 期间经历了连续 8 个季度的同比下滑后，自 2023Q3 转正，2025Q2 同比增长 1.0%。中国智能手机市场同样呈现复苏态势，2024 年中国智能手机出货量 2.9 亿部，同比增长 6.6%，2025Q1 同比增长 1.2%。

图14、全球智能手机出货量及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、中国智能手机出货量及同比增速



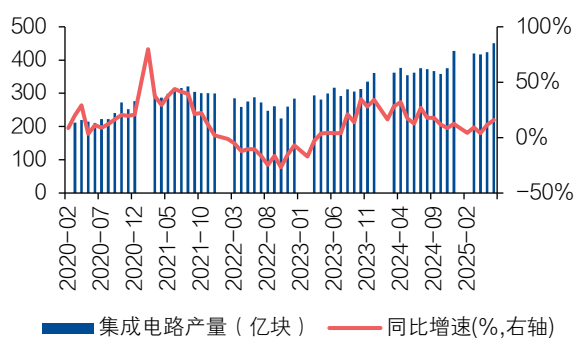
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 集成电路

集成电路是半导体的最重要组成部分，集成电路产业中晶圆制造是基础核心，其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。

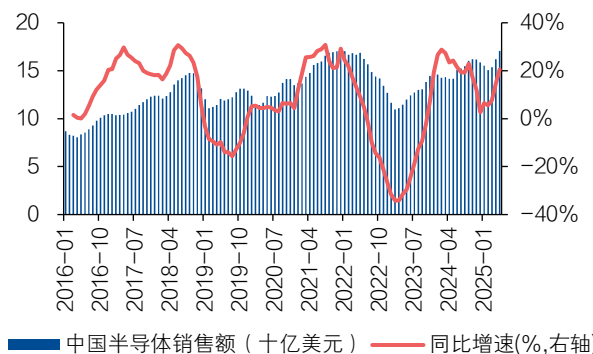
近年来，中国集成电路行业不断推出新政策，随着物联网、可穿戴设备、5G等下游产业的进一步兴起，集成电路行业迎来快速发展阶段。2024年，中国集成电路产量4514亿块，同比增长22.2%，2025H1产量2395亿块，同比增长8.7%。2024年中国半导体销售额1815.8亿美元，同比增长19.6%，2025年1-5月销售额792.4亿美元，同比增长10.8%。

图16、中国集成电路产量及同比增速



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、中国半导体销售额及同比增速



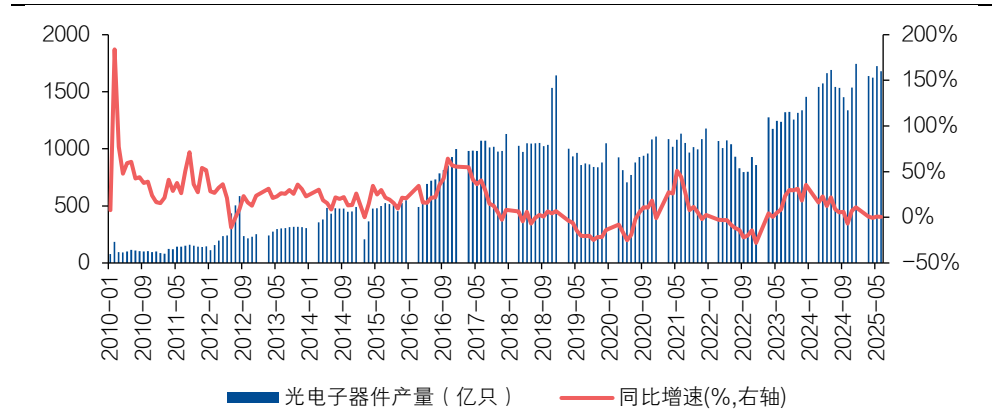
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 光学光电子元器件

光学光电子元器件行业是以光电子技术为核心，与成像、传感、通信、人工智能等技术发展紧密相联，真空镀膜技术在光学镜头、光学传感器等部件的生产制造中均有广泛的应用。

目前光学光电子元器件的应用领域中，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元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元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元器件的市场需求。随着移动通信技术从 4G 到 5G 的发展，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，光学光电子元器件行业迎来了良好的发展机遇。2024 年中国光电子器件产量为 18479.7 亿只，同比增长 16.1%，2025H1 产量同比增长 2.8%。

图18、中国光电子器件产量及同比增速

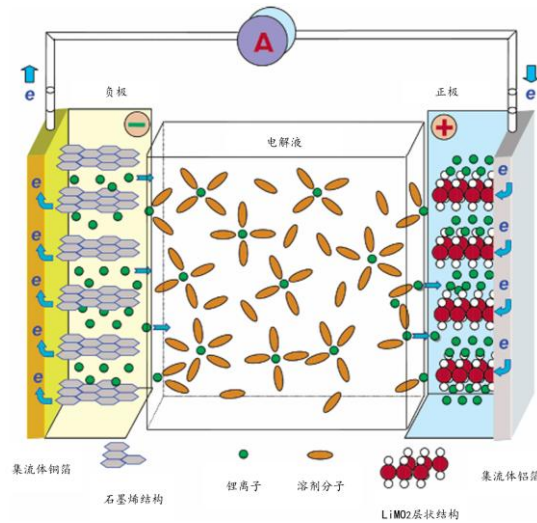


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 复合集流体

集流体是锂电池中不可或缺的组成部件之一，是影响电池成本的关键因素。集流体不仅能承载活性物质，还可以将电极活性物质产生的电流汇集并输出，在实际应用中，由于铜在较高电位时易被氧化，因此铜箔更适合作为负极集流体；铝作为负极集流体时腐蚀问题较严重，因此铝箔更适合作为正极集流体。集流体在锂电池中是重要的组成部分，以铜箔为例，据高工锂电，铜箔占锂电池总重量的比例为 10-14%，显著地影响着锂电池质量与能量密度。同时，铜箔占锂电池总成本的比例为 8-11%，仅次于正极材料，是影响电池成本的关键因素。

图19、锂离子电池工作原理

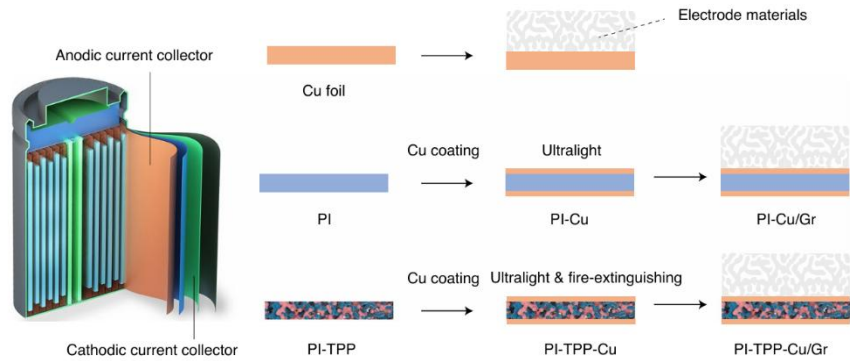


数据来源:《Nonaqueous Liquid Electrolytes for Lithium-Based Rechargeable Batteries》, 兴业证券经济与金融研究院整理

集流体的减薄是锂电池增效降本的重要途径。随着新能源汽车对续航里程及动力电池系统能量密度的需求不断升级，动力电池向高能量密度已成为必然趋势。以负极集流体为例，能量密度方面，锂电铜箔越薄，对电池的能量密度提升作用越大，并且随着厚度的减薄，单位 GWh 锂电池的铜耗量便越少，由此还可以有效降低原材料成本。然而，随着厚度的减薄，铜箔的抗拉强度和抗压变形能力也会降低，或将导致安全性减弱、成品率降低，工艺成本随之提高。

复合集流体采用“金属-高分子基材-金属”的“三明治”的结构，具备高性能及低成本的优势。复合集流体是以 PET/PP/PI 等高分子材料作为中间层基材，通过磁控溅射设备或真空蒸镀设备在基材上下两面堆积出双层铜/铝导电层所形成的复合材料，制成类似“三明治”的结构，用来替代铜箔/铝箔作为锂电池的负极/正极集流体。相较于传统铜箔/铝箔，复合集流体具备的优势包括高能量密度、高安全性、低成本以及对铜/铝材价格敏感度更低，目前渗透率正在逐步提升。

图20、复合集流体的结构



数据来源：《Ultralight and Fire-extinguishing Current Collectors for High-energy and High-safety Lithium Ion Batteries》，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、复合集流体相较于传统铜箔/铝箔的优势

| 复合集流体优势 | 具体解释 |
|--------------|--|
| 高能量密度 | 高分子有机材料密度更低，可将复合集流体的重量降低 50%-80%。相对应可提升 5-10% 的电池能量密度 |
| 高安全性 | 复合铝/铜箔所具备的“绝缘基材+轻薄导电层”结构，已通过针刺实验。在电池内短路时，可通过熔断、绝缘材料提供较大电阻，短时间内切断或降低短路电流；电池循环寿命可提升 5% |
| 低成本 | 与传统铝/铜箔相比，复合箔的铝/铜厚度减少了 66.7%，并且随着规模化生产成本有望进一步降低 |
| 对铝/铜材价格敏感度更低 | 复合箔原材料成本占比约 40%-50%，明显低于传统电解铝/铜箔的 78% |

数据来源：高工锂电，兴业证券经济与金融研究院整理

复合铜箔车试启动，下游应用领域多元化拓展，2025 年有望进入量产节点。2024-2025 年铜价连续大涨，2024 年 5 月铜价最高一度逼近 11000 美元/吨，后续铜价虽有所回调，但 2025 年以来仍维持高位平均价格约 9300 美元/吨。在此背景下，采用更少铜、同时追求更高安全性能的复合集流体技术，产业化进程逐步提速。从应用端来看，2024 年下半年开始，头部电池厂测试复合铜箔进度加快，进入车试环节。此外，除了动力电池领域的应用，英联股份、安迈特、金美新材料等复合集流体厂商均将客户拓展至包括储能电池和消费电子电池在内的多个下游领域，实现了客户群的多元化，同时这些新领域的应用也将有助于提升产业化的确定性，规模化量产后预计也将带动工艺成熟度的提升和制造成本的下降，2025 年复合集流体有望突破 0-1 的拐点，迎来渗透率的大幅提升。

表6、复合集流体产业化进程加速

| 公司 | 项目 | 投资额 | 复合集流体进度 |
|----------------------|---------------|-------|---|
| 中商联合建设开发集团有限公司、北京实力源 | 复合集流体先进设备制造项目 | 40 亿元 | 规划建设年产 100 台复合集流体大型先进蒸镀设备，分两期建设，一期建设生产 40 台，产值达 20 亿元，二期建设生产 60 台，产值达 30 亿元；一期项目计划 2025 年 4 月前开工，9 月份设备下线 |

| | | | |
|----------|-----------------------------|----------|---|
| 科技开发有限公司 | 新能源电池复合集流体产品生产项目 | 60 亿元 | 规划建设年产 6 亿平方米新能源电池复合集流体产品，分两期生产，一期生产 2.4 亿平方米，二期生产 3.6 亿平方米，一期集流体生产线计划 2025 年 10 月份全面开工，预计 2026 年 12 月底前可生产新能源电池复合集流体产品约 6 亿平方米 |
| 英联股份 | 英联复合集流体项目 | 30.89 亿元 | 2023 年 4 月，公司投资 30.89 亿元的复合集流体项目开工，规划新建锂电池复合铜箔生产线 100 条和复合铝箔生产线 10 条，年产复合铜箔 5 亿平方米、复合铝箔 1 亿平方米。2024 年 12 月部分投产，已建成 5 条日本爱发科复合铝箔生产线和 5 条复合铜箔生产线； 2024 年 11 月，公司获得韩国客户 U&S ENERGY 批量生产订单（10 万 m ² 复合铝箔和 5 万 m ² 复合铜箔），并签署《战略合作协议》； 2025 年 3 月，公司与广州某知名汽车公司的研究院达成战略合作，计划在下一代电池技术领域合作开发复合集流体一体化新型材料，并将在一年内供应相关产品； 2025 年 5 月，公司与一家“消费电池头部企业”达成联合开发复合集流体的合作 |
| 金美新材料 | 新型多功能复合集流体扩产基地 | 55 亿元 | 2020 年，实现第二代 6 μm 铜复合集流体批量化生产及商品化装机应用； 2022 年，实现第二代 8 μm 铝复合集流体实现规模化生产并持续装机应用； 2023 年重庆綦江的示范基地可实现近 1 亿平米/年的产能； 2023 年 5 月，新型多功能复合集流体扩产基地项目正式签约落户四川宜宾，总投资 55 亿元，分三期投资建设，三期全部满产后可年产约 12 亿平米的新型多功能复合集流体材料。2024Q2 基地开工建设，预计 2024 年年末产线落地，2025 年开始产能爬升 |
| 宝明科技 | 宝明科技复合铜箔生产基地 | 62 亿元 | 2023 年 1 月 16 日公告，拟投资 62 亿元在马鞍山投建宝明科技复合铜箔生产基地，分两期建设。5 月其在投资者互动平台上表示，公司赣州复合铜箔一期项目已于二季度量产 |
| 安迈特 | 湖州新型高安全复合集流体产业化项目一期 | 30 亿元 | 项目 2023 年 8 月开工，总投资 30 亿元，全部建成后将达成 7 亿平方米新型高安全复合集流体的年产能，可满足约 70GWh 动力、储能及 3C 锂离子电池产业需求。其中，一期投资 8.5 亿元，涵盖年产 2 亿平方米复合集流体生产线及配套设施等。2024 年 10 月产品正式下线 |
| | 内江年产 10 亿平方米新型高安全复合集流体产业化项目 | 50 亿元 | 2025 年 3 月，公司完成由国家制造业转型升级基金四川子基金、四川区域协同基金领投的 B1 轮数亿元融资； 项目 2025 年 4 月开工，总投资约 50 亿元，占地约 310 亩，分三期建设，一期力争在 2025 年底前投入试生产。项目全面达产后，年产值将突破 80 亿元，可满足约 100GWh 动力、3C 及储能锂离子电池生产需求 |
| 纳力新材料 | 纳力新材料二期项目 | 112 亿元 | 项目 2023 年 4 月开工，计划总投资 112 亿元，主要生产一种新型动力电池集流体材料，达产后预计形成年产 50 亿平方米原子沉积铝、原子沉积铜、纳米涂覆集流体产品，目前已基本建设完毕； 2025 年 1 月，公司宣布完成 A+轮融资，募集近 10 亿元资金 |

数据来源：电池中国，我的电池网，高工锂电，电动中国，高功能薄膜公众号，锂电产业通，鑫楞锂电，电池材料分会公众号，锂电产业通，南太湖发布公众号，纳力新材料公众号，英联股份公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）竞争格局：境外企业技术领先，国内企业奋力追赶

真空镀膜设备行业技术壁垒高，下游的不同需求导致真空镀膜设备厂商存在差异化竞争。由于不同行业下游企业对真空镀膜设备生产工艺要求差异巨大，例如不同基材（硅片、金属、塑胶、陶瓷、玻璃、化合物等）以及不同靶材（金属靶如铜、铝、贵金属、不锈钢、合金，陶瓷材料、ITO）的镀膜差异较大，且技术标准各不相同（如膜层厚度、结合力、均匀性、稳定性等技术要求），导致一般情况下真空镀膜设备制造企业之间不存在全行业方面的竞争，主要表现为不同细分行业或相似行业的“差异化”竞争。

表7、真空镀膜设备厂商参与不同下游市场竞争情况

| 下游领域 | 参与竞争企业 |
|------------|---|
| 消费电子 | 日本光驰、德国莱宝、日本新柯隆、汇成真空、湘潭宏大等 |
| 半导体/集成电路 | 应用材料、东京电子、拉姆研究、爱发科、德国莱宝、日本光驰、北方华创、中微公司、拓荆科技、汇成真空等 |
| 面板显示(OLED) | Cannon-Tokki(佳能特机株式会社)、爱发科、韩国 SNU 等 |
| 汽车及智能驾驶 | 爱发科、日本光驰、德国莱宝、汇成真空、广东振华等 |
| 光学及玻璃 | 爱发科、日本光驰、日本新柯隆、德国莱宝、汇成真空、湘潭宏大等 |
| 五金工具及其他 | 巴尔查斯、Platit、Hauzer、汇成真空等 |
| 太阳能光伏 | 应用材料、爱发科、冯·阿登纳、新格拉斯、捷佳伟创、迈为股份等 |

数据来源：《关于广东汇成真空科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件审核问询函的回复》，兴业证券经济与金融研究院整理

表8、真空镀膜设备行业壁垒

| 类型 | 下游行业 | 内容 |
|------|-----------|---|
| | 传统行业-装饰镀膜 | 装饰镀膜的目的主要是为了改善工件的外观装饰性能和色泽，同时使工件更耐磨耐腐蚀延长其使用寿命，主要应用在五金行业的如门窗五金、锁具、卫浴五金等领域。由于该产品仅在外观颜色和耐腐蚀方向有一定要求，所以其工艺单一、简单、容易实现，行业进入壁垒较低。 |
| | 传统行业-工具镀膜 | 工具镀膜的目的主要是为了提高工件的表面硬度和耐磨性，降低表面的摩擦系数，提高工件的使用寿命，主要应用在各种刀剪、模具、车削刀具（如车刀、刨刀、铣刀、钻头等等）等产品中，这些工具的使用工况决定了所镀薄膜必须具有与产品基体材料较强甚至相同的结合力、高硬度、耐磨、耐高温和较低摩擦系数的要求。为了达到此要求，在镀膜工艺中一般要经过离子清洗-氮化-离子刻蚀-梯度镀膜-保温等过程，并且对镀膜设备也要求具有较高加热能力、具有偏压、离子源等特定部件，所以其工艺相对复杂，制备工艺参数多，要求高，对镀膜设备性能要求高，行业进入壁垒较高。 |
| 技术壁垒 | 消费电子 | 消费电子产业具有市场规模庞大，创新点多，技术涵盖面广等特点。真空镀膜技术在消费电子行业应用广泛，如手机中框、手机外壳、显示面板、ITO 玻璃的镀膜等，从产品外观件到功能模组的加工等均有所应用。因此真空镀膜涉及到镀膜技术、膜层材料种类繁多复杂。真空镀膜设备厂商进入该领域需要有一定的技术开发能力和技术储备，存在技术进入壁垒。 |
| | 集成电路 | 相较消费电子行业，具有更高的技术壁垒，集成电路中晶体管路中的保护层（SiO ₂ 、Si ₃ N ₄ ）、电极管（多晶硅、铝、铜及其合金）等多采用真空蒸发镀膜技术和磁控溅射技术。由于集成电路精度高（纳米级别），对沉积薄膜材料纯度要求高，并且涉及到多种导体、半导体材料，所以技术难度大，门槛高，需多种不同镀膜工艺技术搭配，工艺复杂且集成度高，制备环境要求高，因此真空镀膜设备供应商进入集成电路行业通常具有较高的技术壁垒。 |
| | 高端光学 | 相较消费电子行业，具有更高的技术壁垒，高端光学仪器中的镜头表面处理依赖于真空镀膜技术，通常对镀膜技术有更高的技术要求：光学镜头上面的反射膜、增透膜、吸收膜、截止膜能对光的特定波长起反射、透过、吸收、过滤等作用，在精密光学镜头、精密光学仪器方向应用较多。光学镀膜对镀膜设备精密度要求更高，对设备的研发人员有一定的光学基础知识的要求，作为一种精密学科，其进入技术门槛高，技术难度大，行业进入壁垒较高。 |
| 客户壁垒 | 消费电子 | 该领域主要参与企业通常为该行业龙头企业，如 Apple、富士康、比亚迪等，其通常具有较高的供应商检验认证标准。以汇成真空客户之一苹果公司为例，苹果公司作为全球著名的消费电子行业领先品牌，建立了严格的供应商认证体系，对供应商资质认证时间较长，认证标准严格，要求供应商具备较强的技术能力、质量控制能力、服务能力等。 |
| 经验壁垒 | 消费电子 | 目前发展有一定规模的消费电子行业真空镀膜设备厂商，通常具有丰富的工艺开发经验和设备设计经验。这些经验是经过长期的生产实践、与客户不断地交流反馈、 |

对下游行业的深刻理解中总结而来，后进入者很难获取一手的生产经验，难以迅速占领市场并实现规模经济效应。

数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

高端市场主要由海外龙头占据。目前真空镀膜设备行业主要由国外企业占据高端市场份额，以美国、日韩、欧洲等国家地区为代表的国外企业，凭借其先进技术和长时间的行业经验积累，以及配套的设备结构组件（如真空泵、电源、检测仪器等）和高纯度靶材优势，在真空镀膜设备及其技术应用方面处于领先地位，长期占据着高端真空镀膜设备市场，行业优秀人才也大部分集中在上述国家地区和领先企业中。境外真空镀膜设备行业的主要企业包括应用材料（Applied Materials Inc.）、日本光驰株式会社（OPTORUN）、德国莱宝（Leybold）、冯·阿登纳、爱发科（ULVAC）等企业。

国内企业占据低端市场并逐渐向高端市场渗透。我国的真空镀膜设备制造业起步于 20 世纪 60 年代，主要应用领域局限于军工和小件装饰镀膜，此后真空镀膜设备产品线的广度与深度一直在增加。目前，我国真空镀膜设备制造业经过了几十年发展，形成了门类齐全、布局合理、品种丰富、真空镀膜技术水平与镀膜工业发展基本适应的体系，国内涌现一批技术水平较为先进的真空镀膜设备制造企业，业务范围逐渐向高档装饰膜、高档工模具与耐磨件硬质保护膜等高性能膜层市场渗透，同时逐步承接国内以手机配件、光学镀膜为代表的消费类电子产品和光电产品镀膜设备业务等。在消费电子、汽车及智能驾驶、光学及玻璃领域，欧美日本企业仍具有较大优势，但中国企业的设备在价格及服务等方面已经具备了一定的竞争优势，与外资企业的差距在逐渐缩小，国内较有代表性的公司包括汇成真空、湘潭宏大、广东振华。

表9、真空镀膜设备行业部分企业

| 公司名称 | 主营业务 | 所在地 | 公司性质 |
|------------------------------|---|-----|---------|
| 应用材料(Applied Materials Inc.) | 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。应用材料 2022 财年营业收入 18,487,329 万元人民币，净利润 4,678,295 万元人民币 | 美国 | 境外上市公司 |
| 日本光驰株式会社 (OPTORUN) | 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，日本光驰 2022 财年营业收入 180,512.98 万元人民币，净利润 36,270.88 万元人民币 | 日本 | 境外上市公司 |
| 德国莱宝(Leybold) | 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，应用于太阳能热电站建筑玻璃，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(ULVAC) | 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，爱发科 2022 财年营业收入 1,185,455 万元人民币，净利润 99,309 万元人民币 | 日本 | 境外上市公司 |
| 湘潭宏大真空技术股份有限公司 | 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 |

数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

三、技术储备深厚，拓展复合集流体等新兴行业

（一）竞争优势：公司技术积累丰富，客户资源优质

1. 技术研发优势：产业应用技术积累丰富，持续加大技术创新投入

产业应用技术积累丰富。公司是高新技术企业，被广东省科学技术厅授予“真空镀膜应用工程技术研究中心”称号，为广东省真空产业技术创新联盟成员单位，参与制定了“中华人民共和国机械行业标准 JB/T6922-2015 真空蒸发镀膜设备”行业标准。自设立以来，公司广泛参与到各种不同基材（金属、塑胶、玻璃、陶瓷、化合物等）以及各种靶材（金属靶材、合金靶材、化合物靶材）或蒸发源（金属或非金属、氧化物）的镀膜应用中，掌握了丰富的真空镀膜技术和经验积累。

公司持续加大技术创新投入，项目研发成果丰富。公司持续进行研发投入，以保证公司技术创新能力的持续提高，研发费率逐年提升，自 2018 年的 3.3% 提升至 2024 年的 5.9%。截至 2024 年底，公司研发人员共计 51 人，占比达 10.9%。公司在研项目众多，技术水平处于行业前列，并深入开展产学研合作，目前在研的方向包括半导体、精密光学、光伏、复合集流体等多个领域。经过研发团队长期自主研发，公司掌握了真空腔体及真空系统设计技术、真空环境机械装置设计技术等多项与真空镀膜设备设计相关的核心技术，拥有真空镀膜设备领域多项自主知识产权，科研成果转化能力突出，截至 2024 年 12 月 31 日，公司共拥有 119 项专利，其中发明专利 41 项，实用新型专利 62 项，外观设计专利 16 项，并获得软件著作权 7 项。

表10、汇成真空在研项目（截至 2024 年报）

| 研发方向 | 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|----------|---------------------------|--|-------------------|--|--|
| 半导体应用领域 | 六英寸碳化硅晶圆高温氧化炉多片机开发 | 研发高温氧化炉装备，研究降低 MOSFET 栅介质 SiO ₂ 与 SiC 之间的界面态密度的技术，研究混合型 IGBT 的寿命调制技术，从而降低器件的功耗，取得技术突破，水平达到国际先进国内领先。 | 已完成设备开发 | 开展碳化硅晶圆高温热氧化工艺研究，并实现加热温度 $\geq 1500^{\circ}\text{C}$ ，温度稳定性 $\leq \pm 1^{\circ}\text{C}$ ，可在 1350°C 稳定运行大于 50h，加热速率 $\geq 8^{\circ}\text{C}/\text{min}$ ，MTBF $\geq 500\text{h}$ ，MTTR $\leq 8\text{h}$ ，支持 2"、3"、4" 和 6" 晶圆，容纳晶圆数量 ≥ 50 片，可使用氧气、一氧化二氮、氧化氮、二氧化氮或湿氧进行氧化。 | 提升公司产品性能。 |
| | 碳化硅晶圆外延单片机设备开发及热、流场设计工艺研究 | 以产业发展和科技创新需求为导向，以产学研合作项目为纽带，紧密结合工业级化学气相沉积领域的国内外技术发展形势和企业实际情况，围绕在工业级化学气相沉积设备及生产工艺、检控技术等方面开展技术攻关，促进产学研合作。 | 已完成设备开发和工艺研究 | 能大幅降低加工成本，并且打破国外厂商垄断，加快半导体相关产业化的进程。 | 开发工业级产业化使用的大型真空镀膜装备，同时开发真空镀膜产业化所需要的检测技术、涂层工艺以及跟环保有关的三废处理等工艺，完善真空镀膜产业化进程，提升设备自动化程度、成品率。 |
| | 半导体行业 PVD 研发设备开发 | 向高端微器件制造装备领域发展，有必要建立完整的装备制造体系，目前公司已具备成熟的真空成膜技术，利用技术储备开发刻蚀领域的设备制造。 | 已完成设备开发 | 利用公司的现有装备制造能力，发展后续 RIE 系统制造，力图打通微器件的加工装备制造，向高端微器件制造装备领域发展。 | 拓展高端微器件制造装备领域。 |
| 精密光学应用领域 | 超低反射（遮光膜）工艺研究 | 开发在 300-1500 的波长范围内反射率小于 0.1% 的镀膜工艺。 | 已完成工艺研究 | 本设备主要由高真空腔体、基板自动搬运系统、磁控溅射源及电源、电气控制系统、冷却水系统、基板烘烤系统、低温深冷系统、精密工艺气体控制系统与高真空系统等部分组成。借助公司自主开发的 1650T 型双腔室光学镀膜设备、Carry-5000 分光光度计等高精度检测手段实现对超低反工艺技术突破，最大限度地实现对 1650T 型双腔室光学镀膜设备在精密光学薄膜应用与产品深度。 | 最大限度地实现对 1650T 型双腔室光学镀膜设备的多用途产品及方向开发。 |
| | PEALD 光学镀膜设备开发及工艺研究 | 开发光学器件应用相关的 ALD 设备，降低客户生产成本。 | 已完成设备开发，目前在进行工艺验证 | 研发光学器件应用相关的 ALD 设备，推广 ALD 在该领域的应用。 | 开发 ALD 设备，拓展相关光学器件应用领域。 |
| 光学应用领域 | 高精密度 AR+DLC 多层膜工艺研究 | 屏显行业手机耐磨性能要求逐步提升，满足消费者新需求，以及自我能力提高，对屏硬度与透过率要求提升，满足更多苛刻应用场景 | 已完成工艺研究，并进行小 | 满足市场产品要求，提升公司技术储备，达到国外设备同等技术水平。 | 新产品有利于进一步拓展 3C 行业的屏市场，如手机、车载与笔电显示屏领域，加强公司在这些领域进军头部企业的能力。 |

| | | | | | |
|--------|---------------------------------|---|----------------------|--|--|
| | HCSO-200 晶圆级磁控光学镀膜设备开发 | 完成 3C 行业、工业领域的窄带滤光片、自动驾驶领域的 Lidar、近红外滤光片以及科学检测仪器的荧光滤光片等诸多精密滤光片批量生产工艺研发与量产设备开发，缩小与国外高端设备差距。 | 批量试制 | 稳定量产设备，客户需要工艺交钥匙工程，50%以上精密滤光片工艺量产 | 项目完成时，设备产能，薄膜均匀性，膜层机械性能、透过率、耐候性等指标将达到目前进口同类产品的水平，逐步实现国产替代化 |
| 光伏应用领域 | 磁控溅射阴极开发及工艺研究 | 旋转阴极在大面积均匀沉积、控制膜厚、组分等领域有天然优势，磁控溅射阴极开发及工艺研究对拓展精密光学薄膜、新能源的界面调节层等领域客户具有较大意义。 | 硬件的研制及优化 | 应市场需求在磁控溅射设备的阴极上进行前瞻性硬件系统及工艺研发。 | 技术水平达到行业需求的主流水平（即薄膜的性能、成膜时间、颗粒物控制、功耗及成本），产品可应用于钙钛矿太阳能电池、储能、精密光学薄膜、包装等领域。 |
| | 验证型线式空间 ALD 镀膜设备开发及工艺研究 | 根据市场客户反馈信息及行业技术发展趋势，市场对 ALD 的需求在增加，公司在线式空间型 ALD 镀膜设备上进行前瞻性硬件系统及工艺研发，可补充现有线式镀膜系统，提升现有系统价值。 | 硬件的研制及优化 | 技术水平达到行业需求的主流水平（即薄膜的性能、成膜时间、颗粒物控制、功耗及成本）。 | 拓展和完善我司在 ALD 领域的技术能力，丰富我司现有产品矩阵。 |
| 复合集流体 | 面向动力锂电池复合铝箔的大型高真空超薄膜双面卷绕镀膜生产线开发 | 攻克大面积柔性薄膜快速蒸发卷绕镀膜设备关键技术，开发出动力锂电池复合铝箔用大面积超薄膜正电极层材料产业化镀膜装备、技术与工艺，实现一步法直接在柔性基底表面制备高质量强结合金属薄膜，形成完全自主知识产权双面快速蒸发沉积厚铝镀膜技术，为动力锂电池复合铝箔用大面积超薄膜正电极层材料产业化提供新型镀膜设备和工艺，填补国内中高端产品空白。 | 已完成生产线研制，目前在进行新的工艺验证 | 突破柔性基底与金属薄膜的界面结合强度与应力应变调控技术，在柔性基材上双面真空蒸发沉积金属铝薄膜，实现在柔性基材上利用绿色真空蒸发镀膜装备与技术沉积铝层薄膜。 | 建成超薄柔性薄膜双面快速蒸发卷绕镀膜设备生产线，研发复合铝箔制备新工艺，增强公司在新能源动力锂电池薄膜材料领域的竞争力。 |
| 其他 | 大尺寸多弧离子 HCSH-650 镀膜设备开发 | 市场对大尺寸-Φ160 弧靶等新技术的需求较大，拟自研配备有大尺寸弧靶-160、AEG、高压离子源等技术的工具镀膜设备，且能在加热最高温度 550°C 下稳定长时间运行的高温工具镀膜设备，同时在该设备上研发出具有高性能的涂层工艺。 | 已完成设备开发 | 通过对现有 HCSH-650 设备上出现的设计性欠完善的结构和问题进行优化，并整合公司开发的新硬件，新工艺，进一步增加产品竞争力，提升品牌影响力。 | 完成 HCSH-650 设备工艺升级和性能改造。 |
| | 多功能表面改性 PVD 镀膜设备开发 | 电镀、喷涂等传统材料表面处理技术受限环保要求，已不能满足目前国内工业生产的社会要求，而 PVD 作为一种环保、清洁的材料表面改性技术更加符合目前国家双碳战略下绿色可持续发展目标，传统产业升级需要一款多功能、多用途 | 已完成设备开发 | 该设备具有等离子体清洗、刻蚀、加热、溅射以及金属材料低温氮化等性能，适合在不同材质、形状上镀制金属、化合物、DLC、TAC、光学多层介质膜以及具有特殊用途的功能性薄膜，并且具备加热温度快速、温度可控可调范围广、抽速快、极限真空高等优点。 | 多功能表面改性 PVD 镀膜设备有利于公司开发生产设备迭代的大型企业以及初入 PVD 行业的小微企业等客户群体。 |

PVD 设备，兼具工艺实验验证
及大批量生产的综合设备。

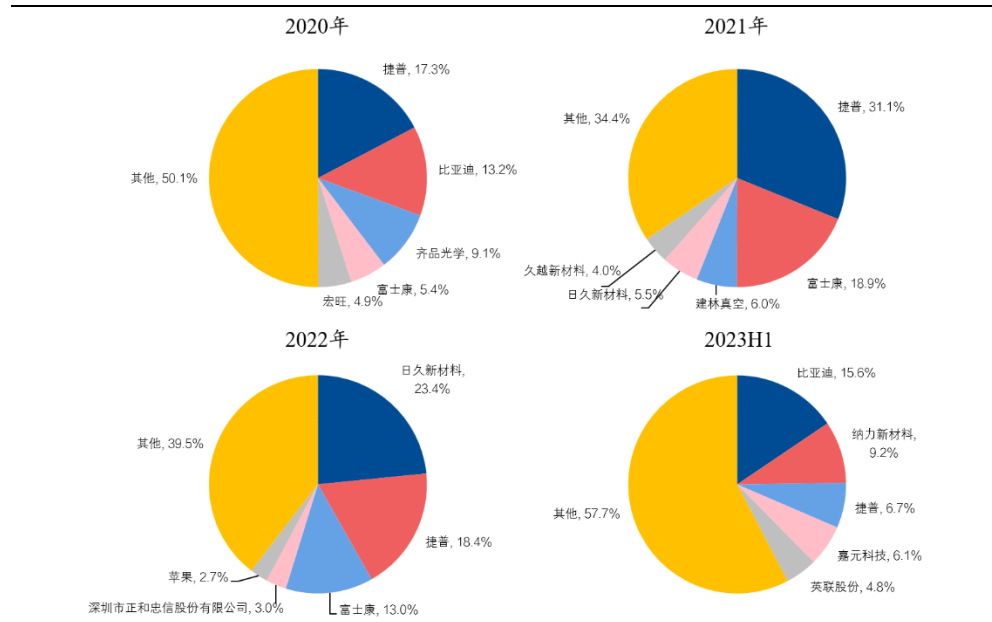
数据来源：汇成真空公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2. 客户优势：拥有优质客户资源，行业竞争优势明显

公司深度参与行业知名企业供应链体系，客户资源优质。公司主要客户包括苹果公司、富士康、比亚迪、维达力、三星电子、信濠光电、麦格纳等国内外知名企业和西安交通大学、长春理工大学、武汉理工等科研院所，客户较多是行业内知名的生产企业，公司凭借自身生产能力、产品和服务质量、技术创新、快速响应等多方面的优势获得了这些国内外大型知名企业的认可，并进入了其供应链体系。优质的客户资源一方面保证客户处于行业内先进的技术及应用前沿，提升公司技术研发水平，另一方面也不断促进客户提升精密制造、产品交付、高效服务等综合能力，保持公司在行业内竞争优势。

公司客户集中度较高，消费电子领域客户更为稳定，其他领域客户有所波动。2020-2023H1，公司前五大客户中，富士康、比亚迪、捷普等比较稳定，主要系下游市场需求主要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，该类客户相对比较稳定。其他应用领域客户由于产品迭代周期相比消费电子行业较长，通常情况下客户采购设备并实现投产，进入成熟运作阶段后，短期内连续采购生产设备并扩产的意愿降低；同时，部分客户由于生产量平稳且无工艺变革，不会持续采购真空镀膜设备，因此公司前五大客户存在一定波动。

图21、2020-2023H1 汇成真空前五大客户收入占比



数据来源：汇成真空招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3. 产品结构优势：产品形式、客户行业多元化发展

客户行业分布广泛，产品形式多样。公司真空镀膜设备销售客户行业分布较广，具体包括智能手机、摄像头、屏幕显示、汽车配件、航空玻璃、磁性材料、半导体电子传感器、光刻掩模版，以及传统行业如五金、卫浴、钟表等领域，多个不同行业应用经验形成了丰富的技术和工艺储备。其次，公司产品涵盖了蒸发镀膜、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，设备形态包括了单体机和连续线，满足不同客户的需要。另外，公司设备销售及技术服务两种盈利模式并举，以设备销售扩大技术服务面，以技术服务促进设备销售。

（二）苹果产业链依赖性逐渐降低，布局复合集流体等战略新兴产业

公司拓展新客户能力强，苹果产业链依赖性逐渐降低。公司近年来凭借优秀的设计制造能力、完善的售后服务和应用方案解决能力，在苹果产业链外，不仅得到了知名厂商如比亚迪、日久光电、沃格光电、宏旺等的认可，还得到了其他消费品、工业品以及科研院所领域优质客户的认可，在行业内形成了品牌效应，逐步切入国内知名企业供应商体系。2020-2023H1，除 2022 年新增苹果产业链客户米亚精密金属科技(东莞)有限公司之外，公司其他新增客户均为非苹果产业链客户，其中单年度收入超过 1000 万元的客户有 22 家（如浙江日久新材料科技有限公司、深圳市正和忠信股份有限公司、江西沃格光电股份有限公司等）。2020-2024 年非苹果产业链的收入占主营业务的收入比例分别为 74.6%、46.2%、64.4%、

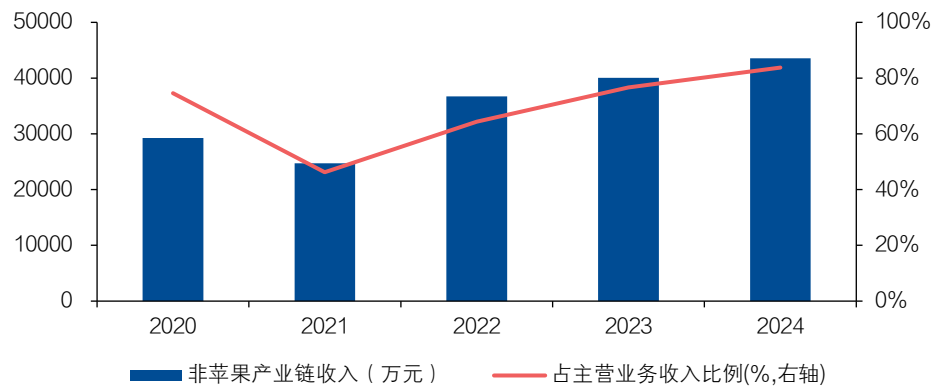
76.7%、83.8%。其中 2021 年非苹果产业链收入有所下降主要系公司来自苹果公司订单大幅增加，受限于产能，适量控制了其他客户的订单的接收。从 2021 年开始非苹果产业链的收入占比逐渐提升，随着公司在产能、资金规模的持续扩大，在满足苹果产业链相关合作的需求外，公司将持续推动在非苹果产业链的客户开拓和销售业绩的增长，对苹果产业链的依赖将逐渐降低。

表11、2020-2023H1 汇成真空新增客户数量及收入情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023H1 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 新增客户数量（家） | 172 | 162 | 153 | 72 |
| 新增客户对应收入（万元） | 18144.21 | 14806.11 | 13815.98 | 11672.57 |
| 当年主营业务收入（万元） | 39237.17 | 53411.06 | 57073.44 | 24984.56 |
| 新增客户对应收入占主营业务收入比例 | 46.24% | 27.72% | 24.21% | 46.72% |

数据来源：《关于广东汇成真空科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件的第二轮审核问询函的回复》，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、汇成真空非苹果产业链收入占比逐渐增加



数据来源：汇成真空招股说明书，汇成真空公告，兴业证券经济与金融研究院整理

布局新兴产业，拓展新的业务增长空间。公司在消费电子领域的持续深入的同时，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，谋求企业产品多元化发展，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。

重点加大对新能源领域的资源投入，复合集流体设备带来新的业绩增长点。公司已布局超薄 PVD 铝箔和铜箔集流体技术。铝箔和铜箔作为锂电池正、负极集流体和活性物质的载体，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。目前公司自主研发并实现量产的超薄复合铝箔和复合铜箔 PVD 镀膜设备，是新型锂电池集流体材料核心技术的关键装备。相比传统压延铝箔和电解铜

箔，具有低成本、高安全和高能量密度的优势，布局新能源动力电池产业，将会为公司带来新的业绩增长点。2024年7月，公司与甘肃奥森豪威智能设备制造有限公司签订《高端锂电池复合铜箔生产设备整体采购暨战略合作协议》，合同金额预计3.7亿元，涉及高真空连续卷绕蒸发镀膜设备6台/套（2.1亿元）以及磁控溅射柔性双面镀膜设备及辅助设备10台/套（1.6亿元），合作期限为合同签署日至2027年7月31日，2024年公司已交付一台复合铜箔设备并验收产生收入3850万元。

表12、汇成真空复合集流体设备参数

| 项目 | 复合铜箔卷绕镀膜设备 | 复合铝箔卷绕镀膜设备 |
|------------|--|--|
| 镀膜技术 | 磁控溅射 | 蒸发 |
| 镀膜方式 | 一次完成双面镀铜膜 | 一次完成双面镀铝膜 |
| 基材 | 3~4.5 μm PET/PP | 4.5~8 μm PET/PP |
| 双面溅射沉积铜膜方阻 | 0.5~2 Ω | - |
| 幅宽 | 600/1250/1350/1650mm | 600~1700mm |
| 工艺走速 | 0.5~30 m/min | 15~100m/min |
| 产能（稼动率90%） | 1200万平方米/年（1186万平方米/1GW·h） | 1200万平方米/年（1186万平方米/1GW·h） |
| 特点 | 采用“PVD铜-高分子支撑层-PVD铜”三明治结构制成的一种新型锂电铜箔材料。在厚度3-4.5μm的PET/PP等基材表面采用磁控溅射的方式，双面镀制一层20-70nm的铜膜，方阻约为0.5-2Ω，实现薄膜表面金属化，然后通过化学电镀增厚的方式，将铜膜加厚到1μm，在6-8μm的复合铜箔，代替4.5-9μm电解铜箔 | 设备在厚度4.5-8.0μm的PET/PP等基材表面采用蒸发的方式，双面镀制一层1μm的铝膜，实现薄膜表面金属化，形成“PVD铝-高分子支撑层-PVD铝”三明治结构，攻克大规模快速蒸发沉积厚铝膜难关。复合铝箔的制备工艺相比传统铝箔压延工艺难度更大，以PVD蒸镀工艺为核心，通过高温熔化金属材料，在PET/PP塑料薄膜双面沉积铝膜，使其两面具有导电性。复合铝箔无需使用化学电镀等湿法工艺，仅通过干法工艺便可一次完成双面铝膜 |

数据来源：汇成真空官网，兴业证券经济与金融研究院整理

四、盈利预测与投资建议

汇成真空是国内领先的真空应用解决方案提供商，深耕真空镀膜设备行业近二十年，致力于为客户提供专业化、高性能的国产真空镀膜设备，客户资源优质，包括苹果公司、富士康、比亚迪、维达力、三星电子、信濠光电、麦格纳等国内外知名企业和西安交通大学、长春理工大学、武汉理工等科研院所。当前国内高端真空镀膜设备市场主要被海外龙头占据，公司后续有望持续受益于自主可控国产替代的长期逻辑。此外，公司积极拓展战略新兴产业，PVD铜箔/铝箔复合集流体应用设备已推向市场并产生收入，同时加速布局汽车智能驾驶方面的设备生产和客户开拓，后续有望为公司带来新的增量。预计公司2025-2027年实现归母净利润1.11/1.48/1.84亿元，对应PE为147.6/110.4/89.0倍（2025.07.25），首次覆盖，给予“增持”评级。

表13、汇成真空盈利预测假设（亿元）

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 真空镀膜设备 | 3.82 | 3.85 | 5.62 | 6.81 | 8.18 |
| yoy | -14.01% | 0.67% | 46.07% | 21.18% | 20.15% |
| 毛利率 | 31.57% | 29.42% | 31.73% | 32.66% | 33.47% |
| 配件及耗材 | 0.47 | 1.07 | 1.12 | 1.23 | 1.36 |
| yoy | -34.47% | 128.70% | 5.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率 | 52.65% | 35.41% | 35.00% | 35.00% | 35.00% |
| 技术服务及其他 | 0.93 | 0.28 | 0.33 | 0.37 | 0.43 |
| yoy | 68.86% | -69.51% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 毛利率 | 27.15% | 49.43% | 48.00% | 48.00% | 48.00% |
| 总营业收入 | 5.22 | 5.20 | 7.07 | 8.42 | 9.98 |
| yoy | -8.53% | -0.35% | 35.92% | 19.11% | 18.42% |
| 毛利率 | 32.65% | 31.74% | 33.00% | 33.69% | 34.31% |
| 归母净利润 | 0.81 | 0.68 | 1.11 | 1.48 | 1.84 |
| yoy | 13.73% | -16.02% | 63.02% | 33.69% | 24.07% |
| 净利率 | 15.53% | 13.09% | 15.70% | 17.62% | 18.46% |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理测算

表14、可比公司估值对比（截至 2025.07.25）

| 公司简称 | 公司代码 | 总市值 (亿元) | 归母净利润(亿元) | | | | 市盈率 PE | | | |
|------|-----------|-------------|-----------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 汇成真空 | 301392.SZ | 164 | 0.7 | 1.1 | 1.5 | 1.8 | 240.6 | 147.6 | 110.4 | 89.0 |
| 可比公司 | | | | | | | | | | |
| 中微公司 | 688012.SH | 1,252 | 16.2 | 23.6 | 32.8 | 43.5 | 77.5 | 53.1 | 38.1 | 28.8 |
| 北方华创 | 002371.SZ | 2,468 | 56.2 | 75.7 | 97.5 | 122.3 | 43.9 | 32.6 | 25.3 | 20.2 |
| 茂莱光学 | 688502.SH | 186 | 0.4 | 0.6 | 0.8 | 1.2 | 524.7 | 310.2 | 221.9 | 156.6 |
| 波长光电 | 301421.SZ | 95 | 0.4 | 0.5 | 0.7 | 0.9 | 257.8 | 200.5 | 141.1 | 108.7 |
| 福光股份 | 688010.SH | 55 | 0.1 | 0.5 | 0.8 | 1.1 | 575.5 | 113.8 | 69.6 | 49.0 |

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：1）因国内上市公司中暂无以真空镀膜设备为主营业务的企业，因此选择部分半导体设备、半导体零部件公司作为可比公司；2）可比公司盈利预测均为 wind 一致预期

五、风险提示

1) 市场需求不及预期。公司主要产品为真空镀膜设备，真空镀膜设备属于下游客户的固定资产，下游客户固定资产投资周期、产能扩张周期及下游行业或工艺变革都会影响市场需求，公司单个客户的销售订单具有不连续的特点。若未来公司未能及时开拓新的客户或挖掘老客户的新需求，则可能出现当年销售订单减少、经营业绩下滑风险。

2) 市场竞争加剧风险。真空镀膜设备应用领域广泛，不同领域镀膜工艺和技术水平差距较大。目前真空镀膜设备市场主要竞争者仍主要为国外企业，如美国的应用材料、日本的爱发科和日本光驰等，其占据了真空镀膜行业高端市场份额，并

获取了行业较大部分利润。国内厂商由于发展起步较晚，技术基础薄弱、人才欠缺，在市场份额及技术能力方面与国外企业存在一定差距。若公司无法进一步提高产品设计研发能力及市场开拓能力，则公司将可能出现真空镀膜设备竞争力不足、无法进一步参与高端市场竞争的情况，从而面临市场竞争风险，对经营业绩产生不利影响。

3) 原材料价格波动或紧缺的风险。公司产品原材料主要包括机械配件类、真空泵类、电源类、真空腔体及电气类等，原材料价格变动将对主营业务成本产生较大影响。如果未来原材料受到市场供求、贸易摩擦、运输成本、能源价格等因素影响，导致供应紧缺或价格持续上涨，而公司不能及时采购到生产所需的原材料或者将原材料价格上涨传导至下游或有效降低生产成本，将会对公司的生产交付和盈利能力造成不利影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 887 | 982 | 1120 | 1269 |
| 货币资金 | 192 | 303 | 232 | 187 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收票据及应收账款 | 333 | 292 | 406 | 497 |
| 预付款项 | 14 | 20 | 24 | 27 |
| 存货 | 333 | 349 | 434 | 531 |
| 其他 | 16 | 17 | 24 | 27 |
| 非流动资产 | 225 | 230 | 225 | 219 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 187 | 186 | 184 | 180 |
| 在建工程 | 1 | 2 | 1 | 0 |
| 无形资产 | 26 | 24 | 22 | 20 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 11 | 18 | 18 | 18 |
| 资产总计 | 1112 | 1212 | 1345 | 1488 |
| 流动负债 | 374 | 436 | 520 | 600 |
| 短期借款 | 30 | 60 | 50 | 30 |
| 应付票据及应付账款 | 167 | 198 | 244 | 290 |
| 其他 | 176 | 178 | 225 | 280 |
| 非流动负债 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 375 | 437 | 520 | 600 |
| 股本 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 未分配利润 | 289 | 310 | 338 | 373 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 738 | 775 | 825 | 888 |
| 负债及权益合计 | 1112 | 1212 | 1345 | 1488 |

现金流量表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 归母净利润 | 68 | 111 | 148 | 184 |
| 折旧和摊销 | 15 | 15 | 16 | 17 |
| 营运资金的变动 | -137 | 44 | -125 | -105 |
| 经营活动产生现金流量 | -36 | 175 | 49 | 108 |
| 资本支出 | -13 | -12 | -10 | -10 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动产生现金流量 | -13 | -19 | -10 | -10 |
| 债权融资 | -100 | 30 | -10 | -20 |
| 股权融资 | 275 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动产生现金流量 | 117 | -45 | -110 | -143 |
| 现金净变动 | 67 | 111 | -71 | -45 |

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 520 | 707 | 842 | 998 |
| 营业成本 | 355 | 474 | 559 | 655 |
| 税金及附加 | 2 | 4 | 4 | 5 |
| 销售费用 | 21 | 28 | 25 | 30 |
| 管理费用 | 37 | 42 | 46 | 50 |
| 研发费用 | 30 | 42 | 51 | 60 |
| 财务费用 | 1 | 1 | -4 | -5 |
| 投资收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -11 | -5 | -7 | -8 |
| 资产减值损失 | -5 | 0 | -3 | -3 |
| 营业利润 | 72 | 121 | 162 | 201 |
| 营业外收支 | 2 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 74 | 122 | 163 | 202 |
| 所得税 | 6 | 11 | 15 | 18 |
| 净利润 | 68 | 111 | 148 | 184 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 68 | 111 | 148 | 184 |
| EPS(元) | 0.68 | 1.11 | 1.48 | 1.84 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业总收入增长率 | -0.3% | 35.9% | 19.1% | 18.4% |
| 营业利润增长率 | -17.9% | 68.3% | 33.9% | 24.3% |
| 归母净利润增长率 | -16.0% | 63.0% | 33.6% | 24.1% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 31.7% | 33.0% | 33.7% | 34.3% |
| 归母净利率 | 13.1% | 15.7% | 17.6% | 18.5% |
| ROE | 9.2% | 14.3% | 18.0% | 20.7% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 33.7% | 36.0% | 38.6% | 40.3% |
| 流动比率 | 2.37 | 2.25 | 2.16 | 2.12 |
| 速动比率 | 1.43 | 1.39 | 1.26 | 1.17 |
| 营运能力 | | | | |
| 资产周转率 | 53.0% | 60.9% | 65.9% | 70.4% |
| 每股资料(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.68 | 1.11 | 1.48 | 1.84 |
| 每股经营现金 | -0.36 | 1.75 | 0.49 | 1.08 |
| 估值比率(倍) | | | | |
| PE | 240.6 | 147.6 | 110.4 | 89.0 |
| PB | 22.2 | 21.1 | 19.8 | 18.5 |

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | 类别 | 评级 | 说明 |
|---|------|-----|--|
| 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的 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 | 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 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| | | 减持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5% |
| | | 无评级 | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级 |
| | 行业评级 | 推荐 | 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 |
| | | 回避 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为中微公司(688012)、拓荆科技(688072)做市商。但上述持仓不曾、不会、不将对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--|--|--|
| 地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层 | 地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元 | 地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼 |
| 邮编：200135 | 邮编：100020 | 邮编：518035 |
| 邮箱： research@xyzq.com.cn | 邮箱： research@xyzq.com.cn | 邮箱： research@xyzq.com.cn |