



无线耳机设备先行，紧抓苹果迎“大年”

赛腾股份(603283)

公司2016年即供货苹果无线耳机组装设备及治具，明年有望迎苹果“大年”与5G换机潮，一代产品一代设备，公司作为苹果产业链自动化设备重要供应商有望显著受益、市场预期差大。

主要观点：

► **公司的过往：成于苹果，进入发展快车道。**公司致力于为客户提供自动化解决方案，公司在进入苹果合格供应商后便进入发展快车道，上市前苹果已成为公司最重要客户，上市后国内外收入更加均衡、收入结构已大幅改善。公司上市后加快了下游应用领域的拓展，重点领域包括半导体、汽车、医药、新能源等，进入日本电产、村田新能源等企业供应商体系，收购Optima株式会社将公司产品线向高端半导体检测设备领域进一步延伸。

► **公司的赛道：蓝牙耳机设备先行，苹果“大年”与5G换机潮带来巨大预期差。**1) 公司在投资者交流平台上表示，无线耳机相关的组装设备及治具公司都有生产，2016、2017年相关收入大幅增长。同时2020年苹果手机将迎较大变化，叠加5G换机潮，3C设备产业链企业有望显著受益。2) 一代产品一代设备，新制自动化设备与改制设备的价值量相差非常大，较大的变动需要更大量的新制设备。我们判断苹果2020年9月份新机所需自动化设备的采购时间将自2020年一季度开始，相关产业链的预期差巨大，叠加2020年5G手机换机潮，3C设备产业链将显著改善，公司业绩弹性将显现。

投资建议：公司紧跟苹果新产品研发节奏，苹果“大年”业绩弹性将显现，预计公司2019-2021年的归母净利润分别为1.45、2.11、2.83亿元，增速19.5%、49.9%、34.4%，给予2020年30倍PE，目标价37.2元，首次覆盖，“买入”评级。

风险提示：下游3C产品更新换代不及预期；公司相关产品订单不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	683.18	904.39	1049.16	1499.81	1946.95
YoY (%)	69.51%	32.38%	16.01%	42.95%	29.81%
归母净利润(百万元)	95.67	121.04	144.63	210.63	282.98
YoY (%)	99.11%	26.52%	19.49%	45.64%	34.35%
毛利率 (%)	49.14%	47.78%	49.52%	49.92%	49.40%
每股收益(元)	0.56	0.71	0.85	1.24	1.67
ROE	15.10%	16.28%	16.28%	19.17%	20.48%
市盈率	44.32	35.03	29.32	20.13	14.98

资料来源：Wind，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级： 买入
上次评级： 首次覆盖
目标价格： 37.2
最新收盘价： 24.97

股票代码： 603283
52周最高价/最低价： 34.25/14.74
总市值(亿) 42.40
自由流通市值(亿) 10.24
自由流通股数(百万) 41.02



分析师：刘菁

邮箱：liujing2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110001

联系电话：

相关研究

1. 崛起到跨越，与全球First-in-class差距越来越小
2019.11.26
2. 可降解支架高速放量，创新驱动的器械龙头
2019.11.19
3. 景气度触底，2020是新周期的起点
2019.11.18

正文目录

1. 公司的过往：成于苹果，自强中不断改善收入结构	3
1.1. 成为苹果供应商后进入发展快车道	3
1.2. 上市前非常依赖苹果，如今国内外收入越来越均衡	7
1.3. 产能扩张解决公司收入进一步提高瓶颈	9
1.4. 自动化设备应用领域拓展：半导体与汽车是布局重点领域	10
2. 公司的赛道：苹果“大年”与 5G 换机潮带来巨大预期差	12
2.1. 3C 行业整体正经历相对低谷，可穿戴设备是亮点	12
2.2. 无线耳机设备先行，苹果“大年”与 5G 换机潮带来预期差	14
2.3. 国内组装与检测设备先行：一代产品一代设备将来巨大增量	17
2.4. 公司重研发重人才，紧跟苹果新产品节奏	20
3. 盈利预测与投资建议：静待苹果“大年”业绩弹性，“买入”评级	21
4. 风险提示	23

图表目录

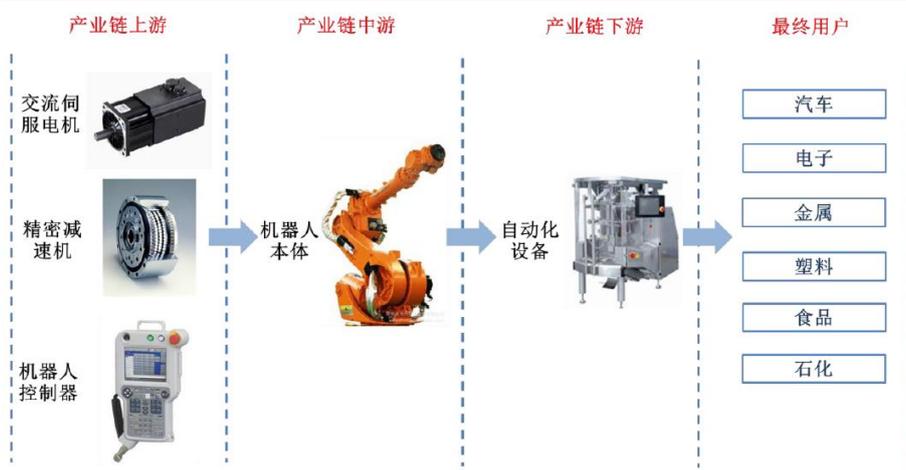
图 1 公司产品系列下游应用广泛	3
图 2 近年公司收入快速增长，偶有波动（左轴为营业收入，万元；右轴为同比增速，%）	6
图 3 收入结构变化：逐渐分散（万元）	6
图 4 近年公司毛利率水平稳定（%）	6
图 5 近年公司净利润有波动（左轴为归母净利润，万元；右轴为同比增速，%）	7
图 6 苹果收入占比：上市前公司收入非常依赖苹果（左轴为来自苹果收入，亿元；右轴为来自苹果收入占比，%）	9
图 7 国内外收入占比变化：国内收入占比已过半（%）	9
图 8 电子信息产业固定资产投资 2019 年增速在提高，2019-2021 年有望迎来 5G 建设投资高峰（左轴为电子信息产业固定资产投资额累计值，亿元；右轴为累计同比，%）	12
图 9 全球智能手机出货量遇冷，iPhone 出货量在新机刺激下开始上涨（当季值，千部）	13
图 10 国内智能手机出货量降幅收窄，2020 年有望迎来 5G 手机换机潮（左轴为国内智能手机出货量，万部；右轴为累计同比增速，%）	13
图 11 全球 PC 出货量连续 7 年下滑，但进入 2019 年前三季度增长 2%，回暖迹象明显（左轴为全球 PC 出货量，万台；右轴为同比增速，%）	14
图 12 苹果蓝牙耳机	15
图 13 华为蓝牙耳机	15
图 14 Counterpoint Research 预测 2020 年全球无线耳机销量将达到 1.29 亿部（万部）	15
图 15 AirPods 是 TWS 耳机重要推动者，将保持高增长（万部）	15
图 16 公司无线耳机组设备销量大增（台）	16
图 17 公司无线耳机设备收入大涨（万元）	16
图 18 自动化设备应用领域广泛，近年在移动终端、新能源等下游行业带动下得到快速发展	18
图 19 公司研发投入持续快速增长（左轴为公司研发支出，万元；右轴为研发支出占收入比例，%）	20
图 20 与同类公司相比，公司研发占比较高（%）	20

1. 公司的过往：成于苹果，自强中不断改善收入结构

1.1. 成为苹果供应商后进入发展快车道

公司致力于为客户提供自动化解决方案，主要产品包括自动化组装设备、自动化检测设备及治具类产品等，集非标自动化领域研发方案设计、精密加工、组装调试、安装培训和服务支持于一体，具备技术咨询、可行性分析、数据实验、系统设计、程序编写、系统集成、安装调试等交钥匙工程的能力。产品应用领域包括消费电子、汽车、医疗、家电、日用品、食品、化妆品等行业领域。

图 1 公司产品系列下游应用广泛



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

表 1 公司 3C 设备产品系列主要集中在自动化检测设备和自动化组装设备

产品名称	主要用途
<p>自动化检测设备</p> <p>主要功能是对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，可以配合其他工序设备和物料输送带共同组成全自动流水线系统</p>	<p>全自动化多功能测试设备</p> <p>用于测试多种尺寸规格的不同产品，能够实现全程自动化测试</p>
	<p>超高精度按压力度测量设备</p> <p>用于替代人工操作对手机产品的屏幕进行检测，检测内容包括力度感应测试，能够达到准确性和高速度的落实力度到被指定的被测点</p>
	<p>翻转手机检测设备</p> <p>用于替代人工操作对手机产品的内部陀螺仪进行检测功能，检测内容包括重力感应，能够准确的落实任何角度来翻转测试</p>
	<p>气密性检测设备</p> <p>自动检测和判断电子产品如手表、手机等的密封情况，以判断其防水性能</p>
<p>自动化组装设备</p> <p>主要功能是对产品的零部件进行装配、贴合、覆膜、包装等一系列自动化操作，具有良品率高，易于维护等特点，能够有效取代人工劳动提高客户生产效率</p>	<p>三合一电池组装设备</p> <p>用于自动组装智能手机电池</p>
	<p>高精度组装贴合设备</p> <p>用于替代人工操作对产品进行组装，设备内容包括扫码、检测、组装复检</p>
	<p>自动覆膜装备</p> <p>给产品外盒自动覆膜热缩并包装</p>
	<p>自动贴标设备</p> <p>用于产品/零件自动贴标签</p>
	<p>自动手机按键组装设备</p> <p>用于自动组装智能手机按键</p>
	<p>自动组装手机充电器设备</p> <p>用于自动组装智能手机充电器</p>
<p>治具类产品</p>	<p>主板电性能测试治具、气密性测试治具、机械性能测试治具、信息抹除治具、拆手机屏治具、手机屏幕压合治具、LCD 测试治具</p>

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司自 2007 年成立以来，便持续快速发展，尤其是在 2011 年通过苹果公司合格供应商认证、2012 年公司开始与苹果公司开始合作之后，开始向 Appl Inc.、Apple Operations International、Apple Distribution Int.、Apple South Asia Pte.Ltd.、苹果电脑贸易（上海）有限公司提供自动化设备、治具类产品及相关技术

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

服务，从而进入发展快车道，并于 2017 年在上交所成功上市，期间收入和利润水平均实现了巨大增长。

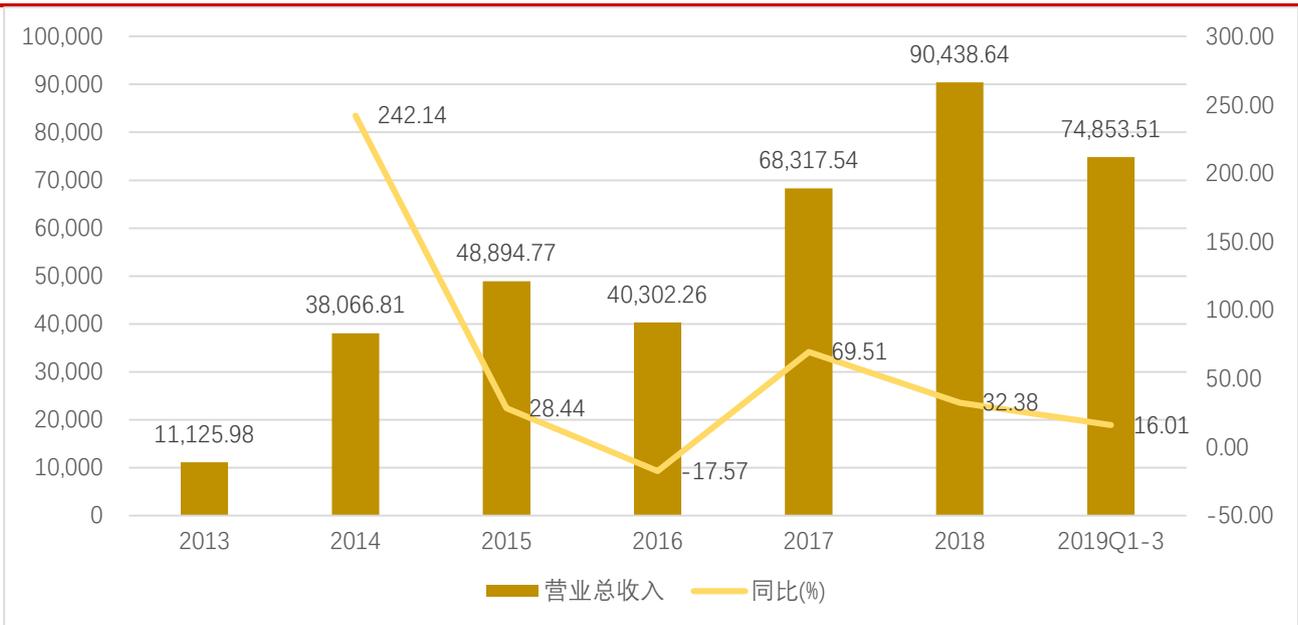
表 2 近年公司进入发展快车道

时间	重要节点
2010 年	开建赛腾生产基地，打造 32000 平方米赛腾开发区产业园
2011 年	进入全球最具影响力公司优秀供应商名录；通过 ISO 质量体系认证
2013 年	赛腾股份开发区产业园五栋厂房全部竣工；获得江苏省高新技术企业认定
2015 年	购入 72 亩土地，打造 106465 平方米赛腾股份吴淞江创新智造产业园
2016 年	成立激光事业部，将激光焊接，切割及打标工艺与自动化整合集成
2017 年	获得吴中区优秀总部企业和吴中区引进人才先进企业证书获得知识产权管理体系认证； 2017 年 12 月在上交所成功上市
2018 年	荣登苏州市“亩产英雄百强榜”“吴中开发区十大明星企业”；苏州赛腾麦智智能科技有限公司迁入临湖新厂区；收购苏州智冠光电科技有限公司；收购无锡昌鼎电子有限公司；收购苏州赛腾昆山平成电子科技有限公司；收购苏州菱欧自动化科技股份有限公司
2019 年	收购日本株式会社 Optima 购入临湖 50 亩土地，昆山 40 亩土地；荣获“省博士后创新实践基地”称号

资料来源：公司官网，华西证券研究所

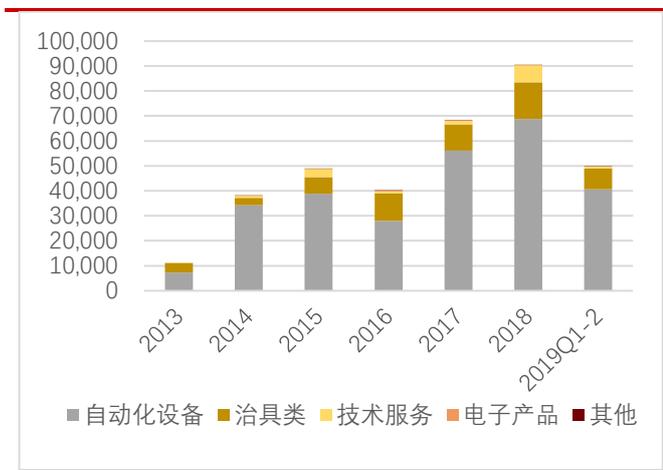
自公司进入苹果供应商体系后，营业收入、利润等便开始快速大幅增长，2013-2018 年公司收入自 1.11 亿元增至 9.04 亿元，年均复合增长率达到 52.1%，2019 年前三季度同比增速 16%，在高基数及 3C 行业处于低谷背景下仍能保持较高增速。归母净利润方面，近年公司所有波动，由 2013 年的 2332 万元增至 2018 年 1.21 亿元，2014-2018 年的增速分别为 469.7%、-4.4%、-62.2%、99.1%、26.5%，2019 年前三季度同比增长 19.6%至 9040 万元。

图2 近年公司收入快速增长，偶有波动（左轴为营业收入，万元；右轴为同比增速，%）



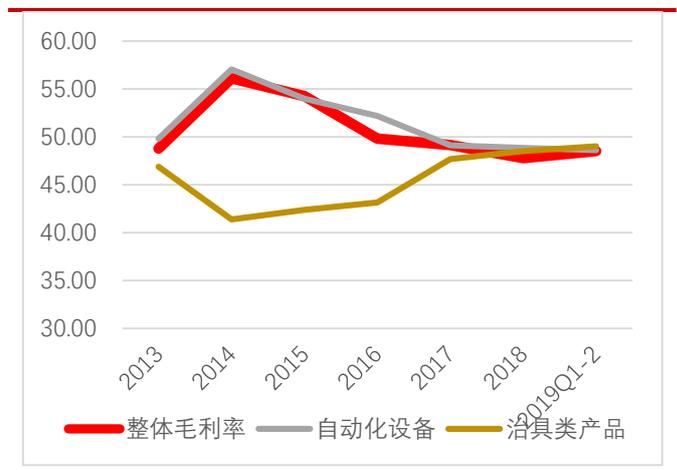
资料来源：Wind，华西证券研究所

图3 收入结构变化：逐渐分散（万元）



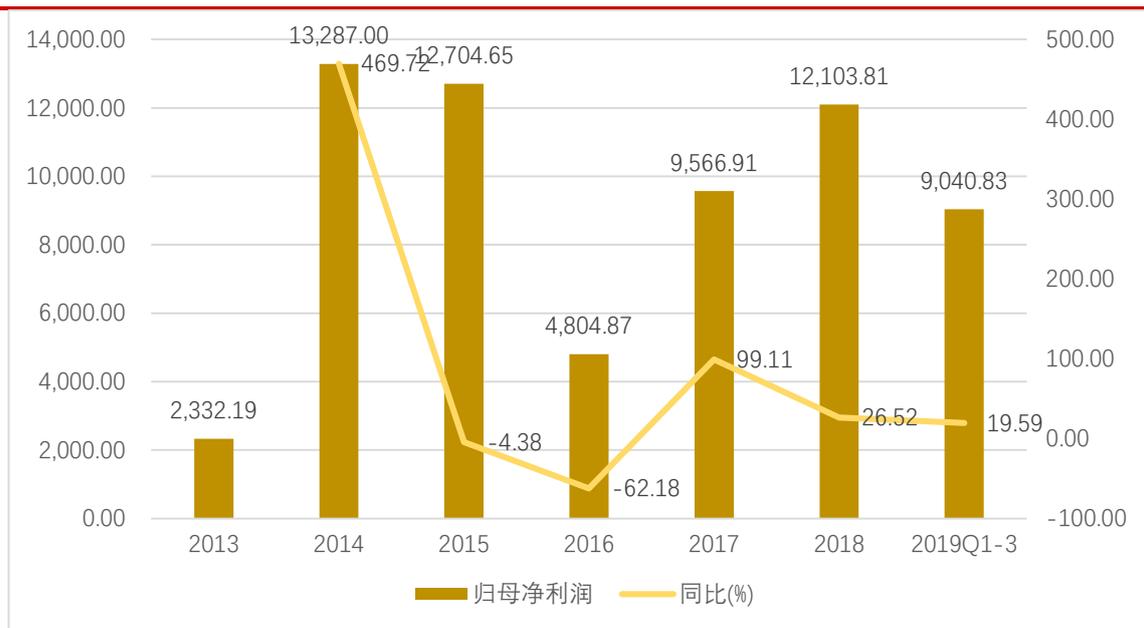
资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 近年公司毛利率水平稳定（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图5 近年公司净利润有波动（左轴为归母净利润，万元；右轴为同比增速，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 上市前非常依赖苹果，如今国内外收入越来越均衡

从客户角度看，公司来自苹果公司的依赖程度非常高，后者是公司多年来的最大客户，2014-2017年1至9月，来自苹果公司（合并口径）收入分别占公司收入的83.03%、79%、43.54%、72.92%（其中2014-2015年收入包含关联方塞席尔赛腾对苹果公司收入，2016-2017年则降至0）。同时如果从产品应用的终端品牌来看，2014-2017年1至9月公司来自苹果的收入分别为3.46、4.53、3.65、4.44亿元，占比分别达到90.92%、92.57%、90.57%、94.75%。

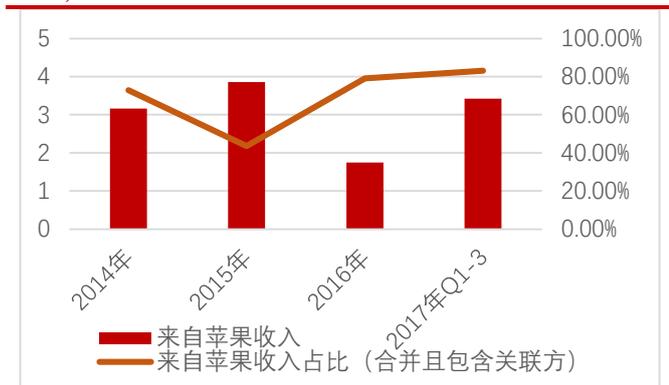
表 3 2017 年 1-9 月公司来自终端品牌苹果的收入占比达到 94.75%

	营业收入	占比	终端品牌
一、苹果公司直接决定于公司签订订单			苹果
1、苹果公司直接订单	34165.95	72.92%	
2、苹果公司指定代工厂订单			
2.1 英华达	343.43	0.73%	
2.2 纬新资通	427.68	0.91%	
2.3 广达电脑	946.93	2.02%	
2.4 和硕联合	23.47	0.05%	
2.5 捷普集团	214.1	0.46%	
2.6 富士康	440.48	0.94%	
小计	36562.04	78.04%	
二、苹果产业链厂商自主决定与公司签订订单			
3、苹果公司组件供应商： 可成科技			
	199.23	0.43%	
4、苹果公司解决方案供应商：JOT 公司			
	7632.18	16.29%	
小计	7831.41	16.72%	
苹果品牌合计	44393.45	94.75%	

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2014-2017 年，公司国外收入占比稳定在 80%以上，但 2018 年开始，这一结构发生了较大变化，2018 年公司国内外收入占比为 47.9%、52.1%，已经相差无几，再至 2019 年中报分别为 52.8%、47.2%，国内收入首次超过国外收入，结构更加均衡。

图6 苹果收入占比：上市前公司收入非常依赖苹果
(左轴为来自苹果收入，亿元；右轴为来自苹果收入占比，%)



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图7 国内外收入占比变化：国内收入占比已过半 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司近年营收水平快速增长，截至公司上市前，2016年、2017年1-9月公司产能利用率均超过100%，分别为102.35%、122.41%，公司产能多年持续超负荷运行，产能限制已经成为公司收入水平进一步提高的瓶颈。

1.3. 产能扩张解决公司收入进一步提高瓶颈

公司近年营收水平快速增长，截至公司上市前，2016年、2017年1-9月公司产能利用率均超过100%，分别为102.35%、122.41%，公司产能多年持续超负荷运行，产能限制已经成为公司收入水平进一步提高的瓶颈。

表 4 近年公司产能利用率持续超过 100%、超负荷运行

年度	产品种类	产能 (台)	产量(台)	销量(台)	产销率	产能利用率
2017 年 1-9 月	自动化设备	3230	3954	3496	88.42%	122.41%
2016 年	自动化设备	2300	2354	2441	103.70%	102.35%
2015 年	自动化设备	1700	1786	1834	102.69%	105.06%
2014 年	自动化设备	1600	2208	1645	74.50%	138%
三年一期合计	自动化设备	8830	10302	9416	91.40%	116.67%

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

2017 年四季度公司得以上市、募投项目得以落地，预计于 2020 年达到预定可使用状态。项目总投资 5.5 亿元，项目完全达产后，公司产能将由 2016 年 2300 台/年增长 5080 台/年达到 7380 台/年，预计能增加公司销售收入 14.98 亿元，税后投资收益率为 55.84%，税后内部收益率为 38.61%，税后投资回收期为 5.18 年。至 2019 年 7 月，已累计使用募集资金 1.13 亿元。

表 5 公司募投项目用于消费电子、汽车光伏医疗等行业自动化设备项目及研发中心项目

项目名称	投资总额(万元)	拟使用募集资金 额(万元)	实施主体
消费电子行业自动化设备项目	55134.15	9132.51	苏州赛众
新建研发中心项目	15523.26	15523.26	苏州赛众
汽车、光伏、医疗行业自动化设备建设项目	8668.88	-	苏州赛众
合计	79326.29	24655.77	

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

1.4. 自动化设备应用领域拓展：半导体与汽车是布局重点领域

随着国内生产成本以及对生产效率生产工艺的要求不断提高，越来越多的行业开始使用或者扩大使用自动化设备，如光伏、医药、汽车、半导体行业等等。公司在 3C 领域做大做强的同时，不仅在募投项目中有所布局，更是通过并购加快了这些领域的布局步伐。这些布局一方面降低了公司对于苹果的依赖，更主要是将公司业务延伸至市场空间更大的多行业中，从而拓宽公司的成长之路。

表 6 公司上市后加快并购步伐，扩展下游应用：汽车与半导体领域

2018 年			
时间	标的	股权比例	金额 (万元)
2018.4.24	苏州中固精密机械有限公司	100%	6800
2018.4.24	苏州市相城区黄埭镇东桥开发区健民路 58 号厂房及土地	-	5417.50
2018.5	苏州智冠光电科技有限公司	100%	4724.44
2018.7.30	无锡昌鼎电子有限公司	51%	6120
2018.11.9	菱欧科技	100%	21000
2018.12.6	昆山平成电子科技有限公司	85%	6000
2019 年			
2019.5.11	Optima 株式会社	74.25%	39 亿日元 (约 23679)

资料来源：公司公告，华西证券研究所

根据公司 11 月公告，2019 年公司拟发行可转换债券、股份及现金收购菱欧科技，其中非公开发行价格为 19.25 元/股、发行数量为 7272724 股，募集资金 1.4 亿元，发行对象包括财通基金等 5 名投资者。菱欧科技的主要产品为自动化设备，产品主要应用于汽车、电子、半导体、医疗等行业，通过多年技术积累在汽车马达、锂电池等领域积累了丰富的技术经验及品牌口碑，自 2011 年起便陆续已与日本电产等知名公司建立了良好的合作关系，目前公司的主要客户包括全球领先的综合电动马达制造商日本电产、知名锂电池厂商村田新能源等，均具有长期稳定的合作关系，2018 年 1-10 月日本电产、村田新能源分别占其收入的 52%、18.7%。另外菱欧科技积极开拓半导体、医疗等领域的自动化设备的业务机会，菱欧科技与三垦集团及其子公司大连三垦建立了良好的合作关系，积极布局半导体自动化设备领域，通过业务多样化的策略，一方面为公司稳定持续发展提供了新的增长动力，同时也将分散大客户集中的风险。

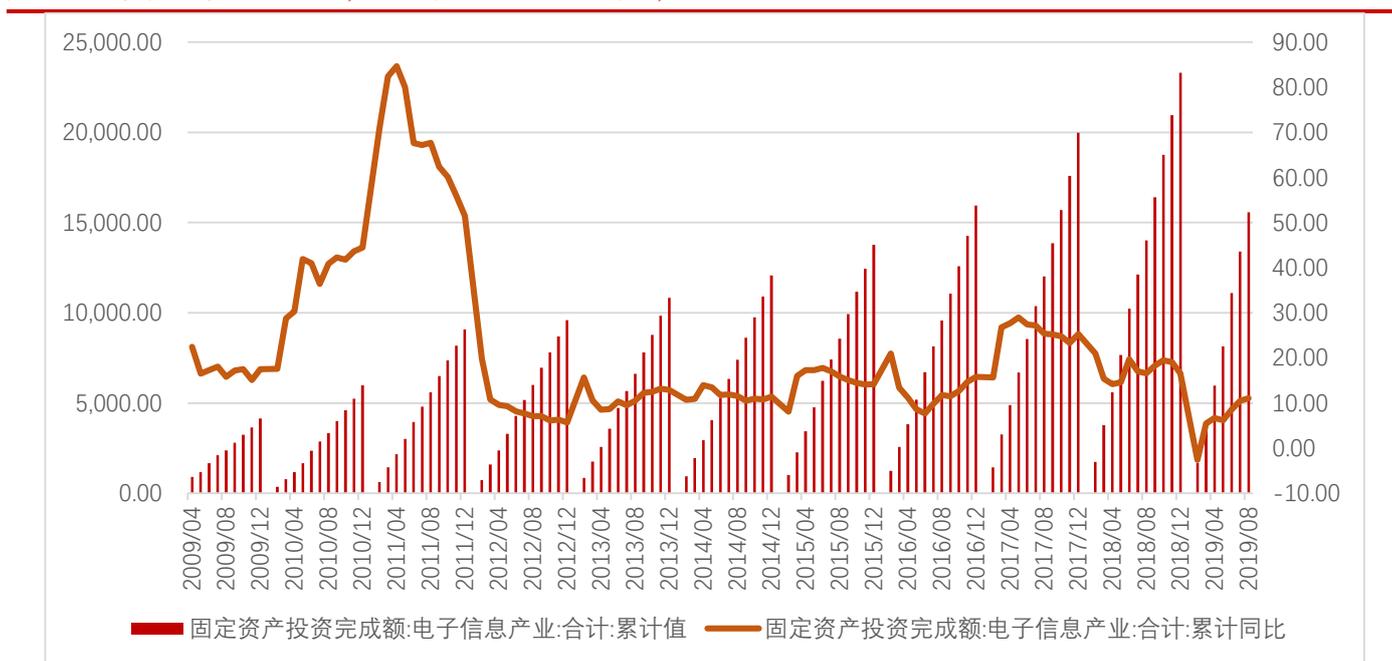
2019 年 5 月公司公告，拟以现金方式购买 Kemet Japan 株式会社持有的日本 Optima 株式会社 67.53% 股权，股权收购价款 270,105.99 万日元（约合人民币 16,395 万元），并对 Optima 株式会社进行增资，增资金额 120,000 万日元（约合人民币 7,284 万元），总计投资金额 390,105.99 万日元（折合人民币约 23,679 万元）。Optima 株式会社主要从事半导体晶圆检查设备和曝光设备的开发、制造、销售以及服务业务，与公司同属于自动化设备研发制造行业，能够与公司实现产业协同，拓宽公司智能制造产品链，并将公司产品线向高端半导体检测设备领域进一步延伸，提高公司技术含量和客户储备。

2. 公司的赛道：苹果“大年”与 5G 换机潮带来巨大预期差

2.1. 3C 行业整体正经历相对低谷，可穿戴设备是亮点

根据国家统计局数据，近年我国电子信息产业固定资产投资保持高速增长，2014-2017 年 500 万元以上项目固定资产投资增速分别为 11.4%、14.2%、15.8%、25.3%，2018 年我国电子信息制造业固定资产投资同比增长 16.6%，达到 2.33 万亿元；2019 年 1-8 月为 1.56 万亿元，累计同比增长 11.1%，增速在经历年初的负增长后加速提高。2019-2021 年将是 5G 建设的高峰期，而 5G 固定资产投资规模要远大于 4G，根据中国产业信息网的预测，2019-2021 年年均新增投资有望达到 1000 亿元，对电子信息制造业固定资产投资年增速有望贡献 4.5 个百分点。

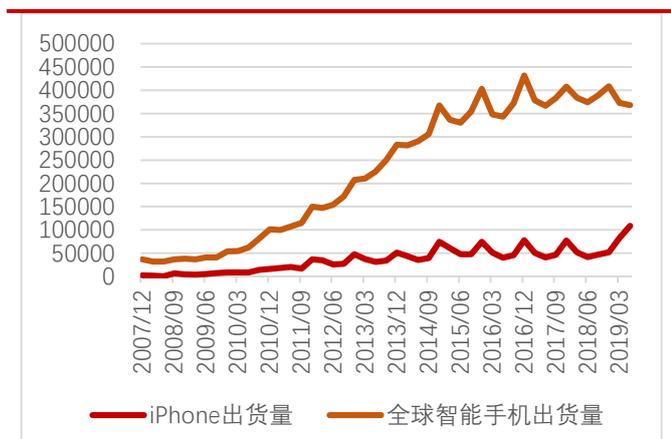
图 8 电子信息产业固定资产投资 2019 年增速在提高，2019-2021 年有望迎来 5G 建设投资高峰（左轴为电子信息产业固定资产投资额累计值，亿元；右轴为累计同比，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

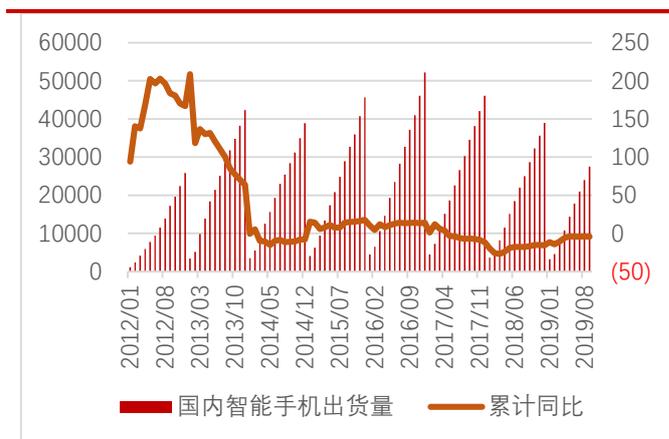
全球智能手机市场近年遇冷，根据 IDC 报告，2018 年全球智能手机出货量为 14.05 亿台，同比下滑 4.1%；而 2019 年上半年出货量约为 6.4 亿台，比 2018 年同期再次下滑约 5%。国内方面，根据工信部数据，2017、2018 年国内智能手机出货量分别为 4.61 亿、3.9 亿台，分别同比下滑 11.6%、15.5%，2019 年 1-9 月销量为 2.75 亿台，同比下滑 4.2%，可见国内智能手机增速虽仍在下滑，但幅度已大幅减小。

图9 全球智能手机出货量遇冷，iPhone出货量在新机刺激下开始上涨（当季值，千部）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图10 国内智能手机出货量降幅收窄，2020年有望迎来5G手机换机潮（左轴为国内智能手机出货量，万部；右轴为累计同比增速，%）

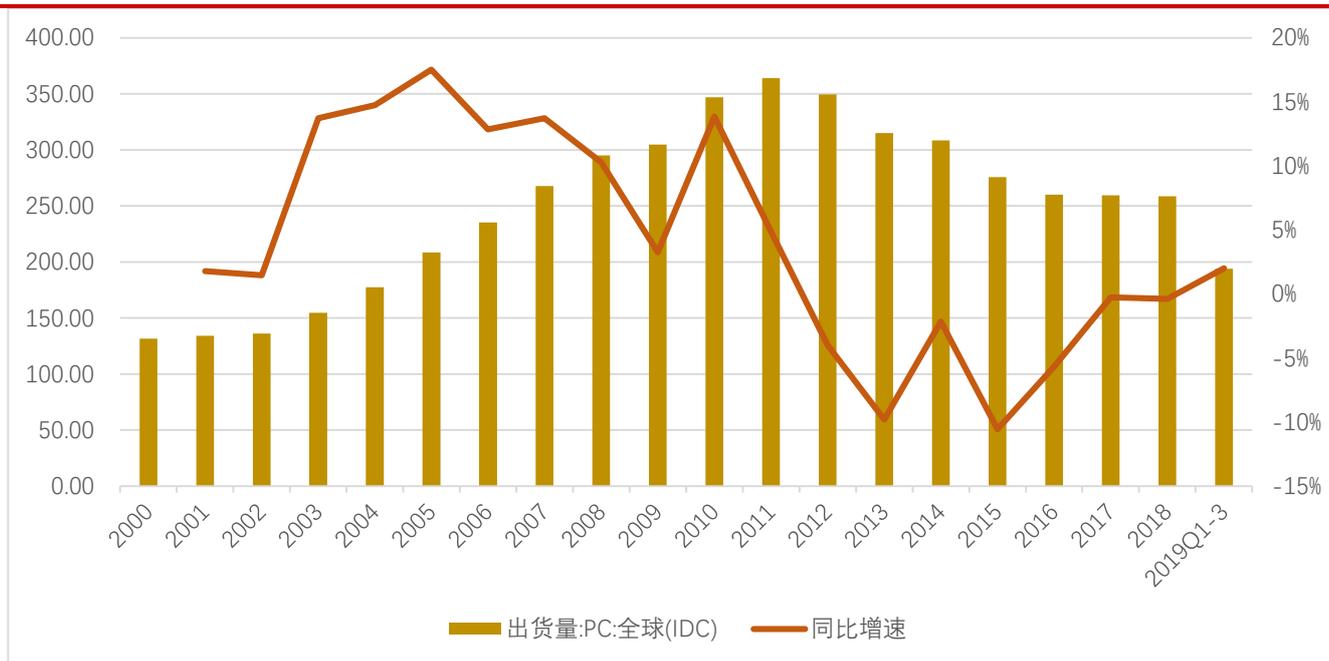


资料来源：Wind，华西证券研究所

我们认为近年智能手机市场的低迷与购机者等待 5G 手机、智能手机缺乏创新等因素直接相关，而 2019 年被认为是中国 5G 商用元年，今年 6 月 6 日，工信部向中国移动、中国联通、中国电信、中国广电发放 5G 商用牌照，随后三大运营商向消费者推出了 5G 免费体验套餐，并开放了商用套餐预约。我们认为随着 5G 基站大量建设及通信运营商 5G 套餐的不断丰富，2020 年开始有望迎来换机高峰，从而带动 3C 设备需求回暖。

PC 市场方面，2017、2018 年全球 PC 出货量分别为 2.60、2.59 亿台，分别同比下滑 0.3%、0.4%，连续七年下滑，但回落速度已显著放缓；进入 2019 年，1-9 月份达到出货量 1.94 亿台，二、三季度均实现正增长，分别为 4.2%、4.5%，前三季度同比增长 2%，回暖迹象明显。

图 11 全球 PC 出货量连续 7 年下滑，但进入 2019 年前三季度增长 2%，回暖迹象明显（左轴为全球 PC 出货量，百万台；右轴为同比增速，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

可穿戴设备是近年 3C 产品中的亮点，根据 IDC 发布的《全球可穿戴设备季度跟踪报告》，2019 年第一季度全球可穿戴设备出货量达到 4960 万部，同比增长 55.2%，其中腕带可穿戴设备占比 63.2%，仍占据大部分市场份额，但得益于蓝牙耳机销量的高增长，耳戴设备的增长速度最快达到 135.1%，占比也达到 34.6%。可穿戴设备出货量中，苹果 1280 万、小米 660 万、华为 500 万、三星 430 万、Fitbit 290 万，同比增速分别为 49.5%、68.2%、282.2%、151.6%、35.7%。IDC 预测，2019 年可穿戴设备市场全球出货量有望突破 2.229 亿台，如果按照 7.9% 的复合年增长率来计算，2023 年市场规模将增加至 3.023 亿台，增长的主要驱动力就是智能手表和耳塞式设备。

2.2. 无线耳机设备先行，苹果“大年”与 5G 换机潮带来预期差

自越来越多的智能手机取消 3.5mm 耳机孔后，无线耳机无疑是近年可穿戴设备中非常闪耀的品种，2019 年一季度耳戴设备增速达到 135.1%，远超其他可穿戴设备。近日国际知名市场调研机构 Counterpoint Research 发布的报告预测，2020 年全球无线耳机销量估计将达到 1.29 亿部，而 2018 年约为 4600 万台，年均复合增速 67.5%。

图 12 苹果蓝牙耳机



资料来源：苹果官网，华西证券研究所

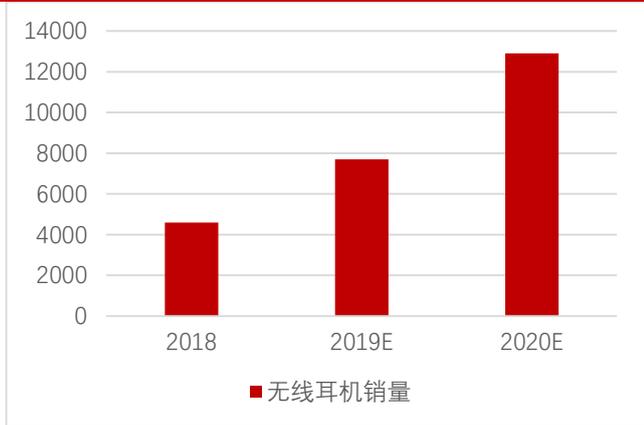
图 13 华为蓝牙耳机



资料来源：京东华为商城，华西证券研究所

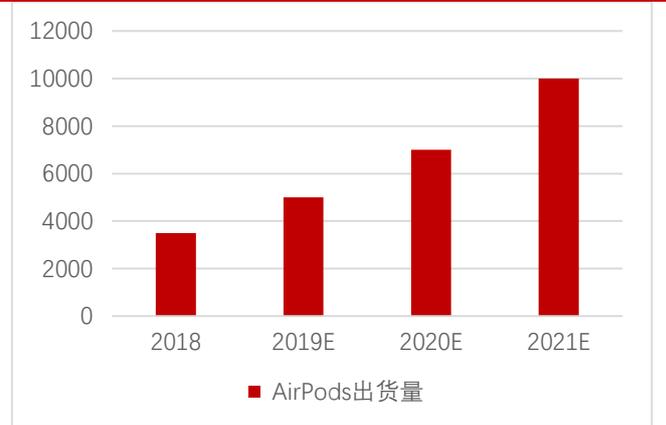
无线耳机销量快速增长离不开 AirPods 的突出贡献，自后者发布以来，真无线耳机进入消费者视野，2018 年 TWS 耳机成为市场新爆发点，2018 年 AirPods 出货量为 3500 万台，占无线耳机总市场份额的 75%左右，预计 2019、2020 年 AirPods 的出货量为 5000、7000 万台，2021 年有望超过 1 亿台，出货量同比分别增长 118.8%/42.9%/40.0%/42.9%。同时三星、Bose、Jabra、华为等也在加强推动无线耳机市场的拓展，Counterpoint Research 预测到 2021 年无线耳机的全球市场价值预计将达到 270 亿美元。

图 14 Counterpoint Research 预测 2020 年全球无线耳机销量将达到 1.29 亿部（万部）



资料来源：Counterpoint Research，华西证券研究所

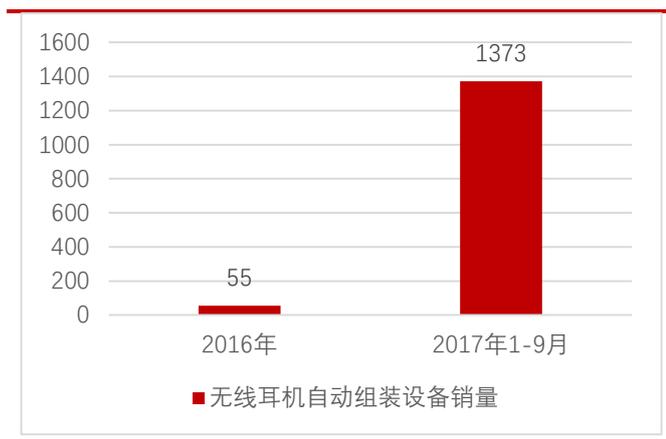
图 15 AirPods 是 TWS 耳机重要推动者，将保持高增长（万部）



资料来源：IDC，华西证券研究所

根据公司招股说明书，公司在 2016 年成功拓展苹果无线耳机等应用领域并实现收入，当年相关组装设备销售 55 台、均价 38.53 万/台（多台设备套装价格），收入 2119.2 万元，2017 年 1-9 月无线耳机组装设备销量达到 1373 台、均价 8.66 万/台，收入 1.19 亿元，占当期公司自动化设备收入的 30.57%。

图 16 公司无线耳机组装设备销量大增（台）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

图 17 公司无线耳机设备收入大涨（万元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

智能手机方面，近年苹果手机由于外观变化不大，受到市场不少质疑，出货量表现不佳，今年9月 iPhone 11、iPhone11 Pro、iPhone11 Pro Max 上市，虽然外观与 iPhone X 等机型变化不大、且暂不支持 5G 功能，但采取降价的价格策略（iPhone 11 起价 5499 元，比去年 iPhone XR 的开售价低 1000 元），iPhone11 系列的销量要好于预期。

表 7 历年苹果手机型号及出货量，近几年由于缺乏创新，出货量几无增长

年份	苹果手机产品	苹果手机出货量（万部）
2007 年	iPhone	139
2008 年	iPhone 3G	1163
2009 年	iPhone 3GS	2073
2010 年	iPhone 4	3999
2011 年	iPhone 4S	7229
2012 年	iPhone 5	12505
2013 年	iPhone 5S 和 iPhone 5C	15026
2014 年	iPhone 6 和 iPhone 6 Plus	16922
2015 年	iPhone 6S 和 iPhone 6S Plus	23122
2016 年	iPhone 7、iPhone 7 Plus 和 iPhone SE	21188
2017 年	iPhone 8、iPhone 8 Plus 和 iPhone X	21676
2018 年	iPhone XS、iPhone XS Max 和 iPhone XR	20880
2019 年 Q1-2	iPhone 11、iPhone11 Pro、iPhone11 Pro Max	11370

资料来源：Wind，华西证券研究所

预计 2020 年将是“苹果大年”：苹果预计将推出 3 款 5G 手机，外观也会有一定变化，并计划 2020 年全年出货 8000 万台 5G iPhone。从这一角度出发，国内苹果产业链设备企业中，我们认为自动化组装设备与自动化检测设备将显著受益：1、“一代产品一代设备”，此前连续多年 iPhone 外观变化不大，2017 年 iPhone X 是外形比较大的变革，可以看出此时产品单价变化会很大、相关设备公司业绩弹性也较大，如若明年新一代 iPhone 支持 5G、整体外观改变和尺寸变化等，需要对组装和检测设备产线进行更换而不是改制，相关设备产品价值量会大很多；2、组装与测试设备是国内苹果产业链公司中，相对比较成熟、进口替代比例较高的环节；3、通常新一代苹果会引领国产智能手机风潮，如此前的金属外壳向玻璃外壳转变等。

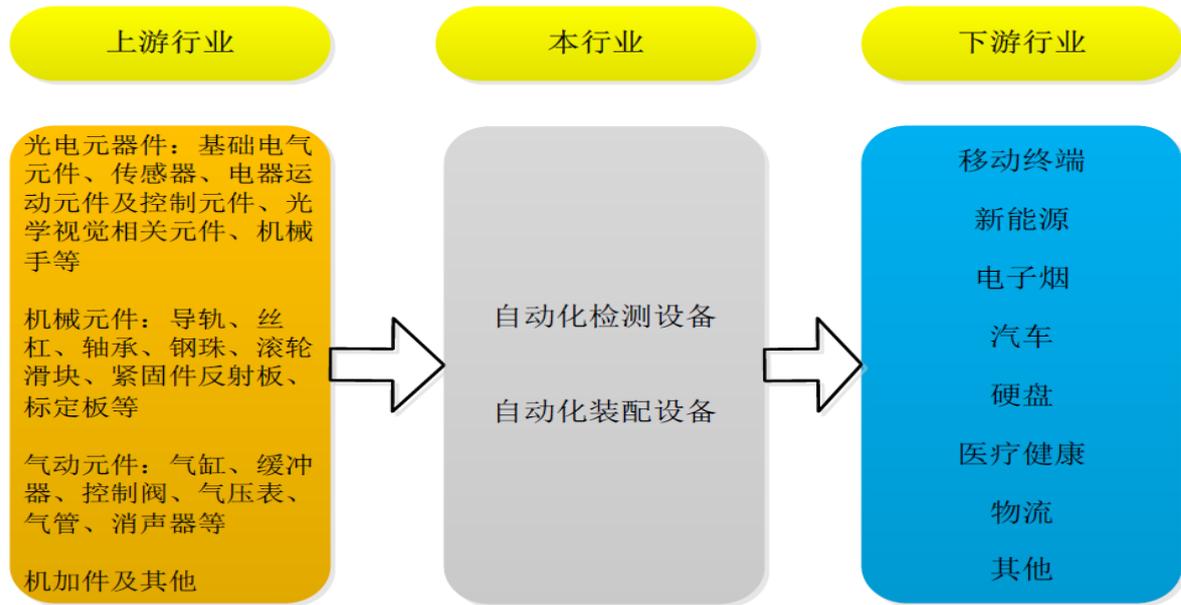
同时 2019 年被认为是中国 5G 商用元年，我们认为随着 5G 基站大量建设及通信运营商 5G 套餐的不断丰富，2020 年开始有望迎来换机高峰，从而带动 3C 设备需求回暖。

2.3. 国内组装与检测设备先行：一代产品一代设备将来巨大增量

自动化设备应用领域广泛，重要应用下游有移动终端、新能源、汽车、电子烟、半导体、医疗等等，近年这些领域对我国自动化设备需求拉动非常大。3C 领域最为明显，我国占据全球 3C 产品产能的 70%，手机制造更是达到其中的 32%，因此全球 3C 产品的加工组装和检测公司都在中国。

近些年 3C 产品生产企业面临生产成本提高（劳动力成本等）、产品更新换代加快（生产周期缩短）、生产工艺要求提升等诸多情况，对于自动化生产设备的需求与日俱增、对国内自动化设备企业也提出了更高的要求，智能制造之路势在必行。中国产业信息网预测 3C 设备 2020 年增量市场空间将达 3928 亿元。

图 18 自动化设备应用领域广泛，近年在移动终端、新能源等下游行业带动下得到快速发展



资料来源：科瑞技术招股说明书，华西证券研究所

通常 3C 产品新生产线的投资额占固定资产总投资的 50%以上，中国产业信息网预测 3C 设备 2020 年增量市场空间将达 3928 亿元。另外整机组装自动化市场空间约 150—250 亿，每年更换需求约 60—100 亿。

表 8 自动化组装与检测设备功能多样，满足手机生产中多道环节

设备	具体设备名称	主要功能
自动化检测设备	全自动化多功能测试设备	用于测试多种尺寸规格的不同产品，能够实现全程自动化测试
	超高精度按压力度测量设备	用于替代人工操作对手机产品的屏幕进行检测，检测内容包括力度感应测试，能够达到准确性和高速度的落实力度到被指定的被测点
	赛腾股份 翻转手机检测设备	用于替代人工操作对手机产品的内部陀螺仪进行检测功能，检测内容包括重力度感应，能够准确的落实任何角度来翻转测试
	气密性检测设备	自动检测和判断电子产品如手表、手机等的密封情况，以判断其防水性能
科瑞技术	手机双摄像头自动检测设备	手机双摄像头功能测试
	移动终端快速测试设备	手机或平板电脑各种传感器、按键等功能的快速测试
	手机按键自动化测试设备	手机各种物理按键的测试
自动化组装设备	三合一电池组装设备	用于自动组装智能手机电池
	高精度组装贴合设备	用于替代人工操作对产品进行组装，设备内容包括扫码、检测、组装复检
	赛腾股份 自动覆膜包装装备	给产品外盒自动覆膜热缩并包装
	自动贴标设备	用于产品/零件自动贴标签
	自动手机按键组装设备	用于自动组装智能手机按键
	自动组装手机充电器设备	用于自动组装智能手机充电器
科瑞技术	手机自动点胶、保压线	手机中框与 TP 屏幕组装

资料来源：赛腾股份招股说明书，科瑞技术招股说明书，华西证券研究所

从国内苹果产业链中自动化设备供应商的相关数据可以看出，新制自动化组装设备与自动化检测设备相对于改制产品的价值量要高的多、甚至达到数倍差距。我们判断苹果 2020 年 9 月份新机所需自动化设备的采购时间为 2020 年一季度开始，因此我们认为在苹果“一代产品一代设备”的背景下，相关产业链的预期差巨大。同时叠加 2020 年 5G 手机换机潮，3C 设备产业链将显著改善。

表 9 新制设备与改制设备均价差异非常大，“一代产品一代设备”，苹果新机较大变化将会为组装与检测设备企业带来较大业绩弹性（万元）

公司	设备	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-9 月
赛腾股份	自动化组装设备	28.78	25.77	34.39	12.00
	自动化组装设备【改】	1.98	15.03	4.70	5.87
	自动化检测设备	17.18	21.57	21.43	19.00
	自动化检测设备【改】		16.67	6.86	4.46
公司	设备		2016 年	2017 年	2018 年
科瑞技术	新制检测设备		19.14	11.13	8.33
	改制检测设备		2.73	1.88	1.77
	改制装配设备		9.21	7.96	6.28

资料来源：赛腾股份招股说明书，科瑞技术招股说明书，华西证券研究所。注：表中价格均为相关产品均价。

2.4. 公司重研发重人才，紧跟苹果新产品节奏

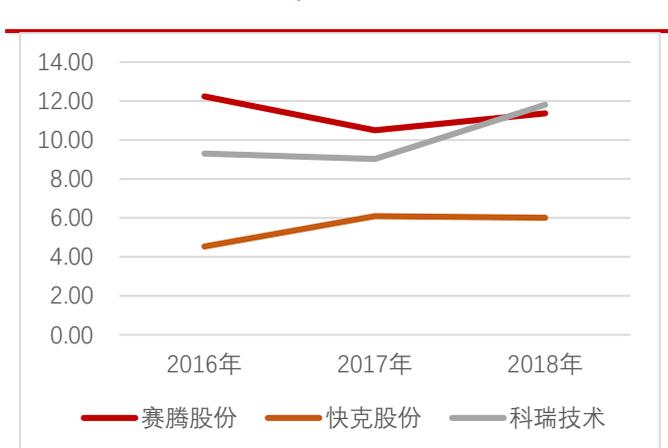
公司核心竞争力中最重要的部分是行业领先的产品研发设计和定制化生产能力，至 2018 年底，技术及研发人员总数达 1,322 人，占公司员工总数的 62.09%，取得实用新型专利 334 项，发明专利 42 项，外观专利 2 项研发设计能力持续提升。2016-2018 年公司研发投入由 4939 万元翻倍增长至 1.03 亿元，占收入比重 11.4%，较同类公司处于较高水平。

图 19 公司研发投入持续快速增长（左轴为公司研发支出，万元；右轴为研发支出占收入比例，%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 20 与同类公司相比，公司研发占比较高 (%)



资料来源：Wind，华西证券研究所

公司自进入苹果产业链后，紧跟苹果新产品节奏，如 2016 年 Apple AirPods 于北京时间 2016 年 9 月 8 日上市，当年公司无线耳机组装设备即销售 55 台实现收入 2119.2 万元，2017 年 1-9 月即销售无线耳机组装设备 1373 台，收入达到 1.19 亿元。其他设备同样延伸很快，2014 年公司收入以气密性检测设备、三合一电池组装设备、自动贴标三类为主，至 2017 年扩展到气密性检测设备、手机屏幕组装设备、无线耳机组装设备、三合一电池组装设备和载具自动化收集设备为主，应用产品和生产环节不断拓展，紧跟苹果产品变化。

3. 盈利预测与投资建议：静待苹果“大年”业绩弹性，“买入”评级

表 10 公司收入预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	904.39	1,049.16	1,499.81	1,946.95
同比增速 (%)	32.4%	16.0%	43.0%	29.8%
毛利率 (%)	47.8%	49.5%	49.9%	49.4%
毛利润	432.12	519.54	748.70	961.80
其中				
自动化设备	688.41	820.50	1,228.50	1,582.40
同比增速 (%)	22.6%	19.2%	49.7%	28.8%
毛利率 (%)	48.8%	49.2%	49.5%	48.9%
毛利润	336.22	403.69	608.60	773.79
治具类	146.31	211.66	236.31	314.55
同比增速 (%)	40.6%	44.7%	11.6%	33.1%
毛利率 (%)	48.5%	49.42%	49.58%	49.50%
毛利润	70.96	104.60	117.16	155.70
技术服务	68.91	15.00	30.00	40.00
同比增速 (%)	396.5%	-78.2%	100.0%	33.3%
毛利率 (%)	35.7%	66.0%	68.0%	68.0%
毛利润	24.58	9.90	20.40	27.20
其他	0.76	2.00	5.00	10.00
同比增速 (%)	-33.4%	163.2%	150.0%	100.0%
毛利率 (%)	48.0%	48.0%	50.0%	50.0%
毛利润	0.36	0.96	2.50	5.00

资料来源: Wind, 华西证券研究所

公司紧跟苹果新产品研发节奏，深度绑定大客户，我们预计明年苹果将是“大年”，“一代产品一代设备”，叠加明年 5G 换机潮，公司业绩弹性将显现，预计公司 2019-2021 年公司收入分别为 10.49、15.00、19.47 亿元，分别同比增长 16.0%、43.0%、29.8%，归母净利润分别为 1.45、2.11、2.83 亿元，增速 19.5%、49.9%、34.4%。

与可比公司相比，公司在苹果组装和检测设备中竞争力较强，给予 2020 年 30 倍 PE，目标价 37.2 元，首次覆盖，“买入”评级。

表 11 可比公司估值表

	代码	收盘价	总市值	EPS				PE			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
科瑞技术	002957	30.18	123.74	0.80	0.76	1.05	1.43	37.73	39.51	28.83	21.11
大族激光	002008	34.99	373.37	1.61	0.80	1.47	1.73	21.73	43.78	23.76	20.22
平均				1.21	0.78	1.26	1.58	29.73	41.65	26.29	20.66
赛腾股份	603283	24.97	42.40	0.75	0.85	1.24	1.67	33.29	29.38	20.14	14.95

资料来源：Wind，华西证券研究所。注：科瑞技术、大族激光 EPS 为 wind 一致预期

4. 风险提示

1) 下游 3C 产品更新换代不及预期，我们判断明年将是“苹果大年”，新机变化将较大，从而带动自动化设备需求的大幅提升，但如果新机变化不及预期，将影响市场规模。

2) 公司相关产品订单不及预期等，公司与苹果合作多年，供应大量产品设备，但并非独家客户，公司订单存在一定不确定性。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	904.39	1049.16	1499.81	1946.95	净利润	121.27	147.58	214.92	288.76
YoY (%)	32.38%	16.01%	42.95%	29.81%	折旧和摊销	17.56	18.00	20.00	22.00
营业成本	472.26	529.62	751.10	985.16	营运资金变动	-217.53	141.70	-18.96	-7.01
营业税金及附加	13.89	16.11	23.03	29.90	经营活动现金流	-69.62	307.28	215.96	303.74
销售费用	128.30	110.16	157.48	198.59	资本开支	-119.50	-49.12	-56.87	-52.99
管理费用	78.25	120.65	172.48	214.16	投资	-235.41	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.71	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-348.01	-49.12	-56.87	-52.99
资产减值损失	10.88	0.00	0.00	0.00	股权募资	40.05	0.00	0.00	0.00
投资收益	6.91	0.00	0.00	0.00	债务募资	134.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	99.41	167.70	244.23	324.45	筹资活动现金流	139.96	0.00	0.00	0.00
营业外收支	26.91	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-277.68	258.16	159.09	250.75
利润总额	126.32	167.70	244.23	324.45	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	5.05	20.12	29.31	35.69	成长能力 (%)				
净利润	121.27	147.58	214.92	288.76	营业收入增长率	32.38%	16.01%	42.95%	29.81%
归属于母公司净利润	121.04	144.63	210.63	282.98	净利润增长率	26.52%	19.49%	45.64%	34.35%
YoY (%)	26.52%	19.49%	45.64%	34.35%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.71	0.85	1.24	1.67	毛利率	47.78%	49.52%	49.92%	49.40%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率率	13.41%	14.07%	14.33%	14.83%
货币资金	221.03	479.19	638.28	889.02	总资产收益率 ROA	8.81%	9.38%	10.76%	11.62%
预付款项	6.60	6.15	9.32	11.96	净资产收益率 ROE	16.28%	16.28%	19.17%	20.48%
存货	226.83	215.78	314.11	408.45	偿债能力 (%)				
其他流动资产	439.23	329.07	447.22	546.92	流动比率	1.53	1.71	1.75	1.87
流动资产合计	893.70	1030.19	1408.92	1856.35	速动比率	1.13	1.34	1.35	1.44
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.38	0.79	0.79	0.89
固定资产	205.86	187.86	167.86	145.86	资产负债率	45.28%	41.66%	43.06%	42.39%
无形资产	76.02	76.02	76.02	76.02	经营效率 (%)				
非流动资产合计	480.01	511.12	548.00	578.99	总资产周转率	0.76	0.72	0.86	0.89
资产合计	1373.71	1541.31	1956.92	2435.35	每股指标 (元)				
短期借款	165.47	165.47	165.47	165.47	每股收益	0.71	0.85	1.24	1.67
应付账款及票据	207.35	225.83	324.29	423.58	每股净资产	4.38	5.23	6.47	8.14
其他流动负债	210.89	212.45	314.66	405.04	每股经营现金流	-0.41	1.81	1.27	1.79
流动负债合计	583.71	603.74	804.42	994.09	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	36.42	36.42	36.42	36.42	估值分析				
其他长期负债	1.88	1.88	1.88	1.88	PE	35.03	29.32	20.13	14.98
非流动负债合计	38.30	38.30	38.30	38.30	PB	4.05	4.77	3.86	3.07
负债合计	622.01	642.04	842.73	1032.40					
股本	162.76	162.76	162.76	162.76					
少数股东权益	8.07	11.02	15.32	21.09					
股东权益合计	751.69	899.27	1114.19	1402.95					
负债和股东权益合计	1373.71	1541.31	1956.92	2435.35					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

刘菁：刘菁，八年实业工作经验，其中两年年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。