

专注自动化设备领域,拓展客户+绑定龙头锁定高成长性

买入 (首次)

2018 年 08 月 09 日

证券分析师 陈显帆

执业证号: S0600515090001

chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002

13915521100

zhouersh@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	683	880	1,044	1,194
同比 (%)	69.5%	28.8%	18.6%	14.4%
净利润 (百万元)	96	145	186	219
同比 (%)	99.1%	51.8%	28.2%	17.4%
每股收益 (元/股)	0.60	0.89	1.14	1.34
P/E (倍)	34.80	23.33	18.19	15.50

投资要点

■ **专注自动化设备领域,跟随 3C 大客户高速发展:** 赛腾主要从事自动化生产设备的研发、设计、生产、销售及技术服务,为客户实现生产智能化提供系统解决方案,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。公司营业收入持续大幅增长,2013-2017 年营业收入由 1.11 亿增长至 6.83 亿, CAGR 高达 57.5%。公司毛利率维持高位,2014-2017 年毛利率由 56.11%下降至 49.14%,但仍然高于行业平均水平 9.35pct。公司费用控制情况逐年改善,2017 年三费率占比总收入 33.29%,同比下降 1.36pct,预计未来净利率会有提升。赛腾客户集中度高,苹果是非标自动化领域的最大客户,应用于苹果公司终端品牌生产实现的收入维持在 90%以上,公司跟随苹果高速发展。

■ **3C 自动化设备需求上涨,拓展客户+绑定龙头锁定高成长性:** 3C 行业固定资产投资额持续走高,2017 年达到了 1.29 万亿元,同比增长 23.41%,近七年 CAGR 高达 18.71%。全球电子电器机器人销量显著上升,2017 年达到了 11.6 万台,同比+27%。3C 设备零部件庞杂,加工精度要求高,需求旺盛,上升空间大,已成为第一大工业机器人应用领域。消费电子制造业高度景气,智能手机全球出货量趋于稳定,可穿戴智能设备逐渐普及,产品快速更新换代带来新设备需求。赛腾作为 3C 自动化设备新秀和下游龙头苹果的产业链标的公司,未来有望进一步提高订单量,丰富客户构成,维持高成长状态。

■ **研发投入释放盈利弹性,拟切入标准化设备未来收益可期:** 公司研发费用投入维持高位,近三年占营业收入比重维持在 10%以上,2017 年研发投入收入高于同行业可比公司 2.85pct。公司产销率连续三年高于 85%,产能利用率连续四年过百,企业发展态势良好,在 IPO 助力下有望打破产能瓶颈,继续拓展客户。此外,公司拟切入标准化设备及半导体设备领域,打开被非标设备局限的行业天花板。

■ **拟收购无锡昌鼎电子,切入半导体设备领域:** 公司拟以 6120 万元收购无锡昌鼎电子有限公司 51%的股权,目前已达成转让意向。此次收购有利于公司抓住半导体、集成电路行业的发展机遇,打造新的利润增长点,释放更大成长空间。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司目前处在产品更新周期快的 3C 自动化行业,且切入了半导体设备领域,我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年的净利润分别为 1.45 亿、1.86 亿、2.19 亿,对应 PE 分别为 23 倍、18 倍、16 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 消费电子行业景气度不及预期;半导体行业壁垒阻隔,竞争加剧毛利率不及预期;并购进展不及预期;过度依赖单一大客户。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.81
一年最低/最高价	9.89/36.71
市净率(倍)	5.10
流通 A 股市值(百万元)	832.40

基础数据

每股净资产(元)	4.08
资产负债率(%)	31.39
总股本(百万股)	162.76
流通 A 股(百万股)	40.00

相关研究

内容目录

1. 专注自动化设备领域，跟随 3C 设备大客户苹果高速发展	4
1.1. 股权结构稳定	4
1.2. 经营业绩卓越，费用控制情况逐步改善	5
1.3. 深耕自动化设备，跟随苹果高速发展	7
2. 3C 自动化设备需求上涨，拓展客户+绑定龙头锁定高成长性	7
2.1. 3C 固定资产投资额持续上涨，电子电器机器人需求上升客户拓展空间大	8
2.2. 下游消费电子制造业稳定发展，绑定大客户锁定成长性	8
3. 研发投入释放盈利弹性，拟切入标准化设备未来收益可期	10
3.1. 研发投入维持高位，股权激励维持工程师红利	10
3.2. IPO 打破产能瓶颈助力客户拓展，拟切入标准化设备打开市场	10
3.2.1. 自动化设备产销量持续走高，IPO 助力研发和产能扩张	11
3.2.2. 拟切入标准化设备，打开市场收益可期	11
4. 拟收购无锡昌鼎，切入半导体设备领域	11
5. 盈利预测与投资建议	12
6. 风险提示	14

图表目录

图 1: 主要产品	4
图 2: 股权集中, 实际控制人孙丰持有 65.99% 股份	5
图 3: 营业总收入高速增长	5
图 4: 毛利率维持在行业平均水平之上	5
图 5: ROE、ROA 高于行业平均水平	6
图 6: 费用控制情况逐步改善	6
图 7: 分业务收入 (亿): 自动化设备是收入的主要来源	7
图 8: 苹果是公司非标自动化领域的最大客户	7
图 9: 3C 制造业固定资产投资 CAGR 高达 18.71%	8
图 10: 电子电器机器人销量显著上升	8
图 11: 全球智能手机出货量趋于稳定	9
图 12: 智能手机国内市占率维持在 90% 以上	9
图 13: 可穿戴设备行业有望保持持续增长	9
图 14: 苹果行业领导者地位稳固	9
图 15: 2017 年研发投入高于行业平均 2.85pct	10
图 16: 高技术人员占比	10
图 17: 自动化设备产销量持续走高	11
图 18: 产能利用率连续四年过百	11
图 19: 2018 年中国将成全球第二半导体设备市场 (亿美元)	12
图 20: 中国半导体设备销售额增长迅速	12
表 1: 限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排	10
表 2: 公司分业务收入预测 (百万元)	13
表 3: 同类可比公司估值平均估值水平	14

1. 专注自动化设备领域，跟随 3C 设备大客户苹果高速发展

苏州赛腾精密电子股份有限公司系高新技术企业，成立于 2007 年，主要从事自动化生产设备的研发、设计、生产、销售及技术服务，为客户实现生产智能化提供系统解决方案，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。

图 1：主要产品

产品种类	产品名称	产品图例
自动化检测设备	全自动化多功能测试设备	
	超高精度按压力度测量设备	
	气密性检测设备	
自动化组装设备	三合一电池组装设备	
	高精度组装贴合设备	
	自动覆膜包装设备	
治具类产品	主板电性能测试治具	
	气密性测试治具	

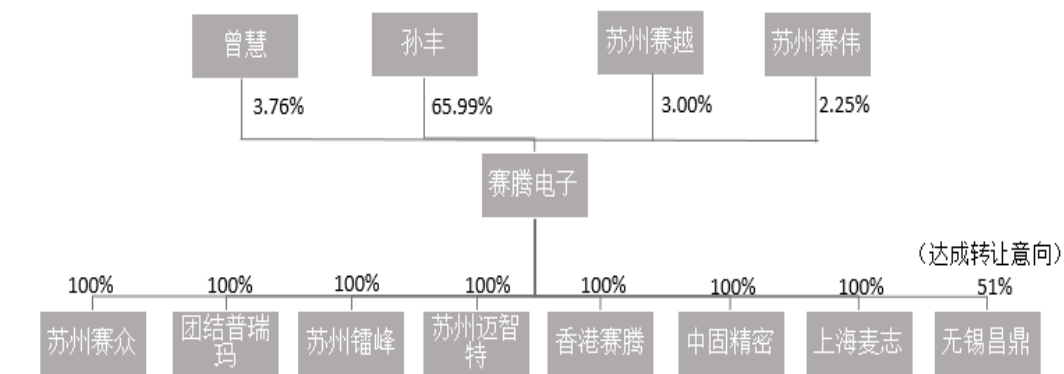
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所整理

1.1. 股权结构稳定

公司股权集中，实际控制人孙丰持有 65.99% 的股份，预计公司未来的经营决策效率会很高。赛腾拥有 7 家全资子公司，分别是苏州赛众自动化科技有限公司、苏州团结普瑞玛激光科技有限公司、苏州镭峰激光科技有限公司、苏州迈智特智能科技有限公司、香港赛腾精密电子有限公司、上海麦志信息科技有限公司，以及 2018 年新收购的苏州

中固精密机械有限公司。公司目前主要生产非标自动化设备，未来拟大批量生产标准化的自动设备，积极布局激光行业，同时计划抓住半导体、集成电路行业的发展机遇，打造新的利润增长点，并于2018年6月达成无锡昌鼎51%股权的收购意向。

图2：股权集中，实际控制人孙丰持有65.99%股份

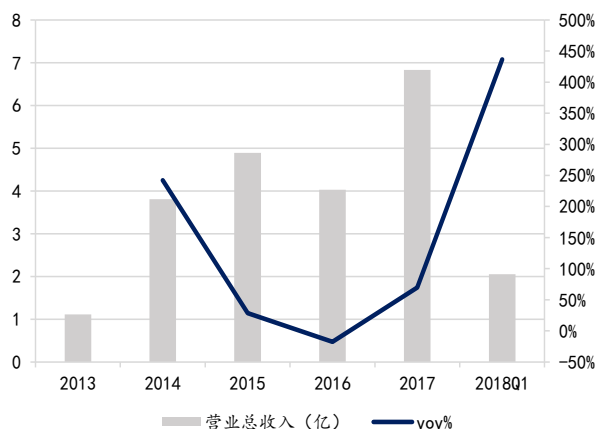


数据来源：Wind, 东吴证券研究所

1.2. 经营业绩卓越，费用控制情况逐步改善

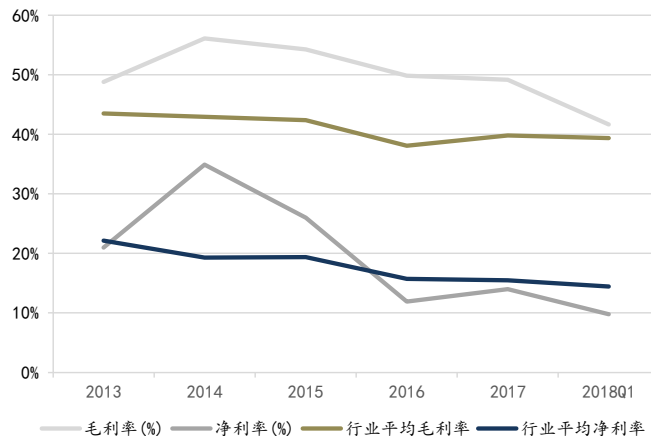
公司营业收入持续大幅增长。2013-2017年营业收入由1.11亿增长至6.83亿，CAGR高达57.5%。2018年第一季度营业收入2.05亿，同比增长436.3%；归母净利润0.2亿，同比增长230.3%。**公司营业收入大幅增长主要得益于：**1、下游消费电子制造业高度景气（智能手机及可穿戴设备行业的快速发展带动自动化设备需求的增长）。2、高研发投入保证核心技术优势。3、绑定大客户苹果，跟随苹果高速发展。4、把握自动化设备代替人力劳动生产的趋势，受益于全球电子电器工业机器人销量增长。

图3：营业总收入高速增长



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

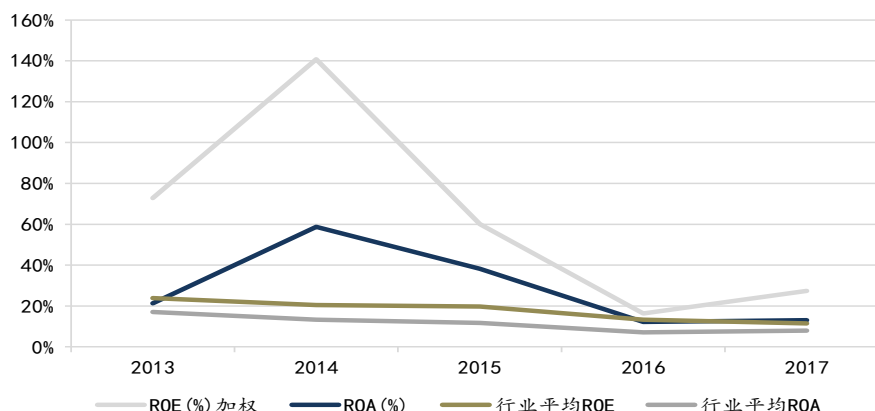
图4：毛利率维持在行业平均水平之上



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

毛利率维持高位，净利率低于行业平均水平。2014-2017 年公司毛利率由 56.11%、持续下滑至 49.14%，2018Q1 继续小幅下滑至 41.67%，但仍然高于行业平均水平。净利率连续两年低于 15%，2018Q1 只有 9.76%，低于行业平均水平。但由于营业收入持续走高，公司维持高资产周转率，ROE 维持在 15%以上，ROE、ROA 均高于行业平均水平。

图 5：ROE、ROA 高于行业平均水平

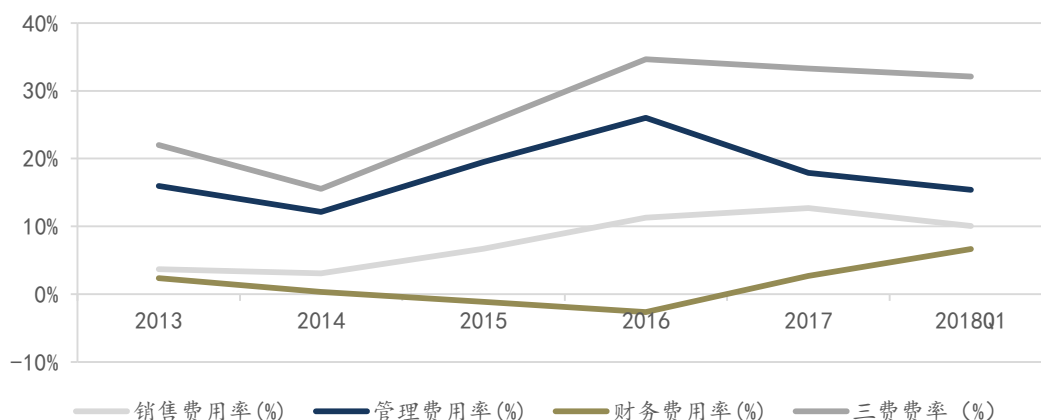


数据来源：Wind, 东吴证券研究所整理

备注：行业平均水平取智云股份、田中精机、联得装备、精测电子、机器人数据平均值（下同）

三费占营收比重高，但费用控制情况正逐步改善。由于研发费用的逐年提升，公司管理费用占比维持在 15%以上；销售费用占比维持在 10%左右，销售规模扩大带来人力物料支出增长；近期财务费用占比大幅提升，主要原因有二：（1）高额利息支出（2）美元汇率下跌，外销业务结算形成汇兑损失。三费占比高在一定程度上限制了公司的净利率增长，但从 2016 年起管理和销售费用占比都有下降趋势，2018Q1 管理费用占比 15.38%，较 2017 年下降 2.5pct，已低于行业平均水平 1.14pct；销售费用占比 10.04%，较 2017 年下降 2.7pct。伴随美元汇率回升，未来财务费用也有望缩减。

图 6：费用控制情况逐步改善

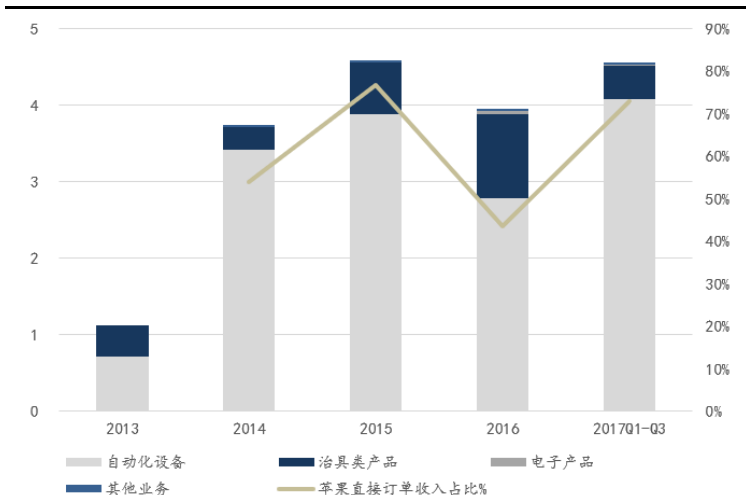


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 深耕自动化设备，跟随苹果高速发展

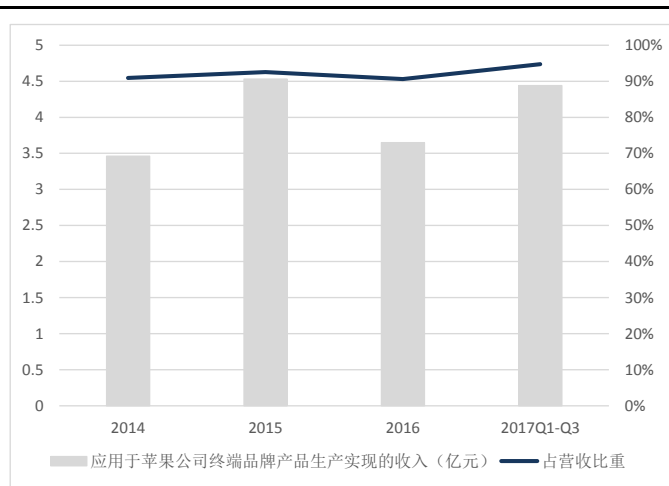
自动化设备和治具类产品是营收主要来源。两大核心产品营收占比超过 90%，2014-2017 年自动化设备营收贡献率分别为 89.85%、79.50%、69.35%、82.20%，治具类产品营收占比由 7.79%波动增长至 15.23%。2017 年公司业务收入 82.95%来自境外，境外收入占营销收入比重连续 4 年超过 80%。自动化设备收益贡献率高，主要得益于绑定了大客户苹果。赛腾从 2011 年开始，成为苹果的合格供应商，为苹果提供非标自动化组装及检测设备，建立了长期合作关系，跟随苹果的发展迎来自己的高速发展时期。其自动化设备营收占比变化趋势与苹果公司直接订单收入占比变化趋势、营业总收入变化趋势高度一致，公司对苹果有极高的依赖，业绩与苹果订单规模高度挂钩。

图 7：分业务收入（亿）：自动化设备是收入的主要来源



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 8：苹果是公司非标自动化领域的最大客户



数据来源：招股说明书, 东吴证券研究所

公司客户集中度高，苹果是非标自动化领域的最大客户。公司前五名客户分别是苹果公司、JOT 公司、广达电脑股份有限公司、三星电子、英华达（上海）科技有限公司，其直接订单收入占比连续四年维持在 90%左右，2017 年 Q1-Q3 仅苹果一家就达到了 73%，公司应用于苹果公司终端品牌产品生产实现的收入维持在 90%以上。

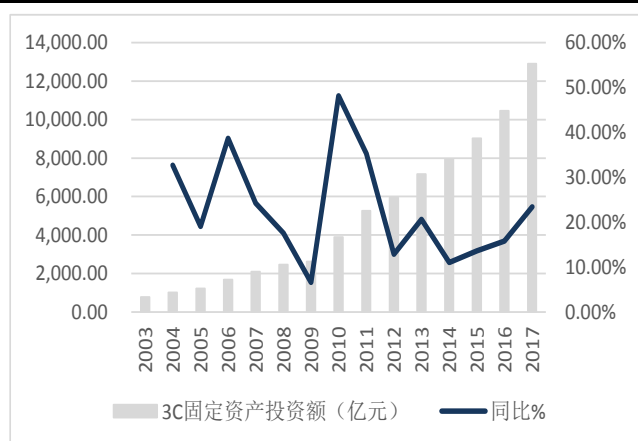
2. 3C 自动化设备需求上涨，拓展客户+绑定龙头锁定高成长性

3C 自动化装备制造位于智能装备制造产业链下游，产业链上游主要是零部件加工（交流伺服电机、精密减速机、机器人控制器等），中游主要为机器人本体制造，设备最终用于计算机、通信、消费电子产品制造。

2.1. 3C 固定资产投资额持续上涨，电子电器机器人需求上升客户拓展空间大

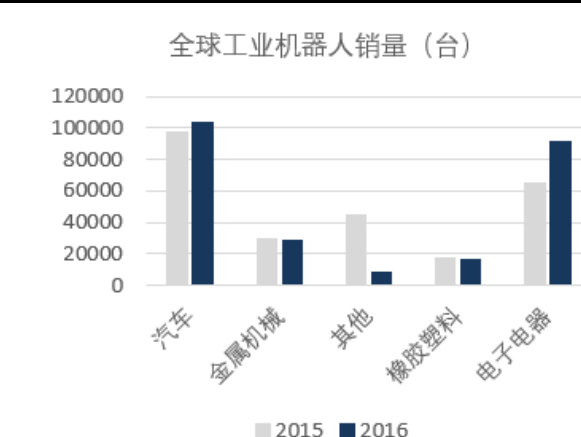
2017 年 3C 固定资产投资额高达 1.29 万亿元，同比增长 23.41%，增速较 2016 年加快 7.59 pct。2010-2017 年，3C 制造业固定资产投资 CAGR 为 18.71%，预期后续将进一步维持增长态势。随着劳动力成本上升，我国智能装备需求持续上涨，国务院《智能制造装备产业“十二五”发展规划》中明确指出，至 2020 年我国将建立完善的智能制造装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元，实现装备的智能化及制造过程的自动化。目前我国高端自动化设备外企市场占有率高，替代空间大，国家大力支持自动化设备研发，行业前景广阔。

图 9：3C 制造业固定资产投资 CAGR 高达 18.71%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：电子电器机器人销量显著上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

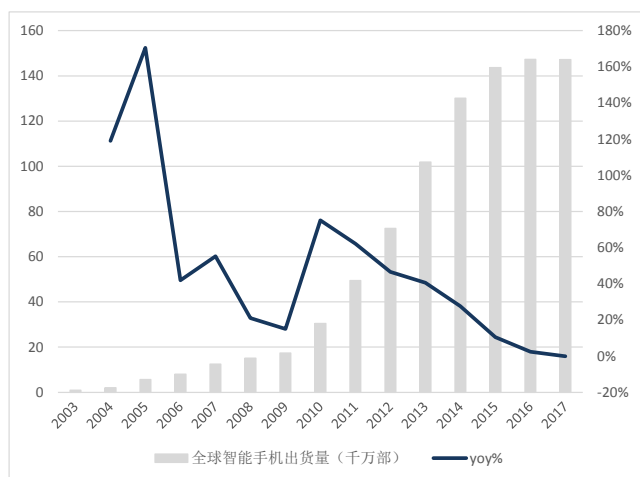
2017 年全球电子电器机器人销量高达 11.6 万台，同比+27%，占全球工业机器人总销量 30.48%，连续三年呈现高增长态势。3C 行业零部件庞杂，种类繁多，加工精度要求高，机器人需求旺盛，但 3C 产品非标率高，生产组装的自动化改造难度大，行业自动化率低，技术壁垒高，未来上升空间很大，已取代汽车行业成为第一大工业机器人应用领域。

赛腾作为国产 3C 自动化设备新秀，持续加大研发投入，积极扩展产能，未来有望进一步提高订单量，丰富客户构成，维持高速发展状态。

2.2. 下游消费电子制造业稳定发展，绑定大客户锁定成长性

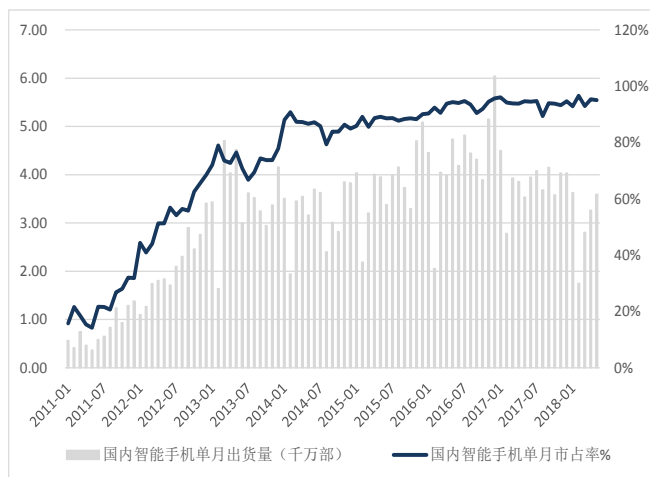
智能手机全球出货量趋于稳定，国内市占率维持在 90% 以上。2003-2017 年，全球智能手机出货量从 0.0957 亿部/年上升至 14.72 亿部/年，2015 年后销售规模逐渐趋于稳定。我国智能手机普及速度居世界领先地位，2011-2017 年月度市占率从 15.8% 上升至 94.7%，近年来维持在 90% 以上。从 2018 年第一季度出货量看，智能手机需求上涨空间较小，但更新换代速度快，新产品的推出带来新的设备需求，预计设备需求将会保持稳定增长。

图 11：全球智能手机出货量趋于稳定



数据来源：Wind，东吴证券研究所

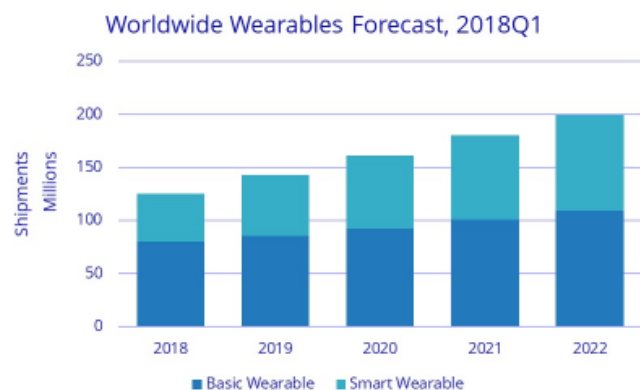
图 12：智能手机国内市占率维持在 90% 以上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

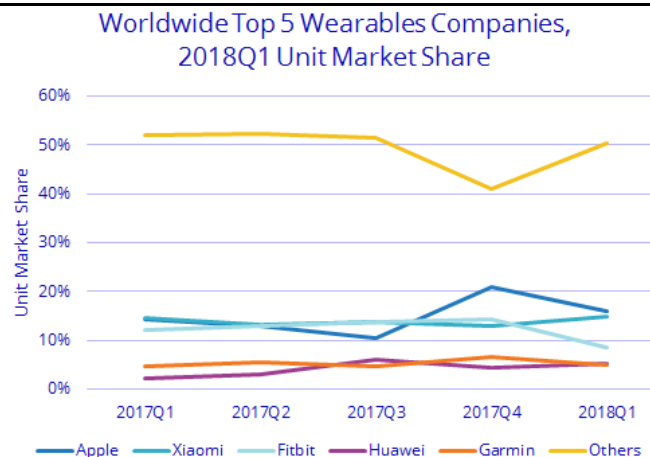
可穿戴智能设备成本降低逐渐普及，产品创新带动设备需求增长。根据 IDC 数据，2017 年全球可穿戴设备出货量高达 1.15 亿台，同比增长 10.3%，2018 年第一季度出货 0.25 亿台，同比增长 1.2%。可穿戴设备增长速度有所放缓，但基本保持持续增长，IDC 预计 2018 年出货量将达到 1.33 亿台。受益于智能手表销量的高速增长，苹果公司 2017Q4 和 2018Q1 市占率分别为 21%、16.2%，连续两季度位列第一，2018Q1 Apple Watch 的出货量同比增长 13.5%，行业领导地位稳固。

图 13：可穿戴设备行业有望保持持续增长



数据来源：IDC, 东吴证券研究所

图 14：苹果行业领导者地位稳固



数据来源：IDC, 东吴证券研究所

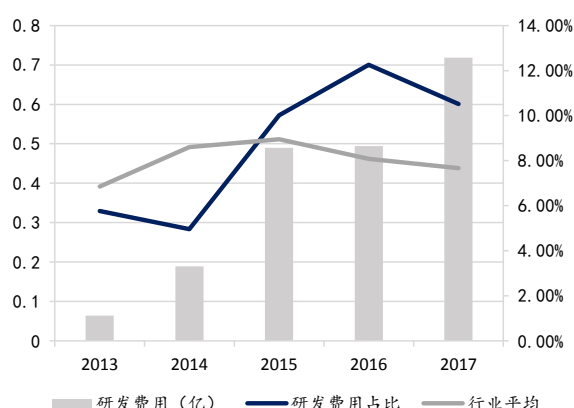
赛腾深耕消费电子自动化设备领域，其组装检测设备较为全面地覆盖了苹果公司终端产品，特别是销量大幅放量的智能手表。公司绑定大客户保证了稳健成长性，未来将跟随苹果实现收益稳步增长。

3. 研发投入释放盈利弹性，拟切入标准化设备未来收益可期

3.1. 研发投入维持高位，股权激励维持工程师红利

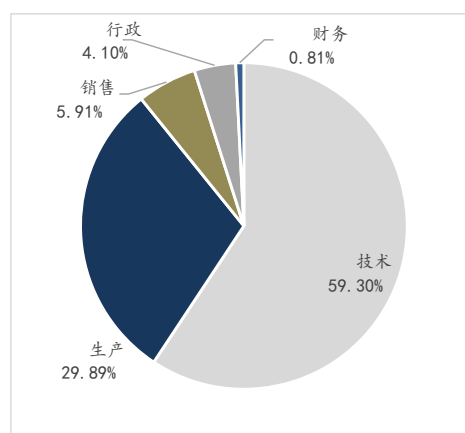
近三年公司研发投入维持在 10% 以上。公司 2017 年底共有研发人员 300 人，研发人员数量占比 20.15%；2015-2017 研发投入分别为 0.49、0.49、0.72 亿元，占营业收入比重分别为 10.02%、12.25%、10.51%，连续三年高于同行业可比公司。公司专注自动化设备领域，截至 2017 年 9 月，累计取得各类授权专利 315 项，研发成果卓越。

图 15：2017 年研发投入高于行业平均 2.85pct



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图 16：高技术人员占比



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

高技术人员占比，股权激励维持工程师红利。赛腾属于技术密集型产业，技术人员占比 59.3%。为维持工程师技术红利，公司于 2018 年 5 月以每股 14.49 元的价格向 348 名激励对象发行限制性股票 276 万股，激励对象主要为公司董事及高级管理人员。

表 1：限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售安排	解除限售时间	解除限售数量占获授限制性股票数量比例
第一个解除限售期	自授予日起 12 个月后至 24 个月内	40%
第二个解除限售期	自授予日起 24 个月后至 36 个月内	30%
第三个解除限售期	自授予日起 36 个月后至 48 个月内	30%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

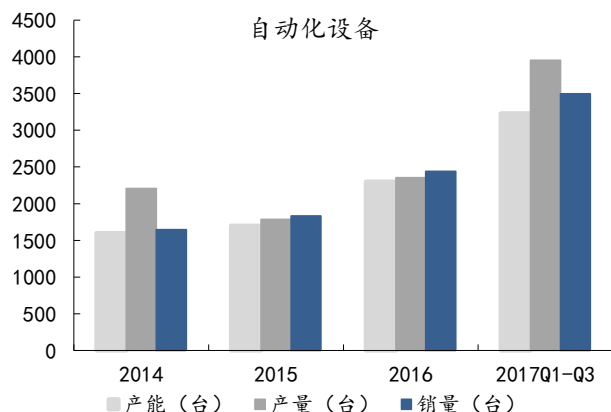
解除限售期条件以 2017 年净利润为基数，2018-2020 年净利润增速分别不低于 10%、20%、30%。本次限制性股票激励成本合计为 3858.40 万元，总成本将在 2018-2021 年分 4 次摊销。此次股权激励将充分调动员工积极性，绑定高管及中层管理人员利益，推动公司业绩良好健康发展。此外，公司拟推行员工持股方案，目前已有进展。

3.2. IPO 打破产能瓶颈助力客户拓展，拟切入标准化设备打开市场

3.2.1. 自动化设备产销量持续走高，IPO 助力研发和产能扩张

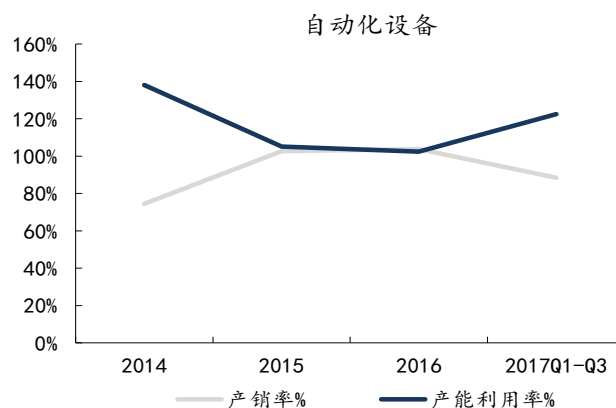
受益于 3C 自动化设备需求上涨+绑定苹果大客户，公司自动化设备产销量增长迅速，呈现出好的增长态势和发展前景。2014-2017 年自动化设备产量由 2208 台增长至 4599 台，销量由 1645 台增长至 4191 台（根据年报披露），产销率连续三年高于 85%，产能利用率连续四年过百，公司生产线长期处于超负荷状态，迫切需要 IPO 助力产能扩张和新产品研发。

图 17：自动化设备产销量持续走高



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 18：产能利用率连续四年过百



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2017 年 IPO 发行费用 2944.23 万元，共募集资金 2.76 亿元，募集资金净额 2.47 万元，将先后投资于：消费电子行业自动化设备建设，新建研发中心项目，汽车、光伏、医疗行业自动化设备建设。项目完全达产后，将新增产能 5080 台/年，缓解公司产能超负荷运转状况。

目前公司与三星、微软等国际品牌合作关系稳定，同时已经开拓了华为、Fitbit、京东方、欧菲光、亚马逊等其他品牌客户。随着产能的扩张和下游消费电子制造业的持续繁荣，公司有望加速拓展客户，在绑定苹果保证收益稳步增长的前提下，找到新的利润增长点。

3.2.2. 有望切入标准化设备，打开市场收益可期

公司目前主要生产的是非标自动化设备，即用户定制的、个性化的、非市场流通的自动化系统集成设备，只能用于完成特定任务。相比标准设备，非标设备的设计成本、加工成本、组装调试成本、业务费用都要更高，且应用范围小，产量低。

从长期看，随着募投项目落地、产能扩张，公司有望切入标准化设备，这有助于削减管理费用和销售费用，提高毛利率、净利率和人均产值，进一步拓展客户和扩大市场，打开被非标设备局限的行业天花板。

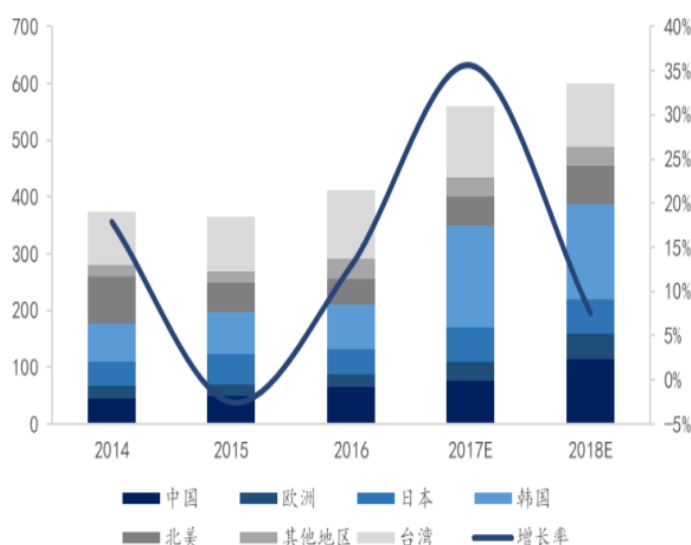
4. 拟收购无锡昌鼎，切入半导体设备领域

公司拟以6120万元收购无锡昌鼎电子有限公司51%的股权，目前已达成转让意向。转让方承诺标的公司2018年、2019年及2020年税后净利润分别不低于1000万元、1200万元及1400万元。

随着下游半导体行业景气度的持续提升以及晶圆制程工艺的不断升级，全球迎来半导体晶圆厂的投资热潮，带动了上游半导体设备行业高增长。

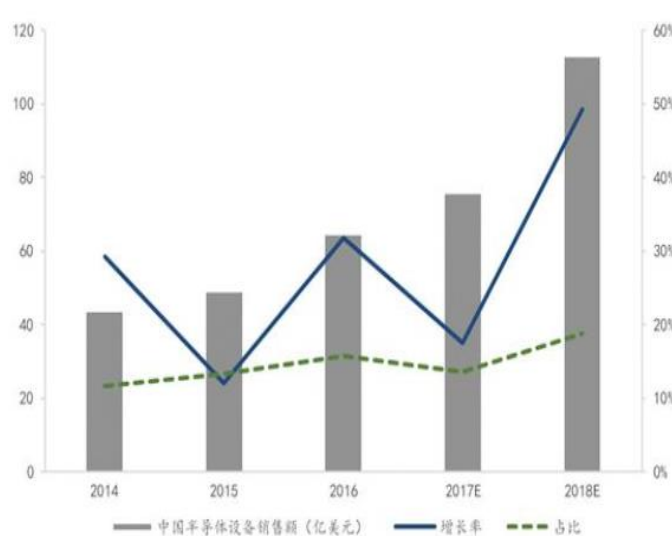
根据SEMI报告，2017-2020年间，全球将新建62座半导体晶圆厂，中国大陆地区将占26座，其中12英寸（300mm）晶圆厂也将占到大比例。根据格罗方格晶圆厂的数据为例，晶圆厂80%的投资用于购买设备。所以晶圆厂的投资热度必将大幅带动半导体设备行业的发展。

图 19：2018 年中国将成全球第二半导体设备市场（亿美元）



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

图 20：中国半导体设备销售额增长迅速



数据来源：SEMI，东吴证券研究所

2017 年全球半导体制造设备销售额将增长 35.6%，达到 559 亿美元，首次超过了 2000 年的市场高点 477 亿美元。根据 SEMI 的年终预测，2018 年全球半导体设备市场的销售额将增长 7.5%，再次打破历史记录，达到 601 亿美元。其中 2017 年晶圆加工设备将增加 37.5%，达到 450 亿美元。封装设备部分将增长 25.8%，至 38 亿美元，而半导体测试设备预计今年将增长 22%，达到 45 亿美元。分地区来看，2018 年中国的设备销售增长率将最高，为 49.3%，达到 113 亿美元，中国将成为世界第二大半导体设备市场，而中国台湾地区的设备销售额将接近 113 亿美元。

无锡昌鼎电子在半导体封测自动化设备领域有着丰富的客户资源和技术储备，此次收购有利于公司抓住半导体、集成电路行业的发展机遇，实现收入来源多样化，打造新的利润增长点，释放更大成长空间。

5. 盈利预测与投资建议

1) 核心假设:

3C 自动化设备行业发展迅速, 下游消费电子制造业保持高景气状态, 苹果业绩增速稳定, 公司客户拓展顺利。半导体设备行业持续繁荣, 国内进口产品替代率逐步提高。我们认为公司未来将保持高研发投入, 随着募投资金顺利达产, 进一步发展标准自动化设备。

2) 盈利预测:

基于以上假设, 我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年的营业收入分别为 8.80 亿、10.44 亿、11.94 亿 (暂不考虑无锡昌鼎收购进程), 分别同比增长 29%、19%、14%。公司 2018 年、2019 年、2020 年的净利润分别为 1.45 亿、1.86 亿、2.19 亿, 分别同比增长 52%、28%、17%。

表 2: 公司分业务收入预测 (百万元)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
自动化设备	279.49	561.54	746.85	896.22	1030.65
YOY	-28.10%	100.92%	33.00%	20.00%	15.00%
毛利率	52.18%	49.13%	47.00%	48.00%	48.00%
治具类产品	109.65	104.08	114.48	125.93	138.53
YOY	64.24%	-5.08%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	43.16%	47.68%	45.00%	45.00%	45.00%
技术服务	8.22	13.88	16.10	18.68	21.67
YOY	-75.13%	68.79%	16.00%	16.00%	16.00%
毛利率	75.69%	67.29	60.00%	60.00%	60.00%
电子产品	4.36	2.54	2.79	3.07	3.38
YOY		-41.78%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	26.50%	19.07%	20.00%	20.00%	20.00%
营业收入合计	403.02	683.18	880.23	1,043.90	1,194.22
YOY	-17.57%	69.51%	28.84%	18.59%	14.40%
综合毛利率	49.76%	49.08%	46.89%	47.77%	47.79%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

此外, 若公司 2018 年能够完成对无锡昌鼎 (51%股权) 的收购, 2019-2020

年该业务有望带来销售收入 2715、3149 万元（根据转让方承诺标的公司承诺净利润测算）。

3) 投资建议：

我们预计公司 2018 年、2019 年、2020 年 EPS 分别为 0.89、1.14、1.34 元，当前股价对应动态 PE 分别为 23 倍、18 倍、16 倍。公司目前处在高速发展状态，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：同类可比公司估值平均估值水平

公司	市值（亿元）	2018.08.06 股价	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
智云股份	46	15.84	0.59	0.93	1.21	27	17	13
联得装备	30	20.84	0.78	1.01	1.48	27	21	14
田中精机	31	24.35	0.3	1.11	1.69	81	22	14
精测电子	115	70.21	2.04	1.71	2.29	34	41	31
机器人	254	16.28	0.28	0.31	0.37	58	53	44
平均						45	31	23
赛腾股份	33	20.34	0.6	0.89	1.14	34	23	18

数据来源：Wind，东吴证券研究所

备注：联得装备、田中精机的盈利预测为 wind 一致预测

6. 风险提示

- 消费电子行业景气度不及预期：**可穿戴设备技术革新空间大，苹果行业龙头受到华为小米挑战，销量下滑市场份额减小；公司新客户开拓不及预期；下游智能手机更新换代速度不及预期。
- 半导体设备行业壁垒阻隔，毛利率不及预期：**半导体设备行业高度繁荣，竞争压力逐步增大，壁垒逐渐升高，竞争导致行业格局变化，毛利率不及预期。
- 并购进展不及预期：**无锡昌鼎和赛腾股份分别处于封装测试设备和 3C 自动化检测两个行业。且现在收购 51%股权还尚未交割完成，收购具有一定的不确定性。
- 过度依赖单一客户风险：**公司客户集中度过高，销售业绩与苹果公司订单量高度挂钩，若苹果销量下滑将对公司发展产生不利影响。

赛腾股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	843	1153	1346	1559	营业收入	683	880	1044	1194
现金	515	700	800	900	减:营业成本	347	467	545	623
应收账款	119	145	172	196	营业税金及附加	4	7	9	11
存货	188	282	344	427	营业费用	87	97	104	113
其他流动资产	20	26	31	36	管理费用	123	146	173	198
非流动资产	168	212	246	278	财务费用	18	-10	-9	-10
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	6	5	5	5
固定资产	114	158	194	226	加:投资净收益	1	1	1	1
在建工程	37	26	23	22	其他收益	10	1	1	1
无形资产	23	23	22	21	营业利润	108	170	217	255
其他非流动资产	-6	4	8	9	加:营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	1011	1365	1593	1837	利润总额	108	170	217	255
流动负债	343	601	706	807	减:所得税费用	12	23	29	34
短期借款	29	177	213	244	少数股东损益	0	1	2	2
应付账款	211	282	329	376	归属母公司净利润	96	145	186	219
其他流动负债	103	142	164	187	EBIT	122	164	213	249
非流动负债	34	35	35	36	EBITDA	136	176	230	271
长期借款	34	34	34	34					
其他非流动负债	0	1	1	2					
负债合计	377	636	742	842	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	1	2	4	每股收益(元)	0.60	0.89	1.14	1.34
					每股净资产(元)	3.96	4.47	5.22	6.09
归属母公司股东权益	634	728	849	991	发行在外股份(百万股)	160	163	163	163
负债和股东权益	1011	1365	1593	1837	ROIC(%)	20.1%	17.1%	18.0%	18.2%
					ROE(%)	15.1%	19.9%	21.9%	22.1%
					毛利率(%)	48.5%	46.1%	46.9%	46.9%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	14.0%	16.5%	17.8%	18.3%
经营活动现金流	152	142	186	204	资产负债率(%)	37.3%	46.6%	46.6%	45.9%
投资活动现金流	-43	-54	-57	-59	收入增长率(%)	69.5%	28.8%	18.6%	14.4%
筹资活动现金流	226	97	-29	-46	净利润增长率(%)	99.1%	51.8%	28.2%	17.4%
现金净增加额	329	185	100	100	P/E	34.80	23.33	18.19	15.50
折旧和摊销	14	12	17	22	P/B	5.26	4.65	3.99	3.42
资本开支	-36	-54	-57	-59	EV/EBITDA	27.32	22.59	17.72	15.37
营运资本变动	69	-21	-24	-43					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>