

赛腾股份（603283）

持续扩张的消费电子设备龙头，半导体量测设备将成重要增长点

增持（首次）

2023 年 01 月 12 日

证券分析师 周尔双

执业证书：S0600515110002

021-60199784

zhouersh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄瑞连

执业证书：S0600520080001

huangrl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,319	3,195	4,251	5,007
同比	14%	38%	33%	18%
归属母公司净利润（百万元）	179	292	407	514
同比	3%	63%	39%	26%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.94	1.53	2.13	2.70
P/E（现价&最新股本摊薄）	41.81	25.65	18.41	14.58

关键词：#进口替代

投资要点

■ 赛腾股份：消费电子设备龙头，业绩持续快速增长

公司为本土领先的消费电子设备龙头，并通过外延并购不断拓展半导体、新能源汽车等行业。2017-2021 年公司对苹果公司终端品牌产品生产所实现的收入占营收比重超过 50%，并成功供货海外半导体、新能源汽车龙头客户，业绩持续高速增长。1）收入端：受益于自动化设备和治具齐放量，2021 年营业收入达到 23.19 亿元，2017-2021 年 CAGR 达到 36%，2022Q1-Q3 营收为 21.11 亿元，同比+28%，延续稳健增长。2）利润端：2021 年归母净利润达到 1.79 亿元，2017-2021 年 CAGR 为 17%，低于收入端增速。2022 年以来公司盈利水平明显回升，2022Q1-Q3 归母净利润达到 2.30 亿元，同比+48%，销售净利率提升至 11.31%，同比+1.61pct。

■ 消费电子设备：机型革新带动增量需求，公司有望持续扩张

短期来看，全球消费电子行业仍处于下行周期，但我们认为苹果产业链对于消费电子设备的需求具备较强韧性。究其原因，我们判断主要受益于苹果机型革新不断带动设备迭代，考虑到 2023 年苹果机身有望出现较大革新，潜望式摄像头等有望催生新一轮消费电子设备需求。此外，苹果产能向印度、东南亚转移、智能制造渗透率提升等同样是重要驱动力。整体来看，本土消费电子设备企业的产品覆盖面虽有一定重合度，但仍呈现明显的错位竞争格局，市场份额较为分散，我们预估 2021 年公司在我国消费电子设备行业的市场占比不足 1%，市场份额提升空间较大。

■ 半导体量测设备：并购 Optima 切入，制裁升级加速国产替代

量/检测设备在半导体设备中价值量占比较高，2019 年达到 11%，排名第四。受益于本土晶圆厂逆周期扩产需求，我们预计 2023 年中国大陆量/检测设备市场规模将达到 326 亿元。全球范围内来看，半导体量/检测设备领域 KLA 一家独大，2020 年全球市场份额高达 51%，我们预估 2021 年国产化率不足 3%。短期来看，美国制裁升级影响 KLA 业务开展，量/检测设备迎来国产替代最佳窗口期。2019 年公司并购日本 Optima，正式切入高端半导体量/检测设备领域，在稳固硅片领域全球竞争力的同时，公司还重点开拓晶圆制造客户群体，有望充分受益于此轮国产替代浪潮。

■ 盈利预测与投资评级：我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 2.92、4.07 和 5.14 亿元，当前市值对应动态 PE 分别为 26、18 和 15 倍。作为消费电子设备龙头企业，公司横向拓展半导体、新能源汽车、光伏等新领域，成长性较为突出，首次覆盖，给予“增持”评级。

■ 风险提示：实控人减持风险、客户集中度较高、市场竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	39.29
一年最低/最高价	14.02/42.15
市净率(倍)	4.82
流通 A 股市值(百万元)	7,139.80
总市值(百万元)	7,499.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.15
资产负债率(%，LF)	64.93
总股本(百万股)	190.87
流通 A 股(百万股)	181.72

相关研究

《赛腾股份(603283)：业绩符合预期，内生+外延锁定成长性》

2018-08-16

《赛腾股份(603283)：专注自动化设备领域，拓展客户+绑定龙头锁定高成长性》

2018-08-09

内容目录

1. 赛腾股份：消费电子设备龙头，业绩持续快速增长	5
1.1. 立足消费电子行业，外延并购布局新能源汽车、半导体等赛道	5
1.2. 下游仍以消费电子为主，供货果链等优质客户群体	8
1.3. 业绩持续快速增长，盈利能力拐点有望出现	9
2. 消费电子设备：机型革新带动增量需求，公司有望持续扩张	11
2.1. 苹果产业链为重要需求终端，看好 2023 年机型创新带动设备需求放量	11
2.2. 行业整体呈现错位竞争格局，市场份额提升空间较大	14
3. 半导体量测设备：并购 Optima 切入，制裁升级加速国产替代	16
3.1. 量/检测设备贯穿半导体工艺，2023 年本土市场规模 326 亿元	16
3.2. 前道国产化率最低环节之一，看好美国制裁升级加速国产替代	18
3.3. 并购 Optima 切入检测设备领域，平台化扩张不断打开成长空间	20
4. 布局新能源&光伏设备，进一步打开成长空间	22
4.1. 新能源汽车需求持续旺盛，动力电池设备有望成为新增长点	22
4.2. 光伏大规模扩产持续推进，前瞻性布局光伏设备有望充分受益	23
5. 盈利预测与投资评级	24
6. 风险提示	25

图表目录

图 1:	公司深耕自动化设备领域多年, 不断通过外延并购实现横向拓展.....	5
图 2:	公司股权结构高度集中.....	6
图 3:	公司主营业务包括自动化设备、治具、技术服务三大类.....	7
图 4:	2020-2021 年公司自动化设备收入占比高于 60%.....	7
图 5:	2021 年公司境内销售收入占比达到 60%.....	7
图 6:	2021 年公司消费电子领域收入占比高达 81%.....	8
图 7:	公司前五大客户主要为苹果公司及苹果产业链企业.....	9
图 8:	公司在消费电子、新能源汽车、半导体领域拥有众多优质客户.....	9
图 9:	2017-2021 年公司营业收入 CAGR 达到 36%.....	10
图 10:	2020-2021 年公司自动化设备收入占比快速下降.....	10
图 11:	2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 17%.....	10
图 12:	2017-2021 年公司销售净利率出现一定下滑.....	10
图 13:	2017-2021 年公司销售毛利率出现一定下滑.....	11
图 14:	2021 年公司半导体设备业务毛利率达到 44.69%.....	11
图 15:	公司期间费用率整体呈现快速下降趋势.....	11
图 16:	公司期间费用率与行业平均水平相近.....	11
图 17:	2022 年我国智能制造设备市场规模 2.68 万亿元.....	12
图 18:	2020 年中国智能制造在 3C 行业应用占比 21%.....	12
图 19:	本土消费电子设备龙头企业对于苹果及其供应链收入占比长期高达 50%以上.....	12
图 20:	2021 年苹果公司资本支出快速增长.....	13
图 21:	2016 年以来果链企业资本开支整体快速增长.....	13
图 22:	潜望式摄像头有望引领苹果公司新一轮智能装备需求.....	13
图 23:	2020 年我国 3C 电子行业智能制造渗透率达到 26%.....	14
图 24:	我国消费电子设备企业的产品类别具备一定的差异性.....	15
图 25:	2021 年博众精工和赛腾股份收入规模领跑消费电子设备企业.....	16
图 26:	半导体量/检测贯穿半导体生产各环节, 所需设备种类繁多.....	16
图 27:	晶圆加工在半导体设备中价值量占比约 85%.....	17
图 28:	量/检测设备在晶圆加工设备中价值量约占 11%.....	17
图 29:	2020 年缺陷检测设备在量/检测设备中销售额占比高达 58%.....	17
图 30:	2022 和 2023 年中国大陆半导体量/检测设备市场规模分别达到 290 和 326 亿元.....	18
图 31:	2020 年 KLA 在全球半导体检测市场占比达 51%.....	18
图 32:	KLA 在部分检测设备领域全球市占率超过 70%.....	18
图 33:	2020 年 KLA 在本土量/检测设备市占率达 55%.....	19
图 34:	2022 年 1-10 月量/检测设备国产化率仅为 8%.....	19
图 35:	2021 年三大量/检测设备企业在本土市场份额合计不足 3%.....	19
图 36:	2022 财年 KLA 在中国大陆收入达 26.6 亿美元.....	20
图 37:	2022 财年 KLA 对中国大陆收入占比达到 29%.....	20
图 38:	Optima 主要产品包括四大类量/检测设备.....	21
图 39:	2022H1 Optima 营业收入同比+36%.....	21
图 40:	2022H1 Optima 净利润同比+64%.....	21
图 41:	2022 年 1-9 月我国新能源汽车销量同比+113%.....	22
图 42:	2021 年中国动力锂电池出货量达到 220GWh.....	22

图 43: 赛腾菱欧在汽车行业和电池行业具备深厚积累.....23

图 44: 公司已与新能源汽车板块优质客户建立合作.....23

图 45: 2025 年全球光伏新增装机量乐观/保守预期分别达到 330/270GW.....23

图 46: 光伏组件生产设备主要包括检测、焊接、层压、分选等类别.....24

表 1: 公司分业务收入预测（百万元）.....24

表 2: 可比公司估值（PE，截至 2023/01/12 收盘股价）.....25

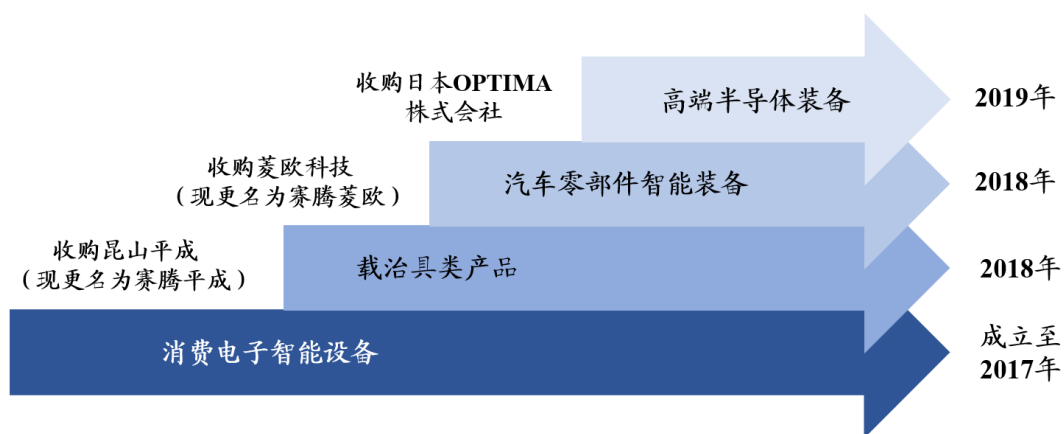
1. 赛腾股份：消费电子设备龙头，业绩持续快速增长

1.1. 立足消费电子行业，外延并购布局新能源汽车、半导体等赛道

公司主要从事自动化生产设备的研发、设计、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。

通过不断外延并购，公司已经形成了涵盖消费电子、半导体、新能源汽车等领域的业务布局。公司成立于 2001 年，2017 年在上交所成功上市，上市后加快并购步伐，持续拓展下游应用：1) 2018 年公司收购昆山平成（现更名为赛腾平成），拓展载治具类产品，巩固主业优势，提供一站式智能制造解决方案。2) 2018 年公司收购菱欧科技（现更名为赛腾菱欧），进一步加强在汽车行业智能装备领域的布局。3) 2019 年公司收购日本 OPTIMA 株式会社，正式进入高端半导体检测装备领域，进一步打开发展空间。

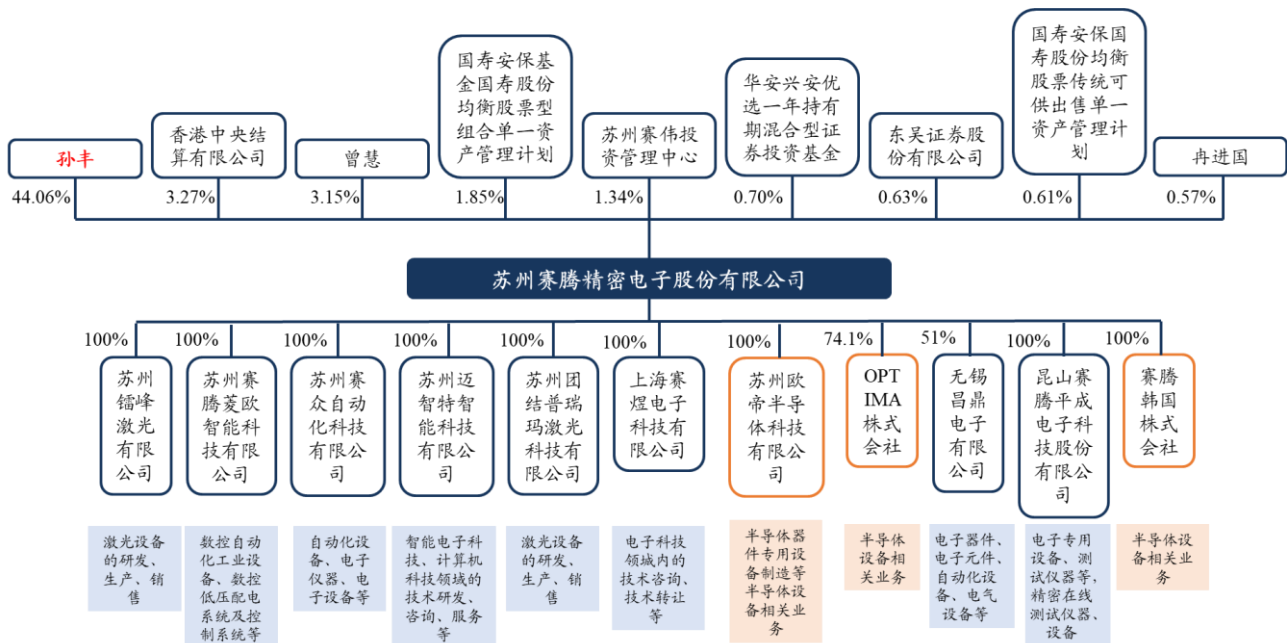
图1：公司深耕自动化设备领域多年，不断通过外延并购实现横向拓展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权集中度较高，截至 2022Q3 末，孙丰先生直接持股比例高达 44.06%。

图2: 公司股权结构高度集中



数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所（股权比例截至 2022 年 Q3 末）

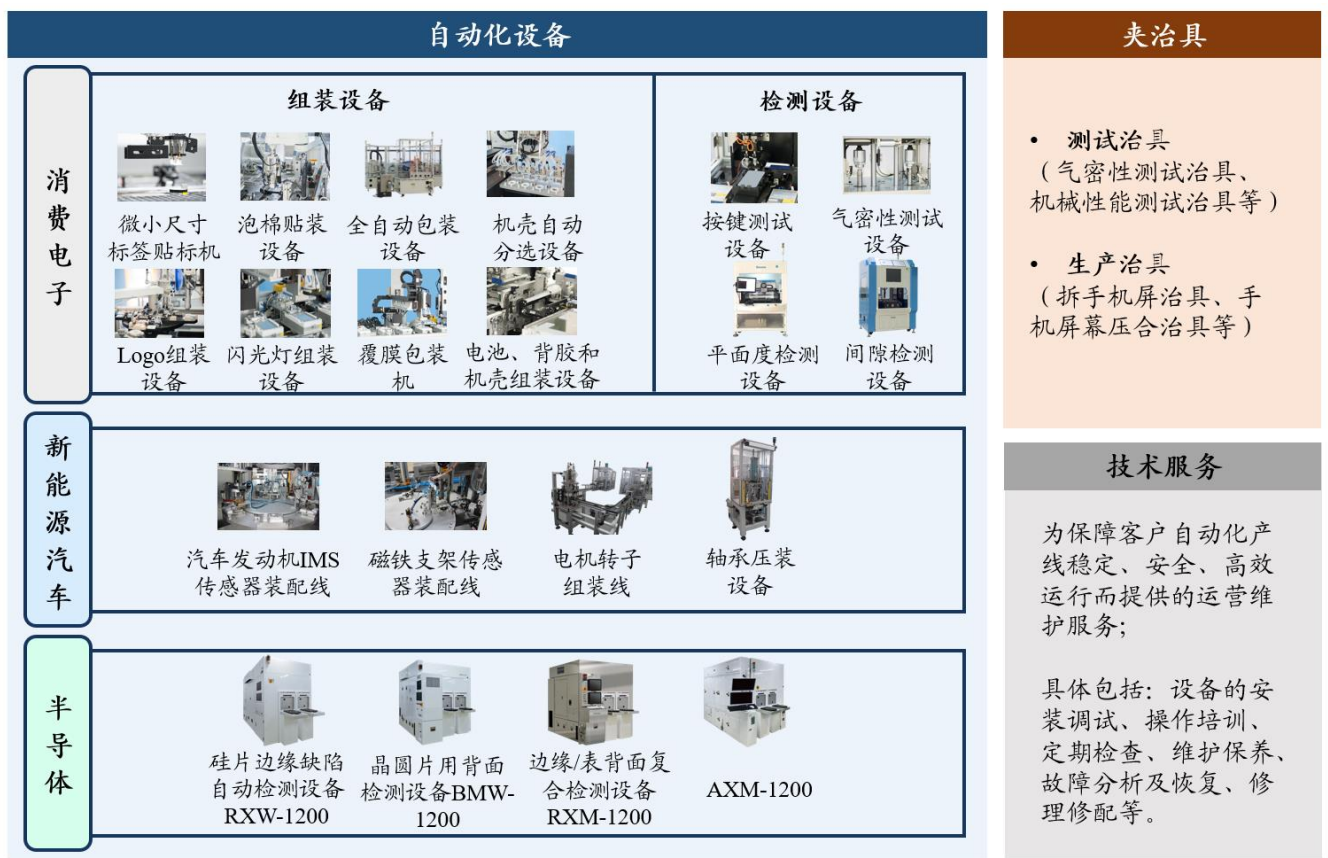
公司主营业务包括自动化设备、治具、技术服务三大类，其中自动化设备已成功覆盖消费电子、新能源汽车、半导体三大行业，并积极拓展光伏、动力电池等赛道。

1) 消费电子行业：包含自动化组装和检测两大类，其中检测设备可对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，主要包括气密性测试、平面度检测、按键测试、间隙检测设备；自动化组装装备可实现装配、贴合、覆膜、包装等一系列自动化操作。

2) 新能源汽车行业：主要产品包括汽车发动机 IMS 传感器装配线、电机转子组装线等组装线。子公司赛腾菱欧主要产品涉及 PCB 板压装检测线、灌碳测试线、全自动凸轮式汽车安全带锁扣装配检测线等多种装配线、检测线。

3) 半导体行业：Optima 主要产品包括硅片边缘缺陷自动检测设备 BXW-1200、晶圆片用背面检测设备 BMW-1200、边缘/表背面符合检测设备 RXM-1200、AXM-1200。在 Optima 产品系列基础上，公司持续加大研发投入，成功推出晶圆包装机、倒角轮廓机、倒角粗糙度量测、晶圆字符检测机、晶圆激光打标机、晶圆激光开槽机等设备。

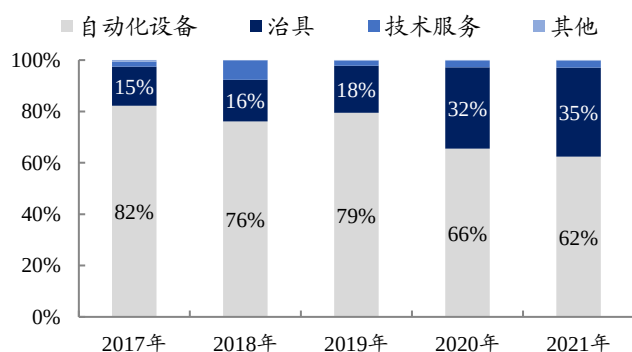
图3: 公司主营业务包括自动化设备、治具、技术服务三大类



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所 (注: 图示为公司部分产品)

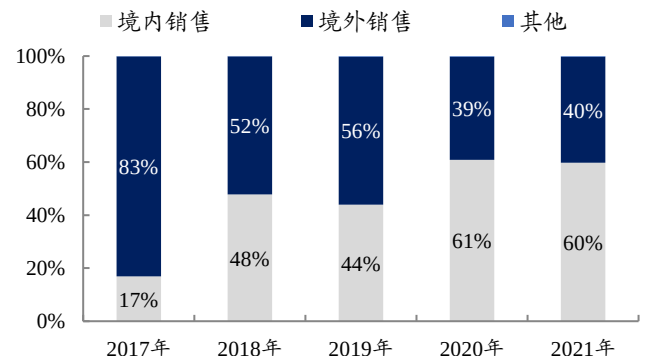
自动化设备仍为公司主要收入来源, 2020年起境内销售占比明显提升。1) 分产品来看, 自动化设备仍为公司主要收入来源, 2021年收入占比高达62%。此外, 治具业务收入占比快速提升, 2021年达到35%。2) 分地区来看, 公司境内收入占比呈现快速提升趋势, 由2017年的17%提升至2021年的60%。

图4: 2020-2021年公司自动化设备收入占比高于60%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 2021年公司境内销售收入占比达到60%

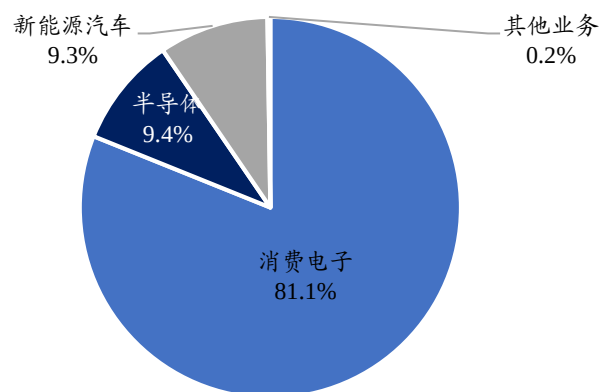


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 下游仍以消费电子为主，供货果链等优质客户群体

公司智能装备下游应用仍以消费电子行业为主，并正在积极拓展半导体、新能源汽车领域。2021 年公司在消费电子行业实现收入 18.80 亿元，在主营业务收入中的占比高达 81%。在深耕消费电子智能装备主业的基础上，公司通过外延并购积极拓展半导体和新能源汽车等领域。2021 年公司在半导体和新能源汽车领域分别实现收入 2.17 亿元、2.16 亿元，在主营业务收入中占比分别达到 9%、9%。

图6：2021 年公司消费电子领域收入占比高达 81%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2011 年公司正式成为苹果公司合格供应商，苹果公司及苹果产业链收入仍是公司最大收入来源。公司自动化设备主要应用于苹果终端产品的组装、检测过程中，应用范围包括手机、手表、无线耳机、平板电脑等领域。2017-2021 年公司应用于苹果公司终端品牌产品生产所实现的收入占营业收入的比例均超过 50%。

公司前五大客户主要为苹果公司及苹果产业链企业，包括 JOT 公司、广达电脑、英华达、纬新资通、和硕联合、可成科技等，客户资源优质。2017-2021 年公司前五大客户销售占比分别为 93.33%、71.74%、54.86%、61.81%、65.67%，客户集中度较高。

图7：公司前五大客户主要为苹果公司及苹果产业链企业

时间	序号	客户	销售收入（万元）	占比	时间	序号	客户	销售收入（万元）	占比
2017年 1-9月	1	苹果公司	34165.95	72.92%	2016年	1	苹果公司	17548.76	43.54%
	2	JOT公司	7632.18	16.29%		2	JOT公司	9189.02	22.80%
	3	广达电脑	946.93	2.02%		3	英华达	5932.76	14.72%
	4	三星电子	511.57	1.09%		4	纬新资通	1688.20	4.19%
	5	英华达	445.12	0.95%		5	和硕联合	804.95	2.00%
	小计		43701.75	93.27%		小计		35163.69	87.25%
2015年	1	苹果公司	37520.58	76.74%	2014年	1	苹果公司	20513.83	53.90%
	2	可成科技	2423.69	4.96%		2	赛席尔赛腾	11884.92	31.22%
	3	广达电脑	1900.61	3.89%		3	和硕联合	2289.53	6.02%
	4	微软	1825.17	3.73%		4	苏州朗坤	1032.3	2.71%
	5	和硕联合	1387.67	2.84%		5	广达电脑	924.2	2.43%
	小计		45057.72	92.15%		小计		36644.78	96.28%

数据来源：赛腾股份招股说明书，东吴证券研究所

此外，公司积极布局半导体和新能源汽车赛道，已与多家国内外知名汽车零部件制造商、半导体企业建立了良好的合作关系。1）在新能源汽车领域，公司与日本电产、村田新能源、松下能源等客户建立了长期稳定的合作关系。2）在半导体领域，公司拥有 Sumco、Sksiltron、Samsung、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等优质客户。

图8：公司在消费电子、新能源汽车、半导体领域拥有众多优质客户

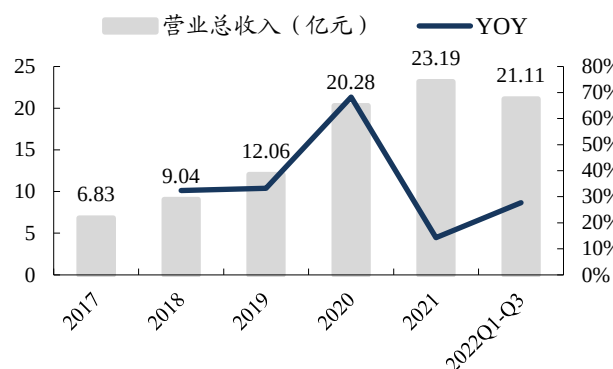
板块	客户
消费电子	苹果公司以及苹果供应链厂商
新能源汽车	日本电产、村田新能源、松下能源等
半导体	sumco、sksiltron、samsung、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩持续快速增长，盈利能力拐点有望出现

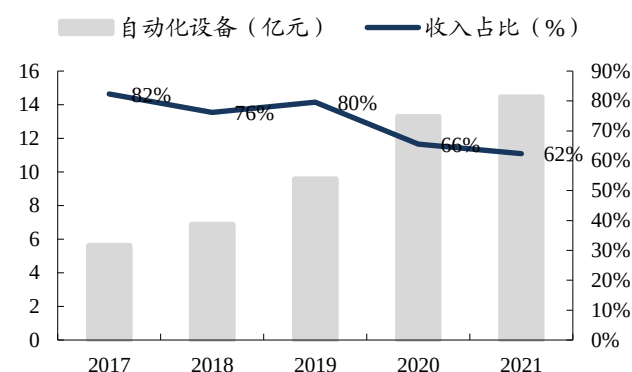
自动化设备&治具类业务齐放量，公司收入端持续稳健增长。2021 年公司营业收入为 23.19 亿元，2017-2021 年 CAGR 达到 36%，2022Q1-Q3 营收达到 21.11 亿元，同比+28%，延续稳健增长。细分业务来看，2021 年自动化设备实现收入 14.46 亿元，收入占比达到 62%，仍是主要收入来源。此外，2020-2021 年治具业务分别实现收入 6.43 和 8.06 亿元，分别同比+190%、+25%，高于营收端增速，成为公司收入端重要驱动力。

图9: 2017-2021 年公司营业收入 CAGR 达到 36%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

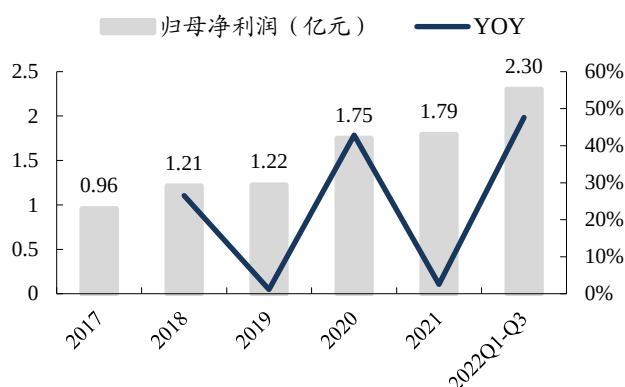
图10: 2020-2021 年公司自动化设备收入占比快速下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

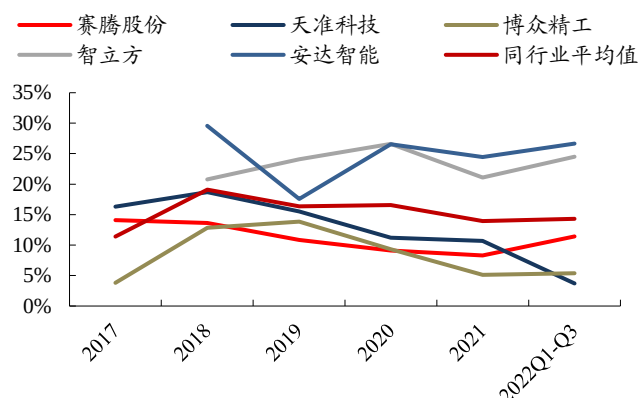
在利润端, 2021 年公司归母净利润为 1.79 亿元, 2017-2021 年 CAGR 为 17%, 低于收入端增速。进一步分析发现, 2017-2021 年公司销售净利率分别为 14.00%、13.41%、10.72%、9.06%和 8.24%, 整体出现一定下滑。2022 年以来公司盈利水平明显回升, 2022Q1-Q3 公司归母净利润达到 2.30 亿元, 同比+48%, 增速显著高于收入端, 销售净利率提升至 11.31%, 同比+1.61pct。下面将从毛利端和费用端进行分析。

图11: 2017-2021 年公司归母净利润 CAGR 为 17%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

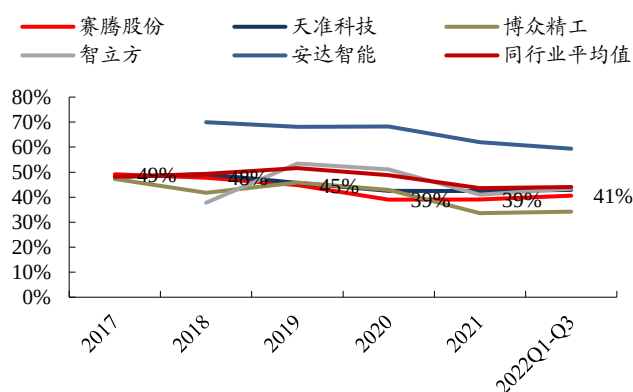
图12: 2017-2021 年公司销售净利率出现一定下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

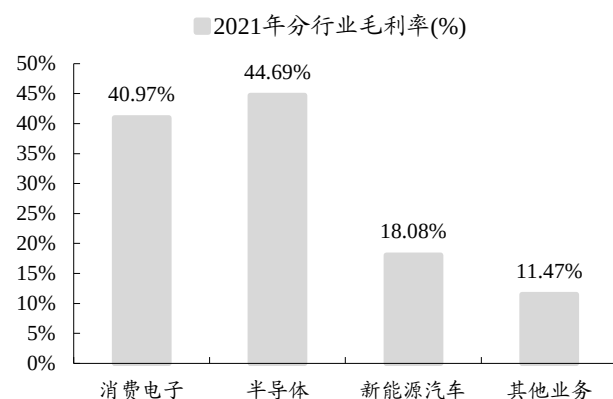
1) 毛利端, 2017-2021 年销售毛利率分别为 49.14%、47.78%、44.87%、39.01%、39.12%, 呈现持续下滑趋势, 是净利率整体下降的主要原因。细分下游来看, 2021 年公司在消费电子、半导体、新能源汽车领域的毛利率分别为 40.97%、44.69%和 18.08%。展望未来, 我们判断随着半导体行业收入占比快速提升, 公司毛利率有望进入上行通道。

图13: 2017-2021 年公司销售毛利率出现一定下滑



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

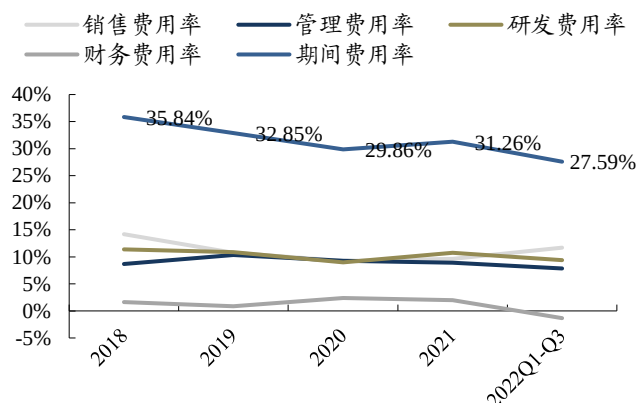
图14: 2021 年公司半导体设备业务毛利率达到 44.69%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

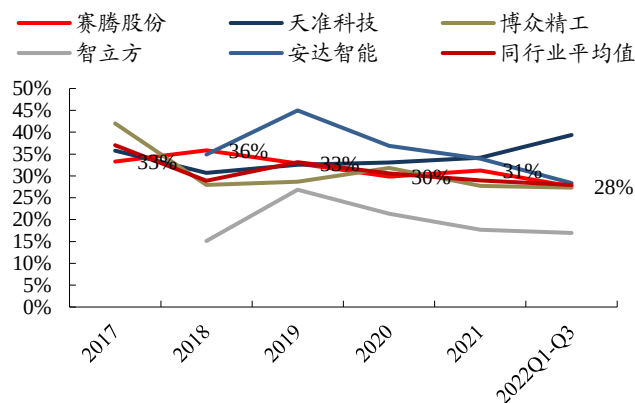
2) 费用端, 2018-2022Q1-Q3 公司期间费用率分别为 35.84%、32.85%、29.86%、31.26%和 27.59%, 整体呈现快速下降趋势, 规模效应有所体现。特别地, 2021 年公司期间费用率略有上升, 同比+1.40pct, 主要系持续增加半导体、消费电子行业的研发投入, 加大研发队伍的扩建以及薪酬激励, 其中研发人员同比增加 18%。

图15: 公司期间费用率整体呈现快速下降趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图16: 公司期间费用率与行业平均水平相近



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

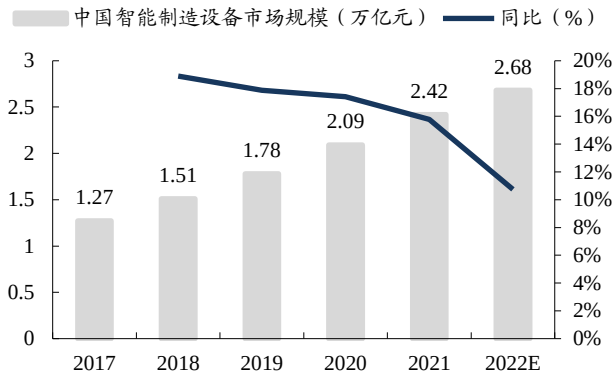
2. 消费电子设备: 机型革新带动增量需求, 公司有望持续扩张

2.1. 苹果产业链为重要需求终端, 看好 2023 年机型创新带动设备需求放量

智能制造设备是万亿元级大市场, 消费电子为重要应用下游。2017 年我国智能制造装备市场规模约 1.27 万亿元, 2022 年将达 2.68 亿元, 期间 CAGR 约 16%, 是典型的成长型赛道, 核心驱动力在于劳动力成本上升、加工精度提升、政策扶持等。细分下游来

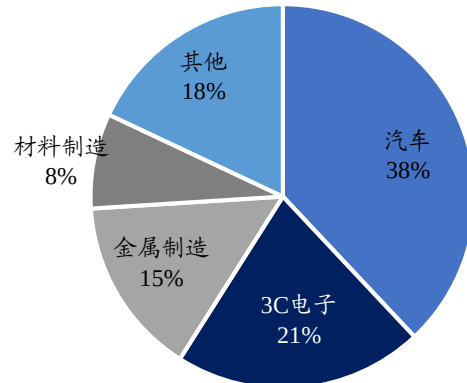
看，2020 年 3C 电子在我国智能制造下游应用占比达到 21%，仅次于汽车行业。若假设 2021 年消费电子设备在智能制造设备中占比为 21%，则对应市场规模约 5000 亿元。

图17：2022 年我国智能制造设备市场规模 2.68 万亿元



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图18：2020 年中国智能制造在 3C 行业应用占比 21%



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

从下游客户来看，苹果公司仍是消费电子智能装备的主要应用终端。以赛腾股份、博众精工、智立方、天准科技、安达智能、荣旗科技为例，其对苹果及其供应链收入占比长期高达 50% 以上，足以可见苹果公司仍是高端消费电子设备的主要需求来源。

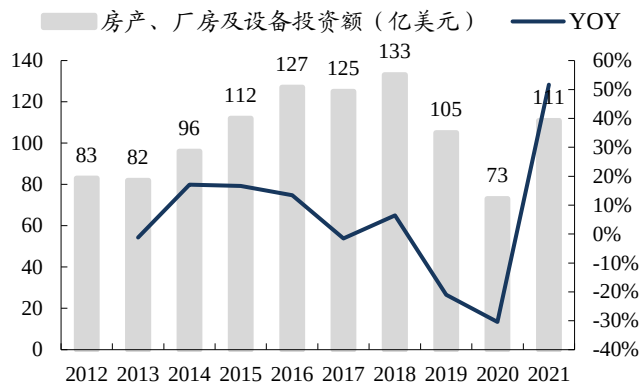
图19：本土消费电子设备龙头企业对于苹果及其供应链收入占比长期高达 50% 以上

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
赛腾股份	90.92%	92.57%	90.57%	94.75% (2017Q1-Q3)	超过50%				
博众精工				86.72%	74.07%	75.35%	72.67% (2020Q1-)		
智立方						75.83%	68.82%	72.59%	
天准科技			49.98%	67.99%	76.09%				
安达智能					69.38%	51.44%	60.65%	60.46% (2021H1)	
荣旗科技						52.11%	91.85%	79.44%	85.35%

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所（注：表格内数字为各公司对于苹果公司及其供应链收入占比）

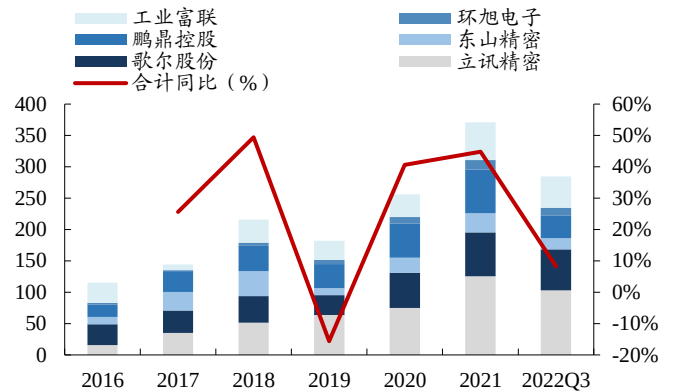
短期来看，全球消费电子仍处于下行周期。然而，我们认为苹果及其供应链对于消费电子设备的需求仍具备较强韧性。纵观历史来看：1) 2013-2018 年苹果公司房产、厂房及设备投资额整体快速增长，整体受到行业周期性扰动因素较弱，2021 年达到 111 亿美元，同比+52%；2) 2016 年以来立讯精密、歌尔股份等苹果供应链企业资本开支同样呈现快速增长趋势，进一步带动与苹果公司相关的消费电子设备需求快速释放。

图20: 2021 年苹果公司资本支出快速增长



数据来源: 苹果公司公告, 东吴证券研究所

图21: 2016 年以来果链企业资本开支整体快速增长

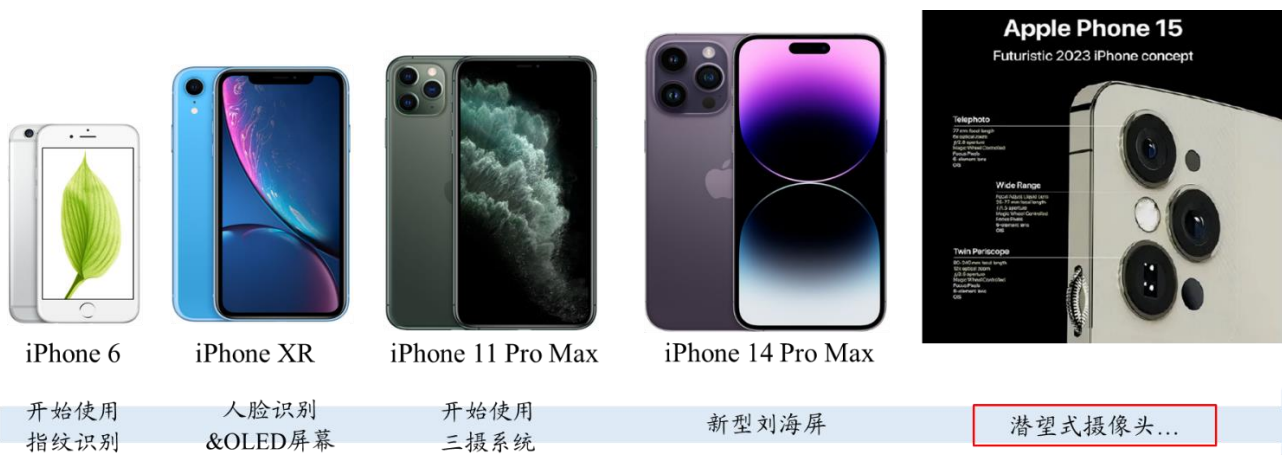


数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 左纵轴为“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”, 单位为“亿元”)

究其原因, 我们判断主要受益于苹果机型革新不断带动设备迭代、产能向印度、东南亚转移催生增量需求、智能制造渗透率提升等因素。具体来看:

1) 机型革新驱动消费电子设备快速迭代, 2023 年潜望式摄像头等有望催生新一轮设备需求。与半导体设备、锂电设备等传统专用设备不同, 消费电子设备迭代周期较短, 具备较强的消费属性。究其原因, 核心在于不同机身结构对于加工要求各异, 机型革新不断催生新的消费电子设备需求。展望未来, 考虑到 2023 年苹果公司机身有望出现较大革新, 潜望式摄像头、USB C 接线口等有望催生新一轮消费电子设备需求。

图22: 潜望式摄像头有望引领苹果公司新一轮智能装备需求

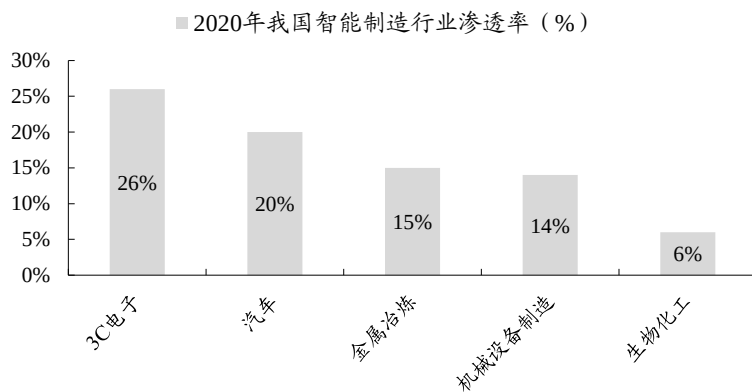


数据来源: OFWeek, 东吴证券研究所

2) 苹果产能向印度、东南亚地区转移，带动消费电子设备增量需求。受国际贸易摩擦和中国大陆人力成本上涨等因素影响，苹果公司拟将部分产能转移至印度及东南亚地区。在海外疫情逐步放开的背景下，我们判断苹果产能转移步伐有望加速，从而进一步带动设备端更新迭代需求。考虑到苹果供应链进入门槛较高，设备供应商短期更换可能性不大，我们判断国内消费电子设备企业有望充分受益于此轮苹果产能转移。

3) 智能制造渗透率提升为消费电子自动化设备另一重要成长逻辑。2020 年智能制造在我国 3C 电子行业的渗透率达到 26%，大幅领先汽车、金属冶炼、机械设备制造、生物化工等行业。展望未来，随着机器视觉、功能检测等技术快速进步，叠加消费电子行业对于加工精密度、产线自动化率等要求提升，我们判断智能制造在消费电子行业的渗透率仍有较大提升空间，从而进一步驱动消费电子自动化设备需求放量。

图23：2020 年我国 3C 电子行业智能制造渗透率达到 26%



数据来源：头豹研究院，东吴证券研究所

2.2. 行业整体呈现错位竞争格局，市场份额提升空间较大

本土消费电子设备企业众多，产品覆盖面有一定重合度，但整体仍呈现错位竞争。在苹果产业链核心设备供应商中，本土领先企业包括博众精工、赛腾股份、智立方、安达智能、荣旗科技等，大多聚焦在自动化检测设备、组装设备、治具三大类产品。具体来看，消费电子行业细分设备类型众多，同时非标属性较强，而且各类设备间差异性较大，致使消费电子设备企业大多主要聚焦在少数几类设备领域，虽然部分企业在部分产品处于正面竞争，但行业整体仍呈现错位竞争格局。

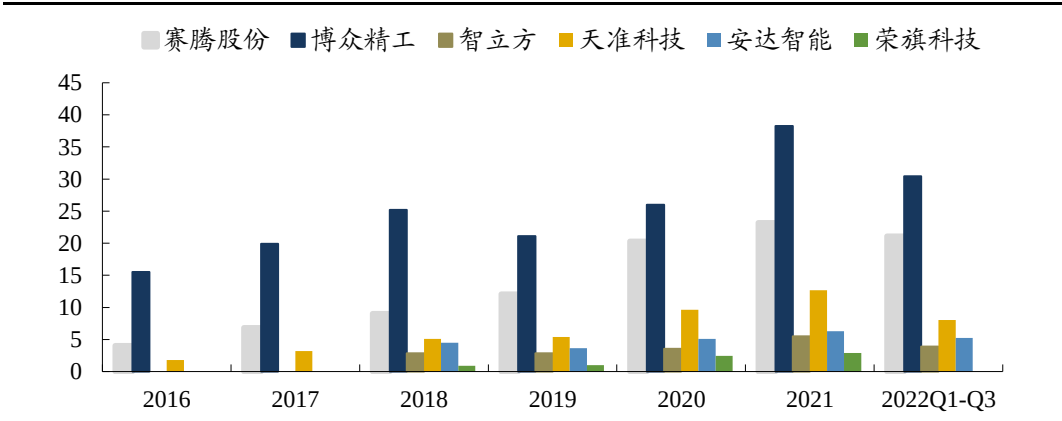
图24：我国消费电子设备企业的产品类别具备一定的差异性

公司名称	主要产品	消费电子行业主要应用	主要客户
赛腾股份	自动化组装设备、自动化检测设备及治具等。	1) 自动化检测设备 ：主要针对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，包括全自动多功能检测、超高精度按压力度测试、翻转手机测试、气密性测试等。 2) 自动化组装设备 ：三合一电池组装、高精度组装贴合、自动覆膜包装、自动贴标、自动手机按键、充电器组装等。	苹果公司、JOT公司、广达电脑、三星电子、英华达等。
博众精工	自动化设备、自动化柔性生产线、自动化关键零部件以及工装夹（治）具等，涵盖消费电子、新能源、汽车、家电、日化等行业。	1) 自动化设备（线） ：包括自动化检测设备、自动化组装设备、自动化柔性生产线等，可执行对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，对产品的零部件进行装配、贴合、覆膜、包装等多种自动化操作。 2) 治具类 ：包括测试治具和生产治具，其中测试治具主要用于精确测试产品电压、电流、功率、频率等参数，生产治具主要用于部件定位、压合、锁螺丝、刷锡膏等生产环节。	苹果公司及苹果产业链公司等。
智立方	自动化测试设备及自动化组装设备，主要应用于消费电子、电子烟、工业电子、汽车电子、半导体等领域客户产品的 光学、电学、力学 等功能测试环节，以及产品的组装环节。	1) 光学测试设备 ：测试照度、辐射能量、辐射波长、光敏性、色敏性、分辨率、明暗场、轮廓度等，应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备等。 2) 电学测试设备 ：测试电压、电流、电容值、阻抗、耐压、无线充电效率等，应用于智能手机、可穿戴设备等。 3) 力学测试设备 ：测试震动反馈、磁力反馈、压力反馈、姿态反馈等，应用于智能手机、平板电脑、可穿戴设备等。 4) 声学测试设备 ：测试声场、音准、空间音效等，应用于智能手机、可穿戴设备、汽车音响等。	苹果公司、Juul Labs, Inc.、Facebook、Carnival Corporation & plc、思摩尔国际等全球知名公司，以及歌尔股份、鸿海集团、立讯精密、致伸科技、舜宇集团、捷普集团、广达集团、普瑞姆集团等全球知名电子产品智能制造商。
安达智能	流体控制设备、等离子设备、固化及组装设备等，包括点胶机、涂覆机、等离子清洗机、固化炉和智能组装机等，广泛应用于消费电子、汽车电子、新能源、智能家居和半导体等领域。	1) 流体控制设备 ：用于SMT 电子装联、FATP 后段组装的点胶和 TP 触摸屏涂覆等，以实现电子产品的贴装和部件组装。 2) 等离子设备 ：用于清洗 FPC、PCB、半导体引线支架、玻璃和各种手机零部件等表面有机物，以提高产品表面附着力。 3) 固化及智能组装设备 ：固化设备主要用于点胶或涂覆、灌胶或打印等工序后的固化或烘干。智能组装设备主要用于零部件贴装和组装，如贴装、插装、锁附等工序。	苹果公司、歌尔股份、广达、比亚迪和立讯精密等。
荣旗科技	视觉检测装备、功能检测装备、智能组装装备、治具及配件	1) 视觉检测装备 ：2D、3D 尺寸检测、外观检测、焊锡 2D 尺寸+外观检测、MIM 件全自动智能光学多维尺寸量测等。 2) 功能检测装备 ：磁性材料功能检测、无线充电模组电性能智能测试、磁力测试等。 3) 智能组装装备 ：环形光学点胶组装、电池组装等。	苹果、亚马逊产业链，华为、谷歌等。

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

我国消费电子智能装备市场较为分散，市场份额具备较大提升空间。从收入规模来看，2021 年博众精工和赛腾股份分别实现营收 38.27 和 23.19 亿元，领跑消费电子设备同行。参照上文数据，我们估算 2021 年博众精工和赛腾股份在我国消费电子设备行业的市场占比均不足 1%。我国消费电子设备市场集中度较低，市场份额提升空间较大。

图25：2021 年博众精工和赛腾股份收入规模领跑消费电子设备企业



数据来源：Wind，东吴证券研究所（单位：亿元）

3. 半导体量测设备：并购 Optima 切入，制裁升级加速国产替代

3.1. 量/检测设备贯穿半导体工艺，2023 年本土市场规模 326 亿元

量/检测是半导体制造重要的质量检查工艺，在硅片生产和晶圆制造等环节广泛应用，主要包括量测&缺陷检测两大类，涉及膜厚、折射率等参数测量、各类表面缺陷检测等需求，对硅片厂/晶圆厂保障产品良率、产品一致性、降低成本等至关重要。

图26：半导体量/检测贯穿半导体生产各环节，所需设备种类繁多

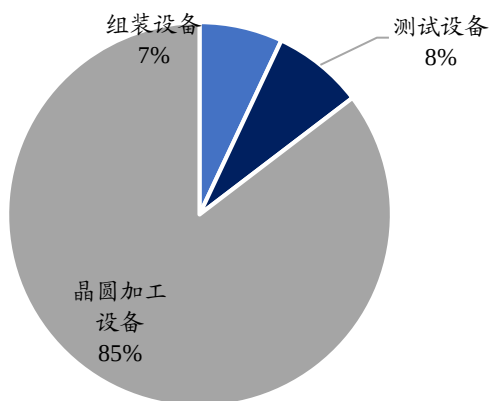
检测项目	注入	扩散*	薄膜		抛光	刻蚀	曝光	主要技术和设备
			金属	电介质				
膜厚		√	√	√	√	√	√	光学薄膜测量设备，椭圆仪、X射线荧光技术（XRF）、TRXRF、声学技术
膜应力		√	√	√				膜应力测试设备、表面形貌测量设备，扫描激光束技术、分束激光束技术
折射率		√		√				椭圆仪、干涉技术
掺杂浓度	√	√						二次离子质谱仪（SIMS）、热波系统，四探针法、电容电压测试（C-V）、扩展电阻探针（SRP）
无图形表面缺陷	√	√	√	√	√	√		明场光学缺陷检测系统、暗场光学缺陷检测系统、光散射缺陷探测设备
有图形表面缺陷						√	√	明场光学缺陷检测系统、暗场光学缺陷检测系统、电子束图形圆片缺陷检测设备，光散射技术
关键尺寸						√	√	关键尺寸扫描电子显微镜（CD-SEM）、光学关键尺寸测量设备（OCD）
台阶覆盖					√	√		表面形貌仪（台阶仪）
套刻精度							√	自动套刻测量、相干探测显微镜（CPM）

*扩散工艺包括：氧化、沉淀、扩散、退火和合金

数据来源：《半导体制造技术》，东吴证券研究所

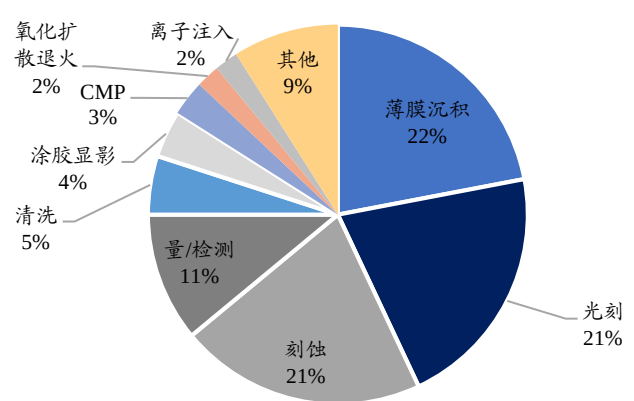
量/检测设备在半导体设备中价值量占比较高，2019 年销售额占比达到 11%，仅次于三大核心设备（薄膜沉积、光刻和刻蚀），排名第四，明显高于清洗、涂胶显影、CMP 等环节。细分设备类别来看，2020 年各类缺陷检测类设备占据量/检测设备近六成市场份额，其中纳米图形晶圆缺陷检测设备、掩模版缺陷检测设备、无图形缺陷检测设备、图形缺陷检测设备价值量占比分别达到 24.7%、11.3%、9.7%和 6.3%。此外，关键尺寸量测设备也是前道量/检测设备重要组成部分，2020 年价值量占比达到 10.2%。

图27：晶圆加工在半导体设备中价值量占比约 85%



数据来源：SEMI，东吴证券研究所（注：2021 年）

图28：量/检测设备在晶圆加工设备中价值量约占 11%



数据来源：SEMI，东吴证券研究所（注：2019 年）

图29：2020 年缺陷检测设备在量/检测设备中销售额占比高达 58%

类别	技术	设备类型	2020年全球销售额占比 (%)
检测	光学	纳米图形晶圆缺陷检测设备	24.7%
检测	光学	掩模版缺陷检测设备	11.3%
量测	光学	关键尺寸量测设备	10.2%
检测	光学	无图形晶圆缺陷检测设备	9.7%
量测	电子束	电子束关键尺寸量测设备	8.1%
量测	光学	套刻精度量测设备	7.3%
检测	光学	图形晶圆缺陷检测设备	6.3%
检测	电子束	电子束缺陷检测设备	5.7%
检测	电子束	电子束缺陷复查设备	4.9%
量测	光学	晶圆介质薄膜量测设备	3.0%
量测	X光	X光量测设备	2.2%
量测	光学	掩模版关键尺寸量测设备	1.3%
量测	光学	三维形貌量测设备	0.9%
量测	光学	晶圆金属薄膜量测设备	0.5%
其他			3.9%

数据来源：VLSI Research、QY Research、中科飞测招股书，东吴证券研究所

受益于中国大陆晶圆厂逆周期扩产需求，我们预计 2023 年中国大陆量/检测设备市场规模将达到 326 亿元，其中纳米图形晶圆缺陷检测设备、掩模版缺陷检测设备、关键尺寸量测设备、无图形晶圆缺陷检测设备市场规模将分别达到 80、37、33、32 亿元。

图30：2022 和 2023 年中国大陆半导体量/检测设备市场规模分别达到 290 和 326 亿元

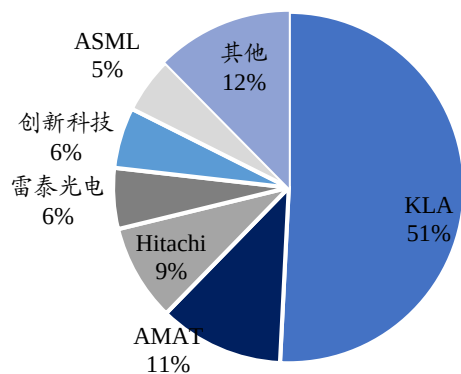
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
全球半导体设备销售额（亿美元）	412.4	566.2	645.3	597.5	712	1026.4	1175	1209
中国大陆半导体设备销售额（亿美元）	64.6	82.3	128	134.5	187	296	376	423
中国大陆半导体设备销售额全球占比（%）	16%	15%	20%	23%	26%	29%	32%	35%
中国大陆半导体检测和量测设备市场规模（亿美元）	7.0	8.4	12.5	16.9	21.0	32.6	41.4	46.5
中国大陆半导体检测和量测设备市场规模（亿元）	49	59	88	118	147	228	290	326
同比（%）		20%	49%	35%	24%	55%	27%	13%
检测和量测设备价值量占比（%）	10.8%	10.2%	9.8%	12.6%	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
其中	纳米图形晶圆缺陷检测设备（亿元）（24.7%）	12	15	22	29	36	56	80
	掩模版缺陷检测设备（亿元）（11.3%）	6	7	10	13	17	26	37
	关键尺寸量测设备（亿元）（10.2%）	5	6	9	12	15	23	33
	无图形晶圆缺陷检测设备（亿元）（9.7%）	5	6	8	11	14	22	32
	电子束关键尺寸量测设备（亿元）（8.1%）	4	5	7	10	12	18	26
	套刻精度量测设备（亿元）（7.3%）	4	4	6	9	11	17	24
	其他设备（亿元）（28.7%）	14	17	25	34	42	65	94

数据来源：SEMI，VLSI Research，QY Research，东吴证券研究所测算（注：人民币：美元取 7.0：1）

3.2. 前道国产化率最低环节之一，看好美国制裁升级加速国产替代

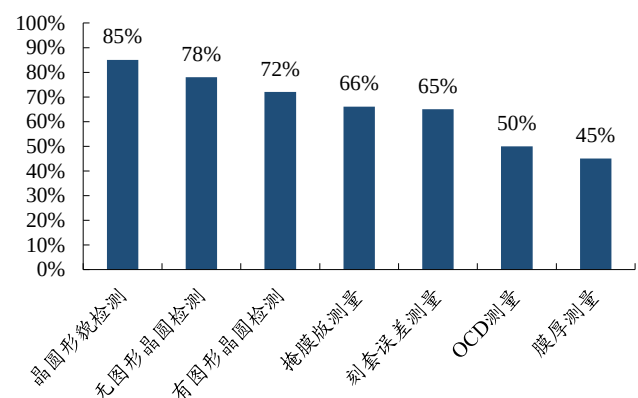
全球范围内来看，KLA 在半导体量/检测设备领域一家独大。前道晶圆量/检测设备技术壁垒较高，全球市场长期由 KLA、AMAT、Hitachi 等海外龙头主导，其中 KLA 一家独大，2020 年全球市场份额高达 51%，尤其是在晶圆形貌检测、无图形晶圆检测、有图形晶圆检测领域，KLA 在全球的市场份额更是分别高达 85%、78%、72%。

图31：2020 年 KLA 在全球半导体检测市场占比达 51%



数据来源：中科飞测招股说明书，东吴证券研究所
（注：按销售额）

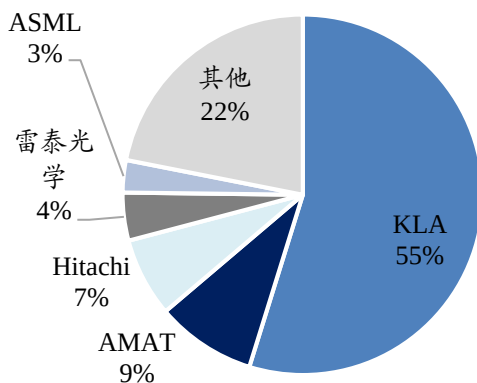
图32：KLA 在部分检测设备领域全球市占率超过 70%



数据来源：Gartner，东吴证券研究所（注：按销售额）

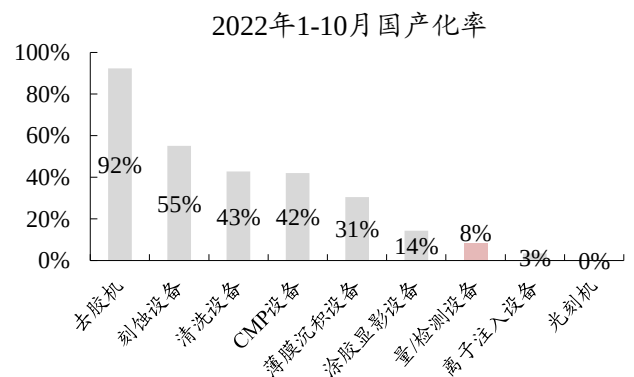
量/检测设备是前道国产化率最低的环节之一，2022 年国产化率仍不足 10%。1) 中科飞测、上海精测、上海睿励三家企业 2021 年销售收入合计约为 5.13 亿元，对应市场份额不足 3%。2) 若以批量公开招标的华虹无锡和积塔半导体为统计标本，2022 年 1-10 月份 2 家晶圆厂合计完成量/检测设备招标 60 台，国产设备中标 5 台，对应国产化率仅为 8%，远低于去胶机、刻蚀设备、薄膜沉积设备等环节。

图33：2020 年 KLA 在本土量/检测设备市占率达 55%



数据来源：中科飞测招股说明书，东吴证券研究所

图34：2022 年 1-10 月量/检测设备国产化率仅为 8%



数据来源：中国国际招标网，东吴证券研究所（注：仅考虑华虹无锡&积塔半导体公开招投标，信息更新不及时可能存在误差，统计口径没有考虑二手、翻新&外贸厂商）

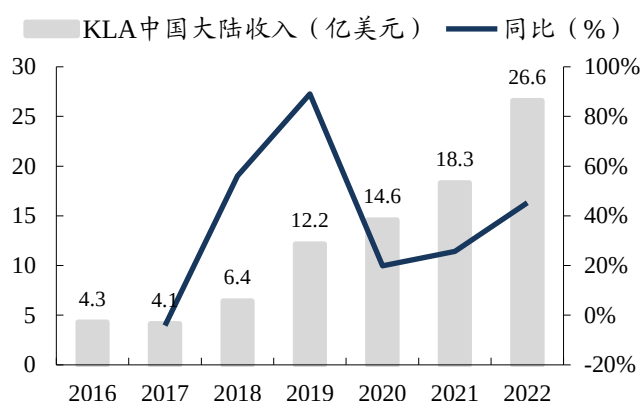
图35：2021 年三大量/检测设备企业在本土市场份额合计不足 3%

单位：亿元	2018		2019		2020		2021	
	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率
上海睿励	0.27	0.31%	0.12	0.10%	0.20	0.15%	0.41	0.18%
上海精测	0.03	0.03%	0.04	0.03%	0.57	0.42%	1.11	0.49%
中科飞测	0.30	0.35%	0.56	0.47%	2.38	1.74%	3.61	1.58%
合计	0.60	0.69%	0.72	0.60%	3.15	2.31%	5.13	2.25%

数据来源：中科飞测招股说明书，SEMI，东吴证券研究所测算（注：按销售额）

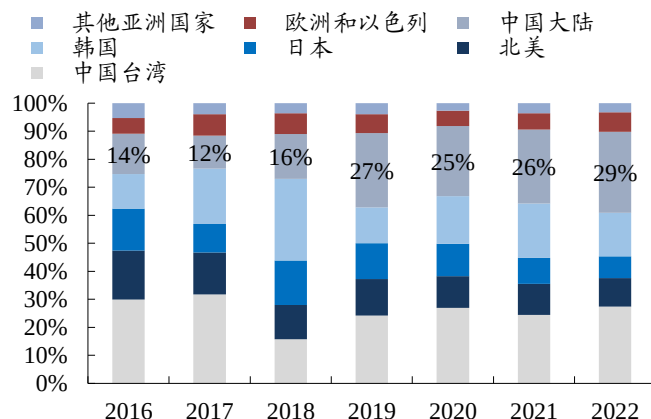
美国制裁升级影响 KLA 业务开展，量/检测设备将迎来国产替代最佳窗口期。2022 年 10 月 7 日美国对中国大陆半导体制裁升级，尤其对 128 层及以上 3D NAND、18nm 及以下 DRAM、14nm 及以下逻辑芯片相关设备进一步管控。据路透社消息，KLA 自 2022 年 10 月 12 日起停止向中国大陆客户提供销售和服务。我们看好在制裁升级背景下，本土晶圆厂加速国产设备导入，二者协同合作解决先进制程工艺产业化瓶颈，量/检测设备作为前道国产化率最低的环节之一，有望迎来国产替代最佳机遇。

图36: 2022 财年 KLA 在中国大陆收入达 26.6 亿美元



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (横轴为财年)

图37: 2022 财年 KLA 对中国大陆收入占比达到 29%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (横轴为财年)

3.3. 并购 Optima 切入检测设备领域，平台化扩张不断打开成长空间

外延并购日本 Optima，公司正式切入半导体量/检测设备领域。2019 年公司以现金方式收购日本 Optima 株式会社 66.53% 股权，正式进军高端半导体量/检测设备领域。Optima 是全球领先的硅片、晶圆外观缺陷检测设备龙头，拳头产品包括 RXW-1200、RXM-1200、BMW-1200(R)、AXM-1200 四大类，覆盖边缘、背面、正面等缺陷检测。

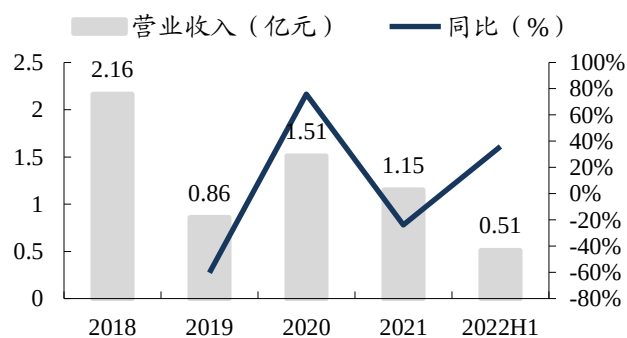
图38: Optima 主要产品包括四大类量/检测设备

硅片边缘缺陷自动检测设备RXW-1200			边缘/表背面复合检测设备RXM-1200		
功能: 在硅片制造、晶圆片制造过程,对硅片边缘部的缺陷检出和分类,要求部位尺寸进行量测的在线检测设备。	应用工艺环节: 倒角/表面研磨/表面抛光/清洗/干燥/PW终检/外延、SOI/成膜/光刻/CMP/修边/键合/减薄	- 高灵敏度明、暗场光学系统 - 依靠传感器实现整周图像获取和ADC功能 - EBR后边界测量功能 - 高倍率自动对焦彩色相机的ADR功能 - CIS/TSV过程中的边缘修整、黏贴、定型后的检查、测量	功能: 检测硅片制造(抛光,外延)过程中,检测出边缘/表背面出现的各种缺陷、尺寸测量、自动筛选的复合设备。	应用工艺环节: 倒角/表面研磨/表面抛光/清洗/干燥/PW终检/Epi、SOI等	- 利用独特的激光散射、聚光法检测缺陷 - 依靠传感器实现整周图像获取和ADC功能 - 在边缘检查的同时,能实现晶片正面和背面的同时检查和ADC - 边缘夹持处理不会给晶片造成损伤
晶圆片用背面检测设备BMW-1200/BMW-1200R			晶圆制造外观检测AXM-1200		
功能: 以高灵敏度检测晶圆片工艺中在晶片背面产生的缺陷(卡痕、放电痕、打痕、接触痕等)和异物并测量提取缺陷的微小三维形状的检测设备。	应用工艺环节: 成膜/光刻/蚀刻/CMP	- 背面全面检查EE=1mm - 通过图像处理和解码提取候选缺陷 - 大动态范围和高处理能力 - 共聚焦显微镜进行自动缺陷评估和3D测量	功能: AXM系列是最先进的设备,在晶圆制造最终外观检测过程中展示了其强大的功能。	应用工艺环节: 硅片制造工艺中的边缘/正面/背面/Notch检查	- 从Notch检查新方法开始,进一步提高了边缘/正面/背面的检查能力 - 通过新开发的原始算法自动进行缺陷分类 - 配备了各种新功能

数据来源: Optima 官网, 东吴证券研究所

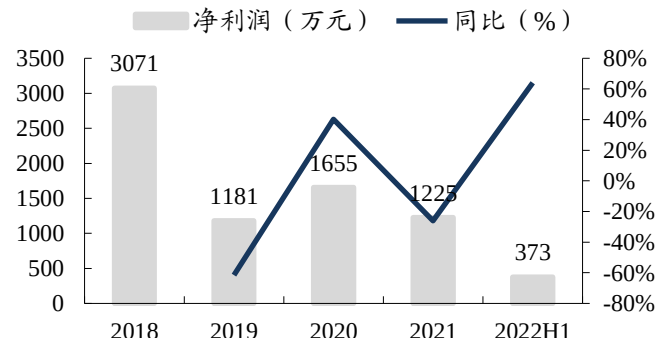
Optima 已形成完善的海内外客户群体,尤其在硅片检测领域具备全球竞争力。全球范围内来看,Optima 已成功覆盖 SUMCO、SK、SUMSUNG、MEMC Korea、WAFER WOKS COP、Global Wafers 等海外半导体龙头客户,同时包括协鑫、奕斯伟、中环、金瑞泓、沪硅、中欣晶圆等中国大陆半导体硅片企业,市场竞争力足以彰显。

图39: 2022H1 Optima 营业收入同比+36%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图40: 2022H1 Optima 净利润同比+64%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

基于 Optima 四大核心设备,公司横向拓展其他半导体设备环节,进一步打开成长

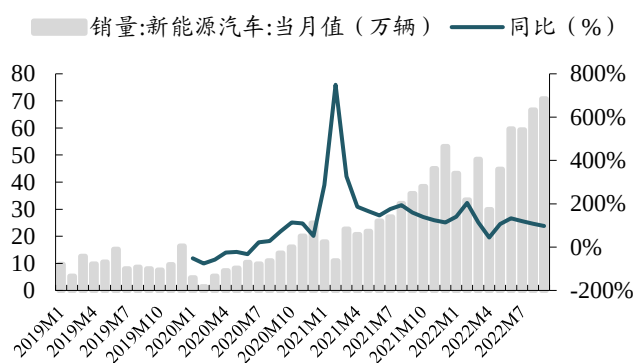
空间。在 Optima 检测设备的基础上，公司不断增强研发投入力度，扩充半导体设备种类，目前已经涵盖分选设备、晶圆包装机、倒角轮廓机、倒角粗糙度量测、晶圆字符检测机、晶圆激光打标机、晶圆激光开槽机等设备，成长空间进一步打开。

4. 布局新能源&光伏设备，进一步打开成长空间

4.1. 新能源汽车需求持续旺盛，动力电池设备有望成为新增长点

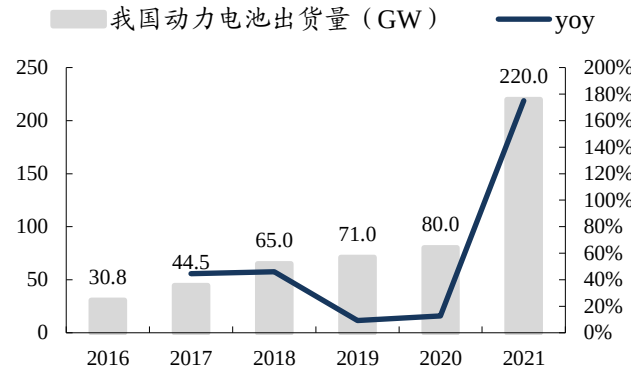
新能源汽车持续快速放量，带动整车自动化产线和动力电池设备市场需求。据中国汽车工业协会数据，2022 年 1-9 月份我国新能源汽车累计销量达到 455.86 万辆，同比+113%。在新能源汽车市场需求持续旺盛背景下，动力电池需求快速放量。据 GGII 数据，2021 年我国动力电池出货量达到 220GWh，同比+183%，2030 年有望达到 2230GWh，潜在扩产空间广阔，奠定了动力电池设备需求持续高增长的基础。

图41: 2022 年 1-9 月我国新能源汽车销量同比+113%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图42: 2021 年中国动力锂电池出货量达到 220GWh



数据来源：GGII，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2018 年公司收购菱欧科技，切入汽车自动化产线与电池生产设备赛道。公司已与日本电产、村田新能源、松下能源等优质客户建立稳定合作，其中日本电产主要产品为马自达，村田新能源与松下能源均为全球知名电池厂商。展望未来，受益于动力电池行业大规模扩产，叠加动力电池设备品类拓展，公司在新能源汽车行业仍有较大成长空间。

图43: 赛腾菱欧在汽车行业和电池行业具备深厚积累



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图44: 公司已与新能源汽车板块优质客户建立合作

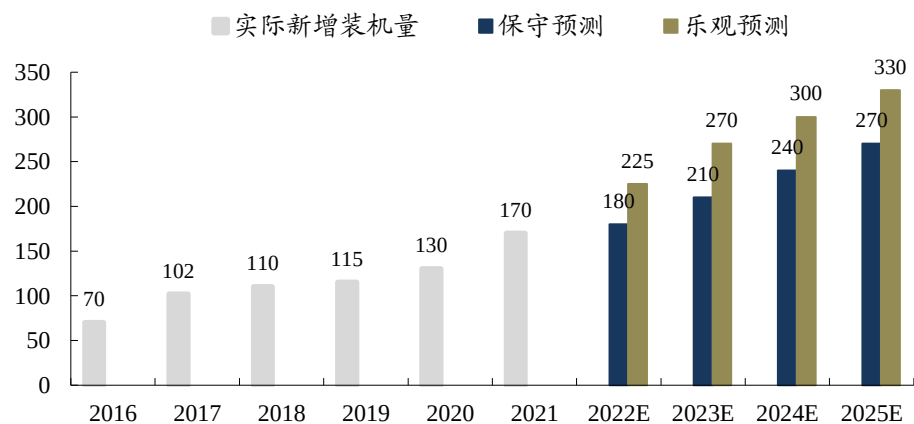


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.2. 光伏大规模扩产持续推进, 前瞻性布局光伏设备有望充分受益

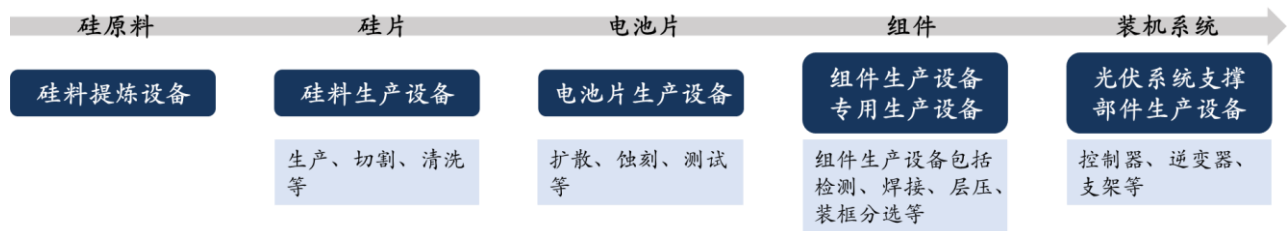
光伏行业扩产浪潮拉动设备需求, 公司前瞻性布局组件设备, 有望充分受益。据CPIA数据, 2025年全球光伏装机乐观/保守预期将分别达到330和270GW, 对应2021-2025年CAGR分别为18%和12%, 市场需求持续旺盛, 进而拉动光伏设备需求。具体来讲, 光伏设备主要包含硅片生产设备、电池片生产设备、组件生产设备等。基于在自动化设备领域的积累, 公司在光伏行业已有布局, 目前主要产品包括光伏组件自动化单机设备及整线等, 受益于光伏行业大规模扩产, 有望进一步打开成长空间。

图45: 2025年全球光伏新增装机量乐观/保守预期分别达到330/270GW



数据来源: CPIA, 东吴证券研究所 (单位: GW)

图46：光伏组件生产设备主要包括检测、焊接、层压、分选等类别



数据来源：金辰股份招股书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

核心假设：

1) 消费电子行业：受益于苹果公司机身革新不断带来的增量需求，假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 35%、25%和 15%，2022-2024 年毛利率稳定在 41%。

2) 半导体行业：考虑制裁升级加速国产替代，公司半导体量测设备收入有望快速扩张，假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 85%、50%和 30%，假设 2022-2024 年毛利率稳定在 45%。

3) 新能源汽车行业：公司已与日本电产、村田新能源、松下新能源等优质客户建立紧密合作，有望充分受益于新能源汽车快速放量的需求，假设 2022-2024 年收入同比增速稳定在 15%，假设 2022-2024 年毛利率稳定在 20%。

4) 其他业务：随着光伏设备等业务快速放量，假设 2022-2024 年收入同比增速分别为 30%、2500%和 30%，毛利率分别为 15%、25%、30%。

盈利预测：

基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 31.95、42.51 和 50.07 亿元，分别同比增长 38%、33%和 18%；2022-2024 年归母净利润分别为 2.92、4.07 和 5.14 亿元，分别同比增长 63%、39%和 26%。

表1：公司分业务收入预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
消费电子行业	1622.54	1880.36	2538.49	3173.11	3649.07
yoy (%)		15.89%	35.00%	25.00%	15.00%
毛利率 (%)		40.97%	41.00%	41.00%	41.00%
半导体行业	215.83	216.84	401.16	601.73	782.25
yoy (%)		0.47%	85.00%	50.00%	30.00%

毛利率 (%)		44.69%	45.00%	45.00%	45.00%
新能源汽车行业	184.35	215.71	248.06	285.27	328.06
yoy (%)		17.01%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)		18.08%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务	5.65	5.65	7.34	190.82	248.07
yoy (%)		-0.16%	30.00%	2500.00%	30.00%
毛利率 (%)		11.47%	15.00%	25.00%	30.00%
总营业收入	2028.37	2318.55	3195.05	4250.94	5007.46
yoy (%)	68.26%	14.31%	37.80%	33.05%	17.80%
毛利率 (%)	39.01%	39.12%	39.81%	39.44%	39.70%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

博众精工专业从事工业自动化设备, 下游涵盖消费电子、新能源等行业, 与公司主业重合度较高; 精测电子为平面显示信号测试系统龙头, 半导体量/检测设备产业化快速突破, 和公司半导体设备业务具备较强相似度, 故选取为公司的可比公司。

我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 1.53、2.13 和 2.70 元, 当前股价对应动态 PE 分别为 26、18 和 15 倍, 明显低于可比公司估值水平。作为消费电子设备龙头企业, 公司半导体量测设备有望快速放量, 同时横向拓展新能源、光伏等领域, 成长性较为突出, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值 (PE, 截至 2023/01/12 收盘股价)

		股价 (元)	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
688097.SH	博众精工	28.40	126.18	4.06	5.55	8.05	31	23	16
300567.SZ	精测电子	55.03	153.06	2.69	3.73	4.98	57	41	31
可比公司平均		-	-	-	-	-	44	32	23
603283.SH	赛腾股份	39.29	74.99	2.92	4.07	5.14	26	18	15

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (注: 博众精工、精测电子盈利预测均来自 Wind 一致预期)

6. 风险提示

1、实控人减持的风险: 2022 年 7 月 22 日至 2022 年 10 月 26 日公司控股股东及实际控制人孙丰先生通过大宗交易和集中竞价交易方式合计减持公司股票 2,503,900 股, 占公司总股本的 1.31%。若公司实控人持续减持, 将对公司股价表现产生负面影响。

2、客户集中度较高风险: 2017-2021 年公司应用于苹果公司终端品牌产品生产所实现的收入占营业收入的比例均超过 50%, 公司对苹果公司及其产业链厂商的依赖性较强。

若未来苹果公司产品无法获得消费者的认可，或公司未来无法在苹果供应链的设备制造商中持续保持优势，则公司的经营业绩将受到较大影响。

3、市场竞争加剧风险：目前智能装备行业生产企业较多，国外厂商凭借技术优势在竞争中处于优势地位，国内厂商由于技术积累相对薄弱，普遍面临较为严峻的市场竞争形势。另一方面，我国智能装备制造行业前景广阔，新进入者投资意愿较强，因此未来行业竞争将进一步加剧。如果公司不能保持技术、研发、成本、服务等方面的优势，则公司业绩增长将可能受到不利影响。

4、技术人员流失风险：公司所处行业为技术密集型行业，核心技术人员对公司的产品研发和持续发展起着关键作用。目前，公司已拥有一批高素质技术人员，随着行业竞争日趋激烈，核心技术人才的争夺也将加剧。若核心技术人员离开公司，将会削弱公司竞争优势，给公司生产经营和发展造成不利影响。

5、汇率变动的风险：公司境外收入占主营业务收入的比例较高，境外销售主要采用美元结算，若未来人民币兑美元汇率发生较大波动，则会对公司业绩产生影响。

6、商誉减值风险：公司在收购无锡昌鼎、赛腾菱欧、日本 Optima 株式会社后，合并资产负债表中形成了与上述交易相关的商誉，截至 2022 年 6 月 30 日，商誉合计为 36491.06 万元，占总资产的 8.83%。若上述被收购公司未来经营状况不佳，则公司存在商誉减值的风险，从而对公司当期损益造成不利影响。

赛腾股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,560	3,299	4,367	5,387	营业总收入	2,319	3,195	4,251	5,007
货币资金及交易性金融资产	556	791	1,025	1,456	营业成本(含金融类)	1,412	1,923	2,574	3,019
经营性应收款项	1,110	1,374	1,829	2,152	税金及附加	18	22	30	35
存货	833	1,048	1,403	1,644	销售费用	223	304	400	466
合同资产	0	0	0	0	管理费用	207	281	366	426
其他流动资产	61	86	111	134	研发费用	249	320	417	476
非流动资产	1,173	1,200	1,222	1,238	财务费用	46	35	33	37
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	36	32	43	50
固定资产及使用权资产	511	562	598	623	投资净收益	7	6	6	5
在建工程	90	70	60	55	公允价值变动	-5	0	0	0
无形资产	98	93	88	83	减值损失	-2	-21	-28	-35
商誉	365	365	365	365	资产处置收益	0	0	0	-1
长期待摊费用	2	3	4	5	营业利润	200	327	453	569
其他非流动资产	106	106	106	106	营业外净收支	-2	-2	-2	-2
资产总计	3,733	4,498	5,589	6,625	利润总额	198	326	451	567
流动负债	1,978	2,434	3,096	3,593	减:所得税	7	16	23	28
短期借款及一年内到期的非流动负债	678	678	678	678	净利润	191	309	429	539
经营性应付款项	759	1,054	1,481	1,820	减:少数股东损益	12	17	21	24
合同负债	260	288	386	453	归属母公司净利润	179	292	407	514
其他流动负债	281	414	550	642	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.94	1.53	2.13	2.70
非流动负债	331	331	331	331	EBIT	244	345	465	586
长期借款	323	323	323	323	EBITDA	297	405	529	655
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.12	39.81	39.44	39.70
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	7.74	9.15	9.58	10.27
其他非流动负债	6	6	6	6	收入增长率(%)	14.31	37.80	33.05	17.80
负债合计	2,309	2,765	3,427	3,924	归母净利润增长率(%)	2.53	63.04	39.28	26.31
归属母公司股东权益	1,369	1,661	2,069	2,583					
少数股东权益	55	72	93	117					
所有者权益合计	1,424	1,733	2,162	2,700					
负债和股东权益	3,733	4,498	5,589	6,625					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	438	360	359	558	每股净资产(元)	7.53	9.13	11.37	14.20
投资活动现金流	-168	-116	-117	-118	最新发行在外股份(百万股)	191	191	191	191
筹资活动现金流	-218	-38	-38	-38	ROIC(%)	9.76	12.71	14.97	16.21
现金净增加额	35	205	204	401	ROE-摊薄(%)	13.10	17.60	19.69	19.91
折旧和摊销	53	59	64	69	资产负债率(%)	61.86	61.47	61.32	59.24
资本开支	-107	-87	-87	-87	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.81	25.65	18.41	14.58
营运资本变动	246	-177	-312	-195	P/B(现价)	5.22	4.30	3.46	2.77

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>