

赛腾股份 (603283.SH)

买入 (首次评级)

AI终端等新产品推动3C设备需求提升, HBM设备打造新增长源泉

当前价格: 80.01元

投资要点:

深耕消费电子装备, 拓展高端IC设备, 业绩持续高速增长

赛腾股份成立于2001年, 主要产品为消费电子智能组装及检测装备, 2019年公司收购日本Optima, 正式涉足晶圆检测装备领域, 在高端集成电路设备市场实现突破。近年来公司业绩高速增长, 2018-2023年公司营业收入、归母净利润CAGR分别达到37.5%、41.5%。2024年第一季度, 公司营业收入、归母净利润分别同比增长8.3%、30.1%。

消费电子装备: 行业稳定发展, AI终端等新产品将带来结构性机会

以智能手机、平板和笔记本电脑为代表的全球移动设备市场平稳发展, 2022年全球电子消费品市场规模达到1.06万亿美元, 预计2026年将达到1.14亿美元, 市场呈现稳定增长趋势。

随着苹果Vision Pro正式发售, 智能头显产品关注度明显提升, 龙头厂商积极布局相关产品, 预计2023-2027年全球VR、AR头显的出货量CAGR将分别达到30.1%、96.5%。折叠屏手机兼具大屏幕和尺寸小巧的优势, 有望催化用户换机需求, 预计2027年全球折叠屏手机销量将达到4810万部左右, 占全部智能手机出货量的3.5%。行业龙头纷纷入局AI智能终端市场, 预计2027年AI手机出货量超过5.5亿部, 渗透率将达到43%。智能头显、折叠屏、AI手机等新产品蓬勃发展, 将催化消费电子装备的采购、更新需求。

半导体量检测设备: 壁垒高、空间大, HBM设备打造新增长源泉

量检测环节是保障IC制造厂生产效率、效益的关键, 相关设备市场发展较快, 预计2027年国内半导体量检测设备市场规模将达到405.8亿人民币, 2023-2027年CAGR有望达到18.9%。根据沙利文公司数据, 2022年中国半导体量检测设备国产化率仅为3%, 量检测设备国产替代空间广阔。公司通过收购全球领先的晶圆检测设备供应商日本Optima涉足晶圆检测装备领域, 经过研发人员不断的努力陆续扩充了半导体设备种类, 迅速打开国内市场空间, 并实现技术本地化融合迭代, 实现在前道晶圆设备市场的快速突破。此外, 公司完善了对HBM、TSV制程工艺的不良监控, 获得了客户的充分认可并成功获得批量设备订单, 为公司半导体板块的持续增长增加了新的动力源泉。

盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为8.27亿元、9.98亿元、11.45亿元, PE分别为19.4X、16.1X、14.0X。赛腾股份具备较高的估值性价比, 首次覆盖给予赛腾股份“买入”评级。

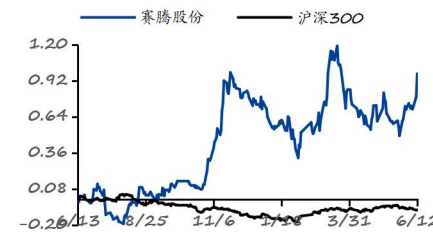
风险提示

客户集中度较高风险, 商誉减值风险, 下游需求不及预期风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	200.32/186.05
流通A股市值(百万元)	14,885.75
每股净资产(元)	11.21
资产负债率(%)	51.21
一年内最高/最低价(元)	93.37/33.21

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 俞能飞(S0210524040008)
ynf30520@hfzq.com.cn
分析师: 卢大炜(S0210524050019)
ldw30564@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,930	4,446	5,159	6,334	7,174
增长率	26%	52%	16%	23%	13%
净利润(百万元)	307	687	827	998	1,145
增长率	71%	124%	20%	21%	15%
EPS(元/股)	1.53	3.43	4.13	4.98	5.72
市盈率(P/E)	52.2	23.3	19.4	16.1	14.0
市净率(P/B)	9.5	7.4	5.3	4.1	3.3

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

消费电子领域：我们预计未来几年全球电子消费品市场规模将呈现稳定增长趋势，而智能头显、折叠屏手机等新产品出货量将高速增长，催生消费电子装备的采购、更新需求。公司作为消费电子装备头部供应商，将受益于新产品带来的结构性机会。预计 2024-2026 年公司消费电子业务收入分别增长 11.0%、20.0%、10.0%，毛利率分别为 47.0%、46.0%、46.0%。

半导体领域：我们预计未来几年半导体量检测设备的市场空间将持续增长，且国内下游客户的设备国产化需求也将持续提升。公司通过并购 Optima 涉足晶圆检测装备领域，实现了技术本地化融合迭代，迅速打开国内市场空间，预计未来将在前道晶圆设备市场不断取得突破。预计 2024-2026 年公司半导体业务收入分别增长 99.0%、50.0%、37.0%，毛利率稳定在 51.0%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点 1: 消费电子终端需求不景气，大客户设备投资或放缓，相关设备企业业绩压力较大。

我们的观点 1: 2023 年第三季度全球智能手机出货量同比增长 0.3%，结束了自 2021 年第三季度以来的负增长；2023 年第四季度出货量同比增长 8.6%，终端需求呈现回暖趋势。此外，智能头显、折叠屏、AI 手机等新产品市场前景广阔，龙头企业积极布局，也将带来相关装备的采购、更新需求。

市场主要观点 2: 终端需求不景气，国内半导体产线投资或放缓，半导体量检测设备需求或不及预期。

我们的观点 2: 我们认为，国内高端芯片、先进制程、先进封装等领域需求旺盛，相关先进产能将持续扩张，相关设备的国产化需求也将持续提升，高端半导体量检测设备市场空间广阔。此外，全球 HBM 产能大幅扩张，公司相关设备获得了客户的充分认可并成功获得批量设备订单，为公司半导体板块的持续增长增加了新的动力源泉。

股价上涨的催化因素

消费电子、半导体等行业终端需求明显回暖；公司订单及出货量超预期。

估值和目标价格

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.59 亿元、63.34 亿元、71.74 亿元，归母净利润分别为 8.27 亿元、9.98 亿元、11.45 亿元。我们选择博众精工、快克智能、精测电子、中科飞测、杰普特、天准科技作为可比公司。截止 2024/6/13，可比公司 2024-2026 年 PE 预测值剔除极值后的平均值分别为 31.4X、23.6X、18.6X，高于赛腾股份的 PE 水平。赛腾股份具备较高的估值性价比，首次覆盖给予赛腾股份“买入”评级。

投资风险

客户集中度较高风险，商誉减值风险，下游需求不及预期风险。



正文目录

1 深耕消费电子智能制造装备，半导体检测设备拓展顺利	5
1.1 公司简介	5
1.2 财务情况	6
2 消费电子行业稳定发展，AR/VR、折叠屏、AI手机等新产品前景广阔	9
2.1 消费电子行业稳定发展，终端需求逐步好转	9
2.2 AR/VR头显、折叠屏、AI手机等新产品前景广阔	10
2.2.1 头显设备市场长期空间广阔，苹果 Vision Pro 有望引领行业发展方向	10
2.2.2 折叠屏产品有望为智能手机市场带来结构性机会	11
2.2.3 AI赋能，3C市场有望迎来新一轮换机潮	13
3 并购 Optima 进军半导体量检测设备领域，国产替代空间广阔	15
3.1 半导体量检测设备市场发展较快，国产替代空间广阔	15
3.2 收购日本 Optima，进军半导体量检测设备领域	18
4 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
5 风险提示	21

图表目录

图表 1: 公司发展历史	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司营业收入结构	6
图表 4: 公司营业收入及增速	6
图表 5: 公司归母净利润及增速	6
图表 6: 公司毛利率、净利率情况	7
图表 7: 公司期间费用率情况	7
图表 8: 公司毛利率情况（分行业）	7
图表 9: 公司销售商品、提供劳务收到的现金及收现比情况	8
图表 10: 公司经营性现金流净额及净现比情况	8
图表 11: 公司应收账款及周转率	8
图表 12: 公司存货及周转率	8
图表 13: 全球电子消费品市场规模及增速	9
图表 14: 全球智能手机出货量及增速	9
图表 15: 全球平板电脑出货量及增速	9
图表 16: 2024 年可穿戴设备出货量有望高速增长	10
图表 17: 全球 VR 头显销量（万台）	10
图表 18: 全球 AR 头显销量（万台）	10
图表 19: 苹果 Vision Pro	11
图表 20: 全球折叠屏手机销量情况	12
图表 21: 国内折叠屏手机销量情况	12
图表 22: 中国折叠屏手机市场份额	12
图表 23: 折叠屏手机重量变化	13
图表 24: 折叠屏手机价格变化	13
图表 25: AI 手机的主要应用场景	13
图表 26: 生成式 AI 手机出货量及渗透率预测	14
图表 27: 半导体量检测设备的应用	15
图表 28: 半导体量检测类型	15
图表 29: 全球半导体量检测、测试设备市场规模（单位：亿美金）	16
图表 30: 国内半导体量检测、测试设备市场规模（单位：亿人民币）	16
图表 31: 半导体主要量检测设备类型及销售额（2020 年）	17
图表 32: 2020 年全球半导体检测和量测设备市场格局情况（单位：亿美元）	17



图表 33: 半导体量检测设备市场国产化率 (按收入计)	18
图表 34: Optima 株式会社高管名单	18
图表 35: Optima 营业收入及增速	19
图表 36: Optima 归母净利润及增速	19
图表 37: Optima 主要产品	19
图表 38: HBM 占 DRAM 总位元产出及产值比重	19
图表 39: 赛腾股份业绩拆分与预测	20
图表 40: 可比公司估值表	21
图表 41: 财务预测摘要	23

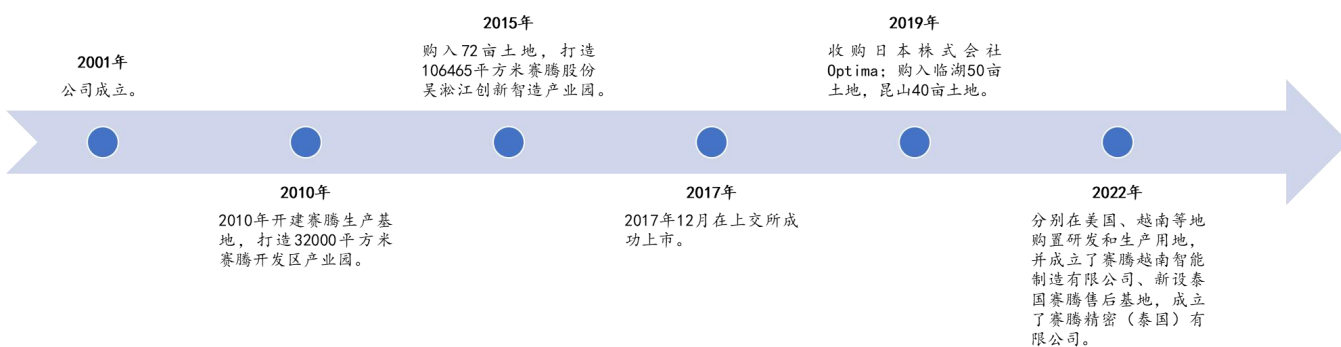


1 深耕消费电子智能制造装备，半导体检测设备拓展顺利

1.1 公司简介

苏州赛腾精密电子股份有限公司成立于2001年，致力于为客户提供自动化解决方案，涉及自动化组装线体、包装线、检测设备、工装夹（治）具、智能制造和智慧工厂整体规划等，在消费电子、半导体、新能源等智能组装备及检测方面具有较强的竞争优势和自主创新能力。2019年，公司收购日本株式会社 Optima，正式涉足晶圆检测装备领域，经过研发人员不断的努力陆续扩充了半导体设备种类，实现了在国内高端集成电路设备市场的进一步突破。

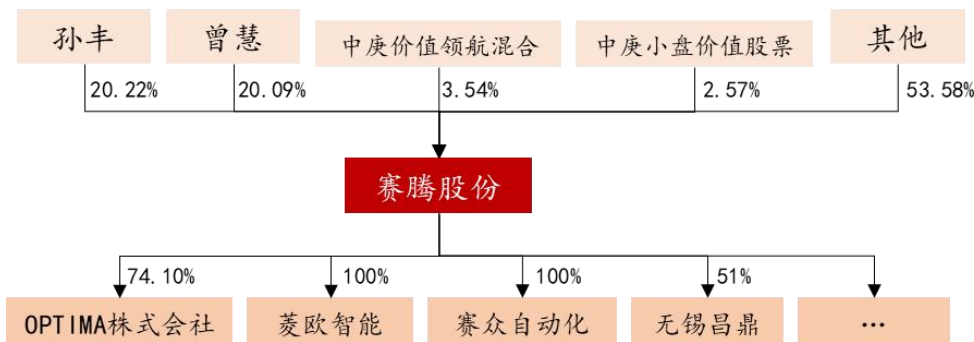
图表 1: 公司发展历史



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

孙丰先生与曾慧女士分别为公司第一、第二大股东，分别直接持股 20.22%、20.09%，二人原为夫妻关系，为本公司的实际控制人，双方已于 2023 年 1 月 9 日解除婚姻关系。截至 2024 年一季度末，公司的机构投资者持股比例达到 14.17%，其中基金的持股比例达到 10.83%。

图表 2: 公司股权结构



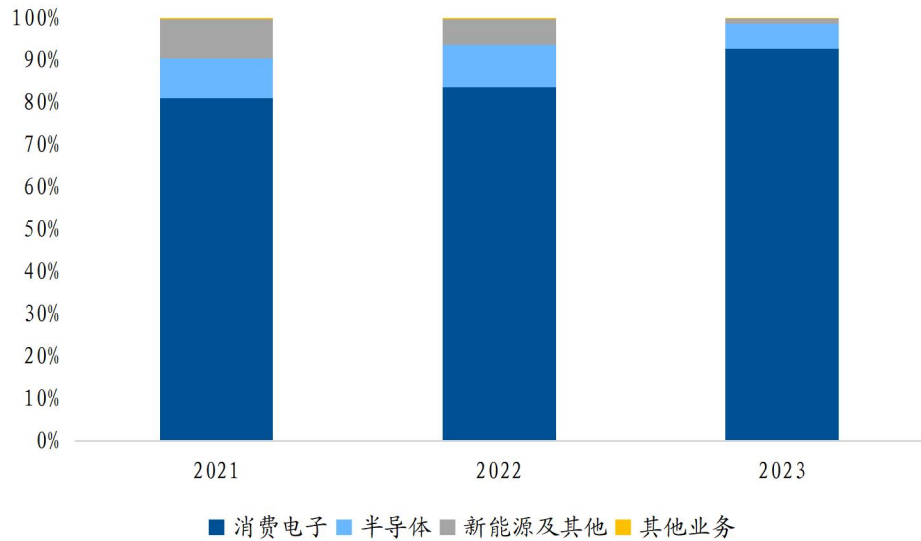
数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所；公司股权结构为 2024 年一季报数据，子公司情况为 2023 年报数据。

赛腾股份的产品主要运用于消费电子、半导体、新能源等行业，适用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备、新能源零部件、锂电池、8 寸/12 寸晶圆等。公司已成为国内外许多知名企业优质的合作伙伴。目前公司主要的收入来源为消费电子行业，2023 年收入占比为 92.8%；半导体为公司第二大收入板块，2023 年



收入占比达到 5.9%。

图表 3: 公司营业收入结构



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

公司深耕智能制造装备行业多年, 已与多家国内外知名的消费电子产品制造商、汽车零部件制造商、半导体企业建立了良好的合作关系。其中在消费电子业务板块, 公司作为苹果供应链的合作厂商, 合作深度正在持续拓展; 在新能源板块与大陆汽车、日本电产、村田新能源等客户建立了长期稳定的合作关系。在半导体板块, 公司拥有 SUMCO、SK Siltron、SAMSUNG、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等优质客户。

1.2 财务情况

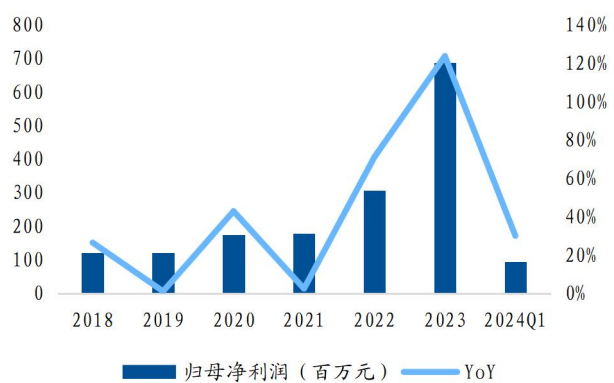
业绩持续高速增长。2023 年, 公司实现营业收入 44.46 亿元, 同比增长 51.8%, 2018-2023 年营业收入 5 年 CAGR 达到 37.5%。净利润方面, 2023 年公司实现归母净利润 6.87 亿元, 同比增长 123.7%, 2018-2023 年归母净利润 5 年 CAGR 达到 41.5%。2024 年第一季度, 公司实现营业收入 7.74 亿元, 同比增长 8.3%; 实现归母净利润 9445 万元, 同比增长 30.1%。

图表 4: 公司营业收入及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

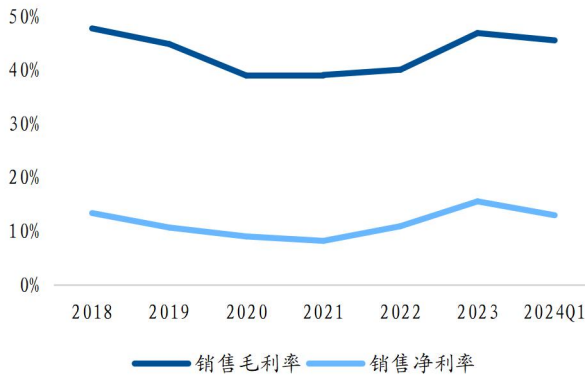
图表 5: 公司归母净利润及增速



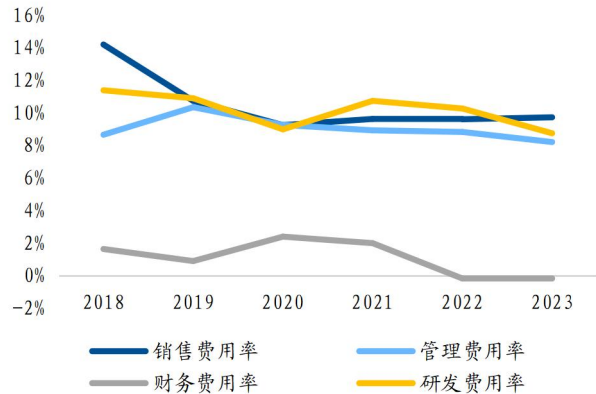
数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所



利润率稳步回升。2018年到2023年，公司毛利率维持在40%左右的高位水平，2020年公司毛利率下滑至39.0%，而后逐年回升，至2023年公司毛利率回升至46.9%。2018年到2021年公司净利率从13.4%下滑至8.2%，至2023年快速回升至15.6%。费用率方面，近年来公司销售、管理、研发费用率维持在10%左右的水平，财务费用率较低。

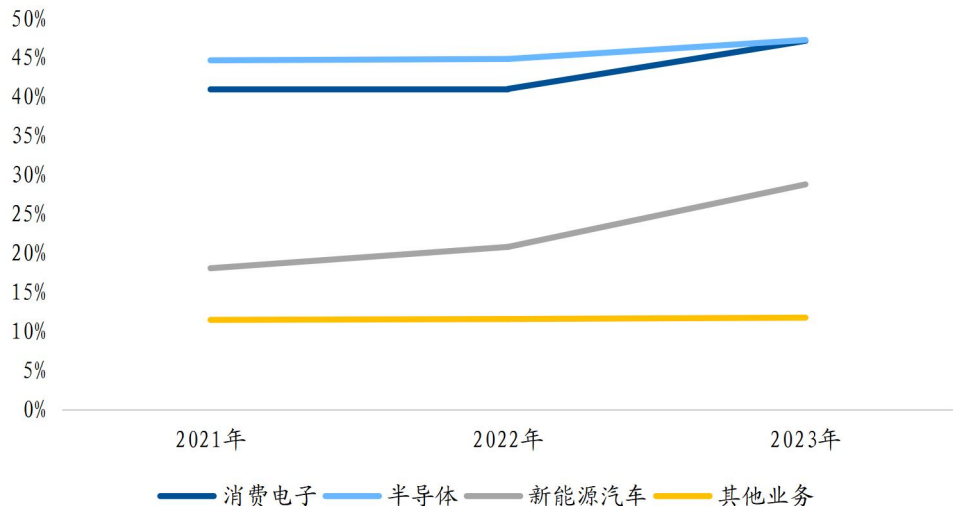
图表 6: 公司毛利率、净利率情况


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

图表 7: 公司期间费用率情况


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

分下游行业来看，2021-2022年公司消费电子类业务毛利率保持在41%，2023年提升至47.2%，我们认为主要系公司部分新设备毛利率较高；半导体类业务从2021年的44.7%提升至2023年的47.3%；新能源汽车类业务毛利率相对较低，2021-2023年从18.1%提升至28.8%。

图表 8: 公司毛利率情况（分行业）


数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

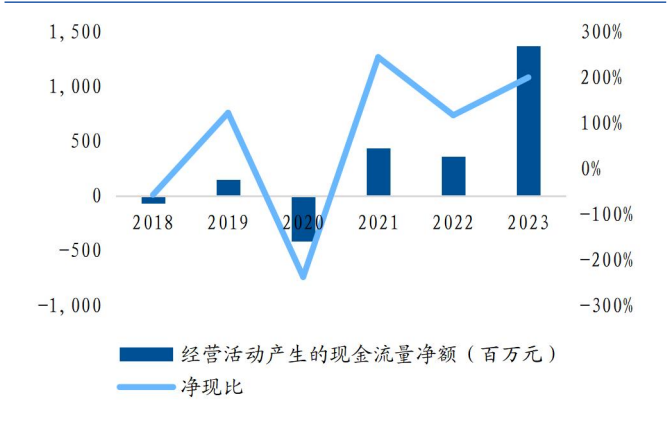
现金回款情况良好。2023年，公司销售商品、提供劳务收到的现金共46.64亿元，经营活动产生的现金流量净额共13.74亿元，收现比、净现比分别为104.9%、200.1%，公司现金回款情况良好。

图表 9: 公司销售商品、提供劳务收到的现金及收现比情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

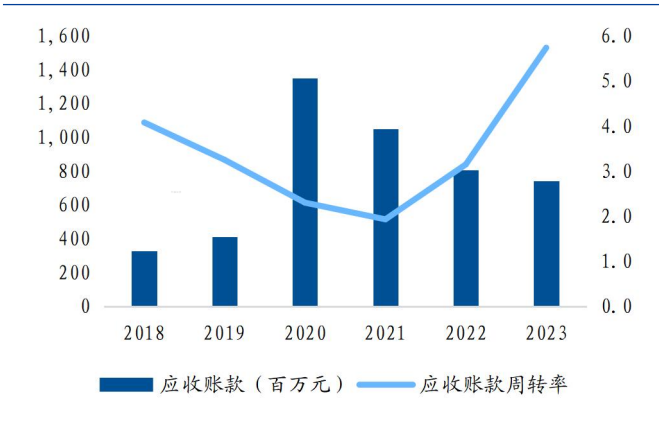
图表 10: 公司经营性现金流净额及净现比情况



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

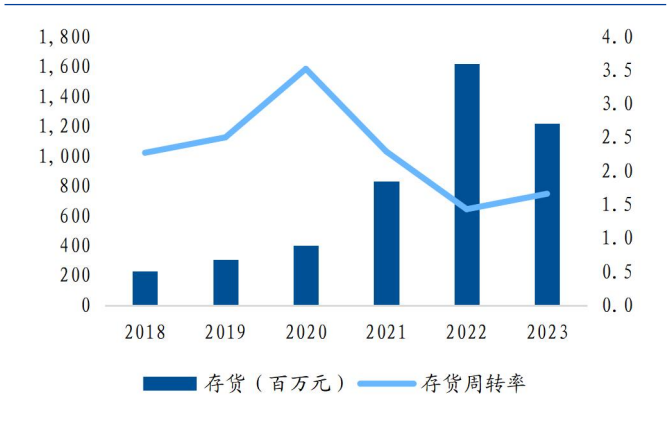
截至 2023 年末, 公司应收账款共 7.41 亿元, 应收账款周转率从 2021 年的 1.93 回升至 2023 年的 5.74; 公司存货共 12.20 亿元, 存货周转率从 2021 年的 2.29 下滑至 2023 年的 1.66。

图表 11: 公司应收账款及周转率



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 12: 公司存货及周转率



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所



2 消费电子行业稳定发展，AR/VR、折叠屏、AI手机等新产品前景广阔

2.1 消费电子行业稳定发展，终端需求逐步好转

消费电子行业呈现稳定发展趋势。随着移动互联网的普及以及国民生活水平的提高，以智能手机、平板和笔记本电脑为代表的全球移动设备市场平稳发展，消费者群体持续扩大。根据艾媒咨询统计，2022年全球电子消费品市场规模达到1.06万亿美元，预计2026年将达到1.14万亿美元，市场呈现稳定增长趋势。

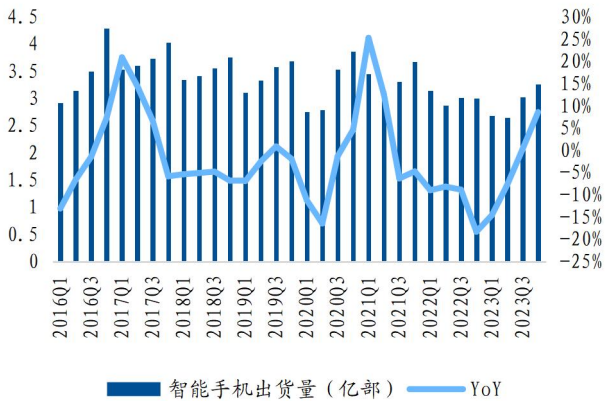
图表 13: 全球电子消费品市场规模及增速



数据来源: 艾媒咨询, 华福证券研究所

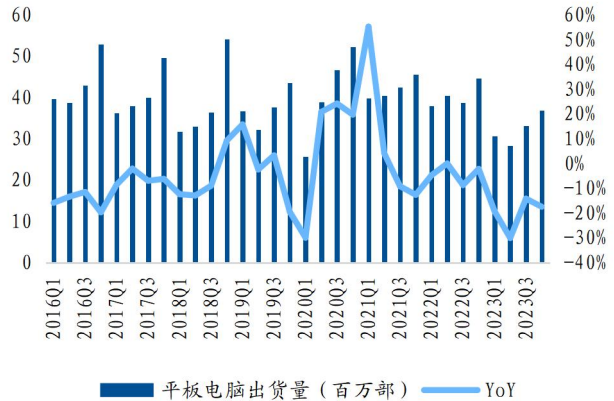
终端需求好转，消费电子产业链有望复苏。2023年第三季度全球智能手机出货3.03亿部，同比增长0.3%，结束了自2021年第三季度以来的负增长；2023年第四季度出货量达到3.26亿部，同比增长8.6%，终端需求进一步回暖。此外，全球平板电脑出货量在2023年第三、第四季度分别下跌14.2%、17.5%，降幅较上半年明显收窄。

图表 14: 全球智能手机出货量及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 15: 全球平板电脑出货量及增速

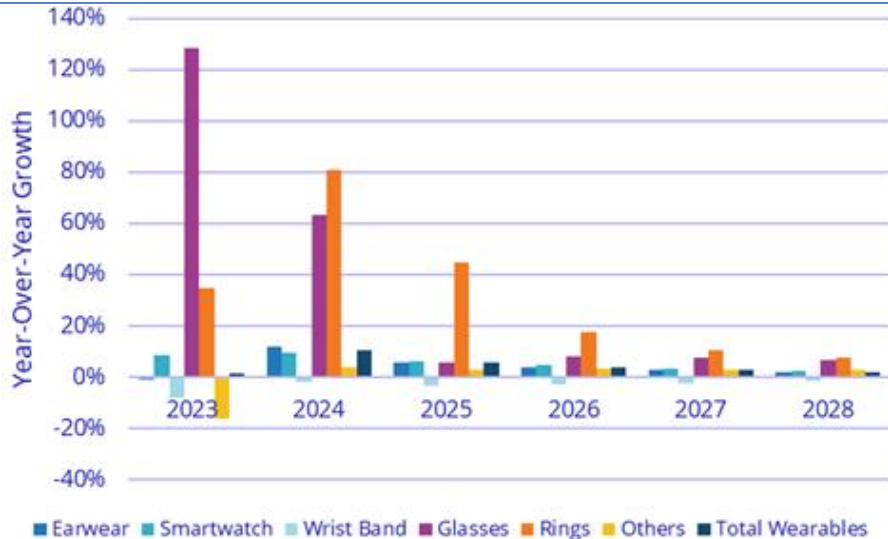


数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所



可穿戴设备出货量稳定，24 年有望高速增长。根据 IDC 数据，2023 年全球可穿戴设备出货量同比增长 1.7%。其中耳机出货量占可穿戴设备市场的 61.3%，2023 年同比下降 0.8%；智能手表保持了旺盛增长，2023 年出货量增长 8.7%；智能戒指、眼镜等新品类分别大幅增长 34.9%、128.2%。IDC 预计，2024 年可穿戴设备出货量有望达到 5.597 亿部，同比增长 10.5%，到 2028 年将增长到 6.457 亿部。

图表 16: 2024 年可穿戴设备出货量有望高速增长



数据来源：199IT 互联网数据中心引用 IDC，华福证券研究所

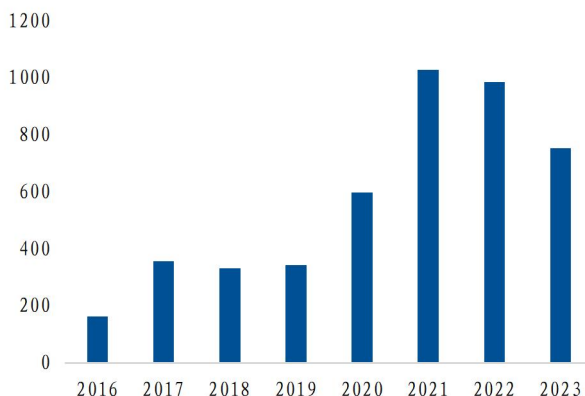
2.2 AR/VR 头显、折叠屏、AI 手机等新产品前景广阔

2.2.1 头显设备市场长期空间广阔，苹果 Vision Pro 有望引领行业发展方向

VR 产品出货量出现波动。根据 Wellsenn XR 数据，2023 年全球 VR 头显和 AR 眼镜出货量分别为 753、51 万台。受全球宏观经济等因素影响，2023 年全球头显出货量有所下滑。

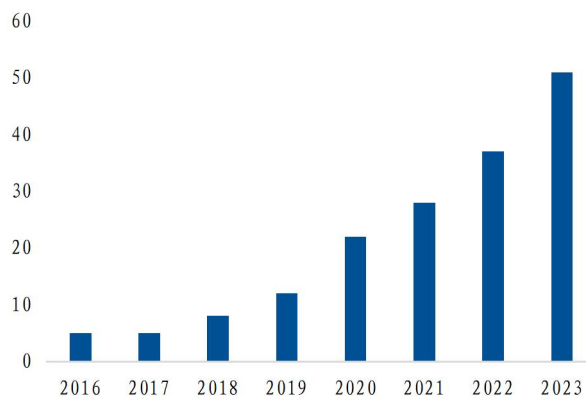
头显设备长期市场空间广阔。IDC 预计，到 2027 年，全球 VR、AR 头显的出货量将分别达到 21.9、6.8 百万部，2023-2027 年 CAGR 将分别达到 30.1%、96.5%。

图表 17: 全球 VR 头显销量 (万台)



数据来源：维深 Wellsenn XR，华福证券研究所

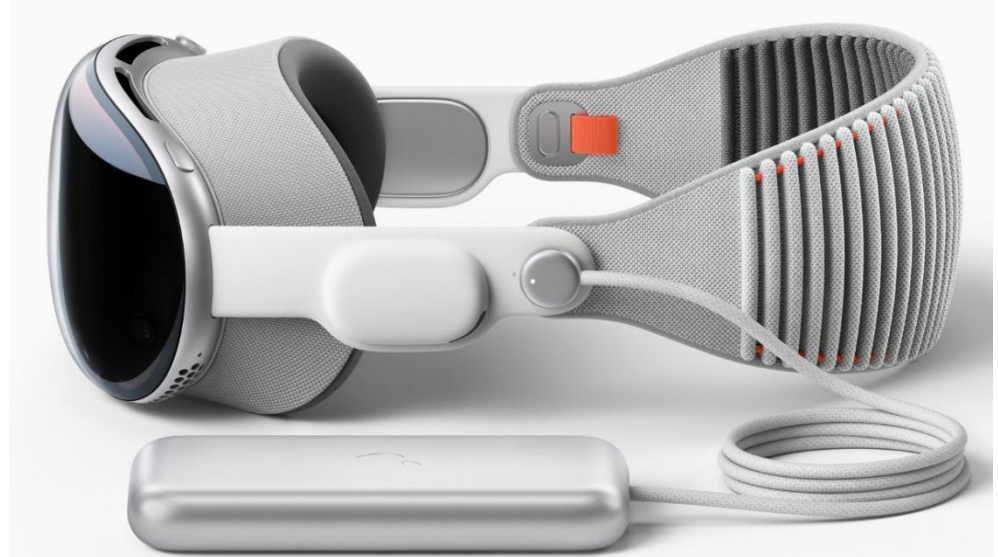
图表 18: 全球 AR 头显销量 (万台)



数据来源：维深 Wellsenn XR，华福证券研究所

苹果 Vision Pro 正式发售，有望引领行业发展方向。苹果 MR 眼镜 Apple Vision Pro 在 2023 年 6 月的 WWDC 上发布，并在 2024 年初在美国开售。Apple Vision Pro 通过用户与数字内容互动的模式，让数字内容如同存在于真实世界，可应用于办公、娱乐、协作等多种应用场景。硬件配置方面，产品搭载了 M2 芯片及 R1 处理器，采用两块 2300 万像素 Micro-OLED 屏幕。我们认为，苹果拥有成熟的产品矩阵、丰富的应用生态和强大的品牌力，有望引领智能头显行业的发展方向。

图表 19: 苹果 Vision Pro



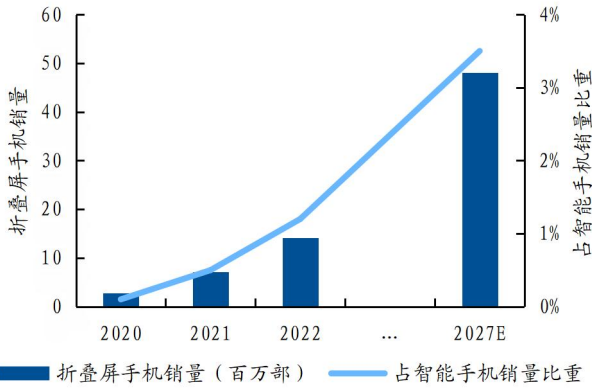
数据来源：苹果官网，华福证券研究所

2.2.2 折叠屏产品有望为智能手机市场带来结构性机会

折叠屏手机销量高速增长。折叠屏手机兼具大屏幕和尺寸小巧的优势，随着技术逐步成熟，折叠屏手机有望催化用户换机需求，为智能手机市场带来新的结构化机会。根据 IDC 数据，2020 年全球折叠屏手机出货量仅为 280 万部，到 2022 年增长到 1420 万部左右，占全部智能手机出货量的 1.2%；预计 2027 年全球折叠屏手机销量将达到 4810 万部左右，占全部智能手机出货量的 3.5%，2022-2027 年 5 年 CAGR 将达到 27.6%。根据 IDC 数据，2023 年国内折叠屏手机销量达到 700.7 万部，同比增长 114.5%，国内折叠屏手机市场蓬勃发展。

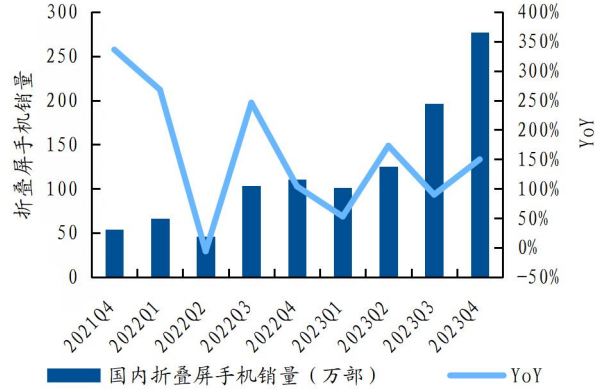


图表 20: 全球折叠屏手机销量情况



数据来源: IDC, 华福证券研究所

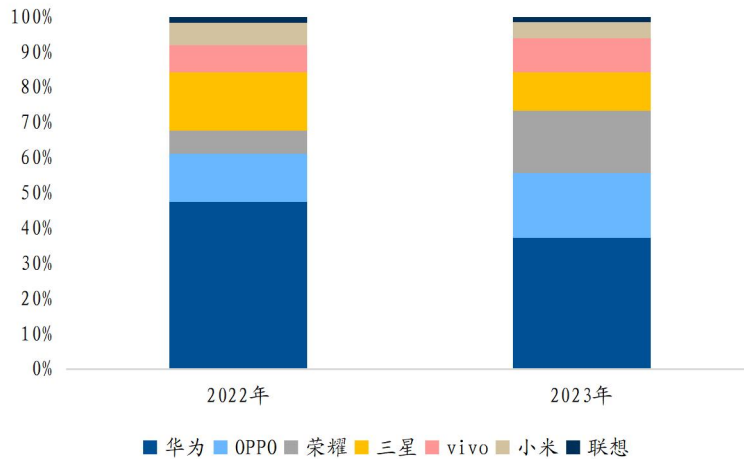
图表 21: 国内折叠屏手机销量情况



数据来源: IDC, 华福证券研究所

折叠屏手机品牌百花齐。国内折叠屏手机市场相对分散,根据 IDC 统计的数据,2023 年国内市场中的折叠屏手机品牌主要有华为、OPPO、荣耀、三星、vivo 等,市占率分别为 37.4%、18.3%、17.7%、11.0%、9.7%。

图表 22: 中国折叠屏手机市场份额



数据来源: IDC, 华福证券研究所

折叠屏手机痛点持续优化、价格不断下探。根据艾瑞咨询调研数据,折叠屏手机现有用户的主要痛点为机身厚沉。此外,折叠屏手机的价格一般较为昂贵,限制了折叠屏手机的推广。随着行业的发展,折叠屏手机的厚度、重量持续优化,2023 年 Q3 荣耀发布的 V Purse 重量仅为 214g,折叠厚度仅为 8.6mm。在售价方面,根据艾瑞咨询数据,折叠屏手机平均售价已从 2021 年的 12598 元下降到 2023 年 Q3 的 8846 元。



图表 23: 折叠屏手机重量变化



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

图表 24: 折叠屏手机价格变化



数据来源: 艾瑞咨询, 华福证券研究所

2.2.3 AI 赋能, 3C 市场有望迎来新一轮换机潮

根据 36kr 的定义, AI 手机是通过端侧部署 AI 大模型 (如 GPT), 实现多模态人机交互, 展现为非单一应用智能化的手机终端。AI 手机可智能助手等统一入口, 以 AI Agent 的形态整合并联动各种功能应用, 使得用户可以更高效的完成图片处理、翻译、资料整理、文本创建、日常行程安排等用机需求。

图表 25: AI 手机的主要应用场景



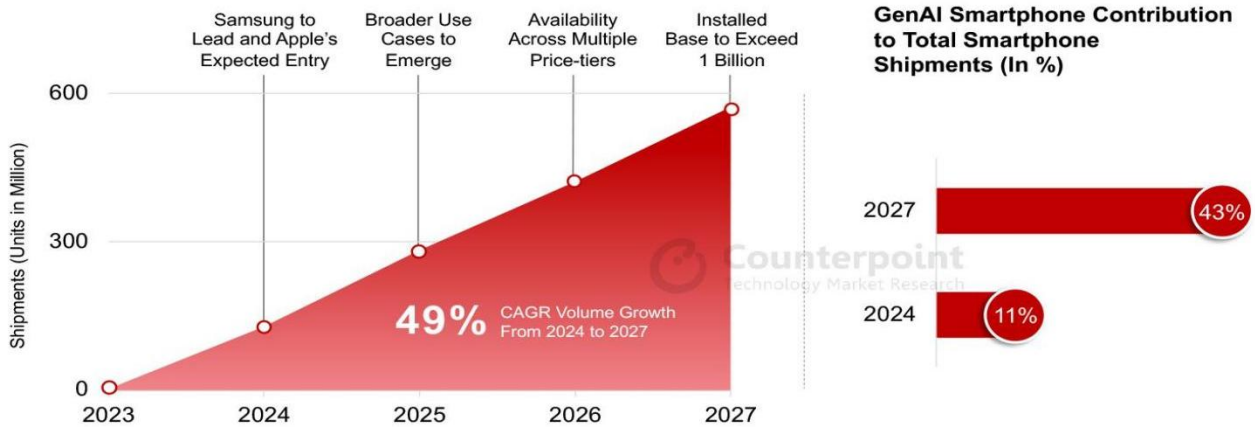
数据来源: 36kr, 华福证券研究所

场景持续拓展, 出货量加速增长。行业龙头纷纷入局, 三星、vivo、OPPO、荣耀、华为、小米等手机厂商相继将手机产品与 AI 大模型结合, AI 手机出货量有望加速增长。根据 Counterpoint 预测, 2024 年 AI 手机的渗透率预计将达到 11%, 预计 2027 年 AI 手机存量将超过 10 亿部, 出货量超过 5.5 亿部, 渗透率将达到 43%。



图表 26: 生成式 AI 手机出货量及渗透率预测

Global GenAI Smartphone Shipment Forecast



数据来源: IT之家引用 Counterpoint, 华福证券研究所

近年来随着全面屏、金属中框、生物识别等功能在智能手机上的普及，智能手机的更新迭代步伐明显放慢，机型迭代带来的使用体验感提升越来越不明显，导致手机换机周期明显拉长，TechInsights 称，2023 年全球智能手机换机周期拉长到历史最高的 51 个月。手机市场创新乏力，导致手机销量持续低迷；而“把大模型装进手机”，将实现手机功能和体验的革命性突破，有望引发新一轮换机潮，拉动手机销量增长。

3 并购 Optima 进军半导体量检测设备领域，国产替代空间广阔

3.1 半导体量检测设备市场发展较快，国产替代空间广阔

集成电路产品量产工艺复杂，针对 14nm 芯片，采用 EUV 光刻技术的工序需要 700 步以上，而采用多重图形技术的工序则为 1000 步以上，需要每一步都做到几乎“零缺陷”，才能使整体工序达到一个令人满意的良率水平，及时发现并调整工艺品质问题是保障制造厂生产效率、效益的关键。

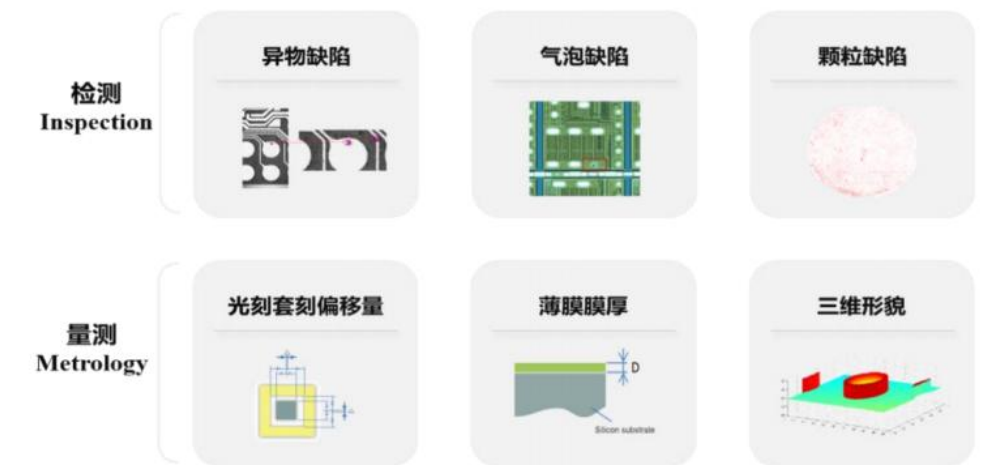
图表 27: 半导体量检测设备的应用

封装工艺										封装工艺				测试工艺	
晶圆裸片	扩散	薄膜沉积	光刻	掩膜	刻蚀	离子注入	CMP	清洗	进厂/出厂检测	光刻	刻蚀	电镀	UBM/RDL/BUMP	探针检测	晶圆切割
无图形裸片缺陷检测/控片污染检测										2D/3D AOI 图形缺陷检测/宏观缺陷检测					
表面粗糙度	膜层厚度/均匀性	明场图形缺陷检测				宏观缺陷检测				裸片缺陷检测/控片污染检测			切割道检测		
厚度/均匀性	膜层反射率/折射率	暗场图形缺陷检测				图形关键尺寸测量				晶圆形貌测量					
	膜层内应力	电子束图形缺陷检测				台阶高度测量				膜厚/折射率/应力测量					
		电子束图形缺陷复检				膜厚/折射率/应力测量				洗边宽度测量					
		套刻量测	关键尺寸量测	晶圆形貌量测											
		膜厚量测	注入/退火均匀性量测												

数据来源：集成电路测试仪器与装备产业技术创新联盟《中国集成电路检测和测试产业技术创新路线图》，华福证券研究所

工艺品质控制检测具体可分为物性量测、缺陷检测两大类。物性量测是指对被测对象的结构尺寸、材料特性做出的量化描述，量测的参数包括关键尺寸、刻蚀深度、侧壁坡度、薄膜厚度、材料 N&K 常数、表面粗糙度等；缺陷检测指检测出待测样本中出现的异常情况，缺陷主要包括颗粒污染、表面划伤、开短路等损伤。

图表 28: 半导体量检测类型



数据来源：中科飞测招股说明书，华福证券研究所

半导体量检测设备市场发展较快。根据沙利文公司数据，全球半导体量检测设备市场规模从 2016 年的 30.5 亿美金增长到 2022 年的 105.8 亿美金，2016-2022 年 CAGR 达到 23.1%；预计 2027 年将达到 162.1 亿美金，2023-2027 年有望继续以 12.7% 的年均增速增长。



图表 29: 全球半导体量检测、测试设备市场规模 (单位: 亿美金)



数据来源: 沙利文公司, 华福证券研究所

根据沙利文公司数据, 国内半导体量检测设备市场规模从 2016 年的 30.5 亿人民币高速增长到 2022 年的 203.7 亿人民币, 2016-2022 年 CAGR 高达 37.2%; 预计 2027 年将达到 405.8 亿人民币, 2023-2027 年 CAGR 有望达到 18.9%。

图表 30: 国内半导体量检测、测试设备市场规模 (单位: 亿人民币)



数据来源: 沙利文公司, 华福证券研究所

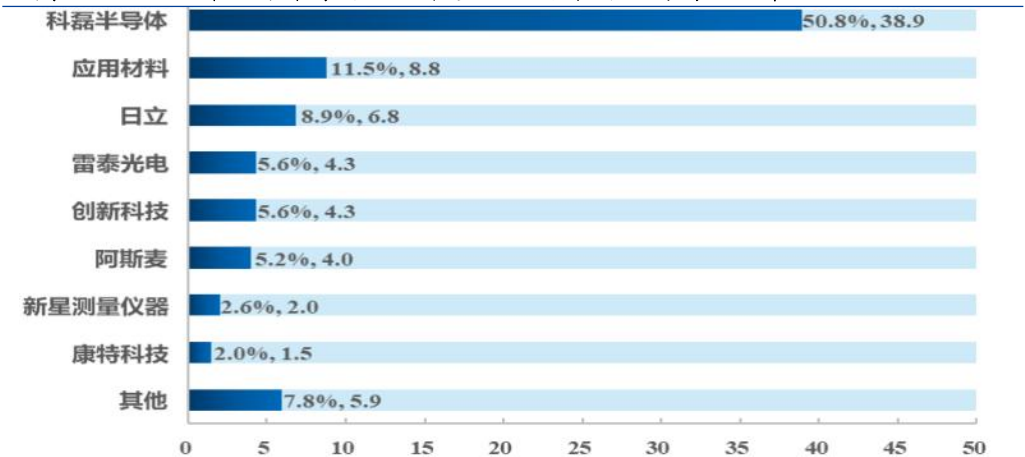
根据 VLSI Research 的统计, 在 2020 年的半导体检测、量测设备市场中, 检测设备的销售额占比为 62.6%, 量测设备占比为 33.5%。具体来看, 纳米图形晶圆缺陷检测设备、掩膜版缺陷检测设备、关键尺寸量测设备的销售额占比分别为 24.7%、11.3%、10.2%, 为销售额占比最高的三类设备。


图表 31: 半导体主要量检测设备类型及销售额 (2020 年)

序号	设备类型	销售额 (亿美元)	占全球总销售额比例
1	纳米图形晶圆缺陷检测设备	18.9	24.7%
2	掩膜版缺陷检测设备	8.6	11.3%
3	关键尺寸量测设备	7.8	10.2%
4	无图形晶圆缺陷检测设备	7.4	9.7%
5	电子束关键尺寸量测设备	6.2	8.1%
6	套刻精度量测设备	5.6	7.3%
7	图形晶圆缺陷检测设备	4.8	6.3%
8	电子束缺陷检测设备	4.4	5.7%
9	电子束缺陷复查设备	3.8	4.9%
10	晶圆介质薄膜量测设备	2.3	3.0%
11	X 光量测设备	1.7	2.2%
12	掩膜版关键尺寸量测设备	1	1.3%
13	三维形貌量测设备	0.7	0.9%
14	晶圆金属薄膜量测设备	0.4	0.5%
15	其他	2.9	3.9%

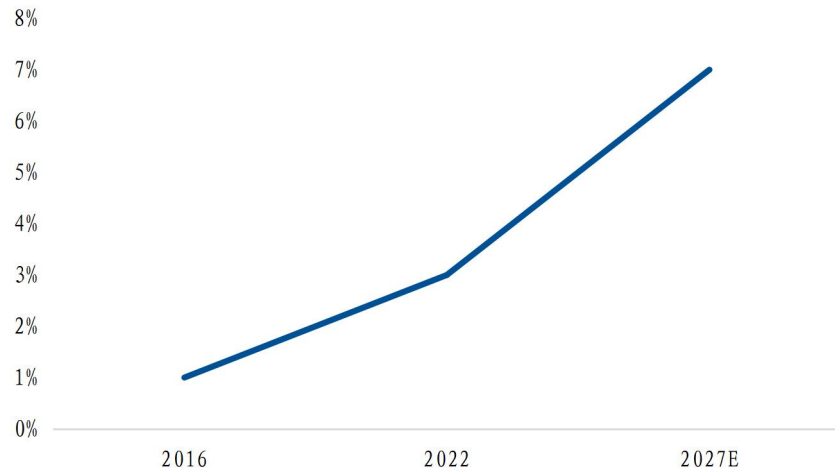
数据来源: 中科飞测招股说明书引用 VLSI Research、QY Research, 华福证券研究所

半导体量检测设备市场集中度较高, 全球市场呈现国外企业垄断格局。全球范围内主要检测和量测设备企业包括科磊半导体、应用材料、日立等, 其中科磊半导体份额较高。根据 VLSI Research 的统计, 2020 年科磊半导体在检测与量测设备的合计市场份额占比为 50.8%, CR5 超过了 82.4%, 且前五大企业均来自美国和日本, 市场集中度较高。

图表 32: 2020 年全球半导体检测和量测设备市场格局情况 (单位: 亿美元)


数据来源: 中科飞测招股说明书引用 VLSI Research、QY Research, 华福证券研究所

量检测设备国产化空间广阔。中国本土半导体量检测设备起步较晚, 目前国产化率仍处于较低水平。根据沙利文公司数据, 中国半导体量检测设备市场国产化率由 2016 年的 1% 上升至 2022 年的 3%, 2027 年预计达到 7%, 量检测设备国产替代空间广阔。


图表 33: 半导体量检测设备市场国产化率 (按收入计)


数据来源: 沙利文公司, 华福证券研究所

3.2 收购日本 Optima, 进军半导体量检测设备领域

2019 年, 公司以子公司赛腾国际为主体购买 Optima 株式会社 67.53% 的股份, 股权收购价格约合人民币 1.64 亿元, 此后公司又对 Optima 株式会社进行增资, 截至 2023 年末, 公司共持有 Optima 株式会社 74.1% 的股权。赛腾股份高管深度参与 Optima 株式会社的管理, 根据 Optima 官网, 目前孙丰为 Optima 董事长, 赵建华等人为高管。

图表 34: Optima 株式会社高管名单

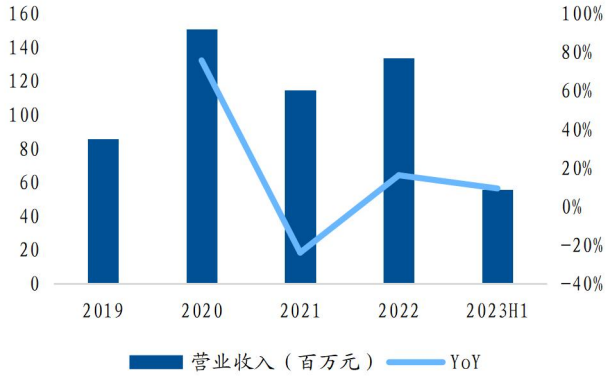
Company executives		
Chairman and Executive Director & President	Feng Sun	
Executive Vice President	Hongbo Liu	
Senior Executive Director	Satoshi Akiyama	
Executive Director	Kingo Hagiwara	
Director	Jianhua Zhao	
Executive Fellow	Toshitsugu Ando	
Executive Officer	Kazuya Shinoyama	
Executive Officer	Hiromasa Sato	
Auditor	Kengo Sasabe	
Auditor	Takehisa Ogata	
Auditor	Chengzhe Song	
Technical Advisor	Takashi Kanno	

数据来源: Optima 官网, 华福证券研究所

公司收购 Optima 之后, 2020 年 Optima 实现了业绩高速增长, 2021 年业绩出现较大幅度下滑, 我们认为与疫情的影响有关。2022 年 Optima 业绩恢复增长, 实现收入 1.34 亿元, 同比增长 16%, 实现净利润 1805 万元, 同比增长 47%, 净利润为 13.5%。

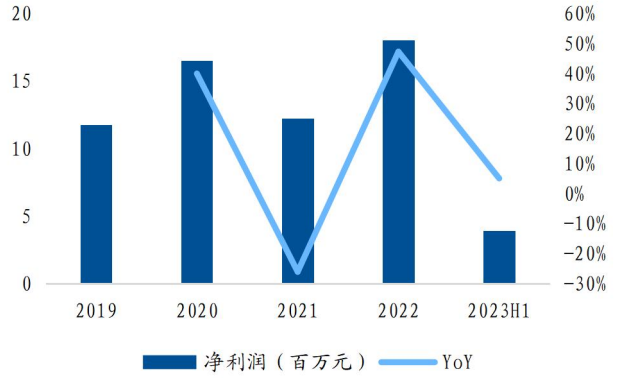


图表 35: Optima 营业收入及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

图表 36: Optima 归母净利润及增速



数据来源: 同花顺 iFinD, 华福证券研究所

根据 Optima 官网, 目前 Optima 主要有四款产品, 可用于晶圆的边缘、前后表面等位置的缺陷检测。目前在半导体领域, 公司拥有 SUMCO、SK Siltron、SAMSUNG、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等优质客户。

图表 37: Optima 主要产品

 <p>RXW-1200晶圆边缘检测系统</p> <p>在晶圆或器件制造过程中, 用于检测和分类晶圆边缘缺陷, 测量所需零件尺寸的自动检测设备。</p> <p>应用环节: 磨边/单面磨边/双面抛光/清洗/烘干/晶圆终检/ESOI/沉积/光刻/ CMP / 磨边/粘贴/减薄</p>	 <p>BMW-1200 背面宏观晶圆检测系统</p> <p>对晶圆背面缺陷/污染进行高灵敏度检测, 对器件制造过程中提取的缺陷进行三维测量的检测设备。</p> <p>应用环节: 沉积/光刻/蚀刻/ CMP</p>
 <p>RXM-1200 边缘和前后表面检测设备</p> <p>检测晶圆制造(抛光/外延)过程中出现的各种晶圆边缘/两面缺陷的检测设备。</p> <p>应用环节: 磨边/单面研磨/双面抛光/清洗/干燥/晶圆终检/ESOI</p>	 <p>RXP-1200 针孔缺陷检测设备</p> <p>利用红外光对硅晶体生长过程中产生的内部或背面针孔缺陷进行检测的自动检测设备。</p> <p>应用环节: 晶体生长/切片/单面研磨/双面抛光/晶圆终检</p>

数据来源: Optima 官网, 华福证券研究所

随着人工智能浪潮兴起, 应用于算力及存储环节的半导体需求快速爆发, GPU、HBM 等细分领域对高端半导体设备的需求也随之大幅增长, 成为半导体领域智能装备的重要增长点。根据集邦咨询预估, 2024 年的 HBM 需求位元年成长率预计近 200%, 2025 年或将再翻倍。在旺盛的需求下, HBM 产能也将大幅提升, 集邦咨询数据显示, 2023、2024 年 HBM 占 DRAM 总产能的比例分别是 2%、5%, 2025 年有望超过 10%。公司完善了对 HBM、TSV 制程工艺的不良监控, 获得了客户的充分认可并成功获得批量设备订单, 为公司半导体板块的持续增长增加了新的动力源泉。

图表 38: HBM 占 DRAM 总位元产出及产值比重

	2023	2024F	2025F
HBM 占比/DRAM 总位元产出	2%	5%	>10%
HBM 占比/DRAM 总产值	8%	21%	>30%

数据来源: TrendForce, 华福证券研究所



4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设：

(1) 消费电子：消费电子是公司最主要的下游行业，随着消费电子产品持续升级迭代，以及 AR/VR、折叠屏手机等新产品的放量，预计公司消费电子类业务将持续高速增长。预计 2024-2026 年公司消费电子类业务分别同比增长 11.0%、20.0%、10.0%，毛利率分别为 47%、46%、46%。

(2) 半导体：公司通过收购日本 Optima 涉足晶圆检测装备领域，并陆续扩充了半导体设备种类，实现了在国内高端集成电路设备市场的进一步突破，迅速打开国内市场空间，并实现技术本地化融合迭代，预计未来几年公司将在半导体设备市场取得快速突破。预计 2024-2026 年公司半导体类业务分别同比增长 99.0%、50.0%、37.0%，毛利率稳定在 51.0%。

(3) 新能源：在新能源领域，公司已与大陆汽车、日本电产、村田新能源等客户建立了长期稳定的合作关系，预计公司新能源类业务将基本保持稳定。预计 2024-2026 年公司新能源类业务分别同比增长-5%、-5%、0%，毛利率稳定在为 25%。

图表 39：赛腾股份业绩拆分与预测

单位：百万元	2023	2024E	2025E	2026E
消费电子				
营业收入	4124	4577	5493	6042
YoY	68.19%	11.0%	20.0%	10.0%
营业成本	2178	2426	2966	3263
毛利率	47.18%	47.00%	46.00%	46.00%
半导体				
营业收入	264	525	787	1078
YoY	-9.48%	99.00%	50.00%	37.00%
营业成本	139	257	386	528
毛利率	47.29%	51.00%	51.00%	51.00%
新能源				
营业收入	51	48	46	46
YoY	-71.86%	-5.00%	-5.00%	0.00%
营业成本	36	36	34	34
毛利率	28.81%	25.00%	25.00%	25.00%
其他				
营业收入	8	8	8	8
YoY	15.37%	4.00%	0.00%	0.00%
营业成本	7	8	8	8
毛利率	11.76%	11.00%	11.00%	11.00%
合计				
营业收入	4446	5159	6334	7174



YoY	51.76%	16.02%	22.79%	13.27%
营业成本	2360	2727	3394	3833
毛利率	46.92%	47.14%	46.42%	46.58%

数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所

综上，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 51.59 亿元、63.34 亿元、71.74 亿元，归母净利润分别为 8.27 亿元、9.98 亿元、11.45 亿元。

4.2 投资建议

我们选择博众精工、快克智能、精测电子、中科飞测、杰普特、天准科技作为可比公司，其中博众精工、快克智能、杰普特、天准科技为 3C 消费电子设备供应商，精测电子、中科飞测为半导体缺陷检测和量测设备供应商，天准科技也通过子公司 MueTec 布局半导体缺陷检测和量测设备。截止 2024/6/13，可比公司 2024-2026 年 PE 预测值剔除极值后的平均值分别为 31.4X、23.6X、18.6X，高于赛腾股份的 PE 水平。赛腾股份具备较高的估值性价比，首次覆盖给予赛腾股份“买入”评级。

图表 40：可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	PE			
			TTM	2024	2025	2026
688097.SH	博众精工	88	27.77	16.97	13.58	12.14
603203.SH	快克智能	57	29.21	20.79	16.33	13.47
300567.SZ	精测电子	189	131.67	93.84	61.74	42.81
688361.SH	中科飞测	168	137.17	59.02	43.70	32.78
688025.SH	杰普特	42	40.59	21.27	15.00	11.96
688003.SH	天准科技	66	31.42	24.35	19.23	16.03
平均（去除最高值、最低值）		-	58.22	31.36	23.57	18.60
603283.SH	赛腾股份	160	22.62	19.37	16.05	13.99

数据来源：同花顺 iFinD，华福证券研究所；可比公司 PE 数据采用同花顺机构一致预测稳定指标测算；时间截止至 2024/6/13。

5 风险提示

客户集中度较高风险：2017 年度至 2023 年度，公司应用于核心客户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%，公司对核心客户及其产业链厂商的依赖性较强，也因此核心客户的经营情况对公司影响较大。若核心客户未来的产品的出货量下滑，或公司未来无法在核心客户供应链的设备制造商中持续保持优势，则公司的经营业绩可能受到较大影响。

商誉减值风险：截至 2023 年末，公司商誉合计为 3.14 亿元，占总资产的 6.80%。若未来无锡昌鼎、赛腾菱欧、日本 Optima 株式会社等被收购公司经营状况不佳，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。



下游需求不及预期风险：若未来消费电子、半导体、新能源等下游需求增长不及预期，或半导体设备的国产化导入不及预期，则可能会对公司的经营业绩带来较大风险。



图表 41: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	619	1,140	1,820	3,219
应收票据及账款	751	809	999	1,057
预付账款	18	60	72	65
存货	1,220	1,841	2,386	2,419
合同资产	5	1	2	3
其他流动资产	505	597	739	731
流动资产合计	3,114	4,447	6,016	7,492
长期股权投资	4	4	4	4
固定资产	845	881	903	912
在建工程	11	71	71	41
无形资产	194	214	244	254
商誉	314	314	314	314
其他非流动资产	139	141	143	144
非流动资产合计	1,508	1,625	1,678	1,669
资产合计	4,621	6,072	7,694	9,160
短期借款	161	0	0	0
应付票据及账款	822	1,378	1,728	1,924
预收款项	0	0	0	0
合同负债	430	537	764	880
其他应付款	289	289	289	289
其他流动负债	560	604	705	757
流动负债合计	2,264	2,809	3,485	3,850
长期借款	79	89	99	109
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	36	36	36	36
非流动负债合计	115	125	135	145
负债合计	2,379	2,934	3,620	3,995
归属母公司所有者权益	2,178	3,024	3,903	4,928
少数股东权益	65	113	171	238
所有者权益合计	2,243	3,137	4,074	5,166
负债和股东权益	4,621	6,072	7,694	9,160

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,374	865	905	1,545
现金收益	768	948	1,115	1,247
存货影响	399	-621	-545	-33
经营性应收影响	209	-50	-153	0
经营性应付影响	-177	556	349	196
其他影响	175	31	138	134
投资活动现金流	-610	-225	-166	-111
资本支出	-356	-221	-161	-101
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-254	-4	-5	-10
融资活动现金流	-708	-119	-59	-34
借款增加	-680	-151	10	10
股利及利息支付	-119	-135	-133	-133
股东融资	181	0	0	0
其他影响	-90	167	64	89

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,446	5,159	6,334	7,174
营业成本	2,360	2,727	3,394	3,833
税金及附加	58	62	63	72
销售费用	432	490	602	696
管理费用	365	423	513	560
研发费用	388	490	602	696
财务费用	-7	-33	-51	-76
信用减值损失	-2	-6	-6	-6
资产减值损失	-93	-50	-50	-50
公允价值变动收益	-7	-2	0	-3
投资收益	-12	-1	-4	-6
其他收益	66	70	70	70
营业利润	802	1,012	1,223	1,402
营业外收入	2	2	0	1
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	803	1,012	1,221	1,401
所得税	110	137	164	189
净利润	693	875	1,057	1,212
少数股东损益	6	48	58	67
归属母公司净利润	687	827	999	1,145
EPS (按最新股本摊薄)	3.43	4.13	4.98	5.72

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	51.8%	16.0%	22.8%	13.3%
EBIT 增长率	129.8%	23.0%	19.5%	13.2%
归母公司净利润增长率	123.7%	20.4%	20.7%	14.7%
获利能力				
毛利率	46.9%	47.1%	46.4%	46.6%
净利率	15.6%	17.0%	16.7%	16.9%
ROE	30.6%	26.4%	24.5%	22.2%
ROIC	41.0%	36.5%	32.3%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	51.5%	48.3%	47.1%	43.6%
流动比率	1.4	1.6	1.7	1.9
速动比率	0.8	0.9	1.0	1.3
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	63	54	50	51
存货周转天数	217	202	224	226
每股指标 (元)				
每股收益	3.43	4.13	4.98	5.72
每股经营现金流	6.86	4.32	4.52	7.71
每股净资产	10.87	15.10	19.48	24.60
估值比率				
P/E	23	19	16	14
P/B	7	5	4	3
EV/EBITDA	4	3	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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注册为证券分析师，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn