

赛腾股份(603283)

报告日期: 2023年03月31日

消费电子/半导体设备双轮驱动, “低估值高成长” 优质标的

——赛腾股份深度报告

投资要点

赛腾股份是消费电子领域主要自动化设备供应商, 2018年以来通过横向收购整合, 持续拓展应用领域, 逐步成长为覆盖消费电子、半导体、新能源汽车的综合性自动化设备平台。受益于苹果产业链新产品落地和半导体前道检测国产替代加速, 公司未来有望实现业绩持续高增长。

□ 苹果产业链景气复苏, 新产品落地拉动相关设备需求, 公司业务有望实现高速增长

传统苹果产业链仍有增长, 2022年iPhone市场份额持续提升, 达到历史最高的18%, 在高端智能手机的市占率达到75%。TWS耳机未来市场持续增长, 2022Q4苹果TWS耳机市占率为36%, 增长空间较大。随着新款iPhone15上市、苹果MR头显等新产品落地, 相关新型生产检测设备将迎来快速发展的机遇。2011年, 赛腾股份通过苹果公司的合格供应商认证, 2012年起, 赛腾股份从一款测试设备的合作, 逐渐拓展到多种自动化组装设备、检测设备及治具, 应用的领域从笔记本延伸到苹果公司的手机、手表、平板电脑、耳机等多种电子产品, 双方据此建立了长期稳定的合作关系。受益于苹果传统产业景气复苏和新产品的落地, 公司业务有望实现高速增长。

□ 公司收购海外优质资产, 将受益于半导体前道检测设备国产替代进程加速, 进一步实现业绩增长

2020年全球半导体前道检测市场空间高达76.5亿美金, 但是行业准入门槛极高, 国产化率不足5%。2019年公司收购Optima正式进入半导体前道检测领域, 公司在硅片端已经获得了众多客户的认可, 也横向拓展出近15款设备, 后续公司会继续在硅片段进行制程前后的扩张。目前公司已与Sumco、三星等龙头客户建立合作关系, 受美国半导体制裁加速影响, 半导体量检测设备国产替代进程有望提速, 公司半导体业务订单有望得到加速释放。

□ 盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年营收分别为38.17/49.55/61.76亿元, 同比增长30.27%/29.81%/24.65%; 预计2023-2025年归母净利润分别为4.19/5.46/7.16亿元, 同比增速分别为36.50%/30.21%/31.21%。对应EPS为2.20/2.86/3.75元, 对应PE分别为21/16/12倍。公司成长为覆盖消费电子、半导体、新能源汽车的综合性自动化设备平台, 未来发展前景光明, 首次覆盖给予“买入”评级。

□ 风险提示

苹果新产品落地不及预期、半导体设备拓展不及预期、股东减持风险

投资评级: 买入(首次)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001

qiushiliang@stocke.com.cn

分析师: 王华君

执业证书号: S1230520080005

wanghuajun@stocke.com.cn

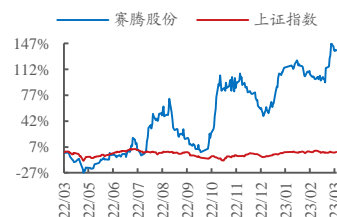
研究助理: 周艺轩

zhouyixuan@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥46.64
总市值(百万元)	8,895.86
总股本(百万股)	190.73

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2929.78	3816.75	4954.65	6175.99
(+/-) (%)	26.36	30.27	29.81	24.65
归母净利润	306.99	419.05	545.63	715.93
(+/-) (%)	66.65	36.50	30.21	31.21
每股收益(元)	1.60	2.20	2.86	3.75
P/E	29.63	21.24	16.32	12.43

资料来源: 浙商证券研究所

正文目录

1 立足消费电子设备，多领域拓展助力业绩持续增长	4
1.1 起家于消费电子设备，向半导体检测领域延伸	4
1.2 股权激励稳定核心团队，激发员工积极性	5
1.3 财务分析：营收高增，持续研发投入	6
1.4 核心投资逻辑：苹果新品上市、半导体前道检测国产替代	7
2 苹果产业链维持高度景气，潜望式摄像头+MR 头显带来增量发展机遇	8
2.1 传统苹果产业链仍有增长，产品创新带来产业链发展新机遇	8
2.2 已与苹果建立长期稳定合作关系，公司或将受益于苹果产业链景气复苏和新品量产	12
3 收购海外优质资产切入半导体领域，国产替代加速公司业绩高增长	13
3.1 半导体前道量测检测市场国产化率极低，进口替代机会巨大	13
3.2 赛腾股份成功收购 Optima，正式进军半导体前道设备细分市场	15
4 盈利预测及投资建议	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值分析	17
4.3 投资建议	17
5 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司产品矩阵.....	5
图 3: 公司股权结构.....	5
图 4: 公司营收稳增.....	6
图 5: 归母净利润显著增长.....	6
图 6: 毛净利率企稳回升.....	7
图 7: 2022 年公司分业务收入及毛利情况.....	7
图 8: 研发费用逐年增长.....	7
图 9: 三费控制良好.....	7
图 10: iPhone 市场保持韧性.....	8
图 11: iPhone 市场占有率稳步提升.....	8
图 12: 全球 TWS 市场出货量.....	9
图 13: 2022Q4 全球 TWS 耳机市场占比.....	9
图 14: 潜望式光学变焦成像效果.....	9
图 15: 潜望式摄像头出货量及预测.....	10
图 16: 苹果潜望式镜头.....	10
图 17: VR、AR、MR 对比.....	11
图 18: XR 市场规模稳增, 前景广阔.....	12
图 19: 苹果 MR 相关设备图.....	12
图 20: 苹果 MR 头显推动 web3.0 时代.....	12
图 21: 公司深耕苹果产业链.....	13
图 22: 半导体检测和量测技术.....	14
图 23: 2016-2020 年全球半导体检测和量测设备市场规模及增速情况.....	14
图 24: 2020 年全球半导体检测和量测设备市场竞争格局.....	15
图 25: Optima 主要检测设备产品.....	15
图 26: 半导体主要客户.....	16
表 1: 2022 年限制性股票激励计划.....	6
表 2: 公司细分业务盈利预测.....	17
表 3: 可比公司估值预测(截止至 2023 年 3 月 31 日).....	17
表附录: 三大报表预测值.....	19

1 立足消费电子设备，多领域拓展助力业绩持续增长

1.1 起家于消费电子设备，向半导体检测领域延伸

公司成立于 2001 年，主要从事智能制造设备的研发、设计、生产、销售及技术服务。成立以来，深耕消费电子领域，2011 年切入苹果供应链进入发展快车道，2018 年通过横向收购整合，持续拓展应用领域，逐步成长为覆盖消费电子、半导体、新能源汽车的综合性自动化设备平台。2022 年公司实现营业收入 29.30 亿元，同比增长 26.36%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 71.17%。截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有员工 5044 人，研发人员 1679 名，占比 33.29%。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司业务主要分为三类：自动化设备、治具类产品以及相关技术服务。按下游行业进行分类，公司主营业务包括消费电子、半导体、新能源汽车三大领域：

消费电子业务（2022年业务占比 83.89%）：包含自动化组装和自动化检测两大类，适用于智能手机、平板电脑、笔记本电脑、可穿戴设备等产品的零组件和整机的组装和检测生产工序。

半导体业务（2022年业务占比 9.96%）：2019年，公司通过收购 Optima 正式进入半导体行业，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，应用于半导体制造过程中的质量控制环节，确保半导体芯片良品率。

新能源汽车业务（2022年业务占比 6.15%）：公司通过并购菱欧科技，涉足新能源汽车行业，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。

图2: 公司产品矩阵

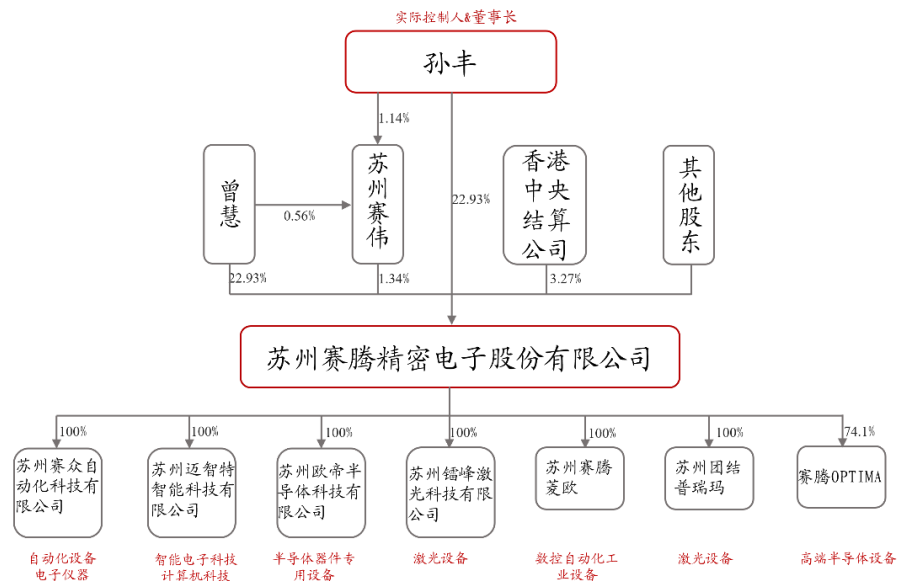


资料来源: 公司招股说明书, 公司官网, 浙商证券研究所

1.2 股权激励稳定核心团队, 激发员工积极性

截至 2023 年 3 月, 孙丰直接持有公司 22.93% 的股份, 并通过苏州赛伟、苏州赛强间接持有公司 0.04% 的股份, 累计持有 22.97% 的股份, 为公司的实际控制人兼董事长。各子公司分工明确, 公司通过并购菱欧科技、Optima, 逐步进入新能源汽车和半导体领域, 成长为综合性自动化设备平台。

图3: 公司股权结构



资料来源: choice, 浙商证券研究所

公司成立至今，分别于 2018 年、2019 年与 2022 年实施了三次员工股权激励计划。2022 年 7 月公司第三次股票激励计划拟向激励对象授予 911.8 万股限制性股票，占总股本的 5.01%，激励对象共 335 名，此次激励对象侧重于公司核心业务人员，有助于推进公司与员工利益深度绑定，激发成长活力。

表1: 2022 年限制性股票激励计划

限制性股票授予情况	
授予数量	911.8 万股
股份占比	5.01%
授予人数	335 人
激励对象	公司董事、高级管理人员、中高层管理人员、核心业务人员及符合激励资格的其他人员

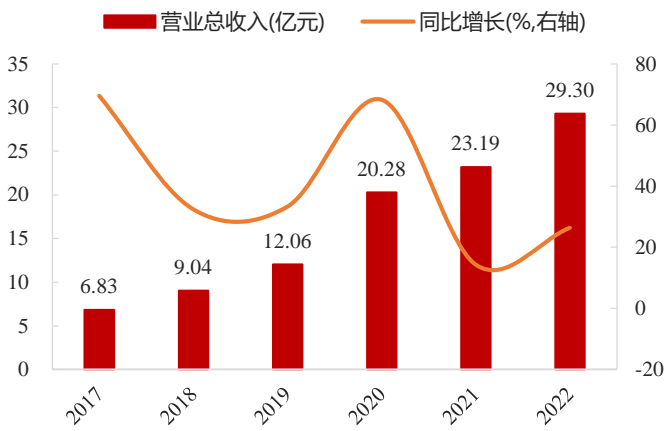
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 财务分析：营收高增，持续研发投入

业绩高速增长，盈利水平回升

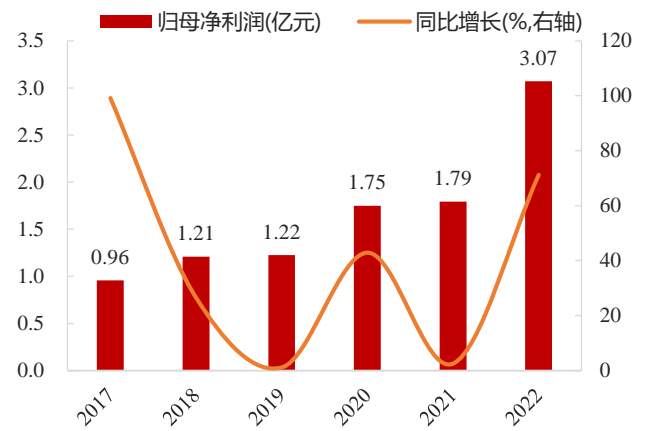
营业收入稳定增长，盈利水平明显回升。2022 年实现营业收入 29.30 亿元，同比增长 26.36%，2017-2022 年复合增长率达 33.81%，整体维持高增长。2022 年实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 71.17%，盈利水平明显改善。得益于 1) 公司智能制造技术及质量的提升；2) 加强半导体、新能源市场拓展。

图4: 公司营收稳增



资料来源：choice，浙商证券研究所

图5: 归母净利润显著增长

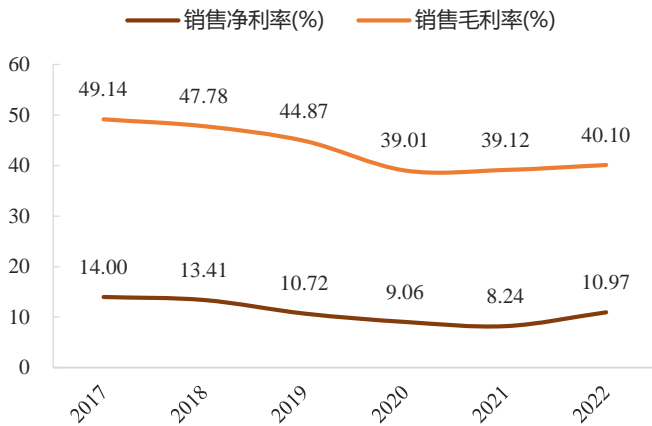


资料来源：choice，浙商证券研究所

毛利率企稳回升，半导体释放新动能

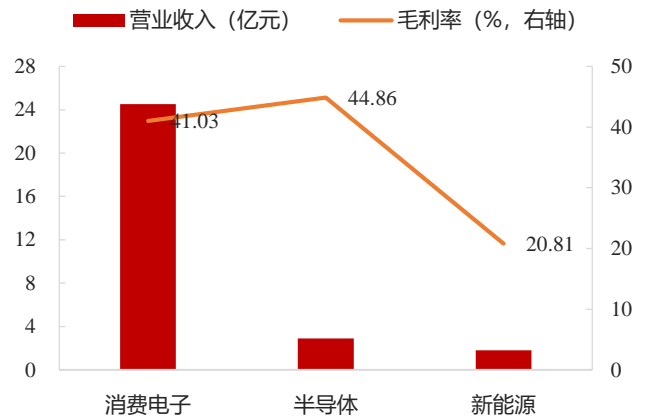
近年来公司毛利率呈现下降趋势，但是 21 年毛利率开始企稳回升。2022 年公司毛利率为 40.10%，较 21 年上升 0.98pct，净利率为 10.97%，上升 2.73pct，主要系销售规模增长规模效应凸显叠加半导体放量。值得注意的是，2022 年半导体领域毛利率为 44.86%，同比上升 0.17pct，我们认为随着半导体领域的持续放量，公司盈利水平将进一步提升。

图6: 毛净利率企稳回升



资料来源: choice, 浙商证券研究所

图7: 2022年公司分业务收入及毛利情况

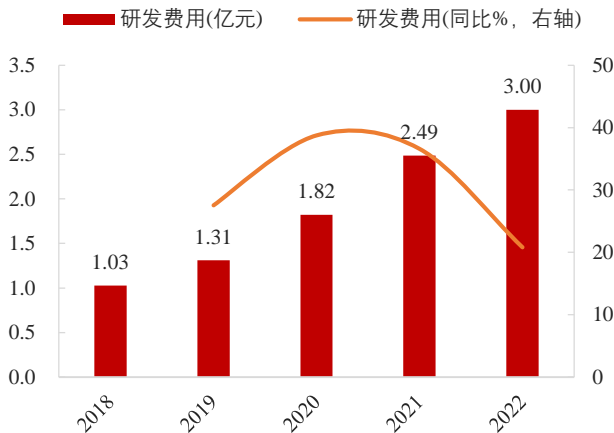


资料来源: choice, 浙商证券研究所

高研发投入支撑未来高速增长

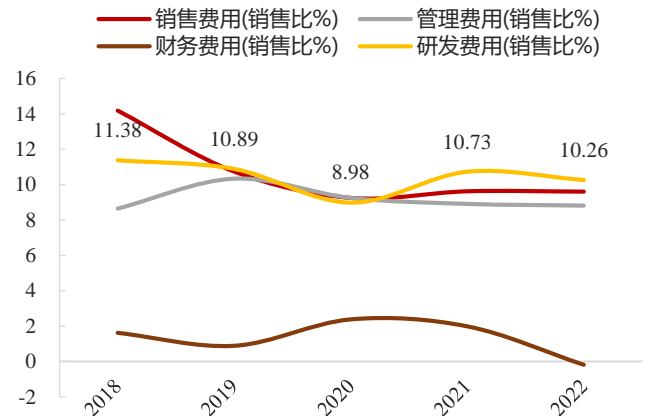
研发投入持续加大, 三费控制良好。2022年研发投入达3亿元, 同比增长20.80%, 研发费用稳中有增, 主要系消费电子领域持续拓宽及半导体检测的稳步研发, 18-22年公司研发费用率分别为11.38%、10.89%、8.98%、10.73%和10.26%, 此外, 公司三费控制良好, 呈现小幅下降趋势, 规模效应凸显。

图8: 研发费用逐年增长



资料来源: choice, 浙商证券研究所

图9: 三费控制良好



资料来源: choice, 浙商证券研究所

1.4 核心投资逻辑: 苹果新品上市、半导体前道检测国产替代

我们看好公司未来发展, 基于以下两大个逻辑:

苹果产业链景气复苏, 新产品落地拉动相关设备需求: 传统苹果产业链仍有增长, 2022年iPhone市场份额持续提升, 达到历史最高的18%, 在高端智能手机的市占率达到75%。TWS耳机未来市场持续增长, 2022Q4苹果TWS耳机市占率为36%, 增长空间较大。随着新款iPhone15上市、苹果MR头显等新产品落地, 相关新型生产检测设备将迎来快速发展的机遇。公司已与苹果建立长期稳定合作关系, 受益于苹果传统产业链景气复苏和新产品的落地, 预计业绩维持稳定高增长。

半导体前道检测设备加速国产替代: 2020年全球半导体前道检测市场空间高达76.5亿美元, 但是行业准入门槛极高, 国产化率不足5%。2019年公司收购Optima正式进入半导

体前道检测领域，公司在硅片端已经获得了众多客户的认可，也横向拓展出近 15 款设备，后续公司会继续在硅片段进行制程前后的扩张。目前公司已与 Sumco、三星等龙头客户建立合作关系，受美国半导体制裁加速影响，半导体量检测设备国产替代进程有望提速，公司半导体业务订单有望得到加速释放。

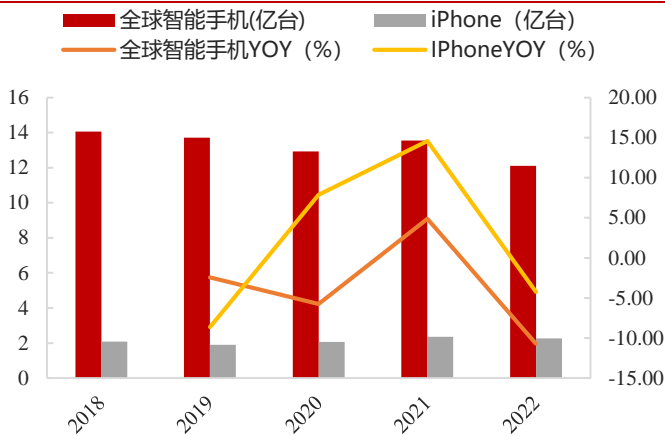
2 苹果产业链维持高度景气，潜望式摄像头+MR 头显带来增量发展机遇

2.1 传统苹果产业链仍有增长，产品创新带来产业链发展新机遇

➤ 传统苹果产业链仍有增量空间：手机份额提升，TWS 耳机未来高增长

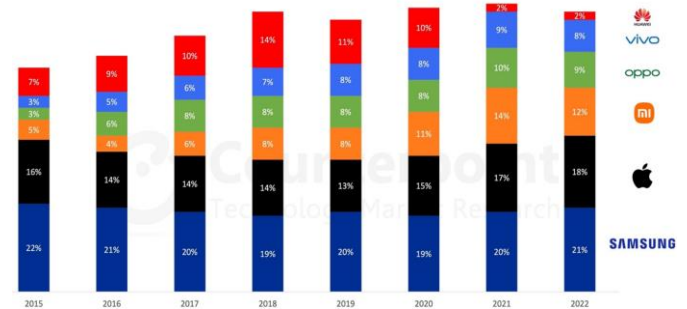
苹果手机全球份额稳步提升。在消费电子下行，全球智能手机市场疲软的情况下，iPhone 市场依旧保持韧性。受整体市场影响，2022 年 iPhone 出货量小幅下降，但市场份额达到历史最高的 18%，在高端智能手机领域，苹果手机的市场占有率甚至达到 75%。iPhone 市场份额的稳步提升，得益于 iPhone 14 的推出以及占据了部分华为高端手机市场。随着未来消费电子景气度上升、苹果新产品发布，我们认为苹果智能手机的出货量和市场占有率有望进一步提高。

图10: iPhone 市场保持韧性



资料来源: IDC, 浙商证券研究所

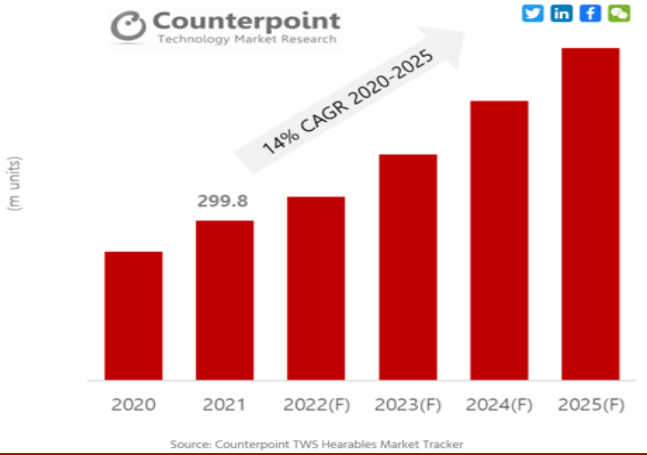
图11: iPhone 市场占有率稳步提升



资料来源: Counterpoint, 浙商证券研究所

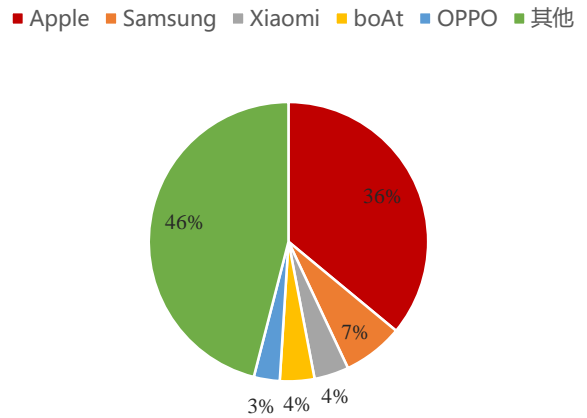
TWS 耳机预期未来持续高增长。2018-2021 年全球 TWS 耳机市场出货量从 0.46 亿增长至 3 亿，CAGR 达 86.83%，据 Counterpoint 预计 20-25 年将继续保持 14% 的复合增长率，市场容量持续扩增。其中苹果公司在 TWS 领域保持市场优势，2022Q4 苹果耳机市占率为 36%，远大于其他消费电子厂商。

图12: 全球 TWS 市场出货量



资料来源: Counterpoint, 浙商证券研究所

图13: 2022Q4 全球 TWS 耳机市场占比



资料来源: canalis, IT之家, 浙商证券研究所

➤ iPhone 15 系列或将配备潜望式镜头, 相关自动化设备迎来发展机会

潜望式摄像头有望成为高端手机标配, 发展空间巨大。受 CMOS 尺寸限制, 手机拍照光学像素升级趋缓, 光学变焦成为其新的突破口。目前主流的光学变焦通过普通双摄、三摄中长焦镜头实现, 但由于模组高度的限制, 无法持续做大长焦摄像头焦距, 潜望式摄像头的出现克服模组高度限制, 使得实际焦距大幅提升。此外, 潜望式摄像头的垂直式排列允许终端厂商在不影响手机厚度和美观情况下配置安装感光元件和必要镜头, 华为、三星等终端厂商都在积极布局潜望式摄像头技术。

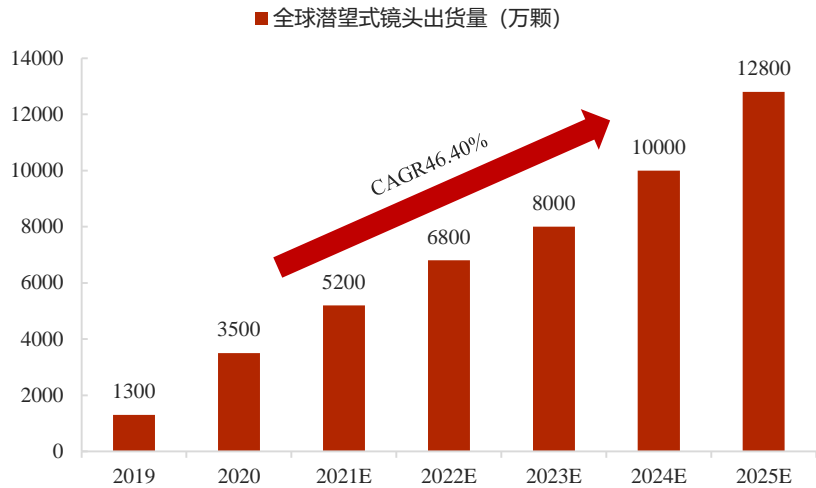
图14: 潜望式光学变焦成像效果



资料来源: 舜宇光学科技官网, 浙商证券研究所

潜望式镜头市场新, 空间大。作为终端厂商新的竞争赛道, 成长空间进一步打开。根据 TSR 数据, 2019 年全球潜望式摄像头出货量为 1300 万颗, 在智能手机中的渗透率仅为 0.9%, 到 2023 年, 预计出货量将增长至 8000 万颗, 渗透率可达 5.3%。2019-2025 年, 全球潜望式摄像头出货量 CAGR 达到 46.40%, 市场空间广阔。

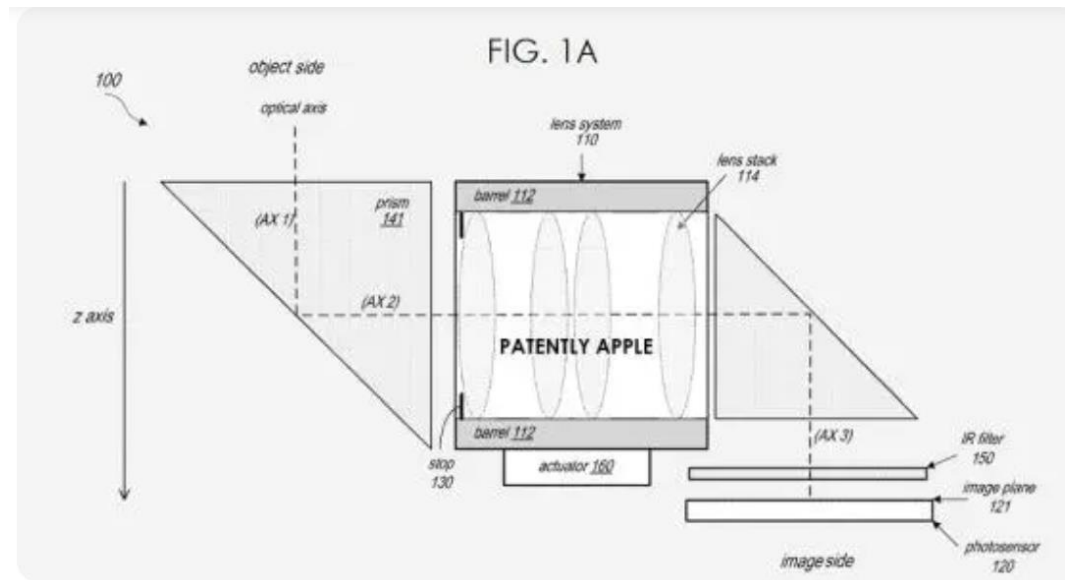
图15: 潜望式摄像头出货量及预测



资料来源: TSR, 浙商证券研究所

苹果 iPhone 15 或将配备潜望式镜头，产业链相关企业或将大幅受益。2021 年 7 月智东西报道，苹果新专利表明苹果正在研发潜望式镜头，并且拥有至少两项相关专利。海外 9to5mac、The Elec 等多家媒体也报道称，苹果 iPhone 15 系列手机上将配备潜望式镜头。由于潜望式镜头与传统镜头有着完全不同的结构和组装测试工艺，产业链附加值大幅提升。潜望式镜头的放量将为自动化设备市场带来全新的增量空间，产业链相关企业将大幅受益。

图16: 苹果潜望式镜头



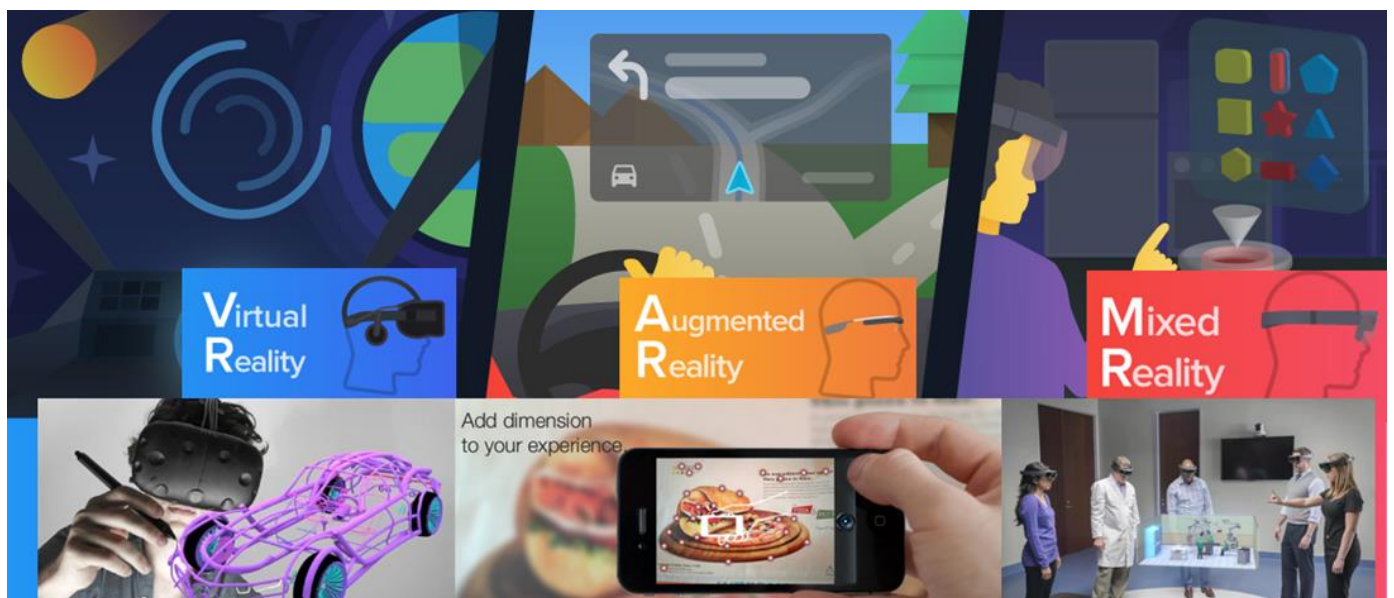
资料来源: 智东西, GSMArena, 浙商证券研究所

➤ 巨头纷纷布局 XR，相关产业链或将受益

XR (Extended Reality)，中文名为扩展现实，是指将现实与虚拟结合起来进行人机互动的可穿戴设备，目前主流的 XR 包括了 VR 虚拟现实、AR 增强现实、MR 混合现实等：

- ✓ VR 即虚拟现实，VR 最大的特点是利用电脑模拟产生一个三维空间的虚拟世界，提供使用者关于视觉、听觉、触觉等感官的模拟，有十足的“沉浸感”与“临场感”，让使用者如同身临其境一般，可以及时、没有限制地观察三度空间内的事物，在这个虚拟空间内，使用者形成交互的是虚拟世界的东西。
- ✓ AR 即增强现实，AR 是一种将真实世界信息和虚拟世界信息“无缝”集成的新技术，通过计算机系统提供的信息增加用户对现实世界感知的技术，并将计算机生成的虚拟物体、场景或系统提示信息叠加到真实场景中，把无法实现的场景在真实世界中展现出来，从而实现对现实的“增强”，达到超越现实的感官体验。
- ✓ MR 混合现实 Mix Reality，MR 包括增强现实和增强虚拟，指的是合并现实和虚拟世界而产生的新的可视化环境。在新的可视化环境里物理和数字对象共存，并实时互动。混合现实（MR）的实现需要在一个能与现实世界各事物相互交互的环境中。

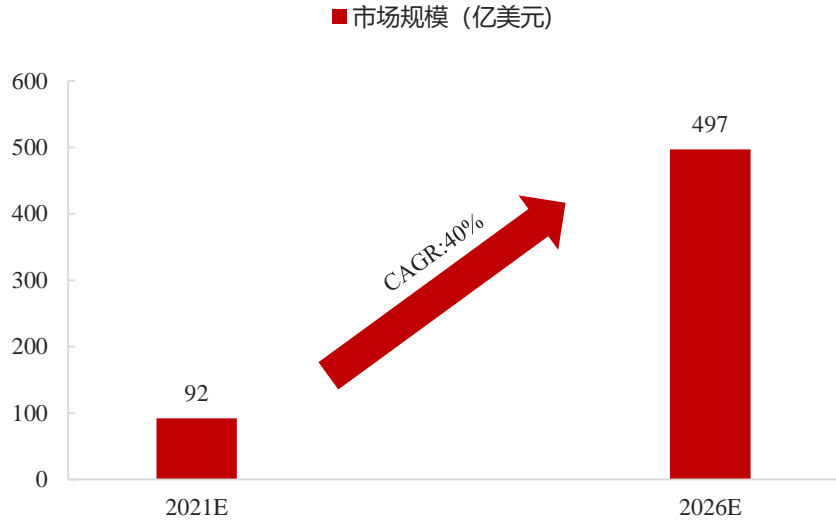
图17: VR、AR、MR对比



资料来源: ARreverie Technology, 浙商证券研究所

XR 市场规模稳增，前景广阔。根据前瞻产业研究院预测，我国虚拟现实行业规模从 2021 年 92 亿美元增长至 2026 年 497 亿美元，CAGR 达 40%。元宇宙兴起加上人们对 VR/AR 的接受度提升，促使 VR/AR 市场规模及其产业链迎来爆发性增长。

图18: XR 市场规模稳增, 前景广阔



资料来源: IDC, 前瞻产业研究院, 浙商证券研究所

2023 年苹果或将推出 MR 头显产品。36 氪等知名媒体报告, 苹果将会在 2023 年上半年推出 MR 头显产品 Reality Pro, 具备 VR、AR 和 MR 功能, 或将在 6 月全球开发者大会 WWDC 上亮相。苹果的设备包括一条腰带状电池, 外形会接近于滑雪眼镜, 且配备 4KLED 镜头和 M 系列处理器, 有望成为消费电子新一轮的催化剂。作为智能手机领军企业, 苹果公司推动了 PC、智能手机的发展, 未来苹果 MR 头显产品的推出, 有望引领消费电子从 web2.0 时代至 web3.0 时代。

图19: 苹果 MR 相关设备图



资料来源: 36 氪 Pro、9to5Mac, 浙商证券研究所

图20: 苹果 MR 头显推动 web3.0 时代



资料来源: 第一财经, 浙商证券研究所

2.2 已与苹果建立长期稳定合作关系, 公司或将受益于苹果产业链景气复苏和新品量产

公司与苹果建立长期稳定的合作关系。2011 年, 赛腾股份通过了苹果公司的合格供应商认证, 2012 年起, 赛腾股份从一款测试设备的合作, 逐渐拓展到多种自动化组装设备、检测设备及治具, 应用的领域从笔记本延伸到苹果公司的手机、手表、平板电脑、耳机等多种电子产品, 双方据此建立了长期稳定的合作关系。赛腾不仅仅向苹果公司本身提供设备, 还向多家果链公司诸如英华达、纬新资通、和硕联合等供给自动化组装与检测设备, 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%。

图21: 公司深耕苹果产业链



资料来源: 公司招股说明书, 浙商证券研究所

苹果产业链景气复苏, 新产品落地拉动相关设备需求。传统苹果产业链仍有增长, 2022年 iPhone 市场份额达到历史最高的 18%, 在高端智能手机的市占率达到 75%, 2022Q4 苹果 TWS 耳机市占率为 36%, 苹果份额稳步提升。iPhone15 潜望式摄像头的装配、苹果头显产品的推出, 将带动相关新型设备的快速发展。公司已与苹果建立长期稳定合作关系, 未来或将受益于苹果传统产业链景气复苏和新产品的落地, 实现业务稳定高增长。

3 收购海外优质资产切入半导体领域, 国产替代加速公司业绩高速增长

3.1 半导体前道量测检测市场国产化率极低, 进口替代机会巨大

➤ 半导体芯片良品率要求高, 相关检测与量测设备重要性不断凸显

前道检测主要是针对光刻、刻蚀、薄膜沉积、清洗、CMP 等每个工艺环节的质量控制的检测, 根据工艺细分为检测和量测两大设备。检测指对晶圆表面上或电路结构中是否出现异质情况进行检测, 如颗粒污染、表面划伤、开短路等对芯片工艺性能具有不良影响的特征性结构缺陷; 量测主要针对晶圆电路上的结构尺寸和材料特性做出的量化描述, 如薄膜厚度、关键尺寸、刻蚀深度、表面形貌等物理性参数的量测。

检测与量测技术贯穿晶圆制造全过程, 重要程度高。在芯片制造工艺中, 采用多层套刻技术, 循环工序复杂且次数多, 单道工序的良品率对于整体良率具有重大的影响。根据 YOLE 统计, 当工序超过 500 道时, 只有保证每一道工序的良品率都超过 99.99%, 最终的良品率方可超过 95%; 当单道工序的良品率下降至 99.98% 时, 最终的良品率会下降至约 90%。因此通过检测和量测技术对工序进行把控, 对保证芯片良率、提高生产效率具有重要的意义。

图22: 半导体检测和量测技术

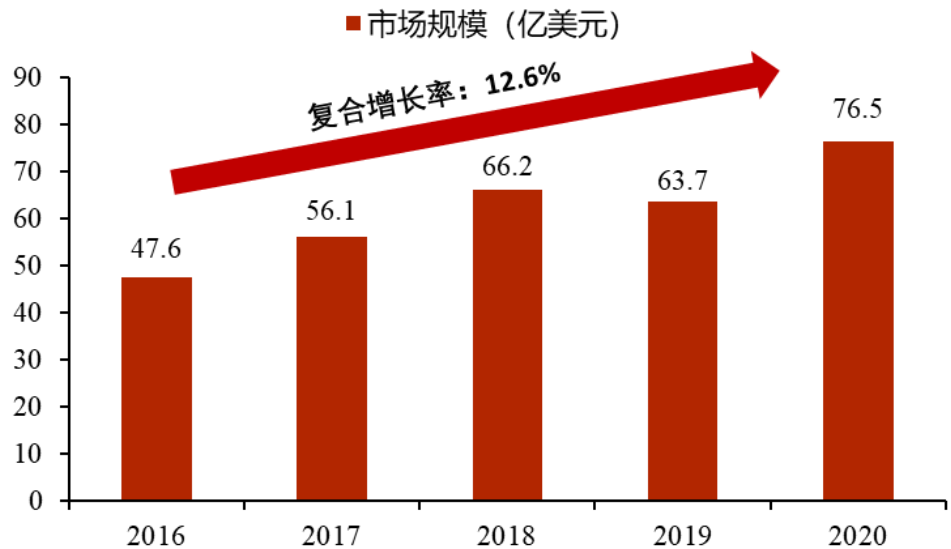


资料来源: 中科飞测招股说明书, 浙商证券研究所

➤ **半导体检测量测设备市场规模大, 国产化率低**

全球半导体检测和量测设备市场规模高速增长, 中科飞测招股说明书中披露, 2016年至2020年全球半导体检测与量测设备市场规模的年均复合增长率为12.6%, 其中2020年全球市场规模达到76.5亿美元, 同比增长20.1%。

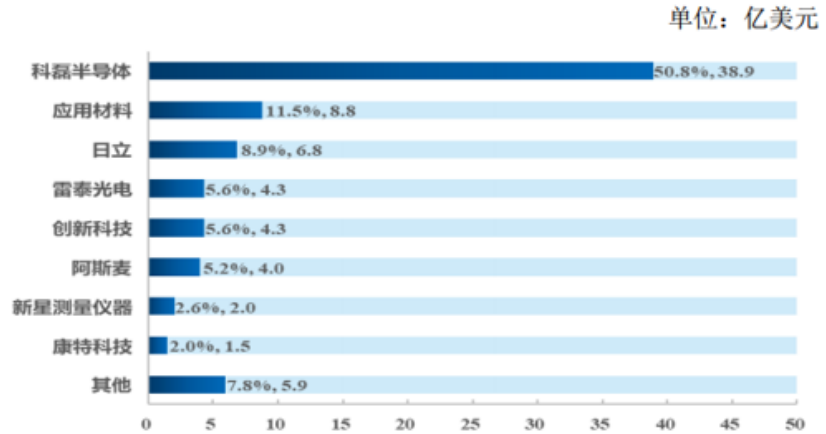
图23: 2016-2020年全球半导体检测和量测设备市场规模及增速情况



资料来源: VLSI Research, QY Research, 中科飞测招股说明书, 浙商证券研究所

寡头垄断市场, 国产化率不足5%。由于半导体检测设备行业具有极高的技术、资金壁垒, 对业内公司研发能力有很强要求, 目前市场呈现高度垄断的局面。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。科磊半导体一家独大, 根据VLSI Research的统计, 2020年, 科磊半导体以50.8%的市占率垄断半导体检测设备市场, 遥遥领先, 是行业内的绝对龙头, 应用材料以11.5%的占有率位列第二, 日立半导体位列第三, 全球前五大公司合计市场份额占比超过了82.4%, 均来自美国和日本, 市场集中度极高。

图24: 2020年全球半导体检测和量测设备市场竞争格局

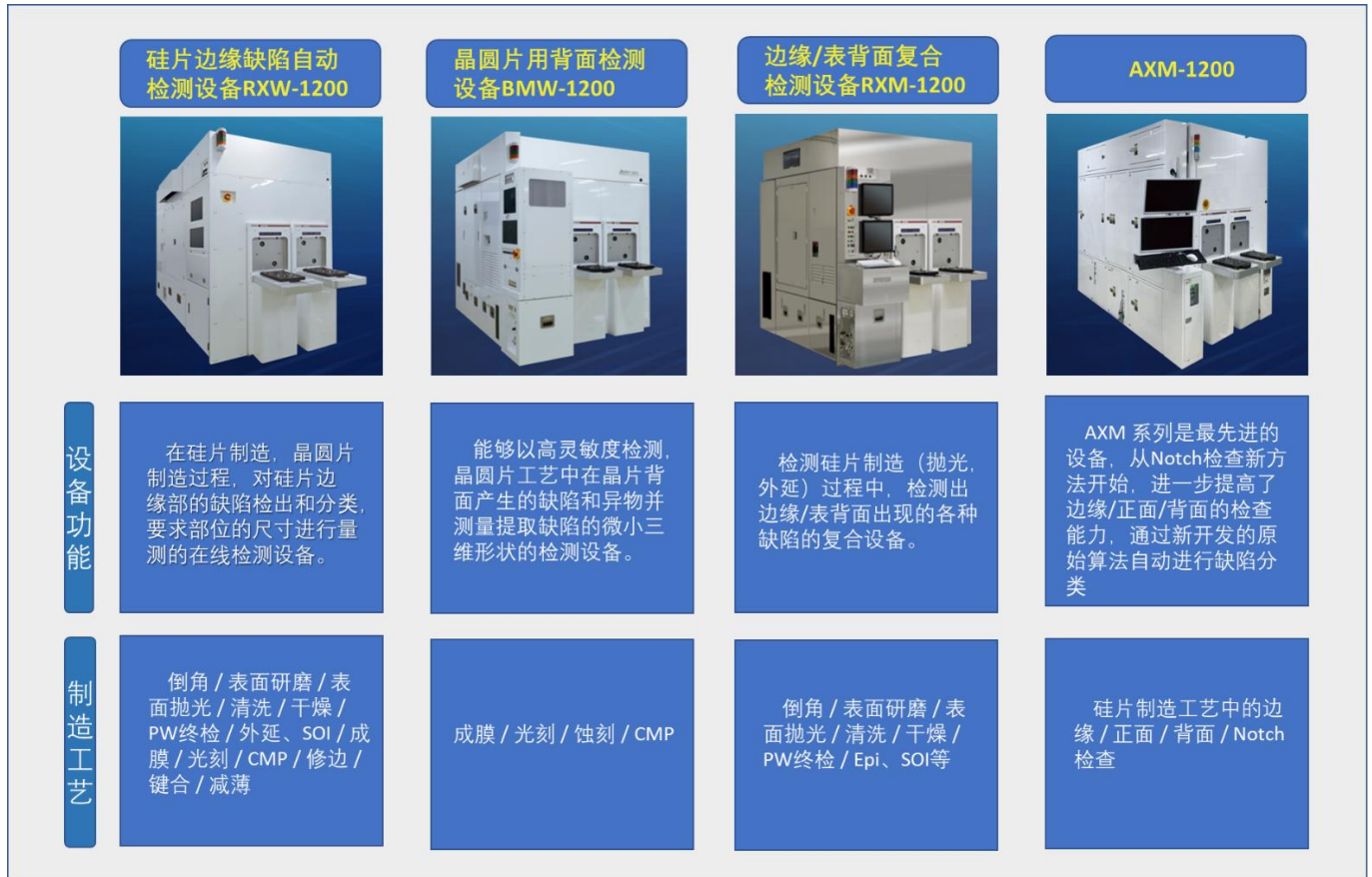


资料来源: VLSI Research, QY Research, 中科飞测招股说明书, 浙商证券研究所

3.2 赛腾股份成功收购 Optima, 正式进军半导体前道设备细分市场

2019年, 赛腾股份收购日本 Optima 株式会社, 拓宽公司智能制造产业链, 顺利切入高端半导体检测领域。Optima 主要从事半导体硅片检查设备和测量设备的开发、制造和销售, 产品线覆盖了硅片边缘缺陷自动检测设备 RXW-1200、晶圆片用背面检测设备 BMW-1200、边缘/表背面复合检测设备 RXM-1200、晶圆制造外观检测 AXM-1200 四类产品, 应用于半导体制造过程中的质量控制环节, 有效保证芯片生产良品率。

图25: Optima 主要检测设备产品



资料来源: optima 官网, 浙商证券研究所

公司高性能产品吸引海内外优质客户，美国制裁下订单量有望加速释放。optima 深耕半导体检查设备和测量设备行业多年，已与多家国内外知名的半导体企业进行了良好的合作，公司拥有 Sumco、三星、协鑫、奕斯伟、中环半导体、金瑞泓等优质客户。受美国半导体制裁加速影响，半导体量检测设备国产替代进程有望提速，公司半导体业务订单有望得到加速释放。

公司在上证 e 互动中披露，公司在硅片端已经获得了众多客户的认可，也横向拓展出近 15 款设备，后续公司会继续在硅片段进行制程前后的扩张，同时在 FAB 段，公司会基于目前已被国外客户认可的设备基础上在国内进行推广。

图26： 半导体主要客户



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

消费电子业务：2022 年消费电子板块实现营业收入 24.52 亿元，同比增长 30.39%。2023 年起，苹果 iphone 15 等新产品将会陆续发布，公司作为苹果的长期主要合作伙伴，将会充分受益于苹果新品放量拉动的自动化设备采购需求的扩张，参考去年该业务增速和潜在业务增长点，我们预计 2023-2025 年公司消费电子业务将维持稳定增长，营业收入增速分别为 26.19%/29.53%/23.40%。2022 年板块毛利率 41.03%，较 2021 年略微增长，未来受益于新品带来毛利率提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 41.5%/42.0%/42.5%。

半导体业务：2022 年半导体业务实现收入 2.91 亿元，同比增长 34.30%。公司在上证 e 互动中披露，公司在硅片端已经获得了众多客户的认可，也横向拓展出近 15 款设备，后续公司会继续在硅片段进行制程前后的扩张，同时在 FAB 段，公司会基于目前已被国外客户认可的设备基础上在国内进行推广。

公司披露，公司的上游付款、下游收款、备货生产机制过去保持稳定，其半导体设备从出货到验收确认收入 6 到 12 个月不等，收款节奏基本是下订单付 30%，出货前付 60%，验收后付 10%。公司 2020 合同负债仅 0.78 亿元，2021 年为 2.6 亿，2022 年大幅增加到 4.95 亿元，增幅高达 90%。公司过往付款机制稳定，再结合半导体设备的收款方式，我们推测其合同负债主要来自半导体业务，由于 2022 年公司合同负债增长超过 90%，我们认为公司 2023 年半导体业务会有较高的增速，预计 2023-2025 年公司半导体业务会持续高

增长，营业收入增速分别为 77.16%/39.09%/36.00%。受益于规模效应，毛利率稳步提升，2023-2025 年分别为 45%/46%/47%。

新能源业务规模占比较低，短期发展优先性相对靠后，预期未来三年伴随新能源行业平稳发展，保守预测 2023-2025 年营业收入增速为 10%，毛利率稳定在 20%。

综上，公司整体营业收入 2023-2025 年增速为 30.27%/29.81%/24.65%，毛利率分别为 40.80%/41.55%/42.28%，综合考虑其他费用，2023-2025 年归母净利润分别为 4.19/5.46/7.16 亿元，同比增速分别为 36.50%/30.21%/31.21%。

表2：公司细分业务盈利预测

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
消费电子业务	2451.85	3094.04	4007.74	4945.41
YoY/%	30.39	26.19	29.53	23.40
半导体业务	291.22	515.92	717.59	975.93
YoY/%	34.30	77.16	39.09	36.00
新能源业务	179.63	197.59	217.35	239.09
YoY/%	-16.73	10.00	10.00	10.00
其他业务	7.08	9.21	11.97	15.56
YoY/%	13.00	15.00	17.00	18.00
营收合计	2929.78	3816.75	4954.65	6175.99
YoY/%	26.36	30.27	29.81	24.65

资料来源：Wind，浙商证券研究所

4.2 估值分析

公司主营业务为消费电子自动化设备、半导体/新能源汽车设备的研发、生产和销售，市场上并没有与赛腾股份业务完全一致的企业，结合公司的主营业务特点，我们选取以下 3 家与公司消费电子业务、半导体检测业务具有一定关联性的公司进行比较分析。

表3：可比公司估值预测（截止至 2023 年 3 月 31 日）

简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
博众精工	139.96	5.55	8.05	--	25.22	17.39	--
瀚川智能	65.35	2.51	3.83	--	26.05	17.05	--
精测电子	182.88	3.55	5.06	--	51.52	36.14	--
		均值			34.26	23.53	--
赛腾股份	88.96	4.19	5.46	7.16	21.24	16.32	12.43

资料来源：Wind（精测电子归母净利润为浙商证券预测，其他公司数据来自 wind 一致预期），浙商证券研究所

通过对比可以发现，公司估值低于平均水平，考虑公司半导体业务占比持续提升，未来有望进一步享受估值溢价，带来股价上涨空间。

4.3 投资建议

赛腾股份是消费电子领域主要自动化设备供应商，2018 年以来通过横向收购整合，持续拓展应用领域，逐步成长为覆盖消费电子、半导体、新能源的综合性自动化设备平台。受益于苹果产业链新产品落地和半导体前道检测国产替代加速，公司未来有望实现业绩持续高增长。

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 38.17/49.55/61.76 亿元，同比增长 30.27%/29.81%/24.65%；预计 2023-2025 年归母净利润分别为 4.19/5.46/7.16 亿元，同比增速分别为 36.50%/30.21%/31.21%。对应 EPS 为 2.20/2.86/3.75 元，对应 PE 分别为 21/16/12 倍。

综上，公司成长为覆盖消费电子、半导体、新能源的综合性自动化设备平台，未来发展前景光明，首次覆盖给予“买入”评级。

5 风险提示

苹果新产品落地不及预期：苹果潜望式手机、MR 等新品上市对公司盈利预测有较大影响，如果苹果新产品推迟发布，或者推广不及预期，将会导致公司实际盈利与预测之间存在较大偏差。

半导体设备拓展不及预期：公司当前产品主要应用在硅片检测阶段。FAB 段检测测量设备要求更高，竞争更加激烈，公司产品在 FAB 段能否顺利推广存在一定风险。

股东减持风险：公司 2 月公告，主要股东曾慧女士计划减持不超过公司总股本的 0.982%。若股东持续减持，将会导致股价较大波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3581	4050	5171	6536
现金	741	574	737	1029
交易性金融资产	22	44	48	38
应收账款	824	1804	2022	2420
其它应收款	12	28	34	37
预付账款	61	62	83	108
存货	1620	1399	2078	2699
其他	302	139	169	204
非流动资产	1261	1298	1318	1341
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	2	2	3
固定资产	552	655	695	744
无形资产	78	53	28	2
在建工程	147	111	115	114
其他	480	477	478	479
资产总计	4842	5348	6489	7876
流动负债	2819	2789	3369	4004
短期借款	694	740	687	707
应付款项	1132	1275	1702	2146
预收账款	0	0	0	0
其他	993	774	980	1152
非流动负债	276	287	277	280
长期借款	260	260	260	260
其他	15	26	17	20
负债合计	3095	3076	3646	4284
少数股东权益	68	88	113	147
归属母公司股东权	1679	2184	2730	3446
负债和股东权益	4842	5348	6489	7876

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	359	(183)	325	369
净利润	321	439	571	749
折旧摊销	66	50	56	62
财务费用	(5)	22	27	23
投资损失	(2)	(2)	(2)	(2)
营运资金变动	718	(857)	362	169
其它	(738)	165	(689)	(632)
投资活动现金流	(104)	(80)	(83)	(78)
资本支出	(101)	(106)	(89)	(99)
长期投资	(50)	34	(6)	(7)
其他	47	(7)	12	28
筹资活动现金流	(153)	96	(80)	2
短期借款	66	46	(53)	20
长期借款	(63)	0	0	0
其他	(156)	50	(27)	(18)
现金净增加额	102	(167)	162	292

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2930	3817	4955	6176
营业成本	1755	2286	2933	3610
营业税金及附加	29	31	42	55
营业费用	281	362	474	590
管理费用	259	328	426	531
研发费用	300	382	495	618
财务费用	(5)	22	27	23
资产减值损失	1	(16)	(8)	(12)
公允价值变动损益	7	7	7	7
投资净收益	2	2	2	2
其他经营收益	34	39	37	37
营业利润	353	469	610	807
营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	352	467	608	805
所得税	30	29	37	56
净利润	321	439	571	749
少数股东损益	14	20	25	33
归属母公司净利润	307	419	546	716
EBITDA	457	564	711	910
EPS (最新摊薄)	1.61	2.20	2.86	3.75

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	26.36%	30.27%	29.81%	24.65%
营业利润	72.35%	32.73%	30.05%	32.33%
归属母公司净利润	71.17%	36.50%	30.21%	31.21%
获利能力				
毛利率	40.10%	40.10%	40.80%	41.55%
净利率	10.97%	11.49%	11.53%	12.13%
ROE	19.37%	20.85%	21.33%	22.25%
ROIC	13.11%	14.90%	16.43%	17.60%
偿债能力				
资产负债率	63.92%	57.52%	56.19%	54.39%
净负债比率	33.45%	34.13%	27.64%	24.07%
流动比率	1.27	1.45	1.53	1.63
速动比率	0.70	0.95	0.92	0.96
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.75	0.84	0.86
应收账款周转率	3.15	2.96	2.64	2.86
应付账款周转率	2.84	2.84	2.98	2.84
每股指标(元)				
每股收益	1.61	2.20	2.86	3.75
每股经营现金	1.88	-0.96	1.70	1.93
每股净资产	8.79	11.44	14.30	18.05
估值比率				
P/E	29.00	21.24	16.32	12.43
P/B	5.30	4.08	3.26	2.58
EV/EBITDA	13.32	17.06	13.27	10.13

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>