

赛腾股份 (603283.SH)

买入 (首次评级)

消费电子设备持续放量，半导体量测设备未来可期

投资逻辑：

公司是国内消费电子设备龙头企业，业绩持续增长。公司已通过外延并购将主营业务拓展至半导体、新能源汽车等行业。公司2022Q1-Q3归母净利润达到2.30亿元，同比+48%。据公司业绩快报披露，2022年公司实现营收29.34亿元，同比+26.55%。实现净利润2.93亿元，同比增长63.5%。

消费电子设备：受益北美大客户 2023 年新机搭载潜望式摄像头及 MR 新产品，2023 年有望快速增长。公司将持续受益于北美大客户三大边际变化：2023 年新机搭载潜望式摄像头带来设备增量需求，MR 新品即将发布带来的设备增量需求，以及产能向东南亚迁移带动的设备增量需求。预计 2022-2024 年消费电子设备收入达 23.52 亿元、33.15 亿元、38.51 亿元，同比+25.08%、+40.95%、+16.17%。

半导体设备：竞争格局集中且美国制裁加剧，看好公司在国产替代驱动下的高速成长。公司2018年通过收购无锡昌鼎，进入半导体封测设备领域。公司2019年通过收购日本 Optima，进入晶圆检测设备领域，公司目前产品主要是无图形晶圆检测设备，有图形晶圆检测设备正在稳步研发中，今年有望在国内晶圆厂有所突破。目前产品已成功进入 SUMCO、SK、SAMSUNG、协鑫、奕斯伟、中环、金瑞泓、沪硅等国内外龙头厂商。公司有望重点受益于国产替代，预计 2022-2024 年半导体设备板块营收达 3.75 亿元、7.06 亿元、8.98 亿元，同比+73.03%、+88.21%、+27.11%。

新能源汽车设备：下游新能源车高景气度且公司充分绑定龙头客户。2018 年公司收购菱欧科技（现更名为赛腾菱欧），切入汽车零部件智能装备行业。主要客户为日本电产、村田新能源、松下能源等。预计 2022-2024 年新能源汽车设备板块营收达 2.01 亿元、2.39 亿元、2.78 亿元，同比-6.75%、+18.76%、+16.58%。

投资建议

预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润为 2.93、4.22、5.26 亿元，EPS 分别为 1.54、2.21、2.76 元，对应 PE 分别为 19.54、13.59、10.89 倍。我们给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值，目标市值 105.5 亿元，对应目标价格为 55.25 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示

北美大客户新产品不及预期、半导体设备新产品研发不及预期、电动车销量不及预期、汇率波动的风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

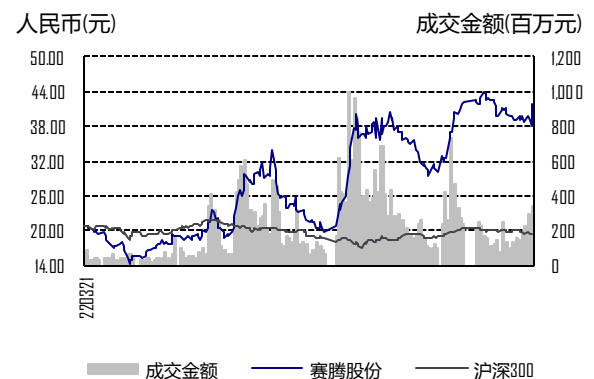
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

分析师：赵晋 (执业 S1130520080004)

zhaojin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：42.03 元

目标价 (人民币)：55.25 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,028	2,319	2,934	4,270	5,293
营业收入增长率	68.26%	14.31%	26.55%	45.53%	23.96%
归母净利润(百万元)	175	179	293	422	526
归母净利润增长率	42.88%	2.53%	63.59%	43.71%	24.80%
摊薄每股收益(元)	0.976	0.986	1.537	2.209	2.757
每股经营性现金流净额	-2.32	2.41	-0.44	-1.77	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.29%	13.10%	18.34%	20.40%	20.73%
P/E	40.60	29.82	19.54	13.59	10.89
P/B	5.80	3.91	3.58	2.77	2.26

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

一、赛腾股份：深耕消费电子设备 21 年，多业务共同发展，业绩持续快速增长.....	4
1.1 业务布局：起家于消费电子行业，通过并购整合布局至新能源汽车及半导体等赛道.....	4
1.2 公司股权架构高度集中，子公司分工明确.....	5
1.3 业绩快速增长，盈利水平有所改善.....	6
二、消费电子设备：紧贴下游创新带动的设备需求，公司有望保持增长态势.....	8
2.1 行业进入成熟期，消费电子自动化设备需求增量来源于产品创新及产线升级.....	8
2.2 紧贴北美大客户及其产业链，2023 年新品机型创新及 MR 产品有望带动自动化设备放量出货.....	9
2.3 差异化竞争下，公司综合服务能力更强劲，成长速率快.....	11
三、半导体量测设备：行业壁垒高，美国制裁升级背景下，国产替代迫在眉睫.....	13
3.1 量/检测设备贯穿晶圆制造，市场空间大且行业壁垒高.....	13
3.2 竞争格局集中且美国制裁加剧，看好公司在国产替代窗口下的高速成长.....	16
3.3 并购龙头日企，积极研发扩张打造平台型量/测设备公司，对标海外巨头 KLA.....	16
四、新能源设备：下游需求旺盛，公司积极布局，有望成为业绩新增长点.....	18
4.1 新能源汽车持续放量，汽车产线自动化及动力电池设备有望成为公司新增长点.....	18
4.2 光伏装机量稳定增长，公司前瞻布局光伏组件设备拓宽公司发展空间.....	18
五、盈利预测与投资建议.....	19
5.1 盈利预测.....	19
5.2 投资建议及估值.....	20
六、风险提示.....	20

图表目录

图表 1：公司发展历程及关键并购.....	4
图表 2：公司主营业务覆盖消费电子组装&检测设备、新能源汽车设备以及半导体设备.....	5
图表 3：2017-2021 年公司自动化设备收入占比均超 60%.....	5
图表 4：2021 年公司在大陆收入占比为 59.7%.....	5
图表 5：公司股权结构图.....	6
图表 6：2017-2021 年公司营业收入 CAGR 达 36%.....	6
图表 7：2022Q1-3 公司归母净利润增长显著.....	6
图表 8：2017-2021 年公司毛利率及净利率稳中略升.....	7
图表 9：公司分业务营业收入及毛利率情况.....	7
图表 10：公司研发费用率略低于行业内公司平均值.....	7
图表 11：公司研发费用逐年稳定增长.....	7
图表 12：公司三费把控整体良好.....	7
图表 13：全球 PC 出货量.....	8
图表 14：全球智能手机出货量.....	8
图表 15：全球 TWS 耳机出货量.....	8
图表 16：全球智能手表出货量.....	8
图表 17：2022 年中国智能制造市场规模约为 2.68 万亿元.....	9

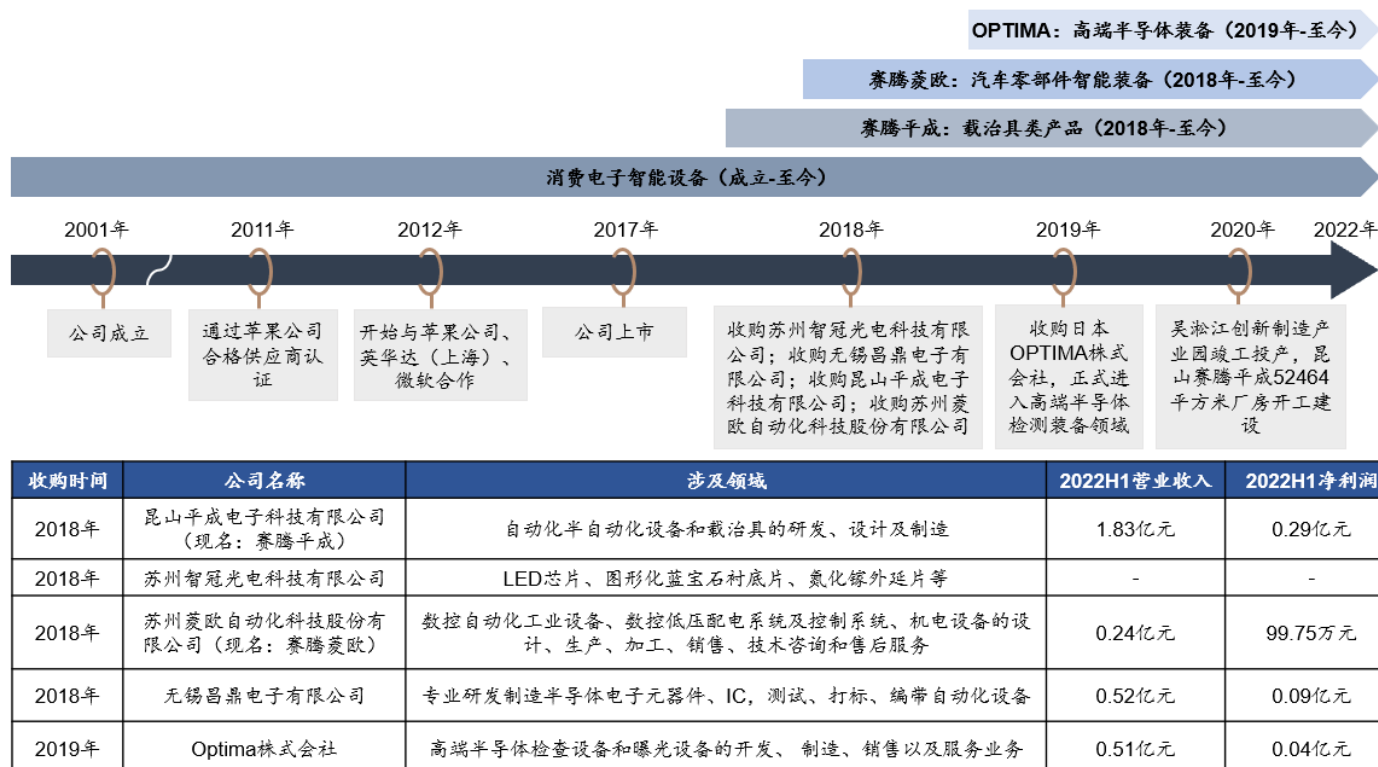
图表 18: 中国智能制造下游领域中消费电子市场占 21%.....	9
图表 19: 北美大客户及其供应链占公司收入比例高于 50%.....	9
图表 20: 2021 年北美大客户资本开支增速高达 52.1%.....	9
图表 21: 北美大客户有望引领 XR 时代到来.....	10
图表 22: 潜望式摄像头有望引领消费电子设备新需求.....	10
图表 23: 华为潜望式摄像头方案原理图.....	10
图表 24: 中国消费电子设备公司产品对比.....	11
图表 25: 公司消费电子设备主要分为自动化组装设备及检测设备.....	12
图表 26: 2017-2021 年公司营收规模显著高于同业可比公司.....	13
图表 27: 量/检测设备贯穿晶圆前道制造全流程.....	14
图表 28: 2021-2022 年全球新建晶圆厂数量.....	15
图表 29: 2022 年全球半导体设备市场规模达 1175 亿美元.....	15
图表 30: 量/测设备在半导体制造设备中占比较高.....	15
图表 31: 2022 年中国量/检测设备市场规模将达 224 亿元.....	15
图表 32: 2021 年量/检测设备细分市场情况.....	15
图表 33: 2021 年 KLA 量/检测设备占比达 54.4%.....	16
图表 34: KLA 在部分检测设备领域全球市占率超过 70%.....	16
图表 35: 2021 年本土三大量/检测设备厂商收入合计约为 5.13 亿元, 国内市场份额占比不足 3%.....	16
图表 36: 2022 财年 KLA 在中国大陆收入达 26.6 亿美元.....	16
图表 37: 2022 财年 KLA 在中国大陆收入占比达 28.88%.....	16
图表 38: 公司检测设备布局.....	17
图表 39: 不同工艺环节客户检测面及所用检测设备存在差异.....	18
图表 40: 2022 年中国新能源汽车销量同比+96%.....	18
图表 41: 2022 年中国动力电池出货量达 480GWh.....	18
图表 42: 公司已与新能源汽车优质客户建立长期稳定合作.....	18
图表 43: 2025 年全球光伏新增装机量乐观/保守预期分别达到 330/270GW.....	19
图表 44: 公司营收预测.....	20
图表 45: 可比公司估值比较.....	20

一、赛腾股份：深耕消费电子设备 21 年，多业务共同发展，业绩持续快速增长

1.1 业务布局：起家于消费电子行业，通过并购整合布局至新能源汽车及半导体等赛道

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，公司通过不断并购，已成长为一家产品覆盖消费电子、半导体、新能源汽车等领域的平台型设备公司。公司成立于 2001 年，在 2011 年成为北美大客户合格供应商后便进入快车道发展，并于 2017 年成功上市。在上市后，通过并购横向扩张，持续拓展应用领域：(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，为客户提供一站式智能制造解决方案，增强主要业务核心竞争力。(2) 2018 年公司收购菱欧科技（现更名为赛腾菱欧），切入汽车零部件智能装备行业，加强公司在汽车行业自动化装备领域布局。(3) 2018 年公司收购无锡昌鼎，加强公司在半导体封测段设备的实力。(4) 2019 年公司收购日本 Optima 株式会社，正式发力高端半导体检测装备领域。

图表1：公司发展历程及关键并购



来源：公司公告，国金证券研究所

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，公司产品已成功覆盖消费电子、半导体以及新能源汽车三大行业，光伏及动力电池相关产品目前正处于有序研发阶段。

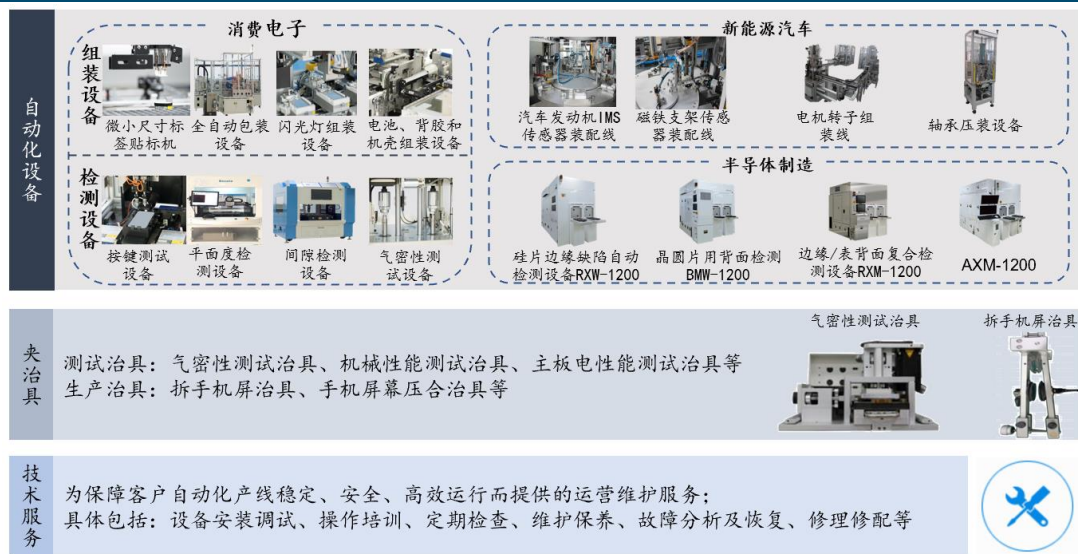
(1) 消费电子组装&检测设备：组装备可实现装配、贴合、覆膜、包装等自动化操作。助力客户有效取代人工劳动，提高生产效率及良率；检测设备可对来料尺寸、外观、功能等进行高精度快速检测，主要包括气密性测试、平面度检测、按键测试、间隙检测设备等。可配合其他工序设备及物料运输设备组成全自动生产流水线，大幅度降低人工成本，提升产品良率。

(2) 新能源汽车设备：产品覆盖汽车发动机 IMS 传感器装配线、电机转子组装线等。子公司赛腾菱欧主要产品包括 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) 半导体制造设备：通过收购无锡昌鼎涉足封测设备领域。通过收购日本 Optima，进入晶圆检测设备领域，其主要产品包括：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。此外，公司坚持自主研发，持续加大研发投入，不断丰富产品线，陆续推出了晶圆包装机、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、晶圆激光开槽机等产

品。

图表2：公司主营业务覆盖消费电子组装&检测设备、新能源汽车设备以及半导体设备

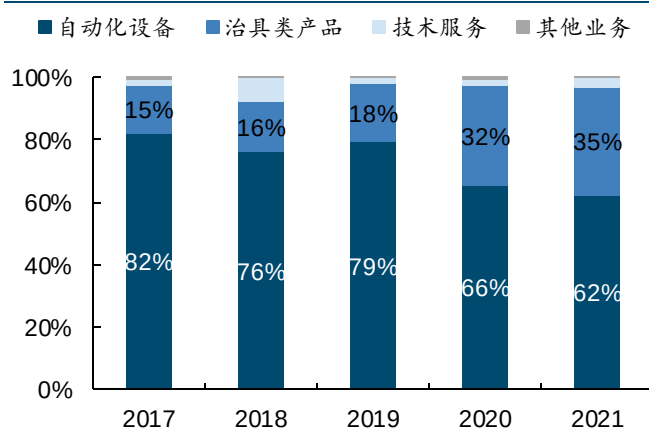


来源：公司官网，国金证券研究所

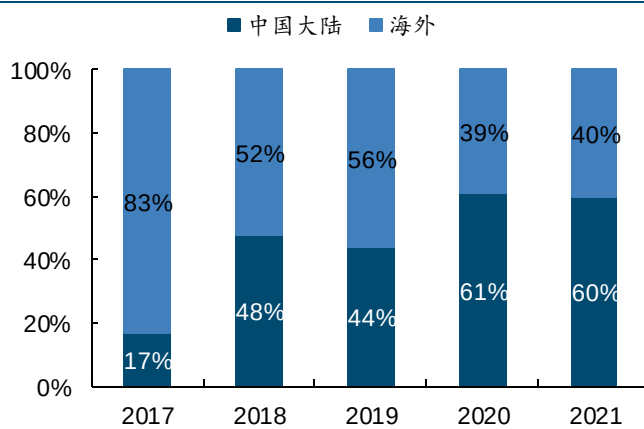
自动化设备是公司主要收入来源，公司境内销售比例近年逐步提升。分产品看，2021年公司自动化设备营收占比为62.4%，占比最大。此外，治具类产品收入逐年提升，2021年已达34.8%。分地区看，公司在中国大陆销售收入飞速提升，从2017年的16.9%提升至2021年的59.7%。

图表3：2017-2021年公司自动化设备收入占比均超60%

图表4：2021年公司在大陆收入占比为59.7%



来源：Wind，国金证券研究所

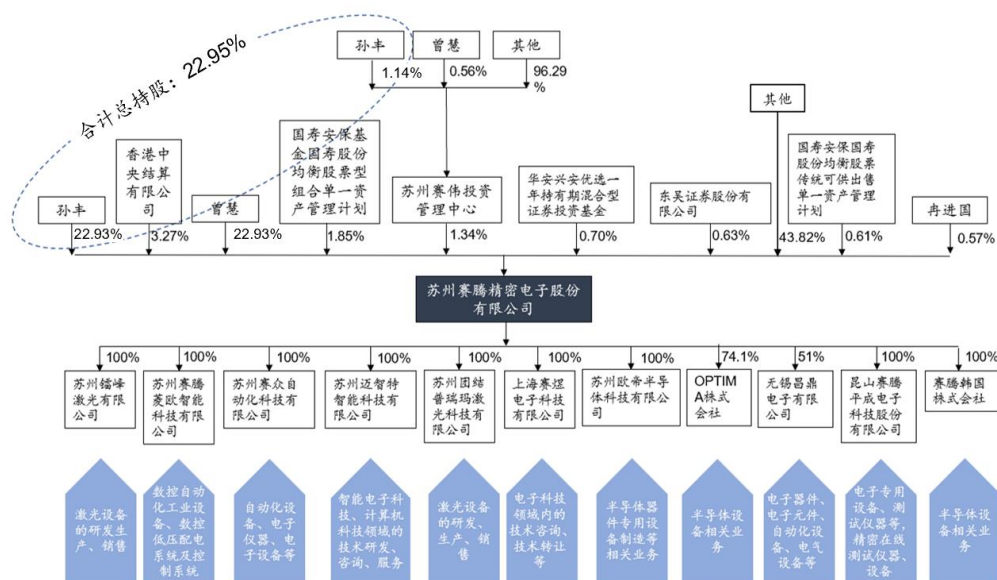


来源：Wind，国金证券研究所

1.2 公司股权架构高度集中，子公司分工明确

公司股权集中度高。截至2023年3月20日，孙丰直接持股22.93%，通过苏州赛伟投资管理中心间接持股约0.02%，合计总持股22.95%，公司股权高度集中，有利于公司经营战略的制定和落地执行。

图表5：公司股权结构图



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

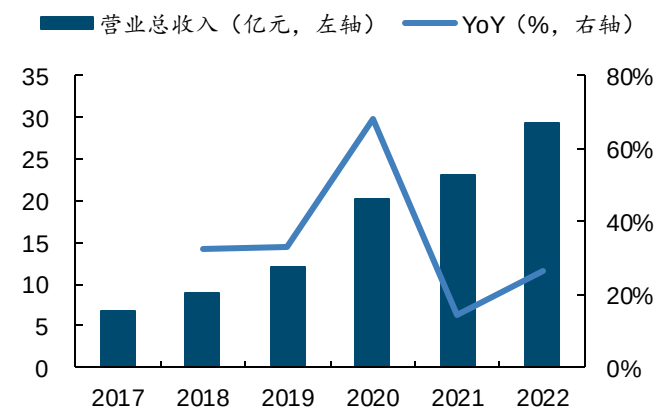
子公司分工明确，各司其职。公司通过收购，陆续进入半导体设备和新能源汽车设备领域，通过各子公司开展相关领域业务。目前公司已经初步成为横跨消费电子、新能源和半导体设备的平台型智能设备公司。

1.3 业绩快速增长，盈利水平有所改善

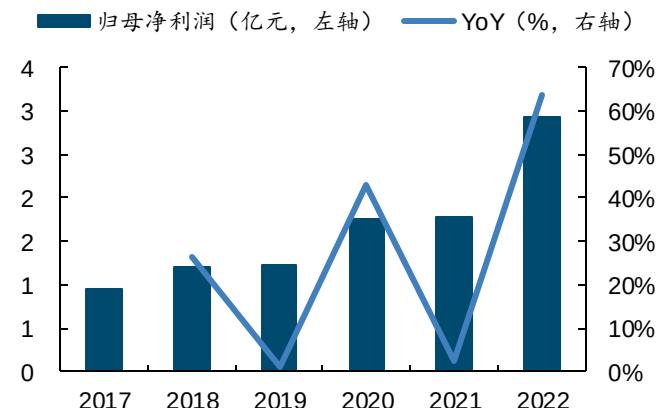
公司营收稳定增长，盈利水平明显回升。2022 年公司营业收入为 29.34 亿元，同比+26.55%。2017 年-2022 年公司营收 CAGR 达 33.85%，整体增长迅速。在利润端，公司盈利水平明显有所改善，2022 年实现 2.93 亿元归母净利润，同比+63.54%。

图表6：2017-2022 年公司营业收入 CAGR 达 33.85%

图表7：2022 年公司归母净利润增长显著



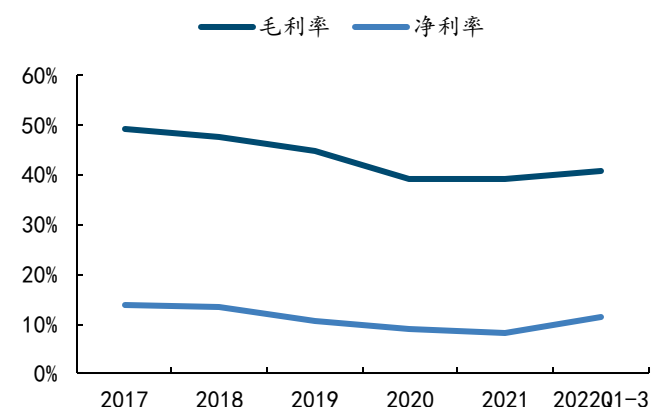
来源：Wind，国金证券研究所



来源：Wind，国金证券研究所

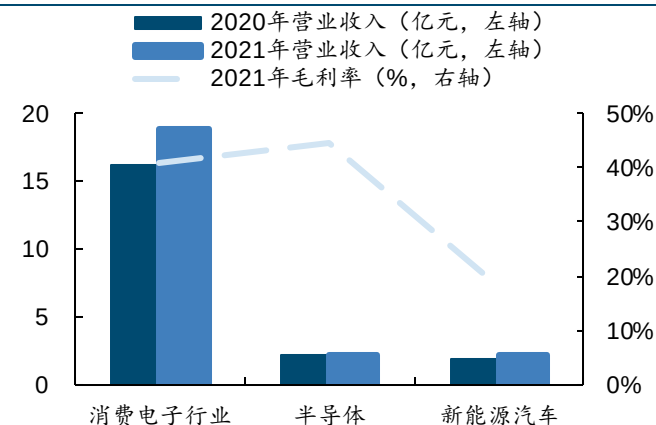
半导体业务放量，助力公司保持盈利能力。2017-2022Q1-3，公司毛利率及净利率总体稳中有升。展望未来，我们认为：高毛利的半导体设备和低毛利的新能源设备占比同呈提升态势，预计公司整体盈利能力将继续保持平稳。

图表8: 2017-2021 年公司毛利率及净利率稳中略升



来源: Wind, 国金证券研究所

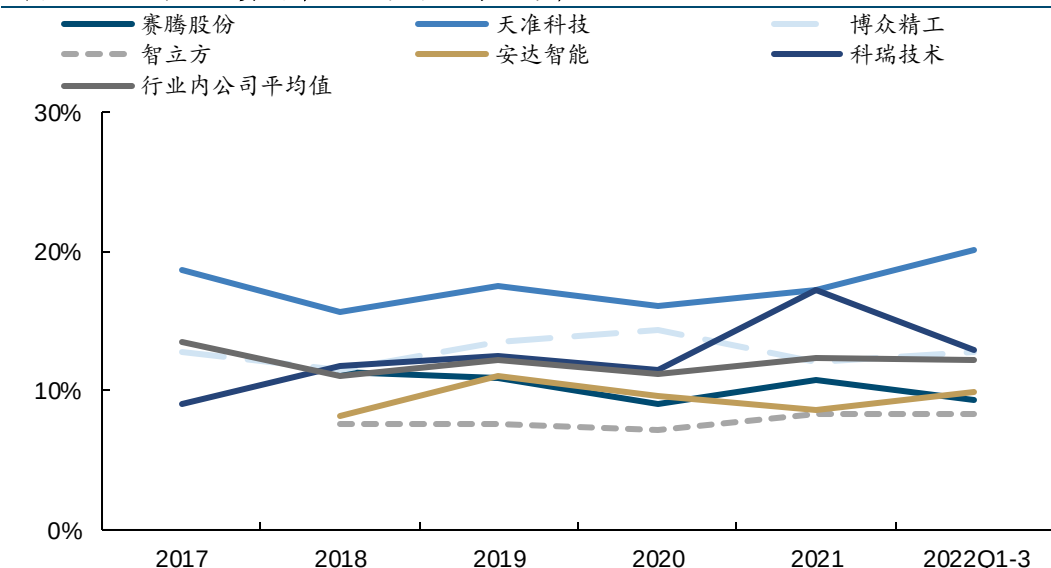
图表9: 公司分业务营业收入及毛利率情况



来源: Wind, 国金证券研究所

公司研发费用率把控良好, 略低于同业公司平均水平。2018-2022 年前三季度, 公司研发费用率分别为: 11.38%、10.89%、8.98%、10.73%以及 9.36%, 公司研发费用整体控制良好。

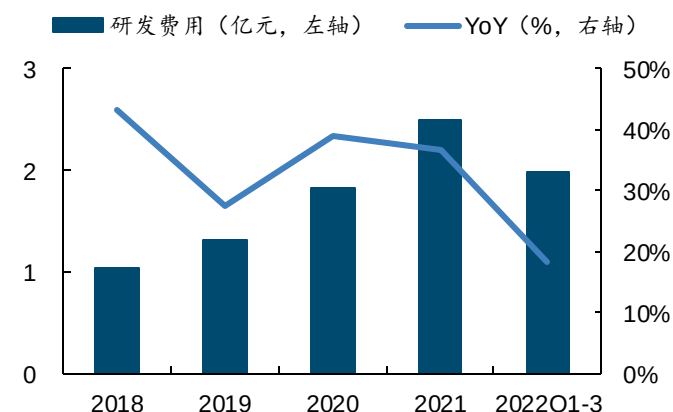
图表10: 公司研发费用率略低于行业内公司平均值



来源: Wind, 国金证券研究所

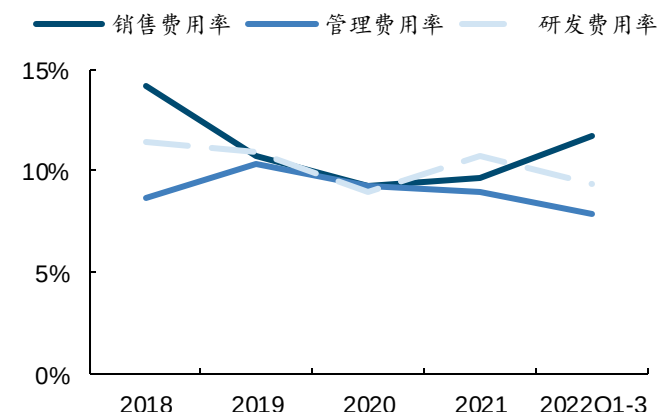
研发支出稳定增长, 费用管控持续优化。公司研发支出持续增长, 增速保持稳定, 体现公司坚持研发, 积极开拓新产品、重视研发的决心。目前, 公司仍在大力扩建半导体、消费电子行业的研发团队, 2021 年公司研发人员数量同比增加 18%。总体来看, 公司费用率波动较小, 费用把控逐步优化趋势明显。

图表11: 公司研发费用逐年稳定增长



来源: Wind, 国金证券研究所

图表12: 公司三费把控整体良好



来源: Wind, 国金证券研究所

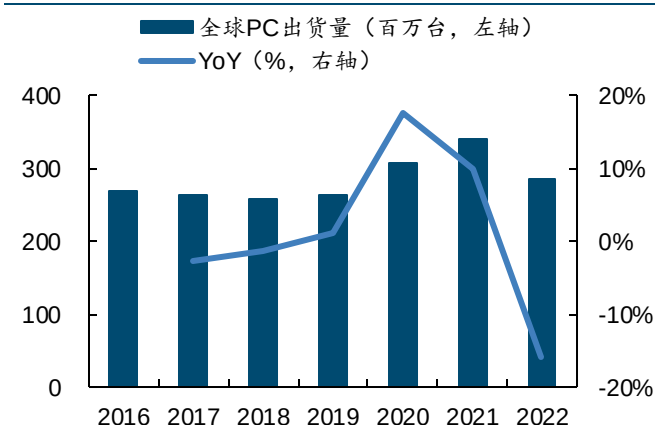
公司于2021年3月1日公开发行可转换公司债券批复现已到期。证监会出具的《关于核准苏州赛腾精密电子股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》自核准发行之日起（2021年3月1日）起12个月内有效，于2022年3月1日到期。公司综合考虑资本市场环境、发行时机变化等原因，部分拟募集资金投资项目前期已使用自有或自筹资金先行投入，未对公司经营造成影响。

二、消费电子设备：紧贴下游创新带动的设备需求，公司有望保持增长态势

2.1 行业进入成熟期，消费电子自动化设备需求增量来源于产品创新及产线升级

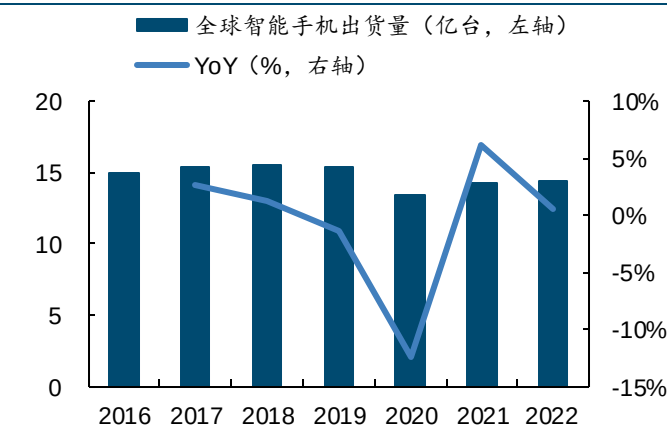
传统消费电子行业进入存量市场，产品创新与自动化生产成为行业增长驱动力。目前，PC、智能手机、TWS耳机以及智能手表出货量均与趋于稳定，爆发式增长期已过，消费电子行业陆续进入成熟阶段。虽然行业景气度开始下行，但公司紧贴北美大客户，其高附加值和持续的创新力有望使得公司业绩优于同业可比公司。作为“元宇宙”接口的VR/AR/MR等可穿戴设备被广泛认为是有可能成为下一个消费电子爆发点的方向。未来，看好产品形态创新升级、新产品的出货以及产线智能化升级带来的机会。

图表13：全球PC出货量



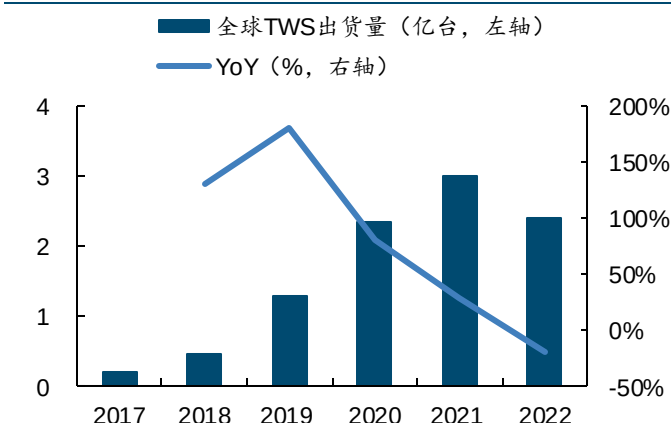
来源：Gartner, Wind, 国金证券研究所

图表14：全球智能手机出货量



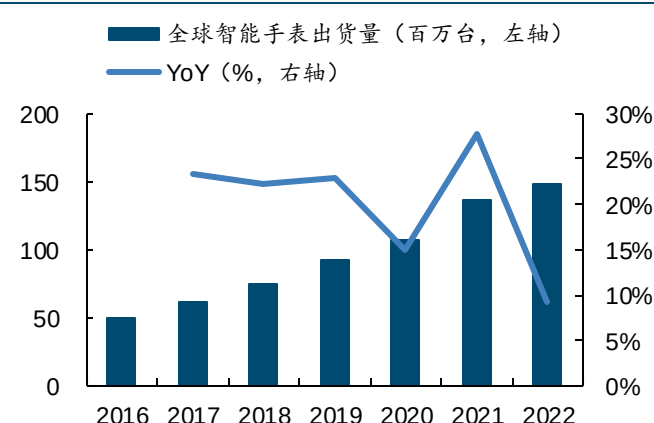
来源：Gartner, Wind, 国金证券研究所

图表15：全球TWS耳机出货量



来源：Counterpoint, 国金证券研究所

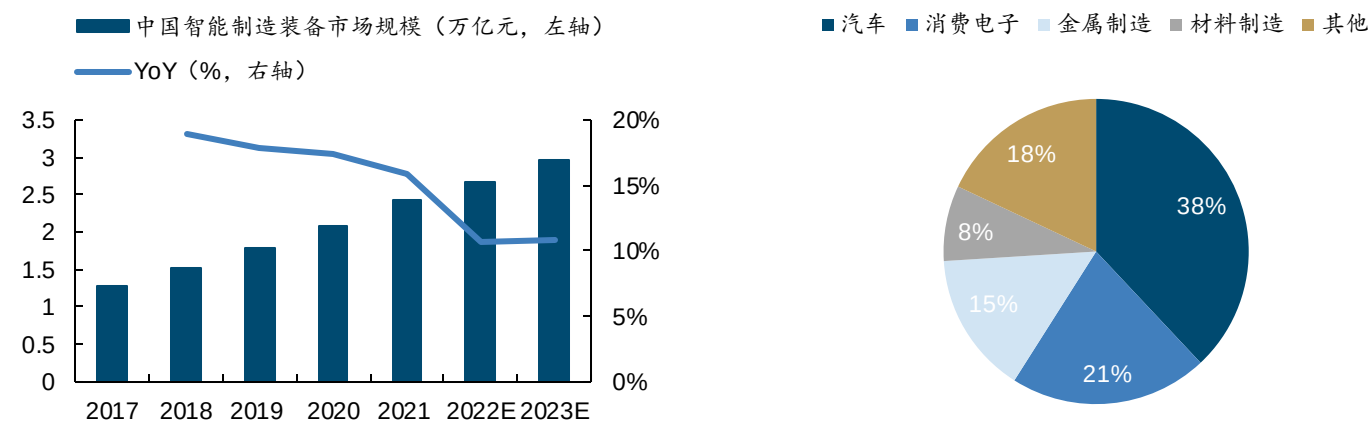
图表16：全球智能手表出货量



来源：IDC, 国金数字未来实验室, 国金证券研究所

乘“传统制造”向“智能制造”转变之东风，中国消费电子智能制造设备行业市场规模随产线智能化升级快速扩容。2017年，中国智能制造装备市场规模为1.27万亿元，预计2022年中国智能制造市场规模将成长为2.68万亿元，CAGR约为16%。行业成长迅速，主要归因于政策扶持、加工精度提升以及劳动力成本增加。分下游看，消费电子自动化设备占整个智能制造设备的21%，消费电子属仅次于汽车行业的第二大下游赛道。假设下游细分市场占比不变，按消费电子占比仍保持21%可估算得：2022年中国消费电子自动化设备市场规模约为5628亿元。

图表17: 2022 年中国智能制造市场规模约为 2.68 万亿元 图表18: 中国智能制造下游领域中消费电子市场占 21%



来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

来源: 头豹研究院, 国金证券研究所

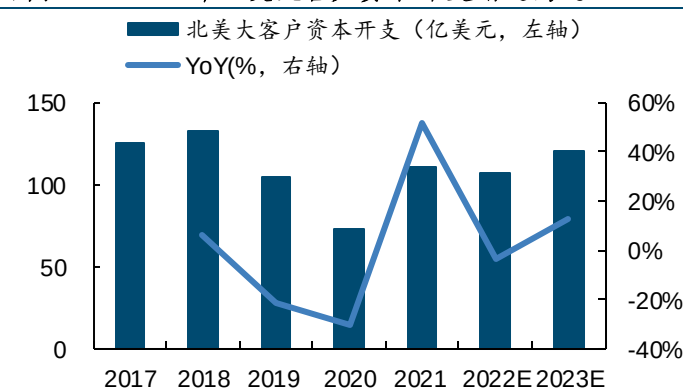
2.2 紧贴北美大客户及其产业链, 2023 年新品机型创新及 MR 产品有望带动自动化设备放量出货

公司消费电子自动化设备“果链”占比持续处于高位, 北美大客户资本开支持续增长, 助力公司未来业绩释放。一方面, 公司于 2011 年成为北美大客户合格供应商后, 便将其视为重要客户。2014 年至今, 北美大客户及其供应链占总营收比例长期高于 50%。另一方面, 北美大客户的不断创新拉动了与北美大客户相关自动化产品快速放量。北美大客户公司在设备材料和工艺上创新过程中, 需要检测的零部件数量和功能都持续增加, 使得 2017 年至今北美大客户的资本开支稳定在较高水平。根据 Capital IQ 数据, 2021 年北美大客户资本开支达 111 亿美元, 同比增速达 52.1%。预计 2022-2023 年北美大客户资本开支将持续处于高位, 进一步支撑公司业绩增长。

图表19: 北美大客户及其供应链占公司收入比例高于 50% 图表20: 2021 年北美大客户资本开支增速高达 52.1%

年份	北美大客户及其供应链收入占比
统计口径: 北美大客户直接订单、北美大客户指定代工厂订单以及北美大客户产业链厂商自主决定与公司签订订单)	
2014	90.92%
2015	92.57%
2016	90.57%
2017 Q1-3	94.75%
2017Q4-2022	均超过 50%

来源: 赛腾股份招股书, 公司公告, 国金证券研究所



来源: Capital IQ, 国金证券研究所

展望未来, 公司将充分受益于北美大客户三大边际变化: MR 新品发布、潜望式摄像头等手机新品机型创新以及北美大客户产能逐步向印度、东南亚等地迁移。

- (1) 北美大客户 MR 产品即将发布, 有望带动新一轮自动化设备增量需求。据彭博社爆料, 北美大客户首款混合现实头显设备“Reality Pro”可能在 2023 年 6 月的 WWDC 大会前揭幕, 并在今年秋季进行发货。纵观历史, 北美大客户作为先驱者, 推动了“PC 时代”和“智能手机”时代的发展, 同时带动消费电子设备行业发展。展望未来, 公司有望凭借北美大客户 MR 产品的快速放量的窗口, 充分受益于自动化设备的新增需求。

图表21：北美大客户有望引领 XR 时代到来



来源：开源咨询，国金证券研究所

- (2) 潜望式摄像头和 USB-C 新接口成为新机亮点，机型革新驱动消费电子设备快速迭代。区别于半导体设备、锂电设备等传统专用设备，消费电子设备迭代周期较短。不同机型的核心参数差异度较大，机型的革新不断催生新的消费电子设备需求。展望未来，北美大客户下一代产品将于 2023 年发布，并搭载全新类型的潜望式摄像头和 USB-C 接口，有望催生新一轮消费电子设备需求。

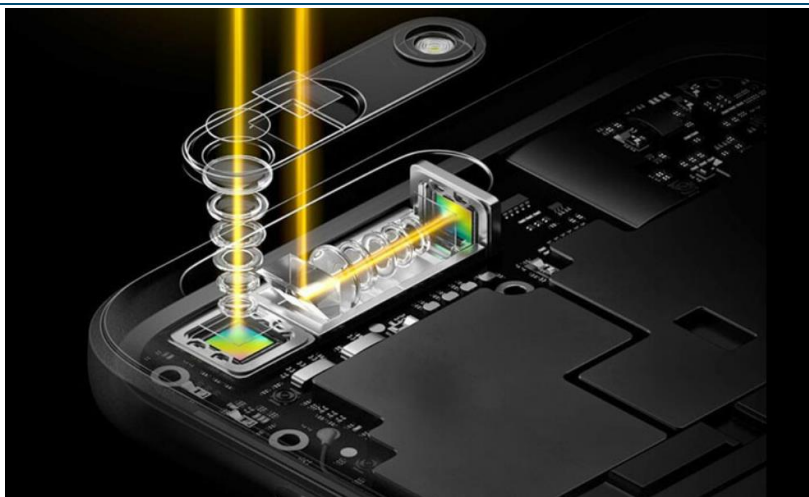
图表22：潜望式摄像头有望引领消费电子设备新需求



来源：快科技，国金证券研究所

潜望式摄像头催生消费电子自动化组装及检测设备增量需求。潜望式摄像头是通过 CMOS 传感器与手机背面垂直的方式，增加可容纳镜头组长度，再通过棱镜折射将光线进入镜片组及图像传感器。相较于传统的摄像头方案，潜望式摄像头在满足美观及厚度的前提下，为用户带来了更好的整体拍照效果。公司有望受益于机型创新带动的自动化组装及检测设备需求。

图表23：华为潜望式摄像头方案原理图



来源：华为官网，国金证券研究所

- (3) 北美大客户产能向印度、东南亚等地转移，带动设备增量需求。受地缘政治、中

国大陆人工成本上涨以及北美大客户全球化战略影响，北美大客户拟降低中国制造产品占比，并意向将部分产能转移至印度、东南亚等地。北美大客户对于其供应商审核较为严格，且进入门槛较高。短时间来看，更换采购供应商的可能不大。因此，国内消费电子设备企业有望在这一轮制造链转移过程中充分受益。

2.3 差异化竞争下，公司综合服务能力更强劲，成长速率快

我国消费电子设备企业数量众多，产品存在一定差异性，市场格局呈竞合共存态势。首先，消费电子设备具有很强的非标性，设备需要根据下游客户需求进行定制化开发。其次，在消费电子的生产制造中的各个环节，都需要消费电子设备的使用且不同设备之间的差异性较大。因此，目前国内消费电子设备市场差异化特性显著，呈错位竞争态势。

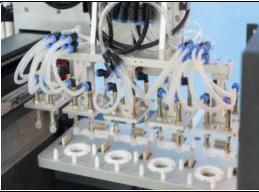
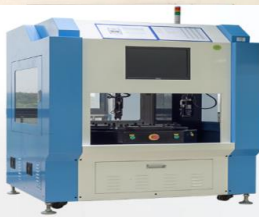
图表24：中国消费电子设备公司产品对比

公司名称	主要产品	应用方向	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。	北美大客户、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。	北美大客户及北美大客户产业链公司等。
科瑞技术	自动化检测设备和自动化装配设备等，涵盖移动终端行业和新能源行业。	1) 自动化测试设备：手机双摄像头自动检测设备、移动终端快速测试设备、手机按键自动化测试设备等。 2) 自动化组装设备：用于手机中框与TP屏幕组装的手机自动点胶、保压线等设备	北美大客户及北美大客户产业链公司，宁德时代，蜂巢新能源
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。	北美大客户、Juul Labs, Inc.、Facebook、Carnival Corporation & plc、思摩尔国际等公司，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、普瑞姆集团等电子产品智能制造商。
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。	北美大客户、亚马逊产业链，华为、谷歌等。

来源：各公司公告，国金证券研究所

公司产品包括自动化组装设备及检测设备。自2012年开始，公司与国内外知名厂商建立了长期稳定的合作关系，合作领域包含手机、手表、平板电脑、耳机等电子产品，近年来基本覆盖了主流消费电子产品的应用领域。公司具备平台化消费电子设备公司实力，能够基本满足客户对不同种类消费电子自动化设备的需求。

图表25：公司消费电子设备主要分为自动化组装设备及检测设备

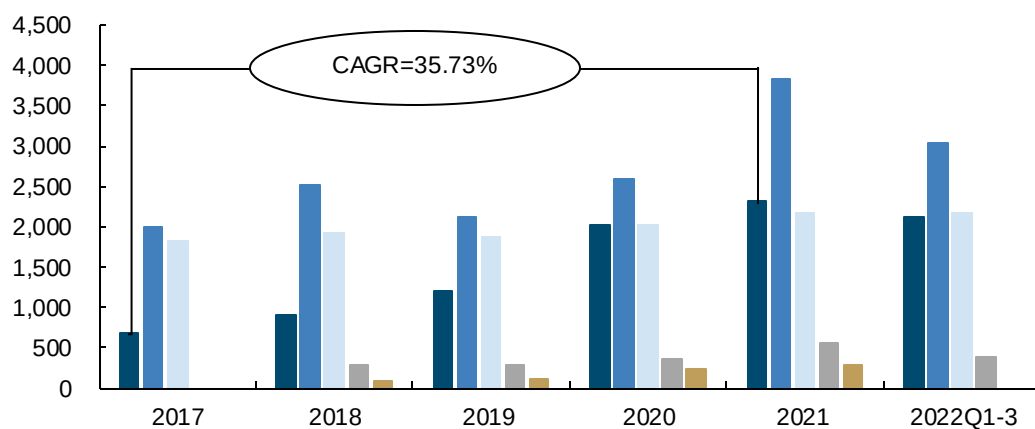
名称	图片	功能
微小尺寸标签贴标机		设备高度集成，在紧凑的设备和产品空间里，贴合微小尺寸的标签，标签最小尺寸1mm*1mm。主要有标签自动送料、自动剥离、自动吸附、自动贴合等功能。
泡棉贴装设备		采用自主研发设计的高精度分割器传送线和二次定位机构确保产品定位精度，用 CCD 进行泡棉的定位，实现四种泡棉及标签在同一机台上贴装功能。
全自动包装设备		实现高端手机、平板、PC 等组装产线末端包装工序。
机壳自动分选设备		设备可一次性上料 100PCS; 通过流水线拆分机构、模组移栽机构及辐射测量系统等，对机壳进行定位、测距，从而实现自动、高效的分选目的。
Logo 组装设备		六轴机器人双吸头实现机壳和 Logo 快速上料，Logo 点胶后，通过工业相机高精度定位，实现 Logo 与 HSG 组装。
气密性测试设备		该设备是应用于手机、手表、手环等生产过程中气密性检测。
平面度检测设备		运用激光位移传感器采集数据，分析产品平面度; 高速直线电机配合微米级的光栅尺，实现了快速定位和产品是否有形变检测。
间隙检测设备		该设备运用当前先进的检测技术，实现智能手机、平板、笔记本、电脑等屏幕间隙及高度差进行检测功能。

来源：公司官网，国金证券研究所

赛腾股份营收规模属第一梯队，且过去五年 CAGR 达 35.73%，公司成长性优于同业可比公司。从营收规模来看，2021 年赛腾股份和博众精工分别实现营收 23.19 和 38.27 亿元，明显高于其他同业可比公司，属第一梯队。此外，赛腾股份 2017-2021 年快速增长，CAGR 达 35.7%，显著高于其他公司。

图表26：2017-2021 年公司营收规模显著高于同业可比公司

■ 赛腾股份营业总收入（百万元） ■ 博众精工营业总收入（百万元） ■ 科瑞技术营业总收入（百万元）
■ 智立方营业总收入（百万元） ■ 荣旗科技营业总收入（百万元）



来源：Wind，国金证券研究所

三、半导体量测设备：行业壁垒高，美国制裁升级背景下，国产替代迫在眉睫

3.1 量/检测设备贯穿晶圆制造，市场空间大且行业壁垒高

量/测设备根据测试功能不同可以分为量测（Metrology）和缺陷检测（Inspection）两大环节。量测主要针对晶圆制造流程中的薄膜厚度、关键尺寸（CD）、刻蚀深度等物理参数进行测量；缺陷检测主要是查看晶圆是否有异质产生的结构性缺陷。

半导体量/测设备贯穿晶圆制造全流程，重要程度高。在晶圆制造过程中，多采用循环工艺且工序复杂，循环次数多。单道良率下降会对整体良率产生较大影响。因此，在制造的各个环节中通过量测和检测的方式对单道工序良率进行把控的举措，对硅片厂/晶圆厂保障产品良率、产品一致性、降低成本十分有意义。

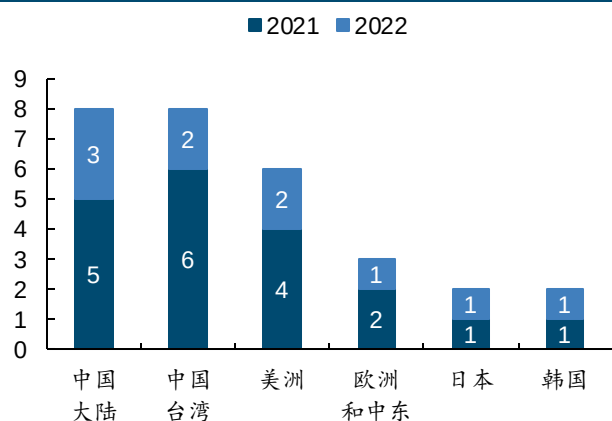
图表27：量/检测设备贯穿晶圆前道制造全流程

类型	项目	注入	扩散	薄膜		抛光	刻蚀	曝光	测试对象	设备
				金属	电介质					
量测	膜厚		√	√	√	√	√	√	不透明薄膜、透明薄膜、吸收光的介质层、单层薄膜、金属薄层	四探针测试仪（电学）、椭偏仪、反射光谱分析仪、XRF 技术、光声技术
	膜应力		√	√	√				金属、介质和聚合物的标准膜	自动应力测试仪
	折射率		√		√				透明物质	椭偏仪
	掺杂浓度	√	√						高、低掺杂浓度	四探针测试仪、热波系统
	关键尺寸						√	√	线宽	关键尺寸扫描电子显微镜（CD-SEM）
	台阶覆盖					√	√		硅片表面形貌	表面形貌仪
	套刻标记							√	光刻机和光刻胶图形与硅片前面刻蚀图形的套刻	相干探测显微镜（CPM）
	电容-电压特性		√						栅氧化层	C-V 测试仪
	接触角度							√	硅片表面粘附性力	接触角度仪
缺陷检测	无图形表面缺陷	√	√	√	√	√	√		裸硅片	明场光学缺陷检测仪、暗场光散射缺陷探测
	有图形表面缺陷						√	√	覆盖多层膜的硅片	明/暗场光学有图形缺陷检测设备、电子束有缺陷检测设备

来源：《半导体制造技术》，中科飞测招股说明书，国金证券研究所

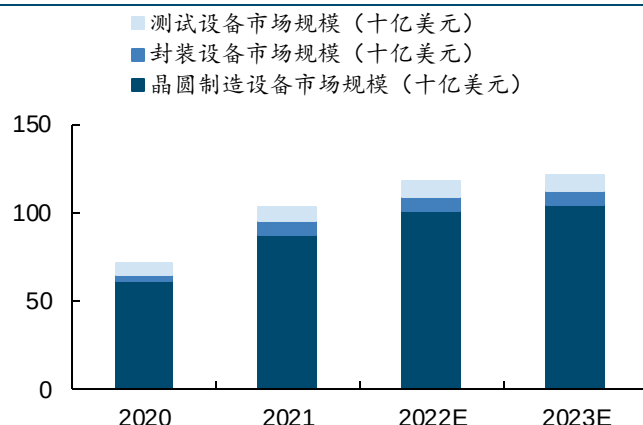
晶圆厂扩产步履不停，设备支出稳定增长。2022 年受地缘政治因素影响，各国投入大量人力物力，力求建立“自主可控”产业链。据 SEMI 数据统计，全球半导体制造商 2021 年新建 19 座新的高产能晶圆厂，并于 2022 年开工建设 10 座晶圆厂，其中中国大陆和中国台湾新增晶圆厂数量领先其他地区，各有 8 座新建晶圆厂；美洲，欧洲和中东，日本以及韩国分别有 6 个，3 个，2 个，2 个。受益于全球范围内新建晶圆厂以及原本晶圆厂产能扩产的需求拉动，半导体设备市场稳定增长。预计 2022 年，全球半导体设备市场规模将达 1175 亿美元，其中前道晶圆制造设备市场规模 1009.9 亿元；封装设备 77.6 亿美元；测试设备 87.7 亿美元。

图表28: 2021-2022 年全球新建晶圆厂数量



来源: SEMI, 国金证券研究所

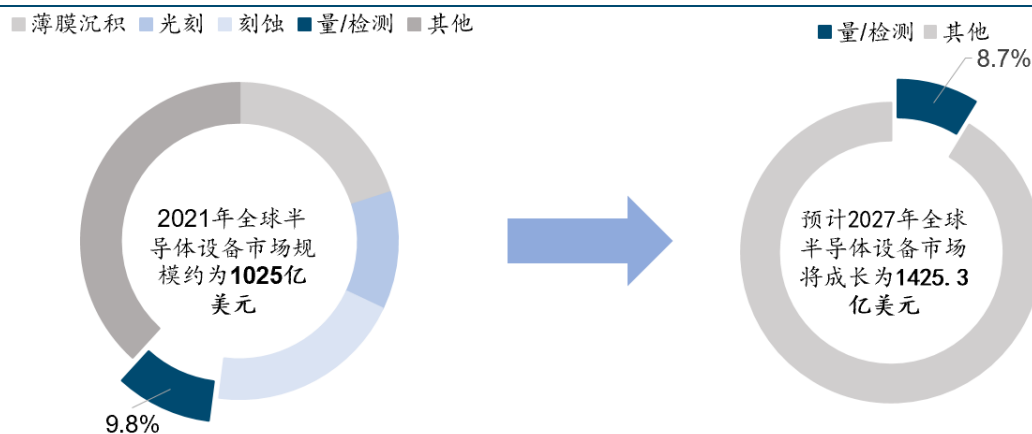
图表29: 2022 年全球半导体设备市场规模达 1175 亿美元



来源: SEMI, 国金证券研究所

量/检测设备在半导体设备中价值量较高, 预计 2027 年市场规模有望达到 124 亿美元。量/测设备 2021 年价值量占比约为 9.8%, 是仅次于薄膜沉积、光刻和刻蚀的第四大核心设备, 其价值量显著高于清洗、涂胶显影、CMP 等设备。量/测设备在半导体制造设备中占比较为稳定, 量/测设备市场规模未来有望随半导体设备市场规模的整体增长进一步扩容, 从 2021 年的 100 亿美元增长至于 2027 年的 124 亿美元, CAGR 为 3.65%。

图表30: 量/测设备在半导体制造设备中占比较高

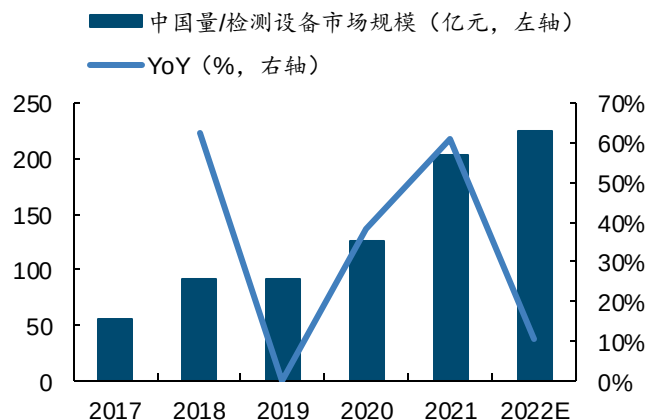


来源: SEMI, GII, Allied market research, MMR, IMARC, 立鼎产业研究院, 国金证券研究所

中国量/检测设备市场快速增长, 预计 2022 年将达 224 亿元。受益于中国大陆晶圆厂逆周期扩产需求, 量/检测设备市场快速扩容, 增速可观。其中有图形检测设备占比较高, 2021 年有图形检测、无图形检测以及电子束检测设备市场规模将分别达 69 亿元、10 亿元、24 亿元。

图表31: 2022 年中国量/检测设备市场规模将达 224 亿元

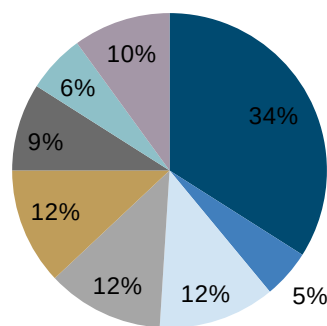
图表32: 2021 年量/检测设备细分市场情况



来源: Gartner, Wind, 立鼎产业研究院, 国金证券研究所

(注: 人民币: 美元取 7: 1)

有图形检测
电子束检测
关键尺寸电子显微镜
无图形检测
膜厚测量
刻套误差

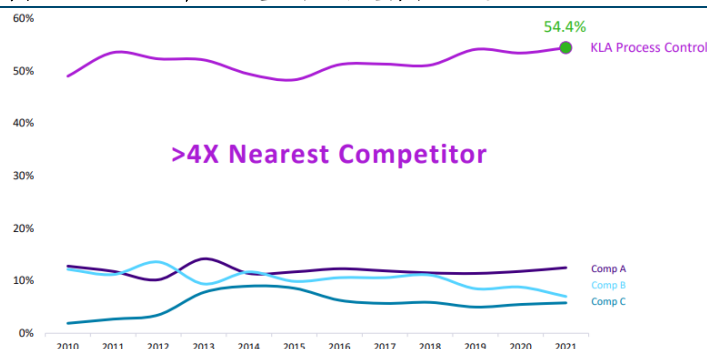


来源: 观研天下数据中心, 国金证券研究所

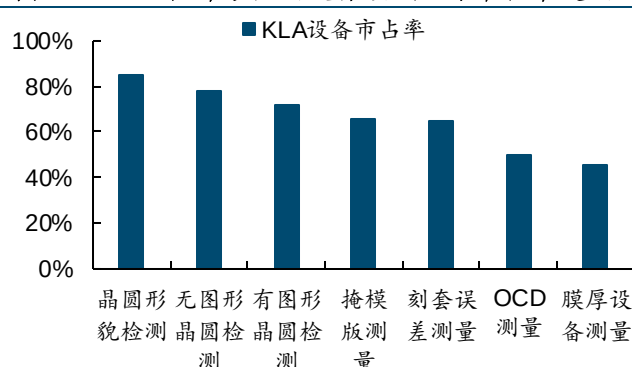
3.2 竞争格局集中且美国制裁加剧，看好公司在国产替代窗口下的高速成长

全球量/检测设备厂家中，KLA 一家独大。根据 Gartner 数据，KLA 长期在半导体制造过程控制业务领域份额超过 50%，2021 年以 54.4% 位列第一，是第二名竞争对手市场份额的 4 倍以上。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%。

图表33：2021 年 KLA 量/检测设备占比达 54.4%



图表34：KLA 在部分检测设备领域全球市占率超过 70%



来源：Gartner, KLA 公司公告, 国金证券研究所

来源：华经产业研究院, 国金证券研究所

三大量/检测设备企业在本土市场份额合计不足 3%，国产化率较低。作为晶圆制造前道设备国产化率最低的设备之一，量/检测设备本土前三大厂商收入合计为 5.13 亿元，国内市场份额占比仅为 2.53%，国产替代空间巨大。

图表35：2021 年本土三大量/检测设备厂商收入合计约为 5.13 亿元，国内市场份额占比不足 3%

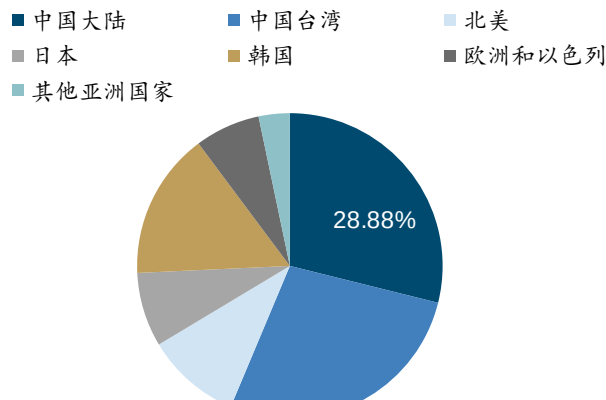
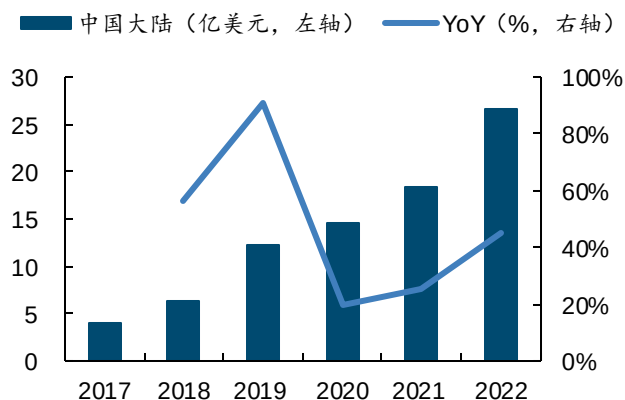
单位：亿元	2018		2019		2020		2021	
	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率	销售收入	市场占有率
上海睿励	0.27	0.31%	0.12	0.10%	0.20	0.15%	0.41	0.20%
上海精测	0.03	0.03%	0.04	0.03%	0.57	0.42%	1.11	0.55%
中科飞测	0.30	0.35%	0.56	0.47%	2.38	1.74%	3.61	1.78%
合计	0.60	0.69%	0.72	0.60%	3.15	2.31%	5.13	2.53%

来源：中科飞测招股说明书, Gartner, 国金证券研究所

美国制裁升级，KLA 业务发展受限，本土量/检测设备厂家迎来绝佳国产替代窗口期。2022 年 10 月 7 日，中国半导体产业迎来美国新一轮制裁，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，旨在减缓中国在先进芯片制造领域的进步。据路透社报道，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。在制裁升级的背景下，国产替代最佳窗口悄然而至，我们看好公司作为替代选择导入晶圆厂。

图表36：2022 财年 KLA 在中国大陆收入达 26.6 亿美元

图表37：2022 财年 KLA 在中国大陆收入占比达 28.88%



来源：Wind, 国金证券研究所 (横轴为财年)

来源：Wind, 国金证券研究所

3.3 并购龙头日企，积极研发扩张打造平台型量/测设备公司，对标海外巨头 KLA

公司上市后通过两次并购（无锡昌鼎、Optima）切入半导体检测设备领域，业务覆盖硅片段、晶圆加工段以及封测段。其中，无锡昌鼎主要生产测试编带一体机、全自动组焊

线机、自动打标机等半导体封装测试设备；Optima 拳头产品包括 RXW-1200、RXM-1200、BMW-1200 (R)、AXM-1200 四大类，产品覆盖边缘、背面、正面等缺陷检测，是全球领先的硅片、晶圆外观缺陷检测设备龙头公司。

图表38：公司检测设备布局

设备名称（细分产品）		设备功能	使用场景及工艺环节
RXW-1200 晶圆边缘检测设备		检测和分类晶圆缺陷，用于硅片或者器件制造环节	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
BMW-1200 晶圆背面检测设备		通过三维测量来检测晶圆背面的缺陷或污染物，用于器件制造环节	成膜/光刻/蚀刻/CMP
RXM-1200 边缘及正面/背面检测设备		检测晶圆边缘以及正面/背面的多种缺陷，用于硅片制造的抛光/外延环节	倒角/表面研磨/表面抛光/清洗/干燥/PW 终检/Epi、SOI 等
AXM-1200 晶圆制造外观检测设备		AXM 系列是最先进的设备，用于边缘/正面/背面/Notch 检查。通过新开发的原始算法自动进行缺陷分类	边缘/正面/背面/ Notch 检查
全自动组焊线	陶瓷片自动组焊机	绝缘型产品框架自动组装陶瓷片之上锡,置放陶瓷片,组装,烧结等一体化作业	封装
	大桥自动组焊机	桥式产品自动组装之框架上锡、置放芯片、点胶、Clip 取放、烧结等一体化作业	
	自动组焊机	TO 系列产品自动组装之上锡、芯片组装、置放 Clip、烧结等一体化作业	
测试编带一贯机	DD 马达高速 TMTT	二、三极管及 IC 电子元件之电性测试、激光打标、视觉检测及编带等一体自动化作业	测试
	双轨高速测试打印编带一贯机	二极管电子元件之电性测试、镭射打标、视觉检测，及编带等一体自动化作业	
	管装测试编带一贯机	三极管电子元件之电性测试、镭射打标、视觉检测、管收或编带等	
外观检查机	QFN 外观检查机	各型号二极管电子元件，进行 vision 检测及编带功能，可依材料别以振动盘或料盘入料，并提供料盘或编带出料	封装
	六面检测机	电子元件六面外观自动检测	
套管机		电子元件之套管、视觉检测等一体自动化作业	封装
自动打标机		打标自动化作业	封装

来源：Optima 官网，无锡昌鼎官网，国金证券研究所

公司产品与海外龙头 KLA 区别在于零部件和具体性能指标。无图形晶圆缺陷检测设备的主要部件有激光光源、光路系统、CCD 相机、硅片抓取机械手、高精度伺服系统、控制电脑等。目前国内核心部件的供应商数量较少，公司核心零部件均采购自日本、美国等地。晶圆缺陷检测设备的识别精度约 0.5um，这一指标接近光学成像的极限，各家设备厂基本无差异。主要竞争力体现在过检率、一致性、产能、定位精度、耐用性等指标上，整体来看，公司属晶圆检测设备第一梯队厂家。

公司持续扩展半导体量/检测设备品类，目前已进入海内外龙头厂商硅晶圆厂商供应链。高端半导体检测设备作为公司核心产品，近年来不断加大研发投入，横向扩充产品品类。在 Optima 原有检测设备的基础上，新增了分选设备，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。此外，有图形检测设备也在积极研发中，为公司长期发展进一步打开成长空间。

在客户导入方面，公司产品目前已进入 SUMCO、SK、SAMSUNG、MEMC Korea、WAFER WOKS COP.、Global Wafers、协鑫、奕斯伟、中环、金瑞泓、沪硅等多家海内外龙头厂商，产品认可度高。此外，公司正在积极开拓晶圆厂客户，未来成长可期。

图表39：不同工艺环节客户检测面及所用检测设备存在差异

客户	检测面	所用检测设备	难度
硅片厂	正面	无图形缺陷检测设备	较大
	背面、边缘	无图形缺陷检测设备	较小
晶圆厂	正面	有图形缺陷检测设备	大
	背面、边缘	无图形缺陷检测设备	较小
封测厂	整个表面	宏观检测设备	小

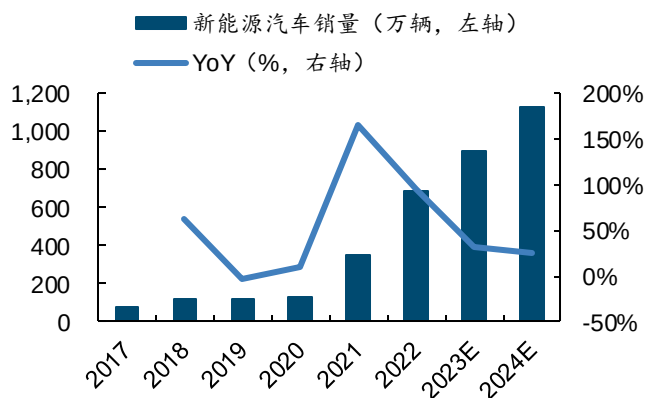
来源：国金证券研究所

四、新能源设备：下游需求旺盛，公司积极布局，有望成为业绩新增长点

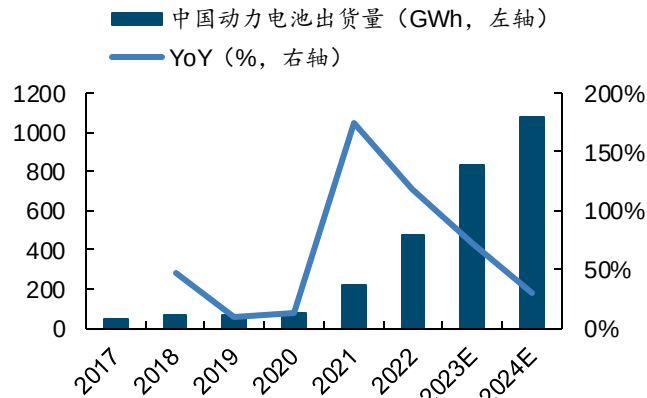
4.1 新能源汽车持续放量，汽车产线自动化及动力电池设备有望成为公司新增长点

新能源汽车持续快速放量，带动汽车产线自动化及动力电池设备市场需求增长。2022 年我国新能源汽车销量达 687.23 万辆，继续维持高速增长，同比增速达 96%。下游整车市场需求的持续旺盛的背景下，中国动力电池出货量快速增长。2022 年中国动力电池出货量达 480GWh，同比增长 118%。据高工产业研究院（GGII）预测，到 2030 年中国动力电池出货量将达 2230GWh，扩产需求强劲。动力电池设备需求旺盛，具备长期持续增长潜力。

图表40：2022 年中国新能源汽车销量同比+96%



图表41：2022 年中国动力电池出货量达 480GWh



来源：Wind，国金证券研究所

来源：GGII，国金证券研究所

子公司赛腾菱欧负责汽车板块与动力电池板块业务，已成功进入日系龙头厂商供应链。2018 年公司收购菱欧科技，更名为赛腾菱欧，正式切入汽车自动化产线与电池生产设备赛道。目前公司下游客户包括日本电产、村田新能源、松下能源等，其中日本电产主要产品为马达，村田新能源与松下能源均为全球知名电池厂商。着眼未来，受益于动力电池持续放量，叠加绑定龙头客户的优势，公司在新能源汽车行业仍有较大成长空间。

图表42：公司已与新能源汽车优质客户建立长期稳定合作



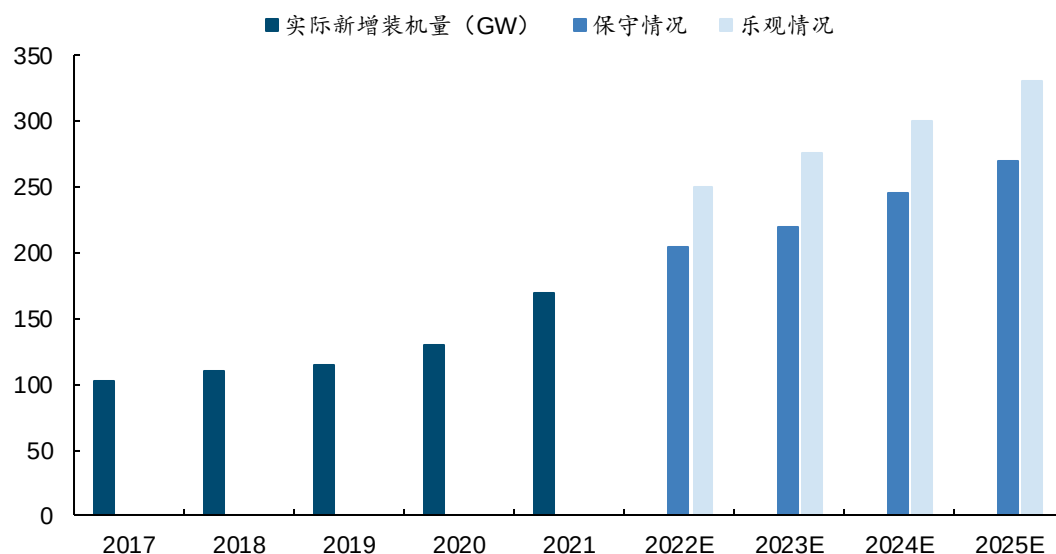
来源：公司公告，国金证券研究所

4.2 光伏装机量稳定增长，公司前瞻布局光伏组件设备拓宽公司发展空间

光伏行业方兴未艾，新增装机量稳定提升，拉动上游设备需求。据 CPIA 预测，2025 年全

球光伏装机量乐观情况估计将达到 330GW，对应 2021 年 CAGR 达 18%；若进展不达预期，保守估计装机量将达 270GW，对应 2021 年 CAGR 将达 12%。在保守及乐观估测下，光伏行业新增装机量增速显著，市场需求持续旺盛，光伏设备将充分受益。

图表43：2025 年全球光伏新增装机量乐观/保守预期分别达到 330/270GW



来源：CPIA，国金证券研究所

借助自动化设备的长期技术积累，公司已顺利切入光伏组件领域。光伏设备从应用阶段的不同，可以分为硅片生产设备、电池片生产设备、组件生产设备等。目前，公司已实现光伏组件自动化单机设备及整线的小批量出货。相信未来，有望借于光伏行业大规模扩产之契机，迎来大规模出货，进一步拓宽公司发展空间。

五、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

预计 2022-2024 年公司营收达到 29.34 亿元、42.70 亿元、52.93 亿元，同增 26.55%、45.53%、23.96%，毛利率分别为 40.2%、40.7%、39.8%，不同板块业务的营收、毛利率变动逻辑如下：

消费电子设备：受益于北美大客户产能逐步向印度、东南亚等地区转移以及公司持续创新，潜望式摄像头及 MR 设备放量带来的设备需求。公司消费电子设备业务板块营收稳定增长，预计 2022-2024 年消费电子设备板块收入规模达 23.52 亿元、33.15 亿元、38.51 亿元，同比+25.08%、+40.95%、+16.17%。毛利率方面，公司主要产品为非标设备，毛利率将继续维持高位，预计 2022-2024 年消费电子设备板块毛利率分别为 41.6%、41.6%、41.5%。

半导体设备：受益于美国制裁进一步升级，公司半导体量/检测设备有望快速放量。目前公司正在积极导入国内晶圆制造厂，未来成长空间巨大。预计 2022-2024 年半导体设备板块收入规模达 3.75 亿元、7.06 亿元、8.98 亿元，同比+73.03%、+88.21%、+27.11%。此外，公司生产设备境外生产比例逐步降低，国产化零部件正在逐步导入，成本将得到改善，毛利率预计将稳中有升。预计 2022-2024 年半导体设备板块毛利率分别为 44.0%、44.3%、45.2%。

新能源汽车设备：受益于新能源汽车快速放量，以及公司目前已成功切入日本电产、村田新能源、松下新能源等优质客户，预计公司新能源汽车设备板块营收稳定增长，2022-2024 年新能源汽车设备板块收入规模达 2.01 亿元、2.39 亿元、2.78 亿元，同比-6.75%、+18.76%、+16.58%，毛利率稳中有降，分别达 18.2%、17.6%、17.5%。

其他设备：随光伏组件设备放量出货，预测公司其他设备 2022-2024 年营业收入达 0.06、0.10、2.66 亿元，同比+1.8%、68.1%、2654.0%，毛利率分别为 12.9%、20.9%、21.0%。

图表44：公司营收预测

分板块	2021	2022E	2023E	2024E
消费电子设备营收（百万元）	1,880.36	2351.99	3315.2	3851.22
YoY		25.08%	40.95%	16.17%
毛利率	41.0%	41.6%	41.6%	41.5%
营收占比	81.1%	80.2%	77.6%	72.8%
半导体设备营收（百万元）	216.84	375.20	706.15	897.56
YoY		73.03%	88.21%	27.11%
毛利率	44.7%	44.0%	44.3%	45.2%
营收占比	9.4%	12.8%	16.5%	17.0%
新能源汽车设备营收（百万元）	215.71	201.14	238.88	278.48
YoY		-6.75%	18.76%	16.58%
毛利率	18.1%	18.2%	17.6%	17.5%
营收占比	9.3%	6.9%	5.6%	5.3%
其他设备营收（百万元）	5.64	5.74	9.65	265.76
YoY		1.8%	68.1%	2654.0%
毛利率	11.5%	12.9%	20.9%	21.0%
营收占比	0.2%	0.2%	0.2%	5.0%
营收合计（百万元）	2,318.55	2,934.07	4,269.88	5,293.02
YoY		26.55%	45.53%	23.96%
毛利率	39.1%	40.2%	40.7%	39.8%

来源：公司公告，国金证券研究所

5.2 投资建议及估值

预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润为 2.93、4.22、5.26 亿元，EPS 分别为 1.54、2.21、2.76 元，对应 PE 分别为 19.54、13.59、10.89 倍。我们选取精测电子、科瑞技术、博众精工作为可比公司，截至 2023 年 3 月 10 日，根据 Wind 一致预期，3 家可比公司 2023 年市盈率中位数为 23.13 倍，我们给予公司 2023 年 25 倍 PE 估值，目标市值 105.5 亿元，对应目标价格为 55.25 元/股。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图表45：可比公司估值比较

代码	名称	股价（元）	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
300567	精测电子*	66.01	0.99	0.69	0.98	1.37	1.86	55.72	104.77	67.29	48.19	35.52
002957	科瑞技术*	18.16	0.71	0.09	0.72	0.95	1.20	28.73	298.74	25.13	19.09	15.15
688097	博众精工*	28.89	0.66	0.48	-	1.25	1.81	-	97.15	35.54	23.13	15.95
中位数										35.54	23.13	15.95
603283	赛腾股份	42.03	0.98	0.99	1.54	2.21	2.76	40.60	29.82	19.54	13.59	10.89

来源：Wind，国金证券研究所（注：标*公司估值采用 Wind 一致预期，股价为 2023 年 3 月 17 日收盘价）

六、风险提示

北美大客户新产品不及预期的风险：北美大客户新品发布在即，若产品认可度不及预期，公司业绩会产生不利影响。

半导体设备新产品研发不及预期的风险：公司量/检测设备壁垒高，且行业内 KLA 一家独大。若整体研发进度不及预期，可能会对公司业绩释放造成不利影响。

电动车销量不及预期的风险：若下游需求不及预期，电动车销量下滑，会对公司业绩产生一定影响。

汇率波动的风险：公司 2021 年海外业务收入占 40%以上，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。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,206	2,028	2,319	2,934	4,270	5,293
增长率		68.3%	14.3%	26.5%	45.5%	24.0%
主营业务成本	-665	-1,237	-1,412	-1,754	-2,533	-3,184
%销售收入	55.1%	61.0%	60.9%	59.8%	59.3%	60.2%
毛利	541	791	907	1,180	1,736	2,109
%销售收入	44.9%	39.0%	39.1%	40.2%	40.7%	39.8%
营业税金及附加	-12	-14	-18	-34	-32	-38
%销售收入	1.0%	0.7%	0.8%	1.2%	0.8%	0.7%
销售费用	-129	-187	-223	-268	-363	-423
%销售收入	10.7%	9.2%	9.6%	9.1%	8.5%	8.0%
管理费用	-125	-188	-207	-268	-406	-490
%销售收入	10.3%	9.3%	8.9%	9.1%	9.5%	9.3%
研发费用	-131	-182	-249	-272	-410	-495
%销售收入	10.9%	9.0%	10.7%	9.3%	9.6%	9.4%
息税前利润 (EBIT)	144	220	211	339	526	663
%销售收入	11.9%	10.9%	9.1%	11.6%	12.3%	12.5%
财务费用	-11	-48	-46	-21	-91	-118
%销售收入	0.9%	2.4%	2.0%	0.7%	2.1%	2.2%
资产减值损失	-10	-23	-2	-4	0	0
公允价值变动收益	1	5	-5	-1	0	0
投资收益	2	1	7	6	7	7
%税前利润	1.6%	0.5%	3.4%	1.8%	1.4%	1.1%
营业利润	136	199	200	340	461	571
营业利润率	11.3%	9.8%	8.6%	11.6%	10.8%	10.8%
营业外收支	7	0	-2	-1	0	0
税前利润	142	199	198	339	461	570
利润率	11.8%	9.8%	8.5%	11.5%	10.8%	10.8%
所得税	-13	-15	-7	-27	-21	-26
所得税率	9.3%	7.7%	3.6%	7.9%	4.5%	4.5%
净利润	129	184	191	312	440	545
少数股东损益	7	9	12	19	19	19
归属于母公司的净利润	122	175	179	293	422	526
净利率	10.2%	8.6%	7.7%	10.0%	9.9%	9.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	129	184	191	312	440	545
少数股东损益	7	9	12	19	19	19
非现金支出	40	61	55	55	57	58
非经营收益	-1	15	39	74	123	156
营运资金变动	-19	-676	153	-526	-959	-485
经营活动现金净流	150	-416	438	-85	-338	273
资本开支	-113	-201	-107	-116	-51	-54
投资	-130	-37	-67	-18	-12	-12
其他	2	1	7	6	6	7
投资活动现金净流	-241	-238	-168	-128	-56	-59
股权募资	196	2	19	0	103	0
债权募资	121	697	-76	658	711	293
其他	-86	-101	-161	-148	-187	-217
筹资活动现金净流	230	599	-218	510	628	76
现金净流量	138	-52	35	297	234	289

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	376	333	477	771	1,001	1,288
应收款项	424	1,383	1,097	1,386	2,189	2,716
存货	304	399	833	1,178	1,805	2,181
其他流动资产	51	94	153	203	232	258
流动资产	1,155	2,210	2,560	3,538	5,227	6,442
%总资产	55.2%	66.4%	68.6%	73.1%	80.1%	83.3%
长期投资	1	1	1	48	50	52
固定资产	379	537	598	661	659	662
%总资产	18.1%	16.1%	16.0%	13.7%	10.1%	8.6%
无形资产	485	474	466	464	459	454
非流动资产	935	1,117	1,173	1,301	1,296	1,293
%总资产	44.8%	33.6%	31.4%	26.9%	19.9%	16.7%
资产总计	2,090	3,327	3,733	4,839	6,523	7,736
短期借款	322	915	678	1,383	2,124	2,447
应付款项	347	714	853	1,026	1,495	1,867
其他流动负债	199	202	446	461	481	541
流动负债	868	1,832	1,978	2,870	4,100	4,855
长期贷款	64	169	323	276	246	216
其他长期负债	127	56	8	20	18	16
负债	1,059	2,057	2,309	3,167	4,364	5,087
普通股股东权益	1,012	1,224	1,369	1,599	2,067	2,538
其中：股本	176	179	182	191	191	191
未分配利润	321	393	442	673	1,037	1,508
少数股东权益	19	46	55	73	92	110
负债股东权益合计	2,090	3,327	3,733	4,839	6,523	7,736

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.695	0.976	0.986	1.537	2.209	2.757
每股净资产	5.746	6.830	7.525	8.380	10.830	13.297
每股经营现金净流	0.851	-2.321	2.410	-0.443	-1.770	1.431
每股股利	0.310	0.560	0.650	0.330	0.300	0.290
回报率						
净资产收益率	12.10%	14.29%	13.10%	18.34%	20.40%	20.73%
总资产收益率	5.86%	5.26%	4.80%	6.06%	6.46%	6.80%
投入资本收益率	8.48%	8.44%	8.37%	9.36%	11.08%	11.91%
增长率						
主营业务收入增长率	33.30%	68.26%	14.31%	26.55%	45.53%	23.96%
EBIT 增长率	32.37%	52.97%	-4.29%	60.85%	55.09%	26.01%
净利润增长率	1.14%	42.88%	2.53%	63.59%	43.71%	24.80%
总资产增长率	52.14%	59.19%	12.19%	29.65%	34.79%	18.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	112.3	158.5	189.0	165.0	180.0	180.0
存货周转天数	145.9	103.8	159.3	245.2	260.0	250.0
应付账款周转天数	76.3	83.2	116.5	145.0	145.0	145.0
固定资产周转天数	62.7	89.7	80.0	64.7	41.8	31.4
偿债能力						
净负债/股东权益	11.65%	59.91%	31.21%	50.08%	60.64%	49.30%
EBIT 利息保障倍数	13.4	4.5	4.6	16.1	5.8	5.6
资产负债率	50.67%	61.81%	61.86%	65.44%	66.91%	65.77%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-60753903 传真：021-61038200 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402
--	--	--