

长风破浪会有时 并购 optima 再扬帆

——赛腾股份（603283.SH）

机械设备/专用设备



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

公司主要从事自动化生产设备的研发、设计和生产，产品和服务涉及消费电子、汽车（新能源汽车）、半导体及锂电池等业务领域。我们看好赛腾股份主要基于以下几个原因：

- ◆ **收购硅片检测设备公司 optima 进入半导体设备领域，下游客户包含三星、台积电及 SK 海力士等国际巨头。**公司以现金方式购买 Kemet Japan 株式会社持有的日本 Optima 株式会社 67.53% 股权，optima 是硅片检测领域的知名企业，下游客户包含三星、台积电、SK 海力士等国际巨头。目前 optima 主要客户在海外，几家国际巨头销售额占公司营收比例达 30%~50%。Optima 收购完成，将开启国内客户的拓展，以 optima 的技术实力，我们预计国内客户的拓展会比较顺利。
- ◆ **公司自动化设备业务满负荷生产，业务有望保持高速增长。**公司原有自动化设备业务绑定苹果供应链，虽然目前受疫情影响，消费电子整体预期下降，但根据我们跟公司交流情况来看，公司自动化设备业务目前处于满负荷生产状态，业绩有望保持高速增长。
- ◆ **国内晶圆厂产能的大幅提升，将增加对晶圆检测设备的需求。**根据 SEMI 的统计数据，2017-2020 年间，全球将有 62 座新晶圆厂投产，其中 26 座坐落中国大陆，占总数的 42%。国内晶圆厂的大量投产，晶圆检测设备的需求将迎来高速增长期。特别是在中美贸易摩擦的大背景下，optima 国内客户拓展可能超预期。
- ◆ **晶圆检测市场空间大：**根据 SEMI 的统计数据，2018 年工艺控制检测设备约占晶圆厂制造设备总额的 10%。2018 年全球半导体设备销售额达 645 亿美元，前道量测/检测设备的全球销售额也达到 64.5 亿美元，预计检测设备市场规模约 40 亿美金。

投资建议：optima 收购成为国内企业后，将开启国内客户的拓展，公司有望实现高速增长。我们预计 optima 2020-2022 年实现净利润分别为 3500 万元、6000 万元和 9500 万元。不包含 optima，预计公司 20-22 年 EPS 为 1.06/1.53/2 元，PE 为 34/24/18，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情影响大于预期；下游需求低于预期；客户拓展进度低于预期。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	904.39	1,205.51	1,587.14	2,250.13	2,842.52
增长率（%）	32.38%	33.30%	31.66%	41.77%	26.33%
归母净利润（百万元）	121.04	122.42	187.50	269.00	352.37
增长率（%）	26.52%	1.14%	53.16%	43.47%	30.99%
净资产收益率（%）	16.28%	12.10%	15.29%	19.11%	21.41%
每股收益（元）	0.75	0.74	1.06	1.53	2.00
PE	48.83	49.49	34.39	23.97	18.30
PB	8.02	6.37	5.26	4.58	3.92

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2020 年 05 月 31 日

曹旭特

分析师

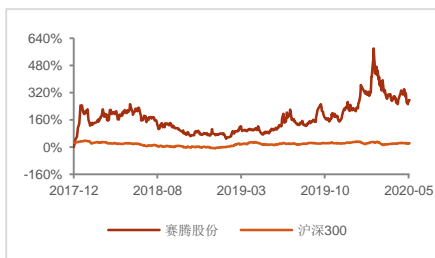
SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2020.05.29

总市值/流通市值（亿元）	64.48/15.29
总股本（万股）	17,609.04
资产负债率（%）	52.61
每股净资产（元）	5.86
收盘价（元）	36.62
一年内最低价/最高价（元）	18.79/66.29

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

内容目录

1. 为什么看好赛腾股份？	3
1.1 收购 optima 布局半导体设备领域 客户覆盖三星台积电等国际巨头	3
1.2 国内晶圆厂大量投产晶圆检测设备需求迎高速增长期	5
1.3 自动化设备业务满负荷生产 业绩有望保持快速增长	5
2. 疫情影响较小 公司处于满负荷生产状态	7
2.1 2020Q1 营收小幅下降 管理费大增致净利润大幅下降	7
2.2 研发费用加速增长 提升核心竞争力	8
3. 半导体前道检测设备技术壁垒高 全球处于寡头垄断格局	9
3.1 2019 年存储价格大跌 半导体设备销售额下跌超 7%	9
3.2 半导体设备欧美及日本处于领先地位	11
3.3 前道检测设备是半导体设备的重要构成	11
4. 公司应该如何估值？	12
4.1 Optima 估值可参考国内半导体设备公司	13
4.2 自动化设备领域毛利率高于同行	13
5. 盈利预测	14
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: 全球规划晶圆厂投建分布	5
图 2: 2020 年 Q1 全球手机出货量及占比情况	6
图 3: 2019 Q4 全球 TWS 耳机出货量及销售额情况	6
图 4: 全球 TWS 耳机出货量	7
图 5: 2019 年按季度全球 TWS 耳机出货量及 AirPods 系列出货量情况	7
图 6: 公司近年营收情况	8
图 7: 公司近年净利润情况	8
图 8: 公司研发费用逐年提升	9
图 9: 全球半导体行业月度营收情况	10
图 10: 全球半导体设备销售情况	10
图 11: 前道量测/检测设备占晶圆制造设备比例达 10%	12
图 12: 全球前道量测/检测设备市场格局	12
图 13: 同类可比公司赛腾股份毛利率最高	14
表 1: Optima 公司产品功能及应用	4
表 2: Optima 营收及净利润情况	4
表 3: 全球半导体设备地区销售情况 (单位: 十亿美元)	10
表 4: 2019 年半导体设备生产商销售全球前 10 排名 (单位: 百万美元, 包含 Service、Support)	11
表 5: Optima 可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2020.5.29 日)	13
表 6: 可比公司盈利预测与估值情况 (截止 2020.5.29 日)	14
表 7: 公司 2020-2022 收入拆分及盈利预测 (单位: 百万元)	14
表 8: 公司盈利预测表	16

1. 为什么看好赛腾股份？

公司主要从事自动化生产设备的研发、设计和生产，产品和服务涉及消费电子、汽车（新能源汽车）、半导体及锂电池等业务领域。我们看好赛腾股份主要基于以下几个原因：

- ◆ **收购硅片检测设备公司 optima 进入半导体设备领域，下游客户包含三星、台积电及 SK 海力士等国际巨头。**公司以现金方式购买 Kemet Japan 株式会社持有的日本 Optima 株式会社 67.53% 股权，optima 是硅片检测领域的知名企业，下游客户包含三星、台积电、SK 海力士等国际巨头。目前 optima 主要客户在海外，几家国际巨头销售额占公司营收比例达 30%~50%。Optima 收购完成，将开启国内客户的拓展，以 optima 的技术实力，我们预计国内客户的拓展会比较顺利。
- ◆ **公司自动化设备业务满负荷生产，业务有望保持高速增长。**公司原有自动化设备业务绑定苹果供应链，虽然目前受疫情影响，消费电子整体预期下降，但根据我们跟公司交流情况来看，公司自动化设备业务目前处于满负荷生产状态，业绩有望保持高速增长。

1.1 收购 optima 布局半导体设备领域 客户覆盖三星台积电等国际巨头

2019 年 5 月 10 日，公司发布公告：拟以现金方式购买 Kemet Japan 株式会社持有的日本 Optima 株式会社 20,258 股股份，占标的公司股权比例为 67.53%，股权收购价款 270,105.99 万日元（约合人民币 16,395 万元）。目前，该笔交易款项已支付，资产已交割。

上述收购完成后，公司拟通过赛腾国际对 Optima 株式会社进行增资，增资金额 120,000 万日元，总计投资金额 390,105.99 万日元（折合人民币约 23,679 万元），上述收购及增资完成后，公司将持有标的公司约 75.02% 股权。

Optima 公司成立于 2015 年 2 月，其前身为成熟晶圆检测设备公司 Raytex。Optima 公司核心产品为晶圆检测设备，属于半导体前道检测设备，在半导体制造工艺的众多步骤中都有应用。目前 optima 产品有以下几个系列：

- ◆ **Wafer Edge Inspection System (RXW-1200)：**用于检测和分类晶圆边缘缺陷，以及测量硅片或者器件制造过程中所需的零件尺寸。
- ◆ **Backside Macro Wafer Inspection System (BMW-1200)：**该设备在晶圆背面缺陷/污染检测中具有高灵敏度特点，并能在器件制造过程中对提取的缺陷进行三维的精确测量。
- ◆ **Edge and Front/Back Surface Inspection Equipment (RXM-1200)：**该设备用于晶圆边缘各种缺陷的检测，在硅片抛光或者外延处理中两面出现的缺陷都能检测。
- ◆ **Pinhole Defect Inspection Equipment (RXP-1200)：**该设备采用内部或者背面的红外光来检测在硅晶体生长过程中产生的针孔缺陷。

表1：Optima 公司产品功能及应用

产品名称	型号	功能	半导体制造工艺应用步骤	产品图例
Wafer Edge Inspection System	RXW-1200	检测和分类晶圆边缘缺陷，以及测量硅片或者器件制造过程中所需的零件尺寸	倒角、单面研磨、双面抛光、沉积、光刻、CMP 抛光等	
Backside Macro Wafer Inspection System	BMW-1200	在晶圆背面缺陷/污染检测中具有高灵敏度特点，并能在器件制造过程中对提取的缺陷进行三维的精确测量	沉积、光刻、刻蚀、CMP 等	
Edge and Front / Back Surface Inspection Equipment	RXM-1200	用于晶圆边缘各种缺陷的检测，在硅片抛光或者外延处理中两面出现的缺陷都能检测。	倒角、单面研磨、双面抛光、清洗、外延等	
Pinhole Defect Inspection Equipment	RXP-1200	采用内部或者背面的红外光来检测在硅晶体生长过程中产生的针孔缺陷	晶体生长、切片、单面研磨、双面抛光等	

资料来源：Optima 公司官网，申港证券研究所

Optima 是一家优质的晶圆检测设备生产商，下游客户包含三星、SK 海力士、台积电等国际巨头。目前 optima 主要客户在海外，几家国际巨头销售额占公司营收比例达 **30%~50%**。Optima 收购完成，将开启国内客户的拓展，以 optima 的技术实力，我们预计国内客户的拓展会比较顺利。

根据公司公布数据，optima 2018 年全年实现营业收入 1.79 亿元，实现净利润 3070.55 万元。从 2019 年的经营情况来看，**optima 2019 年的盈利能力下降**，我们认为主要原因是 **optima 核心客户是三星、SK 海力士等存储大厂，2019 年存储价格暴跌导致公司盈利能力也受到影响。**

表2：Optima 营收及净利润情况

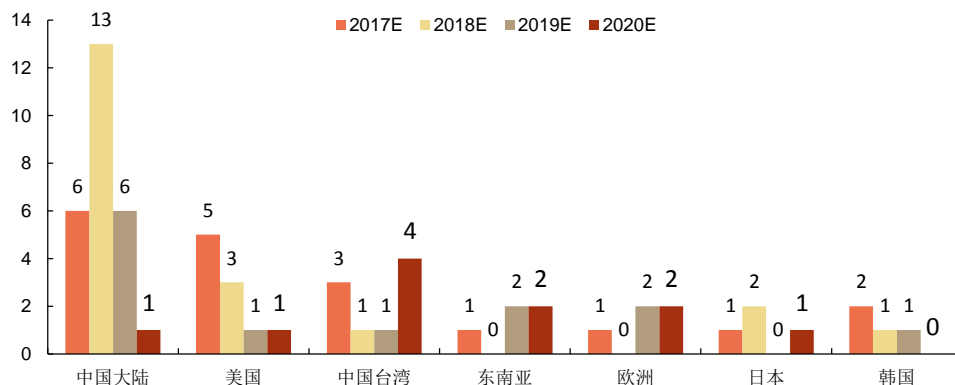
项目	2019 年 8-12 月	2019 年 1-3 月 (未经审计)	2018 年 (未经审计)
营业收入 (万元)	8582.31	4816.24	17875.59
净利润 (万元)	1181.22	398.35	3070.55

资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.2 国内晶圆厂大量投产晶圆检测设备需求迎高速增长期

根据 SEMI 的统计数据, 2017-2020 年间, 全球将有 62 座新晶圆厂投产, 其中 26 座坐落中国大陆, 占总数的 42%。国内晶圆厂的大量投产, 晶圆检测设备的需求将迎来高速增长期。

图1: 全球规划晶圆厂投建分布



资料来源: SEMI, 申港证券研究所

目前国内众多晶圆厂都将开启产能的扩张, 例如中芯国际先进制程产能的扩张、长江存储 3D NAND 产能的提升等。

- ◆ **中芯国际:** 2019 年四季度, 中芯国际 14nm FinFET 开始量产, 目前处于产能爬坡期, 预计今年年底能达到 15000 片/月。公司目前开始准备在科创板上市, 募集资金用于先进制程的投建。根据公司的规划, 未来建设 SN1、SN2 两条先进制程生产线, 每条生产线规划产能 35000 片/月。
- ◆ **长江存储:** 公司是国内 NAND 龙头企业, 2020 年 4 月 128 层 3D NAND 实现突破, 后续将进行产能的提升。根据公司的规划, 一期规划产能 10 万片/月, 二期产能 30 万片/月, 最终三期项目预计在 2030 年完成, 产能将提升到 100 万片/月。
- ◆ **合肥长鑫:** 公司是国内 DRAM 龙头, 合肥 12 英寸晶圆厂分为三期, 第一期满载产能为 12 万片/月。预计二期、三期的产能也都将达到 12 万片/月, 三期合计月产能将达到 36 万片。
- ◆ **华虹半导体:** 2019 年 9 月, 华虹无锡 12 英寸生产线 (华虹七厂) 正式建成投产, 该项目总投资 100 亿美元, 月产能规划为 4 万片。

国内晶圆厂产能的大幅提升, 将增加对晶圆检测设备的需求, 特别是在中美贸易摩擦的大背景下, 半导体设备国产替代将是大势所趋。虽然目前 optima 在国内的占比不高, 但我们认为, 对于像 optima 这种真正有技术实力、客户已经包含三星、SK 海力士以及台积电等国际最先进晶圆厂的晶圆检测设备生产商, 未来进入国内晶圆厂的难度不大。

1.3 自动化设备业务满负荷生产 业绩有望保持快速增长

公司原主营业务是自动化设备的设计及生产, 绑定苹果供应链, 虽然目前受疫情影

响, 消费电子整体预期下降, 但根据我们跟公司交流情况来看, 公司自动化设备业务目前处于满负荷生产状态, 业绩有望保持高速增长。

根据 Counterpoint 数据显示, 2020 年 Q1 全球手机出货量 2.95 亿部, 较去年同期的 3.41 亿部下降 4600 万部, 同比下降 13.5%。从数据来看, 疫情对苹果手机的销售量影响相对较小, 销售量由去年同期的 4200 万部下降到今年的 4000 万部, 下降幅度仅为 4.76%, 远低于全球下降幅度。

图2: 2020 年 Q1 全球手机出货量及占比情况

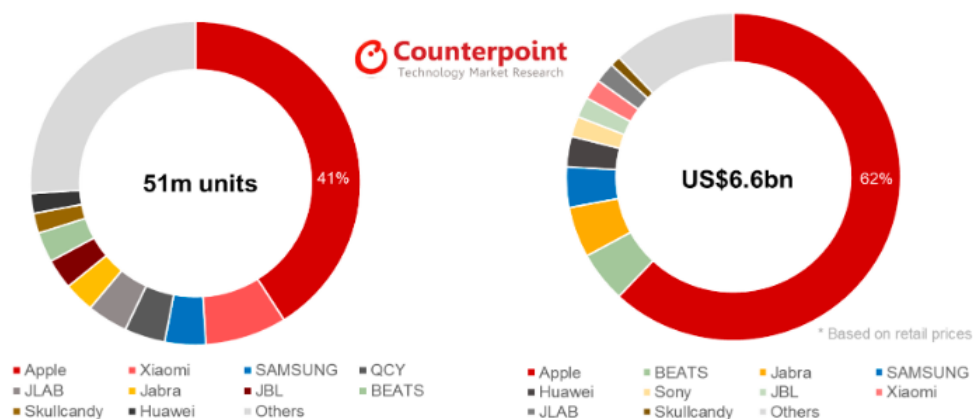
Exhibit: Smartphone Shipment Market Share Q1 2019 and Q1 2020

Global Smartphone market	SHIPMENT (MILLION)		SHARE (%)	
	Q1 2019	Q1 2020	Q1 2019	Q1 2020
SAMSUNG	72.0	59.0	21%	20%
HUAWEI	59.1	49.0	17%	17%
APPLE	42.0	40.0	12%	14%
XIAOMI	27.8	29.7	8%	10%
OPPO	25.7	22.3	8%	8%
VIVO	23.9	21.6	7%	7%
REALME	2.8	7.2	1%	2%
LENOVO GROUP	9.5	6.0	3%	2%
LG	6.9	5.0	2%	2%
TECNO	4.7	4.6	1%	2%
OTHERS	66.6	50.7	20%	17%
TOTAL	341.0	295.0	100%	100%

资料来源: Counterpoint, 申港证券研究所

在 TWS 耳机方面, 根据 Counterpoint 的数据, 2019 Q4 全球 TWS 耳机出货量达到 5100 万部, 苹果 AirPods 系列出货量占比 41%。销售额方面, 2019 Q4 全球 TWS 耳机销售额达 66 亿美元, 其中苹果 AirPods 系列占比 62%。

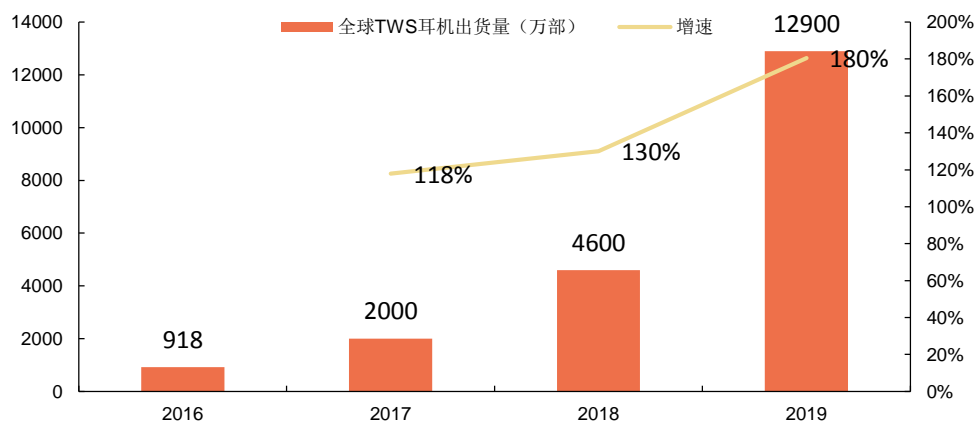
图3: 2019 Q4 全球 TWS 耳机出货量及销售额情况



资料来源: Counterpoint, 申港证券研究所

TWS 耳机近年来持续火爆, 全球出货量 2016 年为 918 万部, 到了 2019 年达到 1.29 亿部, 每年都以翻一倍多的速度增长。根据 Counterpoint 的预测, 2020 年全球 TWS 耳机的出货量将达到 2.3 亿部。

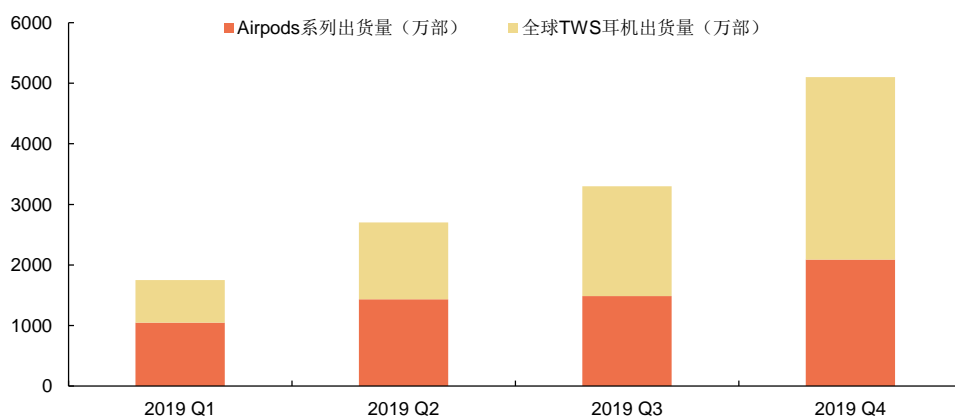
图4：全球 TWS 耳机出货量



资料来源：Counterpoint, 申港证券研究所

在 TWS 耳机领域，苹果一直处于绝对领先地位。2019 年 Q1-Q4 四个季度，全球 TWS 耳机出货量分别为 1750 万、2700 万、3300 万和 5100 万部，其中苹果 AirPods 系列出货量占比分别为 60%、53%、45%和 41%。未来随着 TWS 耳机的持续火热，苹果耳机的出货量将继续保持高速增长。

图5：2019 年按季度全球 TWS 耳机出货量及 AirPods 系列出货量情况

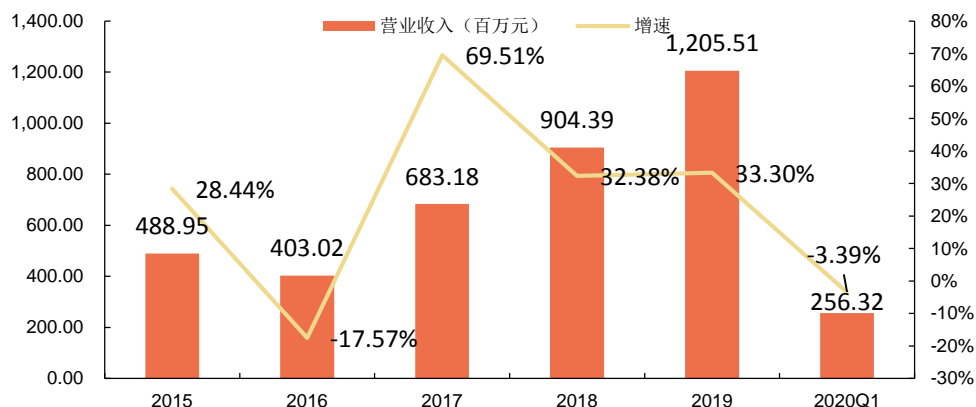


资料来源：Counterpoint, 申港证券研究所

2. 疫情影响较小 公司处于满负荷生产状态

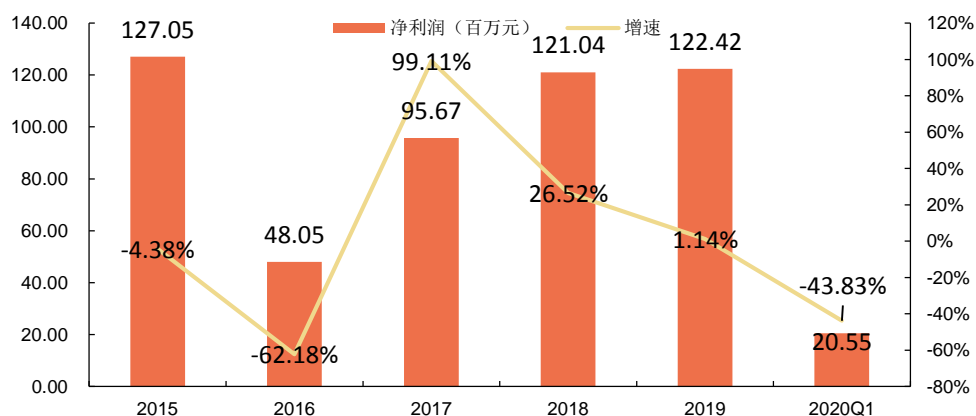
2.1 2020Q1 营收小幅下降 管理费大增致净利润大幅下降

公司主营业务是自动化设备的设计及生产，核心客户是苹果公司及其产业链厂商。2020 年新冠疫情的爆发，全球整体经济环境及消费电子行业受到疫情的一定影响，但目前公司处于满负荷生产状态，经营情况未因疫情受到重大不利影响。一季度公司实现营业收入 2.56 亿元，较去年同期下降 3.39%。

图6：公司近年营收情况


资料来源：wind，申港证券研究所

2016 年公司营收及净利润大幅下降的主要原因是受苹果公司手表产品更新程度影响，公司的主要产品气密性检测设备收入在 2016 年相比 2015 年大幅下降，降幅达 18,568.17 万元。

图7：公司近年净利润情况


资料来源：wind，申港证券研究所

净利润方面，公司 2019 年营业收入同比增加 33.3%，归属于上市公司股东的净利润上涨只有 1.14%，主要原因是 2018 年收购了昆山平成，产生了负商誉 2,705 万元，剔除负商誉影响，净利润上涨约 30%。

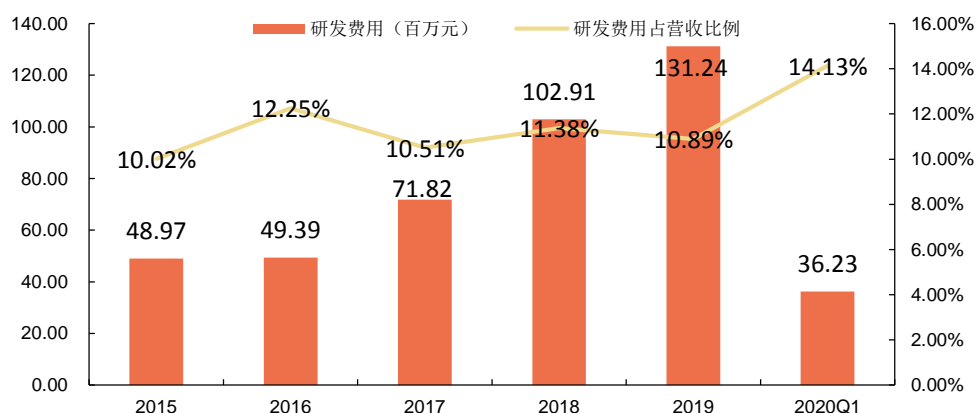
2020 年一季度公司营业收入同比仅下降 3.39%，净利润大幅下降 43.83%，主要原因是 2019 年股权激励导致股份支付费用增加，以及研发费用投入增加导致的净利润下降。2020 Q1 管理费用达 3936.6 万元，较去年同期的 2126 万元大幅增长 85.16%。

2.2 研发费用加速增长 提升核心竞争力

公司主营业务属于智能制造装备领域，需要加大研发投入来提升自身的竞争力。目前公司收购晶圆检测设备公司 optima 后，进入半导体设备领域，该领域技术壁垒高，研发难度大，需要大量资金投入。

近年来公司的研发费用总额及研发费用占比整体逐年提升，2020 Q1 研发费用占比达到 14.13%，创下近年来的新高。

图8：公司研发费用逐年提升



资料来源：wind，申港证券研究所

3. 半导体前道检测设备技术壁垒高 全球处于寡头垄断格局

根据集成电路设计制造流程，集成电路检测分为前道量测/检测和后道检测。

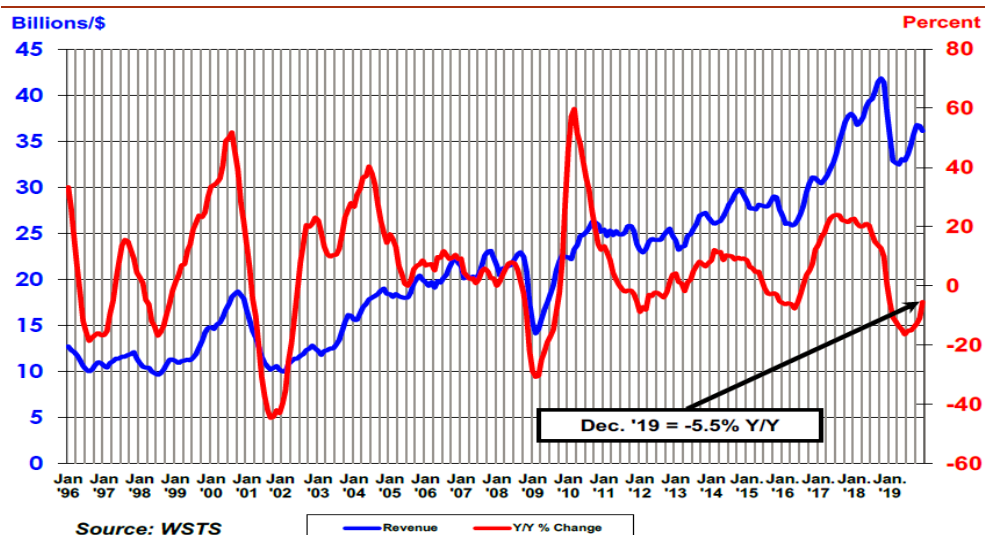
- ◆ **前道量测/检测**：该流程贯穿于整个晶圆制造过程，主要是通过对晶圆物理、功能的量测/检测，检测晶圆内的缺陷、杂质、套准精度等，下游应用客户主要为晶圆代工厂。前道量测/检测可以提高晶圆代工厂的良率，从而实现生产成本的降低，提升公司的竞争力。
- ◆ **后道检测**：该流程是在晶圆加工完成后，对晶圆的电性能及功能进行测试，下游客户主要是封装测试企业。后道检测是确保最终出厂的芯片质量合格，同时能降低企业封装成本。在检测过程中，对于测试不合格的产品进行淘汰，被淘汰产品将不会进入封装工艺流程。

3.1 2019 年存储价格大跌 半导体设备销售额下跌超 7%

2019 年半导体行业受存储价格暴跌影响，全球半导体行业出现下滑。根据美国半导体行业协会（SIA）数据，2019 年全球半导体行业营收为 4121 亿美元，与 2018 年相比大跌 12.1%，这是自 2001 年以来的最大降幅。

具体数据来看，2019 年 12 月，全球半导体行业营收达到 361 亿美元，与 2018 年 12 月相比同比下降 5.5%，与 2019 年 11 月相比环比下降 1.7%。2019 第四季度，全球半导体行业营收为 1083 亿美元，与 2018 年第四季度相比同比下降 5.5%，但与 2019 年第三季度相比环比增长 0.9%。

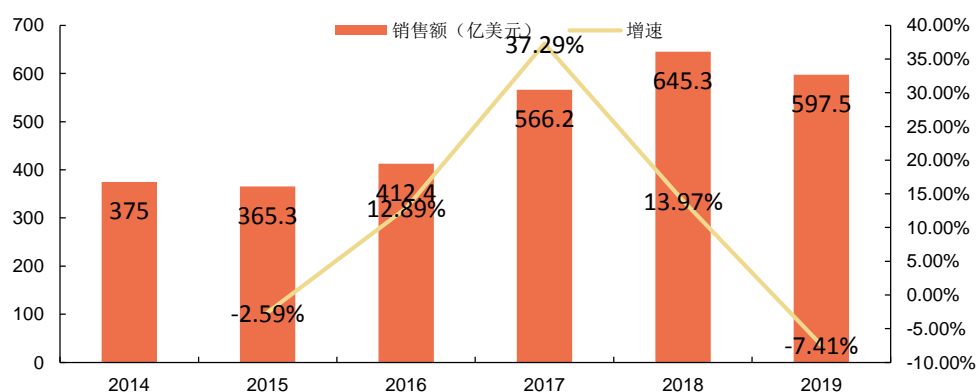
图9：全球半导体行业月度营收情况



资料来源：WSTS，申港证券研究所

半导体行业整体景气度降低，特别是存储行业的大幅下滑，影响了存储制造商的资本投资，半导体设备行业也受到一定冲击。**2019 年全球半导体设备销售额 597.5 亿美元，较 2018 年的 645.3 亿美元下降了 7.41%。**

图10：全球半导体设备销售情况



资料来源：SEMI，申港证券研究所

从地区销售情况来看，中国台湾地区是 2019 年半导体设备的最大市场，销售额增长了 68%，达到 171.2 亿美元，占比 28.65%。中国大陆以 134.5 亿美元的销售额保持其第二大设备市场的地位。其次是韩国，为 99.7 亿美元，受存储市场大幅下滑影响，韩国 2019 年半导体设备销售额下降了 44%。尽管日本，欧洲和世界其他地区的新设备市场萎缩，但北美设备销售额在 2019 年跃升了 40%，达到 81.5 亿美元，这是该地区连续第三年增长。

表3：全球半导体设备地区销售情况（单位：十亿美元）

Region	2019	2018	%Change
Taiwan	17.12	10.17	68%
China	13.45	13.11	3%
Korea	9.97	17.71	-44%

Region	2019	2018	%Change
North America	8.15	5.83	40%
Japan	6.27	9.47	-34%
Rest of the World	2.52	4.04	-38%
Europe	2.27	4.22	-46%
Total	59.75	64.53	-7%

资料来源: SEMI, 申港证券研究所

3.2 半导体设备欧美及日本处于领先地位

半导体设备生产商欧美及日本处于绝对领先地位。2019 年全球半导体设备生产商中, 前十名全部来自欧美和日本。

2019 年全球排名前十的半导体设备生产商总计实现销售 590.41 亿美元, 较 2018 年的 615.43 亿美元同比下降 4.07%。美国的应用材料以 134.68 亿美元的销售位列全球半导体设备生产商第一位, 应用材料从 2007 年开始就一直占据首位, 除 2011 年被全球最大的半导体光刻设备厂商 ASML 夺取外, 该公司一直保持着领导地位。全球光刻机设备龙头、荷兰 ASML 以 127.7 亿美元销售额排名第二, 日本的东京电子以 95.52 亿美元排名第三。

表4: 2019 年半导体设备生产商销售全球前十排名 (单位: 百万美元, 包含 Service、Support)

2019 Rank	AOW	COMPANY	2018	2019	% CHANGE
1	USA	Applied Materials	14016	13468	-3.9%
2	Europe	ASML	12816	12770	-0.4%
3	Japan	Tokyo Electron	10915	9552	-12.5%
4	USA	Lam Research	10871	9549	-12.2%
5	USA	KLA-Tencor	4241	4665	10.0%
6	Japan	Advantest	2572	2470	-4.0%
7	Japan	SCREEN	2226	2200	-1.2%
8	USA	Teradyne	1492	1553	4.1%
9	Japan	Hitachi High-Tech	1403	1553	9.3%
10	Europe	ASM International	991	1261	27.2%
Total			61543	59041	-4.07%

资料来源: VLSI Research, 申港证券研究所

在半导体设备领域, 2019 年全球半导体设备生产商销售额前 5 的公司中, 有三家来自美国, 应用材料已连续多年位列全球第一。前十的公司中, 有 4 家来自美国。目前, 美国公司的设备远销全球, 几乎所有的晶圆代工厂都会用到美国的设备。

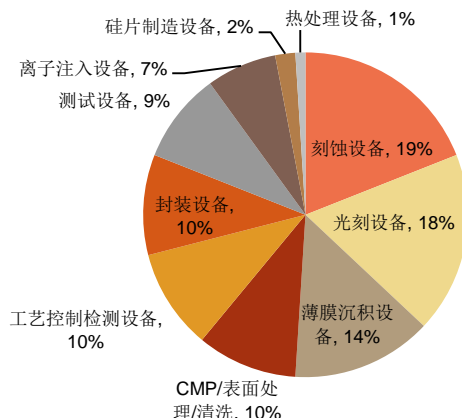
3.3 前道检测设备是半导体设备的重要构成

工艺控制检测设备即前道量测/检测设备, 在半导体制造工艺过程中, 对晶圆进行测量和检测, 以保证在制造的过程中, 关键的工艺参数满足设计要求, 从而提升芯片制造良品率。

根据 SEMI 的统计数据, 2018 年工艺控制检测设备约占晶圆厂制造设备总额的 10%。2018 年全球半导体设备销售额达 645 亿美元, 前道量测/检测设备的全球销售额也

达到 64.5 亿美元。

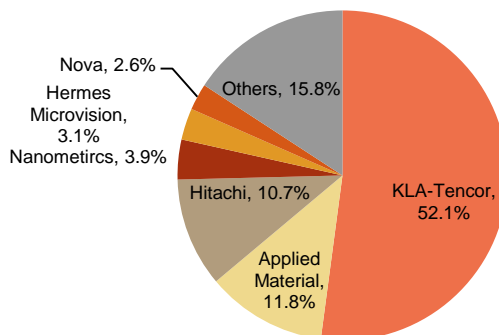
图11：前道量测/检测设备占晶圆制造设备比例达 10%



资料来源：SEMI，申港证券研究所

在前道量测/检测设备领域，美国的 KLA-Tencor 处于行业绝对领先地位。1997 年 KLA 和 Tencor 两家公司合并，KLA-Tencor 成立。KLA 是领先的缺陷检测公司，而 Tencor 是专注于量测领域，合并后的 KLA-Tencor 成为前道量测/检测领域的全球龙头。2016 年，KLA-Tencor 在全球前道量测/检测领域市占率超过一半，达到 52%。

图12：全球前道量测/检测设备市场格局



资料来源：Gartner，申港证券研究所

此外，美国的 Applied Materials、日本的 Hitachi、美国的 Nanometrics、中国台湾的 Hermes Microvision 以及以色列的 Nova 都是全球前道量测/检测领域的主要生产商。

4. 公司应该如何估值？

关于公司的估值问题，我们认为，由于公司主营业务可以分成智能制造设备和半导体设备两大类，因此可以将两类业务分开分别来评估。

4.1 Optima 估值可参考国内半导体设备公司

赛腾股份收购的日本 Optima 公司成立于 2015 年 2 月，其前身为成熟晶圆检测设备公司 Raytex。Optima 公司核心产品为硅片检测设备，属于半导体前道检测设备，在半导体制造工艺的众多步骤中都有应用。

同时，Optima 是一家优质的晶圆检测设备生产商，下游客户包含三星、SK 海力士、台积电等国际巨头。目前 optima 主要客户在海外，几家国际巨头销售额占公司营收比例达 30%~50%。

Optima 主要从事硅片检测设备的生产，目前国内没有从事相同业务的公司标的。我们认为，由于都是从事半导体设备领域，optima 的估值可以参考国内其他半导体设备公司，如中微半导体、北方华创、华峰测控等。

表5：Optima 可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.5.29 日）

代码	证券简称	最新收盘价	市值（亿元）	PE			EPS		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
002371.SZ	北方华创	152.00	753	151.7	102.8	75.1	1.00	1.48	2.02
688012.SH	中微公司	217.11	1161	425.7	290.9	208.5	0.51	0.75	1.04
688200.SH	华峰测控	242.88	149	107.2	79.1	56.9	2.27	3.07	4.27
	均值	204.00	688	228.2	157.6	113.5	1.26	1.77	2.44

资料来源：wind，申港证券研究所 注：可比公司预测均来自 wind 一致预期

根据公司公布数据，optima 2018 年全年实现营业收入 1.79 亿元，实现净利润 3070.55 万元。由于 optima 的下游核心客户包含三星、SK 海力士、台积电等国际巨头，因此我们认为公司是具有核心竞争力的优质标的。我们认为给予 optima 标的 150 倍的 PE 不算高，那么 optima 的市值应在 45 亿以上。

4.2 自动化设备领域毛利率高于同行

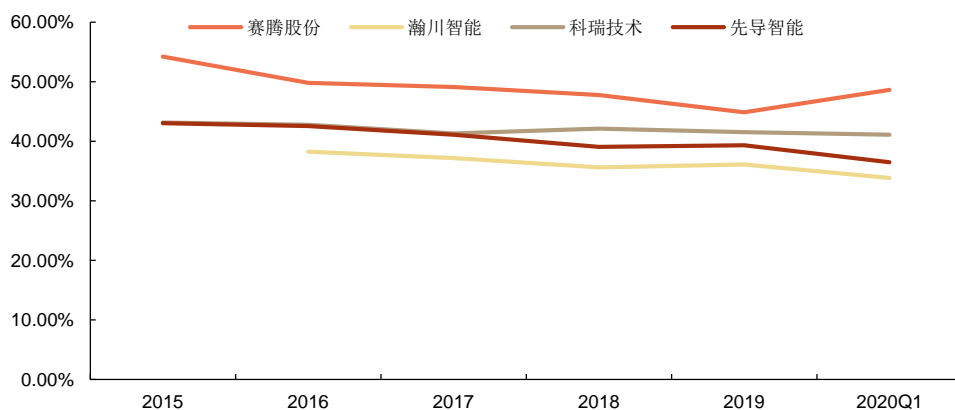
公司一直以来的主营业务是自动化组装和检测设备的设计和生产，该领域属于智能制造设备行业，下游客户核心是苹果公司及其产业链厂商。目前，国内上市公司中从事类似业务的公司有瀚川智能、科瑞技术、先导智能等。

- ◆ **瀚川智能**：苏州瀚川智能科技股份有限公司主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务，产品主要为涵盖装配、检测、校准、包装等单项或者一体化的柔性化、个性化的智能生产线，总部位于江苏省苏州市。瀚川智能的产品主要应用于汽车电子、医疗健康、新能源电池等领域。
- ◆ **科瑞技术**：公司主要从事工业自动化设备的研发、设计、生产、销售和技术服务，以及精密零部件制造业务，产品主要包括自动化检测设备和自动化装配设备、自动化设备配件、精密零部件，公司产品主要应用于移动终端、新能源、电子烟、汽车、硬盘、医疗健康和物流等行业。
- ◆ **先导智能**：无锡先导智能装备股份有限公司主要从事自动化成套装备的研发、设计、生产和销售，主要产品包括薄膜电容器设备、锂电池设备、光伏自动化生产配套设备等，总部位于江苏省无锡市。先导智能生产的产品

主要应用于节能环保及新能源产品领域。

与瀚川智能、科瑞技术、先导智能这几家同类型公司相比，公司的毛利率水平近年来一直处于领先水平。由于公司的核心客户是苹果公司及其产业链厂商，苹果产品具有较高的利润水平，从而使得其产业链公司毛利率也得到保障。

图13：同类可比公司赛腾股份毛利率最高



资料来源：wind，申港证券研究所

与行业同类公司相比，目前公司的估值水平偏低。我们认为苹果产品在较长时间内都极具竞争力，公司绑定苹果供应链有望持续受益，毛利率水平能持续高于行业平均水平。

表6：可比公司盈利预测与估值情况（截止 2020.5.29 日）

代码	证券简称	最新收盘价	市值 (亿元)	PE			EPS		
				20E	21E	22E	20E	21E	22E
688022.SH	瀚川智能	39.99	43.19	46.9	36.0	29.8	0.85	1.11	1.34
002957.SZ	科瑞技术	23.45	96.15	30.4	23.4	22.8	0.77	1.00	1.03
300450.SZ	先导智能	42.00	370	33.5	25.7	22.7	1.25	1.63	1.85
	均值	35.15	169.78	36.9	28.4	25.1	0.96	1.25	1.41
603283.SH	赛腾股份	36.62	64.48	34.4	24.0	18.3	1.06	1.53	2.00

资料来源：wind，申港证券研究所 注：除赛腾股份外其他公司预测均来自 wind 一致预期

5. 盈利预测

根据我们跟公司的沟通情况，目前疫情对公司的影响不大，公司目前处于满负荷生产状态。我们预计 2020-2022 公司的自动化设备业务增速分别为 30%、40%和 25%，治具类产品的增速分别为 35%、50%和 30%。

表7：公司 2020-2022 收入拆分及盈利预测（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
自动化设备	957.47	1244.71	1742.60	2178.24
YOY	39.08%	30.00%	40.00%	25.00%
毛利率	45.64%	45.44%	45.24%	45.04%

	2019A	2020E	2021E	2022E
治具类产品	221.79	299.42	449.12	583.86
YOY	51.59%	35.00%	50.00%	30.00%
毛利率	40.74%	41.74%	42.24%	42.74%
技术服务	23.77	38.03	49.44	64.27
YOY	-65.51%	60%	30%	30%
毛利率	53.64%	54.64%	54.74%	54.74%
其他业务	2.49	4.98	8.96	16.14
YOY	227.63%	100.00%	80.00%	80.00%
毛利率	32.13%	32.23%	32.23%	32.23%
总营收	1,205.51	1,587.14	2,250.13	2,842.52
YOY	33.30%	31.66%	41.77%	26.33%
毛利率	44.87%	44.92%	44.80%	44.71%

资料来源：wind，申港证券研究所

对于 optima，收购成为国内企业后，将开启国内客户的拓展，公司有望实现高速增长。我们预计 optima 2020-2022 年实现归母净利润分别为 3500 万元、6000 万元和 9500 万元。

不包含 optima，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 1.88 亿元、2.69 亿元和 3.52 亿元，同比增长分别为 53.16%、43.47%和 30.99%，对应 PE 分别为 34X、24X、18X。

我们认为，目前公司的估值处于低位。未来随着国内晶圆代工厂的扩张，收购的 optima 将开启快速增长。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

6. 风险提示

疫情影响大于预期；下游需求低于预期；客户拓展进度低于预期。

表8: 公司盈利预测表

利润表			单位:百万元			资产负债表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	904	1206	1587	2250	2843	流动资产合计	894	1155	1551	2219	2813
营业成本	472	665	874	1242	1571	货币资金	221	376	495	701	886
营业税金及附加	14	12	15	22	28	应收账款	330	412	561	795	1004
营业费用	128	129	175	248	313	其他应收款	7	4	5	7	8
管理费用	78	125	150	200	230	预付款项	7	15	20	28	35
研发费用	103	131	173	245	309	存货	227	304	410	583	737
财务费用	15	11	13	12	12	其他流动资产	90	33	57	99	136
资产减值损失	11	-7	2	-2	0	非流动资产合计	480	935	927	925	916
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0	0
投资净收益	7	2	5	5	5	固定资产	206	207	206	200	190
营业利润	99	136	201	301	396	无形资产	76	119	115	111	107
营业外收入	27	8	18	13	15	商誉	53	365	365	365	365
营业外支出	0	1	1	1	1	其他非流动资产	27	41	51	72	91
利润总额	126	142	218	313	410	资产总计	1374	2090	2479	3144	3729
所得税	5	13	20	29	38	流动负债合计	584	868	1108	1576	1904
净利润	121	129	198	284	372	短期借款	165	304	396	664	813
少数股东损益	0	7	10	15	19	应付账款	139	139	217	308	390
归属母公司净利润	121	122	188	269	352	预收款项	76	128	151	215	271
EBITDA	206	290	246	348	444	一年内到期的非流动负债	1	18	18	18	18
EPS（元）	0.75	0.74	1.06	1.53	2.00	非流动负债合计	38	191	115	115	115
主要财务比率						长期借款	36	64	64	64	64
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0	113	38	38	38
成长能力						负债合计	622	1059	1223	1691	2019
营业收入增长	32.38%	33.30%	31.66%	41.77%	26.33%	少数股东权益	8	19	29	44	64
营业利润增长	-7.63%	36.47%	48.36%	49.60%	31.37%	实收资本（或股本）	163	176	176	176	176
归属于母公司净利润增长	26.52%	1.14%	53.16%	43.47%	30.99%	资本公积	318	536	536	536	536
获利能力						未分配利润	263	321	429	583	785
毛利率(%)	47.78%	44.87%	44.92%	44.80%	44.71%	归属母公司股东权益合计	744	1012	1226	1408	1646
净利率(%)	13.41%	10.72%	12.47%	12.62%	13.08%	负债和所有者权益	1374	2090	2479	3144	3729
总资产净利润(%)	8.81%	5.86%	7.56%	8.56%	9.45%	现金流量表					
ROE(%)	16.28%	12.10%	15.29%	19.11%	21.41%	单位:百万元					
偿债能力							2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
						经营活动现金流	-70	150	108	62	184
资产负债率(%)	45%	51%	49%	54%	54%	净利润	121	129	198	284	372
流动比率	1.53	1.33	1.40	1.41	1.48	折旧摊销	18	30	32	35	36
速动比率	1.14	0.98	1.03	1.04	1.09	财务费用	15	11	13	12	12
营运能力						应付帐款减少	-215	-83	-148	-234	-209
总资产周转率	0.76	0.70	0.69	0.80	0.83	预收帐款增加	27	52	23	63	57
应收账款周转率	4	3	3	3	3	投资活动现金流	-348	-241	-19	-25	-22
应付账款周转率	7.48	8.68	8.92	8.57	8.14	公允价值变动收益	0	1	0	0	0
每股指标（元）						长期股权投资减少	0	0	0	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.74	1.06	1.53	2.00	投资收益	7	2	5	5	5
每股净现金流(最新摊薄)	-1.71	0.79	0.68	1.17	1.05	筹资活动现金流	140	230	30	169	23
每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.75	6.96	8.00	9.35	应付债券增加	0	113	-75	0	0
估值比率						长期借款增加	2	28	0	0	0
P/E	48.83	49.49	34.39	23.97	18.30	普通股增加	3	13	0	0	0
P/B	8.02	6.37	5.26	4.58	3.92	资本公积增加	55	218	0	0	0
EV/EBITDA	28.83	22.69	26.29	18.78	14.64	现金净增加额	-278	139	119	207	185

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上