

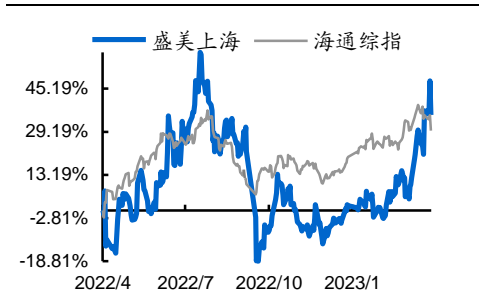
投资评级 优于大市 维持
股票数据

04月21日收盘价(元)	115.75
52周股价波动(元)	66.72-140.67
总股本/流通A股(百万股)	434/75
总市值/流通市值(百万元)	50184/8645

相关研究

《在手订单饱满、新产品不断推出，22Q3 归母净利润持续高增》2022.10.30

《国内半导体专用设备制造龙头，多产品线布局步入快速发展阶段》2022.02.20

市场表现


指标	1M	2M	3M
沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	19.4	35.9	33.1
相对涨幅 (%)	18.1	38.6	36.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 张晓飞

Tel: (021)23154234

Email: zxf15282@haitong.com

证书: S0850523030002

分析师: 肖隽琳

Tel: (021)23154139

Email: xjc12802@haitong.com

证书: S0850521080002

2022 归母净利润同比增 151.08%，新品推出不断

投资要点: 六大类产品布局, 对应市场空间大; Track、PECVD 新设备首次推出; 盈利能力持续增强、在手订单饱满。

- 六大业务产品布局, 对应全球 160 亿美金设备市场规模, 收入、利润水平快速增加。** 盛美上海目前已形成“清洗+电镀+先进封装湿法+立式炉管+涂胶显影+PECVD”的六大类业务版图, 对应全球市场规模 160 亿美金。2022 年公司实现收入 28.73 亿元, 同比增 77.25%; 归母净利润 6.68 亿元, 同比增 151.08%; 扣非后归母净利润 6.90 亿元, 同比增 254.27%。销售毛利率 48.90%、销售净利率 23.27%, 创近 6 年来新高。
- 首次推出 Track、PECVD 等新设备产品。** 截止 2022 年底, 公司及控股子公司拥有已获授予专利权的主要专利 389 项, 其中境内授权专利 166 项、境外授权专利 223 项, 发明专利合计 384 项。新产品品类不断延展, 2022 年公司成功将立式炉管 ALD 设备推向国内的两家关键客户; 首台具有自主知识产权的前道 ArF 工艺 Track 设备顺利向国内客户交付, 并将于 2023 年推出 i-line 型号设备, 开始着手研发 KrF 设备; 首次推出等离子体增强化学气相沉积 PECVD 设备, 支持逻辑和存储芯片制造。
- 践行全球化发展战略。** 盛美上海始终坚持全球化发展战略, 客户主要位于中国大陆、中国台湾地区、韩国等国家和地区。2021 年 12 月至今, 公司先后宣布获得美国主要国际半导体制造商的 SAPS 单片清洗设备订单、欧洲一家全球性半导体制造商的单片 SAPS 兆声波清洗设备采购订单等, 我们认为公司通过长时间的研发和技术积累, 正不断取得海外客户对公司技术、产品的认可, 海外市场的开拓需要优秀的产品、较长时间的验证、持续的信心才能有所突破, 2023E 及未来公司有望逐步获得更多海外客户的认可以及重复订单, 逐渐成长为“中国大陆+海外市场”齐发展的优秀半导体设备供应商。
- 在手订单规模不断扩大, 支撑公司业绩增长无虞。** 截止 2022 年底, 公司的存货账面价值 26.90 亿元, 同比增 86.36%, 其中发出商品是最主要的组成部分; 合同负债 8.22 亿元, 较截止 2021 年底的 3.64 亿元增长 125.82%。
- 盈利预测与估值。** 我们预计公司 2023E-2025E 收入分别为 39.51 亿元、49.49 亿元和 60.39 亿元, 同比增 37.53%、25.26%和 22.01%; 归母净利润分别为 8.45 亿元、10.60 亿元和 12.60 亿元, 同比增 26.43%、25.44%和 18.89%。采用 PE 估值方法, 结合可比公司平均 PE (2023E) 估值为 69.22 倍, 给予公司 PE (2023E) 65x~75x, 对应合理市值区间为 549.35 亿元~633.87 亿元, 对应合理价值区间 126.71 元/股~146.20 元/股, 维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 技术研发不及预期、市场拓展不及预期、下游客户资本开支不及预期、宏观经济下行带来终端需求下滑、中美贸易摩擦加剧等。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1621	2873	3951	4949	6039
(+/-)YoY(%)	60.9%	77.3%	37.5%	25.3%	22.0%
净利润(百万元)	266	668	845	1060	1260
(+/-)YoY(%)	35.3%	151.1%	26.4%	25.4%	18.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.61	1.54	1.95	2.45	2.91
毛利率(%)	42.5%	48.9%	47.7%	46.5%	45.6%
净资产收益率(%)	5.5%	12.1%	13.3%	14.3%	14.6%

资料来源: 公司年报 (2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盛美上海主要产品包括半导体清洗设备、半导体电镀设备、立式炉管设备和先进封装湿法设备等，2022 年也推出了 Track、PECVD 两类新设备产品，我们对公司 2023E-2025E 分项业务进行如下预测：

(1)、半导体清洗设备，考虑到①、公司 Tahoe 单片槽式组合清洗设备可以将槽式清洗的低硫酸使用量优势延伸至更低的技术节点，并且保证和单片清洗相媲美的工艺表现，我们认为在 14nm 及以下技术节点，公司 Tahoe 单片槽式组合清洗设备也将逐步获得客户认可，销量增加等；②、兆声波清洗设备对小颗粒的去除有良好的效果、在高深宽比的深孔清洗上也具有一定的技术优势，销量将逐年提升；③、单片清洗设备、槽式设备等伴随下游客户的扩产、国产化程度的提升，销量将逐年提升；④、我们预估公司的单片兆声波清洗设备将在 2023 年获取海外客户的少量订单，2024E 有望获得更多重复订单、并开拓更多海外新客户。我们预计半导体清洗设备 2023E-2025E 的收入将以 37.75%、21.25%、16.40% 的增速增长，毛利率分别为 47.50%、46.00%、45.00%，逐年略下滑。

(2)、半导体电镀设备，我们认为：①、公司的前道铜互连电镀设备在下游晶圆制造厂的销量将伴随国内晶圆制造厂的扩产而逐年增加；②、后道先进封装的重要性越来越重要，长电科技、华天科技、华润微等定增项目逐步实施落地，公司后道先进封装电镀设备的销量将增长较为明显。我们预计公司的半导体电镀设备 2023E-2025E 的收入将以 39.22%、35.71% 和 32.63% 的增速增长，毛利率分别为 48%、47% 和 46%。

(3)、先进封装湿法设备，我们认为，先进封装越来越重要，公司基于先进的集成电路前端湿法清洗设备的技术，将产品应用拓展至先进封装应用领域，先进封装湿法设备将慢慢扩大在封装企业中的渗透率，我们预计公司的先进封装湿法设备 2023E-2025E 的收入将以 4.50%、21.25% 和 30.95% 的增速增长，毛利率分别为 32%、32% 和 32%。

表 1 盛美上海分业务预测

		2022	2023E	2024E	2025E
半导体清洗设备	收入 (百万元)	2078.36	2862.93	3471.31	4040.60
	yoy (%)	96.85%	37.75%	21.25%	16.40%
	毛利率 (%)	48.28%	47.50%	46.00%	45.00%
半导体电镀设备	收入 (百万元)	502.79	700.00	950.00	1260.00
	yoy (%)	88.75%	39.22%	35.71%	32.63%
	毛利率 (%)	52.25%	48.00%	47.00%	46.00%
先进封装湿法设备	收入 (百万元)	159.91	167.10	202.61	265.32
	Yoy (%)	-26.57%	4.50%	21.25%	30.95%
	毛利率 (%)	31.66%	32.00%	32.00%	32.00%
立式炉管设备	收入 (百万元)	15.00	75.00	150.00	262.50
	yoy (%)	105.48%	400.00%	100.00%	75.00%
	毛利率 (%)	46.00%	46.00%	46.00%	46.00%
其他业务收入	收入 (百万元)	116.99	146.24	175.49	210.59
	yoy (%)	58.95%	25.00%	20.00%	20.00%
	毛利率 (%)	69.38%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入 (百万元)	2873.05	3951.28	4949.41	6039.01
	yoy (%)	77.25%	37.53%	25.26%	22.01%
	毛利率 (%)	48.90%	47.74%	46.47%	45.55%

资料来源：盛美上海招股说明书、盛美上海 2022 年报，海通证券研究所整理

(4)、立式炉管设备，公司的立式炉管系列设备包括氧化、扩散、真空回火、LPCVD、ALD 等，2022 年公司以 Ultra Fn 立式炉设备平台为基础，进一步推出了 ALD 立式炉

Ultra FnA; 也成功将立式炉管 ALD 设备推向国内的两家关键客户。我们认为伴随下游客户的扩产将有望进一步带动设备的销售,公司在更多下游客户不断推进销售。我们预计公司立式炉管设备 2023E-2025E 的收入将以 400%、100%、75% 的增速增长,毛利率分别为 46%、46%、46%。

(5)、Track、PECVD 设备,我们认为 2022 年公司首次推出 Track、PECVD 两类设备,考虑到还需要在客户端持续的验证、调试、优化,暂时在目前的盈利预测中未考虑这两类新设备对于收入端的贡献。

(6)、其他业务收入,主要是备品备件销售及提供售后服务,我们认为伴随公司各设备产品的逐步扩大销售,备品备件的销售以及售后服务将逐渐增加,预计 2023E-2025E 其他业务收入分别为 1.46 亿元、1.75 亿元、2.11 亿元,同比增 25%、20%和 20%,毛利率分别为 70%、70%、70%。

我们预计公司 2023E-2025E 收入分别为 39.51 亿元、49.49 亿元和 60.39 亿元,同比增 37.53%、25.26%和 22.01%; 归母净利润分别为 8.45 亿元、10.60 亿元和 12.60 亿元,同比增 26.43%、25.44%和 18.89%。

采用 PE 估值方法,结合可比公司平均 PE (2023E) 估值为 69.22 倍,给予公司 PE (2023E) 65x~75x,对应合理市值区间为 549.35 亿元~633.87 亿元,对应合理价值区间 126.71 元/股~146.20 元/股,维持“优于大市”评级。

表 2 参考可比龙头公司 PE 估值表 (截止 2023 年 4 月 21 日)

代码	简称	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
002371	北方华创	1783.33	23.53	31.32	42.79	75.80	56.95	41.68
688012	中微公司	1135.38	11.70	14.27	18.08	97.06	79.59	62.80
688037	芯源微	269.15	2.00	2.61	3.78	134.47	103.21	71.26
300604	长川科技	316.25	4.61	8.51	11.52	68.59	37.15	27.46
	平均值		10.46	14.18	19.04	93.98	69.22	40.60
	盛美上海		6.68	8.45	10.60	75.07	59.38	47.33

资料来源: Wind, 海通证券研究所;

备注: 可比公司盈利预测来源于 Wind 一致预期

风险提示: 技术研发不及预期、市场拓展不及预期、下游客户资本开支不及预期、宏观经济下行带来终端需求下滑、中美贸易摩擦加剧等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2873	3951	4949	6039
每股收益	1.54	1.95	2.45	2.91	营业成本	1468	2065	2649	3288
每股净资产	12.74	14.69	17.07	19.90	毛利率%	48.9%	47.7%	46.5%	45.6%
每股经营现金流	-0.62	-2.06	0.93	1.65	营业税金及附加	3	8	9	11
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.07	营业税金率%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
价值评估 (倍)					营业费用	259	316	371	423
P/E	75.07	59.38	47.33	39.82	营业费用率%	9.0%	8.0%	7.5%	7.0%
P/B	9.08	7.88	6.78	5.82	管理费用	106	190	223	254
P/S	17.47	12.70	10.14	8.31	管理费用率%	3.7%	4.8%	4.5%	4.2%
EV/EBITDA	47.18	53.56	41.30	32.91	EBIT	657	918	1202	1520
股息率%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	财务费用	-80	43	131	178
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-2.8%	1.1%	2.6%	3.0%
毛利率	48.9%	47.7%	46.5%	45.6%	资产减值损失	-17	-14	-14	-16
净利润率	23.3%	21.4%	21.4%	20.9%	投资收益	26	47	59	30
净资产收益率	12.1%	13.3%	14.3%	14.6%	营业利润	717	906	1136	1351
资产回报率	8.2%	7.4%	7.5%	7.5%	营业外收支	0	0	1	1
投资回报率	10.1%	10.2%	10.7%	11.4%	利润总额	717	906	1137	1352
盈利增长 (%)					EBITDA	713	958	1257	1592
营业收入增长率	77.3%	37.5%	25.3%	22.0%	所得税	48	61	77	91
EBIT 增长率	250.9%	39.8%	30.9%	26.5%	有效所得税率%	6.7%	6.8%	6.8%	6.8%
净利润增长率	151.1%	26.4%	25.4%	18.9%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	668	845	1060	1260
资产负债率	32.4%	43.9%	47.6%	48.9%					
流动比率	2.63	1.78	1.61	1.54	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.44	0.95	0.84	0.79	货币资金	1562	904	1350	1595
现金比率	0.65	0.19	0.21	0.20	应收账款及应收票据	1066	2382	2712	3309
经营效率指标					存货	2690	3677	4661	5585
应收帐款周转天数	135.47	220.00	200.00	200.00	其它流动资产	982	1449	1664	1812
存货周转天数	668.73	650.00	642.18	620.00	流动资产合计	6300	8412	10387	12301
总资产周转率	0.35	0.35	0.35	0.36	长期股权投资	68	84	94	110
固定资产周转率	9.56	3.12	2.52	2.24	固定资产	300	1265	1965	2700
					在建工程	251	301	366	431
					无形资产	87	107	123	140
					非流动资产合计	1875	2942	3729	4572
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	8176	11354	14115	16874
净利润	668	845	1060	1260	短期借款	390	1841	2913	3632
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	961	1396	1821	2230
非现金支出	94	54	69	88	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-30	84	135	229	其它流动负债	1045	1483	1721	2127
营运资金变动	-1001	-1877	-863	-862	流动负债合计	2397	4720	6456	7989
经营活动现金流	-269	-895	401	715	长期借款	130	140	135	130
资产	-686	-1079	-828	-890	其它长期负债	125	125	125	125
投资	-1206	-51	-25	-26	非流动负债合计	255	265	260	255
其他	8	-13	26	-13	负债总计	2652	4985	6716	8244
投资活动现金流	-1884	-1143	-827	-929	实收资本	434	434	434	434
债权募资	390	1461	1067	714	归属于母公司所有者权益	5524	6369	7399	8630
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-117	-81	-195	-255	负债和所有者权益合计	8176	11354	14115	16874
融资活动现金流	273	1379	872	459					
现金净流量	-1840	-658	446	245					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

张晓飞 电子行业
肖隽翀 电子行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 鼎龙股份,东芯股份,拓荆科技,中微公司,安集科技,沪硅产业,洲明科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。