

疫情扰动致收入确认延期, 业务平台化布局初显

投资要点

- 业绩总结:** 2022年一季度, 公司实现营业收入3.53亿元, 同比增长28.5%; 实现归母净利润0.04亿元, 同比下滑88.56%。
- 收入稳步增长, 公允价值变动损益致利润短期承压。** 2022年一季度: 1) 营收端上, 公司实现收入3.5亿元, 同比增长28.5%。2) 利润端上, 公司一季度实现归母净利润0.04亿元, 同比下降88.6%。具体来看, 公司毛利率为47.2%, 同比上升1.0pp; 净利率为1.2%, 同比下降12.5pp。公司利润率大幅下滑主要是因为公司参与部分战略配售, 今年行业一季度下跌造成一定程度公允价值变动损失所致, 对公司基本面并无影响。3) 费用端上, 公司销售费用率为10.8%, 较去年同时上升0.8pp; 管理费用率为6.5%, 同比下降0.8pp; 研发费用率为22.8%, 同比上升5.0pp。
- 疫情扰动带来收入确认延期, 复工复产有序推进中。** 盛美上海2022年一季度收入不及预期, 相较于公司计划下降1.7亿元, 其主要因为上海疫情影响导致设备发货、现场调试及客户验证推迟, 致使部分设备收入确认周期延长。从目前形势看, 上海疫情影响仍存, 其具体影响体现在对公司的物流发货、技术人员现场调试、海关进出口等方面。4月上海地区积极推动复工复产, 公司目前已进入复工复产白名单并已取得相关证件与通行证, 我们预计公司后续生产经营活动将有序恢复, 全年仍有望达计划目标。
- 多核业务齐头并进, 平台化布局结构初显。** 公司从清洗设备切入, 目前成功向先进封装湿法设备、电镀、立式炉管、无应力抛铜等多种类半导体设备布局, 产品结构丰度进一步提升。此外, 公司积极推进新设备研发工作, 18腔300mm单晶圆清洗设备已完成验证投入量产, 两款ALD设备开发进展顺利, 有望打开新市场空间。我们持续看好公司平台化布局, 未来有望同时受益于国产化设备市场红利, 未来有望进一步出海打开全球市场。
- 盈利预测与投资建议:** 公司为国内半导体清洗设备行业龙头, 技术处于领先地位, 此外公司积极拓展产品布局, 初步实现平台化产品布局, 未来成长性较强。基于以上考虑, 我们给予公司2022年18.3倍PS, 对应市值465.7亿元, 对应目标价107.41元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 下游需求衰退, 产品研发进度不及预期, 公允价值变动损益波动风险, 国际地缘政治摩擦加剧。

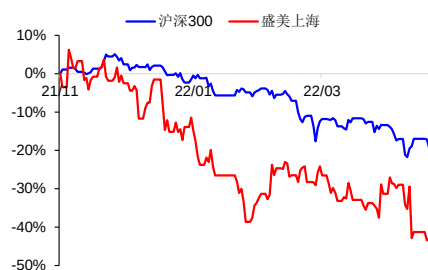
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1620.87	2544.65	3878.29	5199.82
增长率	60.88%	56.99%	52.41%	34.08%
归属母公司净利润(百万元)	266.25	382.53	552.99	758.92
增长率	35.31%	43.67%	44.56%	37.24%
每股收益EPS(元)	0.61	0.88	1.28	1.75
净资产收益率ROE	5.53%	7.36%	9.62%	11.66%
PE	144.93	100.87	69.78	50.84
PB	8.01	7.42	6.71	5.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

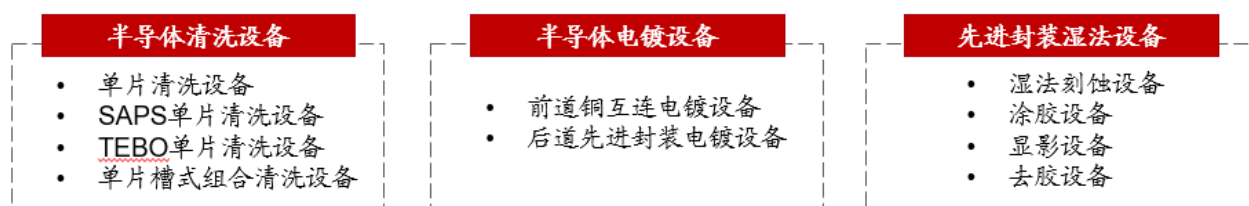
总股本(亿股)	4.34
流通A股(亿股)	0.33
52周内股价区间(元)	73.33-137.90
总市值(亿元)	321.09
总资产(亿元)	63.37
每股净资产(元)	11.11

相关研究

1 国内清洗设备行业龙头,多领域布局拓展产品结构

盛美 2005 年成立于上海，主要从事集成电路制造设备的研发、设计与销售，产品包括半导体清洗设备、半导体电镀设备和先进封装湿法设备等。凭借多年技术研发与积累，公司已成功突破单片兆声波清洗技术、单片槽式组合清洗技术、电镀技术、无应力抛光技术和立式炉管技术等，产品成功进入众多国内外主要半导体厂商供应链。

图 1：公司主要产品介绍

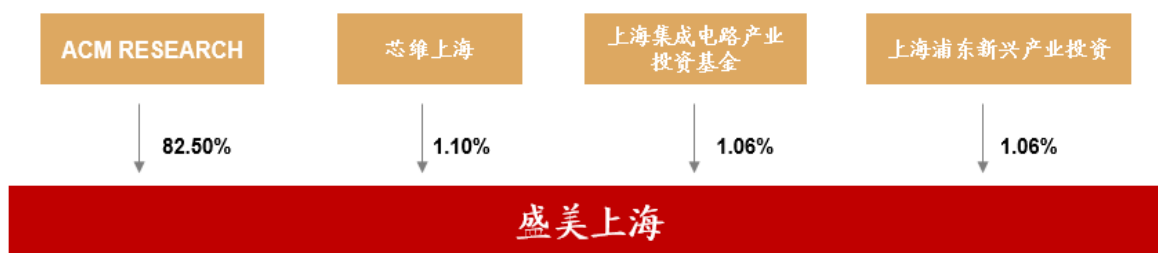


资料来源：招股说明书，西南证券整理

研发实力突出，半导体清洗设备领域积累深厚。盛美在半导体设备领域研发实力强劲，前后多次承担国家科技重大专项课题，在铜互连无应力抛光设备、铜互连电镀铜设备、单片晶圆清洗装备等领域取得重大突破。此外，公司凭借多年积累成功研发出全球首创的 SAPS/TEBO 兆声波清洗技术和 Tahoe 单片槽式组合清洗技术，实现 28 nm 制程及以下晶圆的清洗，有效提升了下游客户的生产效率。

公司股权高度集中，布局国际化。公司股权结构高度集中，根据 2021 年年报披露，上海盛美第一大股东为 ACM RESEARCH，背后实控人为王晖，享有公司实控权。从公司布局来看，公司还成立全资子公司盛美韩国、盛美加州等，组建当地团队以更好服务当地客户，实现盛美上海业务的全球化初步布局。

图 2：公司股权结构



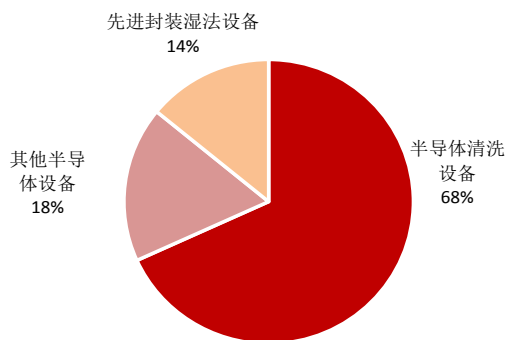
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司的主营业务主要包括：半导体清洗设备、其他半导体设备、先进封装湿法设备：

从营收结构来看，2021 年半导体清洗设备实现收入 10.6 亿元，同比增长 29.3%，收入占比 68%；其他半导体设备实现营业收入 2.7 亿元，同比增长 352.4%，贡献 18% 的收入；先进封装湿法设备实现销售收入 2.2 亿元，同比增长 121.0%，贡献 14% 的收入。

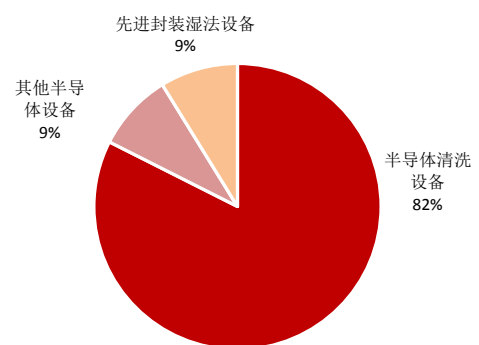
从毛利结构来看，2021 年，半导体清洗设备业务贡献毛利 4.7 亿元，毛利占比 82%；其他半导体设备贡献毛利 0.5 亿元，毛利占比 9%；先进封装湿法设备贡献毛利 0.5 亿元，毛利占比 9%。

图 3：公司 2021 年主营业务结构



数据来源：Wind，西南证券整理

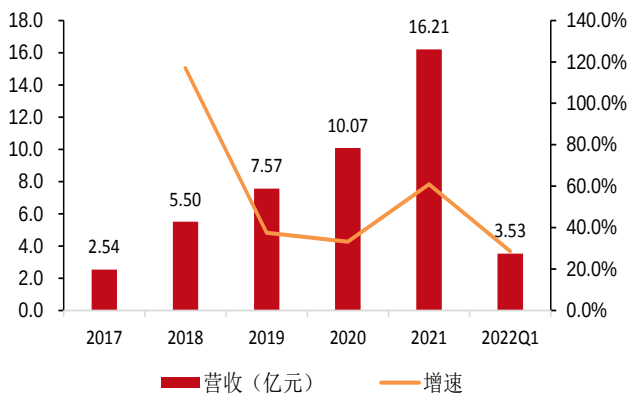
图 4：公司 2021 年主营业务毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

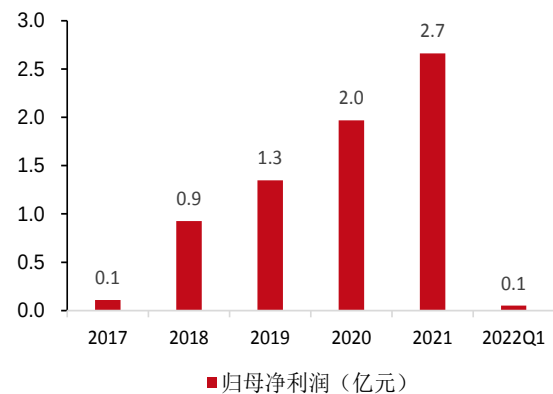
营收稳定高增长，利润短期承压。2017-2021 年，公司营业收入由 2.5 亿元增至 16.2 亿元，年复合增长率为 31.0%，2022Q1 公司营业收入达到 3.5 亿元，同比增长 28.5%。从利润端来看，2021 年公司归母净利润达 2.7 亿元，近五年复合增长率达 30.2%，2022Q1 公司实现归母净利润 0.1 亿元，同比大幅下降 88.6%，利润大幅下滑主要是因为一季度公司公允价值变动损益达 -0.2 亿元所致。

图 5：公司 2017-1Q2022 年营业收入



数据来源：公司公告，西南证券整理

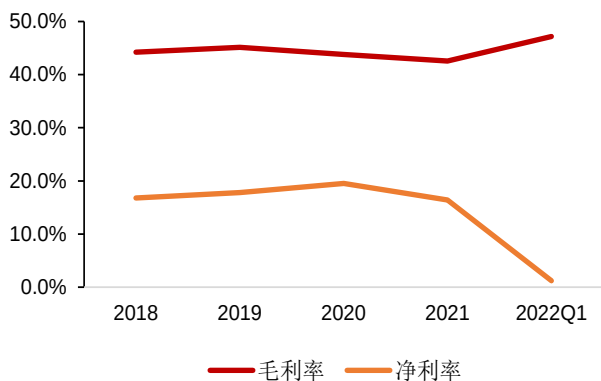
图 6：公司 2017-1Q2022 年归母净利润



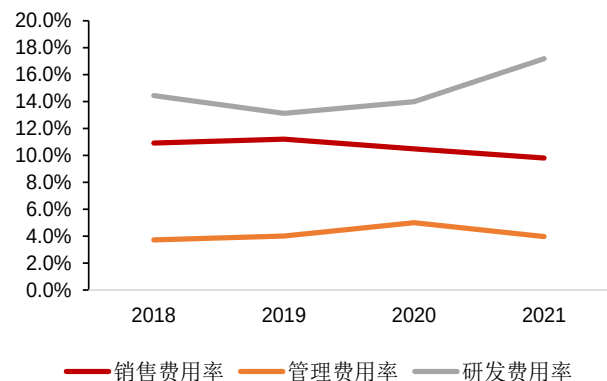
数据来源：公司公告，西南证券整理

利润率受公允价值变动影响短期承压，研发费用率持续维持高位。1) **利润率方面：**2017-2022Q1 年公司毛利率由 44.6% 提升至 47.2%，2022Q1 相较于 2021 年毛利率提升 4.6pp。同期间，公司净利率在 1.2% 至 19.5% 之间波动，其中 2022Q1 净利率为 1.2%，较 2021 年整体净利率大幅下降 15.2pp，这主要是因为公司参与中芯国际战略配售导致一定程度亏损，对公司基本经营层面并无影响。

2) 费用率方面：2017-2022Q1 期间，公司销售费用率在 9.8% 至 17.2% 之间波动，2022Q1 公司销售费用率为 10.8%，较 2021 年全年水平提升 1.0pp。同期间，公司管理费用率由 2017 年的 5.5% 小幅上升至 2021 年的 6.5%，其中 2022Q1 管理费用率较 2021 年全年上升 2.6pp。2022Q1 公司研发费用率为 22.8%，持续保持高位水平，较 2021 年全年大幅上升 5.6pp，表明公司高度重视技术研发，不断加大技术投入以提升技术优势。

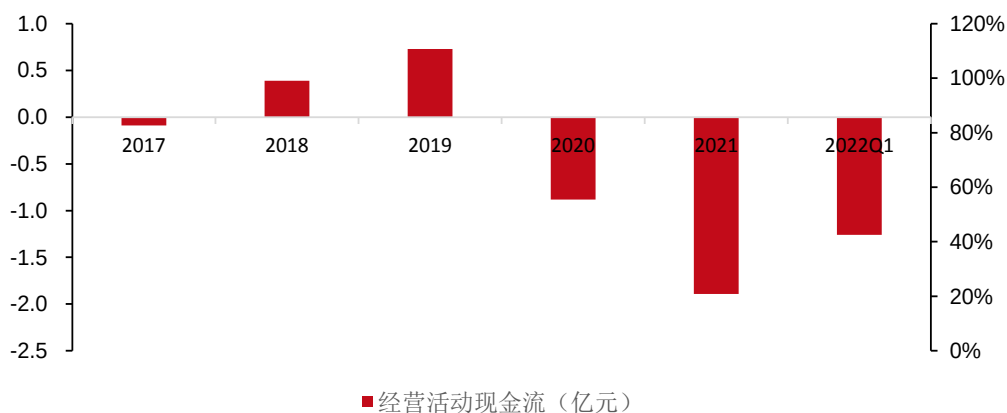
图 7：公司 2017-1Q2022 年毛利率和净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2017-1Q2022 年费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

疫情影响导致现金流短期承压。经营活动现金流方面，2017-2021 年期间公司经营活动现金流净额波动较大，主要因为公司目前仍处于市场开拓前期，下游面对半导体制造厂商话语权仍较弱。我们预计未来公司随核心技术的增强以及市场地位提升，公司经营活动现金流净额将持续改善。

图 9：公司 2017-1Q2022 年经营活动现金流情况


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：大陆半导体晶圆厂扩产支撑起清洗设备需求，我们预计公司 2022-2024 年清洗设备产品价格每年提升 5%，销量分别提升 22% / 21% / 19%，对应业务增速分别达到 28.3% / 26.6% / 24.9%。

假设 2：公司其他半导体设备与先进封装湿法设备已完成下游客户端验证，目前处于爆发增长阶段，我们预计公司 2022-2024 年其他半导体设备以及先进封装湿法设备价格每年提升 10%，销量提升 161% / 76% / 30% 和 69% / 44% / 26%，对应业务增速分别达到 187.3% / 93.9% / 42.5% 及 85.4% / 58.2% / 38.6%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
半导体清洗设备	收入	1055.8	1354.6	1714.9	2141.9
	增速	29.3%	28.3%	26.6%	24.9%
	毛利率	44.3%	46.2%	47.5%	48.0%
其他半导体设备	收入	273.7	786.3	1524.6	2172.6
	增速	352.4%	187.3%	93.9%	42.5%
	毛利率	28.6%	30.7%	32.0%	33.0%
先进封装湿法设备	收入	217.8	403.8	638.8	885.3
	增速	121.0%	85.4%	58.2%	38.6%
	毛利率	25.2%	27.0%	27.9%	28.6%
合计	收入	1620.9	2544.7	3878.3	5199.8
	增速	20.2%	64.5%	52.4%	34.1%
	毛利率	15.3%	38.4%	38.2%	38.4%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取了行业中与盛美上海业务模式相近的两家公司，2022 年两家公司的平均 PS 为 14.3 倍。考虑到公司为国内清洗设备行业龙头，未来有望持续引领国产替代，并且电镀、立式炉管、抛铜等其他半导体设备以及先进封装湿法设备两大业务成长性极强，随设备向半导体前道工艺中延伸，未来三年业务 CAGR 有望分别保持 99.5% / 59.6% 以上。

从当前同行业务对比来看，公司业务整体成长性强于行业同行，具体而言：1) 公司为国内清洗设备的行业绝对龙头，目前设备已完成 90% 工艺覆盖，未来随制程工艺复杂性提升，清洗设备需求量也将大幅增长；2) 公司业务向电镀、立式炉管、抛铜、ALD 等领域布局，业务向前道领域拓展，下游市场空间大幅提升。基于以上原因，我们认为业务整体成长

性强于行业可比公司，因此我们给予公司 2022 年 18.3 倍 PS，对应市值 465.7 亿元，对应目标价 107.41 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	营业收入（亿元）				PS（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688072.SH	拓荆科技-U	131.6	7.6	12.0	17.3	23.3	22.0	13.9	9.6	7.2
688012.SH	中微公司	109.4	31.1	45.0	61.0	79.2	21.3	14.7	10.9	8.4
平均值							21.7	14.3	10.3	7.8

数据来源：Wind，西南证券整理（数据截至 2022.05.13 收盘）

3 风险提示

下游需求衰退，产品研发进度不及预期，公允价值变动损益波动风险，国际地缘政治摩擦加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1620.87	2544.65	3878.29	5199.82	净利润	266.25	382.53	552.99	758.92
营业成本	931.44	1568.42	2397.61	3201.54	折旧与摊销	16.78	19.52	20.03	20.39
营业税金及附加	0.81	1.27	1.94	2.60	财务费用	8.38	4.95	22.03	37.12
销售费用	158.89	197.55	306.26	388.42	资产减值损失	-0.31	-1.54	-1.80	-1.22
管理费用	342.49	413.29	594.38	785.09	经营营运资本变动	-501.74	-918.32	-1117.84	-1137.09
财务费用	8.38	4.95	22.03	37.12	其他	21.46	-57.77	-33.48	-13.52
资产减值损失	-0.31	-1.54	-1.80	-1.22	经营活动现金流净额	-189.18	-570.64	-558.07	-335.41
投资收益	18.96	10.12	8.73	2.83	资本支出	-97.91	-2.00	-1.50	-1.00
公允价值变动损益	3.92	45.32	27.19	12.24	其他	28.31	55.44	35.92	15.06
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-69.60	53.44	34.42	14.06
营业利润	267.96	416.16	593.79	801.33	短期借款	-110.04	-61.72	0.00	0.00
其他非经营损益	0.79	0.55	0.62	0.62	长期借款	29.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	268.74	416.71	594.40	801.95	股权融资	3500.51	0.00	0.00	0.00
所得税	2.50	34.18	41.42	43.03	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	266.25	382.53	552.99	758.92	其他	-24.86	-15.04	-14.23	-24.90
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	3394.74	-76.75	-14.23	-24.90
归属母公司股东净利润	266.25	382.53	552.99	758.92	现金流量净额	3131.26	-593.95	-537.88	-346.25
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3402.53	2808.58	2270.70	1924.45	成长能力				
应收和预付款项	702.16	1078.69	1652.32	2221.14	销售收入增长率	60.88%	56.99%	52.41%	34.08%
存货	1443.33	1978.84	3189.80	4308.20	营业利润增长率	20.32%	55.31%	42.68%	34.95%
其他流动资产	259.23	372.63	401.26	494.70	净利润增长率	35.31%	43.67%	44.56%	37.24%
长期股权投资	51.50	51.50	51.50	51.50	EBITDA 增长率	11.33%	50.33%	44.30%	35.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	74.69	73.31	70.92	67.68	毛利率	42.53%	38.36%	38.18%	38.43%
无形资产和开发支出	64.69	50.03	35.36	20.69	三费率	31.45%	24.20%	23.79%	23.28%
其他非流动资产	339.28	337.80	336.33	334.85	净利率	16.43%	15.03%	14.26%	14.60%
资产总计	6337.41	6751.38	8008.19	9423.21	ROE	5.53%	7.36%	9.62%	11.66%
短期借款	61.72	0.00	0.00	0.00	ROA	4.20%	5.67%	6.91%	8.05%
应付和预收款项	777.01	1200.41	1879.24	2484.18	ROIC	28.23%	22.25%	20.18%	19.49%
长期借款	146.41	146.41	146.41	146.41	EBITDA/销售收入	18.08%	17.32%	16.39%	16.52%
其他负债	537.31	207.48	232.47	283.64	营运能力				
负债合计	1522.45	1554.31	2258.13	2914.23	总资产周转率	0.40	0.39	0.53	0.60
股本	433.56	433.56	433.56	433.56	固定资产周转率	48.34	58.52	76.80	96.33
资本公积	3844.91	3844.91	3844.91	3844.91	应收账款周转率	4.06	3.65	3.61	3.42
留存收益	536.08	918.61	1471.60	2230.52	存货周转率	0.90	0.91	0.93	0.85
归属母公司股东权益	4814.96	5197.08	5750.06	6508.98	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.46%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	4814.96	5197.08	5750.06	6508.98	资产负债率	24.02%	23.02%	28.20%	30.93%
负债和股东权益合计	6337.41	6751.38	8008.19	9423.21	带息债务/总负债	13.67%	9.42%	6.48%	5.02%
					流动比率	4.59	4.89	3.81	3.42
					速动比率	3.45	3.34	2.19	1.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.88	1.28	1.75
					每股净资产	11.11	11.99	13.26	15.01
					每股经营现金	-0.44	-1.32	-1.29	-0.77
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	293.12	440.63	635.84	858.83					
PE	144.93	100.87	69.78	50.84					
PB	8.01	7.42	6.71	5.93					
PS	23.81	15.16	9.95	7.42					
EV/EBITDA	119.10	80.37	56.54	42.26					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈燕	高级销售经理	18616232050	18616232050	chenyanyf@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn