

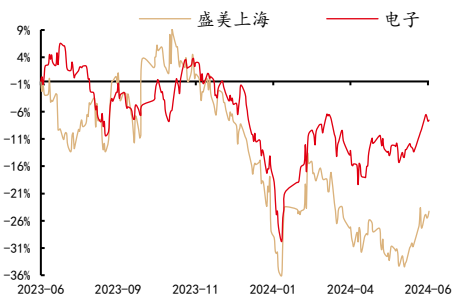
股票投资评级

买入|维持

盛美上海(688082)

HBM 高景气，清洗、电镀新增长

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	86.29
总股本/流通股本(亿股)	4.36 / 0.76
总市值/流通市值(亿元)	376 / 65
52周内最高/最低价	124.01 / 73.00
资产负债率(%)	33.8%
市盈率	41.29
第一大股东	ACM RESEARCH, INC.

研究所

分析师:吴文吉
SAC 登记编号:S1340523050004
Email:wuwenji@cnpsec.com
研究助理:翟一梦
SAC 登记编号:S1340123040020
Email:zhaiyimeng@cnpsec.com

● 投资要点

TSV 作为 HBM 核心工艺之一，带动公司清洗与电镀设备增长。目前公司全线湿法清洗设备及电镀铜设备等均可用于 DRAM(高带宽存储器 HBM)工艺，SAPS 兆声波单片清洗设备用于 TSV 的深孔清洗，使其漏电流减少 2-3 个数量级；电镀设备被多家大客户用于 TSV 的电镀。未来，HBM 市场将成为公司的巨大增长点，今后公司的 PECVD 设备及炉管 ALD 设备也将应用于 HBM 的生产线。

清洗设备：公司专有的 SAPS 兆声波清洗设备保障 TSV 孔内清洗效果。公司通过自主研发并具有全球知识产权保护的 SAPS 和 TEBO 兆声波清洗技术，解决了兆声波技术在集成电路单片清洗设备上应用时，兆声波能量如何在晶圆上均匀分布及如何实现图形结构无损伤的全球性难题。公司的 SAPS 兆声波清洗设备适用于平坦晶圆表面和高深宽比通孔结构内清洗。公司的 TSV 清洗设备主要应用于 2.5D/3D 等先进封装工艺中，TSV 工艺中孔内会有聚合物残留，可选择使用高温硫酸与双氧水混合液进行清洗。TSV 清洗设备具有高效的温度控制能力，可控制 Wafer 表面清洗时温度在 170°C 高温。清洗后还可搭配公司专有的 SAPS 兆声波清洗设备一同使用，保证 TSV 孔内的清洗效果。

电镀设备：公司已获得多家客户的 TSV 电镀设备重复订单。半导体电镀是指在芯片制造过程中，将电镀液中的金属离子电镀到晶圆表面形成金属互连。随着芯片制造工艺越来越先进，芯片内的互连线开始从传统的铝材料转向铜材料，半导体电镀设备便被广泛采用。目前半导体电镀已不限于铜线的沉积，还有锡、锡银合金、镍、金等金属，但铜的沉积依然占主导地位。全球半导体电镀设备核心厂商包括泛林集团、应用材料、盛美上海、ASMPT 和 TKC 等，CR5 约为 73%。据恒州诚思统计，全球半导体电镀设备市场规模预计将从 23 年的 40 亿元增长至 30 年的 61 亿元；前道电镀/后道先进封装领域分别占 36%/64%。目前公司已获得多家客户的 TSV 电镀设备重复订单，从 23 年下半年开始，TSV 电镀设备订单开始起量，预计 24 年仍会保持较高的市场需求。

● 投资建议

我们预计公司 2024/2025/2026 年分别实现收入 57/78/107 亿元，实现归母净利润分别为 11/16/25 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 分别为 34 倍、23 倍、15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

外部环境不确定性风险；技术迭代风险；市场开拓不及预期风险；下游扩产不及预期风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	3888	5702	7811	10712
增长率 (%)	35.34	46.63	37.00	37.14
EBITDA (百万元)	922.97	1314.16	2000.00	2907.38
归属母公司净利润 (百万元)	910.52	1106.70	1648.09	2454.56
增长率 (%)	36.21	21.55	48.92	48.93
EPS (元/股)	2.09	2.54	3.78	5.63
市盈率 (P/E)	41.33	34.01	22.84	15.33
市净率 (P/B)	5.83	4.92	4.05	3.20
EV/EBITDA	48.28	28.19	18.85	13.06

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	3888	5702	7811	10712	营业收入	35.3%	46.6%	37.0%	37.1%
营业成本	1867	2824	3903	5326	营业利润	34.5%	21.1%	48.9%	49.0%
税金及附加	5	7	9	13	归属于母公司净利润	36.2%	21.5%	48.9%	48.9%
销售费用	328	510	680	900	获利能力				
管理费用	200	296	391	514	毛利率	52.0%	50.5%	50.0%	50.3%
研发费用	615	1046	1236	1521	净利率	23.4%	19.4%	21.1%	22.9%
财务费用	-25	-24	42	53	ROE	14.1%	14.5%	17.7%	20.9%
资产减值损失	-5	0	0	0	ROIC	11.2%	12.9%	15.9%	19.1%
营业利润	964	1167	1738	2589	偿债能力				
营业外收入	0	0	1	2	资产负债率	33.8%	38.0%	41.9%	42.6%
营业外支出	0	0	1	2	流动比率	2.64	2.31	2.25	2.18
利润总额	964	1167	1738	2590	营运能力				
所得税	53	60	90	135	应收账款周转率	2.93	3.02	2.98	2.96
净利润	911	1107	1648	2455	存货周转率	1.18	1.22	1.19	1.18
归母净利润	911	1107	1648	2455	总资产周转率	0.43	0.52	0.55	0.59
每股收益(元)	2.09	2.54	3.78	5.63	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.09	2.54	3.78	5.63
货币资金	1523	1322	1220	1003	每股净资产	14.81	17.54	21.32	26.95
交易性金融资产	141	141	141	141	估值比率				
应收票据及应收账款	1591	2190	3048	4192	PE	41.33	34.01	22.84	15.33
预付款项	155	255	343	468	PB	5.83	4.92	4.05	3.20
存货	3925	5424	7675	10512	现金流量表				
流动资产合计	7589	9652	12803	16771	净利润	911	1107	1648	2455
固定资产	662	807	938	1028	折旧和摊销	85	171	220	265
在建工程	730	1044	1397	1758	营运资本变动	-1307	-1010	-1789	-2240
无形资产	91	100	110	119	其他	-116	-99	-97	-82
非流动资产合计	2164	2699	3211	3692	经营活动现金流净额	-427	169	-17	397
资产总计	9754	12351	16014	20463	资本开支	-398	-694	-732	-746
短期借款	222	272	322	372	其他	940	110	131	129
应付票据及应付账款	1491	2115	2927	4035	投资活动现金流净额	542	-585	-601	-617
其他流动负债	1165	1790	2443	3280	股权融资	27	87	0	0
流动负债合计	2879	4177	5692	7687	债务融资	16	145	550	50
其他	417	522	1022	1022	其他	-207	-18	-35	-47
非流动负债合计	417	522	1022	1022	筹资活动现金流净额	-164	214	515	3
负债合计	3296	4699	6714	8709	现金及现金等价物净增加	-39	-201	-103	-217
股本	436	436	436	436					
资本公积金	4064	4150	4150	4150					
未分配利润	1741	2682	4083	6169					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	218	383	631	999					
所有者权益合计	6458	7652	9300	11754					
负债和所有者权益总计	9754	12351	16014	20463					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；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。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048