

存储订单饱满，清洗设备龙头迎扩产红利

——盛美上海（688082.SH）首次覆盖报告

半导体

报告原因：

买入（首次评级）

市场数据：2025 年 12 月 23 日  
收盘价（元）178.37  
一年内最高/最低（元）202.88/90  
市净率6.4  
股息率（分红/股价）0.34  
流通 A 股市值（百万元）77,837  
上证指数/深证成指3,920/13,369  
注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 09 月 30 日  
每股净资产（元）27.7  
资产负债率%27.08  
总股本/流通 A 股（百万）480/436  
流通 B 股/H 股（百万）-/-

一年内股价与沪深 300 指数对比走势：



资料来源：聚源数据

相关研究

《中微公司（688012.SH）：补齐 CMP 关键拼图，平台化战略再进一步》2025-12-19  
《北方华创（002371.SZ）：收购光学镀膜装备公司，加速关键环节国产替代》2025-12-12  
《德昌电机控股（0179.HK）中期业绩点评：机器人与液冷泵开启新成长曲线》2025-11-13

证券分析师

王凯  
S0820524120002  
021-32229888-25522  
wangkai526@ajzq.com

投资要点：

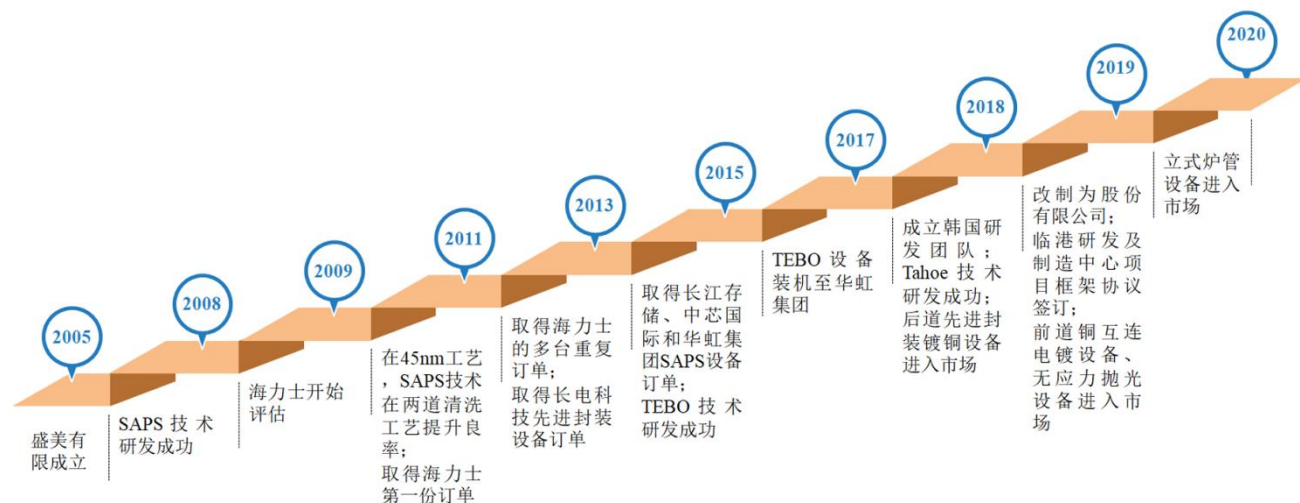
- **投资建议：**我们预计公司 2025E / 2026E / 2027E 营业收入分别为 70.25 / 84.43 / 98.08 亿元，同比增长 25.1% / 20.2% / 16.2%；归母净利润分别为 16.85 / 19.69 / 23.23 亿元，同比增长 46.1% / 16.8% / 18.0%，对应 PE 分别为 46.2 / 39.5 / 33.5 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- **订单方面（截至 2025 年 9 月 29 日）：**公司在手订单 90.72 亿元，结构明确指向存储晶圆厂扩产主线。根据公司公告，存储客户订单金额占比高于逻辑；我们以在手订单估算，存储相关订单规模至少 45.36 亿元，仅存储订单规模相当于 2024 年全年收入的 80.7%。在中国存储厂商扩产确定性较强的背景下，公司有望充分受益并加速业绩兑现。
- **行业和公司情况：**1) **公司是中国最大的半导体清洗设备厂商。**根据 Gartner，公司在全球清洗设备市场市占率约 8.0%，位列第四；在单片清洗设备领域，公司在中国市占率超 30%。公司以单片清洗设备为核心，持续向半导体电镀、抛铜、先进封装湿法设备，以及立式炉管、前道涂胶显影（Track）和 PECVD 领域延伸布局，产品矩阵不断完善，平台化特征逐步增强。2) **行业：**①**全球半导体设备市场将保持复苏，**我们预计市场规模由 2024 年的 1,255 亿美元增至 2027 年的 1,505 亿美元，CAGR=11.3%。中国大陆市场在晶圆厂扩产与国产替代推动下，由 2024 年的 491 亿美元增至 2027 年的 662 亿美元。②**全球半导体清洗设备市场高度集中，**尤其在单片清洗设备领域，DNS、TEL、LAM 与 SEMES 四家公司合计市场占有率达到 90%以上，其中 DNS 市场份额最高，市场占有率在 33%以上。中国 12 英寸晶圆厂清洗设备主要来自 DNS、盛美、LAM、TEL。
- **关键假设点：**1) **收入端：**晶圆厂持续扩产，前道湿法工艺重要性提升，清洗设备需求保持高景气。假设公司半导体清洗设备收入 2025E-2027E 分别同比增长 27.6%/22.1%/17.7%，对应收入由 51.76 亿元提升至 74.35 亿元。2) **利润端：**先进制程对清洗工艺提出更高要求，单机利润提升，假设清洗设备毛利率由 2025 年的 49.4%提升至 2027E 的 55.4%，推动公司整体盈利能力改善。
- **股价表现的催化剂：**存储及逻辑晶圆厂扩产，公司在手订单向收入端持续转化，公司在先进制程/先进封装领域设备通过验证等。
- **风险提示：**半导体行业周期波动风险、国产替代推进不及预期风险、技术迭代不确定性风险。

财务数据及盈利预测

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	3,888	5,618	7,025	8,443	9,808
同比增长率（%）	35.3%	44.5%	25.1%	20.2%	16.2%
归母净利润（百万元）	911	1,153	1,685	1,969	2,323
同比增长（%）	36.2%	26.7%	46.1%	16.8%	18.0%
每股收益（元/股）	1.90	2.40	3.84	4.49	5.29
毛利率（%）	52.0%	48.9%	49.4%	49.5%	51.0%
ROE（%）	14.1%	15.0%	18.0%	17.4%	17.0%
市盈率	84.8	67.5	46.2	39.5	33.5

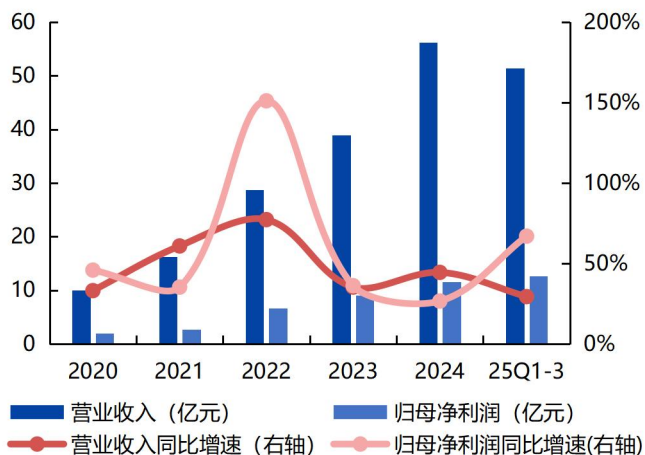
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE  
数据截至 2025 年 12 月 23 日

图表 1：公司发展历程



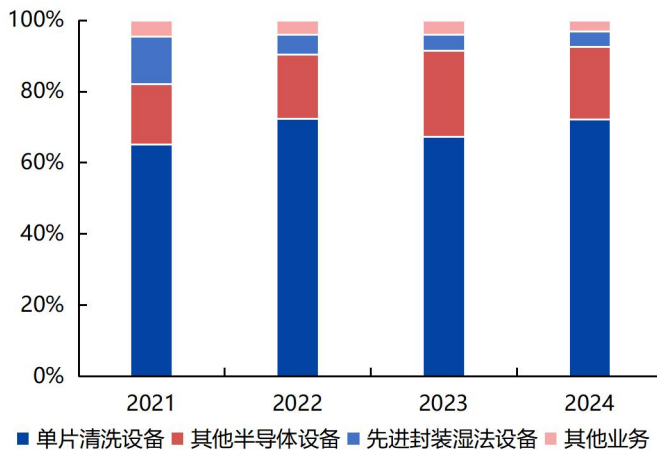
资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 2：公司收入及归母净利润持续改善



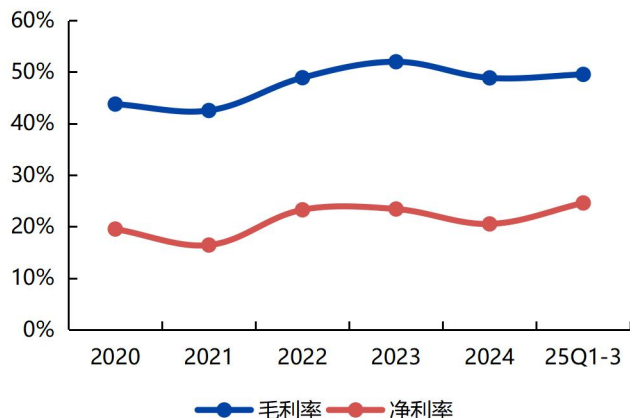
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 3：公司产品结构以单片清洗设备为主



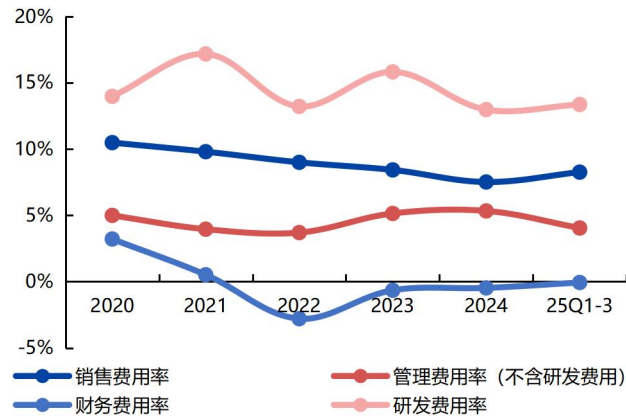
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 4：公司盈利能力保持相对稳定提升



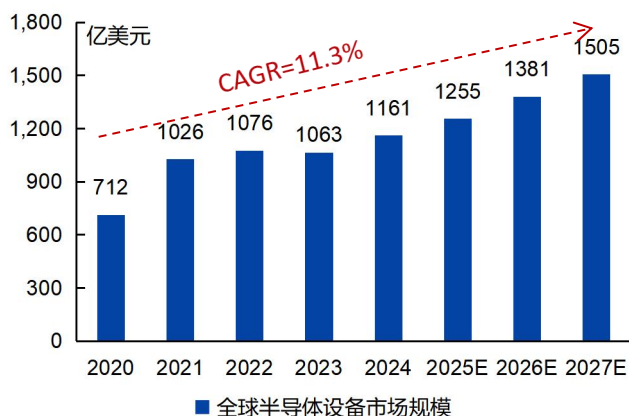
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：2020-25Q1-3 公司费用率整体优化



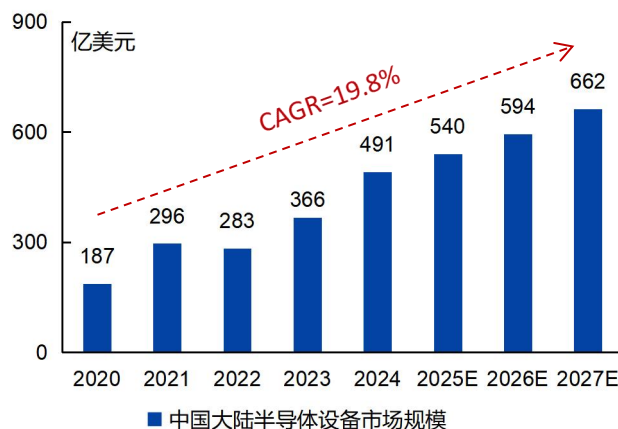
资料来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：2020-2027E 全球半导体设备市场规模



资料来源：SEMI，爱建证券研究所预测

图表 7：2020-2027E 中国半导体设备市场规模



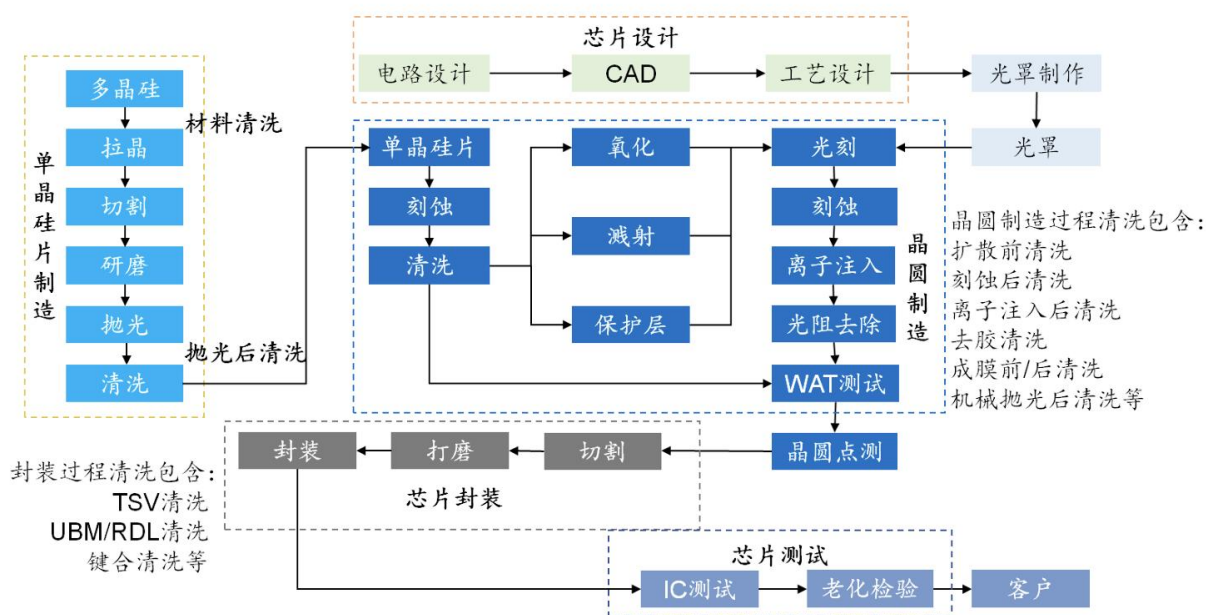
资料来源：SEMI，爱建证券研究所预测

图表 8：半导体清洗设备主要分为单片、槽式和组合式清洗设备

半导体设备分类						
氧化/扩散	光刻	刻蚀	清洗设备	离子注入	薄膜生长	抛光
扩散炉	涂胶显影设备	介质刻蚀设备	单片清洗设备	离子注入设备	金属沉淀设备	机械抛光设备
氧化炉	光刻设备	金属刻蚀设备	槽式清洗设备		介质层沉积设备	
退火炉	对准检测设备	边缘刻蚀设备	组合式清洗设备		原子层沉积设备	
单片氧化设备					电镀设备	

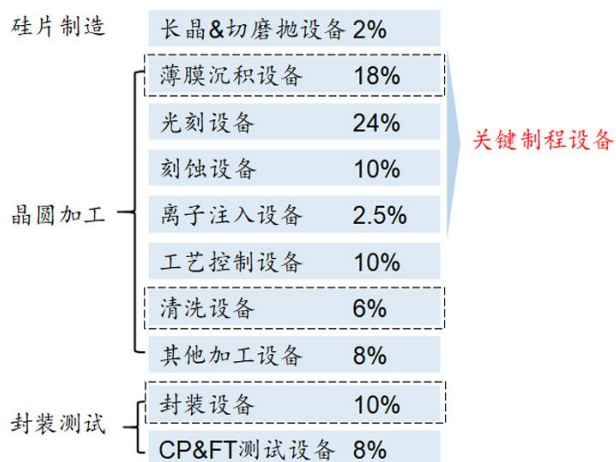
资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 9：清洗工序贯穿晶圆制造全过程



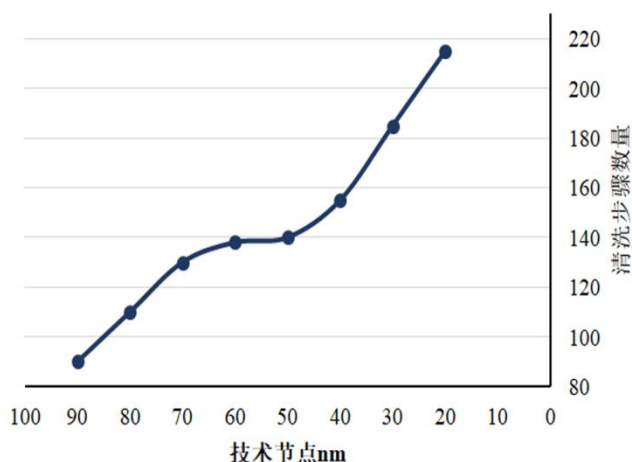
资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 10：清洗设备在半导体设备投资比例中占 6%左右



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 11：工艺进步带来清洗步骤增加



资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 12：公司客户覆盖国内外主流半导体厂商

序号	客户所属领域	客户名称
1	晶圆制造	海力士、华虹集团、长江存储、中芯国际、合肥长鑫
2	先进封装	长电科技、通富微电、中芯长电、Nepes
3	半导体硅片制造及回收	上海新昇、金瑞泓、台湾合晶科技、台湾昇阳
4	科研院所	中国科学院微电子研究所、上海集成电路、华进半导体

资料来源：公司招股说明书，爱建证券研究所

图表 13：根据国家集成电路创新中心和上海集成电路研发中心，公司部分设备已达到国际领先或先进水平

核心技术名称	技术先进性
一. SAPS 兆声波清洗技术	国际先进
二. TEBO 兆声清洗技术	国际领先
三. 单晶圆槽式组合 Tahoe 高温硫酸清洗技术	国际领先
四. 无应力抛光技术	国际领先
五. 多阳极电镀技术	国际先进

资料来源：公司公告，爱建证券研究所

图表 14：公司盈利预测核心假设

百万元人民币	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,007.49	1,620.87	2,873.05	3,888.34	5,617.75	7,025.25	8,442.77	9,807.69
YoY		60.9%	77.3%	35.3%	44.5%	25.1%	20.2%	16.2%
分产品								
半导体清洗设备	816.30	1,055.81	2,078.36	2,614.36	4,057.01	5,176.37	6,318.94	7,434.75
YoY		29.3%	96.8%	25.8%	55.2%	27.6%	22.1%	17.7%
其他半导体设备	60.49	273.68	517.79	940.18	1,137.30	1,316.14	1,481.70	1,630.82
YoY		352.4%	89.2%	81.6%	21.0%	15.7%	12.6%	10.1%
先进封装湿法设备	98.56	217.78	159.91	160.04	245.75	351.04	456.32	552.12
YoY		121.0%	-26.6%	0.1%	53.6%	42.8%	30.0%	21.0%



其他业务	32.14	73.60	116.99	173.76	177.69	181.70	185.80	190.00
YoY		129.0%	58.9%	48.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
<b>毛利率</b>	<b>43.8%</b>	<b>42.5%</b>	<b>48.9%</b>	<b>52.0%</b>	<b>48.9%</b>	<b>49.4%</b>	<b>49.5%</b>	<b>51.0%</b>
半导体清洗设备	45.0%	44.3%	48.3%	48.6%	46.2%	49.4%	52.3%	55.4%
其他半导体设备	24.8%	42.5%	52.1%	59.5%	59.3%	49.3%	37.1%	31.4%
先进封装湿法设备	34.1%	25.2%	31.7%	42.1%	28.8%	42.7%	49.3%	51.8%
其他业务	77.9%	68.5%	69.4%	71.1%	71.1%	62.6%	54.3%	46.5%
<b>费用率</b>								
销售费用率	10.5%	9.8%	9.0%	8.4%	7.5%	7.4%	7.4%	7.3%
管理费用率	5.0%	4.0%	3.7%	5.1%	5.3%	5.4%	5.5%	5.7%
研发费用率	14.0%	17.2%	13.2%	15.8%	13.0%	13.6%	14.3%	15.0%
<b>归母净利润</b>	<b>196.77</b>	<b>266.25</b>	<b>668.49</b>	<b>910.52</b>	<b>1,153.19</b>	<b>1,685.55</b>	<b>1,969.85</b>	<b>2,323.54</b>
YoY		35.3%	151.1%	36.2%	26.7%	46.2%	16.9%	18.0%

资料来源：Wind，爱建证券研究所预测

**图表 15：可比公司估值表**

股票代码	股票简称	收盘价	EPS (元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002371	北方华创	465.30	10.53	9.98	13.21	16.72	37.12	46.61	35.22	27.83
688037	芯源微	145.00	1.01	0.98	1.84	2.98	82.87	148.41	78.71	48.71
603690	至纯科技	29.84	0.06	0.37	0.68	0.90	411.01	81.37	44.16	33.29
平均值							177.00	92.13	52.70	36.61
688082	盛美上海	177.29	2.63	3.84	4.49	5.29	38.05	46.16	39.50	33.49

资料来源：Wind，爱建证券研究所（可比公司业绩均为 Wind 一致预期，预测 PE 基于最新股价数据）

## 风险提示

- 1) 半导体行业周期波动风险：**全球及中国大陆晶圆厂资本开支受宏观经济、下游需求影响较大，如扩产进度放缓或投资计划调整，将影响公司订单落地节奏。
- 2) 国产替代推进不及预期风险：**客户导入节奏受技术成熟度、良率爬坡及供应链协同影响，若关键设备验证迟滞，可能影响公司业绩确认节奏。
- 3) 技术迭代不确定性风险：**AI、高端逻辑与存储技术路线存在演进不确定性，如新工艺结构对设备规格提出更高要求，可能影响半导体设备行业竞争格局。

**财务预测摘要:**

资产负债表						现金流量表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,523	2,635	3,073	4,048	5,894	净利润	911	1,153	1,685	1,969	2,323
应收款项	1,591	2,132	2,425	2,941	3,176	折旧摊销	48	67	91	107	125
存货	3,925	4,232	5,574	5,834	6,643	营运资本变动	678	158	711	629	42
<b>流动资产</b>	<b>7,589</b>	<b>9,496</b>	<b>12,282</b>	<b>13,843</b>	<b>16,854</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>-427</b>	<b>1,216</b>	<b>900</b>	<b>1,289</b>	<b>2,220</b>
长期股权投资	57	72	78	82	90	资本开支	398	574	349	419	503
固定资产	662	1,167	1,415	1,678	1,974	投资变动	807	9	32	63	65
在建工程	730	592	605	656	740	<b>投资活动现金流</b>	<b>542</b>	<b>-490</b>	<b>-381</b>	<b>-482</b>	<b>-569</b>
无形资产	91	93	87	81	76	银行借款	504	994	758	758	758
<b>非流动资产</b>	<b>2,164</b>	<b>2,632</b>	<b>2,932</b>	<b>3,296</b>	<b>3,732</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-164</b>	<b>378</b>	<b>-142</b>	<b>126</b>	<b>143</b>
<b>资产合计</b>	<b>9,754</b>	<b>12,128</b>	<b>15,214</b>	<b>17,140</b>	<b>20,586</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-39</b>	<b>1,111</b>	<b>438</b>	<b>976</b>	<b>1,845</b>
短期借款	222	236	0	0	0	期初现金	1,562	1,523	2,635	3,073	4,048
应付款项	1,491	1,488	2,629	2,309	3,043	期末现金	1,523	2,635	3,073	4,048	5,894
流动负债	1,491	1,488	2,629	2,309	3,043						
长期借款	282	758	758	758	758						
应付债券	0	0	0	0	0						
<b>非流动负债</b>	<b>417</b>	<b>933</b>	<b>933</b>	<b>933</b>	<b>933</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,296</b>	<b>4,463</b>	<b>5,863</b>	<b>5,820</b>	<b>6,943</b>						
股本	436	439	439	439	439						
资本公积	4,064	4,388	4,388	4,388	4,388						
留存收益	1,954	2,834	4,519	6,488	8,811						
归母股东权益	6,458	7,666	9,351	11,320	13,643						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
<b>负债和权益总计</b>	<b>9,754</b>	<b>12,128</b>	<b>15,214</b>	<b>17,140</b>	<b>20,586</b>						

利润表						财务比率					
单位:百万元											
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,888	5,618	7,025	8,443	9,808	<b>成长能力指标</b>					
营业成本	1,867	2,873	3,557	4,262	4,801	营业收入增速	35.3%	44.5%	25.1%	20.2%	16.2%
税金及附加	5	10	12	15	17	营业利润增速	34.5%	34.9%	40.7%	17.3%	19.1%
销售费用	328	422	523	622	715	归母净利润增速	36.2%	26.7%	46.1%	16.8%	18.0%
管理费用	200	300	382	468	555	<b>盈利能力指标</b>					
研发费用	615	729	957	1,208	1,473	毛利率	52.0%	48.9%	49.4%	49.5%	51.0%
财务费用	-25	-27	-91	-90	-127	净利率	23.4%	20.5%	24.0%	23.3%	23.7%
资产减值损失	-5	-23	4	4	4	ROE	14.1%	15.0%	18.0%	17.4%	17.0%
公允价值变动	8	24	1	11	12	ROIC	12.9%	12.9%	16.3%	16.0%	15.8%
投资净收益	92	32	64	79	67	<b>偿债能力</b>					
<b>营业利润</b>	<b>964</b>	<b>1,300</b>	<b>1,829</b>	<b>2,146</b>	<b>2,556</b>	资产负债率	33.8%	36.8%	38.5%	34.0%	33.7%
营业外收支	0	1	0	0	0	净负债比率	0.51	0.58	0.63	0.51	0.51
<b>利润总额</b>	<b>964</b>	<b>1,301</b>	<b>1,829</b>	<b>2,146</b>	<b>2,557</b>	流动比率	2.64	2.69	2.49	2.83	2.80
所得税	53	147	144	177	234	速动比率	1.17	1.42	1.18	1.49	1.56
<b>净利润</b>	<b>911</b>	<b>1,153</b>	<b>1,685</b>	<b>1,969</b>	<b>2,323</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东损益	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.40	0.46	0.46	0.49	0.48
<b>归母净利润</b>	<b>911</b>	<b>1,153</b>	<b>1,685</b>	<b>1,969</b>	<b>2,323</b>	应收账款周转率	2.44	2.63	2.90	2.87	3.09
EBITDA	1,032	1,395	2,003	2,347	2,804	存货周转率	0.99	1.33	1.26	1.45	1.48
						<b>每股指标</b>					
						每股收益	2.09	2.63	3.84	4.49	5.29
						每股经营性现金流	-0.98	2.77	2.05	2.94	5.06
						每股净资产	14.82	17.47	21.31	25.80	31.09
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	84.84	67.45	46.16	39.50	33.49
						市销率	19.87	13.85	11.07	9.21	7.93
						市净率	11.96	10.15	8.32	6.87	5.70
						EV/EBIT	80.31	59.97	42.13	35.51	29.43
						EV/EBITDA	76.59	57.08	40.22	33.89	28.12

资料来源: 公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



## 爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话：021-32229888

传真：021-68728700

服务热线：956021

邮政编码：200124

邮箱：ajzq@ajzq.com

网址：http://www.ajzq.com

## 评级说明

### 投资建议的评级标准

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即以报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场：沪深 300 指数（000300.SH）；新三板市场：三板成指（899001.CSI）（针对协议转让标的）或三板做市指数（899002.CSI）（针对做市转让标的）；北交所市场：北证 50 指数（899050.BJ）；香港市场：恒生指数（HIS.HI）；美国市场：标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）。

### 股票评级

买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%

### 行业评级

强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道，所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法可能存在局限性，请谨慎参考。

## 法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司（以下统称为“爱建证券”）证券研究所制作，爱建证券具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管。

本报告是机密的，仅供我们的签约客户使用，爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但爱建证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供签约客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，爱建证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测后续可随时间更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，爱建证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

## 版权声明

本报告版权归爱建证券所有，未经爱建证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有，违者必究。