

洁美科技 (002859)

2024年06月17日

元器件耗材领导者，离型膜接力业绩增长  
买入 (首次)

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

证券分析师 鲍娴颖

执业证书: S0600521080008

baoxy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1301	1572	2120	2860	3660
同比 (%)	(30.10)	20.83	34.84	34.91	27.97
归母净利润 (百万元)	165.87	255.62	365.61	491.11	625.54
同比 (%)	(57.35)	54.11	43.03	34.32	27.37
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.38	0.59	0.84	1.13	1.44
P/E (现价&最新摊薄)	54.27	35.22	24.62	18.33	14.39

股价走势



投资要点

■ **元器件包装耗材龙头，纵横一体化铸就高利润率。**洁美科技是被动元器件包装材料纸质载带龙头，横向协同发展塑料载带和离型膜业务，在过去几年间业绩保持高速稳定增长，营收从 2015 年 5.9 亿元增长至 2022 年 13.01 亿元，CARG 达 11.96%；净利润从 2015 年的 0.89 亿元增长至 2022 年的 1.66 亿元，CARG 达 9.25%。公司毛利率长期保持在 30%-40% 的水平。纵横一体化发展奠定了公司元器件包装耗材龙头地位，深厚的护城河将保证公司高盈利水准。2023 年随着消费电子市场回暖，公司营收和归母净利润分别为 15.72 亿和 2.56 亿元，同比增长 20.83% 和 54.11%，重回高速增长。24 年 Q1，公司稼动率及订单量持续回升，公司营收和归母净利润分别为 3.63 亿元和 0.53 亿元，同比增长 17.87% 和 69.19%。

■ **纸质载带领导者，产品客户结构持续优化。**公司是纸质载带利基市场龙头，市场占有率超过 60%，公司从原纸制造到后端分切/打孔/压孔纵向打通全产业链环节，并横向发展生产配套胶带、塑料载带等。5G / 车载/AI 等行业推动被动元器件需求持续增加，下游被动元器件厂产能有序扩张，带动纸质载带需求稳定增长。此外，元器件小型化趋势带动高端压孔纸带用量提升，且公司在日韩高端客户份额拓展顺利，产品和客户结构的优化带动纸带均价和附加值持续提升。

■ **新产品有望复制纸质载带发展路径，蓄力新增长动能。**在纸质载带稳定发展的基础上，公司业务横向拓展顺利：1、塑料载带主要用于包装体积较大的元器件，公司实现了精密模具和原材料黑色塑料粒子及片材的自主生产，部分客户已经切换使用公司自产的黑色 PC 粒子及自制的片材。2、离型膜下游应用广泛，仅 MLCC 和偏光片应用市场就超过百亿元。公司目前已有 5 条国产离型膜产线，2 条宽幅韩国产线，1 条宽幅日本产线，公司将华南地区产研总部基地项目即广东肇庆生产基地离型膜产能由原计划的年产能 1 亿平米提升至年产能 2 亿平米，其中一期产能 1 亿平米包含两条线，第一条线于 2023 年底前进入试生产，第二条线将于 2024 年上半年试生产，产能准备充足。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.7/4.9/6.3 亿元，当前市值对应 PE 分别为 24.6/18.3/14.4 倍，公司估值低于可比公司估值均值，公司纸质载带业务优势巩固，有望随着下游被动元器件需求回暖恢复增长，此外，塑料载带、离型膜等新业务有望延续传统业务发展势头，业绩有望加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**下游需求恢复不及预期风险；新业务拓展不及预期风险；新增产能释放不及预期风险。

市场数据

收盘价(元)	20.73
一年最低/最高价	16.60/30.45
市净率(倍)	3.11
流通 A 股市值(百万元)	8,311.95
总市值(百万元)	9,002.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.67
资产负债率(% ,LF)	43.86
总股本(百万股)	434.26
流通 A 股(百万股)	400.96

相关研究

《洁美科技(002859): 2021 年半年度业绩预告点评:》

2021-07-11

《洁美科技(002859): 2021 年一季度报点评:》

2021-04-28

## 内容目录

<b>1. 洁美科技：纵横一体化发展的元器件包装及生产耗材领导者</b> .....	<b>5</b>
1.1. 公司简介：元器件耗材行业领导者 .....	5
1.2. 纵横一体化护城河铸就高盈利能力 .....	5
<b>2. 纸质载带利基市场王者，纵横一体化铸造高护城河</b> .....	<b>8</b>
2.1. 电子化率提升带动被动元器件厂产能持续扩张 .....	8
2.2. 纸质载带属于利基市场，电子专用原纸是核心环节 .....	12
2.3. 洁美优势突出：纵横一体化铸造高护城河 .....	14
2.4. 产品及客户结构优化带动盈利水平提升 .....	15
<b>3. 新产品有望复制纸质载带发展路径，打开全新增长空间</b> .....	<b>17</b>
3.1. 塑料载带：元件包装一站式供应商，自产原材料切换顺利 .....	17
3.2. 离型膜打开百亿新空间，原膜自研有望再造一个洁美 .....	18
3.2.1. 离型膜市场空间超百亿，国产替代任重道远 .....	18
3.2.2. 提前布局，原膜自研助力洁美离型膜业绩接力增长 .....	20
<b>4. 盈利预测及投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2024 一季报)	5
图 2: 公司主要产品	5
图 3: 2019-2024Q1 公司营收及净利润 (亿元)	6
图 4: 2014-2024Q1 毛利率、净利率	6
图 5: 2018-2023 年公司各项业务收入占比	6
图 6: 塑料载带、离型膜营收占比	6
图 7: 公司境内外收入 (亿元) 及占比	7
图 8: 公司客户涵盖海内外知名元器件厂商	7
图 9: 薄型载带应用环节	8
图 10: 薄型载带示意图	8
图 11: 薄型载带应用于各类元器件的包装	8
图 12: 电容产值占被动元器件的 60% 以上	9
图 13: 电容 (红圈)、电阻 (黄圈)、电感 (绿圈)	9
图 14: 各类电容器	9
图 15: MLCC 用纸质载带封装	9
图 16: 射频解决方案升级推动被动元件使用数量	10
图 17: iPhone 中 MLCC 使用数量 (单位: 颗) 提升	10
图 18: 各类车型 MLCC 用量	10
图 19: ADAS 系统配备各类传感器	10
图 20: 手机、汽车、IOT 等推动 MLCC 行业需求	11
图 21: 全球 MLCC 行业需求测算 (单位: 亿颗/年)	11
图 22: 纸质载带产业链	12
图 23: 纸质载带市场空间在 25-30 亿元	13
图 24: 大型造纸厂营收规模皆在百亿以上	13
图 25: 纸质载带生产成本结构	14
图 26: 纸质载带主要原材料占比	14
图 27: 纸质载带及胶带营收 (亿元) 攀升	14
图 28: 纸质载带和胶带毛利率保持高水平	14
图 29: 元器件向小型化发展	16
图 30: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带	16
图 31: 塑料载带示意图	17
图 32: 塑料载带用于包装体积较大的元器件	17
图 33: 离型膜产品形态	18
图 34: 离型膜生产过程	18
图 35: 离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品	19
图 36: 偏光片结构示意图	19
图 37: 偏光片生产中道工序: 将压敏胶涂布在离型膜上	19
表 1: 2022 年各大被动元器件原厂	11
表 2: 纸质载带市场空间测算	13
表 3: 公司纸质载带产能有序扩张	15
表 4: 洁美科技客户资源	16
表 5: 洁美科技离型膜项目有序推进	21

表 6: 公司分业务收入预测 (单位: 百万元) .....	23
表 7: 可比公司估值 .....	24

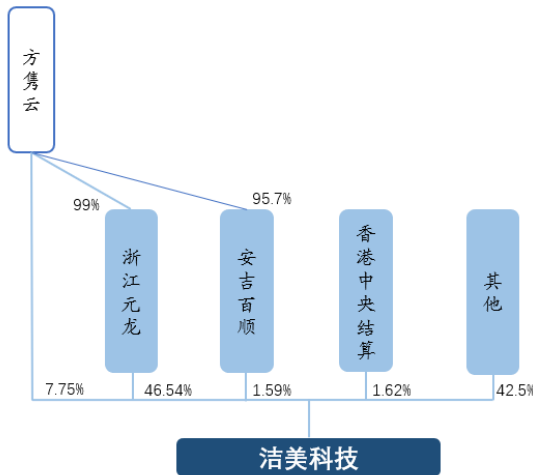
## 1. 洁美科技：纵横一体化发展的元器件包装及生产耗材领导者

### 1.1. 公司简介：元器件耗材行业领导者

浙江洁美电子科技有限公司成立于 2001 年，2017 年在深交所上市。公司主要产品包括电子封装薄型载带（纸质载带、塑料载带）、电子封装胶带（上胶带、下胶带、盖带）、电子级薄膜材料（离型膜、流延膜等）、芯片承载盘（IC-tray 盘）等，主要应用在片式电子元器件和集成电路等电子信息领域。其中电子封装薄型载带和电子封装胶带主要应用于下游电子元器件贴装工业；电子级薄膜材料中离型膜主要用于 MLCC 制程过程及偏光片等制程过程；CPP 流延膜主要应用于铝塑膜、中小尺寸增亮膜、ITO 导电膜等产品生产领域。产品下游终端应用包括智能制造、5G 商用技术、人工智能（AI）、消费电子、新能源、固态电池、电动汽车等新兴领域。公司为集成电路、电子元器件、偏光片企业配套生产系列产品，以现有电子薄型载带、上下胶带及离型膜为基础，并向新能源材料领域延伸，致力于成为全球电子元器件封装及制程所需耗材一站式服务和整体解决方案提供商，并成为电子级薄膜材料、电子化学品、新能源相关材料领域的领先企业。

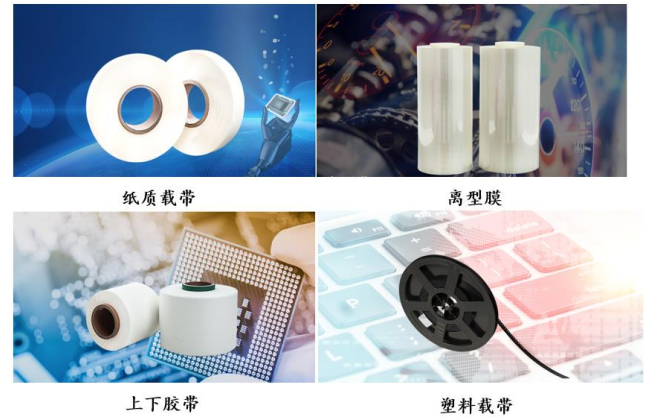
截至 24 年 3 月 31 日，公司控股股东为浙江元龙股权投资管理集团有限公司，持有公司 46.54% 的股权，实际控制人为方隽云先生，直接持股比例为 7.75%，并通过浙江元龙和安吉百顺投资公司合计持有公司 55.35% 的股权。

图1：公司股权结构（截至 2024 一季报）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：公司主要产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

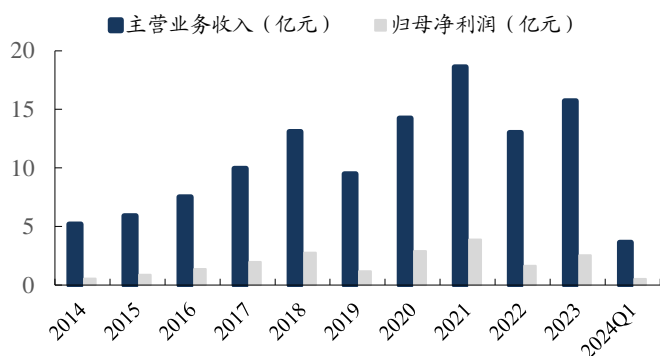
### 1.2. 纵横一体化护城河铸就高盈利能力

公司作为纸质载带龙头，以传统业务纸质载带为轴，协同塑料载带和离型膜板块发展，在过去几年间业绩保持较为稳定的增长，营收规模从 2014 年的 5.19 亿元增长至 2023 年的 15.72 亿元，2018 至 2023 年间，营收规模均稳定在 9 亿元以上。净利润规模从 2014 年的 0.56 亿元增长至 2023 年的 2.56 亿元，2021 年归母净利润达峰值 3.89 亿元。

2022 年，受到地缘政治、贸易冲突、原材料价格大幅上升的影响，产业链下游消费电子等行业需求持续疲软，影响公司 2022 业绩；2023 年，随外部宏观环境变化、下游需求回暖以及原材料纸浆价格回落，公司的营业收入和归母净利润回归至正常水平。2024 年 1 季度，公司稼动率和订单量持续回升，公司营收及归母净利润继续保持较高增长，公司实现营收和归母净利润分别为 3.63 亿元和 0.53 亿元，同比增长 17.87% 和 69.19%。

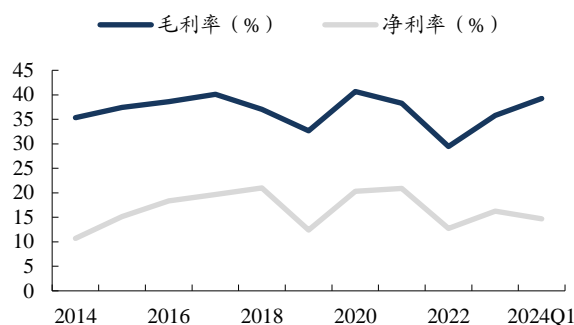
盈利能力方面，公司表现十分出色。2014 年至今，除 2022 年外，公司毛利率一直保持在 30%-40% 之间的高水平，净利率虽然有所波动，但始终高于 10%。

图3：2019-2024Q1 公司营收及净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

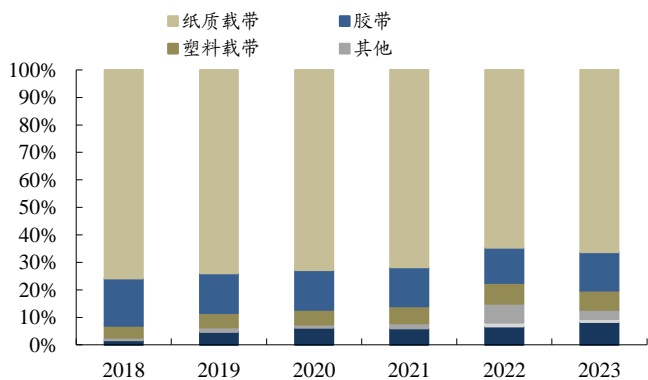
图4：2014-2024Q1 毛利率、净利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

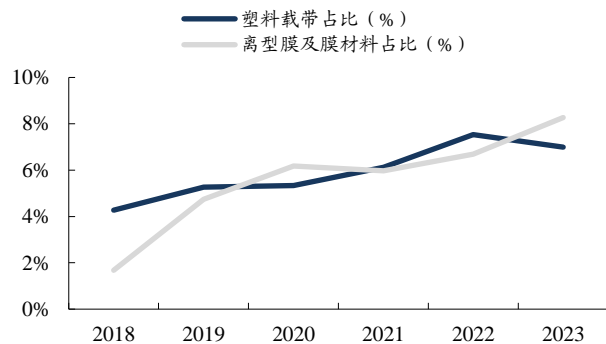
分业务来看，2022 年以前，纸质载带业务在过去公司的主营业务当中占比超过 70%，作为配套使用的胶带业务占比则在 15% 左右，二者合计营收占比在 85% 以上，成为公司成立以来最主要的收入贡献来源。塑料载带和离型膜的营收占比虽然相对较小，但在主营业务收入中的占比逐渐提升，目前已成为公司多元化经营的重要环节。随着新产品的有序放量，2023 年 H1 塑料载带的收入占主营业务收入的 6.31%，2023 年 H1 膜材料收入占主营业务收入的 8.56%，离型膜、聚酯膜等是膜材料板块的主要产品。

图5：2018-2023 年公司各项业务收入占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：塑料载带、离型膜营收占比

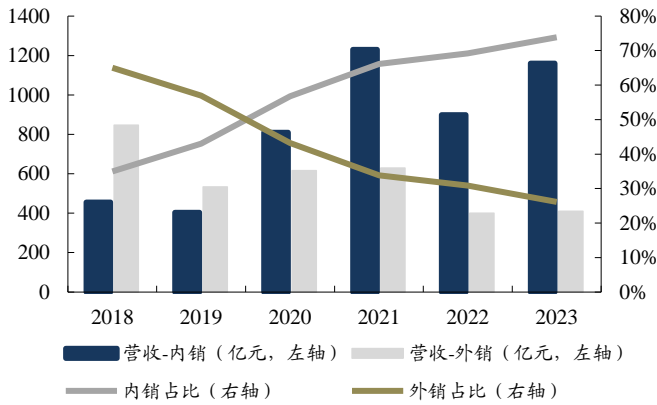


数据来源：Wind，东吴证券研究所

分地区来看，2019 年前，由于被动元器件一线厂商主要集中日韩台等国家/地区，

公司的主营业务收入中外销占比较大。2019年后，受到疫情、国际形势、国产化替代等多重因素的影响，公司的客户结构经历了调整，2023年，公司主营业务收入中境内收入占比达到73.86%。经过多年的积累，公司下游客户覆盖日本村田、韩国三星、中国台湾国巨、潮州三环、风华高科、太阳诱电、华新科技等全球排名前列的电子元件企业。

图7：公司境内外收入（亿元）及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：公司客户涵盖海内外知名元器件厂商

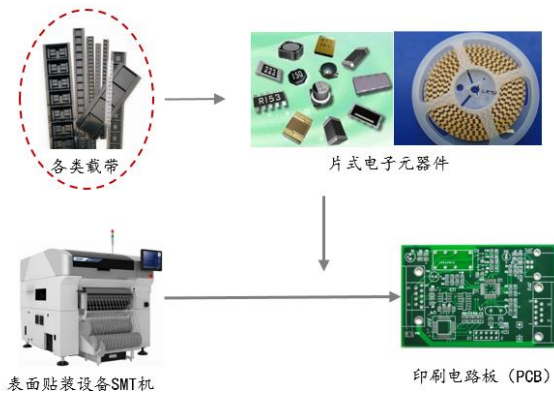


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 纸质载带利基市场王者，纵横一体化铸造高护城河

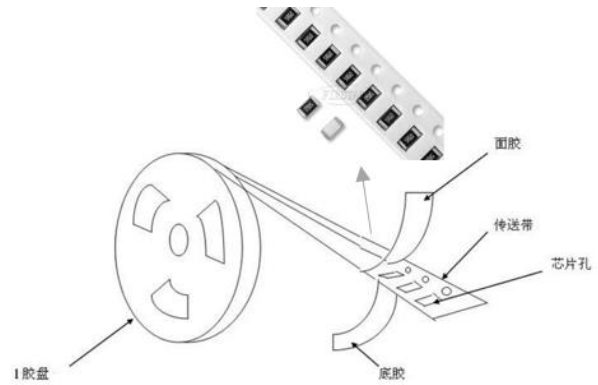
薄型载带是应用于电子封装领域的带状产品。它具有特定的厚度，载带上等距分布着用于承放电子元器件的孔穴和用于进行索引定位的定位孔。生产中将电阻、电容、晶体管等元器件承载收纳在载带的孔穴中，并附上配合胶带或盖带形成闭合式的包装，保护电子元件在运输途中不受污染和损坏。在贴装时，胶带或盖带被剥离，自动贴装设备通过载带索引孔的精确定位，将孔穴中的元器件依次取出，并贴放安装在 PCB 上，以实现片式电子元器件全自动、高效率、低成本安装。

图9：薄型载带应用环节



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

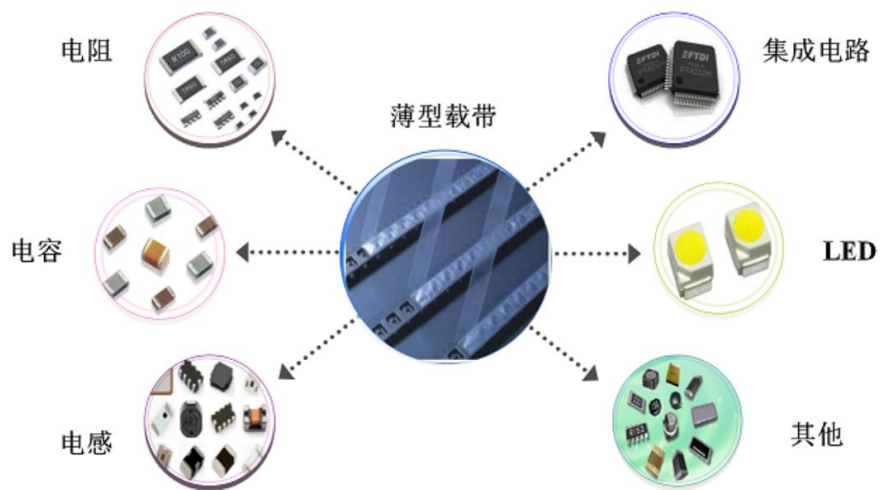
图10：薄型载带示意图



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

电子元器件薄型载带，按其所用原材料不同，主要分为纸质载带和塑料载带。纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，用于厚度不超过 1mm 的电子元件的封装，如贴片陶瓷电容、片式电阻、片式电感等被动元器件；当电子元器件的厚度超过 1mm 时，一般采用塑料载带进行封装，如集成电路、LED 等主动元器件。

图11：薄型载带应用于各类元器件的包装



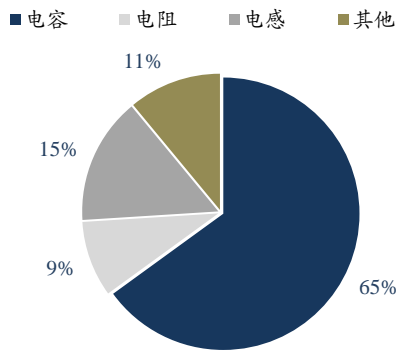
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 2.1. 电子化率提升带动被动元器件厂产能持续扩张



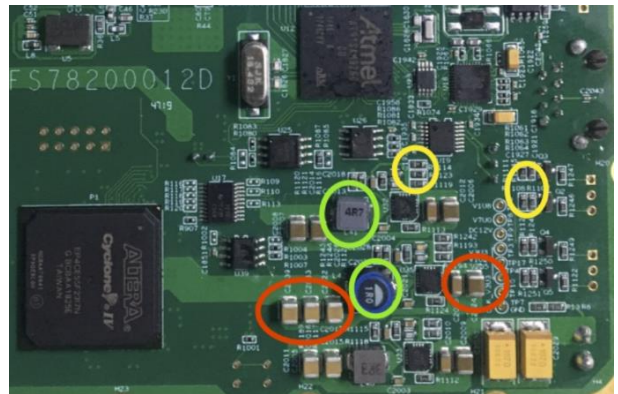
纸质载带的下游主要是片式被动元件。几乎所有电子产品都需要用到被动元器件，被动元件主要分为 RCL（电阻、电容、电感）以及射频元器件。根据 ECIA 数据，电容的功能是旁路，去藕，滤波和储能，产值占比达 65%；电阻的作用是分压、分流，滤波和阻抗匹配，产值占比约 9%；电感的作用是滤波，稳流和抗电磁干扰，产值占比约 15%。

图12: 电容产值占被动元器件的 60%以上



数据来源: ECIA, 东吴证券研究所

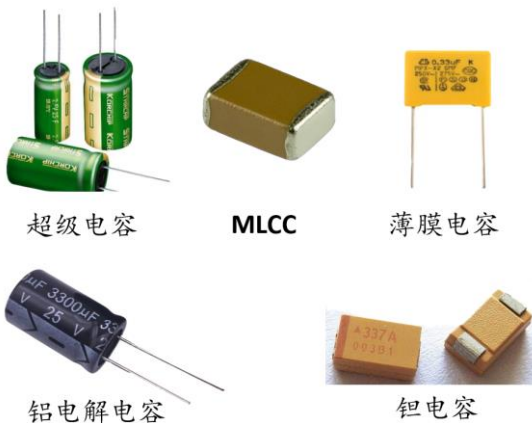
图13: 电容（红圈）、电阻（黄圈）、电感（绿圈）



数据来源: 电子工程专辑, 东吴证券研究所

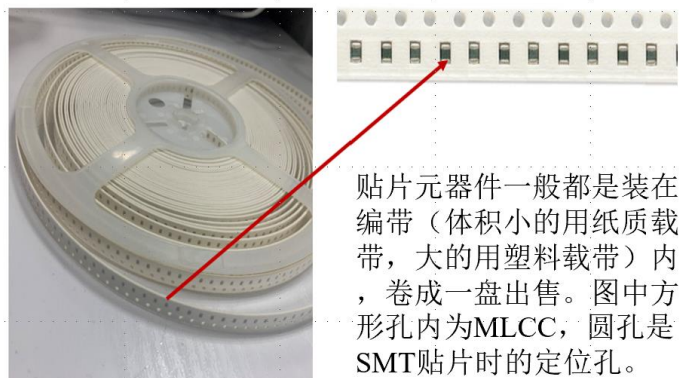
电容器主要包括陶瓷电容、铝电解、钽电解、薄膜电容等。其中陶瓷电容体积更小、电压范围大，且价格相对便宜，因此小型化趋势下对小体积陶瓷电容需求较大，在整个电容器领域中占比达到 50%左右。在陶瓷电容器中，MLCC（Multi-layer Ceramic Capacitors，片式多层陶瓷电容器）不仅等效电阻低、耐高压/高温、寿命长、体积小、电容量范围宽，下游应用较为广泛，其市场规模约占整个陶瓷电容器的 93%。MLCC 由于体积小，基本采用纸质载带包装，因此 MLCC 的景气度对纸质载带的需求有着至关重要的影响。

图14: 各类电容器



数据来源: 百度百科, 东吴证券研究所

图15: MLCC用纸质载带封装



数据来源: 东吴证券研究所绘制

被动元器件作为电子产品不可或缺的组成部分，无论是 MLCC，还是电阻、电感，随着电子化率的提升，其需求是真实稳定成长的。

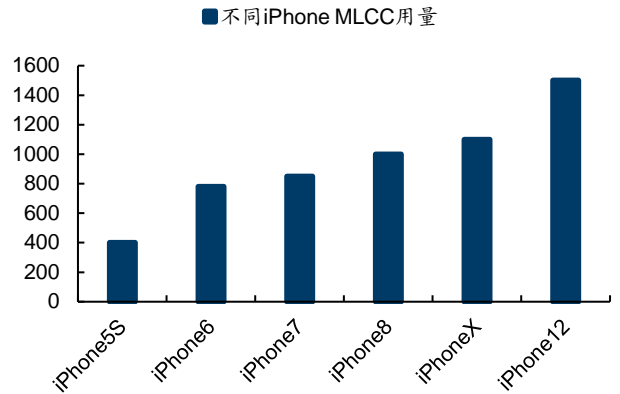
**智能手机领域：**5G 手机的频段增加，新增的射频前端模块都需要使用大量的电容、电感和电阻元件，单台手机的被动元件用量有望大幅提升。以 iPhone 中使用到的 MLCC 电容器为例，随着智能手机处理能力持续提高，性能增强，iPhone 5S 单台 MLCC 使用量为 400 颗，到了 iPhone12 则提升到 1500 颗，几乎每一代新机的 MLCC 用量都会提高 15%-20%。

图16：射频解决方案升级推动被动元件使用数量

	功能机	低端机	中端机	高端机
MLCC	100-200	200-400	300-500	400-800
Ultra-Compact MLCC	-	100-200	200-400	300-600
SAW Device	2-3	4-6	6-10	20+
RF Inductor	10	20	30	60-80

数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

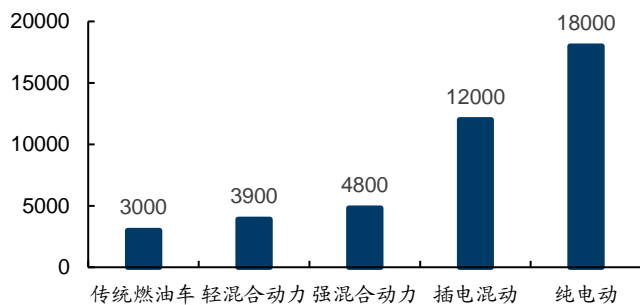
图17：iPhone 中 MLCC 使用数量（单位：颗）提升



数据来源：Murata，东吴证券研究所

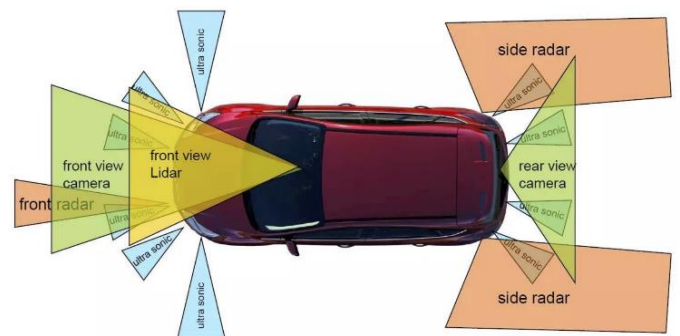
**汽车领域对被动元器件需求的推动主要来自新能源汽车渗透率提高和汽车电子化率提高两个方面。**相对于传统燃油汽车，混合动力汽车增加了混合动力/插电混动、微混合动力、智能节油等控制模块，大幅提高了高容 MLCC 的需求，而纯电动汽车所需 MLCC 数量则更多。根据 Paumanok 数据，传统燃油车单车 MLCC 用量在 3000 颗左右，纯电动车的单车用量达到 18000 颗。同时叠加 ADAS 等驱动汽车电子化的提升，汽车多功能模块对被动元器件需求拉动也十分强劲。

图18：各类车型 MLCC 用量



数据来源：中国电子元件行业协会，东吴证券研究所

图19：ADAS 系统配备各类传感器



数据来源：Murata，东吴证券研究所

此外，**物联网领域终端、VR/AR、智能穿戴**为代表的智能终端都将高速发展，有望接力智能手机成为下一代智能硬件的爆发领域。GSMA 数据显示，2021 年全球物联

网终端设备共 150 亿部，而到 2025 年物联网终端设备将达到 250 亿部。各类智能硬件的增长还将为被动元器件需求创造新的增长空间。

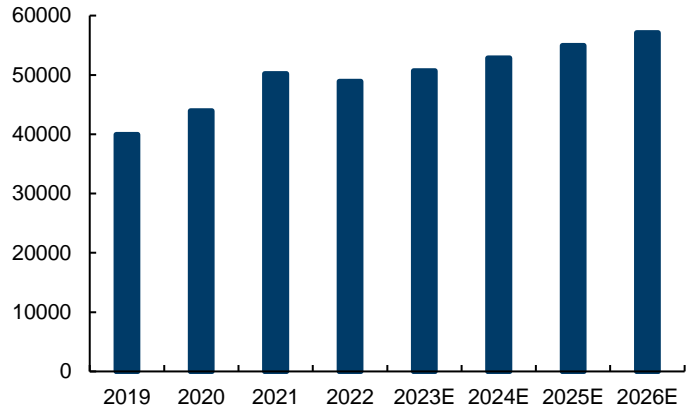
根据测算，2023-2026 年，全球 MLCC 总需求量将达到 5.1/5.3/5.5/5.7 万亿颗，行业增长动能强劲。

图20: 手机、汽车、IOT 等推动 MLCC 行业需求



数据来源：百度图片，东吴证券研究所

图21: 全球 MLCC 行业需求测算 (单位: 亿颗/年)

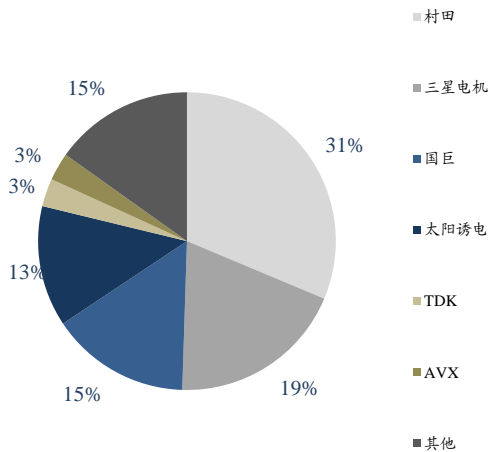


数据来源：Wind，东吴证券研究所

MLCC 行业格局相对集中，技术和产能分布存在较为明显的地域性特征。日系厂商主要生产小尺寸、高电容值的产品，技术含量很高，同样尺寸的产品，日系电容值要高出很多；大陆厂商主要生产中大尺寸、低电容值的产品，技术含量相对较低；台系厂商位于二者之间。

表1: 2022 年各大被动元器件原厂

厂商	2022 年产能规划	新增产能及预计投产时间
村田	约在 1500 亿只/月，主要工厂位于中国无锡、日本福井、出云及新加坡	每年将产量扩大 10%，预计 2023 年 10 月在泰国开设新工厂；无锡 MLCC 材料新厂房，预计 2024 年 4 月底完工。
太阳诱电	约在 800 亿只/月，工厂主要位于中国东莞、日本新泻、石碓	产品主要集中向 0201 及 01005 小型化及车规品发展，马来西亚 MLCC 新工厂于 2023 年 3 月完工；常州 MLCC 新工厂 2023 年开始进行生产。
TDK	约在 100 亿只/月 (2021 年)	主攻车规产品，逐步退出消费市场
三星电机	约在 1150-1200 亿只/月 (2021 年)，主要工厂位于中国天津、韩国釜山及菲律宾	扩产的方向是工业和汽车品以及小尺寸高容。2021 年 3 月，三星电机社长庆桂显表示，要带领三星电机在 2025 年前跃居全球 MLCC 龙头，并要扩大中国天津厂产能。
国巨	1200 亿只/月，工厂主要位于苏州、东莞 (主要做后	公司于 2023 年二季度新增 15 亿只/月的车规级产能，产品规格较全；除了 MLCC 外，还有



	端)、中国台湾	片式电阻(全球产能第一)、Wireless,可采用搭售战略。
华新科	660 亿只/月,工厂主要位于台湾、东莞、苏州	与国巨并称中国台湾被动元器件双雄,2022 年设立高雄科学园区新厂,主要产品包括低温共烧陶瓷元件及车规 MLCC 产品。

数据来源: 各公司公告及官网, 中商产业研究院, Paumanok, 东吴证券研究所

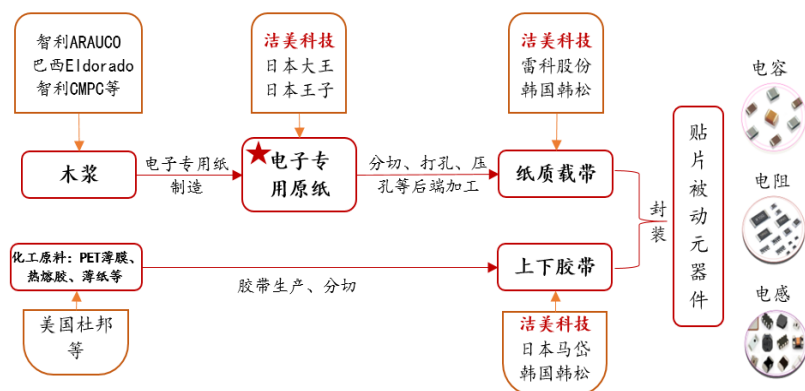
在各领域电子化率提升的推动下, 各大被动元器件厂商纷纷开启扩产规划。中国是全球最大的消费电子产品生产国、出口国和消费国。海康、大华、华为、小米、OPPO、VIVO、格力、美的、海信等安防、消费电子、家电企业皆为各个领域的全球头部企业。MLCC 作为最基础的元器件, 考虑到供应链安全及便利, 国产替代的强烈需求也成为倒逼国内企业发展的强劲动力, 以风华高科、三环集团为代表的大陆企业皆公布了大幅扩产计划。

## 2.2. 纸质载带属于利基市场, 电子专用原纸是核心环节

利基市场是指高度专门化的需求市场, 由于市场空间有限, 这类市场往往被已有市场绝对优势的企业所忽略, 并且在此市场尚未完善供应服务。为了满足特定的市场需求, 经由专业化的经营者针对细分后的产品进入这个小型市场且具有盈利的基础。我们认为用于包装被动元件的纸质载带行业正处于这样一个利基市场。

具体来看, 体积较小的被动元件的封装主要由两部分构成, 即纸质载带和配合使用的上下胶带。纸质载带具备回弹好、价格低廉、回收处理方便等优点, 其原材料电子专用原纸由针叶/阔叶木浆等原生纤维浆通过打浆、调浆和抄造制作而成, 再依据需求制成分切纸带、打孔纸带和压孔纸带。配合使用的上下胶带上游则是各类大宗化工原料。

图22: 纸质载带产业链



数据来源: 公开信息整理, 东吴证券研究所

纸质载带的市场规模相对于造纸行业其他应用领域而言较小, 具体测算如下:

根据 Wind 数据显示，2019-2022 年全球被动元器件出货量为 6.07/8.31/9.81/10.3 亿只。

根据洁美科技招股说明书数据，纸质载带上两个孔穴之间的间距大多为 2mm、4mm，中间值为 3mm，考虑到元器件小型化的趋势，孔穴的间距也在减少，我们假设每年间距均值呈一定下降幅度。

纸质载带由于厚度、规格不同，价格也不尽相同，我们简单按 0.075 元/米的均价测算。

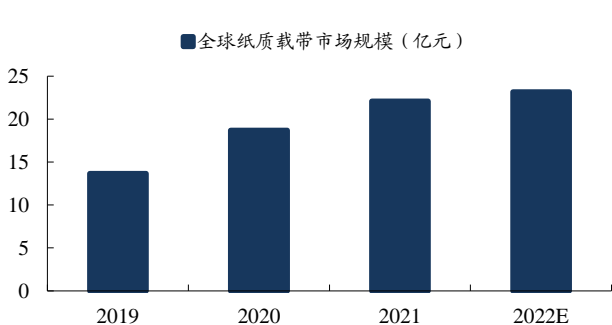
表2: 纸质载带市场空间测算

	2019	2020	2021	2022E
全球被动元器件出货量 (万只)	6.07	8.31	9.81	10.3
孔间距 (mm)	3	3	3	3
全球纸质载带需求量 (亿米)	182.1	249.3	294.3	309
纸质载带单价 (元/米)	0.075	0.075	0.075	0.075
全球纸质载带市场规模 (亿元)	13.66	18.70	22.07	23.18

数据来源: Wind, 洁美科技招股说明书, 东吴证券研究所

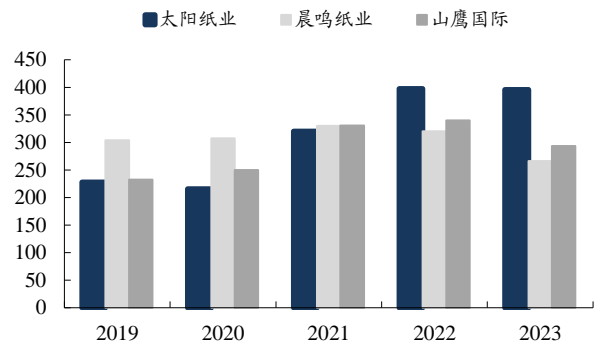
据此测算，纸质载带全球每年的市场空间大约在 25 亿元左右，相比大型纸厂规模较小。比如太阳纸业 (002078.SZ) 2023 年的营收规模为 395 亿元，山鹰国际、晨鸣纸业等造纸厂营收规模均在百亿以上。

图23: 纸质载带市场空间在 25-30 亿元



数据来源: Wind, 洁美科技招股说明书, 东吴证券研究所

图24: 大型造纸厂营收规模皆在百亿以上



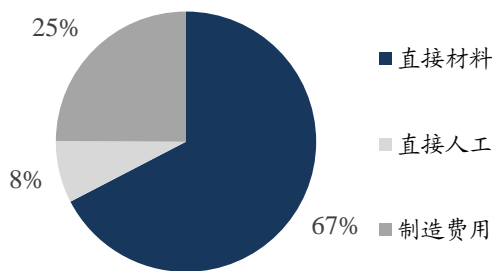
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

另一方面，电子专用原纸的生产是整个纸质载带生产的核心，其性能对电子元件的表面贴装效果有着重要的影响，需要掌握多项关键技术和工艺流程，如纸张表面处理、层间结合力控制、防静电处理、毛屑控制等。原纸的工艺技术需要较长时间的技术积累以及实践的配合，并参与多轮严苛的客户认证，具有较高的进入壁垒。因此，在纸质载带生产环节里，大多数纸质载带工厂都是购买电子专用原纸进行分切、打孔、压孔等后端加工后出售，比如日本马岱、韩国韩松、中国台湾雷科以及中国大陆和中国台湾地区一些规模较小的后端加工厂。

### 2.3. 洁美优势突出：纵横一体化铸造高护城河

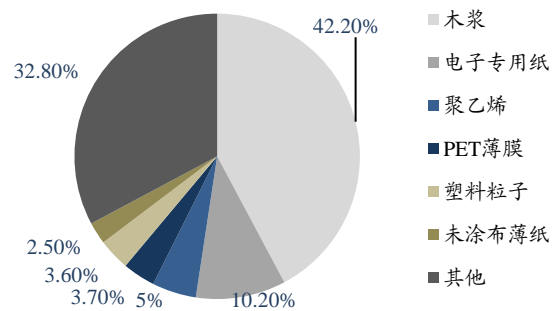
我们认为，在纸质载带这个市场中，洁美科技具有较大的优势地位。我们从纸质载带产业链图中可以看到，有别于仅限于造纸环节的日本造纸大厂及仅限于后端加工的小工厂，洁美科技由于较早的研发出了电子专用原纸，打破了日本大王、日本王子等国外企业的垄断。过去原纸进口价格超过 1 万元/吨，掌握电子专用原纸的全套生产技术和工艺后，公司自制的原纸的成本降至 6000-7000 元/吨，并通过打孔纸屑回收利用进一步降低成本，同时也保证了原纸供应的稳定性和产品质量。洁美打通了从造纸到后端加工的全产业链，建立了深厚的成本和品牌壁垒，纵向一体化优势明显。

图25：纸质载带生产成本结构



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图26：纸质载带主要原材料占比

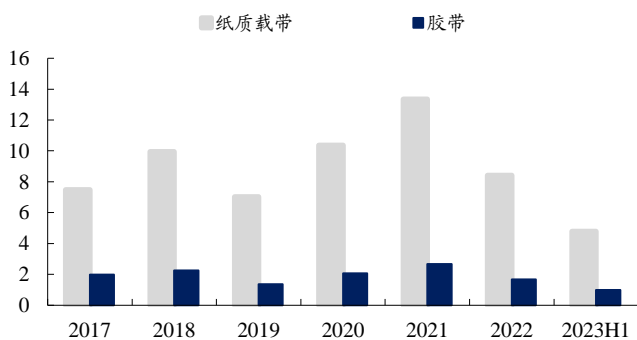


数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

此外，多数电子元器件封装行业的生产企业产品种类较为单一，往往只关注于某些特定的产品领域，或提供纸带、或胶带、或塑料载带，较少有企业构建整个产业链条的完整产品线。但客户往往需要电子元器件封装的完整解决方案，包括不同的电子元器件薄型载带之间、载带与胶带之间、载带与客户设备之间、载带与客户工艺水平之间的衔接配合。而洁美科技具有齐全的产品链条，是集纸质载带、胶带、塑料载带生产于一体的综合配套生产企业，能提供一站式整体解决方案，横向一体化优势明显。

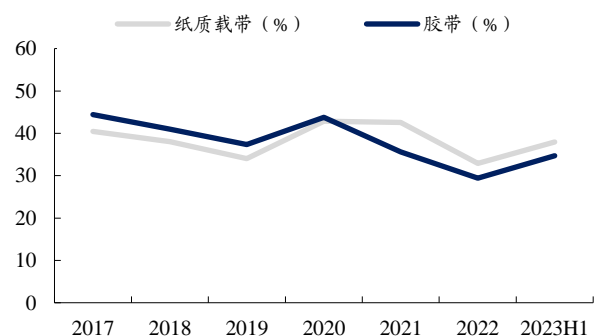
纵横一体化发展铸就了洁美在纸质载带中的龙头强势地位和行业议价权。根据公司招股说明书的测算，2022 年公司国内市场市占率超过 50%，多年来纸质载带和配套胶带的毛利率一直稳居高水平。

图27：纸质载带及胶带营收（亿元）攀升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：纸质载带和胶带毛利率保持高水平



数据来源：Wind，东吴证券研究所

长期来看，全球电子化率不断提高，被动元件是在电子产品生产中必须要用到的基础元件，纸质载带作为上游包装材料，具有物美价廉的特性难以被替代，故其需求也会随下游增长而增长。此前公司的纸质载带长期处于供不应求的状态，在巩固领先优势的基础上，公司根据下游被动元器件行业发展的速度，有序地进行扩产。

由于后道分切、打孔、压孔机器设备上量较快，因此公司产能的关键主要集中在电子原纸制造环节。上市之前，公司在江西拥有两条年产能各 20000 吨/年的原纸生产线，公司 IPO 募投项目之一“年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带生产项目”规划在浙江安吉临港经济开发区购置 3 条 2,640mm 纸机生产线以及各类原纸分切机等后端加工设备，形成年产 6 万吨纸质载带的能力。其中，安吉第一条原纸生产线顺利于 2017 年 7 月份投产，第二条原纸生产线于 2020 年四季度陆续投产，第三条原纸生产线在 2023 年年末投产，江西及安吉五条线合计产能 11.5 万吨，有序的产能扩张为业绩增长提供了坚实的基础。

表3: 公司纸质载带产能有序扩张

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
江西原纸生产线#1 (2.0 万吨/年)	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产
江西原纸生产线#2 (2.0 万吨/年)	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产
安吉原纸生产线#3 (2.5 万吨/年)		H2 投产	生产	生产	生产	生产	生产	生产
安吉原纸生产线#4 (2.5 万吨/年)					Q4 投产	生产	生产	生产
安吉原纸生产线#5 (2.5 万吨/年)								投产
合计年末原纸产能 (万吨/年)	4	6.5	6.5	6.5	9	9	9	11.5

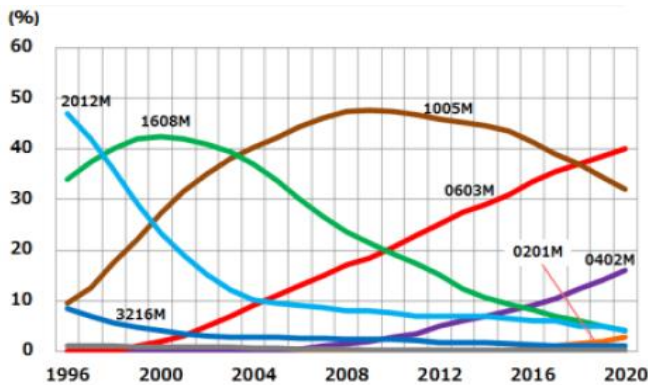
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 表中数据为电子专用原纸理论产能, 根据公司招股说明书, 一吨电子专用原纸约能生产 0.88 吨纸质载带。

## 2.4. 产品及客户结构优化带动盈利水平提升

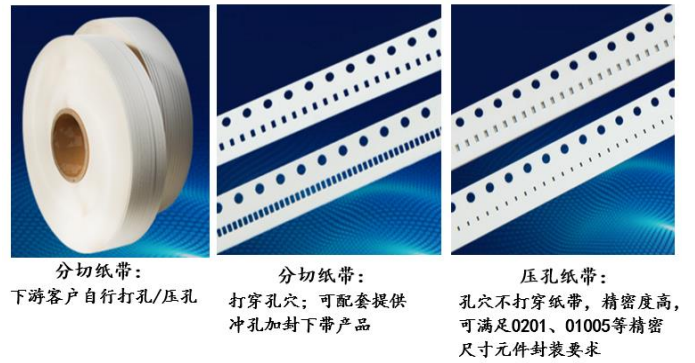
洁美出售的纸质载带产品包括分切纸带、打孔纸带和压孔纸带等，其中打孔纸带、压孔纸带为分切纸带的后道工序。分切纸带由客户购回后自行加工打孔，售价最低；打孔纸带是在分切好的纸带上打穿孔穴，适用于体积稍大的电子元件；压孔纸带是在分切纸带是压出孔穴（不打穿纸带），精密程度高，可满足 0201/01005 等精密尺寸元件封装要求，附加值最高。随着下游元器件小型化趋势越发确定，高端压孔载带的需求也在高速增长。洁美科技具有高附加值的打孔纸带和压孔纸带占比不断提高，产品结构的持续优化将带动产品均价及毛利率向上提升。

图29: 元器件向小型化发展



数据来源: Murata, 东吴证券研究所

图30: 分切纸带、打孔纸带、压孔纸带



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

经过多年的积累, 公司的客户结构不断优化, 目前已有较为稳定的客户体系。目前, 公司的客户遍布国内外, 包括被动元器件、半导体、光电显示、新能源等多个领域的知名企业。

表4: 洁美科技客户资源

领域	客户
被动器件领域	日本村田、韩国三星、日本松下、太阳诱电、华新科技、国巨电子、厚声电子、风华高科、三环集团、顺络电子
半导体领域	长电科技、华天科技、上海日荣、中芯绍兴、三安半导体、甬矽电子、英飞凌、安世半导体
光电显示领域	杉金光电、三利谱、盛波光电、纬达光电
新能源领域	上海紫江、福斯特、华正新材

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

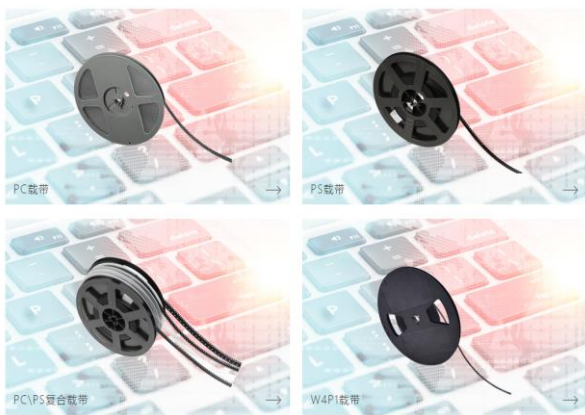


### 3. 新产品有望复制纸质载带发展路径，打开全新增长空间

#### 3.1. 塑料载带：元件包装一站式供应商，自产原材料切换顺利

塑料纸带具有抗拉伸强度高,热变形温度高,收缩率好,抗磨损等优质特性,当电子元器件的厚度超过 1mm 时,一般会采用塑料载带进行封装,例如半导体分立器件、集成电路、LED 及一些尺寸较大的被动元件。塑料载带可进一步分为 PC (聚碳酸酯) 载带、PS (聚苯乙烯) 载带和 ABS (丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚树脂) 载带,也有少量的 PET 载带和 APET 载带。此外,塑料载带亦可分为黑色塑料载带和透明塑料载带,黑色塑料载带具有更加良好的导电性能。

图31: 塑料载带示意图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图32: 塑料载带用于包装体积较大的元器件



数据来源: 阿里巴巴, 东吴证券研究所

塑料载带的市场格局较为分散, 高端黑色塑料载带主要由 3M、怡凡得等公司进行生产, 我国塑料装业起步较晚, 大多为小规模透明塑料载带供应商。洁美则在巩固纸质载带市场占有率优势地位的前提下逐步增加塑料载带业务规模, 致力于为客户在生产使用过程中所需耗材提供一站式解决方案。产能有序扩张、原材料自制率的提升、设备工艺的提高将带动公司纸质载带营收和毛利率的稳步提升:

**产能储备方面**, 2023 年上半年公司塑料载带产能有所上升, 目前公司拥有各类塑料载带生产线 80 余条, 具备产能超过 15 亿米/年。公司未来塑料载带的方向将是东南亚和我国台湾地区, 菲律宾基地已经完成选址, 正在进一步的规划中。后续公司规划将根据市场需求持续增加产能, 根据客户具体情况配合投放产能, 提升产销量。此外, 公司不仅可以为客户提供塑料载带全系列产品, 也可以提供改性后的原材料塑料粒子。

**技术研发方面**, 公司完成了高端产品核心竞争力的打造, 实现了精密模具自主生产、原材料改性自主生产, 部分客户已经开始切换使用自产黑色 PC 粒子, 部分客户实现了批量使用。

**设备工艺方面**, 公司的精密加工中心新引入了高速精雕机、高精度数控磨床等设

备，塑料载带小尺寸凸模设计加工取得较大突破；成功开发了高速平板机模具，配套生产塑料载带大尺寸产品使用；经过近一年的验证自制塑料载带冲模品质稳定，精度显著提升。

### 3.2. 离型膜打开百亿新空间，原膜自研有望再造一个洁美

#### 3.2.1. 离型膜市场空间超百亿，国产替代任重道远

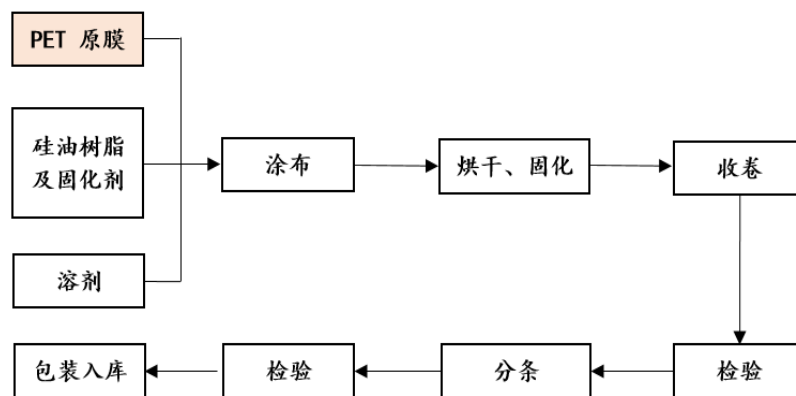
离型膜（转移胶带）用途非常广泛，可作为偏光片、PCB、LED 的层压隔离膜及保护膜、模切行业冲型耗材以及作为多层陶瓷电容器（MLCC）及叠层内置天线生产加工过程转移的承载体。离型膜的生产过程是将硅油树脂、固化剂等材料与溶剂按比例称重、混合、搅拌成均匀溶液后，通过涂布机均匀涂布在 PET 原膜表面，通过烘道使溶剂挥发及硅油固化，之后采用分条设备将宽幅母卷分切。

图33：离型膜产品形态



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图34：离型膜生产过程



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

相对于薄型载带，由于下游应用广泛，离型膜具备较大的市场空间。

以离型膜的重要应用领域**多层陶瓷电容器（MLCC）**为例，离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品，在 MLCC 的生产中，需要将陶瓷浆均匀流延涂布于离型膜表面，经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片，供后续 MLCC 层叠时使用。目前国内厂商可提供 300-800 层的 MLCC，而日本公司已可实现 800~1,000 层的 MLCC。作为流延时承载陶瓷浆料的载体，离型膜需要具备可浸润、离型稳定、具有高平整度（凸点要控制在 0.2um 内）、干燥后易剥离等特性，对产品质量要求较高。

各型号 MLCC 尺寸及层数差异较大，我们简单假设平均每颗 MLCC 由 600 层陶瓷膜片堆叠而成，平均单层面积为 2.5mm<sup>2</sup>，假设生产所消耗离型膜面积与单层膜片的面积相当，可得 2023 年全球 MLCC 用离型膜需求量为 92 亿平方米，假设均价为 2 元/平方米，**对应市场空间为 184 亿元。**

图35: 离型膜是 MLCC 生产过程中的高消耗品

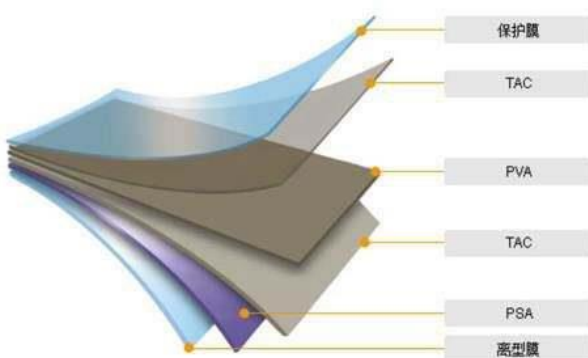


数据来源: Yageo, 东吴证券研究所

偏光片也是离型膜的重要下游应用之一。偏光片为多层结构，上下表层为保护膜和离型膜 (ReleaseFilm)，中部为 TAC 膜、PVA 膜以及压敏胶 (PSA) 组成。离型膜和保护膜约占偏光片成本的 15%。偏光片在贴附到面板之前，需要离型膜保护压敏胶层不受损伤，避免贴合气泡。偏光片生产的中道工序即是压敏胶涂布在离型膜上，经过烘箱将压敏胶中的水分蒸发出去后，并与前工序生产的偏光膜贴合到一起后收卷，之后放置到恒温固化室进行固化。

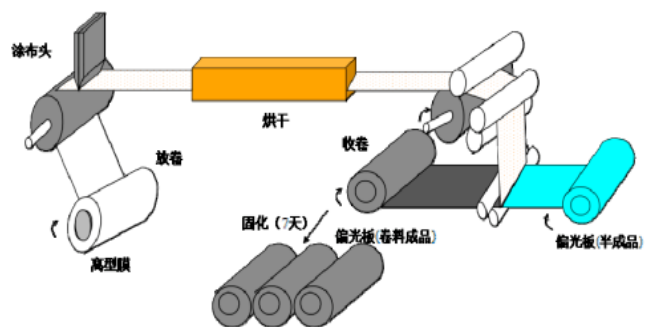
近几年来，全球偏光片整体供给量稳步增长，2022 年由于地缘政治叠加全球通货膨胀导致消费需求下滑，整个面板行业持续承压，偏光片厂商不断下调稼动率，根据 Yano Research 数据，2022 年偏光片产量有所下滑，约 4.89 亿平方米；随着消费复苏需求回暖，预计 2023 年偏光片市场也将企稳。其中光学用的离型膜规格较高，以 3 元/平方米计算，偏光片离型膜市场空间在 14.7 亿元左右。

图36: 偏光片结构示意图



数据来源: 三利谱招股说明书, 东吴证券研究所

图37: 偏光片生产中道工序: 将压敏胶涂布在离型膜上



数据来源: 三利谱招股说明书, 东吴证券研究所

目前，国内离型膜厂家大多采用普通涂布机对有机硅热固化组份进行涂布，生产普通的低端产品，只能应用在要求不高的包装及防水领域。而光学级及电子模切所用

的高端离型膜生产车间净化等级要求高，涂布设备精度高，配方固化反应需彻底，进入门槛较高。此外，离型膜的主要原材料为 PET 基膜，高端离型膜对基膜质量要求较高，目前国内主要依赖进口，这也制约国内厂商的发展。种种因素导致高端离型膜仍由日本厂商，例如三菱化学等主导，国产替代任重道远。

### 3.2.2. 提前布局，原膜自研助力洁美离型膜业绩接力增长

如上文所述，离型膜下游应用广泛，且国产替代的空间大。我们认为，离型膜项目有望接力薄型载带，成为洁美未来业绩增长的重要接力点。

利用下游客户与洁美科技现有客户之间具有较高的重合度的优势，洁美科技从 2017 年“年产 20000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目”重点布局离型膜行业。该项目由子公司浙江洁美光电科技有限公司实施，公司以增资的方式向洁美光电投入募集资金 15500 万元。2017 年下半年，公司以洁美光电账面净资产作为参考，以出资额 3720 万元收购洁美光电 16.67% 的股权。并出于优化管理结构、提高资产运营效率、降低管理成本，减少子公司与母公司之间的购销交易等原因，将其吸收合并为全资子公司。

项目一期共计 5 条国产生产线，年产能 12,000 万平方米。目前五条产线均正式运转，客户数量和占比稳步增加。转移胶带新产品 25  $\mu\text{m}$ 、30  $\mu\text{m}$ 、38  $\mu\text{m}$  厚度等产品已经获得了无锡村田、国巨电子、华新科技等客户的认证，稳定向客户供货并取得销售收入。2021 年起，一期项目各条生产线运行顺利，MLCC 制程用离型膜出货量稳步提升，基本满足了客户的中低端需求。

项目二期共计 3 条高端进口生产线，年产能 16,000 万平方米。为了同时满足生产光学材料用离型膜等更高端类别的产品，公司以自有资金采购了两条效率及质量精度更高的韩国宽幅生产线（合计产能 800 平方米/月）及一条日本宽幅高端生产线（单线产能 800 平方米/月）。其中，进口超宽幅高端离型膜生产线完成生产调试，并陆续向客户送样验证。

2023 年上半年，公司将华南地区产研总部基地项目即广东肇庆生产基地离型膜产能由原计划的年产能 1 亿平米提升至年产能 2 亿平米，其中一期产能 1 亿平米包含两条线，第一条线于 2023 年底前进入试生产，第二条线将于 2024 年上半年试生产。二期新增产能将根据客户放量的进度确定投资节奏。

上述项目完全达产后，公司将具备包括高端 MLCC 离型膜、光学材料用离型膜等各类新型尚未国产化离型膜产品的生产能力。

表5: 洁美科技离型膜项目有序推进

产能建设进展		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	
一期-产线 1	单线幅宽 1.45 米， 五条线合计产能 1000m <sup>2</sup> /月	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产	
一期-产线 2		测试安装	生产	生产	生产	生产	生产	生产	生产	
一期-产线 3		测试安装	生产测试	H1 投产	生产	生产	生产	生产	生产	
一期-产线 4		设备订购	完成安装	小批量生产	生产	生产	生产	生产	生产	
一期-产线 5		设备订购	完成安装	小批量生产	生产	生产	生产	生产	生产	
二期-产线 6 (宽幅, 韩国)	单线幅宽 1.56 米， 两条线合计产能 800m <sup>2</sup> /月	安装完毕			Q2 投产	生产	生产	生产	生产	
二期-产线 7 (宽幅, 韩国)		安装完毕			Q2 投产	生产	生产	生产	生产	
二期-产线 8 (宽幅, 日本)	单线幅宽 2.5 米， 单线产能 800m <sup>2</sup> /月	H2 设备到货				H2 投产	生产	生产	生产	
肇庆一期-产线 1 (进口)	1 亿平/年的产能							H2 试产	生产	
肇庆一期-产线 2 (进口)	1 亿平/年的产能							H2 试产		
肇庆 2 (进口)	规划中									
天津 1	2.4 亿平/年的产能									环评
天津 2										环评
合计年末产能 (百万平方米/年)		120			210	294	294	294	394	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

除离型膜生产外, 2019 年起, 公司着手 PET 基膜自研的布局, 为实现产业链一体化奠基。2019 年 9 月第二届董事会第二十三次会议通过《关于公司拟投资项目的议案》, 即 BOPET 膜及 CPP 膜生产项目。其中, 光学级 BOPET 膜主要用于生产 MLCC 离型膜、偏光片离型膜等, CPP 保护膜主要应用于锂电池用铝塑膜和 ITO 导电膜制程。该项目计划总投资 100,160 万元 (其中一期项目投资 6 亿元), 将形成年产光学级 BOPET 膜 36,000 吨、年产 CPP 保护膜 6,000 吨的生产能力。其中 CPP 保护膜项目一期已建成, 光学级 BOPET 膜一期厂房已建成, 目前已达到预定可使用状态。公司坚定扩产步伐, 启动 BOPET 膜二期项目, 本项目将新增年产 2 万吨 BOPET 膜, 投产后公司 BOPET 膜总产能将达到年产 3.8 万吨。目前 BOPET 膜二期项目设备已经预定产线。

BOPET 膜及 CPP 膜生产项目的建成落地, 为公司本年的盈利创造了空间。该项目丰富公司的产品种类、优化产品与收入结构, 实现公司业务从电子信息领域到光电显示、新能源应用领域的扩展。公司可通过延长产业链、控制核心原材料来进一步提高离型膜品质, 有效控制生产成本, 有望复制纸质载带产业链纵向一体化发展路径, 成为继纸质载带后公司业绩最大推动力。

除产品产能外, 公司在生产和销售区位上也展开并实施了规划, 分别在肇庆和天津设立了华南地区研究总部基地和华北地区产研总部基地:

华南: 公司于 2020 年 6 月 29 日与广东省肇庆市端州区人民政府签署了《洁美科技华南地区产研总部基地项目投资合作合同》, 在肇庆市端州区建设洁美科技华南地区

产研总部基地项目。以肇庆子公司作为项目的投资建设及运营主体。总投资人民币 30,000 万元，其中，固定资产投资 25,000 万元（包括设备投资 20,000 万元）。项目计划新建离型膜生产车间，形成年产 1 亿平米离型膜的生产能力。2023 年 5 月，公司第四届董事会第五次会议决议通过对华南地区产研总部基地项目的 20,000 万元追加投资（包括基建投资追加 11,000 万元、设备投资追加 9,000 万元）。调整后，公司华南地区产研总部基地项目总投资不超过 55,000 万元，建筑面积约为 6.63 万平方米，拥有 2 亿平方米离型膜的生产能力。

**华北：**公司于 2022 年 6 月 20 日与天津经济技术开发区管理委员会签署了《洁美科技华北地区产研总部基地项目投资合作合同》，在天津经济技术开发区建设洁美科技华北地区产研总部基地项目。以新设立的天津地区全资子公司为运营主体。总投资人民币 14.5 亿元，其中固定资产投资 13.9 亿元（包括但不限于设备投资、土地、厂房等），分两期建设。一期投资 9 亿元，建设离型膜、薄型载带及封装胶带产线，预计于 2022 年启动，2024 年年初竣工投产；二期投资 5.5 亿元，建设离型膜基膜（BOPET 膜）生产线，实现离型膜产业链一体化布局，计划于 2025 年启动、2027 年竣工投产。项目全部达产后，天津基地预计拥有年产 88 万卷薄型载带，年产 13 万卷封装胶带，4.8 亿平方米离型膜以及 2 万吨基膜生产能力。南北两地研产基地的建设，提高了对客户的响应速率和服务质量，加快优化和完善公司产业区域布局。

## 4. 盈利预测及投资建议

### 核心假设与收入拆分:

**(一) 电子封装薄型载带业务:** 洁美打通了从造纸到后端加工的全产业链, 建立了深厚的成本和品牌壁垒, 纵向一体化优势明显, 同时公司客户资源也较为稳定。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 15.7/21.3/26.9 亿元, 同比增速为 36%/36%/26%。

**(二) 胶带业务:** 胶带配合纸质载带使用, 伴随公司优势业务纸质载带稳步增长。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 2.9/3.8/4.5 亿元, 同比增速为 32%/31%/18%。

**(三) 膜材料业务:** 离型膜下游应用广泛, 且国产替代的空间较大。我们认为, 离型膜项目有望接力薄型载带, 成为洁美未来业绩增长的重要接力点。我们预计公司该板块 24-26 年收入为 1.8/2.6/4 亿元, 24-26 年同比增速为 39%/42%/57%。

**(四) IC-TRAY 盘:** 我们预计公司该板块 24-26 年收入为 0.3/0.4/0.5 亿元, 24-26 年同比增速为 51%/40%/43%。

综上, 我们预计公司在 24-26 年的总营收分别为 21.2/28.6/36.6 亿元, 同比增速为 35%/34%/24%; 24-26 年的归母净利润分别为 3.7/4.9/6.3 亿元, 同比增速为 43%/34%/27%; 综合毛利率分别为 37%/37%/37%。

表6: 公司分业务收入预测 (单位: 百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>电子封装薄型载带业务</b>	<b>1153.14</b>	<b>1570</b>	<b>2130</b>	<b>2690</b>
YOY	22.8%	36.1%	35.7%	26.3%
毛利率	40.5%	41.0%	41.0%	41.0%
营收占比	73.3%	74.1%	74.5%	73.5%
<b>胶带业务</b>	<b>220</b>	<b>290</b>	<b>380</b>	<b>450</b>
YOY	31.3%	31.8%	31.0%	18.4%
毛利率	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%
营收占比	14.0%	13.7%	13.3%	12.3%
<b>膜材料业务</b>	<b>130</b>	<b>180</b>	<b>255</b>	<b>400</b>
YOY	48.4%	38.5%	41.7%	56.9%
毛利率	4.1%	10.0%	12.0%	15.0%
营收占比	8.3%	8.5%	8.9%	10.9%
<b>IC-Tray 盘</b>	<b>17</b>	<b>25</b>	<b>35</b>	<b>50</b>
YOY	-5.5%	50.6%	40.0%	42.9%
毛利率	17.4%	18.0%	18.0%	18.0%
营收占比	1.1%	1.2%	1.2%	1.4%
<b>其他业务</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>60</b>	<b>70</b>
YOY	35.8%	3.7%	9.1%	16.7%

毛利率	6.3%	15.0%	15.0%	15.0%
营收占比	3.4%	2.6%	2.1%	1.9%
<b>营业总收入</b>	<b>1572</b>	<b>2120</b>	<b>2860</b>	<b>3660</b>
YOY	20.8%	34.6%	34.4%	24.2%
毛利率	35.8%	37.1%	37.2%	37.0%
<b>归母净利润</b>	<b>256</b>	<b>366</b>	<b>491</b>	<b>626</b>
YOY	54.1%	43.0%	34.3%	27.4%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**投资建议：**我们选取斯迪克、博迁新材、国瓷材料作为可比公司。其中斯迪克的主要产品是功能性薄膜材料、电子级胶粘材料、热管理复合材料、薄膜包装材料、高分子聚合材料；博迁新材主营业务是电子专用高端金属粉体材料的研发、生产和销售。主要产品为纳米级、亚微米级镍粉和亚微米级、微米级铜粉、银粉、合金粉；国瓷材料主要从事各类高端陶瓷材料及制品的研发、生产和销售，已形成包括电子材料、催化材料、生物医疗材料、新能源材料、精密陶瓷和其他材料在内的六大业务板块。以上公司业务与洁美科技具有相似性，因此选为可比公司。

预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.7/4.9/6.3 亿元，当前市值对应 PE 分别为 24.6/18.3/14.4 倍，公司估值低于可比公司估值均值，公司纸质载带业务优势巩固，塑料载带、离型膜等新业务有望延续传统业务发展势头，业绩有望加速增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：可比公司估值

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			P/E		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300806.SZ	斯迪克	50	1.48	2.84	4.74	33.5	17.5	10.5
605376.SH	博迁新材	58	0.85	1.62	2.33	68.4	35.9	24.9
300285.SZ	国瓷材料	183	7.55	9.55	11.38	24.3	19.2	16.1
	行业均值					42.1	24.2	17.2
002859.SZ	洁美科技	90	3.66	4.91	6.26	24.6	18.3	14.4

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：斯迪克、博迁新材、国瓷材料数据均来自 Wind 一致预期，截至 2024 年 6 月 14 日收盘价



## 5. 风险提示

**下游需求恢复不及预期风险：**公司主要下游是 MLCC 被动元器件，主要应用于消费电子、新能源汽车等相关领域。如果下游需求恢复不及预期，则会对公司业绩产生不利影响。

**新业务拓展不及预期风险：**如果公司新业务拓展进度低于预期，则会对公司营收增速产生负面影响。

**新增产能释放不及预期风险：**如果公司新增产能释放不及预期，则会对公司业绩增速产生负面影响。

## 洁美科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>1,574</b>	<b>1,315</b>	<b>1,671</b>	<b>2,062</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,572</b>	<b>2,120</b>	<b>2,860</b>	<b>3,660</b>
货币资金及交易性金融资产	570	149	114	77	营业成本(含金融类)	1,009	1,334	1,795	2,305
经营性应收款项	566	602	812	1,039	税金及附加	25	21	29	37
存货	393	519	698	896	销售费用	32	49	66	84
合同资产	0	0	0	0	管理费用	138	184	249	318
其他流动资产	45	45	47	50	研发费用	93	127	172	220
<b>非流动资产</b>	<b>3,578</b>	<b>4,074</b>	<b>4,233</b>	<b>4,474</b>	财务费用	(13)	(5)	6	6
长期股权投资	22	22	22	22	加:其他收益	8	11	14	18
固定资产及使用权资产	2,715	3,022	3,037	3,134	投资净收益	(1)	0	0	0
在建工程	457	557	657	757	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	243	287	331	375	减值损失	(9)	(15)	(15)	(15)
商誉	20	20	20	20	资产处置收益	0	0	1	1
长期待摊费用	9	9	9	9	<b>营业利润</b>	<b>286</b>	<b>405</b>	<b>545</b>	<b>694</b>
其他非流动资产	111	157	157	157	营业外净收支	(1)	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>5,151</b>	<b>5,389</b>	<b>5,904</b>	<b>6,536</b>	<b>利润总额</b>	<b>285</b>	<b>406</b>	<b>546</b>	<b>695</b>
<b>流动负债</b>	<b>893</b>	<b>909</b>	<b>1,048</b>	<b>1,201</b>	减:所得税	29	41	55	70
短期借款及一年内到期的非流动负债	518	508	508	508	<b>净利润</b>	<b>256</b>	<b>366</b>	<b>491</b>	<b>626</b>
经营性应付款项	295	296	399	512	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	1	2	2	3	<b>归属母公司净利润</b>	<b>256</b>	<b>366</b>	<b>491</b>	<b>626</b>
其他流动负债	78	103	139	179	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.84	1.13	1.44
非流动负债	1,280	1,283	1,283	1,283	EBIT	275	401	551	701
长期借款	597	597	597	597	EBITDA	416	586	727	895
应付债券	553	553	553	553	毛利率(%)	35.82	37.07	37.24	37.03
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	16.26	17.25	17.17	17.09
其他非流动负债	127	130	130	130	收入增长率(%)	20.83	34.84	34.91	27.97
<b>负债合计</b>	<b>2,173</b>	<b>2,193</b>	<b>2,331</b>	<b>2,485</b>	归母净利润增长率(%)	54.11	43.03	34.32	27.37
归属母公司股东权益	2,979	3,197	3,573	4,052					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,979</b>	<b>3,197</b>	<b>3,573</b>	<b>4,052</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,151</b>	<b>5,389</b>	<b>5,904</b>	<b>6,536</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	239	440	437	567	每股净资产(元)	6.62	7.12	7.98	9.09
投资活动现金流	(668)	(692)	(348)	(448)	最新发行在外股份(百万股)	434	434	434	434
筹资活动现金流	(97)	(167)	(124)	(156)	ROIC(%)	5.45	7.60	9.83	11.53
现金净增加额	(516)	(421)	(35)	(37)	ROE-摊薄(%)	8.58	11.44	13.75	15.44
折旧和摊销	141	185	176	194	资产负债率(%)	42.18	40.69	39.49	38.01
资本开支	(582)	(649)	(348)	(448)	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.22	24.62	18.33	14.39
营运资本变动	(205)	(135)	(252)	(274)	P/B(现价)	3.13	2.91	2.60	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）6293

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>