

# 洁美科技 (002859.SZ)

## 全球纸质载带龙头，离型膜成为新增长点

### 投资要点：

➤ **纸质载带龙头地位稳固。**公司从纸质载带后加工起步，目前全球市占率超50%，与国内外知名被动元器件供应商如三星电机、村田、国巨等长期合作。20H1增长重回快车道，21年纸质载带贡献收入超72%。受益于物联网、汽车电子等快速发展，带动上游被动元器件耗材需求快速释放，据CECA，2020年全球MLCC市场规模为1017亿元，yoy为11.1%，到2025年将增至1489亿元，CAGR为7.9%，公司作为纸质载带龙头，充分受益。

➤ **聚焦高端离型膜、塑料载带，国产化大有可为。**公司瞄准塑料载带、MLCC离型膜等中高端市场，目前国内塑料载带主要供应商为3M、怡凡得（advantek），离型膜供应商为日本帝人杜邦、韩国SKC、中国台湾南亚塑胶等，国内缺乏具备竞争力的公司。公司目前已形成塑料载带120万卷/年产能、离型膜2.18亿平方米年产能。年产3.6万吨BOPET膜、年产6000吨CPP保护膜生产项目一期已于2021年完成，2022年持续进行二期建设为后续扩大高端膜类产品提供支持，高端材料突破有望持续贡献业绩增量。

➤ **横纵向一体化布局成为核心竞争力。**公司注重研发创新，研发费用率从18年4.9%上升至22H1的8.15%，公司尤其看重核心原材料自主供应，目前已掌握电子原纸、黑色塑料PC粒子、高端离型膜基膜制备技术，产品品质自主可控，成本大幅降低，有望提升未来产品毛利水平。公司在布局新领域的同时，同步跟进原料的自产及基础制备技术研发，形成良性循环。

➤ **盈利预测与估值：**预计2022-24年公司财务数据如下表，对应2023年EPS为1.25元/股。可比公司23年平均PE为23倍，洁美科技24年归母净利润增速预计为57%，高于可比公司平均水平，我们给予一定溢价，给予23年30倍PE，对应目标价格为37.50元，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复风险；下游需求不及预期风险；新产品离型膜拓展不及预期风险；业绩不达预期对估值的负面影响风险等。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1425.52	1861.40	1803.59	2811.93	4236.39
增长率（%）	50.29%	30.58%	-3.11%	55.91%	50.66%
净利润（百万元）	289.25	388.95	251.81	511.17	805.62
增长率（%）	145.23%	34.47%	-35.26%	103.00%	57.60%
EPS（元/股）	0.71	0.95	0.61	1.25	1.96
市盈率（P/E）	36.98	27.50	42.48	20.93	13.28
市净率（P/B）	6.00	5.27	4.80	4.05	3.26

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 买入(首次评级)

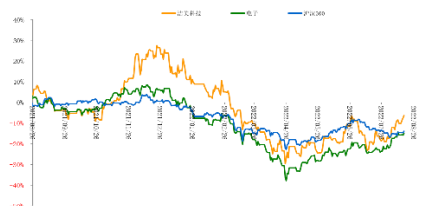
当前价格：24.91元

目标价格：37.50元

### 基本数据

总股本/流通股本（百万股）	410/399
总市值/流通市值（百万元）	10,214
每股净资产（元）	5.18
资产负债率（%）	48.50
一年内最高/最低（元）	38.78/20.98

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师 魏征宇

执业证书编号：S0210520050001

邮箱：wzy2529@hfzq.com.cn

### 相关报告

## 投资要件

### 关键假设

**假设 1:** 主营产品产能按照计划节奏投放: 纸质载带 22-24 年产能分别为 900/1240/1310 万卷/年, 胶带 22-24 年产能分别为 340/460/473 万卷/年, 塑料载带 22-24 年产能分别为 120/140/158 万卷/年, 离型膜 22-24 年产能分别为 3/4/6.4 亿平方米;

**假设 2:** 下游消费电子需求逐步复苏, 公司产品产能利用率有望与需求匹配。我们假设纸质载带 22-24 年稼动率(开工率)分别为 65%、70%、85%, 胶带实际产出匹配纸质载带, 22-24 年稼动率分别为 60%、65%、85%, 塑料载带 22-24 年稼动率分别为 80%、90%、100%, 离型膜 22-24 年稼动率分别为 40%、50%、60%(综合考虑验证周期及订单预估投放节奏);

**假设 3:** 传统产品单价动态稳定, 新型中高端产品价格有望提升: 我们根据以往公司产品价格以及未来产品结构变化, 特别是中高端离型膜有望释放带来的产品线单价提升, 我们假设纸质载带、胶带以及塑料载带 22-24 年单价基本与 2019-2021 年均价接近, 离型膜受益于中高端未来放量机会, 我们假设 22-24 年离型膜整体单价分别为 1.26 元、1.89 元、2.46 元/平(综合中高端离型膜投放节奏以及与中低端膜产品结构预测);

**假设 4:** 毛利率受益于原料成本预期下滑以及需求提升, 假设毛利率稳中有升。我们根据原料价格趋势、前述价格假设及产品稼动率。综合假设纸质载带 22-24 年毛利率分别为 36%/41%/41%, 胶带 22-24 年毛利率分别为 35%、37%、37%, 塑料载带 22-24 年毛利率分别为 35%、36%、38%, 离型膜 22-24 年毛利率分别为 20%、30%、35%。

### 我们区别于市场的观点

我们认为产业链布局策略使公司具有长期投资价值, 市场未充分认知。公司已在半导体封测领域的薄型载带行业实现了产业链横纵一体化布局, 并且取得了优秀的业绩, 纸质载带和塑料载带毛利率均有显著提升。公司依托成熟策略和同源技术进入电子、光电显示、新能源领域, 具有较高可靠性。公司已于 2018 年量产离型膜, 拥有一定的客户资源, 但目前仅为客户提供中低端离型膜, 随着 2021 年底公司基膜进入试生产阶段, 待日韩客户验证通过后, 中高端产能将于 2023 年逐步释放, 量价大幅提升, 中高端膜更高的毛利率水平有望带动离型膜业务整体毛利率大幅提升, 有望带来利润的快速提升, 公司未来有望实现纸质载带与中高端离型膜双轮驱动。

### 股价上涨的催化因素

下游消费电子景气度大幅提升, 日韩客户中高端离型膜验证通过并放量, 纸浆价格回落。

### 估值和目标价格

预计 2022-24 年公司财务数据如下表, 对应 2023 年 EPS 为 1.25 元/股。可比公司 23 年平均 PE 为 23 倍, 洁美科技 24 年归母净利润增速预计为 57%, 高于可比公司平均水平, 我们给予一定溢价, 给予 23 年 30 倍 PE, 对应目标价格为 37.50 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

### 风险提示

疫情反复风险, 下游需求不及预期风险, 新产品拓展不及预期风险, 业绩不达预期对估值的负面影响风险等。

## 正文目录

一、	公司分析：细分赛道龙头地位稳固，拓展产业链增厚利润.....	6
1.1	公司概况：多点布局深切景气赛道，步步加码打开离型膜市场.....	6
1.2	公司盈利：营收动能强劲，离型膜打开利润空间 .....	8
二、	赛道分析：国产化大势所趋，行业空间增长可期 .....	10
2.1	市场空间：市场容量大，下游高景气带动行业增长 .....	10
2.1.1	薄型载带：薄型载带升级百亿市场 .....	10
2.1.2	离型膜：应用极为广泛，国内市场规模约 250 亿 .....	13
2.2	竞争格局：公司为国内纸质载带龙头，离型膜国产渗透率有望提升.....	15
2.2.1	公司国内纸质载带市占率第一，塑料载带国产化率低.....	15
2.2.2	高端离型膜国外主导，国内厂商加速布局基膜+离型膜.....	17
三、	公司竞争力：横纵一体化布局产业链，离型膜打开第二增长曲线.....	19
3.1	研发能力筑底，横纵一体化布局 .....	19
3.2	产能扩张先行，静待需求释放 .....	22
3.3	业务多轮驱动，下游多点开花 .....	23
四、	盈利预测与估值.....	25
4.1	盈利预测.....	25
4.2	估值与投资评级.....	26
五、	风险提示.....	28

## 图表目录

图表 1：公司主营业务产业上下游 .....	6
图表 2：公司发展历程 .....	7
图表 3：公司股权结构（截至 2022H1） .....	7
图表 4：2021 年股权激励计划 .....	8
图表 5：公司 2017-2022H1 营收及增速 .....	8
图表 6：公司 2017-2022H1 营收及归母净利润 .....	8
图表 7：2021 年公司营收占比情况 .....	9
图表 8：2021 年公司毛利占比情况 .....	9
图表 9：2017-2022H1 公司整体和各项业务毛利率情况 .....	9
图表 10：2017-2022H1 公司毛利率和净利率 .....	10
图表 11：2017-2022H1 公司四费率 .....	10
图表 12：薄型载带结构示意图 .....	11
图表 13：薄型载带产品展示图 .....	11
图表 14：2015-2020 年中国电子元器件市场规模 .....	11
图表 15：电子元器件分类 .....	11
图表 16：2017-2021 年全球半导体行业规模及增速 .....	12
图表 17：2017-2021 年中国半导体行业规模及增速 .....	12
图表 18：全球薄型载带市场空间测算 .....	12
图表 19：MLCC 离型膜及OCA 离型膜简单结构示意图 .....	13
图表 20：全球液晶面板出货面积及增速 .....	13
图表 21：全球 OLED 面板产能及增速预测值 .....	13
图表 22：2021 年全球偏光片离型膜市场规模测算 .....	14
图表 23：MLCC 全球市场规模及增速 .....	14
图表 24：MLCC 国内市场规模及增速 .....	14
图表 25：2022 年 MLCC 离型膜市场空间测算 .....	15
图表 26：纸质载带相关公司 .....	15
图表 27：2016 年公司纸质载带国内市占率 .....	16
图表 28：2016-2021 年公司纸质载带产销量 .....	16
图表 29：塑料载带主要厂商 .....	17
图表 30：2016 年公司塑料载带国内市占率计算 .....	17
图表 31：2016-2021 年公司塑料载带产销量 .....	17
图表 32：全球离型膜主要厂商 .....	18
图表 33：中国离型膜主要厂商 .....	19
图表 34：2021 年公司研发投入项目 .....	20
图表 35：研发费用及研发人员数据 .....	20
图表 36：2017-2021 年公司前五大客户的销售额比重 .....	21
图表 37：横向纵向一体化产业链布局 .....	21
图表 38：扩产在建项目 .....	22
图表 39：公司产能情况及扩产计划 .....	23
图表 40：公司主要产品及下游应用领域 .....	23
图表 41：2020 年全球 MLCC 供应商市场份额 .....	24
图表 42：2010-2020 年日本村田营业收入数据 .....	24
图表 43：中国 MLCC 市场规模及全球占比数据 .....	24
图表 44：MLCC 在汽车和手机中的用量 .....	24
图表 52：分业务盈利预测 .....	25

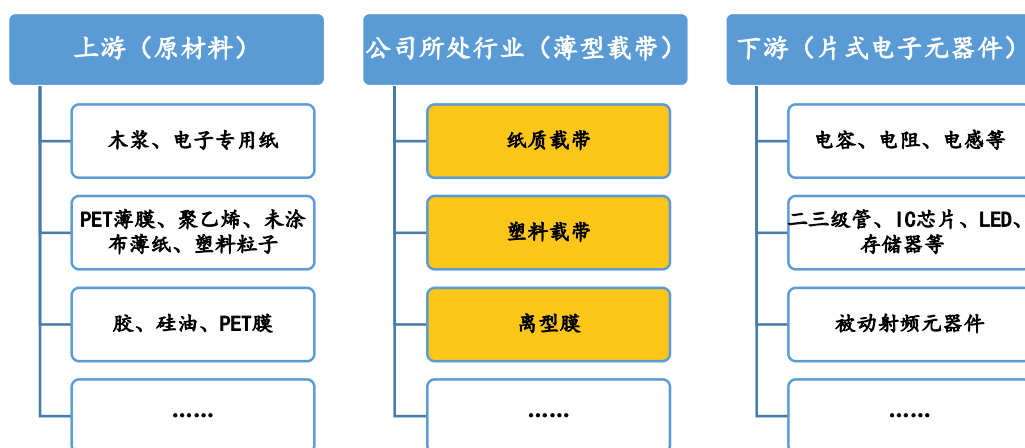
图表 53：公司核心财务数据 .....	26
图表 54：可比公司估值.....	27
图表 55：经济附加值 EVA 法估值三阶段估值显示（百万元） .....	27
图表 56：财务预测摘要（单位：百万元） .....	29

## 一、 公司分析：细分赛道龙头地位稳固，拓展产业链增厚利润

### 1.1 公司概况：多点布局深切景气赛道，步步加码打开离型膜市场

洁美科技成立于 2001 年，最早主要从事纸、纸制品的生产，至今已有二十余年的发展。目前，公司主要从事电子元器件薄型载带生产，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、离型膜等。总体来看，公司的纸质载带市占率位居全球首位，拓展延伸产业链至塑料载带及高端离型膜，在薄型载带行业中处于领先地位。

图表 1：公司主营业务产业上下游



数据来源：公司公告，华福证券研究所

回顾公司发展历程，可大致分为三个阶段：

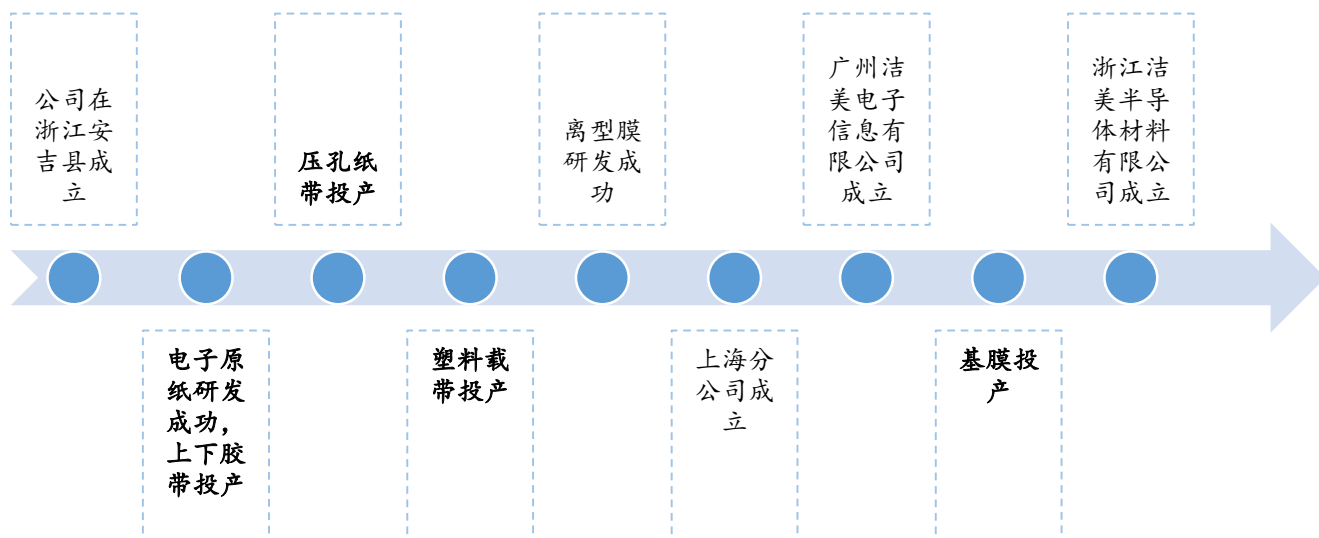
**2001-2007 年公司起步阶段：**公司成立于 2001 年，最早从事的是纸质载带后加工业务，利润较低，2007 年成功突破电子专用纸制造，打破了日本供应商的垄断地位，实现打孔纸带和压孔纸带的原纸自供。

**2007-2011 年业务拓展阶段：**随着 2007 年到 2011 年上下胶带、压孔纸带、塑料纸带的相继投产，公司在薄型载带领域的口碑和名气逐渐积累，市占率快速攀升。

**2011-2021 年快速发展阶段：**公司在上海成立分公司，在北京成立投资中心，在广东、浙江、江西、马来西亚分别成立生产研究基地，公司逐渐向全国重点城市及国外布局；2015 年离型膜研发成功，2021 年离型膜基膜研发成功，公司业务向动力电池耗材拓展，并实现基膜自供，大幅提高毛利率。



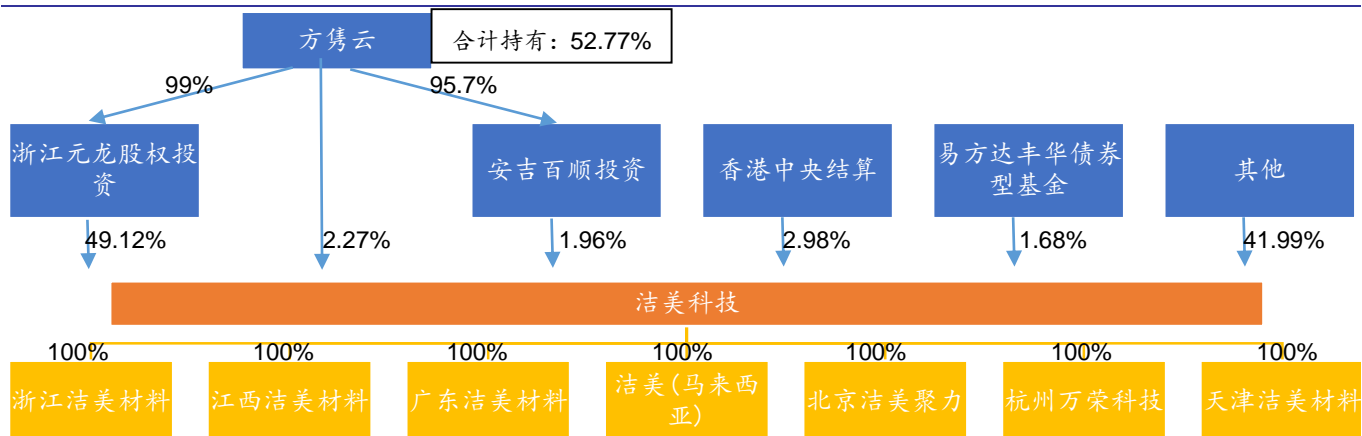
图表 2：公司发展历程



数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

**股权结构稳定，实际控制人持股占比超 50%。**公司实控人兼董事长方隽云直接持有公司股权比例为 2.27%，同时通过元龙投资和百顺投资持有公司股权比例为 50.50%，共计持股 52.77%，为公司第一大股东，对公司决策有较大影响力。方隽云先生自 2002 年 9 月起担任公司董事长，至今已任职 20 年，董事长任职期较长，十分熟悉公司及业务状况，战略目标未有较大改变。另外，公司拥有 7 家控股 100% 的主要子公司，分布在浙江、广东、北京及海外等地。

图表 3：公司股权结构（截至 2022H1）



数据来源：Wind，华福证券研究所

**股票激励+定增，步步加码推进离型膜业务开展。**公司在 2021 年推出限制性股票激励计划，总授予限制性股票 335.4 万股，其中副总经理孙郝民获授 40 万股，占总持股计划的 11.93%，其他激励对象为 49 位中层管理人员及核心骨干员工。孙郝民先生主要负责新产品离型膜及 BOPET 膜业务的开展。2022 年 4 月，公司公布最新定增预案，董事长、公司实控人方隽云先生以现金方式认购非公开发行股份，价格为 20.01 元/股，总计不超过 5 亿元。公司进行股票激励计划和董事长定向增发，体

现了公司对离型膜业务的信心，有助于促进离型膜业务的推广落地。

图表 4：2021 年股权激励计划

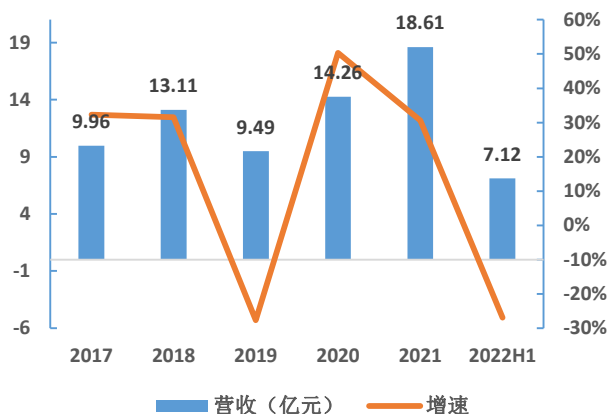
姓名	职务	股票数量(万股)	占本次股票比例	占总股本比例
孙赫民	副总经理	40	11.93%	0.10%
中层管理人员及核心骨干员工(49人)		295.4	88.07%	0.72%
合计		335.4	100.00%	0.82%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 1.2 公司盈利：营收动能强劲，离型膜打开利润空间

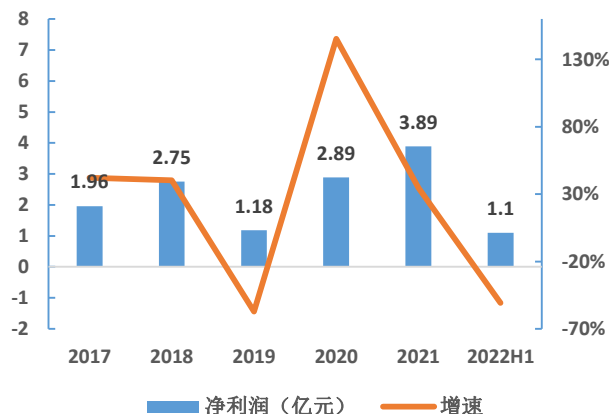
下游景气度回升带动营收高增长，利润逐步释放。2017-2021 年，营收从 9.96 亿元上升至 18.61 亿元，呈现上升趋势，4 年 CAGR 为 16.92%，2019 年受中美地缘政治影响及半导体行业景气度下行，营收有所下降，2019-2021 年，下游电子行业景气度回升，营收加速增长，2022H1 营收为 7.12 亿元，营收增速放缓，主要是受到疫情影响及行业景气度下滑，发货和产量有所下降。利润端来看，与营收呈现相似的上升趋势，4 年 CAGR 为 18.69%，2019 年，营业收入下降叠加高营业成本支出影响，净利润下降至 1.18 亿元。2022H1 净利润为 1.1 亿元，同比下滑 51%，主要系疫情影响，叠加 2022 上半年消费电子景气度大幅下降。后续消费电子在促消费相关政策不断出台背景下，预计有望逐步回暖。

图表 5：公司 2017-2022H1 营收及增速



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

图表 6：公司 2017-2022H1 营收及归母净利润

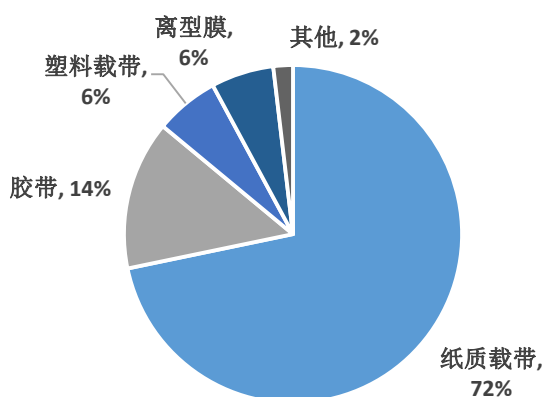


数据来源：IFIND, 华福证券研究所

纸质载带贡献主要营收与毛利，离型膜销售额快速增长。无论是从营收端还是毛利端来看，纸质载带目前仍是公司主要产品，2021 年占营收比重为 71.73%，占毛利比重为 79.82%。胶带与载带配套生产销售，在营收与毛利中的贡献度仅次于纸质载带，分别为 14.28%与 13.28%。塑料载带在营收与毛利中占比为 6.11%和 4.85%。离型膜作为公司新进推广产品，占营收比重达到 6%，同比增长 26.66%，占毛利比重为 1.47%。

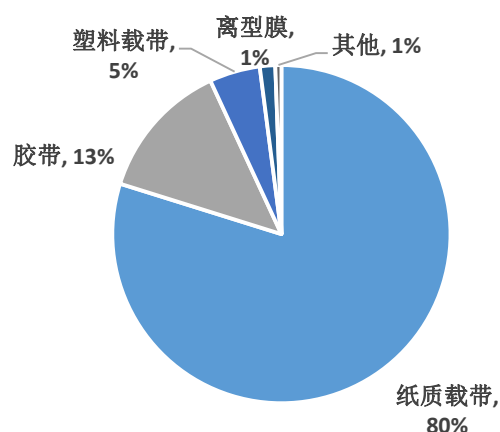


图表 7：2021 年公司营收占比情况



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

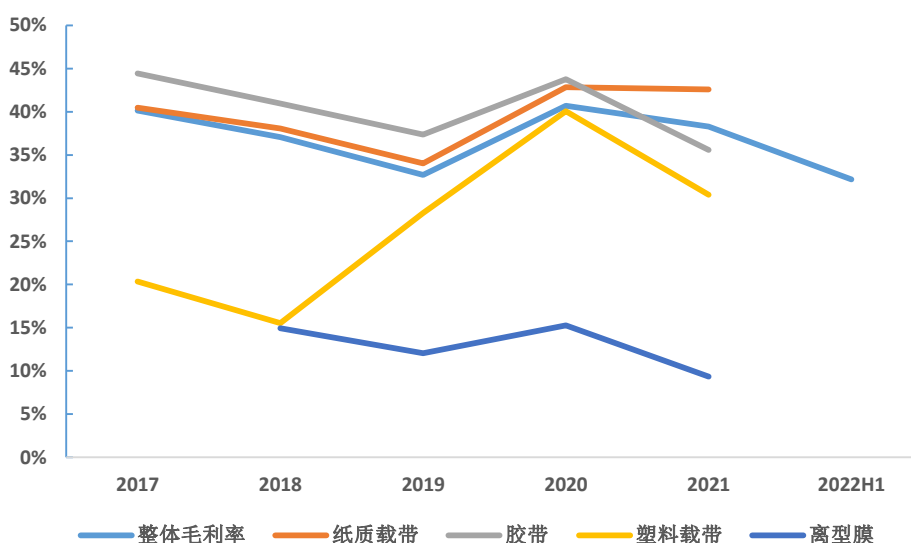
图表 8：2021 年公司毛利占比情况



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

纸质载带毛利率稳中有升，离型膜成功拓展将成为毛利率提高的关键。分业务来看，纸质载带与胶带毛利率都高于整体毛利率，2017-2021 年，纸质载带毛利率约在 34%-43% 之间，胶带毛利率在 35%-45% 之间变化。塑料载带毛利率水平大幅改善，从 2017 年的 20% 上升至 2020 年的 40%，主要得益于公司成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，大幅降低原材料及技术成本。离型膜作为公司当前新进业务，主要注重市场的拓展以及目前产品主要系中低端产品，在毛利率水平上还未取得优势。2018-2021 年，离型膜业务毛利率在 9%-15% 之间波动，随着离型膜重要客户验证过程逐步推进，后续高端离型膜逐步放量带来的毛利率提升空间值得期待。2022 年上半年整体毛利率有所下滑，主要系下游景气度下滑以及上游原料高企影响，我们认为，随着未来原料价格有望回落，下游消费电子回暖带来毛利修复机会。

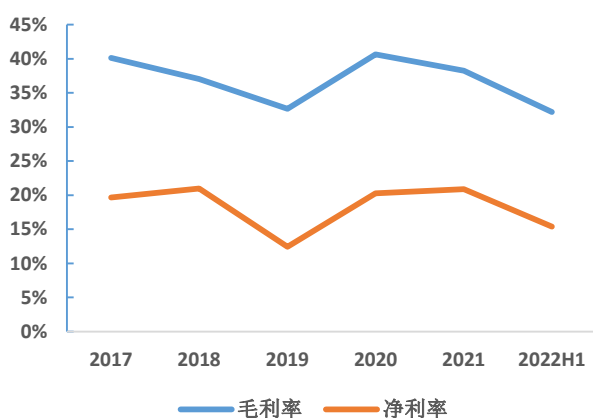
图表 9：2017-2022H1 公司整体和各项业务毛利率情况



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

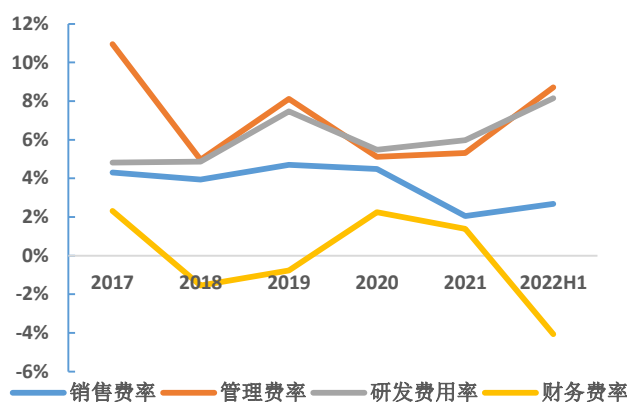
整体毛利率维持较高水平，研发投入持续加大。2017-2021 年，公司整体毛利率约在 32%-40%之间，变化较为平稳，2022H1 毛利率为 32.18%；净利率约在 12%-20%之间，2022H1 净利率为 15.38%，整体毛利率与净利率保持较为平稳趋势。从期间费用率来看，销售费用率和财务费用率保持在较低水平，2017-2022H1，销售费用率从 4.31%下降至 2.68%，下降了 1.63 个百分点，财务费率从 2.32%下降至-4.06%，下降了 6.38 个百分点。管理费用和研发费用占比相对较高，且有逐渐上抬趋势，2021H1 管理费用和研发费用率分别为 8.71%、8.15%，主要系公司加大人员薪酬力度和研发投入。

图表 10：2017-2022H1 公司毛利率和净利率



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

图表 11：2017-2022H1 公司四费率



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

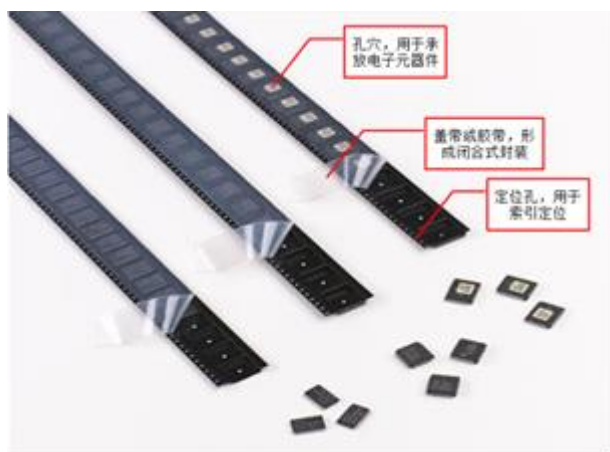
## 二、赛道分析：国产化大势所趋，行业空间增长可期

### 2.1 市场空间：市场容量大，下游高景气带动行业增长

#### 2.1.1 薄型载带：薄型载带升级百亿市场

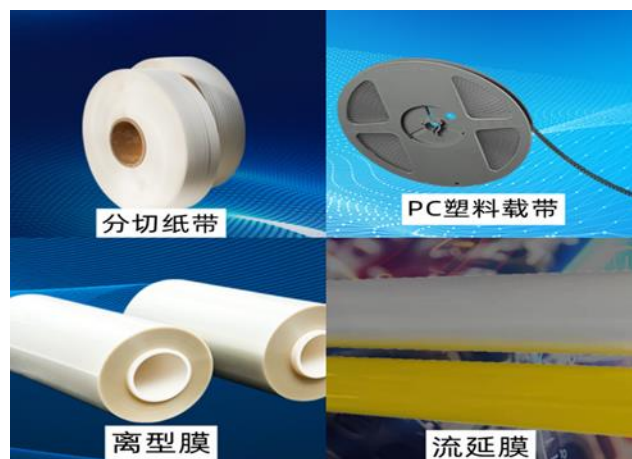
电子元器件薄型载带按材质可以大致划分为纸质载带和塑料载带。薄型载带由盖带和载带形成闭合式封装，在其长度方向上等距分布着用于承放电子元器件的孔穴（亦称口袋）和用于进行索引定位的定位孔。纸质载带具备价格低廉、回收处理方便等特点，主要用于厚度不超过 1mm 的电子元件的封装，如贴片陶瓷电容、片式电阻、片式电感等被动元件，公司招股说明书显示，约 90%的被动元件使用纸质载带封装。当电子元器件的厚度超过 1mm 时，一般采用塑料载带进行封装，如集成电路、半导体分立器件等主动元件。

图表 12：薄型载带结构示意图



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

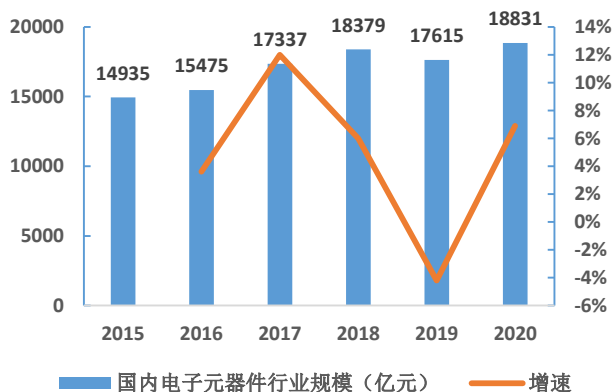
图表 13：薄型载带产品展示图



数据来源：公司官网，华福证券研究所

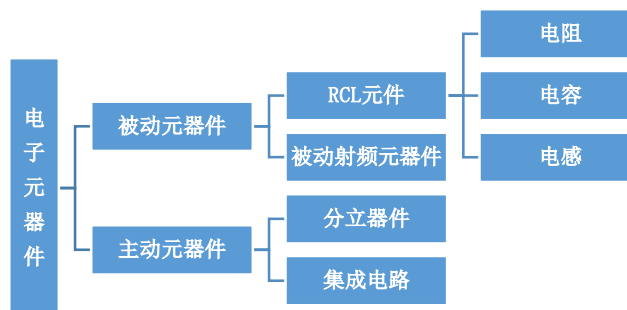
电子元器件薄型载带主要是配套电子元器件生产的，景气度与电子信息制造业高度相关。电子元器件可以分为主动元器件（主动元件、有源元件）和被动元器件（被动元件、无源元件），被动元件中 RCL 约占被动元件总产值的 90%，主动元件主要是集成电路和以二、三极管为代表的半导体分立器件。据工信部对外发布《基础电子元器件产业发展行动计划（2021-2023 年）》提出到 2023 年电子元器件销售总额要达到 2.1 万亿元。中国电子元器件行业(不含半导体分立器件和真空电子元器件行业)的市场规模从 2015 年的 14935 亿元上升到 2020 年的 18831 亿元，年复合增长率为 4.7%。

图表 14：2015-2020 年中国电子元器件市场规模



数据来源：中国电子元件行业协会，华福证券研究所

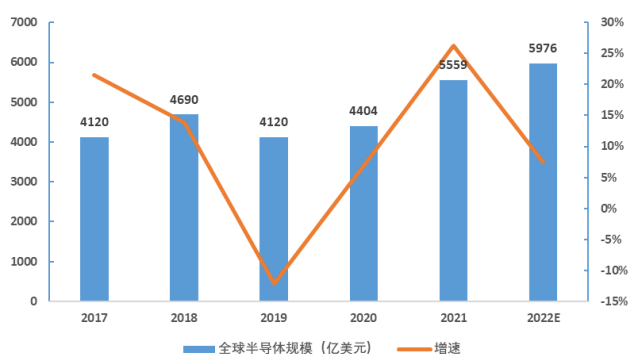
图表 15：电子元器件分类



数据来源：招股说明书，华福证券研究所

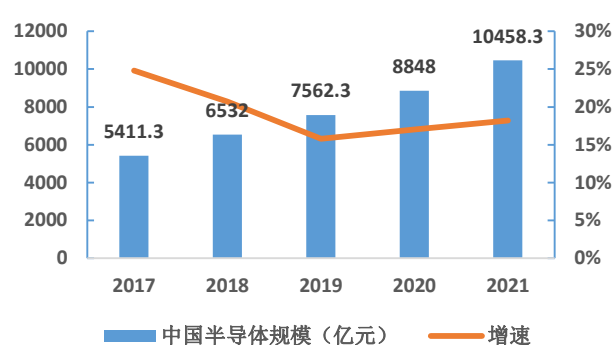
**产业重心转移，中国半导体/集成电路行业景气度高。**半导体行业作为电子信息技术发展的基石，是当今时代的朝阳行业，具有蓬勃的发展前景，下游应用涉及大数据、互联网、智能手机、汽车、人工智能等等。据 WSTS 数据，2017-2021 年，全球半导体行业规模从 4120 亿美元上升至 5559 亿美元，年复合增长率为 10.40%，2022 年预计半导体行业规模为 5976 亿美元，同比上涨 7.5%。同期中国半导体行业规模从 5411.3 亿元上升至 10458.3 亿元，年复合增长率为 19.26%，显著高于同期全球半导体行业增速。主要是受到产业政策、中美贸易摩擦等因素的影响，全球半导体行业重心向亚洲以中国为代表的国家转移，我国相关企业将持续受益于半导体产业链热潮。

图表 16：2017-2021 年全球半导体行业规模及增速



数据来源：WSTS，华福证券研究所

图表 17：2017-2021 年中国半导体行业规模及增速



数据来源：中国半导体行业协会，华福证券研究所

**国内电子元件产量增速显著高于全球，国内载带市场空间广阔。**根据工信部数据，2016-2019 年国内电子元件产量 CAGR 为 22%，我们假设 2022-2024 年增速为 11%，由此可预计出每年电子元件产量。孔间距取纸质载带和薄型载带均值 5.5 毫米，载带单价取纸质载带和薄型载带均价 0.12 元/米，可以计算出 22-24 年国内薄型载带需求为 508/564/626 亿米，国内薄型载带市场空间为 61/68/75 亿元。根据 Globenewswire 数据显示，21-25 年全球电子元件市场 CAGR 为 8%，我们假设 22-24 年增速为 8%，由此可计算出 22-24 年全球薄型载带需求为 807/872/941 亿米，全球薄型载带市场空间为 97/105/113 亿元。

图表 18：全球薄型载带市场空间测算

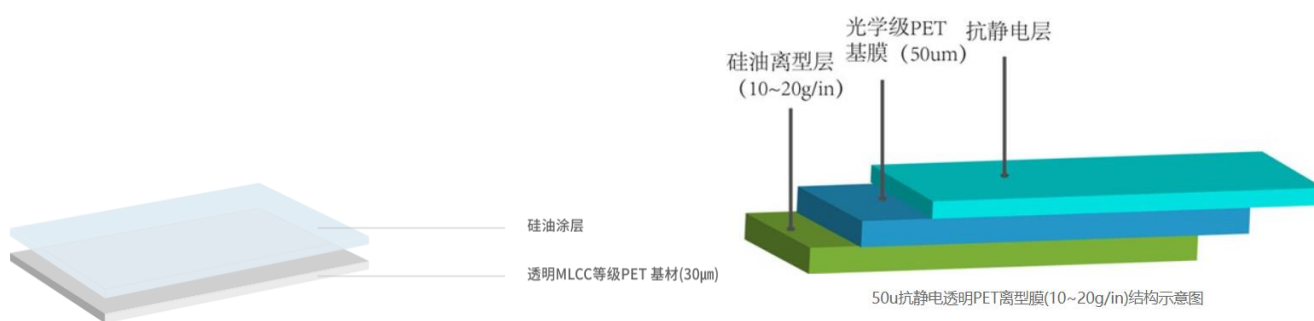
	19	22E	23E	24E
国内电子元件产量 (亿只)	67524	92348	102506	113782
全球电子元件产量 (亿只)	116475	146725	158463	171140
孔间距 (毫米)	5.5	5.5	5.5	5.5
国内载带需求量测算 (亿米)	371	508	564	626
全球载带需求量测算 (亿米)	641	807	872	941
载带单价 (元/米)	0.12	0.12	0.12	0.12
国内载带市场空间测算 (亿元)	45	61	68	75
全球载带市场空间测算 (亿元)	77	97	105	113

数据来源：工信部，ECIA，招股说明书，跟踪评级报告，华福证券研究所

### 2.1.2 离型膜：应用极为广泛，国内市场规模约 250 亿

离型膜下游应用广泛，高端离型膜为 MLCC 用及光学领域。离型膜是指薄膜表面能有区分的薄膜，离型膜与特定的材料在有限的条件下接触后不具有粘性，或轻微的粘性，主要由基材，底胶和离型剂组成。离型膜的制造工艺是将硅胶离型剂涂布于环保材质 PET、PE、OPP 薄膜的表层上，让它对于各种不同的有机压感胶可以表现出离型力，具有高透明性（光线透过率 90%以上）、耐热性（熔点 230°C-240°C）、耐药品性等优良性能。离型膜应用广泛，下游主要包括 MLCC、偏光片、模切产品、OCA 光学胶等，下游市场技术迭代升级，离型膜市场有望加速扩张。

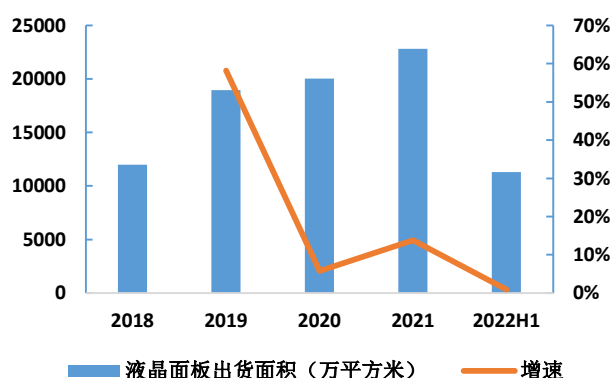
图表 19：MLCC 离型膜及 OCA 离型膜简单结构示意图



数据来源：通力科技官网，睿华科技官网，华福证券研究所

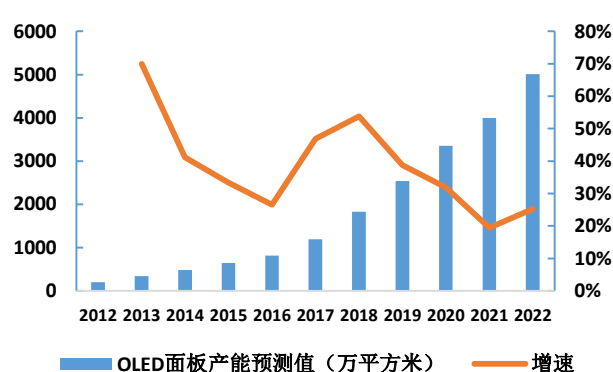
面板产量保持高增速，显示面板行业景气度高。根据 WitsView 统计，全球液晶面板出货面积从 2018 年的 11972.3 万平方米上升至 2022 年的 22800.2 万平方米，年复合增速为 24%。2022H1 的出货面积达到 11286.8 万平方米，增速为 0.92%。根据同花顺统计，全球 OLED 面板产能预测值从 2012 年的 200 万平方米上升至 2022 年的 5010 万平方米，年复合增速为 38%，得益于 OLED 柔性屏的优越特性，预计未来增速有望维持较高水平。

图表 20：全球液晶面板出货面积及增速



数据来源：IFIND, 华福证券研究所

图表 21：全球 OLED 面板产能及增速预测值



数据来源：IFIND, 华福证券研究所



全球、中国偏光片离型膜市场规模约为 37 亿元、22 亿元。2021 年，全球液晶面板出货面积为 22800.2 万平方米，全球 OLED 面板产能 4000 万平方米，假设产能利用率为 70%，一片液晶面板需要用到两片偏光片，一片 OLED 面板需要一片偏光片，考虑到材料耗损，我们计算得出 2021 年全球偏光片需求面积为 61200.5 万平方米，离型膜与偏光片面积比例约为 1:1，根据中国供应商网提供的价格，高端光学离型膜单价约为 6 元/平方米，算的全球偏光片离型膜市场规模约为 37 亿元，2021 年中国显示面板出货量约占全球 60%，中国偏光片离型膜市场规模约为 22 亿元。

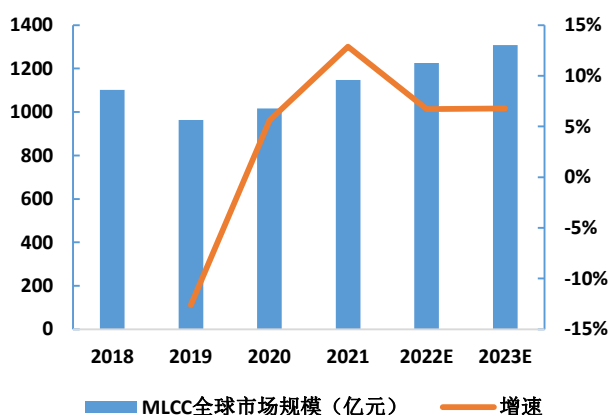
图表 22：2021 年全球偏光片离型膜市场规模测算

全球液晶面板出货面积（万平方米）	22800.2
全球 OLED 面板产能（万平方米）	4000
偏光片与液晶面板面积比例	2.5 : 1
偏光片与 OLED 面板面积比例	1.5 : 1
偏光片面积（万平方米）	61200.5
离型膜与偏光片面积比例	1 : 1
离型膜单价（元/平方米）	6
离型膜市场规模（亿元）	36.72

数据来源：IFIND, 中国供应商官网，华福证券研究所

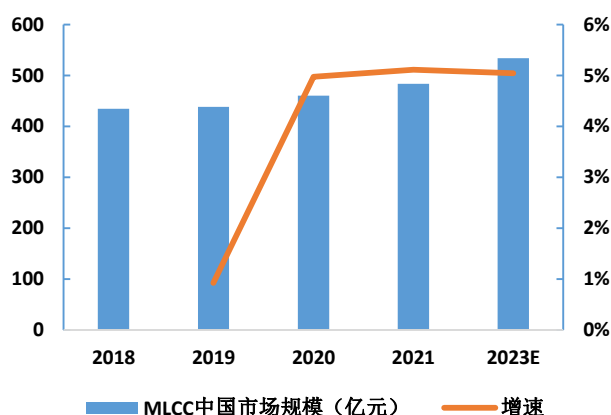
全球 MLCC 市场规模稳步增长，中国市场规模持续提升。从 MLCC 市场规模来看，2018-2021 年，全球 MLCC 市场规模从 1102 亿元上升至 1308 亿元，年复合增长率为 1.37%，根据中国电子元件协会预测，2022、2023 年全球 MLCC 市场规模将分别达到 1225 亿元、1308 亿元，增速为 6.71%、6.78%。同一时期，中国 MLCC 市场规模从 434.2 亿元上升至 438.5 亿元，年复合增长率为 3.65%，根据华经产业研究院预测，2023 年中国 MLCC 市场规模将达到 533.5 亿元，增速为 5.04%。

图表 23：MLCC 全球市场规模及增速



数据来源：中国电子元件协会，华福证券研究所

图表 24：MLCC 国内市场规模及增速



数据来源：公司公告，华经产业研究院，华福证券研究所



预计 2022 年全球、中国 MLCC 离型膜市场规模为 584 亿元、234 亿元。根据 Paumanok 统计，2019 年全球 MLCC 出货量约 4.5 万亿只，2011-2019 年 MLCC 出货量复合增长率为 8.72%，假设 19-22 年复合增速为 6%，预计 2022 年出货量为 5.31 万亿只。假设单颗 MLCC 由 400 层单层堆叠而成，并假定单层 MLCC 面积为 5 平方毫米，生产单层 MLCC 所消耗离型膜的面积与 MLCC 的面积大致相当，根据中国供应商网站，MLCC 离型膜单价约为 5.5 元/平方米，预计 2022 年全球 MLCC 离型膜市场规模约为 584 亿元，参考行业数据，2021 年 MLCC 中国市场规模占比全球约 38%，我们假设 2022 年中国 MLCC 市占率提升至 40%，对应 MLCC 离型膜市场规模约为 234 亿元。

图表 25：2022 年 MLCC 离型膜市场空间测算

	2022E
全球 MLCC 出货量（万亿只）	5.31
单颗 MLCC 层数	400
单层 MLCC 面积（平方毫米）	5
离型膜面积（亿平方米）	106.2
离型膜单价（元/平方米）	5.5
离型膜市场规模（亿元）	584.1

数据来源：公司公告，中国供应商官网，华福证券研究所

## 2.2 竞争格局：公司为国内纸质载带龙头，离型膜国产渗透率有望提升

### 2.2.1 公司国内纸质载带市占率第一，塑料载带国产化率低

纸质载带业务竞争对手为日韩台系厂商，公司纸质载带产业链成熟完整。纸质载带产业链可以分为原纸生产、纸质载带生产及后端加工、上下胶带三个环节，在上游原纸生产中，公司的主要竞争对手有日本大王、韩国韩松；在中游纸带生产中主要有韩国韩松、中国台湾雷科股份；配套的上下胶带涉及公司有日本马岱及雷科股份。洁美科技的主要竞争对手为日本、韩国及台湾地区的厂商，但相较于其他竞争对手，洁美科技较早地掌握了电子原纸生产技术，并在纸质载带上下游形成一条完整的产业链，纵向一体化产业布局使得其在成本控制和产品附加值方面更具备竞争优势。

图表 26：纸质载带相关公司

公司	原纸	纸质载带及后端加工	
日本大王	√		
日本王子 <sup>1</sup>	√		
日本马岱			
韩国韩松	√	√	
雷科股份		√	
洁美科技	√	√	

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

<sup>1</sup> 日本王子 2017 年退出原纸市场。

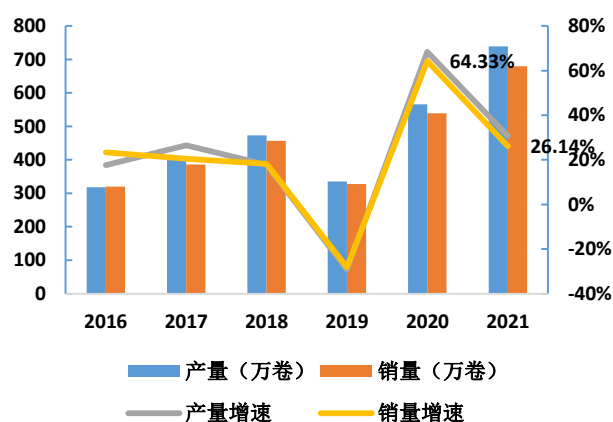
公司纸质载带国内市占率超 50%，载带销量增长强劲。2016 年国内电子元件产量约为 37455 亿只，纸质载带孔间距大多为 2mm、4mm，若取中间值 3mm，粗略可以测出纸质载带需求量约为 112.36 亿米，公司当年纸质载带销量约为 93.11 亿米，扣除直接出口 33.50 亿米，可以测出公司纸质载带在国内市场占有率约为 53.05%。2016-2021 年，公司纸质载带销量从 320.53 万卷上升至 679.79 万卷，年复合增长率为 18.38%，2020 年及 2021 年上半年下游需求复苏，公司纸带销量强势增长，两年增速分别为 64.33%、26.14%，不弱于国内电子元件销量增速，说明公司产品在薄型纸质载带市场上具备强劲竞争力。

图表 27：2016 年公司纸质载带国内市占率

2016	
电子元件产量（亿只）	37455
公司纸质载带国内销量（亿米）	59.61
孔间距（毫米）	3
纸质载带需求量（亿米）	112.36
市占率	53.05%

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 28：2016-2021 年公司纸质载带产销量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

塑料载带竞争对手主要为日、美跨国集团，公司加码推进一体化布局。上游原材料领域中，日本企业较早进入行业，技术产品最为成熟，国内对塑料粒子的进口依赖成度高，竞争对手主要有三菱集团、日本帝人、美国 3M、美国怡凡得、日本日宝等，跨国集团以生产高端黑色塑料载带为主。配套盖带方面，公司的主要竞争对手有日本的 DENKA 和 SUMITOMO。公司从纸质载带领域横向拓展至塑料载带领域，纵向布局上游塑料粒子自主研发生产，并配套生产盖带，是国内唯一能提供电子封装材料一站式服务的企业。

3M 在薄型载带行业起步早，国内市场份额超 50%。3M 公司全称为 Minnesota Mining and Manufacturing，创建于 1902 年，总部设在美国明尼苏达州的圣保罗市，是世界著名的产品多元化跨国企业。公司塑料载带产品种类齐全，包括 2703 透明绝缘型载带，2705 透明静电耗散型载带，3000 黑色导电型载带等，根据阿甘金融统计，3M 公司在我国 SMD（表面贴装器件）装载系统领域市占率约为 50%。

图表 29：塑料载带主要厂商

公司	塑料粒子	塑料载带及后端加工	盖带
三菱集团	✓		
日本帝人	✓		
美国 3M		✓	
日本日宝		✓	
日本 DENKA			✓
日本 SUMITOMO			✓
美国怡凡得		✓	
洁美科技	✓	✓	✓

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

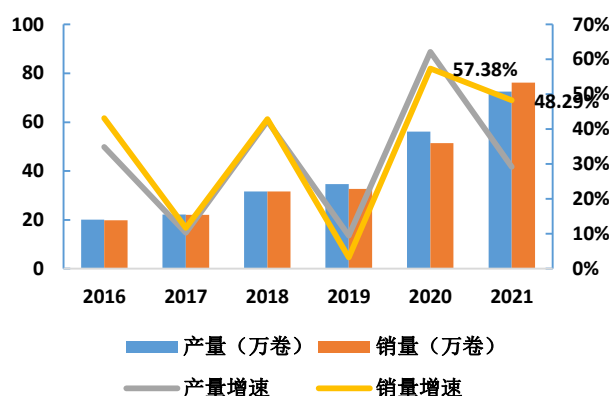
近 5 年塑料载带产销量快速提升，国产化大有可为。我国 SMD 装载业起步较晚，中国成为电子制造工厂之后，国际载带生产巨头 3M、怡凡得等厂商较早地在中国设立了制造工厂并抢先占领较高的市场份额，我国的塑料载带生产企业缺乏竞争力。2016 年国内半导体分立器件、集成电路、LED 等约 11349.27 亿只，塑料载带上两个孔穴之间的间距范围有 4mm、6mm、8mm、12mm、24mm 等多个规格，取 8mm 为参考标准，测得塑料载带需求量约为 90.80 亿米，同期公司塑料载带国内销售量为 1.74 亿米，可以计算得公司塑料载带国内市场占有率仅为 1.92%。2016-2021 年，公司塑料载带产销量保持高速增长，其中销量从 19.82 万卷上升至 76.22 万卷，年复合增长率为 29.21%，2020 年及 2021 年销量增速分别达到 57.38%、48.29%，说明公司塑料载带抢占市场份额能力强劲。

图表 30：2016 年公司塑料载带国内市占率计算

2016	
半导体、LED、集成电路产量（亿只）	11349.27
公司塑料载带国内销量（亿米）	1.74
孔间距（毫米）	8
塑料载带需求量（亿米）	90.79
市占率	1.92%

数据来源：招股说明书，华福证券研究所

图表 31：2016-2021 年公司塑料载带产销量



数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 2.2.2 高端离型膜国外主导，国内厂商加速布局基膜+离型膜

离型膜高端市场由国外企业主导。离型膜技术壁垒高，国内厂商集中于生产中低端离型膜，国外掌握着离型膜的核心技术，高端市场中日本厂商居多，如三菱化学、三井化学、东丽、东洋纺、帝人。美国及韩国也有部分优秀企业，如美国 3M、韩国 SKC，他们生产的离型膜广泛用于光学、电子模切等高端制造领域。

图表 32：全球离型膜主要厂商

公司名称	所属国家	公司简介	2021 年营收（亿美元）
三菱化学	日本	三菱化学集团成立于 1950 年，是日本最大的化学公司，以石油化学，功能产品，卫生保健领域为支柱。	307.19
三井化学	日本	三井化学公司是日本最大的化工企业集团之一，前身是成立于 1912 年的三井矿山株式会社，主要从事基本石化原料、合纤原料、基础化学品、合成树脂、化学品、功能性产品，精细化学品等业务。	146.81
东丽	日本	东丽集团成立于 1926 年，是一家以合成纤维，合成树脂起家，现涉及涵盖各种化学制品，信息相关素材的大型化学企业。	178.56
东洋纺	日本	东洋纺成立于 1914 年，主要从事制造、加工、销售薄膜和功能树脂、产业材料、医疗保健、衣料纤维领域的各种产品。	30.76
帝人	日本	帝人公司成立于 1918 年，公司业务涉及芳纶、碳纤维、树脂、复合材料、医药品及电子材料等。	75.8
SKC	韩国	SKC 是韩国三大跨国企业之一 SK 集团旗下的子公司，成立于 1976 年，是一家专门从事材料的公司，重点关注移动性、半导体和环境领域的高附加值材料。	29.7

数据来源：各大公司官网，国际贸易委员会官网、Wind、华福证券研究所

国内薄膜厂商近几年才开始布局高端离型膜领域，公司拥有国内领先的离型膜量产能力。斯迪克预计 2024 年新增 1.54 亿平米/年精密离型膜产能；长阳科技拥有 1600 万平米/年 TPX 离型膜、2.5 万吨/年光学级聚酯基膜产能，预计到 2024 年新增 8 万吨/年光学级聚酯基膜产能；裕兴股份正在建设一条高端聚酯薄膜生产线（包括 MLCC 离型基膜），未知产能投放时间；双星新材 2021 年 MLCC 离型膜基膜随光学膜产线释放一同释放部分产能；国风新材拥有 2.4 万吨/年 BOPET 薄膜产能，3.2 万吨/年功能性聚酯薄膜已进入设备安装调试阶段（用途包括触摸屏用的离型膜）。洁美科技是国内目前唯一拥有离型膜一体化产能的企业，2021 年离型膜产能扩大到 2.18 亿平米/年，且长线布局 BOPET 基膜和离型膜项目，预计 2025-2027 年逐步新增 4.8 亿平米/年离型膜、2 万吨/年离型膜基膜产能。

图表 33：中国离型膜主要厂商

公司名称	公司简介	2021 年营收	主营构成	产能/扩产计划
洁美科技	位于浙江安吉，主营业务为电子元器件薄型载带，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、离型膜、流延膜等。	18.61 亿元	纸质载带 72%；胶带 14%；塑料载带 6%；离型膜 6%。	2.18 亿平米/年离型膜产能 预计 2025-2027 年逐步新增 4.8 亿平米/年离型膜、2 万吨/年离型膜基膜产能
TTS 泰得思	成立于 2007 年，与全球知名的离型材料品牌 SILICONATURE 合资成立，是离型膜细分市场的龙头企业。	未上市	未上市	10 亿平方米/年离型膜产能
斯迪克	位于江苏宿迁，是国内少数几家在胶粘材料配制、涂层聚合、精密涂布工艺、技术产业化方案等方面具有领先优势的企业。	19.84 亿元	电子级胶粘材料 34%；功能性薄膜材料 29%；薄膜包装材料 28%。	预计 2024 年新增 1.54 亿平米/年精密离型膜产能
长阳科技	位于浙江宁波，主营业务为反射膜、背板基膜、光学基膜及其它特种功能膜等。	12.97 亿元	反射膜 80%；光学基膜 12%。	1600 万平米/年 TPX 离型膜、2.5 万吨/年光学级聚酯基膜产能 预计 2024 年新增 8 万吨/年光学级聚酯基膜产能
裕兴股份	位于江苏常州，主营业务为中厚型特种功能性聚酯薄膜。	13.65 亿元	功能性聚酯薄膜 89%；通用聚酯薄膜 8%。	正在建设一条高端聚酯薄膜生产线，定位于高端电子光学产品，包括 MLCC 离型基膜等
双星新材	位于江苏宿迁，主要产品为光学材料、新能源材料、可变信息材料、热收缩材料、聚酯功能膜。	59.31 亿元	光学材料膜 36%；聚酯功能膜 31%；新能源材料膜 21%。	2021 年随光学膜产线释放一同释放部分离型膜产能，目前对国外销售。
国风新材	位于安徽合肥，主要产品为双向拉伸聚丙烯薄膜（BOPP 薄膜）产品。	19.1 亿元	塑料薄膜 71%；工程塑料 10%；新型木塑建材 6%。	2.4 万吨/年 BOPET 薄膜产能 3.2 万吨/年功能性聚酯薄膜已进入设备安装调试阶段（包括触摸屏用离型膜）。

数据来源：IFIND, 华福证券研究所

### 三、 公司竞争力：横纵一体化布局产业链，离型膜打开第二增长曲线

#### 3.1 研发能力筑底，横纵一体化布局

封装纸带的行业标准制定者，全球市占率前三获工信部认证。截至 2021 年年底，公司及子公司拥有国内专利 207 项（其中发明专利 43 项，实用新型专利 159 项，外观设计专利 5 项），国外发明专利 11 项，核心技术涵盖“载带原纸制造技术”、“纸质载带压孔技术”、“塑料载带一体成型技术”、“塑料载带多层共挤技术”、“MLCC 用离型膜（转移胶带）制成技术”、“流延膜制成技术”及“聚酯基膜成型技术”等，其中“JMY75 电子介质原纸”科技项目被认定为国家火炬计划项目。公司是《载带封装用纸板》和《薄型封装纸》两项国家轻工行业标准制定者；2021 年被评为浙江省级重点企业研



究院，同期仅有 40 家企业获评；2021 年获制造业单项冠军评选，公司的薄型封装纸带产品市占率位居全球前三。公司已掌握纸带生产的全套技术，并且多年来保持该领域研发技术、市占率的前列，同时不断开拓塑带、光学膜等领域的基础材料研发技术。

**研发项目进展顺利，研发投入稳步加大。**2021 年，公司在研发项目上主要涉及电子元器件封装载带领域和离型膜领域，项目处于试验、小批量试制或完成阶段。封装载带领域项目有 5 项，研发方向主要是载带的微型化、打孔速度、塑带基材等，补充产品高端系列以满足客户的不同需求；离型膜领域有偏光片用离型膜的 BOPET 基材的研发，和 OCA 光学胶离型膜的研发，补充上游基膜的自主研发以降低原材料成本，并向光学领域用材拓展。研发投入方面，2017-2021 年，公司的研发投入费用不断加大，研发费用占营收比重也有小幅上升，2021 年研发费用明显增加系公司对离型膜等新产品的投入加大；研发人员方面，研发人员数量从 211 人上升至 328 人，研发人员比重保持在 12%-13%。

图表 34:: 2021 年公司研发投入项目

主要研发项目名称	项目进展	所属领域
高精密上胶带的研发	小批量试制	盖带
超微型载带研发	试验	载带
OCA 光学胶离型膜的研发	小批量试制	离型膜
第二代自剥离胶带盖带的开发	试验	盖带
PS 片材的研发	完成	塑带
偏光片用离型膜的 BOPET 基材的研发	小批量试制	基膜
高速打孔技术的开发	小批量试制	载带

数据来源：公司财报，华福证券研究所

图表 35: 研发费用及研发人员数据

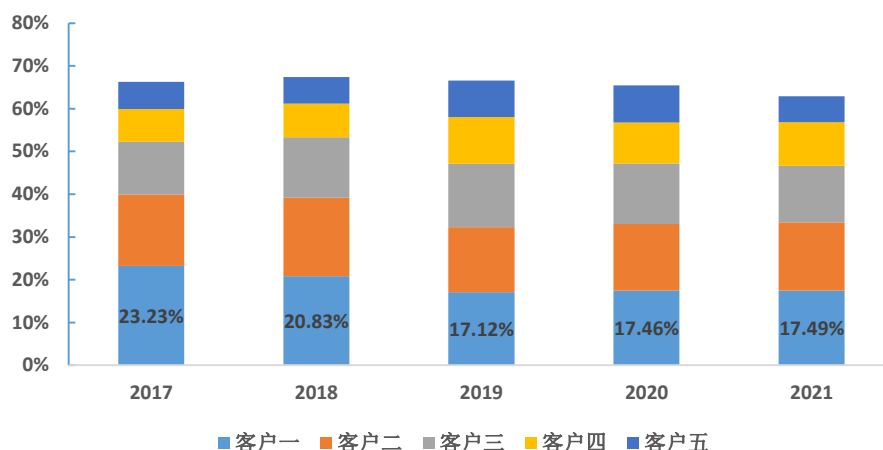
	2017	2018	2019	2020	2021
研发费用 (亿元)	0.48	0.64	0.71	0.78	1.11
研发费率 (%)	4.82	4.86	7.47	5.48	5.95
研发人员数	211	261	274	271	328
研发人员数 占比 (%)	13.2	11.8	13.0	11.7	12.5

数据来源：IFIND，华福证券研究所

**公司为国内外多家电子元件龙头企业供应商，客户集中度有所降低。**从客户方面来看，公司主要客户包括韩国三星、日本村田、日本松下、国巨电子、太阳诱电、风华高科、顺络电子、华新科技、厚声电子等一些国内外知名企业，其中韩国三星授予公司“优秀供应商”、“2021 最佳供应商奖特等奖”，日本村田授予公司“优秀合作伙伴”，公司较早获得了多家龙头电子元件厂商的“产品承认书”并进入其供应商体系。从公司的重要客户销售情况来看，2016 年排名前五的客户分别为国巨、华新、三星、风华高科以及厚声电子，2017-2021 年，前五大客户的销售额占比有小幅缩窄，从 66.3%下降至 62.9%，第一位占比下降较明显，从 23.2%下降至 17.5%，客户的集中度稳中有降。



图表 36：2017-2021 年公司前五大客户的销售额比重



数据来源：公司年报，华福证券研究所

**横向布局纸带、塑带、离型膜产业链，由电子元件封装行业向电子元件制程及光电用材领域延伸。**电子元器件封装行业大部分生产企业处于产业链中的单一环节，或提供纸带、或提供胶带、或提供塑料载带。公司产品种类较多，是国内唯一集分切、打孔、压孔、胶带、塑料载带、离型膜生产于一体的综合配套生产企业，能为下游客户提供一站式电子元件封装解决方案。2007 年上下胶带投产；2008 年压孔载带投产；2011 年塑料载带投产；离型膜方面，2015 年 MLCC 离型膜研发成功，2018 年实现量产，2021 年 OCA 光学胶离型膜小批量生产；2021 年 7 月第一条 3000 吨/年流延膜生产线开启试生产。公司在电子元件封装载带领域已实现行业领军地位，正在多点布局离型膜产业链，离型膜收入有望加速提升。

**纵向布局上游原料自研自产，产品附加值不断提高。**纸质载带方面，2007 年成功研发电子原纸；塑料载带方面，2017 年成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，IPO 项目募集 1.07 亿升级塑料载带生产线，2021 年完成 PS 片材研发项目（PS 片材是塑带重要原料）；离型膜方面，2021 年 BOPET 基膜投产，偏光片用离型膜的 BOPET 基材小批量试制。公司完成了纸带、塑带原料的研发，在国内具有技术领先地位，打破了国外垄断原料市场的格局，向离型膜上游产业链拓展，公司横纵一体的战略布局有望进一步提升产品毛利率。

图表 37：横向纵向一体化产业链布局

主营产品	上游	中游	下游
纸质载带	电子原纸	各种类型纸带	电容、电阻、电感等被动元件
塑料载带	塑料粒子、PS 片材	各种类型载带	半导体、LED、集成电路等主动元件
离型膜	MLCC 用聚酯膜 光学用聚酯膜 .....	MLCC 用离型膜 OCA 用离型膜 .....	MLCC、LED、柔性印刷电路板（FPC）、光学胶（OCA）、模切产品等
流延膜	光学自粘保护膜	增亮膜、扩散膜、偏光片	显示屏、锂电池、动力电池等

	锂电池铝塑用 CPP 膜 .....	锂电池用铝塑膜 .....	
注：黄底为已布局、灰底为未布局			

数据来源：公司官网，华福证券研究所

### 3.2 产能扩张先行，静待需求释放

**2022 年较多工程落地，产能快速扩张。**公司目前有五个已披露产能的主要在建项目，其中年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带项目（三期）于 2021 年初引入第五条高端原纸生产线，预计 2023 年初投产。封装胶带扩产项目的新增 200 万卷/年胶带产能将逐年释放。年产 36000 吨光学级 BOPET 膜、年产 6000 吨 CPP 保护膜生产项目（一期）预计完工日为 2022 年 9 月 30 日，预计产能投放在 2022Q4 及 2023 年。华南地区产研总部基地项目是公司为了快速响应广东地区客户而建设，选址广东肇庆市，预计 2022 年底建成，预计 2023 年以后逐步释放产能。华北地区产研总部基地项目于 2022 年 7 月开工，选址天津，靠近服务华北市场。

图表 38：扩产在建项目

项目名称	项目产能	计划投资额	完成进度	预计完工日期
年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带项目（三期）	一条 2.88 万吨/年电子原纸生产线	2.71 亿元	85%	2022 年 4 月
年产 420 万卷电子元器件封装专用胶带扩产项目	新增 200 万卷/年胶带产能			
年产 36000 吨光学级 BOPET 膜、年产 6000 吨 CPP 保护膜生产项目（一期）	3.6 万吨/年光学级基膜 6000 吨/年 CPP 保护膜	2.23 亿元	80%	2022.9
华南地区产研总部基地项目	200 万卷/年载带（包括纸质载带、塑料载带、胶带） 1 亿平米离型膜	3 亿元	25%	2022.12
华北地区产研总部基地项目	88 万卷/年薄型载带，13 万卷/年封装胶带，4.8 亿㎡/年离型膜以及 2 万吨/年基膜生产能力	14.5 亿元	0%	一期 2024 年 二期 2027 年
合计投资额	22.44 亿元			

数据来源：跟踪评级报告，华福证券研究所

**产能逐步释放，离型膜有望最终形成 8.8 亿平方米/年产能。**根据在建工程项目，预计纸质载带 23、24 年分别新增产能 340 万卷、70 万卷，产能将达到 1310 万卷/年；胶带 23、24 年分别新增产能 120 万卷、13 万卷，产能将达到 473 万卷/年；塑料载带 23、24 年分别新增产能 20 万卷、18 万卷，产能将达到 158 万卷/年；离型膜 23、24 年预计分别新增产能 1 亿平方米、2.4 亿平方米，产能将达到 6.4 亿平方米，产能将在 2024 年后仍逐步投放，有望在 2027 年根据需求提升产能至 8.8 亿平。未来 3 年扩产规划稳步推进，产能逐步释放，其中离型膜扩张速度有望实现大幅快速增长，产能备足空间为后续放量做好准备。

图表 39：公司产能情况及扩产计划

主营产品	2016	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
纸质载带（万卷/年）	320	478	550	900	900	1240	1310
胶带（万卷/年）	140	220	220	280	340	460	473
塑料载带（万卷/年）	20	35	60	120	120	140	158
离型膜（万平方米/年）	0	9600	9600	21800	30000	40000	64000
载带合计（万卷/年）	480	733	830	1300	1360	1840	1941
载带增速		52.71%	13.23%	56.63%	4.62%	35.29%	5.49%
离型膜增速			0.00%	127.08%	37.61%	33.33%	60.00%

数据来源：公司财报，公司公告，华福证券研究所

### 3.3 业务多轮驱动，下游多点开花

中高端离型膜未来有望成为王牌产品，深度绑定下游龙头客户，长期合作叠加技术引领加大未来业绩释放机会。公司主要产品包括纸质载带、胶带、塑料载带以及离型膜，其中纸质载带、封装胶带、塑料胶带均属于半导体封测领域，下游为数量庞大的各种电子元件，主要应用于手机、电脑等消费领域，及汽车、机器人等工业领域。离型膜属于电子元件制程、光学领域，用途广泛，一个重要应用为 MLCC 流延制程，公司产品主要用于 MLCC 流延、OCA 光学胶，终端为消费、工业电子行业、显示屏等光电行业、新能源领域等。

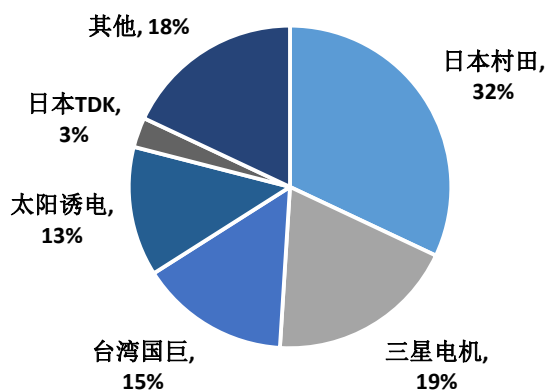
图表 40：公司主要产品及下游应用领域

产品	所属领域	下游	应用
纸质载带	半导体封测	电阻、电容、电感等被动元件	消费电子、汽车电子、工业电子等
胶带	半导体封测	电阻、电容、电感等被动元件	消费电子、汽车电子、工业电子等
塑料载带	半导体封测	半导体、LED、集成电路等主动元件	消费电子、汽车电子、工业电子等
离型膜	电子元件制程、光学	MLCC 流延；PCB、LED 行业的层压隔离膜及保护膜；胶粘保护膜产品的保护层；模切行业冲型耗材	消费电子、汽车电子、显示屏、5G、新能源领域等

数据来源：招股说明书,公司公告，华福证券研究所

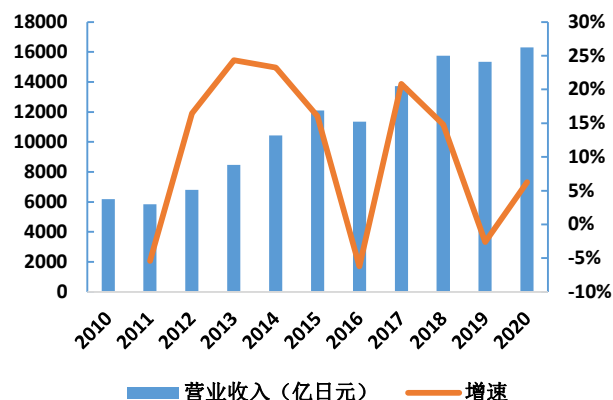
电子元件头部厂商在亚太地区集中，载带、胶带以及离型膜需求稳步增长，公司有望成为电子元器件一站式综合产品服务商，靠近服务客户。日韩台厂商在被动元件领域地位较为领先，下游电子元件厂商中，2020 年，MLCC 市场份额前五为日本村田（32%）、韩国三星电机（19%）、台湾国巨电子（15%）、日本太阳诱电（13%）以及日本 TDK（3%），共计占比 82%，市场高度集中在日本、韩国以及台湾地区。日本村田公司（Murata）为全球第一大被动元件供应商，营收保持平稳上升态势，2010-2020 年 CAGR 为 10.19%，2020 年达到 16301.93 亿日元（折合人民币 1029 亿元）。下游电子元件行业集中分布在亚太地区，以及电子元件头部厂商的收入效益的双重因素，保证了电子元件薄型载带、配套胶带以及相应中高端离型膜的需求量稳步上升。公司基于目前的纸质载带为基础，积极打造中高端离型膜验证渗透，未来有望成为电子元器件耗材综合服务提供商。

图表 41：2020 年全球 MLCC 供应商市场份额



数据来源：前瞻产业研究院，华福证券研究所

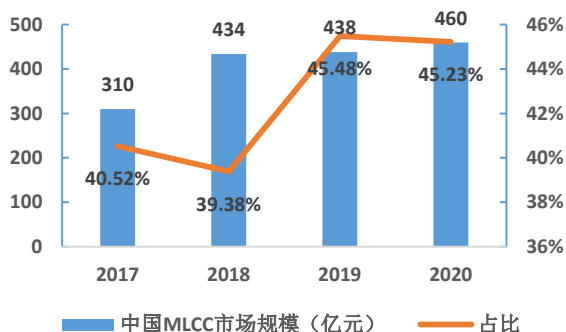
图表 42：2010-2020 年日本村田营业收入数据



数据来源：Murata 报告，华福证券研究所

**MLCC 横向替代叠加终端高端化带来需求提升，未来中高端离型膜有望充分受益。**电容是储存电量的元件，产值约占被动元器件 66%，其中以陶瓷电容器为代表，约占电容器市场的 54%。MLCC（片式多层陶瓷电容器）下游应用极为广泛，涉及消费电子、汽车电子、5G、军用工业等领域。MLCC 的一个增量逻辑是横向替代，它有着频带宽、寿命长等特点，随着电容量的提升将逐步替代电解电容，成为电容行业未来发展方向。MLCC 的另一个增量逻辑是单个产品的使用量增加，以汽车、智能手机为代表，MLCC 使用量从传统燃油车的 3000 个/辆上升至纯电力汽车的 18000 个/辆，提升倍数为 6×，从 iPhone 初代的 177 个/台上升至 iPhoneX 的 1095 个/台，提升倍数约为 6×，MLCC 用量提升有望提升离型膜需求，为未来公司产品放量提供支撑。

图表 43：中国 MLCC 市场规模及全球占比数据



数据来源：中国电子元件行业协会,前瞻产业研究院,华福证券研究所

图表 44：MLCC 在汽车和手机中的用量

按动力分车型	纯电力	混合动力	传统燃油车
MLCC 个数/辆	18000	12000	3000
手机型号	iphone3	iphone6	iphoneX
MLCC 个数/台	177	785	1095

数据来源：中国电子元件行业协会,前瞻产业研究院,华福证券研究所

## 四、盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设

- 1) **主营产品产能按照计划节奏投放：**纸质载带 22-24 年产能分别为 900、1240/1310 万卷/年，胶带 22-24 年产能分别为 340/460/473 万卷/年，塑料载带 22-24 年产能分别为 120/140/158 万卷/年，离型膜 22-24 年产能分别为 3/4/6.4 亿平方米；
- 2) **下游消费电子需求逐步复苏，公司产品产能利用率有望与需求匹配。**我们假设纸质载带 22-24 年稼动率分别为 65%、70%、85%，胶带实际产出匹配纸质载带，22-24 年稼动率分别为 60%、65%、85%，塑料载带 22-24 年稼动率分别为 80%、90%、100%，离型膜 22-24 年稼动率分别为 40%、50%、60%(综合考虑验证周期及订单预估投放节奏)；
- 3) **传统产品单价动态稳定，新型中高端产品价格有望提升：**我们根据以往公司产品价格以及未来产品结构变化，特别是中高端离型膜有望释放带来的产品线单价提升，我们假设纸质载带、胶带以及塑料载带 22-24 年单价基本与 2019-2021 年均价接近，离型膜受益于中高端未来放量机会，我们假设 22-24 年离型膜整体单价分别为 1.26 元、1.89 元、2.46 元/平（综合中高端离型膜投放节奏以及与中低端膜产品结构预测）；
- 4) **毛利率受益于原料成本预期下滑以及需求提升，假设毛利率稳中有升。**我们根据原料价格趋势、前述价格假设及产品稼动率。综合假设纸质载带 22-24 年毛利率分别为 36%/41%/41%，胶带 22-24 年毛利率分别为 35%、37%、37%，塑料载带 22-24 年毛利率分别为 35%、36%、38%，离型膜 22-24 年毛利率分别为 20%、30%、35%。
- 5) **其他（主要包含流延膜、IC 托盘以及废料处理等）：**根据 2022 年 H1 的表现以及流延膜放量节奏，我们预计 22-24 年营收增速分别为 200%、20%、20%，毛利率分别为 14.33%、14.33%、14.33%。

图表 45：分业务盈利预测

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
纸质载带	销售收入	1,335	1,176	1,792	2,465
	yoy	29%	-12%	52%	38%
	毛利率	43%	36%	41%	41%
胶带	销售收入	266	228	330	443
	yoy	29%	-14%	44%	34%
	毛利率	36%	35%	37%	37%
塑料载带	销售收入	114	144	188	236
	yoy	50%	26%	30%	26%
	毛利率	30%	35%	36%	38%
离型膜	销售收入	112	151	377	941



	yoy	27%	35%	150%	150%
	毛利率	9%	20%	30%	35%
其他	销售收入	35	105	126	151
	yoy	1146%	200%	20%	20%
	毛利率	12%	14%	14%	14%
收入合计	销售收入	1,861	1,804	2,812	4,236
	yoy	31%	-3%	56%	51%
	毛利率	38%	33%	37%	38%

数据来源：IFIND，华福证券研究所

对应，我们预测公司核心财务指标如下图，预计公司 2022-24 年归母净利润分别为 2.52/5.11/8.06 亿元，对应 EPS 分别为 0.61/1.25/1.96 元/股，市盈率分别为 42/21/13 倍。

图表 46：公司核心财务数据

会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	948.52	1425.52	1861.40	1803.59	2811.93	4236.39
增长率(%)	-27.65%	50.29%	30.58%	-3.11%	55.91%	50.66%
归属母公司股东净利润	117.95	289.25	388.95	251.81	511.17	805.62
增长率(%)	-57.16%	145.23%	34.47%	-35.26%	103.00%	57.60%
每股收益 EPS(元)	0.29	0.71	0.95	0.61	1.25	1.96
每股股利 DPS(元)	0.18	0.20	0.20	0.12	0.25	0.39
每股净资产 BPS(元)	3.86	4.35	4.95	5.44	6.44	8.01
每股经营现金流(元)	0.82	0.61	1.01	0.49	1.03	1.45
销售毛利率	32.67%	40.67%	38.27%	33.17%	37.30%	37.92%
销售净利率	12.44%	20.29%	20.90%	13.96%	18.18%	19.02%
净资产收益率(ROE)	7.44%	15.31%	18.21%	10.78%	18.62%	23.76%
投入资本回报率(ROIC)	7.15%	20.80%	19.11%	10.44%	16.12%	20.75%
市盈率(P/E)	90.69	36.98	27.50	42.48	20.93	13.28
市净率(P/B)	6.75	6.00	5.27	4.80	4.05	3.26
股息率(分红/股价)	0.67%	0.76%	0.77%	0.47%	0.96%	1.51%

数据来源：IFIND，华福证券研究所

注：每股指标测算股价取 2022-8-29 日收盘价

## 4.2 估值与投资评级

### (1) 相对估值法：

我们选取了行业中的四家可比公司，分别是斯迪克、东材科技、晶瑞电材和莱特光电。四家公司的当前市值对应 2023 年平均 PE 为 23 倍。洁美科技作为全球纸质载带龙头厂商，产业链布局顺利推进，高端离型膜业务的开展将为公司带来新的营收增长点，未来双轮驱动背景下，24 年归母净利润增速同比预计达 57%，超越可比公司 24 年归母净利润平均增速 31%。综合以上因素，我们给予公司 2023 年 30 倍 PE，目标价 37.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级



图表 47：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
300806.SZ	斯迪克	33.89	0.73	1.11	1.63	1.93	53.37	30.65	20.78	17.54
601208.SH	东材科技	13.91	0.46	0.56	0.76	1.03	45.71	24.76	18.22	13.48
300655.SZ	晶瑞电材	17.93	0.29	0.40	0.56	0.77	70.81	45.30	32.02	23.38
688150.SH	莱特光电	21.55	0.27	0.53	1.01	1.36	-	40.34	21.36	15.83
平均值							56.63	35.26	23.10	17.56

数据来源：IFIND，华福证券研究所（截至 20220829 收盘）

## （2）EVA 估值法

同时，绝对估值角度，我们采用经济附加值（EVA）模型进行价值评估。其中，经济附加值  $EVA = \text{税后净营业利润 (NOPLAT)} - \text{资本成本 (IC} \times wacc)$ 。

模型估计中，参数指标选择如下：无风险利率采用 1.5%， $R_m$  采用沪深 300 过去十年平均资产组合收益率，采用三阶段模型，其中一阶段 3 年，二阶段 6 年，三阶段到终值，永续增长率参考温和 CPI2.0%，有效税率考虑公司为高新技术企业及前期有效税率历史数据，取 11.38%， $\beta$  系数采用 wind 公司相对深圳综合指数周度相对风险数据 0.83。综合企业税后综合股权资本成本以及债务资本比重变化，预计 2022-2024 年 WACC（加权平均资本成本）分别为 5.74%、5.69%、5.79%。

假设第二阶段增长率为 3.5%，永续增长率为 2.0%，综合以上数据得到公司综合股权价值为 185.48 亿元，当前总股本 4.10 亿股，每股价值为 45.24 元，与相对估值结果较为接近。

图表 48：经济附加值 EVA 法估值三阶段估值显示（百万元）

估值假设		数值					
第二阶段年数（年）		6					
第二阶段增长率		3.50%					
永续增长率		2.00%					
第一阶段		2022E	2023E	2024E			
经济附加值 EVA		136.24	365.41	621.51			
WACC	变动值	5.74%	5.69%	5.79%			
现值系数 (WACC)		0.9814	0.9285	0.8777			
第二阶段		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
经济附加值 EVA		643.26	665.77	689.07	713.19	738.15	763.99
WACC		5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%	5.79%
现值系数 (WACC)		0.8296	0.7842	0.7413	0.7007	0.6623	0.6261
EVA 估值		经济附加值折现值		价值百分比			
第一阶段		1,018.46		6.02%			
第二阶段		3,033.49		17.93%			

第三阶段（终值）	12,867.06	76.05%
<b>EVA 现值合计</b>	<b>16,919.01</b>	
加：基期投资资本	2,899.81	17.14%
<b>企业价值 AEV</b>	<b>19,818.82</b>	117.14%
加：非核心资产	15.00	0.09%
减：带息债务（账面价值）	1,286.21	7.60%
减：少数股东权益	0.00	0.00%
<b>股权价值</b>	<b>18,547.62</b>	109.63%
除：总股本（股）	410,021,307.00	
<b>每股价值（元）</b>	<b>45.24</b>	

数据来源：IFIND, 华福证券研究所

## 五、风险提示

**疫情反复风险：**疫情对于物流、供应链的影响仍在持续，病毒变异导致传播能力变强，区域散发仍存在风险。

**下游需求不及预期风险：**从历史数据来看，MLCC 行业存在周期波动特点，部分年份去库面临压力，部分年份消费电子需求不振，行业景气度偏低。如果后续下游景气度提振乏力，则会传导到上游纸质载带和离型膜需求萎缩，形成不利因素。

**新产品离型膜拓展不及预期风险：**新型离型膜主要为中高端产品，中高端产品技术壁垒高，需要得到大客户验证通过后才有订单以及放量机会，因此验证拓展不及预期，后续的高端离型膜订单以及收入确认都会受到影响。

**业绩不达预期对估值的负面影响风险：**由于公司 2023 年估值溢价基于对应业绩增速高增的判断，如 23/24 业绩增速不及预期，存在估值负面影响风险。

**图表 49：财务预测摘要（单位：百万元）**

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	692.91	180.36	281.19	423.64	营业收入	1861.40	1803.59	2811.93	4236.39
应收票据及账款	510.40	579.89	904.09	1362.08	营业成本	1149.09	1205.29	1763.05	2629.87
预付账款	14.92	20.17	31.45	47.38	营业税金及附加	6.69	9.07	14.14	21.31
其他应收款	10.31	10.33	16.11	24.27	销售费用	37.92	39.68	61.86	93.20
存货	378.86	471.84	690.19	1029.52	管理费用	98.85	99.20	157.47	241.47
其他流动资产	19.05	15.78	24.60	37.07	研发费用	110.70	117.23	185.59	283.84
流动资产总计	1626.44	1278.37	1947.63	2923.96	财务费用	25.83	57.01	60.07	63.31
固定资产	1179.40	1814.82	2590.28	2783.93	资产减值损失	-0.17	-0.06	-0.09	-0.13
在建工程	1013.50	756.75	200.00	0.00	信用减值损失	-2.32	-1.67	-2.60	-3.92
无形资产	158.74	142.87	126.99	111.12	投资收益	0.56	0.30	0.30	0.30
长期待摊费用	7.36	3.68	0.00	0.00	其他收益	8.66	9.94	9.94	9.94
其他非流动资产	53.52	53.52	53.52	53.52	营业利润	439.04	284.62	577.29	909.56
非流动资产合计	2412.53	2771.64	2970.79	2948.57	营业外收入	0.09	0.06	0.06	0.06
资产总计	4038.97	4050.01	4918.43	5872.52	营业外支出	0.86	0.52	0.52	0.52
短期借款	410.42	391.89	782.75	974.31	利润总额	438.26	284.16	576.82	909.10
应付票据及账款	248.83	255.51	373.75	557.51	所得税	49.31	32.34	65.66	103.48
其他流动负债	299.51	206.60	304.87	456.03	净利润	388.95	251.81	511.17	805.62
流动负债合计	958.76	854.00	1461.38	1987.85	归属母公司股东净	388.95	251.81	511.17	805.62
					利润				
长期借款	875.79	790.14	642.25	425.38	EBITDA	540.35	482.05	837.73	1194.64
其他非流动负债	69.04	69.04	69.04	69.04	EPS(元)	0.95	0.61	1.25	1.96
非流动负债合计	944.83	859.19	711.29	494.42	主要财务比率				
负债合计	1903.59	1713.19	2172.67	2482.27	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	1194.25	1395.70	1804.64	2449.13	成长能力				
归属母公司权益	2135.38	2336.82	2745.76	3390.25	营收增长率	30.58%	-3.11%	55.91%	50.66%
股东权益合计	2135.38	2336.82	2745.76	3390.25	EBIT 增长率	28.54%	-26.49%	86.68%	52.68%
负债和股东权益合计	4038.97	4050.01	4918.43	5872.52	EBITDA 增长率	26.68%	-10.79%	73.79%	42.60%
					归母净利润增长率	34.47%	-35.26%	103.00%	57.60%
现金流量表					经营现金流增长率	64.70%	-51.57%	110.68%	40.86%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	盈利能力				
税后经营利润	388.95	243.16	502.51	796.97	毛利率	38.27%	33.17%	37.30%	37.92%
折旧与摊销	76.26	140.89	200.84	222.23	净利率	20.90%	13.96%	18.18%	19.02%
财务费用	25.83	57.01	60.07	63.31	营业利润率	23.59%	15.78%	20.53%	21.47%
营运资金变动	-81.27	-250.71	-351.91	-498.97	ROE	18.21%	10.78%	18.62%	23.76%
经营性现金净流量	412.63	199.82	420.98	593.01	ROA	9.63%	6.22%	10.39%	13.72%
资本支出	825.91	500.00	400.00	200.00	ROIC	19.11%	10.44%	16.12%	20.75%
长期投资	-15.00	0.00	0.00	0.00	估值倍数				
投资性现金净流量	-710.85	-500.82	-400.82	-200.82	P/E	26.88	41.52	20.45	12.98
短期借款	75.10	-18.53	390.86	191.56	P/S	5.62	5.80	3.72	2.47
长期借款	168.73	-85.65	-147.89	-216.87	P/B	5.15	4.69	3.96	3.18
其他筹资现金流	22.71	-107.37	-162.30	-224.44	股息率	0.78%	0.48%	0.98%	1.54%
筹资性现金净流量	254.40	-211.55	80.67	-249.75	EV/EBITDA	29.64	24.11	14.16	9.91
现金流量净额	-39.70	-512.55	100.83	142.45					

数据来源：公司公告、华福证券研究所

## 分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn