

2022 年 12 月 09 日
 洁美科技 (002859.SZ)

ESSENCE


公司深度分析

证券研究报告

被动元件

投资评级

买入-A
首次评级

6 个月目标价

34.34 元

股价 (2022-12-08)

28.39 元

交易数据

总市值(百万元)	11,640.51
流通市值(百万元)	11,338.67
总股本(百万股)	410.02
流通股本(百万股)	399.39
12 个月价格区间	21.23/38.3 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.5	13.9	2.6
绝对收益	12.1	12.0	-18.2

马良 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060001

maliang2@essence.com.cn

相关报告

国内薄型载带龙头，自研离型膜有望加速放量

国内薄型载带龙头，深入布局离型膜业务：洁美科技成立于 2001 年，公司主营业务范围为电子元器件薄型载带的研发、生产和销售，产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、离型膜、流延膜等系列产品，是国内薄型载带行业龙头企业。公司客户资源优秀，2022 年半年报披露，公司目前主要客户包括韩国三星、日本村田、日本松下、太阳诱电、KOA、国巨电子、华新科、厚声电子、风华高科、三环集团、顺络电子等国内外知名企业，为新产品线拓展提供良好基础。公司深入布局离型膜业务，2022 半年报披露，公司 MLCC 离型膜实现了向国巨、华新科、风华高科、三环集团等主要客户的稳定批量供货。

离型膜市场前景广阔，高端市场主要被国外占据：MLCC 用离型膜主要应用于流延环节，是制造 MLCC 过程中的重要消耗品，性能指标要求高，属于离型膜高端应用领域。据艾邦制造数据 2019 年全球的 MLCC 离型膜市场规模约 200 亿元，至 2025 年有望突破 300 亿。国外厂商在原料、设备、工艺、经验上均具备领先优势，高端离型膜主要由日本三井化学、东丽、帝人等企业主导，目前国内产能集中于中低端产品。国内电子元器件生产企业所需光学级离型膜、电子模切行业用高端 PET 离型膜严重依赖进口，在电子信息产业国产化背景下，离型膜产品具备成长潜力，国产替代前景广阔。

与国际大客户签署战略合作协议，公司离型膜业务进展顺利：公告披露，公司与无锡村田、三星电机签署战略合作协议，约定甲乙双方在平等自愿、互惠互利、共同促进和力争双赢的前提下，建立战略合作伙伴关系。甲方尽最大努力评价和选用乙方包括但不限于纸质载带、上下胶带、塑料载带和离型膜等产品和服务保障，乙方（洁美科技）应当尽最大努力在同等条件下以最优惠待遇向甲方提供上述产品和服务保障。公司离型膜业务推进顺利，公告披露，公司在广东省肇庆市端州区投资 3 亿元建设的生产基地处于加紧建设中，预计于 2023 年上半年陆续投产，将形成年产 200 万卷载带及 1 亿平米离型膜的生产能力。公司 IPO 募投项目“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目（一期）”各条生产线运行顺利，MLCC 制程用离型膜出货量稳步提升，满足了客户的基本需求并在客户中端需求领域有明显突破。

■ **投资建议：**我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 13.5 亿元、19.07 亿元、26.84 亿元，归母净利润分别为 1.82 亿元、3.52 亿元、5.43 亿元，首次给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**下游景气度不及预期；扩产节奏不及预期；产品研发进展不及预期。

(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	1,425.5	1,861.4	1,350.3	1,907.0	2,683.8
净利润	289.3	389.0	182.0	352.3	542.8
每股收益(元)	0.71	0.95	0.44	0.86	1.32
每股净资产(元)	4.61	5.21	5.76	6.62	7.94
盈利和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	40.2	29.9	64.0	33.0	21.4
市净率(倍)	6.2	5.5	4.9	4.3	3.6
净利润率	20.3%	20.9%	13.5%	18.5%	20.2%
净资产收益率	15.3%	18.2%	7.7%	13.0%	16.7%
股息收益率	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	21.7%	20.3%	6.2%	12.0%	23.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

目 录

1. 薄型载带龙头企业，产品升级布局离型膜	5
1.1. 深耕 MLCC 行业，技术积累深厚	5
1.2. 客户资源优秀，为新产品线拓展提供良好基础	6
1.3. 股权结构清晰，核心团队经验丰富	7
1.4. 产业链一体化优势突出，盈利能力保持较高水平	7
2. 离型膜下游领域需求旺盛，高端市场主要被日韩企业占领	9
2.1. MLCC 离型膜国产化率低，高端市场主要被国外占据	9
2.1.1. MLCC 离型膜是 MLCC 生产的重要材料	9
2.1.2. MLCC 用途广泛，MLCC 离型膜市场空间广阔	11
2.1.3. 公司离型膜业务顺势而动，加大扩产力度	12
2.2. 偏光片应用增长，带动偏光片离型膜市场需求	12
3. 薄型载带作为重要电子耗材，有望实现复苏	14
3.1. 薄型载带是一种重要的电子耗材	14
3.2. 公司为国内薄型载带龙头，持续扩产巩固市场地位	15
3.2.1. 薄型载带行业进入壁垒较高，有利公司保持领先地位	15
3.2.2. 公司薄型载带客户基础牢固，合作广泛深入	16
3.2.3. 公司积极扩展载带产能，巩固行业龙头地位	17
4. 深入布局一体化战略，离型膜占领国产化先机	18
4.1. 深化一体化布局策略，产业链横纵向拓展优势明显	18
4.2. 推进定向增发项目，实控人全额认购	18
4.3. 与国际大客户签署战略合作协议，助力公司发展	18
5. 盈利预测与投资建议	18
5.1. 盈利预测	18
5.2. 估值分析	19
6. 风险提示	19
6.1. 下游景气度不及预期风险	19
6.2. 扩产节奏不及预期风险	19
6.3. 产品研发进展不及预期风险	19

目 录

图 1. 公司实控人股权结构	7
图 2. 公司营收和净利润情况	8
图 3. 公司毛利率和净利率情况	8
图 4. 公司营收结构	8
图 5. 离型膜上下游	9
图 6. MLCC 工艺流程	9
图 7. MLCC 离型膜工艺流程	10
图 8. 2020 年 MLCC 下游应用结构	11
图 9. 2020 年 MLCC 全球市场格局	12
图 10. 偏光片基本结构	13
图 11. 中国偏振片市场规模	13
图 12. 薄型载带示意图	14

图 13. 纸质载带工艺流程	14
图 14. 塑料载带工艺流程	15
图 15. 薄型载带行业主要公司	15
图 16. 公司历年 PE (TTM)	19
表 1: 公司核心技术	5
表 2: 主要产品简介	6
表 3: 公司前五大客户	6
表 4: 分产品毛利率情况	8
表 5: 纸质载带与塑料载带的区别	15
表 6: 公司部分内销客户	16
表 7: 公司部分外销客户	17

1. 薄型载带龙头企业，产品升级布局离型膜

1.1. 深耕 MLCC 行业，技术积累深厚

浙江洁美电子科技股份有限公司成立于 2001 年，于 2013 年 12 月 19 日完成股份制改造在湖州市工商行政管理局办理工商登记，公司主营业务范围为电子元器件薄型载带的研发、生产和销售。目前公司已经具备了多项核心技术，其中“载带原纸制造技术”项下的产品电子介质原纸通过浙江省科技厅新产品鉴定，获得了“浙江省高新技术产品”称号；“盖带制成技术”项下的产品上、下胶带获得浙江省优秀工业新产品新技术三等奖；公司“JMY75 电子介质原纸”科技项目被认定为国家火炬计划项目；“电子元器件用塑料载带一体化成型的产业化”科技项目被认定为国家火炬计划产业化示范项目。

表1：公司核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	技术所处阶段
1	载带原纸制造技术	自主研发	批量生产
2	纸质载带打孔技术	自主研发	批量生产
3	纸质载带压孔技术	自主研发	批量生产
4	纸质载带载物孔深度测量技术	自主研发	批量生产
5	胶带制成技术	自主研发	批量生产
6	塑料载带一体成型技术	自主研发	批量生产
7	MLCC 用离型膜（转移胶带）制成技术	自主研发	批量生产
8	流延膜制成技术	自主研发	批量生产
9	聚酯基膜成型技术	自主研发	批量生产
10	塑料载带多层共挤技术	自主研发	批量生产

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司产品主要包括纸质载带、胶带、塑料载带、转移胶带（离型膜）、流延膜等，主要应用于集成电路、片式电子元器件等电子信息领域。公司是专业为集成电路、片式电子元器件企业配套生产薄型载带系列产品及转移胶带（离型膜）产品的企业，为全球客户提供电子元器件使用及制程所需耗材的一站式服务和整体解决方案。

表2：主要产品简介

产品类别	细分类别	产品图示例	产品特点及功能
纸带	分切纸带		本公司自制原纸，可根据客户需求定制特殊厚度、宽度尺寸（8mm 为主）纸带，生产周期短，表层通过特殊施胶处理，能有效抑制毛屑的产生，剥离力稳定。
	打孔纸带		采用自主研发冲孔模具及精密电火花烧毛处理技术生产，可有效控制冲孔毛屑，保持纸带表面性能稳定可为客户提供冲孔加封下带产品，全方位满足客户需求。
塑料载带	PC 载带		公司自主造粒，采用粒子一体化高速成型工艺生产；具有抗拉伸强度高、热变形温度高、收缩率好、抗磨损等特点。
	PS 载带		采用片材成型工艺，使用进口 PS 片材加工材质柔软，剥离力数据表现优良，可加工宽度 12、16、24、32mm 等产品 A0/B0/K0 尺寸受限因素小。
	PC/PS 复合载带		采用三层复合先进工艺加工，中间层为 PC 材质，保证载带的高抗拉、抗冲击强度采用粒子一体化高速成型工艺，生产效率高，长度受限因素小热收缩率小，成型数据精密，普通级±0.1mm 和精密级±0.05mm 载带可加工宽度 8、12、16mm 等
离型膜	离型膜		MLCC 用离型膜洁净度控制严格，耐温性好，在 MLCC 制程中热胀率小，确保陶瓷层平整性及堆叠整齐度。OCA 用离型膜采用光学级基材，在千级净化环境中加工分切，涂布后的离型膜透光率高、无晶点、杂质，符合光学级要求耐离型力 2-200G/25mm，可根据客户要求定制产品厚度 25-125 μm。
聚酯膜	聚酯膜		1、粗糙度稳定：10~40nm 表面粗糙度，能满足不同用途陶瓷片要求 2、洁净度高：千级无尘车间生产，确保产品外观满足光学膜要求；3、平整性好：三层共挤流涎工艺一次成型，厚度稳定，确保下游加工稳定；4、耐温性好：稳定的纵、横向热收缩，满足不同加工温度下的热稳定性；5、质量稳定：拥有世界高水准工艺过程管控技术，产品质量稳定；

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 客户资源优秀，为新产品线拓展提供良好基础

2022 年半年报披露，公司生产的产品已经被客户高度认可并且已经形成了良好的客户群体，目前主要客户包括韩国三星、日本村田、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、顺络电子等国内外知名企业。韩国三星授予公司“优秀供应商”、“2021 最佳供应商奖特等奖”，并在 2021 年与公司签订了战略合作协议；日本村田授予公司“优秀合作伙伴”称号。在与全球知名电子元器件企业的多年的稳定合作中，公司的技术实力、产品质量和综合服务能力得到了持续提升，公司牢牢把握丰富的客户资源优势，为现阶段的业务拓展及未来新产品线的开发提供了良好的平台。

表3：公司前五大客户

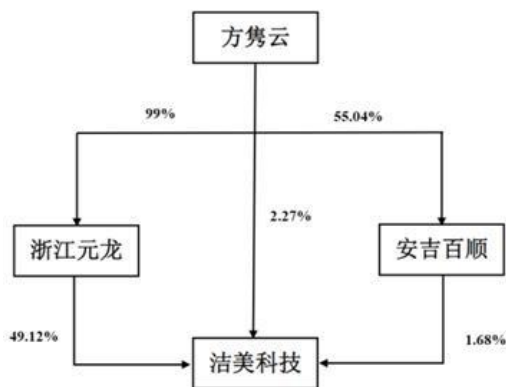
序号	客户名称	销售额（元）	占年度销售总额比例
1	第一名	325,630,766.00	17.49%
2	第二名	296,121,525.75	15.91%
3	第三名	247,064,835.47	13.27%
4	第四名	188,969,695.87	10.15%
5	第五名	113,473,941.51	6.10%
合计	—	1,171,260,764.60	62.92%

资料来源：2021 年度报告，安信证券研究中心

1.3. 股权结构清晰，核心团队经验丰富

方隽云为实际控制人，分别持有浙江元龙股权投资管理集团有限公司和安吉百顺投资合伙企业（有限合伙）99.00%和 55.04%的股权，浙江元龙股权投资管理集团有限公司和安吉百顺投资合伙企业（有限合伙）分别持有本公司 49.12%和 1.68%股权，方隽云通过浙江元龙股权投资管理集团有限公司和安吉百顺投资合伙企业（有限合伙）间接控制本公司 50.80%的股权；此外，方隽云直接持有本公司 2.27%的股权。方隽云合计对公司表决权的比例为 53.07%。

图1. 公司实控人股权结构



资料来源：2021 年度报告，安信证券研究中心

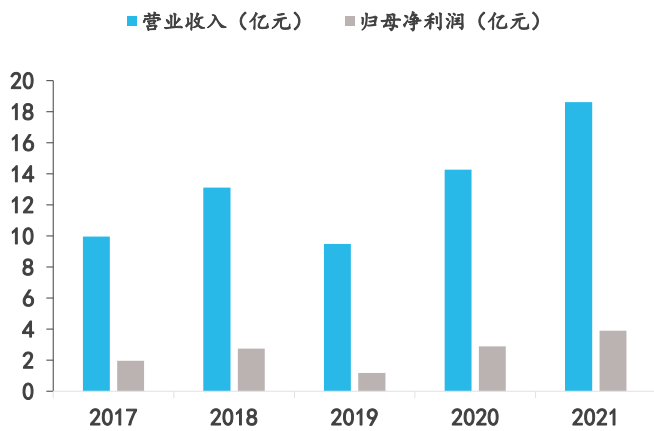
核心团队经验丰富。2021 年报披露，公司董事会共有成员七名，分别为方隽云、张永辉、张君刚、方骥柠、刘江峰、宋执环、张睿，其中刘江峰、宋执环、张睿三人为独立董事。董事长方隽云，历任中国包装进出口浙江公司部门经理、杭州轩星贸易有限公司总经理、董事长；浙江元龙执行董事兼经理。2001 年 4 月起任浙江洁美电子科技有限公司董事长、总经理；2013 年 12 月至今任洁美科技董事长、总经理，同时兼任江西洁美电材执行董事、经理，杭州万荣执行董事、经理，浙江洁美电材执行董事、经理，北京洁美执行董事，广东洁美执行董事，香港百顺董事，马来西亚洁美董事，浙江元龙执行董事，安吉百顺执行事务合伙人，安吉拓沅贸易有限公司执行董事，2022 年 2 月 25 日起担任浙江洁美半导体材料有限公司执行董事。

1.4. 产业链一体化优势突出，盈利能力保持较高水平

公司产业链一体化布局，自研关键原材料，毛利率保持较高水平。过去我国国内生产薄型纸质载带所需的原纸由于受到技术上的限制，主要依赖于从国外进口。公告披露，公司通过多年的技术积累，逐步掌握完善的薄型载带专用原纸生产技术和工艺，打破了被国外企业近乎垄断的市场格局。塑料载带领域，公司成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，实现了塑料载带关键原材料黑色塑料粒子及片材的自制。

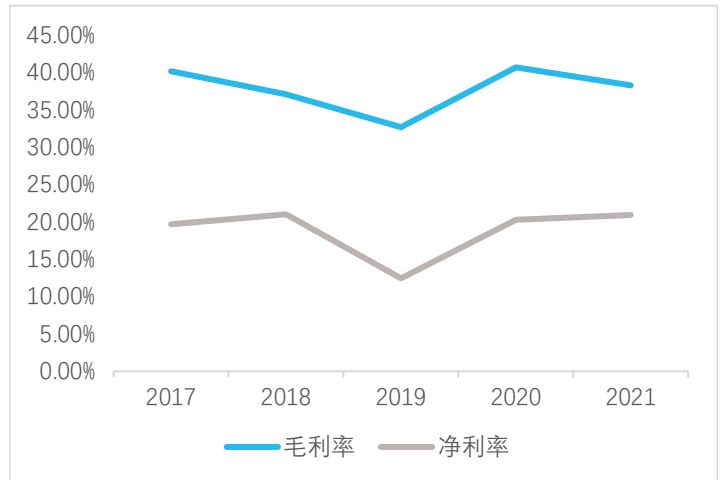
继纸质载带和塑料载带后，公司着力开启离型膜产业链一体化进程。公告披露，公司启动离型膜基膜（BOPET）项目建设，于 2021 年年底具备了基膜生产能力。通过产业链一体化的布局，公司实现了载带产品及离型膜全产业链可控。产业链上的纵向延伸使公司有效保证了原材料的稳定供应，最大程度上实现了降本增效。

图2. 公司营收和净利润情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

图3. 公司毛利率和净利率情况



资料来源: wind, 安信证券研究中心

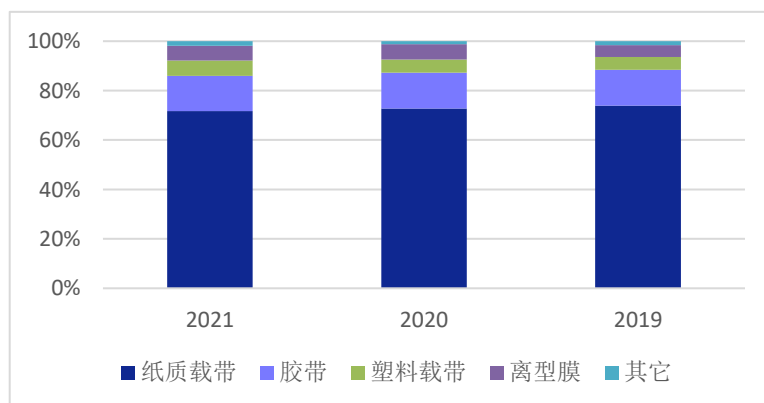
表4: 分产品毛利率情况

	营业收入 (元)	营业成本 (元)	毛利率	营业收入 比上年同 期增减	营业成本 比上年同 期增减
纸质载带	1,335,109,442.98	766,546,038.83	42.59%	28.73%	29.32%
胶带	265,870,337.99	171,241,580.36	35.59%	28.80%	47.48%

资料来源: 2021 年度报告, 安信证券研究中心

产品线横向拓展，提供分切、打孔、压孔、胶带、塑料载带、离型膜一站式解决方案。客户的终极需求是对于电子元器件的整体封装服务，公司持续完善产品线、丰富产品类别、并加强产品之间配合使用，前瞻布局多个产品种类，横向一体化优势日趋明显。公告披露，公司是国内唯一集分切、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整体解决方案。公司在现有主力产品基础上，进一步向电子元器件制程材料领域、光电显示领域及新能源领域延伸，实现了离型膜、流延膜等产品的量产，公司产品由电子元器件封装材料领域扩展至电子元器件生产制程过程及新能源应用和光电显示领域，进一步增强了公司的综合竞争力。

图4. 公司营收结构



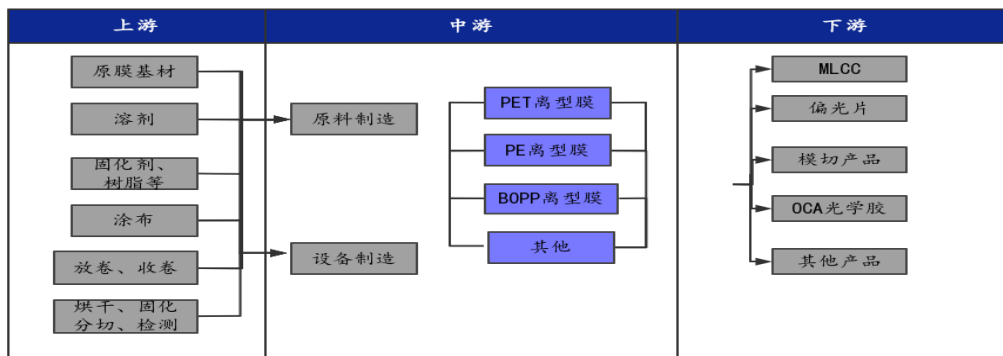
资料来源: wind, 安信证券研究中心

2. 离型膜下游领域需求旺盛，高端市场主要被日韩企业占领

离型膜是表面具有分离性的薄膜，主要由基材、涂层、离型层组成。离型膜是对 PET、PE、PP、OPP 等基材进行表面处理，具有隔离、填充、保护、易于剥离，具有高透明性（光线透过率 90%以上）、耐热性（熔点 230℃-240℃）、耐药品性等优良性能的薄膜。

离型膜上游主要为原膜基材和离型剂等原材料。由于基膜和功能性涂料供应相对充分且市场较为成熟，离型膜对上游的依赖性较小。离型膜行业下游应用领域十分宽广，可作为柔性印刷电路板（FPC）、LED 行业的层压隔离膜及保护膜、偏光片等原材料、胶粘保护膜产品的保护层、模切行业冲型耗材、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等。公司主要业务为 MLCC 离型膜和偏光片离型膜。

图5. 离型膜上下游



资料来源：华经情报网，安信证券研究中心

2.1. MLCC 离型膜国产化率低，高端市场主要被国外占据

2.1.1. MLCC 离型膜是 MLCC 生产的重要材料

MLCC (Multi-layer Ceramic Capacitors) 是片式多层陶瓷电容器的英文缩写。是由印好电极（内电极）的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合起来，经过一次性高温烧结形成陶瓷芯片，再在芯片的两端封上金属层（外电极）制作而成。

图6. MLCC 工艺流程

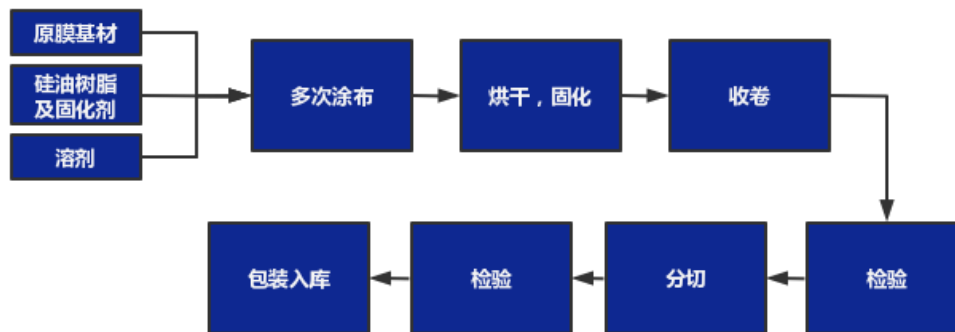


资料来源：华经情报网，安信证券研究中心

MLCC 用离型膜主要应用于流延环节，MLCC 离型膜通常采用 PET 聚酯薄膜作为基膜、在基膜表面涂布有机硅涂层制成，作为流延涂布时承载陶土层。流延是将陶瓷浆料通过流延机的浇注口，使其涂布在运行的基膜上，从而形成一层均匀的浆料薄层，再通过热风区，经过干燥后可得到陶瓷膜片。MLCC 离型膜是制造 MLCC 过程中所需要的消耗品，MLCC 通常需要堆叠 100-1000 层，每一层的形成都需要相同的离型膜，并且 MLCC 加工工艺也要求离型膜具有优秀的剥离性和光滑性，以达到剥离介电层而不损伤介电层的效果。离型膜的关键材料就是基膜和离型剂。聚酯薄膜相对其他塑料薄膜，具有优异的尺寸稳定性、耐化学性及良好的加工性而被用作离型膜基膜。

离型膜的制作主要包括涂布、烘干固化以及分切等步骤。涂布是将硅油树脂、固化剂等材料与溶剂按一定比例混称重、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。烘干、固化是通过烘道（采用以天然气为燃料的导热油锅炉，并通过导热油管加热），使溶剂挥发及硅油固化。分切要采用分切设备，将宽幅母卷分切成客户所需要的宽度。

图7. MLCC 离型膜工艺流程



资料来源：华经情报网，安信证券研究中心

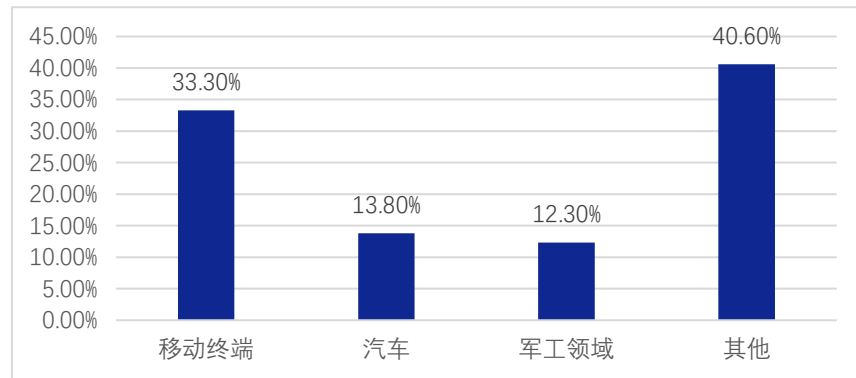
MLCC 离型膜性能指标要求高，属于离型膜高端应用领域。应用于 MLCC 制造过程中的离型膜性能指标要求较高，要求具备高平整度、低粗糙度、离型力稳定、高残余、浆料适配性强、高拉伸强度、无针尖、无异物点、无彩虹纹、无排骨纹、无纵纹等特点，以保证陶瓷浆涂布均匀，厚度均匀。不同类型的 MLCC 陶瓷浆料配方及工艺不同，对离型膜的离型力、厚度的要求也不同。除厚度、离型力等常规指标外，为确保陶瓷介质的薄膜化与厚度均匀化，对于离型膜离型力的稳定性、厚薄均匀度、表面光洁度等，都有极高的要求。

国内外厂商在原料、设备、工艺上均存在技术壁垒。原料方面，基材质量直接影响离型膜使用性能，国产 PET 基材在薄、厚控制和热收缩方面落后于国外，以离型剂为例，我国氟素离型剂的开发进步也落后于美国和日本公司；设备方面，PET 离型膜产品要求在万级无尘车间生产，对高端产品涂布设备精度要求非常高；工艺方面，目前国内离型膜产品主要采用网纹涂布、微凹涂布，易出现上胶不均匀等问题，而喷雾涂布、帘式涂布等涂布法具有高固含量、高涂布量特性，也需要新型防粘涂料来保证。同时离型膜商用需 MLCC 下游客户共同协作调试，受叠层印刷技术的限制，国内厂商可提供 300-500 层 3 毫米的 MLCC，国外厂商可实现 800-1000 层、厚度接近 1 毫米的 MLCC，而工艺技术及采用的陶瓷粉末配方均属于相关企业高度机密。

2.1.2. MLCC 用途广泛，MLCC 离型膜市场空间广阔

MLCC 是工业上用途最为广泛、使用量最大的基础电子元件之一，被誉为“工业大米”。MLCC 使用量一定程度可以标志整个电子元件行业的情况，对于陶瓷电容市场来说，MLCC 更是占据了统治地位。根据前瞻产业研究院数据，多层陶瓷电容市场规模占整个陶瓷电容器市场的 93%。2020 年，MLCC 前三使用占比的领域为移动终端、汽车、军工领域，应用占比分别为 33.3%、13.8%、12.3%。以近几年的趋势来看，智能电动车和 5G 的逐步普及将会为 MLCC 带来新的增量空间。

图8. 2020 年 MLCC 下游应用结构



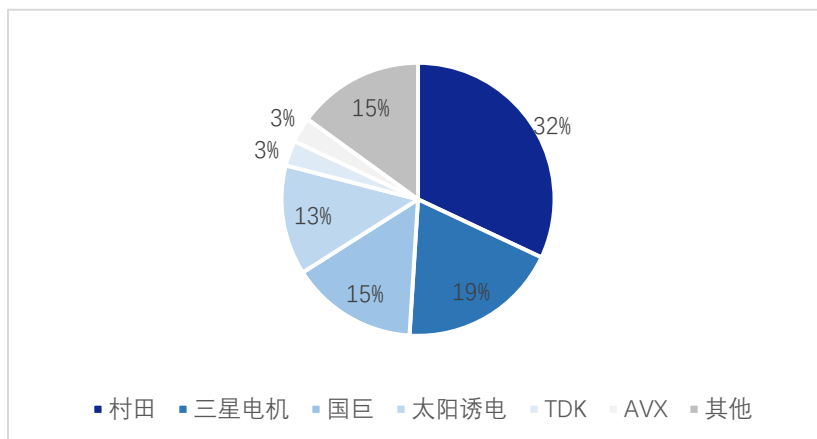
资料来源：电子元件协会，安信证券研究中心

随着汽车产业的升级，车规级 MLCC 的需求不断增加。根据中国电子元件协会的数据，纯电动车的 MLCC 单车用量约为 18000 个，使用数量远超传统的燃油车，2020 年全球汽车用 MLCC 需求量约为 3790 亿只，同比增长 9.1%，预计到 2025 年全球汽车用 MLCC 需求量有望达到 4730 亿只，五年平均增长率约为 4.6%。车规级 MLCC 质量要求高，将提升 MLCC 单品的价值量。以 MLCC 的工作温度范围为例，消费类 MLCC 最高工作温度一般是 85°C 至 125°C，但车规级 MLCC 一般要求最低 125°C。此外，车规级 MLCC 的寿命要求也明显增加。消费类 MLCC 的寿命要求一般为 3-5 年，但是车规级 MLCC 的寿命要求 15 年以上。

对于 5G 来说，随着未来 5G 技术的普及，MLCC 的需求也会因此持续走高。5G 手机中 MLCC 单机用量将上升至 1000 颗以上，而传统手机的 MLCC 单机用量仅为 290~350 颗。

MLCC 行业集中，高端市场主要被国外厂商占据。全球 MLCC 的核心企业均为亚洲企业，主要分为三个竞争梯队。其中，第一梯队主要为日韩厂商，如村田和三星电机，在产能和技术上领先全球；第二梯队为中国台湾厂商，如国巨和华新科等；第三梯队为中国大陆厂商，如风华高科和三环集团，国内厂商追赶进度加速。2020 年，村田、三星电机全球份额分别为 32%、19%，MLCC 行业整体呈现出集中度较高的特点。

图9. 2020 年 MLCC 全球市场格局



资料来源：前瞻产业研究院，安信证券研究中心

国内离型膜产能集中于中低端，高端离型膜依赖进口。离型膜技术壁垒较高，国内绝大多数薄膜制造商仍停留在中低端阶段，核心技术由国外掌握，高端市场主要由日本厂商主导，目前国内电子元器件生产企业所需光学级离型膜、电子模切行业用高端 PET 离型膜严重依赖进口。美国 3M 公司、日本的三井化学、东丽、东洋纺、帝人、三菱化学以及韩国的 SKC 等国外企业领先优势明显，用于 MLCC、OCA 光学离型膜等高端领域的光学基膜也主要由东丽、三菱、东洋纺、SKC 等日韩企业垄断。

2.1.3. 公司离型膜业务顺势而动，加大扩产力度

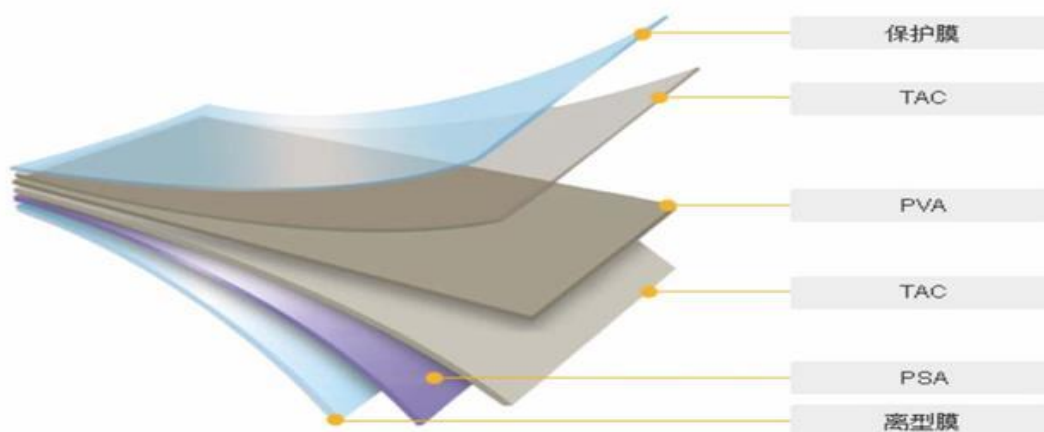
公告披露，2021 年公司在广东省肇庆市端州区投资 3 亿元建设的生产基地处于加紧建设中，有望于 2023 年上半年陆续投产，将形成年产 200 万卷载带及 1 亿平米离型膜的生产能力。公司 IPO 募投项目“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目（一期）”各条生产线运行顺利，MLCC 制程用离型膜出货量稳步提升，满足了客户的基本需求并在客户的中端需求领域有了明显突破。公司生产的用于偏光片制程等其他用途的进口替代类高端离型膜也实现了一定的销售。公司以自有资金实施“年产 20,000 万平方米电子元器件转移胶带生产线建设项目（二期）”，其中两条韩国进口宽幅高端生产线顺利投产，并逐步向客户批量供货，日本进口超宽幅高端生产线安装完成并进入生产调试阶段。

项目达产后，公司有望具备包括高端 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。除了上述投产情况外，公司同样进行对于光学级 BOPET 膜及 CPP 膜生产项目的优化升级，目标是实现公司业务从电子信息领域到光电显示、新能源应用领域的拓展，有利于公司长远发展。

2.2. 偏光片应用增长，带动偏光片离型膜市场需求

偏光片是显示面板的重要组成部分。偏光片可控制特定光束的偏振方向，自然光在通过偏光片时，振动方向与偏光片透过轴垂直的光将被吸收，平行的光将通过，从而达到画面显示的功能，偏光片主要由 PVA 膜、TAC 膜、保护膜、离型膜和压敏胶等制成。离型膜在贴合前用于保护偏光片压敏胶层，偏光片用的离型膜为单侧涂布硅涂层的 PET 膜，具有强度高、不易变形、透明性好、表面平整度高等特点，在偏光片贴合到 LCD 之前，保护压敏胶层不受损伤，避免产生贴合气泡。

图10. 偏光片基本结构

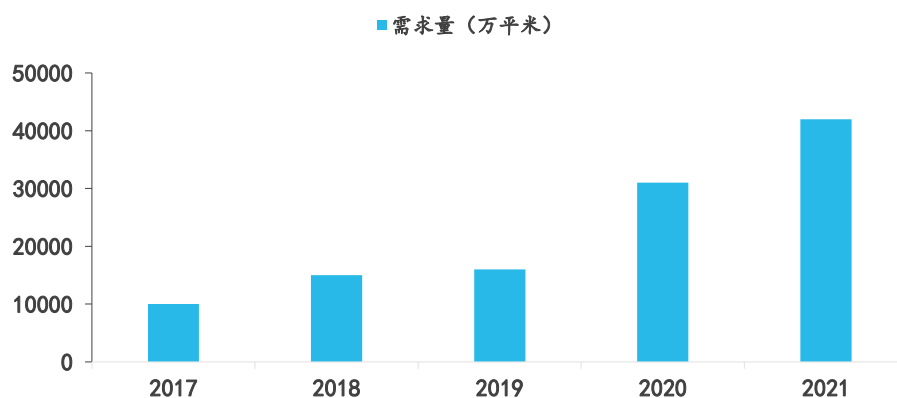


资料来源：三利谱招股书，安信证券研究中心

面板产能增加带动偏光片离型膜需求上行。随应用终端向大型化发展，全球显示面板产能快速扩充，偏光片需求快速提升。目前大尺寸面板主要以韩国、中国大陆、中国台湾和日本厂商为主，未来随着产能释放，中国大陆厂商的供应能力有望超过中国台湾甚至韩国，成为最主要的大尺面板供应商。CINNO Research 数据显示，偏光片未来的投资产线将集中于中国大陆地区，预计到 2025 年中国的产能将占全球约 55%。

偏光片离型膜产能目前仍主要集中于日本，包括三菱、东丽、琳得科、藤森等企业。据 Trendbank 数据，2021 年中国偏光片离型膜市场中三菱化学和东丽所占份额超 90%，中国偏光片保护膜以及离型膜市场规模自 2016 年起逐年提高，2020 年偏光片离型膜、保护膜市场需求在保持持续增长的基础上实现突破性大幅度增长，总产值达 28.31 亿元。

图11. 中国偏振片市场规模



资料来源：Trendbank 产业研究，安信证券研究中心

2022 半年报披露，公司生产的用于偏光片制程等其他用途的进口替代类高端离型膜实现批量出货。

3. 薄型载带作为重要电子耗材，有望实现复苏

3.1. 薄型载带是一种重要的电子耗材

薄型载带是一种电子封装领域的带状产品，具有特定的厚度，在其长度方向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，主要应用于电子元器件贴装工业，配合胶带或盖带使用，将电阻、电容、晶体管、二极管等一系列电子元器件承载收纳在薄型载带中，并通过薄型载带的配合胶带或盖带形成闭合式的包装，用于保护电子元器件在运输途中不受污染和损坏。

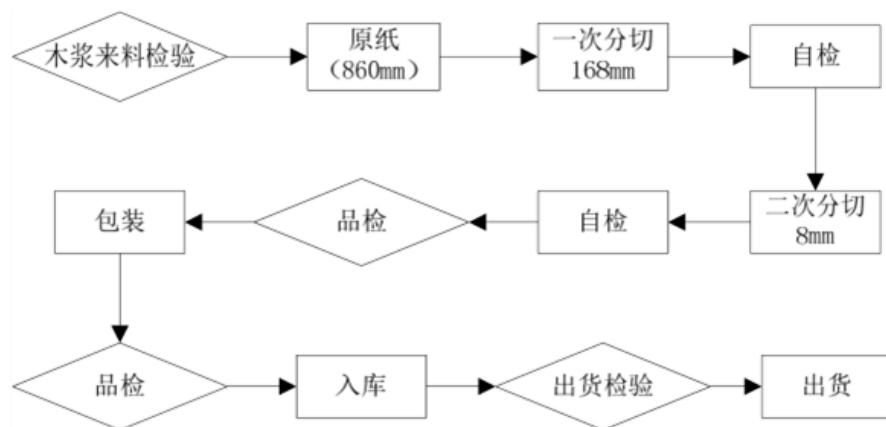
图12. 薄型载带示意图



资料来源：产业信息网，安信证券研究中心

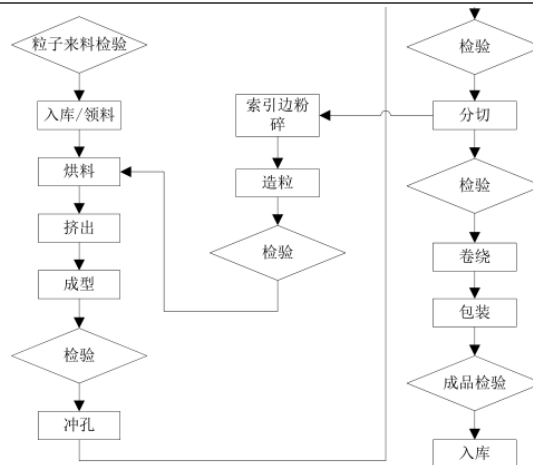
薄型载带是电子元器件行业的重要辅助耗材，在汽车电子、互联网应用产品、移动通信、智慧家庭、5G、消费电子产品等领域均发挥着非常重要的作用。按照材质划分，大致可以分为纸质载带和塑料载带两类。纸质载带大多应用于厚度不超过 1mm 的电子元器件的封装，当电子元器件的厚度超过 1mm 时，往往使用塑料载带进行封装。通常情况下电子元件的体积较小、厚度较薄，因此大多选用纸质载带对电子元件进行封装；而半导体分立器件、集成电路、LED 等电子器件大多使用塑料载带进行封装。

图13. 纸质载带工艺流程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图14. 塑料载带工艺流程



资料来源：招股书，安信证券研究中心

表5: 纸质载带与塑料载带的区别

	塑料载带	纸质载带
材质上	胶体材质，可选择多种特殊塑料材质	纸质材质
成型上	可以根据包装体的形状单独包装	只能根据包装体的大小来包装
带宽上	兼容所有带宽	一般只有 8mm 和 4mm 带宽
电气防护上	可采用电气材料	没有电气功能
费用上	费用较高	费用较低

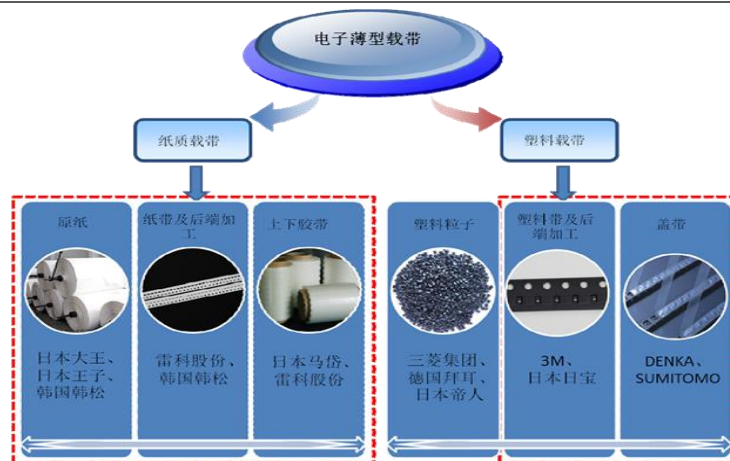
资料来源：招股书，安信证券研究中心

3.2. 公司为国内薄型载带龙头，持续扩产巩固市场地位

3.2.1. 薄型载带行业进入壁垒较高，有利公司保持领先地位

目前我国薄型载带行业中相当多数为小型企业，薄型载带发展初期，国内同类产品需求主要依靠进口，随着电子信息产业的快速发展，薄型载带的需求量和本土化要求日益显现，进而催生这一行业的兴起和发展。由于电子元器件的种类众多，从普通电子元器件到高端电子元器件，其对应的薄型载带系统在人才、技术、装备、工艺等方面存在着较大的差异。进入薄型载带行业容易，但要成为规模化、专业化、体系化的综合性生产企业面临着较高的技术壁垒和市场壁垒。

图15. 薄型载带行业主要公司



资料来源：招股书，安信证券研究中心

技术壁垒方面，以纸质载带为例，其核心技术是电子专用原纸的生产工艺，原纸的生产工艺较为复杂，需要掌握多项关键技术和工艺流程，比如纸张表面处理、层间结合力控制、

防静电处理、毛屑控制等。想要在电子专用原纸的工艺技术上有所突破，往往需要较长时间的技术积累以及实践的配合。由于电子元器件一般多为敏感性器件，其在承载运输和表面贴装过程中的保护显得尤为重要，需要防静电技术、剥离力技术、烧毛处理等多项技术的综合应用，也对薄型载带系统提出较高的要求。

市场壁垒方面，由于其与电子元器件的封装、运输、保存、使用等环节密不可分，薄型载带的产品质量及其稳定性、一致性显得尤为重要，电子元器件生产商，特别是一些知名的业内龙头企业（例如日本村田、国巨电子、韩国三星等），其对薄型载带这种使用量较大的耗材选用具有严格且复杂的认证流程，新进入者必须通过测试、送样、小批量订单且每年都要通过复验等管理流程，这对于行业新进入者来说形成了较大的进入壁垒。

3.2.2. 公司薄型载带客户基础牢固，合作广泛深入

公司薄型载带产品已经受到的国内外客户的高度认可，并且已经形成了非常良好的客户群体。2021 年报披露，公司主要客户包括韩国三星、日本村田、日本松下、太阳诱电、KOA、华新科、国巨电子、厚声电子、风华高科、三环集团、顺络电子等国内外知名企业。其中，韩国三星于 2021 年与公司签订了战略合作协议，无锡村田于 2022 年与公司签订了战略合作协议，将长期稳定选择与公司进行合作。

表6：公司部分内销客户

序号	合并集团客户	单体客户名称	所在地	主营业务	向其销售的主要产品
1	广东风华高新科技股份有限公司		广东肇庆	系列新型片式元件、光机电一体化电子专用设备 & 电子材料等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
2	厚声电子	昆山厚声电子工业有限公司	江苏昆山	传统型电阻器及晶片电阻器等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带、其它
		昆山厚声电子科技有限公司	江苏昆山	晶片电阻等新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带、其它
		翔声科技(厦门)有限公司	福建厦门	电子元器件等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带、其它
		昆山福仕电子材料工业有限公司	江苏昆山	晶片电阻等新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带、其它
3		泰伸科技(深圳)有限公司	广东深圳	晶片电阻、电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带、其它
		深圳市南瀛电子有限公司	广东深圳	电阻等的生产和销售	纸质载带、胶带
	祥友电子	深圳市祥友电子有限公司	广东深圳	晶片电阻的生产和销售	纸质载带、胶带
		厚声泰科技(深圳)有限公司	广东深圳	电阻器、电子元器件的生产和销售	胶带
		泰联华科技(深圳)有限公司	广东深圳	电子元器件、电阻检测仪等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带、其它
4	丽智电子(昆山)有限公司		江苏昆山	片式元器件等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
5	大毅科技	大毅科技(苏州)电子有限公司	江苏苏州	新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带
		大毅科技电子(东莞)有限公司	广东东莞	新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带
6		旺詮科技(昆山)有限公司	江苏昆山	贴片电阻器、贴片电容器、贴片电感器等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

表7：公司部分外销客户

序号	合并客户	具体客户名称	所在地	主营业务	向其销售的主要产品
1	Yageo Co., Ltd.	国巨北美（香港）有限公司	香港	电阻、电容及无线元件的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
		国巨电子（中国）有限公司	江苏苏州	贴片式电阻器、积体陶瓷电容器、电感器的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
		Yageo Co., Ltd.	台湾	贴片式电阻器、积体陶瓷电容器、电感器的生产和销售	纸质载带、胶带
2	华新科技	Walsin Technology Corporation (HK) Ltd.	香港	电阻电容的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
		Walsin Technology Corporation	台湾	电阻、电容的生产和销售	纸质载带、胶带
		苏州华科电子有限公司	江苏苏州	片式元器件和频率控制与选择元件的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
3	Samsung Electro-Mechanics., Ltd.	东莞三星电机有限公司	广东东莞	新型电子元器件和大容量光、磁盘驱动器的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
		天津三星电机有限公司	天津	新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带
		三星高新电机（天津）有限公司	天津	新型电子元器件的生产和销售	胶带
		Samsung Electro-Mechanics., Ltd.	韩国	新型电子元器件和大容量光、磁盘驱动器的生产和销售	纸质载带、胶带
		Samsung Electro-Mechanics Phils. Corp.	菲律宾	新型电子元器件和大容量光、磁盘驱动器的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带
4	旺詮科技（昆山）有限公司	Samsung Electro-Mechanics GmbH (H. B.)	匈牙利	新型电子元器件和大容量光、磁盘驱动器的生产和销售	纸质载带、胶带
		贴片电阻器、贴片电容器、贴片电感器、SMT（表面粘贴技术）等的生产和销售	纸质载带、胶带、塑料载带		
5	无锡村田电子有限公司		江苏无锡	电子元器件及电子专用设备的生产和销售	纸质载带、胶带
6	大毅科技	大毅科技（苏州）电子有限公司	江苏苏州	新型电子元器件的生产和销售	纸质载带、胶带
		祥泰企业有限公司	香港	电阻的生产和销售	纸质载带、胶带
		大毅科技股份有限公司	台湾	新型电子元器件（片式元器件）的生产和销售	纸质载带、胶带

资料来源：公司招股书，安信证券研究中心

3.2.3. 公司积极扩展载带产能，巩固行业龙头地位

作为中国载带行业领先企业，公司在纸质载带和塑料载带方面锐意进取，积极扩张产能。**纸质载带领域**，公司持续优化纸质载带系列产品结构，增加后端高附加值产品如打孔纸带、压孔纸带的产销量。2022 半年报披露，公司在“年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带项目”二期实施过程中，为了顺应市场发展的新变化，配合下游客户的扩产进度，加快实现纸质载带产能扩张，引进了更高端的电子专用原纸生产线，产能较原生产线大幅提升；同时公司对一期两条电子专用原纸生产线进行了技术改造，并对应新增后端深加工设备，项目产能进一步提升。考虑下游客户扩产幅度较大等因素，公司于 2021 年年初启动了第五条电子专用原纸生产线的建设，计划 2022 年 8 月份投产，考虑到下游需求景气度较低，延期至 2023 年择机投产，达产后公司片式电子元器件封装薄型纸质载带产能将跃升到 12 万吨/年。

塑料载带领域，公司实现精密模具和黑色塑料粒子与片材的自主生产，部分客户已经开始批量使用公司自产黑色 PC 粒子及自制片材生产的塑料载带，后续公司还将逐步提升自产黑色 PC 粒子和自制片材使用率。2022 年半年报披露，公司高端塑料载带的出货量稳步提升，新增的 12 条塑料载带生产线陆续投产，公司已经投产的塑料载带生产线达到 60 条，公司募集资金投资项目“年产 15 亿米电子元器件封装塑料载带生产线技术改造项目”顺利完成。2022 年公司新增塑料载带生产线 15 条，塑料载带产能得到进一步扩张。

4. 深入布局一体化战略，离型膜占领国产化先机

4.1. 深化一体化布局策略，产业链横纵向拓展优势明显

完善产品线、丰富产品类别，横向拓展产品线。公司产品线横向拓展，逐步形成集分切、打孔、压孔、胶带、塑料载带、离型膜生产于一体，进而更好地配合下游客户需求，提供一站式整体解决方案。

自研上游关键材料，纵向拓展提升核心竞争力。公司纵向一体化策略主要着眼产业上游关键原材料。在塑料载带项目中，公司成功研发利用透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子的技术，实现了塑料载带关键原材料黑色塑料粒子及片材的自产。离型膜业务中，公司着力打造离型膜产业链一体化进程，2022 年半年报披露，公司于 2021 年年底具备了基膜生产能力，加速 BOPET 原膜自主供应进程，结合已经成熟的后端加工工艺，扩大公司在膜材料领域的影响力，保证了各系列产品的品质稳定性，提升了公司产品的核心竞争力。

4.2. 推进定向增发项目，实控人全额认购

2022 年 9 月 29 日公司发布公告，针对国内离型膜市场国产化重大机遇，公司拟非公开发行股票募集资金总额 48,500.00 万元，发行数量为 2423.79 万股，增发价格为 20.01 元/股。发行对象为公司实际控制人方隽云，发行对象以现金认购本次发行的全部股票。本次发行有望助力公司抓住行业发展机遇，补充发展所需的资金，提升公司离型膜产品竞争力。2022 年 11 月 18 日，公司公告披露，非公开发行股票申请获得中国证监会核准批复。

4.3. 与国际大客户签署战略合作协议，助力公司发展

2022 年 11 月 29 日，公司披露《关于与无锡村田电子有限公司签署战略合作框架协议的自愿性信息披露公告》，公司与无锡村田双方以共同发展和长期合作为目标，经过广泛的沟通、交流，在平等自愿、互惠互利、共同促进和力争双赢的前提下，决定建立战略合作伙伴关系。甲方（无锡村田）尽最大努力评价和选用乙方包括但不限于纸质载带、上下胶带、塑料载带和离型膜等产品和服务保障，乙方（洁美科技）应当尽最大努力在同等条件下以最优惠待遇向甲方提供上述产品和服务保障。

2021 年 12 月 2 日，公司披露《关于与三星电机股份公司签署战略合作框架协议的自愿性信息披露公告》，甲方（三星电机）尽最大努力在同等条件下优先选用乙方包括但不限于纸质载带、上下胶带、塑料载带和离型膜等产品和服务保障，乙方（洁美科技）应当尽最大努力在同等条件下以最优惠待遇向甲方提供上述产品和服务保障。国际大客户战略合作协议，有望助力公司各条业务线的发展。

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们认为，公司是国内薄型载带龙头，深耕行业多年，积累大批知名客户，专注技术自研，具备明显的产品优势，有望从经济复苏和离型膜国产化进程中持续受益，为公司未来发展打开更大空间，今年受宏观经济环境影响，公司下游消费市场需求疲软，主营业务受到较大影响，我们核心假设明年需求逐步复苏，离型膜业务开始放量，公司 2022 年~2024 年营收增速为-27.46%，41.23%，40.73%，并随公司自研离型膜收入占比提高，假设毛利率提升为 30.66%，33.74%，36.1%，我们预计公司 2022 年~2024 年收入分别为 13.5 亿元、19.07 亿元、26.84 亿元，归母净利润分别为 1.82 亿元、3.52 亿元、5.43 亿元，首次给予“买入-A”投资评级。

5.2. 估值分析

公司历年 PE(TTM) 中值约 40x，假设 2023 年经济复苏叠加离型膜放量，估算公司 2023 年归母净利润 3.52 亿，采用相对估值法，取 40 倍 PE，公司合理估值约 140.8 亿，总股本 4.1 亿股，对应目标价 34.34 元。

图16. 公司历年 PE(TTM)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

6. 风险提示

6.1. 下游景气度不及预期风险

公司目前的主营业务如载带、胶带、离型膜均与下游行业景气度有较强关系，其中消费领域占比较大，若消费领域受到疫情等宏观经济因素的不利影响，则会同步影响到未来上述细分行业市场容量，导致增长不及预期，将对公司经营状况和业绩情况产生不利影响。

6.2. 扩产节奏不及预期风险

公司正在逐步拓展业务范围至较为高端的离型膜领域，为应对上述领域国内外众多竞争对手的激烈竞争，公司需要投入更多的资金、人力等资源来扩大在相应市场的占有率。目前公司虽然业务拓展速度快，但是公司仍与海外龙头企业存在技术壁垒，业务和资产规模也有一定差距。若公司在离型膜领域的产品研发能力、营销拓展能力不足，将会有市占率增长不及预期，继而导致公司经营状况与业绩情况不佳等不利影响。

6.3. 产品研发进展不及预期风险

公司正在逐步拓展业务范围至较为高端的离型膜领域，为追赶海外行业龙头公司，打破技术壁垒，公司需要投入大量资源用作技术研发和产品的研发，公司目前虽然已掌握多种核心技术，逐步追赶海外行业龙头，但关键领域仍有较大技术差距，若公司在离型膜领域研发能力不足，产品研发不及预期，将会导致公司业绩增长不及预期，国产化替代进程不及预期，对公司经营状况和业绩情况产生不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,425.5	1,861.4	1,350.3	1,907.0	2,683.8	成长性					
减:营业成本	845.8	1,149.1	962.3	1,263.7	1,715.0	营业收入增长率	50.3%	30.6%	-27.5%	41.2%	40.7%
营业税费	6.5	6.7	4.7	5.7	9.0	营业利润增长率	148.0%	33.4%	-53.4%	93.8%	54.2%
销售费用	63.8	37.9	27.0	38.1	54.0	净利润增长率	145.2%	34.5%	-53.2%	93.6%	54.1%
管理费用	72.8	98.8	67.5	101.1	139.7	EBITDA 增长率	149.9%	26.1%	-44.1%	70.3%	43.9%
研发费用	78.2	110.7	87.8	106.8	161.5	EBIT 增长率	222.0%	28.0%	-56.2%	94.9%	54.4%
财务费用	31.9	25.8	-3.5	-4.5	-6.2	NOPLAT 增长率	183.5%	30.0%	-56.6%	94.9%	54.3%
资产减值损失	-	-0.2	-	-0.1	-0.1	投资资本增长率	39.1%	41.4%	1.0%	-21.0%	30.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.2%	13.0%	10.6%	14.9%	20.0%
投资和汇兑收益	-	0.6	-	-	-						
营业利润	329.2	439.0	204.4	396.1	610.8	利润率					
加:营业外净收支	-0.1	-0.8	0.1	-0.2	-0.3	毛利率	40.7%	38.3%	28.7%	33.7%	36.1%
利润总额	329.1	438.3	204.5	395.9	610.5	营业利润率	23.1%	23.6%	15.1%	20.8%	22.8%
减:所得税	39.9	49.3	22.5	43.5	67.7	净利润率	20.3%	20.9%	13.5%	18.5%	20.2%
净利润	289.3	389.0	182.0	352.3	542.8	EBITDA/营业收入	29.6%	28.6%	22.1%	26.6%	27.2%
						EBIT/营业收入	25.1%	24.7%	14.9%	20.5%	22.5%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	190	188	367	313	232
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	流动资本周转天数	137	118	169	78	77
货币资金	784.8	692.9	502.6	709.9	999.1	流动资产周转天数	347	324	408	260	255
交易性金融资产	130.0	-	-	-	-	应收账款周转天数	102	94	87	40	41
应收账款	465.3	510.5	144.2	280.9	324.1	存货周转天数	78	66	97	44	41
应收票据	-	-	429.5	197.1	665.2	总资产周转天数	675	704	1,030	675	534
预付账款	20.0	14.9	1.4	1.8	3.0	投资资本周转天数	442	475	771	491	355
存货	303.6	378.9	345.4	117.8	488.7						
其他流动资产	20.5	29.3	9.9	9.4	8.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.3%	18.2%	7.7%	13.0%	16.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.9%	9.6%	4.9%	10.2%	12.0%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	21.7%	20.3%	6.2%	12.0%	23.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	778.5	1,170.6	1,584.9	1,728.0	1,735.3	销售费用率	4.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
在建工程	554.4	1,013.5	508.4	255.8	129.5	管理费用率	5.1%	5.3%	5.0%	5.3%	5.2%
无形资产	159.4	158.7	155.8	152.8	149.9	研发费用率	5.5%	5.9%	6.5%	5.6%	6.0%
其他非流动资产	28.3	69.7	7.9	4.7	3.4	财务费用率	2.2%	1.4%	-0.3%	-0.2%	-0.2%
资产总额	3,244.8	4,039.0	3,689.9	3,458.3	4,507.0	四费/营业收入	17.3%	14.7%	13.2%	12.7%	13.0%
短期债务	335.3	410.4	1,054.5	296.8	290.6	偿债能力					
应付账款	131.6	243.1	101.2	360.0	264.5	资产负债率	41.8%	47.1%	36.0%	21.5%	27.7%
应付票据	4.6	7.2	142.7	66.2	200.5	负债权益比	71.8%	89.1%	56.2%	27.4%	38.4%
其他流动负债	109.0	298.0	25.9	16.2	35.6	流动比率	2.97	1.70	1.08	1.78	3.15
长期借款	215.7	359.5	-	-	455.0	速动比率	2.45	1.30	0.82	1.62	2.53
其他非流动负债	559.5	585.4	3.6	4.7	3.7	利息保障倍数	11.22	17.77	-58.01	-86.10	-98.15
负债总额	1,355.8	1,903.6	1,327.9	743.9	1,249.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	0.20	0.20	-	-	-
股本	411.3	410.0	410.0	410.0	410.0	分红比率	28.1%	21.1%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,473.3	1,770.0	1,952.0	2,304.4	2,847.2	股息收益率	0.7%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1,889.0	2,135.4	2,362.0	2,714.4	3,257.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表											
(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E						
净利润	289.3	389.0	182.0	352.3	542.8	EPS(元)	0.71	0.95	0.44	0.86	1.32
加:折旧和摊销	65.5	76.3	97.0	115.7	125.1	BVPS(元)	4.61	5.21	5.76	6.62	7.94
资产减值准备	8.5	2.5	-	-	-	PE(X)	40.2	29.9	64.0	33.0	21.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.2	5.5	4.9	4.3	3.6
财务费用	26.4	17.7	-3.5	-4.5	-6.2	P/FCF	20.4	-307.1	-39.2	57.0	40.4
投资收益	-	-0.6	-	-	-	P/S	8.2	6.3	8.6	6.1	4.3
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	25.0	30.0	40.9	22.1	15.6
营运资金的变动	-146.6	-108.7	-60.9	500.2	-824.4	CAGR(%)	6.8%	11.8%	15.6%	6.8%	11.8%
经营活动产生现金流量	250.5	416.5	214.6	963.6	-162.5	PEG	5.9	2.5	4.1	4.9	1.8
投资活动产生现金流量	-624.3	-710.8	-3.2	-3.2	-3.2	ROIC/WACC	2.2	2.1	0.6	1.2	2.4
融资活动产生现金流量	778.9	254.4	-401.7	-753.1	455.0	REP	2.4	2.7	6.7	4.0	1.6

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系 ■■■

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034