



下游需求回暖, 中高端离型膜放量在即

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 下游 MLCC 厂家稼动率持续回升至 80%水平, 公司载带收入盈利在 24 年重回景气增长周期; 2) 膜材料 22 年收入 8700 万, 23 年预计 1.5 亿元, 同时韩日客户认证基本完成, 中高端替代放量在即, 第二成长曲线进入斜率上升期; 3) 全球智能手机出货量连续 2 季度同比正增长, 23Q3/23Q4 同比分别+13.4%, +8.5%; PC 出货量连续 3 季度降幅收窄, 23Q4 同比-2.7%, 预计消费电子出货量有望在 24 年全面实现正增长, 从而拉动公司载带、离型膜需求。
- 纸质载带+胶带: 下游 MLCC 封测需求回暖, 稼动率重回景气周期。** 1) 全球智能手机出货量 23Q3/23Q4 季度同比转正; PC 出货量同比降幅连续 3 季度收窄, 24 年有望转正。消费电子端的复苏, 叠加新能源车用电子需求持续提升, MLCC 等被动元器件封测材料需求重新进入景气周期。2) 公司纸带 22 年全球市占率约 67.4%, 毛利率稳定在 40%左右, 龙头护城河属性显著。3) 胶带为配套纸带使用, 与纸带业务协同性高, 预计将同步受益于下游需求回暖拉动。
- 塑料载带: 黑色载带占比提升, 市占率提升空间广阔。** 1) 公司自 18 年投产黑色载带后, 塑料载带整体毛利率稳步提升至 30%以上, 盈利能力大幅改善。2) 目前塑料载带市场份额基本为外资巨头占据, 公司 22 年市占率仅为 2%, 替代提升空间广阔。
- 离型膜: 韩日系头部客户放量在即, 中高端替代市场打开。** 1) 韩日系头部客户样品认证接近完成, 打开 200 多亿中高端替代市场。2) 离型膜占 MLCC 成本约 15%, 下游客户降本诉求强烈。3) 战略客户支持+PET 基膜自供+就近大客户布局生产, 整体战略打造离型膜第二成长曲线。公司目前是国内同业里较少拥有基膜涂布一体化生产能力的企业。4) 替代先发优势。公司是国内企业在 MLCC 离型膜中高端替代领域进展最快的企业, 已实质性完成和接近完成日韩头部客户的送样认证环节。相对比, 近年国内同行的业务重点大部分聚焦在偏光片离型膜和 OCA 离型膜上。按照行业特点, MLCC 头部厂家一旦选定离型膜供应商范围后, 其在短期新增或更换的可能性较小。相较于国内同行, 公司具备一定的先发优势。
- 盈利预测与投资建议。** 公司为被动元器件封装材料行业龙头, 纸带业务市占率超 60%, 综合竞争优势明显。24 年随着元器件需求复苏, 公司纸带业务稼动率重回 80%以上景气水平, 同时离型膜业务经过 6 年发展, 日韩客户有望在 24 年开启放量。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润将保持 44.6%的年均复合增长率, 给予公司 2024 年 35x PE, 对应市值 130.3 亿元, 对应目标价 30.10 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格大幅上涨风险, 下游需求恢复不及预期风险, 离型膜中高端导入不及预期风险。

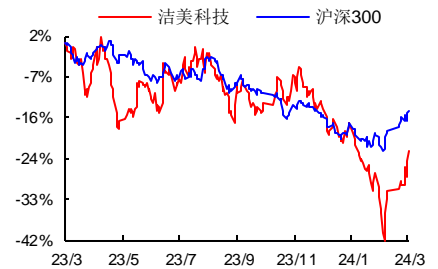
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,301.18	1,562.97	2,086.75	2,676.83
增长率	-30.10%	20.12%	33.51%	28.28%
归属母公司净利润(百万元)	165.87	246.99	373.08	538.66
增长率	-57.35%	48.91%	51.05%	44.38%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.57	0.86	1.24
净资产收益率 ROE	5.96%	8.17%	11.10%	13.81%
PE	68.85	36.80	24.36	16.87
PB	4.16	3.01	2.70	2.33

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 陈中亮
执业证号: S1250522070001
电话: 021-58351909
邮箱: czlyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.33
流通 A 股(亿股)	4.00
52 周内股价区间(元)	17.39-30.57
总市值(亿元)	101.58
总资产(亿元)	48.51
每股净资产(元)	6.50

相关研究

目 录

1 公司概况：被动元器件封装材料龙头	1
2 财务分析：纸带盈利稳定，高研发投入布局新业务	2
3 薄型载带：纸带份额稳固，塑料载带空间广阔	4
3.1 薄型载带需求主要受消费电子周期影响.....	6
3.2 竞争格局：纸带公司绝对龙头，塑料载带替代空间广阔.....	8
3.3 技术突破配合产能布局，筑牢载带业务长期竞争力.....	9
4 离型膜：国替战略启动增长新引擎	11
4.1 MLCC 离型膜市场需求.....	13
4.2 供给格局：日韩占据主导，国产替代可期.....	14
4.3 依托大客户战略资源，打造离型膜国替龙头.....	15
5 盈利预测与估值	17
5.1 盈利预测.....	17
5.2 相对估值.....	19
6 风险提示	19

图 目 录

图 1: 洁美科技发展历程.....	1
图 2: 公司产品应用示意图.....	1
图 3: 公司 2014-2023 前 3Q 营收及增速.....	2
图 4: 公司 2014-2023 前 3Q 归母净利润及增速.....	2
图 5: 公司 2017-2023H1 营业收入比重.....	3
图 6: 公司 2017-2022 新业务收入情况.....	3
图 7: 公司综合毛利率净利率情况.....	3
图 8: 公司分业务毛利率情况.....	3
图 9: 公司 2017-2022 年费用率情况.....	4
图 10: 2017-2022 年可比公司研发费用率.....	4
图 11: 薄型载带产品结构.....	4
图 12: 薄型载带下游应用示意图.....	4
图 13: 纸质载带生产成本结构.....	5
图 14: 塑料载带生产成本结构.....	5
图 15: 纸质载带产业链及主要公司.....	5
图 16: 塑料载带产业链及主要公司.....	5
图 17: 2021 年被动元器件产值结构.....	6
图 18: 2021 年 MLCC 电容下游应用结构.....	6
图 19: 全球消费电子出货量及增速.....	6
图 20: 消费电子主要品类产值占比 (2021 年).....	6
图 21: 全球智能手机和 PC 出货量季度同比.....	7
图 22: 中国智能手机和 PC 出货量季度同比.....	7
图 23: 2022 年全球纸质载带市场竞争格局.....	9
图 24: 2019 年全球载带 (含纸带/塑料载带) 市场竞争格局.....	9
图 25: 公司纸带毛利率和综合毛利率.....	10
图 26: 2018-2022 年公司塑料载带毛利率.....	11
图 27: 离型膜分类.....	11
图 28: 离型膜产品示意图.....	11
图 29: 离型膜生产流程.....	12
图 30: 离型膜产业链.....	12
图 31: 2018-2025E 全球 MLCC 市场规模 (按金额).....	13
图 32: 片式多层陶瓷电容器 (MLCC) 产品结构.....	13
图 33: 2021-2024E 全球 MLCC 市场需求 (按出货量).....	14
图 34: 2021 年 MLCC 离型膜全球市场竞争格局.....	15
图 35: MLCC 离型膜认证流程.....	15
图 36: 公司 MLCC 原厂大客户.....	16

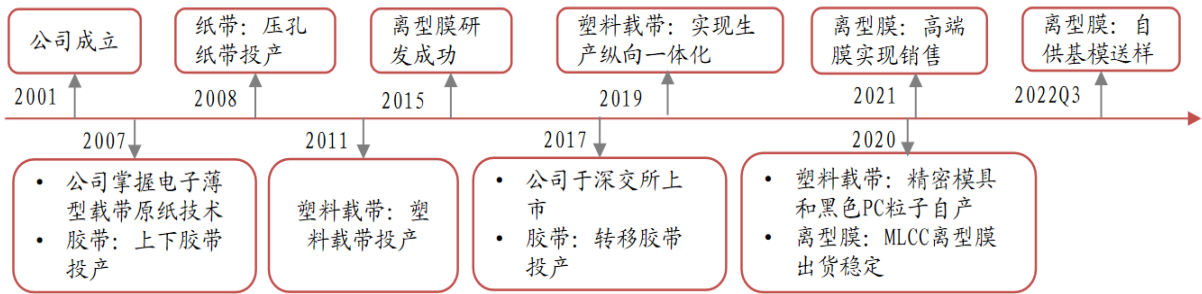
表 目 录

表 1: 公司主要产品.....	2
表 2: 薄型载带产品类别.....	5
表 3: 纸质载带市场规模空间测算.....	7
表 4: 塑料载带市场规模空间测算.....	8
表 5: 纸质载带主要厂家产品布局.....	9
表 6: 公司全球生产基地情况.....	10
表 7: 公司各产品现有产能(截至 2022 年报).....	10
表 8: 塑料载带市场主要厂家的产品布局.....	11
表 9: 2019-2024E 全球 MLCC 离型膜市场规模.....	14
表 10: 公司离型膜相关专利.....	16
表 11: 公司离型膜产能情况.....	17
表 12: 公司离型膜生产基地.....	17
表 13: 分业务收入及毛利率.....	18
表 14: 可比公司估值.....	19
附表: 财务预测与估值.....	20

1 公司概况：被动元器件封装材料龙头

主营业务：薄型载带+离型膜。公司为被动电子元器件封装材料供应商，成立于 2001 年，2017 年在深交所上市。成立伊始，公司就聚焦于被动电子元器件封装配套薄型载带产品，致力于为电子元器件企业提供薄型载带解决方案。目前，公司围绕下游需求研发了包括纸质载带、胶带、塑料载带、离型膜以及流延膜等主要产品。

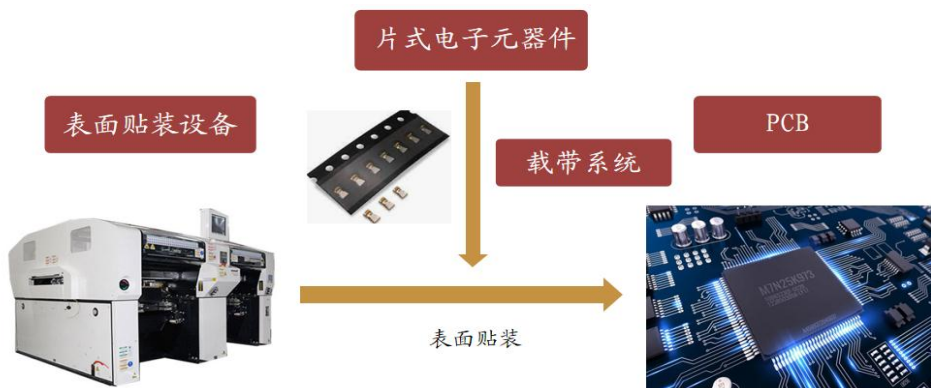
图 1：洁美科技发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

产业链纵横延伸，发挥聚合优势。公司定位于产业链上游，为下游电子元器件封装提供相关材料。受体量、技术等因素制约，同行业公司多局限于单一材料生产环节。多数公司或只生产纸质载带，或只提供胶带产品。业内公司的产品局限导致下游客户对“一站式封装材料”需求无法得到满足。对此，公司于纵向产业链延伸及横向扩品两维度布局。**纵向产业链方面**，公司探索纸质载带上游原纸生产，于 2007 年掌握了原纸研发技术，打破了外企对该领域的格局，实现了纸质载带的原纸自供；塑料载带方面，公司于 2020 年成功突破了“透明 PC 粒子生产黑色 PC 粒子”技术，实现了塑料载带关键原材料自供。**横向扩品方面**，公司近年来着力推进离型膜产品研发。目前，公司自制基膜的中、高粗糙度离型膜已获客户认可并实现量产，低粗糙度离型膜研发正加速推进。通过横纵双向发力，公司成为了国内唯一综合配套分切、打孔、压孔、胶带、塑料胶带、离型膜等产品的元器件封装材料企业，构建了一体化综合竞争力。

图 2：公司产品应用示意图



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

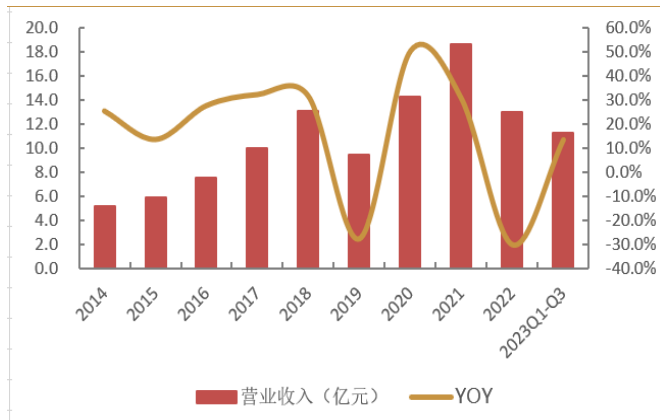
表 1：公司主要产品

分类方式	产品	产品描述
纸质载带	分切纸带	表面通过特殊施胶处理，能够有效抑制毛屑产生
	打孔纸带	采用精密烧毛处理技术，有效控制冲孔时毛屑产生；利用特殊模具，有效解决冲孔时纸屑回填问题
	冲孔纸带	在普通压孔纸带基础上加上中心圆孔，用于吸附和检测半导体元器件，有利于不带磁性的小型化半导体元器件产线上的封装测试
胶带	上、下胶带	上胶带由 PET 薄膜等构成，下胶带由薄纸等构成，二者都具有充分逸散静电的功能。不吸附元件，热封温度范围广，粘接力佳
塑料载带	PC 载带	主要应用于片式被动元件等领域。宽度规格有 8、12、16mm 等
	PS 载带	主要应用于片式分立器件、LED、集成电路等封装领域。宽度规格有 8、12、16mm 等
离型膜	离型膜	主要应用领域：陶瓷电容及射频元器件生产过程，可作为 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。PET 膜为基材，在其表面涂覆离型物质而成，剥离稳定性优良

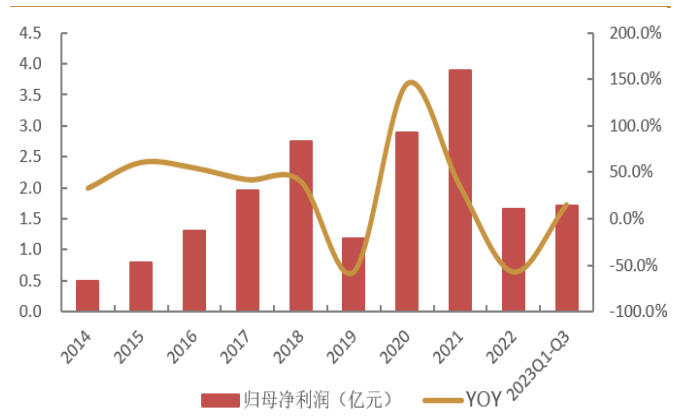
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 财务分析：纸带盈利稳定，高研发投入布局新业务

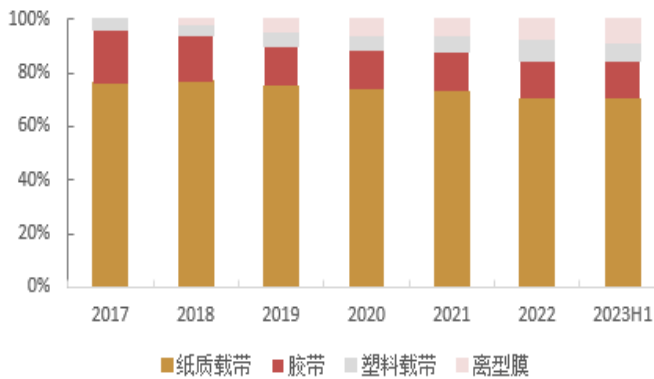
公司营收业绩总体快速增长，近年传统业务显周期性特征。上市以来，公司营收及业绩总体保持高速增长态势，唯二的下滑分别发生在 2019 和 2022 年。2019 年是 2018 年被动元器件行业贸易商囤积库存“炒货”导致第二年需求消化压力大增及消费电子周期低点叠加所致；2022 年受消费电子需求低迷及“新冠疫情”双重冲击影响，公司收入利润大幅下滑。总体来看，随着消费电子需求从高速增长进入周期性明显的成熟期，公司传统载带业务收入业绩也具备明显的周期性特征。收入结构上，自上市以来纸质载带业务收入始终占总营收规模的 70% 以上，为公司第一大业务。塑料载带与离型膜业务在近年公司的大力发展下，占比明显提升，2022 年两项业务的营收占比分别为 7.5%、6.7%。新业务占比的持续提升有望推动公司收入业绩换挡进入新增长通道。

图 3：公司 2014-2023 前 3Q 营收及增速


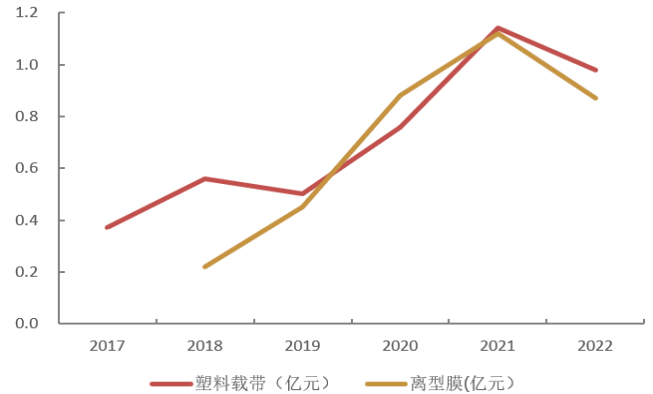
数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：公司 2014-2023 前 3Q 归母净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

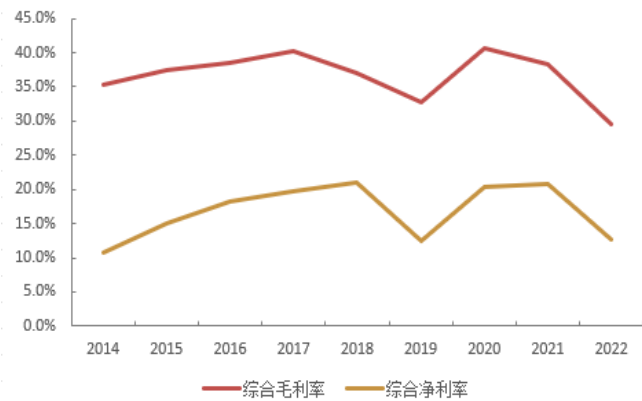
图 5：公司 2017-2023H1 营业收入比重


数据来源：Wind, 西南证券整理

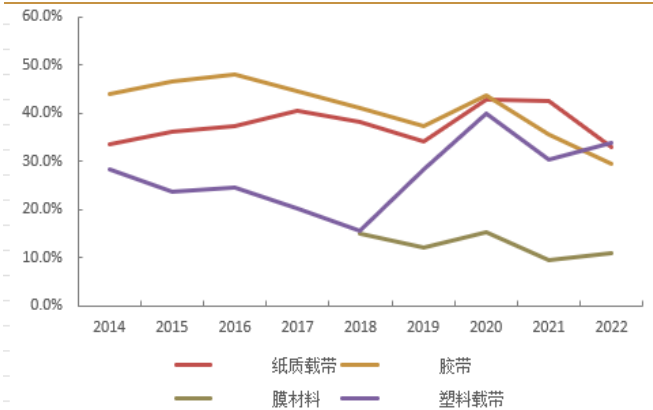
图 6：公司 2017-2022 新业务收入情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

纸带盈利能力较高，离型膜毛利率提升空间大。公司自 2017 年上市以来，其毛利率多数年份处于 37% 以上较高水平，这得益于纸质载带业务的高市场份额和高客户粘性。2019 和 2022 年毛利率下行较多，2019 年源于被动元器件贸易商投机炒货，囤积了过量库存，导致 2019 年作为耗材的纸带价格也大跌；2022 年则是因为“疫情”对宏观需求的重大冲击所致。其他业务方面，塑料载带业务从 2018 年开始毛利率显著提升，主要由于高毛利率的黑色 PC 载带成功投产。离型膜业务属于近年开拓的新业务，其市场还集中于中低端领域，毛利率偏低。未来随着公司中高端产品的陆续投放，其毛利率有较大提升空间。

图 7：公司综合毛利率净利率情况


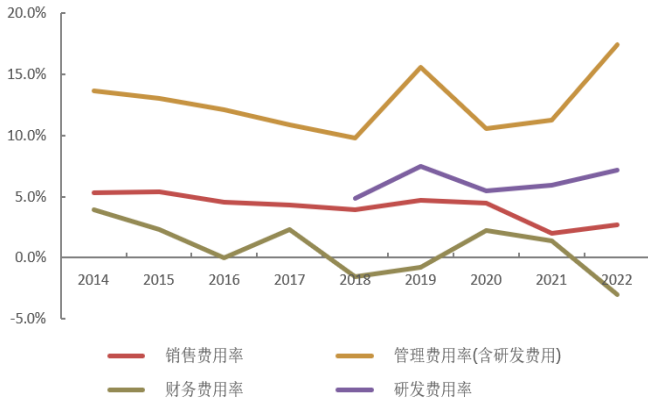
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司分业务毛利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

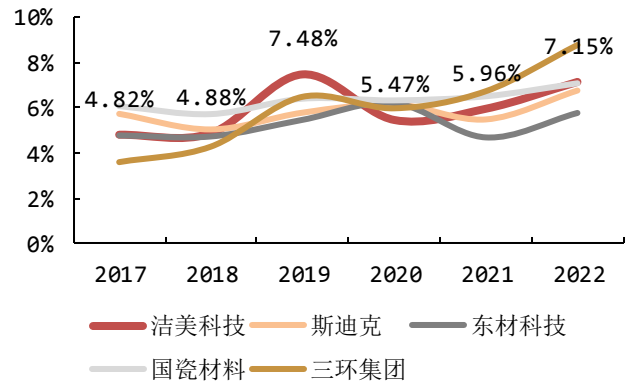
销售费用率稳步下降，高研发费用率推动新品落地。公司销售费用率近年有所下行，我们分析为下游客户关系稳定，随着销售规模的增长，销售费用率有所摊薄。管理费用率 2022 年有所上行，主要由于股权激励费用摊销所致。研发费用率方面，公司近年均保持在 5% 以上水平。从相关同业公司对比看，公司研发费用率依处在中等偏上水平，体现公司近年在推动新产品落地上持续研发投入的决心。

图 9：公司 2017-2022 年费用率情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 10：2017-2022 年可比公司研发费用率



数据来源：Wind, 西南证券整理

3 薄型载带：纸带份额稳固，塑料载带空间广阔

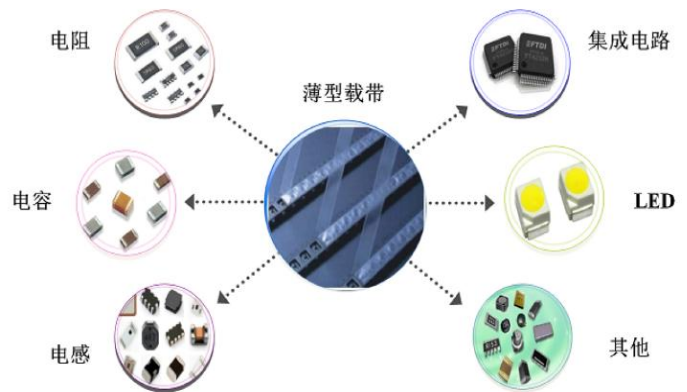
薄型载带是应用于电子元器件贴装的带状产品。载带具有特定的厚度，并且上面等距分布着用于盛放电子元器件的孔穴和电子元器件贴装时进行索引定位的定位孔。

图 11：薄型载带产品结构



数据来源：公司招股说明书, 西南证券整理

图 12：薄型载带下游应用示意图



数据来源：公司招股说明书, 西南证券整理

薄型载带主要应用于片式元器件的生产、运输和封装环节。具体来说，载带具有两方面的作用：一是对电子元器件进行规整、打包。电子元器件被承载在载带孔穴中，型腔配合盖带实现对电子元器件的密封，以保护电子元器件在运输过程中不受到污染损坏。二是提高元器件封装效率。因为电子元器件被放置于之间等距的载带孔穴中且对应了定位孔，因此在进入封装环节后，自动贴装设备能够通过索引空定位，将盛放于空穴中的元器件准确取出并安装至 PCB 电路板上，实现片式电子元器件自动化、高效化的封装。

按材质可分为纸质载带和塑料载带。纸带具有价格低、处理方便的优势，适用于厚度不超过 1mm 的片式元器件封装，主要应用于 RCL 等被动元器件。塑料载带则用于厚度较大，纸质载带弯曲度、厚度条件无法满足的使用场景，适用于主动元器件如集成电路、半导体产品以及厚度较大的被动元器件中。塑料载带产品又可分为黑色塑料载带和透明塑料载带。黑色载带因其良好的通电性能主要运用于高端电子元件如半导体市场，而透明塑料载带则主要运用于中低端市场。

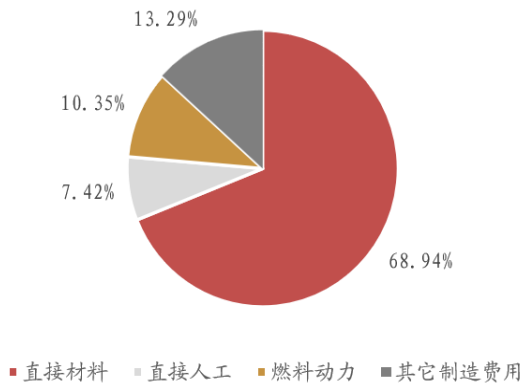
表 2：薄型载带产品类别

分类方式	产品种类
按宽度	8mm、12mm、16mm、24mm、32mm 等
按材质	纸质载带、塑料载带（黑色载带、透明载带）
按孔穴成型特点	压纹载带、冲压载带
按成型方式	间歇式、连续式
按抗静电功能	导电型、抗静电型、绝缘型

数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

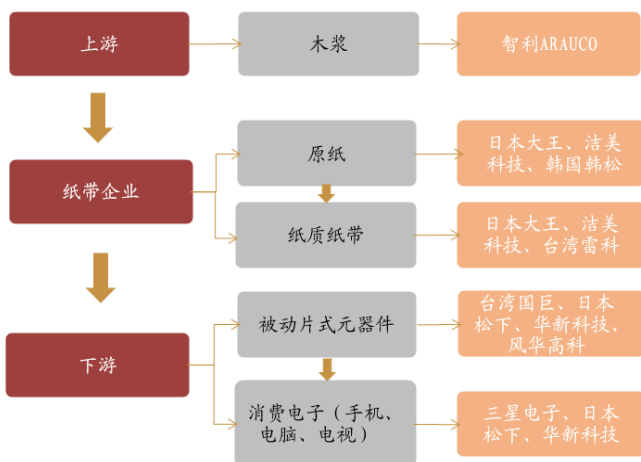
产业链：原材料成本占比较大，下游市场以电子行业为主。成本构成上，根据公司招股说明书提供的数据，纸质载带成本主要来源于直接材料如木浆，占总生产成本比重达 68.9%；塑料载带生产成本中塑料粒子则占据 63.5% 的份额。产业链结构上，纸质载带和塑料载带下游都为电子元器件行业。由于产品性质的不同，纸质载带主要应用于规模较小的被动电子元件中，终端为消费电子行业。而塑料载带由于较强的支撑性，主要由于大尺寸电子元器件，终端为半导体行业和消费电子行业。

图 13：纸质载带生产成本结构



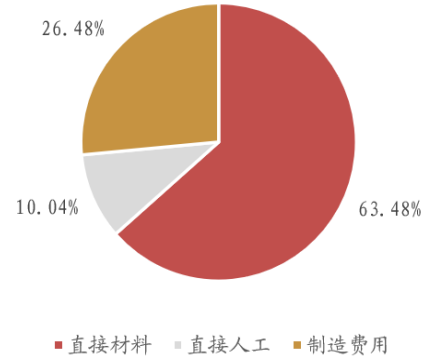
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 15：纸质载带产业链及主要公司



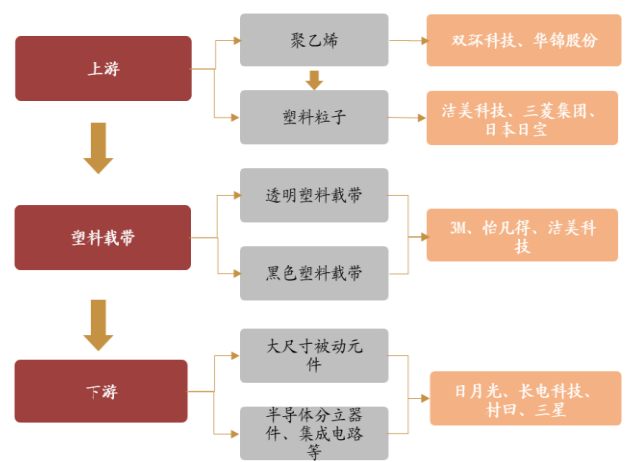
数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 14：塑料载带生产成本结构



数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

图 16：塑料载带产业链及主要公司

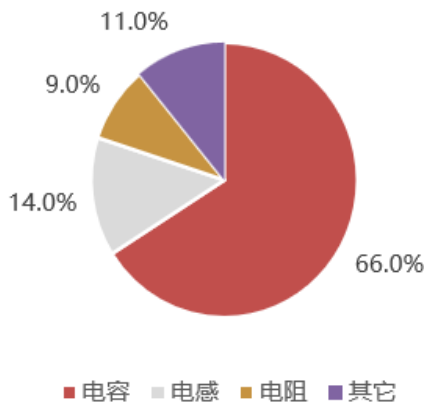


数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

3.1 薄型载带需求主要受消费电子周期影响

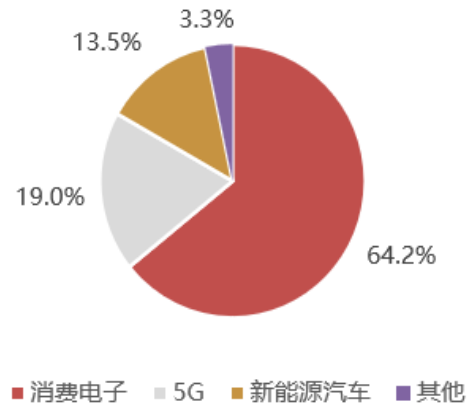
载带需求受消费电子周期主导，汽车电子占比持续提升。薄型载带主要用于被动电子元器件（电容、电阻、电感）的运输封装环节，其需求由被动元器件的出货量决定。而被动电子元器件里最大份额的电容，其中约 64.2% 的应用在消费电子领域。因此可以说，纸带材料的需求变化，当前主要由消费电子需求所主导。另一方面，随着新能源汽车出货量的提升，以及智能驾驶所需单车被动元器件的大幅提升，车用市场在被动元器件出货量的占比也会不断提升。

图 17：2021 年被动元器件产值结构



数据来源：ECIA，西南证券整理

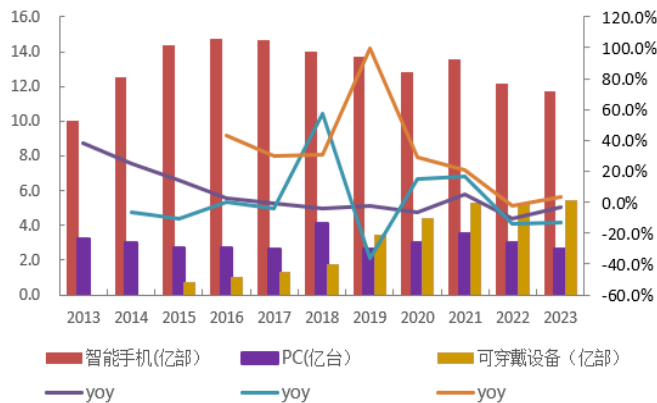
图 18：2021 年 MLCC 电容下游应用结构



数据来源：Reportlinker，西南证券整理

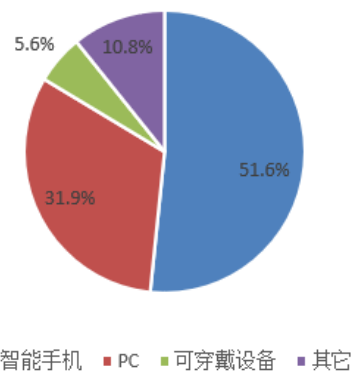
消费电子周期拐点已现，24 年有望重回正增长。依据 Marketus 数据，消费电子最重要的品类是手机和 PC，产值分别占消费电子整体的 51.6%、31.9%。其更新周期通常为 1-2 年，近年因技术创新放缓而有所拉长。上一轮景气周期的高点是 2021 年，到目前已经下行了 2 年多时间。依据 IDC 数据，全球智能手机出货量已经连续 2 个季度正增长，23 年 Q3 和 Q4 的季度同比增速分别为 13.4%、8.5%。PC 出货量单季度同比降幅已连续 3 个季度收窄，23Q4 同比-2.7%，24 年有望开启正增长。

图 19：全球消费电子出货量及增速

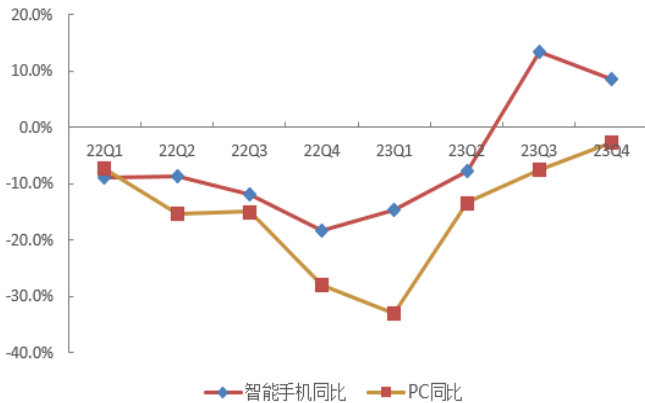


数据来源：IDC，西南证券整理

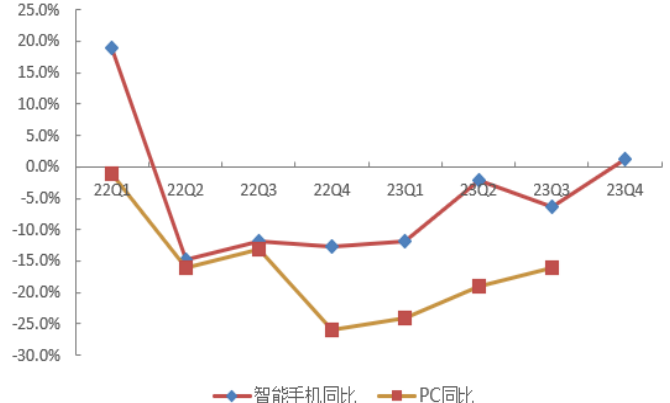
图 20：消费电子主要品类产值占比（2021 年）



数据来源：Market.us，西南证券整理

图 21：全球智能手机和 PC 出货量季度同比


数据来源：IDC，西南证券整理

图 22：中国智能手机和 PC 出货量季度同比


数据来源：ECIA，西南证券整理

估算 2023 年全球纸带市场规模为 19.5 亿元。依据 ECIA(电子元器件行业协会)数据，2023 年全球电子元器件出货量约为 11.1 亿颗，其中被动元器件大约占 90%，同时按照行业现状，假设目前片式化率为 93%，并维持到 2026 年。另依据公司招股说明书，我们假设纸带产品平均孔间距为 3mm，纸带均价为 0.07 元/米，由此可大致测算出 2023 年全球纸质载带市场规模约为 19.5 亿元。此外依据 Einpresswire 报告对全球元器件产量预测，我们测算到 2026 年全球纸带市场预计达到 23.6 亿元。

表 3：纸质载带市场规模空间测算

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
全球电子元件产量 (万亿颗)	8.70	11.10	10.88	11.10	11.82	12.59	13.41
被动元器件占比	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
全球被动元件产量 (万亿颗)	7.83	9.99	9.79	9.99	10.64	11.33	12.07
片式化率 (%)	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%
纸带平均孔间距 (mm)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
全球纸质载带需求量 (亿米)	218.46	278.72	273.15	278.72	296.84	316.13	336.68
纸质载带单价 (元/米)	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07
全球纸质载带市场规模 (亿元)	15.29	19.51	19.12	19.51	20.78	22.13	23.57

数据来源：ECIA，Einpresswire，公司招股说明书，西南证券整理

估算 2023 年全球塑料载带市场规模为 54.3 亿元。塑料载带主要应用于以半导体分立器件、集成电路、光电子器件为代表的电子元件中，因此我们选取三者每年的产量的加总以估算塑料载带总需求规模。依据中国半导体协会数据，2023 年我国类电子器合计出货量为 2.6 万亿颗。此外，依据 Euromonitor 数据，2020 年我国电子元器件产量占全球比例约为 51%，考虑到 2020/2021 年海外电子元器件需求量出现过一轮景气增长(疫情居家办公拉动)，我们假设到 2021-2023 年，中国出货量占比分别为 54%/55%/57%。据此反推 2023 年全球三类元器件产量约为 4.5 万亿颗。按照公司招股说明书中披露的数据，我们假设 8mm 作为塑料载带的平均孔间距，0.15 元/米为塑料载带的均价。据此我们测算 2023 年国内塑料载带市场规模为 31.0 亿元；全球塑料载带市场规模为 54.3 亿元。2024E-2026E，半导体分立器件产量依照尚普咨询预测为 CAGR4.2%；光电子器件产量依照 Fortune Business Insights 预测为 CAGR6.7%；集成电路产量依照 IC Insights 预测为 CAGR7.1%。同时，由于地缘政治和

全球电子产业链格局变动趋势,我们假设未来三年我国元器件出货量全球占比 57% 维持不变,预计到 2026 年我国塑料载带市场规模为 36.9 亿元,全球塑料载带市场规模为 64.7 亿元。

表 4: 塑料载带市场规模空间测算

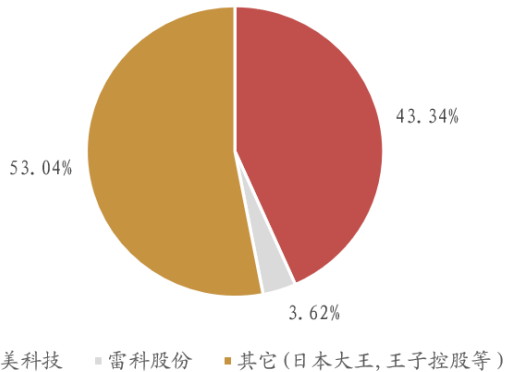
	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
国内半导体分立器件产量 (万亿颗)	0.73	0.79	0.78	0.79	0.82	0.86	0.89
国内光电子器件产量 (万亿颗)	0.97	1.23	1.08	1.44	1.53	1.64	1.75
国内集成电路出货量 (万亿颗)	0.26	0.36	0.32	0.35	0.38	0.40	0.43
合计出货量 (万亿颗)	1.96	2.38	2.18	2.58	2.73	2.90	3.07
国内电子元件产量占全球比重	51.0%	54.0%	55.0%	57.0%	57.0%	57.0%	57.0%
估算全球出货量 (万亿颗)	3.85	4.41	3.97	4.53	4.80	5.08	5.39
孔间距 (mm)	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00	8.00
国内塑料载带需求量 (亿米)	157.08	190.47	174.76	206.36	218.72	231.85	245.79
全球塑料载带需求量 (亿米)	308.01	352.72	317.75	362.03	383.71	406.75	431.22
塑料载带单价 (元/米)	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15
国内塑料载带市场规模 (亿元)	23.56	28.57	26.21	30.95	32.81	34.78	36.87
全球塑料载带市场规模 (亿元)	46.20	52.91	47.66	54.30	57.56	61.01	64.68

数据来源: 国家统计局, 中国半导体协会, IC Insights, Fortune Business Insights, Euromonitor, 尚普咨询, 公司招股说明书, 西南证券整理

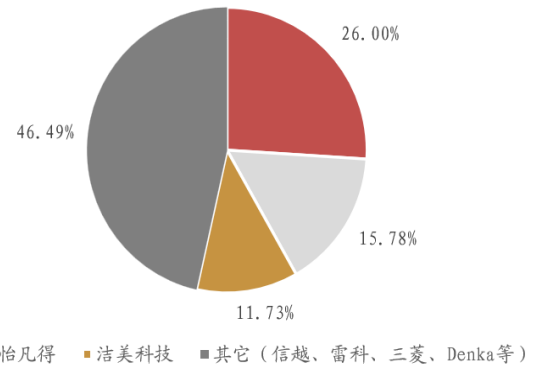
3.2 竞争格局: 纸带公司绝对龙头, 塑料载带替代空间广阔

纸带集中度高, 公司龙头地位稳固。纸质载带属于较为小型的细分市场, 其当前规模在 20 亿元左右。依据咨询机构 Valuates Reports 及台湾雷科股份年报数据测算, 2022 公司全球市占率约 43.3% 的市场份额; 雷科股份约占 5% 左右的份额。其他厂家如日本大王、王子造纸、韩国韩松等占据剩余的市场份额。纸带市场的高集中度主要由几个原因导致: 1) 下游绝大部分需求来自于 MLCC, 其集中度也很高, 村田、三星、国巨等厂家占据了绝大部分份额; 2) 纸带占 MLCC 生产成本约 15%, 下游客户的价格敏感性高, 客观上有利于公司以成本优势替代海外同行产品; 3) 公司打通了原纸生产、涂布打孔等全产业链, 大幅降低了综合成本; 4) MLCC 产业链持续向中国转移, 客观上有利于公司的国产替代战略。

塑料载带外资企业主导, 替代空间较大。塑料载带下游可以分为两部分, 高端的是大型半导体元器件厂商, 以外资客户为主, 如英飞凌、德州仪器、安森美等, 其需求占据了塑料载带大部分产值。高端市场用的黑色载带由于客户巨头众多, 载带成本占比低, 价格敏感性低, 对性能要求高等因素, 导致塑料载带市场被 3M、怡凡得等外资巨头占据。中低端市场用透明塑料载带, 下游面对的是 LED 照明等普通工业领域, 制造门槛不高, 国产小企业较多, 价格竞争激烈。依据 Digibuz Market Research 数据, 2019 年全球载带市场 (包含纸带和塑料载带) 市占率前三分别为 3M (26.0%)、怡凡得 (15.8%)、洁美科技 (11.7%)。由于塑料载带市场规模约为纸带的 2 倍多, 同时 2019 年公司纸带营收还只有 7 亿元, 故导致在整体载带市场上, 公司市占率数据偏低。另一方面, 我们也可看出在塑料载带市场, 3M 和怡凡得 (没有纸带业务) 处于绝对领先低位, 公司在此领域的市场率还有很大的提升空间。

图 23：2022 年全球纸质载带市场竞争格局


数据来源：Valuates Reports, 雷科股份年报, 西南证券整理

图 24：2019 年全球载带（含纸带/塑料载带）市场竞争格局


数据来源：Digibuz Market Research, 西南证券整理

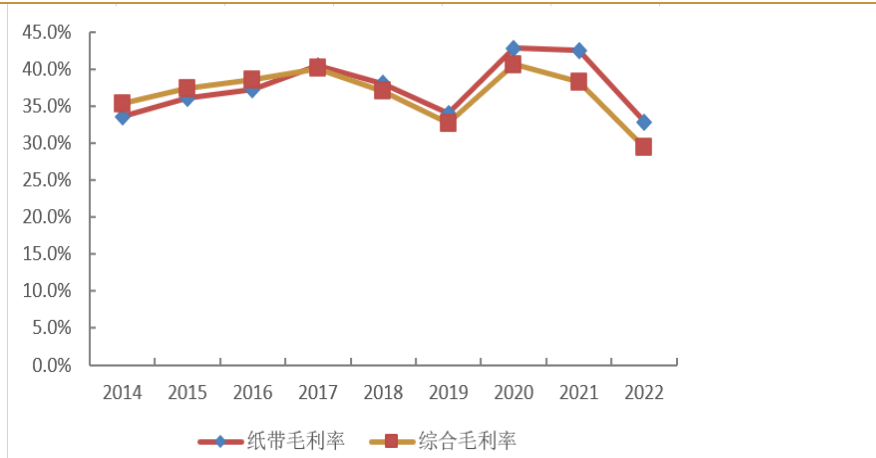
3.3 技术突破配合产能布局，筑牢载带业务长期竞争力

全链条生产，确保纸带品质成本领先。为保证电子元件在运输封装过程不受污染损坏，纸带原纸需要满足防水防潮、防静电、硬挺度适中等要求，其工艺门槛较高。公司早期采用进口原纸，再进行涂布打孔等后道工序的模式，毛利率偏低，原纸供应稳定性也较差。公司 2007 年实现了原纸生产的技术突破，打破了外资企业在此领域的垄断。目前，公司是全球唯一拥有从原纸生产、纸带加工到配套胶带一体化生产的企业。产业链一体化使公司实现了对纸带质量、成本的有效控制，增加了定制化产品生产的便利性，提升了产品竞争力。自上市以来，公司纸带业务毛利率保持在 35%-40% 水平。高性价比产品不仅使公司占据了过半的市场份额，同时也确立了“现金牛”业务角色，为公司其他业务扩张提供了长期稳定支持。

表 5：纸质载带主要厂家产品布局

公司名称	原纸	纸带及后端加工	胶带
洁美科技	√	√	√
雷科股份		√	√
日本大王	√		
韩国韩松	√	√	

数据来源：公司可转债募集说明书, 西南证券整理

图 25：公司纸带毛利率和综合毛利率


数据来源：Wind，西南证券整理

就近客户布局产能，提升供应链效率。截至目前，公司已有 6 大生产基地，分别布局在天津、浙江湖州、江西抚州、广东肇庆以及马来西亚吉隆坡。6 大基地的选址都是临近大客户的制造工厂，就近布局战略使得公司能快速响应客户需求、缩短供货时间、减少客户库存成本，综合提升了作为供应链厂商的效率。截至 2022 年年报，公司披露的在建工程还有湖州产业园年产 6 万吨片式电子元器件封装薄型纸质载带项目（三期）以及华南产研基地载带和离型膜项目等。持续完善的全球产能布局有望进一步提升公司为战略大客户的供应链优势，拓宽业务竞争力的护城河。

表 6：公司全球生产基地情况

基地名称	城市	产品	供应大客户
安吉经开区基地	浙江湖州	离型膜、纸带、胶带、塑料载带	村田无锡，苏州国巨，太诱常州，TDK 苏州
安吉梅溪临港工业基地	浙江湖州	电子专用原纸、分切纸带、打孔纸带	村田无锡，苏州国巨，太诱常州，TDK 苏州
宜黄六里铺工业园基地	江西抚州	电子专用原纸、分切纸带、打孔纸带	风华，三环
华北地区产研总部基地	天津市	4.8 亿 m ² 离型膜，2 万吨 BOPET 基膜	三星天津
华南地区产研总部基地	广东肇庆	2 亿 m ² 离型膜，200 万卷纸带、胶带、塑料载带	太诱东莞，TDK 珠海，风华，三环
马来西亚基地	吉隆坡	打孔纸带	村田，太诱，三星

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 7：公司各产品现有产能(截至 2022 年报)

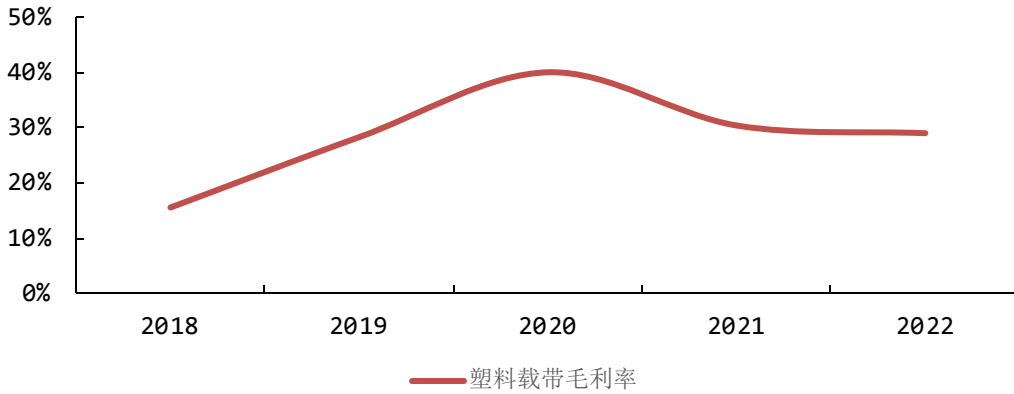
产品	现有产能
纸质载带（万卷/年）	900
上下胶带（万卷/年）	420
塑料胶带（万卷/年）	120
离型膜（亿平方米/年）	3.4

数据来源：公司公告，西南证券整理

黑色 PC 粒子技术突破，打开塑料载带份额提升空间。塑料载带根据性能差异可分为应用于中低端电子元件的透明载带和应用用于半导体领域的黑色载带。其中，黑色载带生产由于有更高的技术复杂度，因此长期以来一直被国外厂商技术垄断。2017 年公司实现了高端黑色 PC 粒子的技术突破，2018 年正式投产。公司塑料载带毛利率由 15.5% 大幅提升至 28.3%。

目前，公司已成为全球中唯一一家拥有从上游塑料粒子到下游盖带全链路产品生产的一体化企业。此外，依据上文所述，公司 2022 年在塑料载带市场份额仅为 4% 左右，对比纸带业务超过 60% 的市占率，公司塑料载带业务市占率提升空间依旧广阔。

图 26：2018-2022 年公司塑料载带毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

表 8：塑料载带市场主要厂家的产品布局

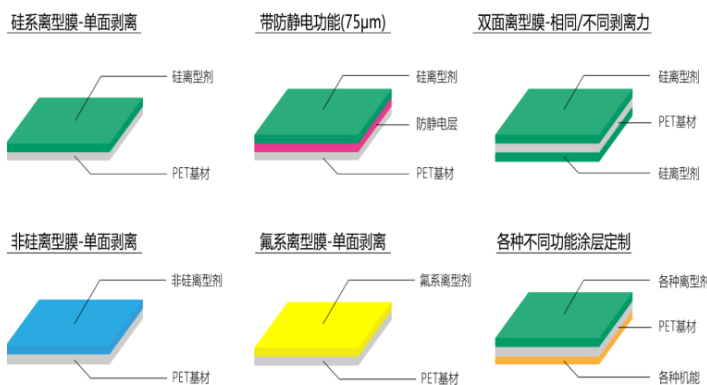
公司名称	塑料粒子	塑料载带	盖带
洁美科技	√	√	√
3M		√	
三菱集团	√		
日本日宝	√	√	

数据来源：公司可转债募集说明书，西南证券整理

4 离型膜：国替战略启动增长新引擎

MLCC 离型膜为目前主打产品。离型膜是对表层薄膜涂敷离型剂后使其具有离型力的塑料薄膜。根据基材不同，离型膜可分为 PET、PE、BOPP、复合离型膜等。公司目前主要产品为 MLCC 离型膜，以及研发中的偏光片离型膜、OCA 离型膜。

图 27：离型膜分类



数据来源：赛诺世贸易官网，西南证券整理

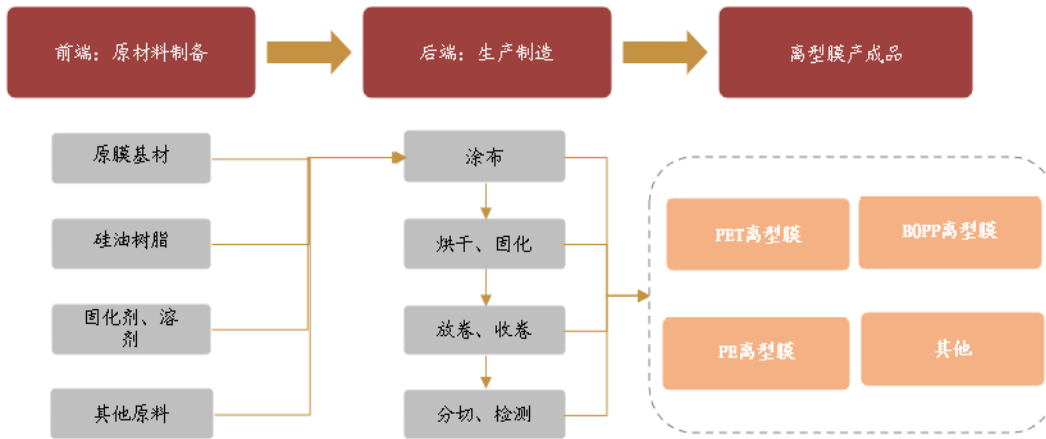
图 28：离型膜产品示意图



数据来源：公司官网，西南证券整理

生成流程：基膜制备为核心环节。生产流程中，基膜拉制是决定产品质量的关键环节，基膜质量决定了离型膜的洁净度、平整度水平，而之后的涂布环节均匀性则决定了导电性、粗糙度等指标。对比来看，基膜制备的技术难度要高于涂布工序。

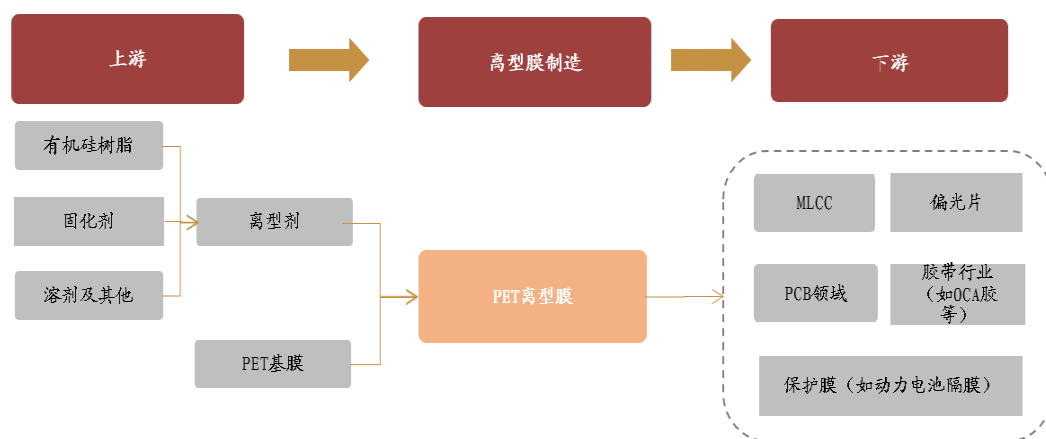
图 29：离型膜生产流程



数据来源：模切之家，西南证券整理

产业链：上下游企业较强势，膜企处价格接受者角色。离型膜上游原材料包括有机硅离型剂和 PET 粒子。离型剂主要由外资厂商提供，包括道康宁、瓦克、信越等；PET 粒子则由大型化工企业提供，如恒逸石化、荣盛石化等。下游客户则主要为 MLCC 厂商，国内如三环、风华、国巨等，日韩客户如村田、三星、太阳诱电等。上游原材料企业基本为大型综合化工巨头，议价权上较为强势，而下游客户集中度亦较高，综合来看，离型膜企业在产业链上的议价权较弱，属于价格的被动接受者。此外，由于离型膜在 MLCC 成本占比不低，故近年来 MLCC 企业对于离型膜降本诉求也日渐增加。

图 30：离型膜产业链

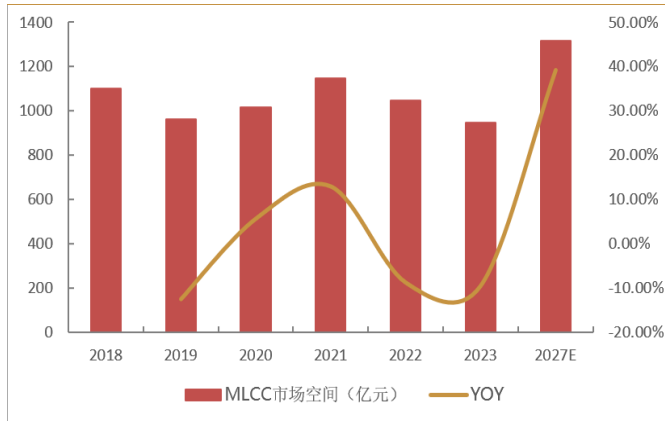


数据来源：模切之家，西南证券整理

4.1 MLCC 离型膜市场需求

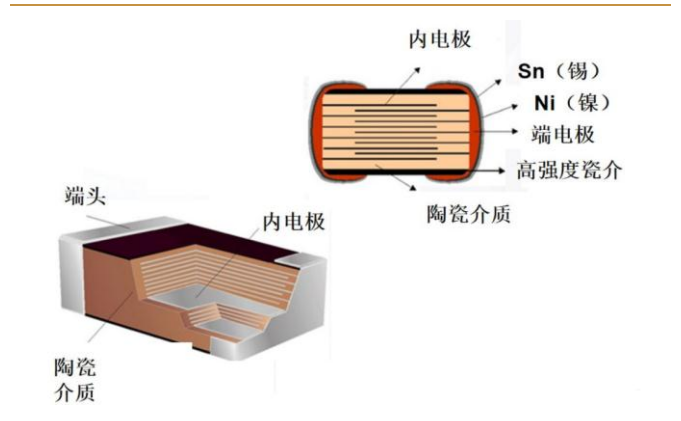
全球 MLCC 市场持续增长，离型膜需求水涨船高。片式多层陶瓷电容器 (MLCC) 是由印好内电极的陶瓷介质膜片以错位的方式叠合，经过一次性高温烧结而成的陶瓷芯片，再在芯片两端封上金属层 (外电极)，从而形成一个类似独石的结构体。因其主要具有小尺寸、大容量、高精度等优点，顺应了消费电子小型轻量化的趋势，近年发展迅速。根据中国电子元件协会数据，2022 年全球 MLCC 市场规模为 1046 亿元，预计 2027 年达到 1317 亿元，2023-2027 年 5 年 CAGR 为 4.7%。

图 31：2018-2025E 全球 MLCC 市场规模 (按金额)



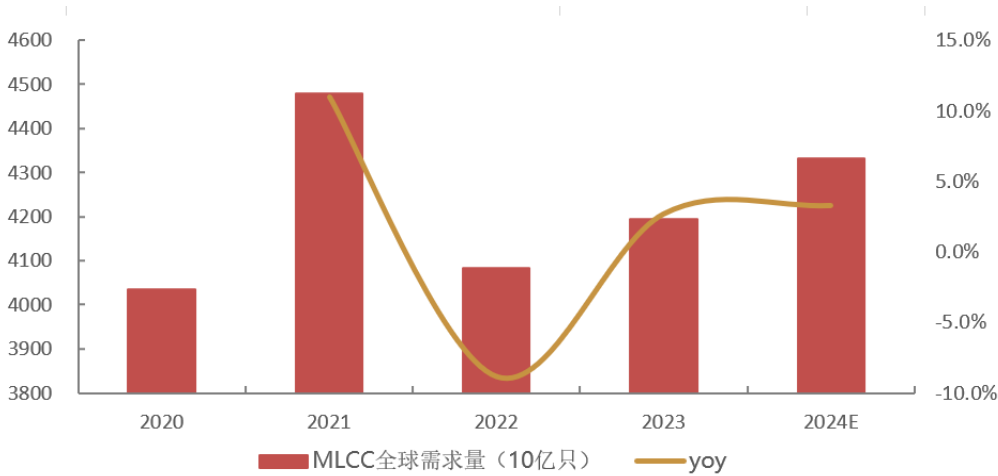
数据来源：中国电子元件协会, 中商产业研究院, 西南证券整理

图 32：片式多层陶瓷电容器 (MLCC) 产品结构



数据来源：智研咨询, 西南证券整理

“车规级”与“5G”孕育需求新增量。在“电动化、智能化”趋势下，对电容有更大需求量的新能源车市场有望带领 MLCC 行业进入新一轮上升周期。根据 Paumanok 数据，纯电动车的单车 MLCC 用量约 18000 颗，为传统燃油车的 6 倍。随着电动车的普及，日本村田预测 2025 年车用 MLCC 需求量约是 2019 年的 1.7 倍，达 7000 亿颗。此外，5G 及 5G 基站普及率上升驱动微精被动元件发展。根据工信部“十四五”规划，2025 年我国 5G 用户普及率预达 56.0%，同比 Ookla 公布的 2021 年 20.1% 的普及率还需提升 36pp。结合 2021 年我国 14.1 亿人口以及 GFK 调查的 5G 机型 706 美元均价计算，在 4G 向 5G 过渡中，我国能够产生近 3591 亿美元的增量市场。除此之外，5G 基站的高密集组网、全频谱接入以及苛刻的环境要求也对被动元件的品质提出了要求。新能源汽车及 5G 技术普及逐步推动小型、高容的高品质被动电子元器件产品，未来有望需求端从汽车和消费电子两方切入，共同促进以 MLCC 为主的被动元器件市场规模扩大。根据 Trendforce 预测，2024 年全球 MLCC 需求量预计将达 4.3 万亿只。

图 33：2021-2024E 全球 MLCC 市场需求（按出货量）


数据来源：Trendforce，西南证券整理

2022 年全球 MLCC 离型膜市场规模约 306.23 亿元。根据 Trendforce 数据，2022 年全球 MLCC 出货量约为 4.08 亿片，同比下滑 8.9%。结构上看，高端主要被日韩企业主导，其产品最高可叠至 1000 层，而国内厂商的产品层数则限于 300-500 层水平区间。我们选取 500 层作为全球 MLCC 产品的平均层数，并以单层 MLCC 面积 5 平方毫米为均值，离型膜 3 元/平方米为均价对市场规模进行测算。据此测算，预计 2024 年，MLCC 离型膜市场需求有望达到 108.3 亿平方米，对应 324.83 亿元的全球市场规模。

表 9：2019-2024E 全球 MLCC 离型膜市场规模

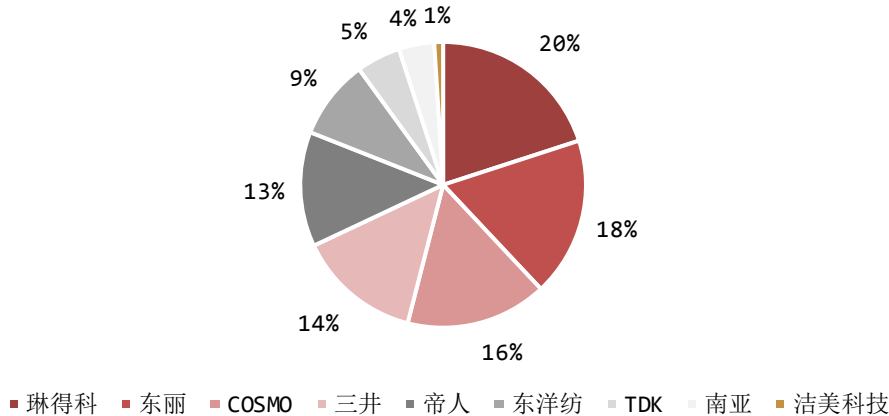
	2020	2021	2022	2023E	2024E
全球 MLCC 销量 (万亿只)	4.04	4.48	4.08	4.19	4.33
MLCC 层数	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
单层 MLCC 消耗的离型膜面积 (平方毫米)	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00
全球 MLCC 离型膜产量 (亿平方米)	100.90	112.00	102.08	104.83	108.28
离型膜单价 (元/平方米)	3.00	3.00	3.00	3.00	3.00
全球 MLCC 离型膜市场规模 (亿元)	302.70	336.00	306.23	314.48	324.83

数据来源：Trendforce，公司招股说明书，西南证券整理

4.2 供给格局：日韩占据主导，国产替代可期

日韩企业约占 95% 市场份额。离型膜应用于 MLCC 流延环节，其静电逸散性能、洁净度以及平整度等都会影响到 MLCC 成品性能，因此 MLCC 厂商特别是高端厂商对离型膜具有很高的性能品质要求。根据 Paumanok 数据，2022 年全球 MLCC 离型膜市场十大主要公司中前 8 家都为外资品牌，合计占比约 95%。

图 34：2021 年 MLCC 离型膜全球市场竞争格局



数据来源：Github, Reliable Research, 西南证券整理

国产替代机遇期。对于我国 MLCC 离型膜生产企业而言，当前是中高端国产替代的战略机遇期，主要原因包括两个方面：1) 疫情三年的供应链频繁中断，促使日韩 MLCC 巨头考虑中国工厂原材料本地化供应，以保证供应链及时顺畅；2) 本轮近 3 年的需求底部，促使 MLCC 企业有更多的降本动力。

4.3 依托大客户战略资源，打造离型膜国替龙头

客户优势：载带同源客户群，赋能离型膜业务延伸。MLCC 原厂既是载带的主要用户，也是离型膜的主要客户。同源客户群使得公司在纸带产品的客户优势得以赋能离型膜业务。同时，MLCC 离型膜产品的认证环节需要客户高配合度才有望完成。由于规格品类及技术参数繁多，其认证环节需要客户持续提供反馈数据，并基于此改进样品，从而走完认证全流程。两相特征结合，使得公司拥有其他想进军离型膜国产替代厂家所不具备的客户优势。

图 35：MLCC 离型膜认证流程



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 36：公司 MLCC 原厂大客户


数据来源：公司官网，西南证券整理

技术实力：从涂布到基膜，由易到难积累技术 know-how。 公司从 2017 年正式开始进军 MLCC 离型膜领域，前期以外购 pet 基膜，做涂布加工销售的模式开始，逐步积累技术 know-how。2021 年 9 月，公司第一条年产 18000 吨 BOPET 基膜项目投产，实现了基膜+涂布的一体化生产。技术人才方面，公司专门聘请了日本专家作为 BOPET 膜技术顾问，对公司相关研发生产工作做指导。依据公司可转债募集说明书不完全披露，截至 2020 年底，公司在离型膜领域已获得专利 5 项。生产设备方面，公司主要从日本和韩国进口，包括宽幅、超宽幅离型膜涂布设备，BOPET 基膜拉伸设备等。

表 10：公司离型膜相关专利

产品领域	核心技术	相关专利
光学级 BOPET 膜	熔融挤出、精密过滤技术；在线涂布技术；双向拉伸技术；精密洁净生产技术等	一种 BOPET 基膜的生产工艺及其所制得的 BOPET 基膜。
离型膜	离型膜配方技术；精密涂布技术；洁净生产技术等	一种用于 MLCC 流延的离型膜 (201410441611X)；一种高密度着性防静电离型膜 (2014104411506)；一种片式元器件制程用离型膜的制造方法及其制得的离型膜 (2017104376012, 同时申请的日、韩、台湾专利已获得授权)；一种离型剂、含有该离型剂的非硅离型膜及其制造方法 (2019103129318)

数据来源：公司公告，西南证券整理

产能布局：就近大客户配套，增强供应链优势。 公司 2015 年开始离型膜涂布生产，截至 23 年底已建成 3 亿 m² 涂布线产能，另有 6.8 亿 m² 在建；2022 年开始 BOPET 基膜生产，截至 23 年底已建成 1.8 万吨，约合 3.6 亿 m² 产能，另有 2 万吨，约合 4 亿 m² 产能在建。基地选择上，目前公司布局的三个基地是浙江安吉、广东肇庆和天津市，分别毗邻头部大客户的生产基地：无锡村田+常州太诱、广东国巨、和天津三星。地理距离上的就近供货具备多方面优势：1) 提升供货效率，降低客户的原材料库存成本；2) 降低运输成本；3) 降低服务响应时间。

表 11：公司离型膜产能情况

产线类型	现有产能	在建产能
BOPET 基膜	一期 1.8 万吨，约合 3.6 亿 m ²	二期 2 万吨，4 亿 m ²
离型膜涂布线	3 亿 m ²	肇庆 2 亿 m ² ，天津 4.8 亿 m ² ，预计 2025 年会有 2.4 亿 m ² 投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

表 12：公司离型膜生产基地

名称	城市	产品
安吉经开区基地	浙江湖州	2 亿 m ² 离型膜涂布已投产
华北地区产研总部基地	天津市	在建 4.8 亿 m ² 离型膜涂布，2 万吨 BOPET 基膜
华南地区产研总部基地	广东肇庆	规划 2 亿 m ² 离型膜涂布，1 亿 m ² 已投产

数据来源：公司公告，西南证券整理

MLCC 离型膜替代先发优势。 公司是目前国内企业在 MLCC 中高端替代领域进展最快的企业，已实质性完成和接近完成日韩头部客户的送样认证环节。相对比，近年国内同行公告进军离型膜国产替代领域的企业，其业务重点大部分聚焦在偏光片离型膜和 OCA 离型膜上。按照行业特点，MLCC 头部厂家一旦选定离型膜供应商范围后，其在短期新增或更换的可能性较小。相较于国内同行，公司具备一定的先发优势。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：纸质载带业务受下游电子元器件出货回暖拉动，预计 23 年营收及毛利率正式进入上行周期，预计纸带业务 2023-2025 年销量分别为 466.06 万卷、587.27 万卷、692.98 万卷。受益于稼动率的提升，公司毛利率也将逐步修复，预计 2023-2025 年毛利率分别为 39.0%、42.0%、42.0%。

假设 2：胶带产品是配套纸带使用，从历史数据看，其收入增速及毛利率水平基本与纸带业务同步。我们预计胶带业务 2023-2025 年销售量分别为 175.9 万卷、221.7 万卷、261.6 万卷，毛利率分别为 37.0%、38.0%、38.0%。

假设 3：塑料载带包括透明载带和黑色载带。透明载带受益于消费电子元器件出货量的复苏，黑色载带公司将稳步扩大其载半导体市场份额。预计 2023-2025 年塑料载带销售量分别为 60.89 万卷、77.07 万卷、99.15 万卷。同时，由于高毛利率的黑色载带的收入占比预计将不断提升，从而提升整体塑料载带业务毛利率，预计 2023-2025 年塑料载带毛利率分别为 37.0%、40.0%、40.0%。

假设 4：膜材料作为公司近年重点打造的第二成长曲线，其替代市场空间广阔。随着公司在韩日中高端客户市场完成离型膜送样认证，2023 年有望开启中高端产品放量。预计膜材料 2023-2025 年销售量分别为 8,346.9 万平、15,815.2 万平米、27,353.9 万平米。离型膜中高端品毛利率 40%-50%，低端品毛利率在 15% 左右。预计公司中高端品在 24 年开始放量，其收入占比将不断提升，预计其毛利率水平将持续提升。基于此，预计 2023-2025 年膜材料毛利率分别为 13.0%、20.0%、30.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 13：分业务收入及毛利率

百万元		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
纸质载带	收入	1037.16	1335.11	841.12	1015.56	1279.70	1510.04
	增速	47.84%	28.73%	-37.00%	20.79%	26.01%	18.00%
	成本	600.67	766.49	564.24	619.49	742.22	875.83
	毛利率	42.09%	42.59%	32.89%	39.00%	42.00%	42.00%
胶带	收入	206.42	265.87	167.38	202.18	254.76	300.62
	增速	50.44%	28.80%	-37.00%	20.79%	26.01%	18.00%
	成本	116.11	171.25	118.15	127.37	157.95	186.38
	毛利率	43.75%	35.59%	29.41%	37.00%	38.00%	38.00%
塑料载带	收入	75.73	113.76	97.98	112.68	146.48	190.42
	增速	52.37%	50.22%	-13.90%	15.00%	30.00%	30.00%
	成本	45.41	79.18	64.70	70.99	87.89	114.25
	毛利率	40.04%	30.40%	33.96%	37.00%	40.00%	40.00%
膜材料	收入	88.25	111.78	87.30	150.37	300.74	547.54
	增速	95.37%	26.66%	-21.90%	72.10%	100.00%	82.06%
	成本	74.78	101.34	77.78	130.82	240.59	383.28
	毛利率	15.26%	9.34%	10.98%	13.00%	20.00%	30.00%
IC 托盘	收入			17.57	17.74	21.29	27.68
	增速				1.00%	20.00%	30.00%
	成本			14.79	15.08	18.10	23.53
	毛利率			15.82%	15.00%	15.00%	15.00%
其他业务	收入	17.88	34.89	89.84	64.44	83.78	100.53
	增速	20.00%	95.13%	157.95%	-28.50%	30.00%	20.00%
	成本	8.86	30.84	78.26	78.37	56.07	72.89
	毛利率	50.47%	11.61%	13.05%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入	1425.43	1861.41	1301.18	1562.97	2086.75	2676.83
	增速	50.28%	30.59%	-30.10%	20.12%	33.51%	28.28%
	成本	845.83	1149.09	903.37	1019.82	1319.64	1670.73
	毛利率	40.66%	38.27%	29.45%	34.75%	36.76%	37.59%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 15.6 亿元 (+20.1%)、20.9 亿元 (+33.5%) 和 26.8 亿元 (+28.3%)，归母净利润分别为 2.5 亿元 (+48.9%)、3.7 亿元 (+51.1%)、5.4 亿元 (+44.4%)，EPS 分别为 0.57 元、0.86 元、1.24 元，对应 PE 分别为 37 倍、24 倍、17 倍。

5.2 相对估值

公司主营业务主要包括纸质载带、塑料载带、以及 MLCC 离型膜。三类业务下游主要客户群为 MLCC 制造厂商，基于此我们选取博迁新材（MLCC 金属粉末供应商）、国瓷材料（MLCC 陶瓷材料供应商）以及风华高科（MLCC 制造厂商）3 家产业链企业作为可比公司，2023/2024 年 3 家公司平均 PE 为 70x/28x。洁美科技未来最大看点有四个：1) 下游 MLCC 厂家稼动率持续回升至八成水平，公司载带收入盈利有望在 24 年重回景气高点；2) 膜材料 22 年收入 8700 万，23 年预计 1.5 亿元，同时韩日客户认证基本完成，中高端替代放量在即，第二成长曲线进入斜率上升期；3) 完善全球产能基地布局，持续提升一体化材料供应链竞争力；4) 塑料载带业务市占率提升空间广阔，行业需求回暖背景下，公司塑料载带特别是黑色载带市占率有望持续增加。

离型膜市场空间约为 300 多亿元，而日韩两大头部客户占市场总需求的一半以上，公司经过 6 年培育，现已成为国内唯一完成两大客户认证的材料企业。考虑到离型膜的替代潜力、公司产品优势、以及大客户降本意愿，我们认为离型膜的中高端放量将为公司开启新一轮业绩增长周期。1) 考虑到离型膜业务的优势和确定性，我们认为公司具备领先于 3 家可比公司的业绩弹性，结合可比公司 2024E 平均 PE 28x，给予公司 2024 年 35x PE。2) 目标估值合理性：3 家可比公司 2023E-2025E 的 EPS 复合年均增速分别为 33.75%、17.62%、28.46%，对应 PEG 分别为 0.85、1.90、0.79，平均 PEG 为 1.18。洁美科技 2023E-2025E 的 EPS 复合年均增速为 44.63%，在给予 2024 年 35x PE 情况下，对应 PEG 为 0.78，远小于可比公司均值，目标估值具备合理性。基于以上，我们给予公司 2024 年 35x PE，对应市值 130.3 亿元，对应目标价 30.10 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 14：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
000636.SZ	风华高科	12.65	0.28	0.23	0.44	0.67	45	55	29	19
605376.SH	博迁新材	20.80	0.59	0.17	0.62	0.96	35	122	34	22
300285.SZ	国瓷材料	19.00	0.50	0.63	0.84	1.06	56	32	23	18
平均值							45	70	28	19

数据来源：Wind，西南证券整理

6 风险提示

1) **上游原材料价格持续上涨风险。**若上游原材料价格持续上涨，长期会挤压公司盈利空间，降低公司的盈利水平。

2) **下游需求回复不及预期风险。**受宏观经济形势影响，消费电子元器件需求具有相对不确定性。

3) **离型膜中高端导入不及预期风险。**公司在离型膜业务上投入较多，如中高端大客户导入不及预期，会对公司当期业绩造成拖累。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,301.18	1,562.97	2,086.75	2,676.83	净利润	165.87	246.99	373.08	538.66
营业成本	918.04	1,019.82	1,319.64	1,670.73	折旧与摊销	117.30	147.73	158.36	164.40
营业税金及附加	7.14	8.57	11.45	14.68	财务费用	-4.64	48.40	42.60	41.55
销售费用	34.76	28.60	41.73	53.54	资产减值损失	8.97	8.10	-0.90	-0.90
管理费用	134.31	117.22	156.51	200.76	经营营运资本变动	73.33	-37.91	-179.14	-202.94
财务费用	-39.64	15.83	17.48	10.27	其他	-9.35	20.29	1.00	1.00
资产减值损失	-17.04	-0.10	-0.10	-0.10	经营活动现金流净额	351.49	433.60	395.00	541.77
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-530.18	-208.96	-86.86	-86.86
公允价值变动损益	20.00	0.00	0.00	0.00	其他	-27.00	-42.08	-4.00	-4.00
其他经营损益	12.80	15.32	20.45	26.23	投资活动现金流净额	-557.18	-251.04	-90.86	-90.86
营业利润	177.96	281.67	429.82	620.15	短期借款	186.13	-220.00	-20.00	-20.00
其他非经营损益	-1.65	-1.00	-1.00	-1.00	长期借款	-5.63	-2.00	-2.00	-2.00
利润总额	176.32	280.67	428.82	619.15	股权融资	480.00	-12.90	-34.07	0.00
所得税	10.45	33.68	55.75	80.49	支付股利	-127.38	-48.40	-42.60	-41.55
净利润	165.87	246.99	373.08	538.66	其他	29.63	-155.36	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	562.75	-438.67	-98.67	-63.55
归属母公司股东净利润	165.87	246.99	373.08	538.66	现金流量净额	399.06	-248.26	205.47	387.36
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,085.66	837.40	1,042.87	1,430.23	成长能力				
应收和预付款项	364.89	429.12	576.00	741.55	销售收入增长率	-30.10%	20.12%	33.51%	28.28%
存货	362.75	334.17	432.35	547.33	营业利润增长率	-59.47%	58.28%	52.60%	44.28%
其他流动资产	25.67	30.67	35.67	40.67	净利润增长率	-57.35%	48.91%	51.05%	44.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-53.70%	76.25%	36.11%	31.28%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	2,615.37	2,656.23	2,566.87	2,472.47	毛利率	29.45%	34.75%	36.76%	37.59%
无形资产和开发支出	192.33	188.83	185.83	182.83	三费率	9.95%	10.34%	10.34%	9.88%
其他非流动资产	59.05	33.83	33.83	33.83	净利率	12.75%	15.80%	17.88%	20.12%
资产总计	4,808.93	4,690.85	5,080.52	5,681.84	ROE	5.96%	8.17%	11.10%	13.81%
短期借款	596.54	376.54	356.54	336.54	ROA	3.45%	5.27%	7.34%	9.48%
应付和预收款项	176.31	175.64	227.27	287.74	ROIC	2.87%	6.06%	8.40%	10.66%
长期借款	353.83	351.83	349.83	347.83	EBITDA/销售收入	19.37%	28.42%	28.98%	29.66%
其他负债	900.98	764.63	785.66	809.86	营运能力				
负债合计	2,027.66	1,668.63	1,719.30	1,781.96	总资产周转率	0.29	0.33	0.43	0.50
股本	434.26	432.82	432.82	432.82	固定资产周转率	0.81	0.71	0.87	1.11
资本公积	974.13	962.67	962.67	962.67	应收账款周转率	3.05	4.08	4.30	4.20
留存收益	1,322.78	1,577.62	1,950.70	2,489.35	存货周转率	2.48	2.93	3.44	3.41
归属母公司股东权益	2,781.27	3,022.22	3,361.22	3,899.88	销售商品提供劳务收到现金/营业收入				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	2,781.27	3,022.22	3,361.22	3,899.88	资产负债率	42.16%	35.57%	33.84%	31.36%
负债和股东权益合计	4,808.93	4,690.85	5,080.52	5,681.84	带息债务/总负债	80.50%	76.82%	73.28%	69.46%
					流动比率	1.89	2.57	3.03	3.67
					速动比率	1.48	1.97	2.33	2.86
					股利支付率	26.09%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	252.05	444.24	604.67	793.82	每股收益	0.41	0.57	0.86	1.24
PE	68.85	36.80	24.36	16.87	每股净资产	6.78	6.96	7.74	8.98
PB	4.16	3.01	2.70	2.33	每股经营现金	0.86	1.00	0.91	1.25
PS	8.90	5.82	4.36	3.40	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	48.09	21.46	15.39	11.21					
股息率	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（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，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（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 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旻	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
