

评级：买入（维持）

市场价格：19.75 元/股

分析师：王芳

执业证书编号：S0740521120002

Email: wangfang02@zts.com.cn

分析师：杨旭

执业证书编号：S0740521120001

Email: yangxu01@zts.com.cn

分析师：刘博文

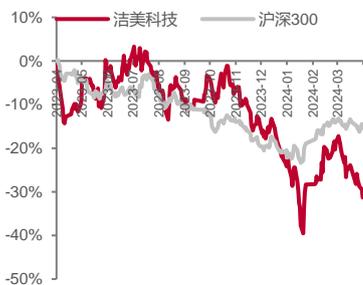
执业证书编号：S0740524030001

Email: liubw@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	433
流通股本(百万股)	400
市价(元)	19.75
市值(百万元)	8,548
流通市值(百万元)	7,891

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《洁美科技深度报告：走过周期传统业务复苏，高端离型膜再造新成长曲线》

《洁美科技：22Q4 已出现复苏迹象，持续关注复苏力度及新品拓展进度》

《洁美科技：主业进一步复苏，持续关注新品拓展进度》

《洁美科技：上半年业绩亮眼，新品放量未来增长可期》

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,301	1,572	2,044	2,667	3,556
增长率 yoy%	-30%	21%	30%	30%	33%
净利润(百万元)	166	256	336	443	570
增长率 yoy%	-57%	54%	32%	32%	29%
每股收益(元)	0.38	0.59	0.78	1.02	1.32
每股现金流量	0.81	0.55	1.12	0.98	1.18
净资产收益率	6%	9%	10%	12%	14%
P/E	51.5	33.4	25.4	19.3	15.0
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1

备注：股价更新于 2024 年 4 月 16 日，每股指标按照最新股本数全面摊薄

投资要点

■ 事件概述

公司发布 2023 年年报，23 年收入 15.72 亿元，yoy+20.83%，归母净利润 2.56 亿元，yoy+54.11%，扣非归母净利润 2.55 亿元，yoy+73.18%，毛利率 35.82%，yoy+6.37pct，净利率 16.26%，yoy+3.51pct。

经测算，23Q4 营收 4.46 亿元，yoy+44.37%，qoq+7.73%，归母净利润 0.83 亿元，yoy+416.85%，qoq+15.28%，扣非归母净利润 0.84 亿元，yoy+1674.4%，qoq+16.67%，毛利率 35.95%，yoy+9.01pct，qoq-4.25pct，净利率 18.66%，yoy+13.45pct，qoq+1.23pct。

■ 各业务发展态势良好，后续增长动力足

1) 电子封装薄型载带主要包括纸质载带和塑料载带，2023 年实现收入 11.53 亿元，同比增长 22.84%，毛利率 40.52%，同比提升 7.52pct；纸质载带公司持续保持高品质和较高市占率，公司第五条电子专用原纸生产线项目加快推进，完成设备安装，于 2023 年 12 月开始试生产；在塑料载带领域，公司实现了精密模具和原材料黑色塑料粒子及片材的自主生产，部分客户已经切换使用公司自产黑色 PC 粒子及自制的片材。此外，公司加强了半导体封测领域客户的开拓并取得了突破性进展，业务发展势头良好；新增了精密小尺寸产品生产设备和滚轮机生产线，目前公司拥有各类塑料载带生产线 80 余条，产能进一步提升。2) 电子封装胶带主要包含上下胶带和盖带，2023 年实现收入 2.2 亿元，同比增长 31.33%，毛利率 38.39%，同比提升 8.98pct；为了配合电子专用原纸的扩产，公司也积极扩充胶带产能，“年产 420 万卷电子元器件封装专用胶带扩产项目”按计划顺利推进，新增生产线已陆续投产，目前年产能已达 325 万卷；3) 电子级薄膜材料主要包含离型膜和流延膜，实现营收 1.3 亿元，同比增长 48.38%，离型膜领域公司已成功开发出 MLCC 离型膜低粗糙度产品及中高端偏光片离型膜，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，同时在韩日系大客户推进顺利。其中，日系客户村田处于小批量试用阶段，预计后续逐步增量；韩系客户三星主要测试流程已基本完成，已经取得小批量订单，下一步争取进入逐步放量供货阶段；流延膜公司目前处于满产状态，公司已成为国内主要的铝塑膜客户合作伙伴，光电显示用流延膜已逐步导入一线品牌客户；另一方面，公司对光电显示用流延膜工艺技术进行了持续改进，产品已逐步导入下游客户。公司流延膜二期项目稳步推进，预计 2024 年二季度完成安装调试并进入试生产，项目达产后公司流延膜总产能将实现翻倍，达到年产 6000 吨。

■ 主业景气度高，持续关注后续新品放量进度

1) 公司主业纸质载带和胶带业务和下游 MLCC 景气度息息相关，目前 MLCC 厂商处于高稼动率状态，预计后续随着下游需求进一步回暖，MLCC 稼动率有望进一步提升，届时公司主业稼动率将进一步回升；2) 预计离型膜市场空间超 200 亿，公司目前在国内外客户已可以稳定供货，并实现了日韩客户的突破，显著打开公司营收天花板。

■ 投资建议

考虑到外围环境波动及需求的不确定性，我们下调公司 2024/2025/2026 年归母净利润预期为 3.36/4.43/5.7 亿元（此前 2024/2025 年归母净利润为 4.49/6.91 亿元），按照 2024/4/16 收盘价 19.75 元/股，PE 为 25/19/15 倍，维持“买入”评级。

■ 风险提示

新建产能不及预期，下游需求不及预期、市场开拓不及预期、外围环境波动风险、年报信息更新不及时风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	570	613	800	1,067	营业收入	1,572	2,044	2,667	3,556
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,009	1,292	1,677	2,237
应收账款	507	544	709	946	税金及附加	25	32	32	43
预付账款	24	30	39	52	销售费用	32	41	53	82
存货	393	439	570	761	管理费用	138	170	213	302
合同资产	0	0	0	0	研发费用	93	123	160	213
其他流动资产	80	204	236	282	财务费用	-13	37	39	75
流动资产合计	1,574	1,831	2,355	3,107	信用减值损失	-8	-5	-10	-5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-5	-10	-5
长期股权投资	22	22	22	22	公允价值变动收益	0	15	15	15
固定资产	2,708	2,663	2,871	3,117	投资收益	-1	3	2	10
在建工程	457	757	807	807	其他收益	8	15	5	15
无形资产	243	258	262	266	营业利润	286	373	495	634
其他非流动资产	148	148	147	147	营业外收入	1	10	10	15
非流动资产合计	3,578	3,847	4,109	4,358	营业外支出	2	1	1	1
资产合计	5,151	5,678	6,464	7,466	利润总额	285	382	504	648
短期借款	462	403	460	540	所得税	29	46	61	78
应付票据	0	0	0	0	净利润	256	336	443	570
应付账款	295	377	490	653	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	256	336	443	570
合同负债	1	2	2	3	NOPLAT	244	369	477	637
其他应付款	5	5	5	5	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.78	1.02	1.32
一年内到期的非流动负债	56	56	56	56					
其他流动负债	73	84	99	130	主要财务比率				
流动负债合计	893	927	1,113	1,388	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	597	840	1,083	1,326	成长能力				
应付债券	553	553	553	553	营业收入增长率	20.8%	30.0%	30.5%	33.3%
其他非流动负债	130	130	130	130	EBIT增长率	99.1%	54.0%	29.5%	33.3%
非流动负债合计	1,280	1,523	1,766	2,009	归母公司净利润增长率	54.1%	31.5%	31.9%	28.7%
负债合计	2,173	2,450	2,879	3,397	获利能力				
归属母公司所有者权益	2,979	3,228	3,585	4,069	毛利率	35.8%	36.8%	37.1%	37.1%
少数股东权益	0	0	0	0	净利率	16.3%	16.4%	16.6%	16.0%
所有者权益合计	2,979	3,228	3,585	4,069	ROE	8.6%	10.4%	12.4%	14.0%
负债和股东权益	5,151	5,678	6,464	7,466	ROIC	5.9%	8.3%	9.5%	11.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	42.2%	43.2%	44.5%	45.5%
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	债务权益比	60.4%	61.4%	63.7%	64.0%
经营活动现金流	239	486	425	512	流动比率	1.8	2.0	2.1	2.2
现金收益	378	525	652	827	速动比率	1.3	1.5	1.6	1.7
存货影响	-30	-47	-131	-190	营运能力				
经营性应收影响	-165	-38	-165	-245	总资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5
经营性应付影响	118	83	112	164	应收账款周转天数	98	93	85	84
其他影响	-63	-37	-44	-44	应付账款周转天数	80	94	93	92
投资活动现金流	-668	-503	-414	-406	存货周转天数	135	116	108	107
资本支出	-735	-422	-432	-432	每股指标(元)				
股权投资	-22	0	0	0	每股收益	0.59	0.78	1.02	1.32
其他长期资产变化	89	-81	18	26	每股经营现金流	0.55	1.12	0.98	1.18
融资活动现金流	-97	60	176	161	每股净资产	6.88	7.46	8.28	9.40
借款增加	37	183	301	323	估值比率				
股利及利息支付	-83	-185	-236	-297	P/E	33	25	19	15
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	-51	62	111	135	EV/EBITDA	86	61	49	39

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，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）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。