

2025 年 02 月 20 日

全球纸质载带龙头，离型膜放量叠加并购柔震切入复合集流体领域，开启全新增长曲线

洁美科技(002859) 首次覆盖

全球电子元器件封装耗材一站式供应商。

公司主营业务为电子元器件行业配套材料的研发、生产和销售，主要产品为薄型载带（包括纸质载带、塑料载带）、上下胶带、离型膜、流延膜、芯片承载盘（IC-tray 盘）等，广泛应用于集成电路、片式电子元器件、半导体、光电显示领域及新能源领域，能够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。

► 纸质载带龙头地位稳固，塑料载带持续导入新客户

1) 纸质载带：公司自主研发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，实现产业链一体化布局，目前与韩国三星、日本村田、国巨电子、风华高科等全球头部厂商达成紧密合作，保持较高的市场占有率。2) 塑料载带：公司复制纸质载带的成长路径，实现关键原材料黑色 PC 粒子及片材自产，显著提升产品盈利能力。目前正逐步导入半导体封测领域相关客户，未来有望实现逐步放量。

► 布局高端离型膜市场，打造第二成长曲线

离型膜是 MLCC 流延成型步骤必备耗材，占 MLCC 成本约 10-20%。并且离型膜对于基膜、离型剂、加工工艺等均有较高的要求，因此具有较高技术壁垒，目前高端市场主要由日韩美企业主导。目前公司已成功开发出 MLCC 离型膜低粗糙度产品，并实现了向国巨、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并进入小批量供货阶段。随着后续高端离型膜逐步放量，有望打开第二成长曲线。

► 并购柔震科技，延伸拓展薄膜材料业务

2024 年 12 月 31 日，公司发布公告完成对柔震科技 56.8334% 股权的收购。

柔震科技专注于聚合物基金属复合膜材料的研发与生产，该产品可以取代传统金属铝箔和铜箔作为锂离子电池的集流体使用，帮助电池提高能量密度的同时大幅度提高其安全性能，在汽车、家庭服务机器人、无人机等场景中，优势较为显著。目前，柔震已与国内外头部电池企业及终端客户开展深度合作，且是部分锂电池客户复合铝箔的唯一批量供应商，其开发的复合铝箔集流体通过核心客户的验证，并已获得批量订单。

洁美科技拥有先进的 BOPET 薄膜生产线，其中薄型 BOPET 是柔震科技的主要产品复合铝箔集流体的原材料。因此，洁美的

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	20.99
股票代码：	002859
52 周最高价/最低价：	23.95/15.45
总市值(亿)	90.45
自由流通市值(亿)	85.13
自由流通股数(百万)	405.59



分析师：单慧伟

邮箱：shanhw@hx168.com.cn

SAC NO: S1120524120004

联系电话：

联系人：陈天然

邮箱：chentn1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

相关研究

BOPET 薄膜业务与柔震科技的主营业务具备较强的产业链协同性。本次收购不仅可以进一步带动洁美在超薄型 BOPET 薄膜产品领域的研究与开发，延伸公司薄膜表面处理技术，使公司的涂布技术平台更加完善，持续提升公司的创新能力；同时，继 CPP 流延膜（用于锂电池软包用铝塑膜的主要原料）之后，公司进一步拓展了新能源材料领域的产品范围，有助于公司持续丰富产品体系，优化业务布局，增强公司在新能源材料领域的研发和创新能力。

投资建议

我们预计 2024-26 年营业收入分别为 18.50、23.21、30.33 亿元，同比+17.69%、+25.45%、+30.66%；归母净利润分别为 2.35、3.50、5.00 亿元，同比-8.06%、+48.88%、+42.89%；EPS 分别为 0.55、0.81、1.16 元。2025 年 2 月 20 日股价为 20.99 元，对应 PE 分别为 38.49x、25.85x、18.09x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

下游需求恢复不及预期风险；新业务拓展不及预期风险；新增产能释放不及预期风险

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,301	1,572	1,850	2,321	3,033
YoY (%)	-30.1%	20.8%	17.7%	25.4%	30.7%
归母净利润(百万元)	166	256	235	350	500
YoY (%)	-57.4%	54.1%	-8.1%	48.9%	42.9%
毛利率 (%)	29.4%	35.8%	35.9%	35.7%	35.4%
每股收益 (元)	0.41	0.59	0.55	0.81	1.16
ROE	6.0%	8.6%	7.7%	10.5%	13.4%
市盈率	51.20	35.58	38.49	25.85	18.09

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 全球纸质载带龙头，膜材料打造新增长点	4
2. 盈利预测与估值	4
2.1. 盈利预测	4
2.2. 相对估值	5
3. 风险提示	6

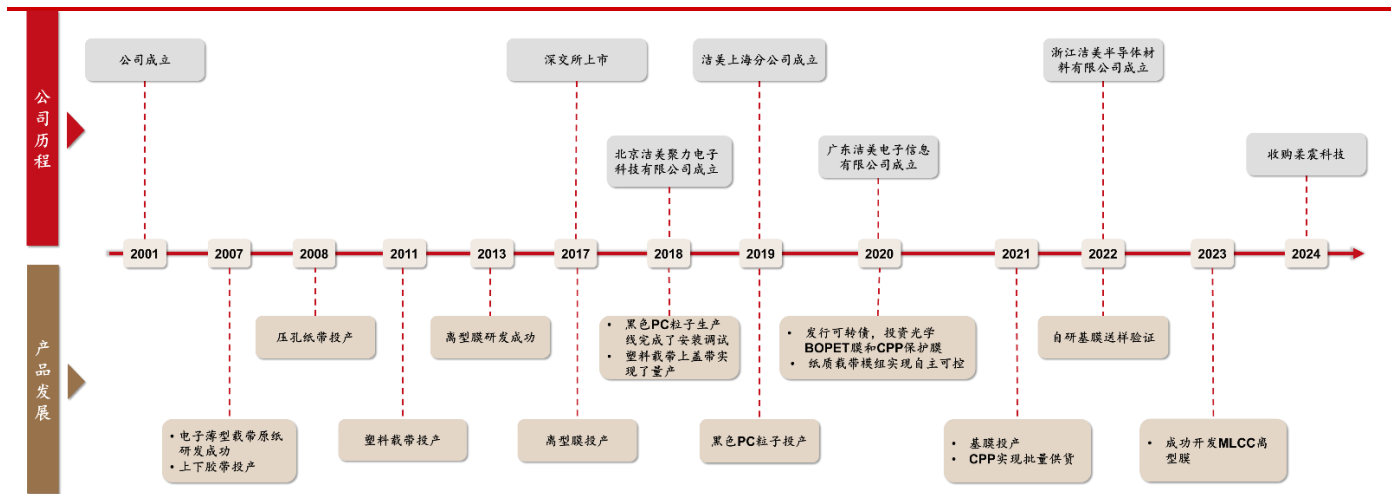
图表目录

图 1 公司发展历史	4
表 1 主营业务预测	5
表 2 可比公司 Wind 一致预期	5

1. 全球纸质载带龙头，膜材料打造新增长点

公司是全球电子元器件封装耗材一站式供应商。洁美科技成立于 2001 年，2017 年在深交所挂牌上市。公司主营业务为电子元器件行业配套材料的研发、生产和销售，主要产品为薄型载带（包括纸质载带、塑料载带）、上下胶带、离型膜、流延膜、芯片承载盘（IC-tray 盘）等，广泛应用于集成电路、片式电子元器件、半导体、光电显示领域及新能源领域。目前，洁美拥有从电子专用原纸制造到纸质载带加工销售、塑料载带粒子一体化成型及光学级 BOPET 基膜到离型膜涂布成型的完整产业链，能够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。

图 1 公司发展历史



资料来源：洁美科技官网，洁美科技 2017-23 年财报，《浙江洁美电子科技股份有限公司关于收购取得的控股子公司浙江柔震科技有限公司完成工商变更的公告》，华西证券研究所

2. 盈利预测与估值

2.1. 盈利预测

基本假设：

1、电子封装薄型载带：1) 纸质载带：产能方面，据 2024 年半年报，公司第五条电子专用原纸生产线试生产运行良好，同时江西生产基地技改升级项目作为当地“退城入园”项目正在稳步推进。收入方面，随着 AI 端侧落地带来的消费电子需求复苏，我们预计公司纸质载带稼动率有望逐季修复。2) 塑料载带：产能方面，据 2024 年半年报，公司新增了精密小尺寸产品生产设备和滚轮机生产线，目前拥有各类塑料载带生产线 80 余条；收入方面，随着公司持续开拓半导体封测客户，塑料载带业务有望实现较快发展。因此，我们假设公司该板块 2024-26 年收入分别为 13.14、15.24、17.21 亿元，同比+14.0%、+15.9%、+13.0%。毛利率方面，伴随公司稼动率的提升，叠加产品结构的优化，该板块毛利率有望保持在高位水平。因此，我们假设公司该板块 2024-26 年毛利率分别为 41.10%、41.10%、41.11%。

2、胶带：产能方面，据 2024 年半年报，公司胶带年产能已达 325 万卷。收入及毛利率方面，上下胶带作为纸质载带的配套耗材，有望实现同步改善。因此我们假设公司胶带业务 2024-26 年收入分别为 2.60、3.15、3.65 亿元，同比+18.3%、+21.1%、+16.0%；毛利率分别为 42.00%、42.00%、42.00%。

3、膜材料：1) 离型膜：据 2024 年半年报，新增产能方面，肇庆基地一期年产能 1 亿平米试生产后已经开始送样测试，第二条离型膜生产线正在进行生产调试；天津基地主体施工进展顺利。客户方面，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并进入小批量供货阶段。我们预计，随着日韩大客户的稳定放量，叠加新增产能的释放，公司离型膜收入有望实现大幅增长。2) CPP 流延膜：据 2024 年半年报，公司一期项目处于满产满销状态，二期项目于 2024 年 5 月进入试生产阶段，项目达产后流延膜总产能将实现翻倍。因此，我们假设公司膜材料业务 2024-26 年收入分别为 2.02、3.69、6.37 亿元，同比+55.4%、+82.9%、+72.8%。毛利率方面，离型膜批量出货后，稼动率提升下毛利率有望实现逐步修复。因此，我们假设公司膜材料业务 2024-26 年毛利率分别为 4.00%、14.95%、23.19%。

盈利预测结果：预计 2024-26 年营业收入分别为 18.50、23.21、30.33 亿元，同比+17.69%、+25.45%、+30.66%，毛利率分别为 35.93%、35.66%、35.40%。

表 1 主营业务预测

亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9.49	14.26	18.61	13.01	15.72	18.50	23.21	30.33
yoy	-27.61%	50.26%	30.53%	-30.10%	20.83%	17.69%	25.45%	30.66%
毛利率	32.67%	40.67%	38.27%	29.45%	35.82%	35.93%	35.66%	35.40%
电子载带	7.51	11.13	14.49	9.39	11.53	13.14	15.24	17.21
yoy	-28.5%	48.1%	30.2%	-35.2%	22.8%	14.0%	15.9%	13.0%
毛利率	33.64%	42.66%	41.63%	33.00%	40.52%	41.10%	41.10%	41.11%
胶带	1.37	2.06	2.66	1.67	2.20	2.60	3.15	3.65
yoy	-39.3%	50.4%	28.8%	-37.0%	31.3%	18.3%	21.1%	16.0%
毛利率	37.37%	43.75%	35.59%	29.41%	38.39%	42.00%	42.00%	42.00%
膜材料	0.45	0.88	1.12	0.87	1.30	2.02	3.69	6.37
yoy	104.7%	95.3%	26.7%	-21.8%	48.4%	55.4%	82.9%	72.8%
毛利率	12.06%	15.26%	9.34%	10.98%	4.10%	4.00%	14.95%	23.19%
IC 托盘				0.18	0.17	0.19	0.31	0.45
yoy					-5.5%	13.0%	67.4%	42.2%
毛利率				15.82%	17.35%	24.50%	24.50%	24.50%
其他业务	0.15	0.18	0.35	0.90	0.53	0.56	0.83	2.65
yoy	23.4%	20.6%	94.2%	158.3%	-41.1%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	3.98%	8.00%	11.72%	16.18%	6.30%	5.00%	7.91%	20.36%

资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2. 相对估值

我们选取膜材料供应商斯迪克；被动元件上游的陶瓷材料供应商国瓷材料、MLCC 镍粉供应商博迁新材作为可比公司。2025 年可比公司 PE 为 41.41x。我们预计 2024-26 年营业收入分别为 18.50、23.21、30.33 亿元，同比+17.69%、+25.45%、+30.66%；归母净利润分别为 2.35、3.50、5.00 亿元，同比-8.06%、+48.88%、+42.89%；EPS 分别为 0.55、0.81、1.16 元。2025 年 2 月 20 日股价为 20.99 元，对应 PE 分别为 38.49x、25.85x、18.09x。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2 可比公司 Wind 一致预期

公司	代码	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
斯迪克	300806.SZ	21.88	0.19	0.40	0.63	114.44	54.40	34.64
国瓷材料	300285.SZ	19.05	0.70	0.87	1.07	27.32	21.89	17.87

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

公司	代码	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
博迁新材	605376.SH	38.95	0.45	0.81	1.05	87.04	47.93	37.23
平均						76.27	41.41	29.91
洁美科技	002859.SZ	20.99	0.55	0.81	1.16	38.49	25.85	18.09

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 可比公司数据均为 Wind 一致预期, 时间截至 2025 年 2 月 20 日

3. 风险提示

1、下游需求恢复不及预期风险: 公司主要下游是 MLCC 被动元器件, 主要应用于消费电子、新能源汽车等相关领域。因此, 公司纸质载带等产品的销售会受到下游行业周期波动的影响。若后续下游行业需求不及预期, 将会导致公司业绩承压。

2、新业务拓展不及预期风险: 公司积极布局高端离型膜, 相关产品在日韩大客户已实现小批量生产。如果后续产品放量进展不及预期, 会对公司离型膜业务造成影响。

3、新增产能释放不及预期风险: 公司纸质载带、塑料载带、离型膜、CPP 流延膜、BOPET 基膜等各项业务目前均有扩产或投产计划, 若项目建设及达产进度不及预期, 将会对公司业绩成长性造成影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,572	1,850	2,321	3,033	净利润	256	235	350	500
YoY (%)	20.8%	17.7%	25.4%	30.7%	折旧和摊销	141	171	171	171
营业成本	1,009	1,185	1,493	1,959	营运资金变动	-205	590	0	0
营业税金及附加	25	10	13	17	经营活动现金流	239	1,037	564	715
销售费用	32	37	35	39	资本开支	-582	-1	-1	-1
管理费用	138	157	162	194	投资	-87	0	0	0
财务费用	-13	25	18	13	投资活动现金流	-668	-48	-9	-9
研发费用	93	167	200	249	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0	债务募资	18	-4	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1	筹资活动现金流	-97	-242	-107	-140
营业利润	286	265	395	557	现金净流量	-516	743	448	566
营业外收支	-1	-1	-1	-1	主要财务指标				
利润总额	285	264	393	556	成长能力				
所得税	29	29	43	56	营业收入增长率	20.8%	17.7%	25.4%	30.7%
净利润	256	235	350	500	净利润增长率	54.1%	-8.1%	48.9%	42.9%
归属于母公司净利润	256	235	350	500	盈利能力				
YoY (%)	54.1%	-8.1%	48.9%	42.9%	毛利率	35.8%	35.9%	35.7%	35.4%
每股收益	0.59	0.55	0.81	1.16	净利率	16.3%	12.7%	15.1%	16.5%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	5.1%	4.7%	7.1%	9.4%
货币资金	570	1,313	1,761	2,327	净资产收益率 ROE	8.6%	7.7%	10.5%	13.4%
预付款项	24	0	0	0	偿债能力				
存货	393	0	0	0	流动比率	1.76	2.63	3.50	4.60
其他流动资产	588	40	40	40	速动比率	1.25	2.55	3.42	4.52
流动资产合计	1,574	1,352	1,801	2,367	现金比率	0.64	2.55	3.42	4.52
长期股权投资	22	22	22	22	资产负债率	42.2%	36.7%	34.6%	32.1%
固定资产	2,708	2,545	2,381	2,217	经营效率				
无形资产	243	237	232	226	总资产周转率	0.32	0.37	0.47	0.57
非流动资产合计	3,578	3,456	3,292	3,127	每股指标 (元)				
资产合计	5,151	4,809	5,093	5,494	每股收益	0.59	0.55	0.81	1.16
短期借款	462	462	462	462	每股净资产	6.86	7.06	7.72	8.65
应付账款及票据	295	0	0	0	每股经营现金流	0.55	2.41	1.31	1.66
其他流动负债	136	53	53	53	每股股利	0.20	0.12	0.18	0.25
流动负债合计	893	515	515	515	估值分析				
长期借款	597	597	597	597	PE	35.58	38.49	25.85	18.09
其他长期负债	683	653	653	653	PB	3.64	2.97	2.72	2.43
非流动负债合计	1,280	1,250	1,250	1,250					
负债合计	2,173	1,765	1,765	1,765					
股本	433	431	431	431					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	2,979	3,044	3,328	3,729					
负债和股东权益合计	5,151	4,809	5,093	5,494					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。