

洁美科技 (002859.SZ)

优于大市

离型膜批量导入利润短期承压，产品拓展顺利即将进入爆发期

核心观点

载带业务稳健成长，离型膜利润短期承压。公司2024年实现营收18.17亿元(YoY +15.57%)，归母净利润2.02亿元(YoY -20.90%)。对应4Q24实现营收4.75亿元(YoY +6.69%, QoQ -5.35%)，归母净利润0.25亿元(YoY -69.93%, QoQ -55.26%)，毛利率27.71%(YoY -8.24pct, QoQ -8.77pct)。1H24以来公司加快中高端离型膜的送样测试，初期投料成本快速增加，研发费用率提升，利润短期承压，后续随着规模效应渐显，公司盈利能力有望修复。

纸质载带基地布局持续优化，塑料载带半导体封测客户突破顺利。2024年公司，公司电子封装材料营业收入15.71亿元(YoY +13.09%)。一方面，公司持续优化纸质载带产品结构，另一方面，公司加速技术迭代，进一步完善生产基地战略布局，其中菲律宾基地已向主要客户批量供货，马来西亚基地扩建项目已启动，第五条电子专用原纸生产线试生产运行良好，江西生产基地技改升级正在按计划推进。塑料载带方面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，在半导体封测领域客户开拓上取得了突破性进展。

基于自制基膜的离型膜已进入批量导入阶段，产能快速扩张。2024年，公司电子级薄膜材料营业收入1.76亿元(YoY +35.38%)。离型膜方面，公司自制基膜的MLCC离型膜产品，在日韩客户处有多规格进入批量导入阶段，标志着公司在中高端MLCC应用领域将首次实现国产替代。公司坚定扩产步伐，BOPET膜二期项目设备完成安装并开始单机调试工作，预计2025试生产，投产后年产能将翻倍。此外，偏光片用离型膜也已向主要偏光片企业批量供货。

收购柔震科技，看好复合集流体大趋势。2024年12月，公司与柔震科技签订《股权转让协议》，以对价3000万元收购柔震科技56.8334%股权，柔震科技自2024年12月末纳入合并财务报表范围，后续公司将进一步增资取得5%股权。柔震科技专注于聚合物基金属复合膜材料的研发和生产，可以取代传统金属铝箔和铜箔作为锂离子电池集流体使用，在帮助电池提高能量密度的同时大幅度提高其安全性能。目前柔震科技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。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。公司离型膜新品导入期间盈利能力低于我们此前预期，因此下调公司盈利预测，预计公司2025-2027年实现归母净利润2.58/3.39/4.29亿元(25-26年前值为3.6/6.4亿元)，同比增长27.5%/31.6%/26.5%，对应当前市值PE为30/23/18倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、新产品拓展不及预期的风险。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,572	1,817	2,235	2,836	3,273
(+/-%)	20.8%	15.6%	23.0%	26.9%	15.4%
净利润(百万元)	256	202	258	339	429
(+/-%)	54.1%	-20.9%	27.5%	31.6%	26.5%
每股收益(元)	0.59	0.47	0.60	0.79	1.00
EBIT Margin	17.5%	13.2%	15.7%	16.2%	17.4%
净资产收益率(ROE)	8.6%	6.9%	8.7%	11.3%	14.2%
市盈率(PE)	30.1	37.9	29.7	22.6	17.9
EV/EBITDA	24.2	27.7	15.8	12.6	10.9
市净率(PB)	2.58	2.60	2.59	2.56	2.54

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

电子·其他电子 II

证券分析师：胡剑
021-60893306
hujian1@guosen.com.cn
S0980521080001

证券分析师：叶子
0755-81982153
yezi3@guosen.com.cn
S0980522100003

证券分析师：詹浏洋
010-88005307
zhanliuyang@guosen.com.cn
S0980524060001

联系人：连欣然
010-88005482
lianxinran@guosen.com.cn

证券分析师：胡慧
021-60871321
huhui2@guosen.com.cn
S0980521080002

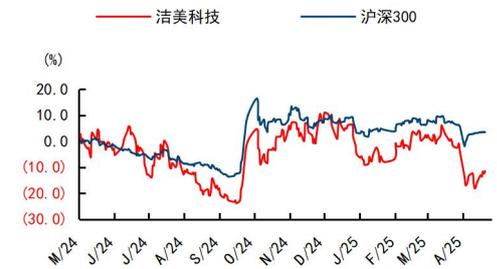
证券分析师：张大为
021-61761072
zhangdawei1@guosen.com.cn
S0980524100002

证券分析师：李书颖
0755-81982362
lishuying@guosen.com.cn
S0980524090005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	18.12元
总市值/流通市值	7808/7349百万元
52周最高价/最低价	23.19/15.45元
近3个月日均成交额	100.90百万元

市场走势

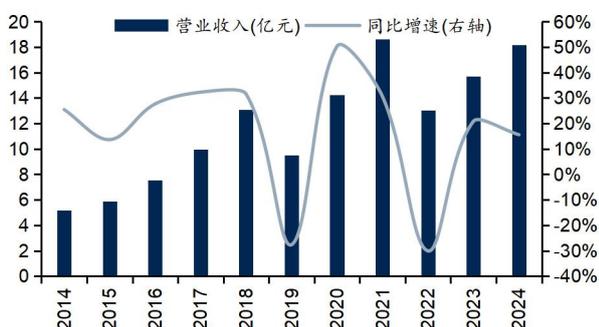


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《洁美科技(002859.SZ)-1H24营收同比增长18%，中高端MLCC离型膜国产化持续推进》——2024-08-19
- 《洁美科技(002859.SZ)-23年归母净利润预计同比增长46%~70%》——2024-01-22
- 《洁美科技(002859.SZ)-收入环比增长31%，离型膜稳步推进静待花开》——2023-09-04
- 《洁美科技(002859.SZ)-毛利率环比提升5.47pct，复苏节奏领先行业》——2023-05-10

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



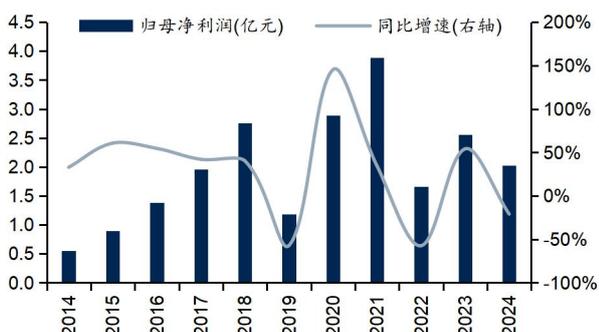
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



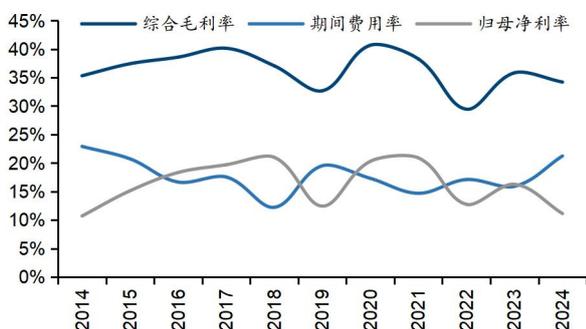
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



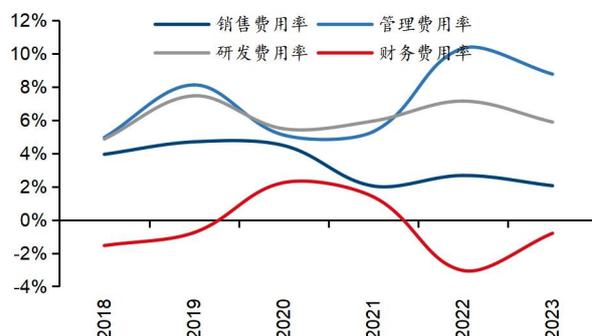
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	570	547	547	554	549	营业收入	1572	1817	2235	2836	3273
应收款项	513	612	753	955	1103	营业成本	1009	1196	1448	1833	2094
存货净额	393	448	464	577	654	营业税金及附加	25	23	25	37	40
其他流动资产	98	129	165	210	244	销售费用	32	30	37	49	57
流动资产合计	1574	1736	1928	2297	2550	管理费用	138	158	195	233	255
固定资产	3165	4168	4509	4784	5043	研发费用	93	172	179	225	258
无形资产及其他	243	266	255	244	234	财务费用	(13)	26	94	111	126
其他长期资产	148	225	225	225	225	投资收益	(1)	(4)	(2)	(2)	(3)
长期股权投资	22	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	7	3	3
资产总计	5151	6415	6938	7571	8072	其他	(0)	8	13	13	13
短期借款及交易性金融负债	518	762	1235	1722	2110	营业利润	286	216	275	362	457
应付款项	295	422	437	544	617	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	79	128	136	169	191	利润总额	285	215	274	360	455
流动负债合计	893	1313	1808	2435	2918	所得税费用	29	13	16	21	27
长期借款及应付债券	1150	2036	2036	2036	2036	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	130	101	111	92	80	归属于母公司净利润	256	202	258	339	429
长期负债合计	1280	2137	2147	2128	2116	现金流量表 (百万元)					
负债合计	2173	3450	3954	4563	5034	净利润	256	202	258	339	429
少数股东权益	(0)	20	19	19	19	资产减值准备	9	6	(0)	(0)	(0)
股东权益	2979	2945	2964	2988	3019	折旧摊销	132	161	384	511	593
负债和股东权益总计	5151	6415	6938	7571	8072	公允价值变动损失	0	0	(7)	(2)	(3)
关键财务与估值指标						财务费用	20	53	94	111	126
每股收益	0.59	0.47	0.60	0.79	1.00	营运资本变动	(119)	(108)	(154)	(237)	(174)
每股红利	0.19	0.44	0.56	0.73	0.92	其它	(58)	(60)	(94)	(110)	(126)
每股净资产	6.88	6.83	6.88	6.93	7.01	经营活动现金流	239	255	481	611	845
ROIC	6%	4%	6%	7%	8%	资本开支	(582)	(1031)	(714)	(776)	(840)
ROE	9%	7%	9%	11%	14%	其它投资现金流	(86)	(14)	0	0	0
毛利率	36%	34%	35%	35%	36%	投资活动现金流	(668)	(1045)	(714)	(776)	(840)
EBIT Margin	18%	13%	16%	16%	17%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	22%	33%	34%	36%	负债净变化	243	868	0	0	0
收入增长	21%	16%	23%	27%	15%	支付股利、利息	(83)	(188)	(239)	(315)	(398)
净利润增长率	54%	-21%	27%	32%	26%	其它融资现金流	(257)	80	472	487	388
资产负债率	42%	54%	57%	61%	63%	融资活动现金流	(97)	761	233	172	(10)
息率	1.1%	2.4%	3.1%	4.1%	5.2%	现金净变动	(516)	(23)	0	8	(5)
P/E	30.1	37.9	29.7	22.6	17.9	货币资金的期初余额	1086	570	547	547	554
P/B	2.6	2.6	2.6	2.6	2.5	货币资金的期末余额	570	547	547	554	549
EV/EBITDA	24.2	27.7	15.8	12.6	10.9	企业自由现金流	(322)	(752)	(154)	(69)	115
						权益自由现金流	(336)	196	230	314	384

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032