

洁美科技 (002859.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q2 业绩超预期，看好离型膜放量

事件

8 月 11 号，公司发布 2025 年半年报，25H1 公司实现营收 9.62 亿元，同比增长 14.67%；实现归母净利润 0.98 亿元，同比减少 18.78%；实现扣非归母净利润 0.95 亿元，同比减少 19.57%。单季度 25Q2 实现营收 5.48 亿元，同比增长 15.19%，环比增长 32.41%；归母净利润为 0.65 亿元，同比减少 4.69%，环比增长 92.03%；扣非归母净利润 0.64 亿元，同比减少 2.99%，环比增长 101.59%。

点评

Q2 业绩超预期，盈利能力环比改善。25H1 公司毛利率为 33.40%，同比减少 3.12pct，25Q2 毛利率为 34.29%，同比减少 0.16pct，环比增加 2.07pct。分业务线来看，25H1 电子封装材料实现收入 8.08 亿元，同比增长 9.97%，毛利率 37.85%，同比减少 3.35pct；电子级膜材料实现收入 1.16 亿元，同比增长 61.29%，毛利率 12.03%，同比增加 8.86pct。下游需求复苏带动稼动率提升，离型膜的规模化生产，优化产品结构高附加值产品的产销量增长，公司毛利率环比改善。费用端，25H1 销售/管理/研发费用率分别为 1.46%/10.09%/8.00%，新产品研发试制量加大，加大研发投入，公司进一步优化产业基地布局，完善产业链一体化各个环节，推动智能制造及精细化管理，实现降本增效。

中高端离型膜产品顺利拓展核心客户，看好离型膜放量。MLCC 用途离型膜产品已在国巨、华新科、风华高科、三环集团等主要客户端稳定批量供货且基本完成了自制基膜的产品切换，并在宇阳科技、微容电子等知名国内客户端完成了导入工作；顺利完成了韩日系大客户（三星、村田）的验证和批量供货，其中韩系客户海外基地通过了对公司产品的认证测试，目前正在逐步放量中。研发方面，公司持续开展多型号、多应用领域的离型膜研发和试制，改进生产工艺和产品性能，高端 MLCC 用离型膜也取得了突破，目前已实现客户端薄层、高容产品的稳定应用。偏光片用离型膜已向主要偏光片生产企业稳定批量供货，与多家客户签订了产品供应战略合作协议。

投资建议

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.80、4.10、5.51 亿元，同比+38.43%/+46.43%/+34.52%，公司现价对应 PE 估值为 28、19、14 倍，维持买入评级。

风险提示

基膜投产、离型膜进展不达预期、载带增长低于预期，汇率波动风险。

电子组

分析师：樊志远 (执业 S1130518070003)

fanzhiyuan@gjzq.com.cn

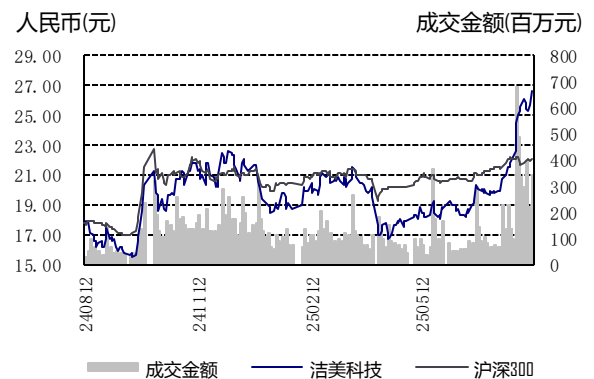
分析师：丁彦文 (执业 S1130524070002)

dingyanwen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：26.66 元

相关报告：

1. 《洁美科技公司点评：业绩符合预期》，2024.8.18



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,572	1,817	2,302	2,945	3,604
营业收入增长率	20.83%	15.57%	26.67%	27.95%	22.37%
归母净利润(百万元)	256	202	280	410	551
归母净利润增长率	54.11%	-20.91%	38.43%	46.43%	34.52%
摊薄每股收益(元)	0.591	0.469	0.649	0.951	1.279
每股经营性现金流净额	0.55	0.59	0.85	1.34	1.71
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.58%	6.86%	8.93%	11.85%	14.05%
P/E	45.14	56.82	27.98	19.11	14.20
P/B	3.87	3.90	2.50	2.26	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,301	1,572	1,817	2,302	2,945	3,604
增长率		20.8%	15.6%	26.7%	28.0%	22.4%
主营业务成本	-918	-1,009	-1,196	-1,521	-1,908	-2,305
%销售收入	70.6%	64.2%	65.8%	66.1%	64.8%	64.0%
毛利	383	563	621	781	1,037	1,299
%销售收入	29.4%	35.8%	34.2%	33.9%	35.2%	36.0%
营业税金及附加	-7	-25	-23	-28	-35	-43
%销售收入	0.5%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-35	-32	-30	-28	-35	-43
%销售收入	2.7%	2.1%	1.6%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-134	-138	-158	-184	-236	-288
%销售收入	10.3%	8.8%	8.7%	8.0%	8.0%	8.0%
研发费用	-93	-93	-172	-173	-221	-270
%销售收入	7.1%	5.9%	9.4%	7.5%	7.5%	7.5%
息税前利润 (EBIT)	114	276	240	369	510	654
%销售收入	8.8%	17.5%	13.2%	16.0%	17.3%	18.1%
财务费用	40	13	-26	-53	-54	-40
%销售收入	-3.0%	-0.8%	1.5%	2.3%	1.8%	1.1%
资产减值损失	-9	-9	-6	-5	-1	-1
公允价值变动收益	20	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	-4	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	178	286	216	311	455	613
营业利润率	13.7%	18.2%	11.9%	13.5%	15.5%	17.0%
营业外收支	-2	-1	-1	0	0	0
税前利润	176	285	215	311	455	613
利润率	13.6%	18.1%	11.8%	13.5%	15.5%	17.0%
所得税	-10	-29	-13	-31	-46	-61
所得税率	5.9%	10.3%	5.8%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	166	256	202	280	410	551
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	166	256	202	280	410	551
净利率	12.7%	16.3%	11.1%	12.2%	13.9%	15.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	166	256	202	280	410	551
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	126	150	177	267	285	308
非经营收益	-14	39	52	52	92	81
营运资金变动	73	-205	-176	-232	-209	-203
经营活动现金净流	351	239	255	366	578	736
资本开支	-530	-582	-1,027	-690	-368	-368
投资	-27	-87	-17	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-557	-668	-1,045	-690	-368	-368
股权募资	480	0	0	-3	0	0
债权募资	107	18	1,091	1,237	-758	-262
其他	-24	-115	-330	-177	-178	-167
筹资活动现金净流	563	-97	761	1,057	-936	-429
现金净流量	399	-516	-23	733	-726	-61

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,086	570	547	1,277	549	487
应收款项	358	548	644	675	863	1,056
存货	363	393	448	516	621	719
其他流动资产	39	63	97	30	38	46
流动资产	1,846	1,574	1,736	2,498	2,072	2,309
%总资产	38.4%	30.5%	27.1%	32.8%	28.5%	30.5%
长期投资	30	115	114	114	114	114
固定资产	2,615	3,165	4,168	4,613	4,688	4,740
%总资产	54.4%	61.4%	65.0%	60.6%	64.5%	62.7%
无形资产	225	272	325	337	347	357
非流动资产	2,963	3,578	4,679	5,112	5,196	5,257
%总资产	61.6%	69.5%	72.9%	67.2%	71.5%	69.5%
资产总计	4,809	5,151	6,415	7,610	7,268	7,566
短期借款	744	518	762	1,716	858	596
应付款项	181	300	462	297	373	451
其他流动负债	50	74	88	58	76	95
流动负债	975	893	1,313	2,071	1,307	1,142
长期贷款	354	597	1,465	1,715	1,815	1,815
其他长期负债	699	683	672	669	666	665
负债	2,028	2,173	3,450	4,455	3,789	3,622
普通股股东权益	2,781	2,979	2,945	3,136	3,459	3,924
其中：股本	434	433	431	431	431	431
未分配利润	1,177	1,374	1,427	1,621	1,944	2,410
少数股东权益	0	0	20	20	20	20
总计	4,809	5,151	6,415	7,610	7,268	7,566

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.405	0.591	0.469	0.649	0.951	1.279
每股净资产	6.783	6.882	6.835	7.277	8.028	9.107
每股经营现金净流	0.857	0.552	0.591	0.851	1.342	1.708
每股股利	0.280	0.200	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	5.96%	8.58%	6.86%	8.93%	11.85%	14.05%
总资产收益率	3.45%	4.96%	3.15%	3.68%	5.64%	7.29%
投入资本收益率	2.39%	5.26%	3.87%	4.62%	6.80%	8.46%
增长率						
主营业务收入增长率	-30.10%	20.83%	15.57%	26.67%	27.95%	22.37%
EBIT 增长率	-75.13%	142.13%	-13.18%	54.03%	38.23%	28.17%
净利润增长率	-57.35%	54.11%	-20.91%	38.43%	46.43%	34.52%
总资产增长率	19.06%	7.12%	24.52%	18.63%	-4.50%	4.10%
资产管理能力						
应收账款周转天数	119.5	99.7	110.0	105.0	105.0	105.0
存货周转天数	147.4	136.6	128.3	125.0	120.0	115.0
应付账款周转天数	79.1	81.6	107.4	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	567.7	628.7	576.7	454.5	352.0	282.9
偿债能力						
净负债/股东权益	19.61%	36.88%	75.94%	86.35%	77.45%	63.26%
EBIT 利息保障倍数	-2.9	-21.7	9.1	7.0	9.5	16.3
资产负债率	42.16%	42.18%	53.78%	58.54%	52.13%	47.87%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	2	2	14
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-22	买入	26.81	N/A
2	2023-10-24	买入	26.00	N/A
3	2024-08-18	买入	17.35	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806