

# 洁美科技 (002859.SZ)

## 毛利率环比提升 5.47pct, 复苏节奏领先行业

**买入**

### 核心观点

**1Q23 公司毛利率 32.41%，环比提升 5.47pct。**1Q23 年公司营收 3.08 亿元 (YoY -6.05%，QoQ -0.16%)，归母净利润 0.32 亿元 (YoY -1.71%，QoQ +95.84%)。从盈利能力看，销售毛利率 32.41% (YoY -0.08pct, QoQ +5.47pct)，期间费用率 21.49% (YoY -2.36pct, QoQ -0.44pct)。公司毛利率提升显著高于下游厂商提升幅度，我们认为主要原因包括：1) 公司毛利率水平与稼动率高度相关，公司一季度稼动率回升明显，并且 4 月稼动率超过 6 成；2) 高端压孔纸带复苏先于普通纸带，产品结构优化；3) 上游原材料木浆价格回落。

**纸质载带龙头地位稳固，塑料载带客户快速增加。**纸质载带领域，公司围绕高附加值、高端产品扩产，并适当放缓第五条原纸生产线项目建设进度，预计将于 2023 年下半年投产。胶带方面，新增 200 万卷/年产能将逐年释放；塑料载带新增滚轮机生产线陆续投产，合计投产生产线 70 条，新客户不断增加，并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。

**离型膜进展顺利，流延膜满产满销。**公司持续推进光学级 BOPET 膜及流延膜生产项目，BOPET 膜二期项目投产将新增产能 2 万吨/年，总产能翻番；另有肇庆基地布局两条进口高端离型膜生产线，达产后将新增产能 1 亿平米/年；MLCC 离型膜在韩、日系大客户端的验证按计划推进，偏光片制程等其他用途的进口替代类高端离型膜也实现了批量出货。流延膜方面，4Q22 以来公司进入满产满销状态，已成为国内主要的铝塑膜客户合作伙伴，并对光电显示用流延膜工艺技术进行了大量改进，产品已逐步导入下游客户，二期项目设备已预定，预计将于 2023 年年底投产，投产后总产能将达到 6,000 吨/年。

**上游原材料价格大幅回落，待高价库存见底，公司毛利率有望进一步提升。**公司直接材料成本占纸带生产成本 70%，木浆占生产成本 45%，是纸带生产成本的决定性因素之一。2021 年 10 月以来，针叶木浆、阔叶木浆均出现大幅上涨，并一直维持高位，叠加下游需求进入下行周期，对公司产品盈利造成压力。2023 年初以来，木浆价格大幅下滑，以针叶硫酸盐纸浆期货价格作为参考，截至 2023 年 4 月 19 日，价格相较 23 年 2 月高位，下降幅度 25.8%。考虑到公司原材料库存水位，待高价库存消耗完成，公司毛利率将继续上行。

**投资建议：维持“买入”评级。**公司在纸质载带领域全球龙头地位稳固，塑料载带、离型膜、CPP 流延膜等产品拓展符合预期，2023 年公司主要原材料价格下滑，同时行业景气回暖，我们预计公司 23/24/25 年归母净利润分别为 3.58/5.45/6.73 亿元，同比增长 116%/52%/24%。

**风险提示：MLCC 下游不及预期；上游原材料波动；公司新产品拓展不及预期。**

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,861	1,301	2,036	3,150	3,985
(+/-%)	30.6%	-30.1%	56.5%	54.7%	26.5%
净利润(百万元)	389	166	358	545	673
(+/-%)	34.5%	-57.4%	115.8%	52.3%	23.5%
每股收益(元)	0.95	0.38	82.43	125.52	155.06
EBIT Margin	24.6%	8.8%	20.8%	20.7%	20.3%
净资产收益率 (ROE)	18.2%	6.0%	14.7%	21.3%	24.8%
市盈率 (PE)	29.7	73.7	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	25.3	64.1	4.3	3.8	3.6
市净率 (PB)	5.41	4.40	0.05	0.05	0.04

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

### 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：周靖翔**

021-60375402

zhoujingxiang@guosen.com.cn

S0980522100001

**证券分析师：叶子**

0755-81982153

yezi3@guosen.com.cn

S0980522100003

**联系人：李书颖**

0755-81982362

lishuying@guosen.com.cn

**证券分析师：胡慧**

021-60871321

huhui2@guosen.com.cn

S0980521080002

**证券分析师：李梓澎**

0755-81981181

lizipeng@guosen.com.cn

S0980522090001

**联系人：詹浏洋**

010-88005307

zhanliuyang@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	25.59 元
总市值/流通市值	11113/10220 百万元
52 周最高价/最低价	34.01/20.88 元
近 3 个月日均成交额	101.47 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

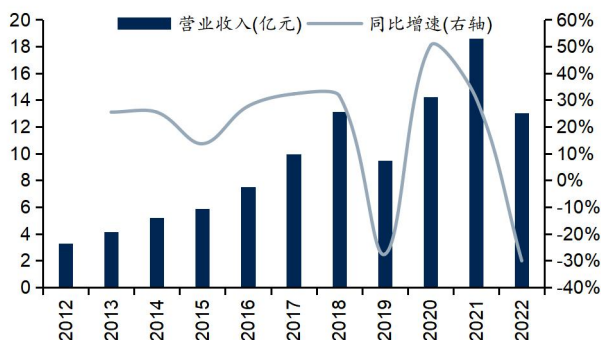
- 《洁美科技 (002859.SZ) - 受 MLCC 行业景气下行影响，公司 2022 年业绩承压》——2023-04-23
- 《洁美科技 (002859.SZ) - 受 MLCC 行业景气下行影响，前三季度业绩承压》——2022-10-28
- 《洁美科技 (002859.SZ) - 4Q21 单季业绩承压，离型膜积极拓展中高端市场》——2022-04-12
- 《洁美科技-002859-深度报告：纵横双向发展的薄型载带龙头》——2022-01-04
- 《洁美科技-002859-动态点评：11 月离型膜基膜产线开始试生产，加速离型膜中高端市场开拓》——2021-12-01

图1: 针叶木浆期货价格年初以来下滑



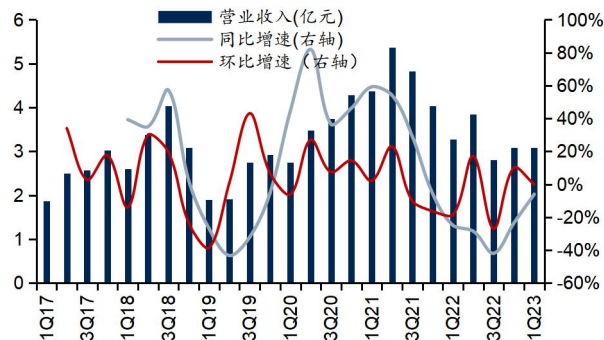
资料来源: investing.com, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司营业收入及增速



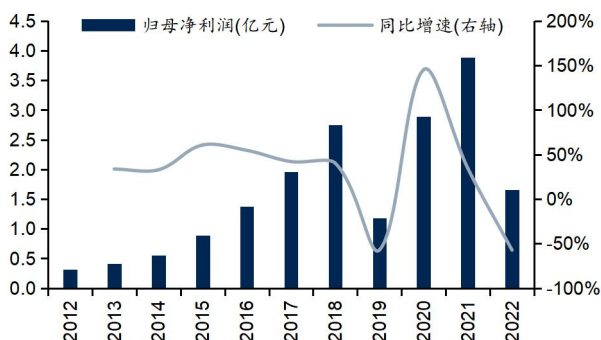
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司分季度营业收入及增速



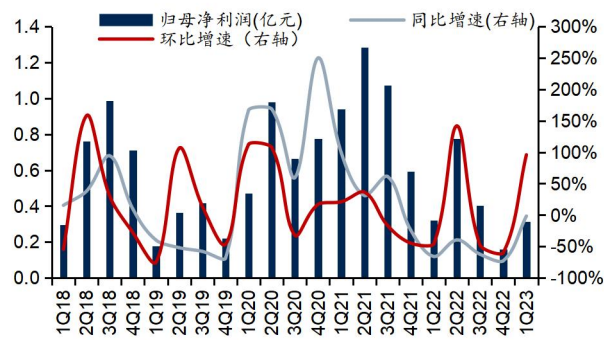
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度归母净利润及增速



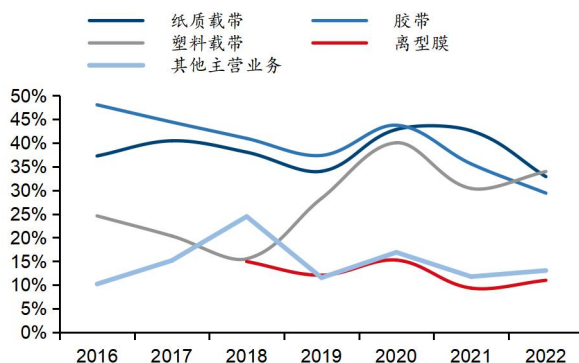
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分产品营收



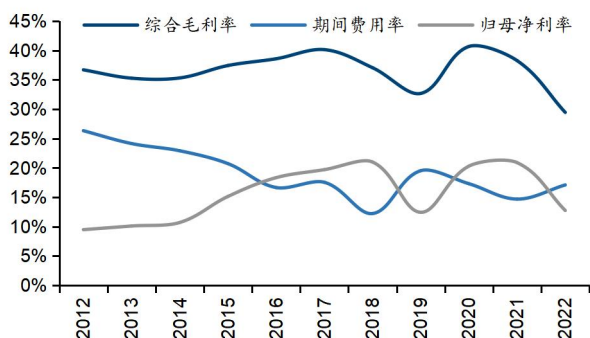
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司分产品毛利率



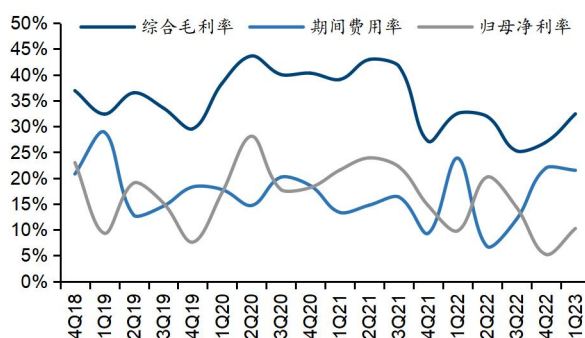
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司毛利率、净利率变化情况



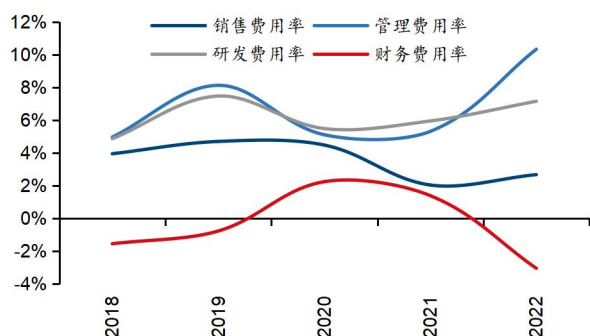
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 公司分季度毛利率、净利率变化情况



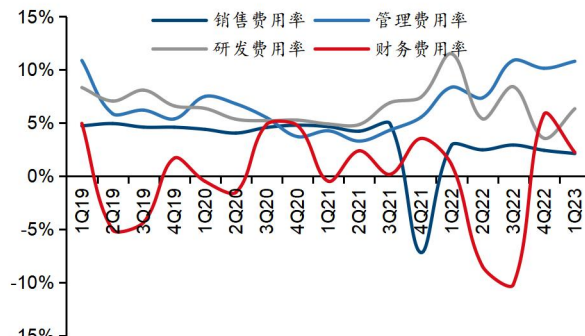
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 公司主要费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度费率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	693	1086	854	878	939	营业收入	1861	1301	2036	3150	3985
应收款项	510	353	553	856	1082	营业成本	1149	918	1307	2024	2590
存货净额	379	363	469	751	976	营业税金及附加	7	7	9	14	19
其他流动资产	44	44	75	121	161	销售费用	38	35	46	85	110
<b>流动资产合计</b>	<b>1626</b>	<b>1846</b>	<b>1951</b>	<b>2606</b>	<b>3159</b>	管理费用	99	134	134	193	231
固定资产	2184	2615	2980	3300	3504	研发费用	111	93	118	181	228
无形资产及其他	159	192	185	177	169	财务费用	26	(40)	61	94	116
其他长期资产	70	156	156	156	156	投资收益	1	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(0)	3	7	9	12
<b>资产总计</b>	<b>4039</b>	<b>4809</b>	<b>5271</b>	<b>6239</b>	<b>6987</b>	其他	6	21	13	13	13
短期借款及交易性金融负债	633	744	1460	2081	2478	营业利润	439	178	381	580	717
应付款项	249	176	228	365	474	营业外净收支	(1)	(2)	(1)	(1)	(1)
其他流动负债	77	55	69	110	142	<b>利润总额</b>	<b>438</b>	<b>176</b>	<b>381</b>	<b>579</b>	<b>716</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>959</b>	<b>975</b>	<b>1756</b>	<b>2556</b>	<b>3094</b>	所得税费用	49	10	23	34	42
长期借款及应付债券	872	887	887	887	887	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	73	165	193	235	289	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>389</b>	<b>166</b>	<b>358</b>	<b>545</b>	<b>673</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>945</b>	<b>1053</b>	<b>1080</b>	<b>1122</b>	<b>1176</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>1904</b>	<b>2028</b>	<b>2837</b>	<b>3678</b>	<b>4270</b>	净利润	389	166	358	545	673
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	2	9	(0)	(0)	(0)
股东权益	2135	2781	2434	2561	2717	折旧摊销	74	108	262	345	407
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>4039</b>	<b>4809</b>	<b>5271</b>	<b>6239</b>	<b>6987</b>	公允价值变动损失	0	(20)	(7)	(9)	(12)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	18	(5)	61	94	116
每股收益	0.95	0.38	82.43	125.52	155.06	营运资本变动	(31)	94	(237)	(402)	(285)
每股红利	0.28	0.29	63.30	96.39	119.08	其它	(36)	(1)	(61)	(94)	(116)
每股净资产	5.21	6.40	560.59	589.71	625.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>416</b>	<b>351</b>	<b>376</b>	<b>479</b>	<b>784</b>
ROIC	13%	3%	9%	12%	13%	资本开支	(827)	(530)	(619)	(659)	(603)
ROE	18%	6%	15%	21%	25%	其它投资现金流	116	(27)	0	0	0
毛利率	38%	29%	36%	36%	35%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(711)</b>	<b>(557)</b>	<b>(619)</b>	<b>(659)</b>	<b>(603)</b>
EBIT Margin	25%	9%	21%	21%	20%	权益性融资	0	480	(430)	0	0
EBITDA Margin	29%	17%	34%	32%	30%	负债净变化	144	(6)	0	0	0
收入增长	31%	-30%	56%	55%	27%	支付股利、利息	(115)	(127)	(275)	(419)	(517)
净利润增长率	34%	-57%	116%	52%	24%	其它融资现金流	226	216	716	621	397
资产负债率	47%	42%	54%	59%	61%	<b>融资活动现金流</b>	<b>254</b>	<b>563</b>	<b>11</b>	<b>203</b>	<b>(120)</b>
息率	0.9%	1.0%	2.2%	3.4%	4.2%	<b>现金净变动</b>	<b>(36)</b>	<b>399</b>	<b>(231)</b>	<b>23</b>	<b>62</b>
P/E	29.7	73.7	0.3	0.2	0.2	货币资金的期初余额	722	686	1086	854	878
P/B	5.4	4.4	0.1	0.0	0.0	货币资金的期末余额	686	1086	854	878	939
EV/EBITDA	25.3	64.1	4.3	3.8	3.6	企业自由现金流	(377)	(221)	(196)	(102)	280
						权益自由现金流	(7)	(11)	462	431	568

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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：518001 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