

**事件概述：**4 月 12 日，洁美科技发布 2022 年年报，公司全年实现营收 13.01 亿元，同比下滑 30.1%；实现归母净利润 1.66 亿元，同比下滑 57.35%；实现扣非归母净利润 1.47 亿元，同比下滑 61.21%。

➤ **需求不振影响全年业绩，4Q22 业绩改善** 22 年下游客户处于去库存周期导致公司全年业绩下滑。公司利润降幅大于营收降幅，主要原因是原材料价格上涨及开工率低导致公司单位成本升高，体现在毛利方面，公司 22 年毛利率为 29.45%，相比 21 年下滑 8.82pct，达到上市以来罕见的低点。从单四季度看，公司实现营收 3.09 亿元，环比增加 0.29 亿元；同比来看，3Q22 营收降幅高达 41.96%，而 4Q22 营收降幅明显收敛至 23.56%，在经历 3Q22 的“至暗时刻”后，公司 4Q22 营收情况明显转好，与下游被动元件行业的复苏反弹相印证。由于汇兑损失影响，公司 4Q22 财务费用环比增加 0.47 亿元至 0.18 亿元，拖累归母净利润环比下滑 0.24 亿元至 0.16 亿元，但 4Q22 毛利率修复至 26.94%，环比提升 1.69pct，盈利能力环比改善。

➤ **纸质载带产品结构持续优化，塑料载带高端化带动毛利率提升：**22 年公司纸质载带业务实现营收 8.41 亿元，同比下滑 37.03%；毛利率为 32.89%，同比下滑 9.7pct，主要系下游被动元器件行业需求疲软。公司持续优化纸质载带产品结构，高附加值的打孔纸带、压孔纸带产销量提高，第五条电子专用原纸生产线预计 23 年下半年投产。22 年公司塑料载带业务实现营收 0.98 亿元，同比下滑 13.87%；毛利率为 33.96，同比提升 3.56pct，主要受益于高端载带出货量提升及原料黑色塑料粒子及片材实现自供。22 年公司已投产塑料载带产线数量达 70 条，并在半导体封测领域客户取得了突破性进展。

➤ **膜材料客户认证顺利，计划大规模扩产：**22 年公司膜材料实现收入 0.87 亿元，MLCC 离型膜向国巨、华新科、三环、风华等大客户稳定供货，中高端产品验证取得突破，在韩、日大客户验证进展顺利。公司 BOPET 膜二期项目设备已预订，投产后将新增 2 万吨年产能，总产能达到 3.8 万吨/年，华南高端离型膜产线达产后将新增 1 亿平米离型膜产能。此外公司流延膜项目与 4Q22 满产满销，二期项目预计与 23 年底投产，投产后总产能实现翻倍达 6000 吨。

➤ **投资建议：**考虑到 23 年下游复苏弱于预期，我们下修公司盈利预期；考虑到公司各类电子耗材开始放量，我们仍看好公司远期业绩表现。预计公司 23-25 年实现归母净利润 2.91/4.84/6.27 亿元，同比增长 75.2%/66.4%/29.5%，对应当前市值 PE 为 44/26/20 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不振、产品验证不及预期、产线建设进度不及预期

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1,301	1,871	2,692	3,353
增长率 (%)	-30.1	43.8	43.8	24.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	166	291	484	627
增长率 (%)	-57.4	75.2	66.4	29.5
每股收益 (元)	0.38	0.67	1.11	1.44
PE	76	44	26	20
PB	4.6	4.2	3.7	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**29.15 元**

**分析师 方竞**

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

**分析师 李萌**

执业证书：S0100522080001

邮箱：limeng@mszq.com

### 相关研究

- 洁美科技 (002859.SZ) 2022 年业绩预告点评：全年业绩下滑，复苏拐点已至-2023/02/01
- 洁美科技 (002859.SZ) 深度报告：载带为基，耗材龙头初现-2022/11/14

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,301	1,871	2,692	3,353
营业成本	918	1,210	1,737	2,138
营业税金及附加	7	9	13	17
销售费用	35	47	67	84
管理费用	134	159	161	201
研发费用	93	112	161	201
EBIT	135	350	560	723
财务费用	-40	26	34	42
资产减值损失	-17	-6	-1	-1
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>178</b>	<b>317</b>	<b>526</b>	<b>682</b>
营业外收支	-2	-2	-1	-1
<b>利润总额</b>	<b>176</b>	<b>316</b>	<b>526</b>	<b>681</b>
所得税	10	25	42	54
净利润	166	291	484	627
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>166</b>	<b>291</b>	<b>484</b>	<b>627</b>
EBITDA	252	502	790	1,052

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,086	923	681	599
应收账款及票据	352	507	715	891
预付款项	13	17	24	30
存货	363	424	594	732
其他流动资产	32	46	58	70
<b>流动资产合计</b>	<b>1,846</b>	<b>1,918</b>	<b>2,073</b>	<b>2,322</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,024	2,388	2,804	3,205
无形资产	192	202	211	220
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,963</b>	<b>3,339</b>	<b>3,871</b>	<b>4,382</b>
<b>资产合计</b>	<b>4,809</b>	<b>5,257</b>	<b>5,944</b>	<b>6,704</b>
短期借款	597	697	792	887
应付账款及票据	176	232	333	410
其他流动负债	202	217	245	269
<b>流动负债合计</b>	<b>975</b>	<b>1,146</b>	<b>1,370</b>	<b>1,565</b>
长期借款	354	384	419	459
其他长期负债	699	699	704	704
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,053</b>	<b>1,083</b>	<b>1,123</b>	<b>1,163</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,028</b>	<b>2,229</b>	<b>2,493</b>	<b>2,728</b>
股本	434	434	434	434
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	<b>2,781</b>	<b>3,029</b>	<b>3,451</b>	<b>3,976</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,809</b>	<b>5,257</b>	<b>5,944</b>	<b>6,704</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-30.10	43.81	43.84	24.59
EBIT 增长率	-70.98	159.72	59.95	29.19
净利润增长率	-57.35	75.22	66.42	29.54
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	29.45	35.34	35.47	36.23
净利率	12.75	15.53	17.97	18.68
总资产收益率 ROA	3.45	5.53	8.14	9.35
净资产收益率 ROE	5.96	9.60	14.02	15.76
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.89	1.67	1.51	1.48
速动比率	1.48	1.26	1.03	0.97
现金比率	1.11	0.81	0.50	0.38
资产负债率 (%)	42.16	42.39	41.94	40.70
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	98.66	98.00	98.00	98.00
存货周转天数	144.23	130.00	125.00	125.00
总资产周转率	0.29	0.37	0.48	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.67	1.11	1.44
每股净资产	6.40	6.97	7.95	9.15
每股经营现金流	0.81	0.73	1.13	1.78
每股股利	0.10	0.14	0.23	0.30
<b>估值分析</b>				
PE	76	44	26	20
PB	4.6	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	52.39	26.91	17.57	13.40
股息收益率 (%)	0.34	0.48	0.81	1.04

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	166	291	484	627
折旧和摊销	117	152	230	329
营运资金变动	73	-166	-276	-240
<b>经营活动现金流</b>	<b>351</b>	<b>318</b>	<b>490</b>	<b>775</b>
资本开支	-530	-523	-757	-840
投资	-27	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-557</b>	<b>-523</b>	<b>-757</b>	<b>-840</b>
股权募资	480	0	0	0
债务募资	107	130	130	135
<b>筹资活动现金流</b>	<b>563</b>	<b>42</b>	<b>24</b>	<b>-17</b>
<b>现金净流量</b>	<b>399</b>	<b>-163</b>	<b>-242</b>	<b>-81</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026