



东兴证券
DONGXING SECURITIES

多项产品线互补，业务协同红利丰厚

——安洁科技（002635）调研简报

2017 年 11 月 24 日

强烈推荐/维持

安洁科技

调研简报

报告摘要：

业务协同红利有望推动超预期成长。公司立足非金属功能件领军企业地位，通过外延收购威博精密成功开拓金属件产品线。安洁科技与威博精密不仅在业务应用领域形成互补，而且在客户资源上重叠非常少。我们认为并购威博精密后，安洁及威博精密双方的客户资源均得到极大拓展，随着客户整合红利的释放，公司有望取得“1+1>2”的超预期成长。

无线充电、OLED 等创新催生新的功能件需求，推动公司非金属功能件业务持续成长。无线充电、OLED 应用目前尚处于行业渗透早期，主要应用在苹果、三星等海外品牌手机，未来向国内品牌手机渗透带动的功能件需求庞大。

功能件产品定制化特点强，市场份额趋于集中在龙头企业。定制化的特征使得功能件企业的客户粘性强于标准件产品业务，龙头企业的客户资源树立了坚固的业务护城河。下游手机客户普遍选择两三家企业作为主力供应商。龙头企业拥有多年的服务经验，沉淀了出色的产品创新设计能力、精密加工能力、稳定供应能力，有着明显的竞争优势。

公司通过收购新星控股，进入汽车 tier-1 供应商博世的供应链体系，为汽车电子产品铺垫成熟的市场渠道。公司深度服务特斯拉，为特斯拉提供了多种类型的金属、非金属结构件产品，中长期成长空间广阔。

公司盈利预测及投资评级：我们预测公司 2017~2019 年营业收入分别为 31.37 亿元、74.85 亿元、94.92 亿元，归母净利润分别为 5.23 亿元、12.86 亿元、16.46 亿元，EPS 分别为 0.69 元、1.71 元、2.19 元，目前股价对应 P/E 分别为 53 倍、21 倍、17 倍，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新产品客户拓展进展不及预期

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

研究助理：贺茂飞

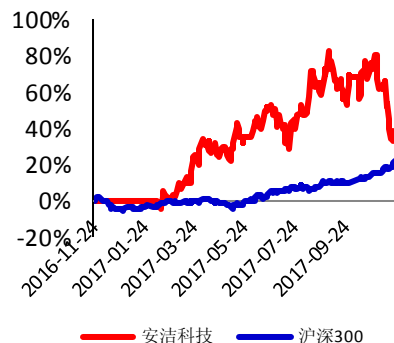
021-25102844

Hemf@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	30.8/44.41
总市值（亿元）	248
流通市值（亿元）	77
总股本/流通 A 股（万股）	23218/75223
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	2.37%

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	1,880.43	1,827.66	3,137.48	7,484.50	9,492.01
增长率（%）	157.14%	-2.81%	71.67%	138.55%	26.82%
净利润（百万元）	302.24	383.42	522.73	1,285.68	1,645.91
增长率（%）	145.35%	26.86%	36.33%	145.95%	28.02%
净资产收益率（%）	13.22%	14.95%	12.14%	23.98%	24.53%
每股收益（元）	0.82	1.00	0.69	1.71	2.19
PE	44.73	36.68	52.78	21.46	16.76
PB	6.14	5.51	6.41	5.15	4.11

目 录

1 消费电子结构件领军企业地位牢固.....	3
2 无线充电、OLED 等创新驱动功能件需求持续增长.....	4
3 功能件定制化程度高，市场份额趋于向龙头集中.....	5
4 收购威博精密，形成结构件全方位服务能力.....	5
5 布局新能源汽车业务，储备中长期成长动力.....	7
6 风险提示.....	8
7 盈利预测与估值.....	8

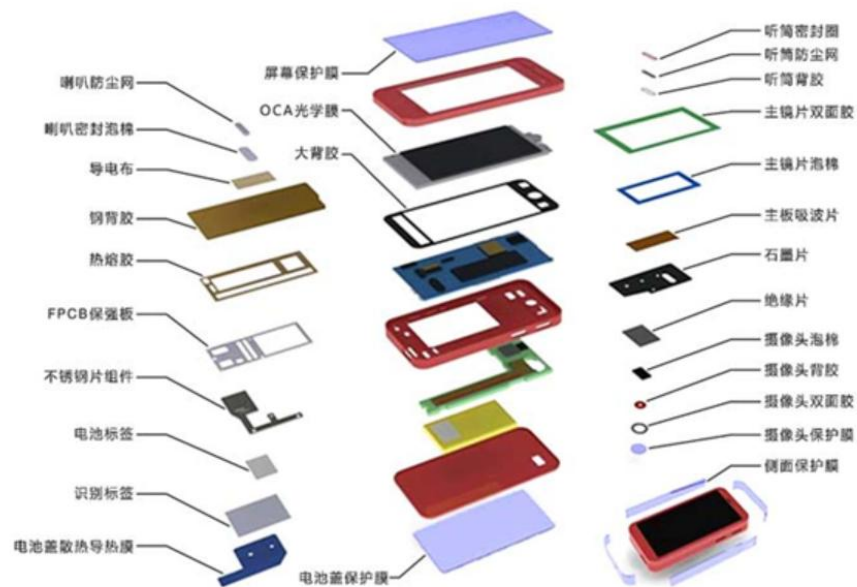
插图目录

图 1: 手机的主要功能件.....	3
图 2: 安洁科技 2016 年收入结构（2016 年威博精密尚未合并报表，此为追溯调整数据，亿元）.....	3
图 3: 安洁科技各个季度期间费用率情况.....	4
图 4: 应用于苹果 3D touch 的功能件示意.....	4
图 5: 功能件模切行业主要企业 2016 年功能件业务营收规模对比.....	5
图 6: 威博精密主要产品.....	6
图 7: 威博精密承诺利润.....	7
图 8: 新星控股营业收入.....	7
图 9: 汽车电子领域，公司深度绑定 tesla，提供多类金属件、非金属功能件产品.....	8

1 消费电子结构件领军企业地位牢固

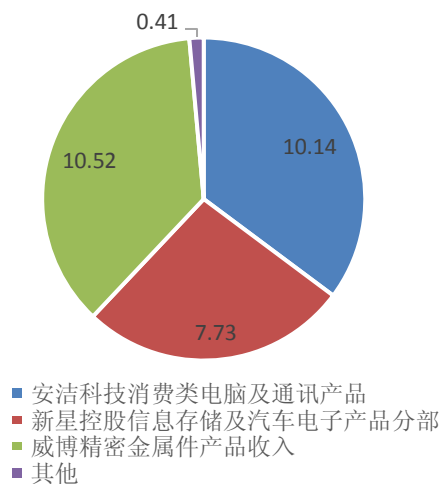
安洁科技是国内非金属功能件件的龙头企业，产品广泛应用于手机、笔记本电脑的散热、粘贴、隔磁、导磁等领域。公司 2017 年收购威博精密之后，开启了由非金属件向金属件渗透的发展路径，形成了非金属与金属全方位的服务能力，能为客户提供更加完整的配套服务。2017 年 8 月，公司将威博精密纳入并表范围。整合威博精密之后，公司将在金属与非金属结合的产品上发力，为客户提供更优质的服务。

图 1：手机的主要功能件



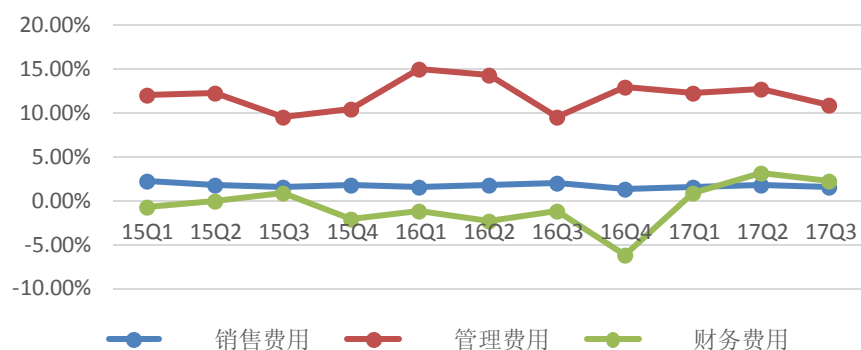
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 2：安洁科技 2016 年收入结构（2016 年威博精密尚未合并报表，此为追溯调整数据，亿元）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3：安洁科技各个季度期间费用率情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2 无线充电、OLED 等创新驱动功能件需求持续成长

非金属功能件承担了散热、隔磁、粘贴、防水等多种多样的功能，跟随手机创新的大浪潮不断产生新的应用产品。

无线充电和 OLED 的应用驱动功能件产品走向更多样化的功能要求。无线充电的设计方案必须充分考虑散热、隔磁、导磁、防水的问题，只有采用多种材料复合的新型功能件才能满足设计要求。随着无线充电应用的推广，相应的高价值量功能件产品市场空间持续增长。

图 4:应用于苹果 3D touch 的功能件示意



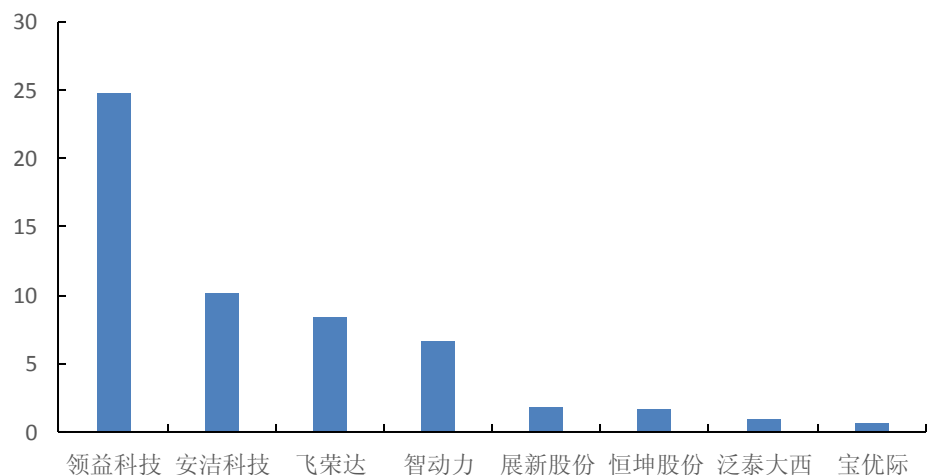
资料来源：互联网公开资料、东兴证券研究所

3 功能件定制化程度高，市场份额趋于向龙头集中

功能件产品的定制化程度高，需要根据客户产品的内部结构做定制化的设计，基本上不同手机产品的功能件形状各不相同。多种功能薄膜材料的复合功能件产品的加工精密密度要求高，少数几家龙头企业凭借优质的产品及服务垄断了中高端功能件市场。

功能件模切行业处于有序良性竞争状态，第一梯队企业规模在 10 亿人民币营收左右，代表企业有领益科技、BYOD、安洁科技、智动力、飞荣达等企业。第二梯队企业年营收规模在 1-2 亿之间，以恒坤股份，金禾新材，宝优际，泛泰大西，达瑞电子，展新股份，怡钛积等为主要代表。第一梯队企业深度绑定消费电子一线大品牌企业，形成了明显的规模优势，而第二梯队企业受限于规模不足，普遍处于盈亏平衡状态。

图 5：功能件模切行业主要企业 2016 年功能件业务营收规模对比



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

4 收购威博精密，形成结构件全方位服务能力

公司收购威博精密，跨入消费电子金属件行业，形成了非金属功能件与金属结构件的全方位服务能力。威博精密是 Oppo、Vivo、小米等国产手机品牌的金属结构件主力供应商，积淀了丰厚的客户资源。安洁科技主要服务北美 A 客户、微软等国际一线客户，与威博精密在客户资源上形成互补。未来 2-3 年，公司将持续推进全面服务客户战略，向国际客户导入威博精密的金属结构件产品，向国内一线客户持续导入安洁本部的非金属产品。我们判断，随着威博精密与安洁科技之间的资源整合红利释放，公司盈利会实现“1+1>2”的效果。

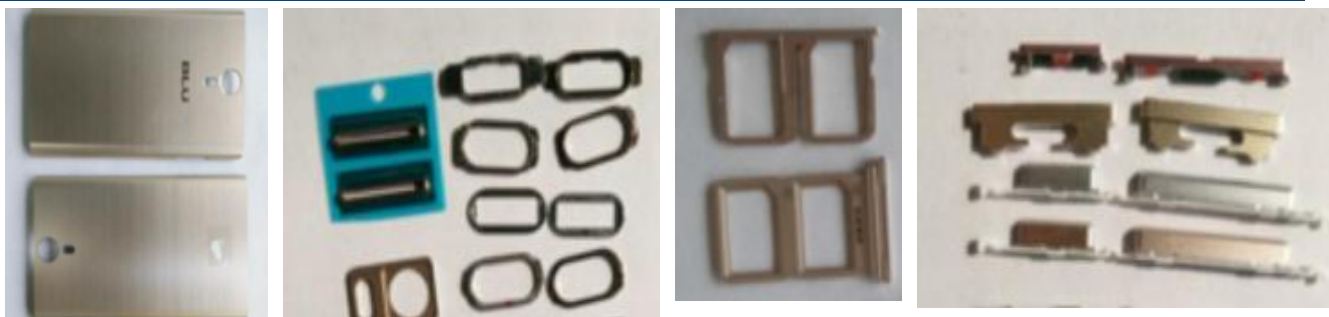
表 1: 威博精密 2016 年主要客户及营收贡献

客户名称	销售金额（万元）	占威博精密收入比例（%）	手机终端品牌
维沃通信科技有限公司	32,259.40	31.99	VIVO
广东欧珀移动通信有限公司	26,663.15	26.44	OPPO
南昌欧菲生物识别技术有限公司	11,864.65	11.77	VIVO、OPPO、小米、联想、华为等
小米通讯技术有限公司	9,132.69	9.06	小米
东莞东聚电子电讯制品有限公司	5,832.11	5.78	OPPO、VIVO、华为、HTC
合计	85,752.00	85.04	

资料来源：wind，东兴证券研究所

威博精密的核心产品主要是外部小件产品，主要包括按键类产品、卡托、装饰件类产品，三大产品为 2016 年贡献了 9.2 亿营收，占收入的 92%。以国产品牌手机销量 5 亿部销量测算，公司在国产手机市场的份额在 5%-15%，外部小件业务中长期看依然有 1-2 倍成长空间。

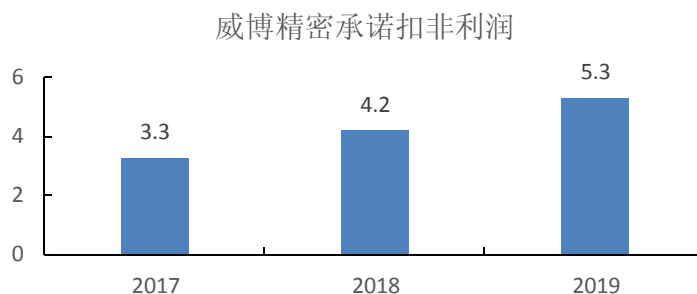
图 6：威博精密主要产品



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

威博精密从 16 年开始切入金属机壳产业，从金属小件向金属大件做产品延伸。公司在 16 年取得 220 万片的金属机壳的优秀销售成绩。

图 7：威博精密承诺利润



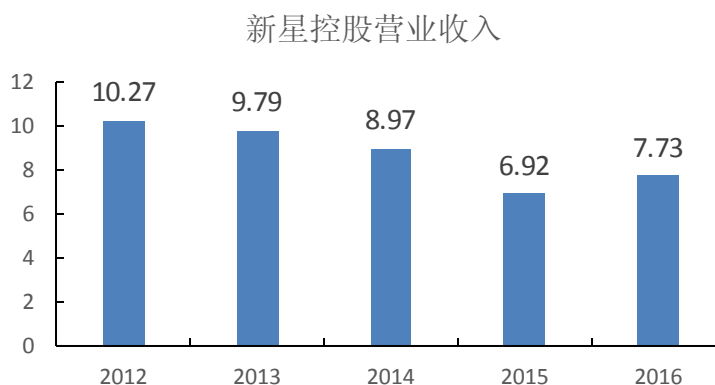
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5 布局新能源汽车业务，储备中长期成长动力

公司于 2014 年用 8.2 亿元收购新星控股，首次尝试布局金属件业务，获得了面向硬盘存储及汽车应用的金属件产品线。

新星控股的产品生产产线主要在苏州和泰国。在 2016 年，新星控股实现了 7.7 亿营业收入，其中七成左右来自硬盘产品线收入，三成左右来自汽车产品线收入。新星控股主要为博世集团配套生产金属件产品，产品包括 ABS ECU、安全气囊 ECU、发动机 ECU、媒体导航仪、中控显示屏等产品的精密金属结构件。硬盘产品线主要包括硬盘顶盖、磁盘夹具、磁盘分离器等。

图 8：新星控股营业收入



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

在汽车电子领域，公司以服务大客户为核心。目前在特斯拉供应链体系中的地位愈来愈重要，向 tesla 单辆汽车供应的零部件价值量达到了 150 美金，预计明年出货量将超过 20 万台，贡献 3000 万美金销售收入。

图 9：汽车电子领域，公司深度绑定 tesla，提供多类金属件、非金属功能件产品



资料来源：公东兴证券研究所

6 风险提示

新产品客户开拓不及预期

7 盈利预测与估值

我们看好公司收购威博精密的业务协同红利，预计公司将产生“1+1>2”的整合红利，业务协同红利将加速公司向国内客户导入非金属产品，向国际客户导入金属件产品的进程。

我们预测公司 2017-2019 年营业收入分别为 31.37 亿元、74.85 亿元、94.92 亿元，归母净利润分别为 5.23 亿元、12.86 亿元、16.46 亿元，EPS 分别为 0.69 元、1.71 元、2.19 元，目前股价对应 P/E 分别为 53 倍、21 倍、17 倍，给予“强烈推荐”评级。

表 2：公司盈利预测表

资产负债表						单位:百万元		利润表			单位:百万元	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
流动资产合计	1772	1921	3053	8810	14409	营业收入	1880	1828	3137	7485	9492	
货币资金	625	976	1574	4497	6536	营业成本	1247	1167	2001	4702	5952	
应收账款	559	531	911	2174	2757	营业税金及附	10	11	19	44	56	
其他应收款	11	5	9	21	26	营业费用	34	32	54	129	164	
预付款项	5	7	11	21	34	管理费用	202	232	399	952	1207	
存货	292	199	341	802	1015	财务费用	-12	-49	-6	-30	-55	
其他流动资产	276	199	199	199	199	资产减值损失	39.27	4.76	5.00	5.00	5.00	
非流动资产合	1316	1335	1829	2102	2159	公允价值变动	-0.51	-0.40	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	6.46	16.89	16.00	16.00	16.00	
固定资产	828.24	816.93	1060.11	1342.01	1198.92	营业利润	366	446	682	1698	2180	
无形资产	201	194	298	291	285	营业外收入	13.00	17.81	17.00	18.00	17.00	
其他非流动资	6	10	0	0	0	营业外支出	3.79	2.56	2.00	2.00	2.00	
资产总计	3088	3256	4881	10912	16568	利润总额	375	462	697	1714	2195	
流动负债合计	682	599	570	1200	1491	所得税	73	78	174	429	549	
短期借款	308	210	0	0	0	净利润	302	383	523	1286	1646	
应付账款	280	263	444	1044	1321	少数股东损益	-5	-4	0	0	0	
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净	307	387	523	1286	1646	
一年内到期的	0	0	0	0	0	EBITDA	653	699	800	1841	2297	
非流动负债合	70	59	36	4383	8398	BPS（元）	0.82	1.00	0.69	1.71	2.19	
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	
负债合计	752	657	606	5583	9889	成长能力						
少数股东权益	14	9	9	9	9	营业收入增长	157.14%	-2.81%	71.67%	138.55%	26.82%	
实收资本(或股	389	389	752	752	752	营业利润增长	159.08%	22.15%	52.74%	149.02%	28.34%	
资本公积	1253	1254	2132	2132	2132	归属于母公司	35.04%	145.95%	35.04%	145.95%	28.02%	
未分配利润	632	874	1140	1796	2635	获利能力						
归属母公司股	2322	2589	4307	5361	6711	毛利率(%)	33.67%	36.14%	36.21%	37.17%	37.30%	
负债和所有者	3088	3256	4881	10912	16568	净利率(%)	16.07%	20.98%	16.66%	17.18%	17.34%	
现金流量表						总资产净利润	11.73%	9.94%	11.89%	10.71%	11.78%	
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	13.22%	14.95%	12.14%	23.98%	24.53%	
经营活动现金	235	567	257	-764	-1492	偿债能力						
净利润	302	383	523	1286	1646	资产负债率(%)	24%	20%	12%	51%	-	
折旧摊销	299.16	301.49	0.00	143.10	143.10	流动比率	2.60	3.21	5.35	7.34	9.67	
财务费用	-12	-49	-6	-30	-55	速动比率	2.17	2.88	4.76	6.68	8.98	
应收账款减少	0	0	-380	-1263	-583	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.58	0.77	0.95	0.69	
投资活动现金	-289	-3	-609	-460	-243	应收账款周转	4	3	4	5	4	
公允价值变动	-1	0	0	0	0	应付账款周转	7.05	6.73	8.88	10.06	8.03	
长期股权投资	0	0	0	0	0	每股指标（元）						
投资收益	6	17	16	16	16	每股收益(最新	0.82	1.00	0.69	1.71	2.19	
筹资活动现金	377	-255	950	4146	3774	每股净现金流	0.83	0.79	0.80	3.88	2.71	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最	5.97	6.66	5.73	7.13	8.92	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	208	0	363	0	0	P/E	44.73	36.68	52.78	21.46	16.76	
资本公积增加	592	1	878	0	0	P/B	6.14	5.51	6.41	5.15	4.11	
现金净增加额	322	309	598	2922	2039	EV/EBITDA	21.37	19.31	32.53	12.55	9.17	

资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学研究生，2016 年加入东兴证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。