

安洁科技 (002635)

消费电子+新能源汽车驱动新一轮成长 买入 (首次)

2022 年 11 月 24 日

证券分析师 马天翼

执业证书: S0600522090001

maty@dwzq.com.cn

研究助理 金晶

执业证书: S0600122090062

jinj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,884	4,399	5,617	7,279
同比	34%	13%	28%	30%
归属母公司净利润 (百万元)	199	312	453	653
同比	-58%	57%	45%	44%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.46	0.66	0.96
P/E (现价&最新股本摊薄)	46.53	29.67	20.43	14.19

关键词: #新产品、新技术、新客户 #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

■ **新业务快速放量, 业绩迎新一轮快速增长机遇:** 公司深耕消费电子功能件市场, 打造核心业务同时通过不断向上游新材料领域和下游模组类产品发展, 公司“材料-零件-组件-模组”的研发创新能力持续深化, 提供一站式的产品解决方案。当前产品重点布局消费电子、新能源车、信息存储三大场景, 通过与国际大客户深度合作, 公司新能源车业务快速起量, 营收占比 22H1 近 30%。公司不断扩大业务范围, 横向扩张进军 5G 通讯、大功率无线充电系统、氢燃料电池等新兴市场, 公司业绩迎来新一轮快速增长机遇。

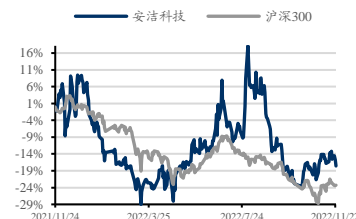
■ **大客户手机持续创新, 公司功能件有望迎来量价齐升:** 公司是国际领先品牌的核心精密功能件供应商。受益大客户智能手机、VR 产品创新, 公司需要不断升级和改进相关功能件方案, 这将会带来单机价值量显著提升。同时, 子公司适新科技、威博精密的协同效应有望逐渐显现, 未来相关金属结构件也有望导入更多主要客户中, 持续拓展产品线。公司有望充分受益产品量价齐升的趋势。

■ **借助新能源汽车巨头迎来快速发展机遇:** 国际新能源汽车巨头销量持续快速增长, 2021 年大客户新能源车交付量达到 93.62 万辆, 超过前两年交付总和。2021 年客户国内工厂新建完成, 产能持续爬坡, 完全达产后国内工厂纯电动汽车产能将达到 75 万台, 德州和柏林新建工厂预计产能分别为 25 万台, 随着新工厂产能释放, 国际新能源汽车客户销量有望保持快速增长势头。公司新设美国工厂目前正在产能建设中, 预计 2023 年开始贡献营收。公司已成为国际新能源车巨头的核心供应商, 并不断扩宽新能源配套品类, 从新能源储能设备的能量收集件, 到新能源汽车电池等核心零部件的配件, 再到新能源汽车大功率无线充电系统, 单车价值量将伴随产品线的拓展实现持续快速提升, 远超过手机的单机价值。新能源车业务将快速成为公司新的业绩贡献点。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.46、0.66、0.96 元, 可比公司 22-24 PE 均值为 53/16/12 倍, 公司当前市值对应 PE 分别为 30/20/14 倍, 我们看好公司在新能源车领域的快速发展及整体产品价值量提升带来的毛利率、净利率提升, 给予公司 23 年 30 倍 PE, 对应目标市值 136 亿元, 首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 核心客户智能手机销量不及预期、新能源汽车销量不及预期、新品研发进展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.27
一年最低/最高价	11.54/19.18
市净率(倍)	1.54
流通 A 股市值(百万元)	5,459.97
总市值(百万元)	9,066.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.63
资产负债率(% ,LF)	24.13
总股本(百万股)	683.24
流通 A 股(百万股)	411.45

相关研究

内容目录

1. 聚焦功能结构件，垂直整合与横向扩张战略清晰	4
1.1. 拓展三+N应用场景，21Q3迎业绩拐点	4
1.2. 核心大客户持续合作，竞争优势突出	6
2. 消费电子领域受益于大客户创新，业绩稳定增长	7
2.1. 伴随核心客户一同成长，手机、VR迎来功能件量价齐升	7
2.2. 子公司持续优化管理，产品与客户协同效应逐步显现	11
3. 借助新能源汽车巨头，迎快速发展机遇	12
3.1. 公司产品打入新能源车客户核心供应链	12
3.2. 深度受益于新能源车大客户产能突破与国产化提升	12
3.3. 大功率无线充电一站式布局，充分受益行业快速增长	14
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	18

图表目录

图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司主要产品按下游分	5
图 3: 公司营业收入	5
图 4: 公司营业收入（单季度）	5
图 5: 公司归母净利润（年度）	6
图 6: 公司归母净利润（单季度）	6
图 7: 公司一站式精密制造布局体现综合竞争优势	6
图 8: 公司研发费用逐年增长	7
图 9: 功能性器件行业在整个消费电子产业链中所处地位	8
图 10: 2021 年全球前六大品牌 5G 手机	9
图 11: OLED 屏幕出货量逐步渗透	9
图 12: 4G 和 5G 手机散热模组对比	9
图 13: VR/AR 设备未来有望呈现阶段性成长趋势	10
图 14: VR 光学及显示主要技术路径	10
图 15: 威博精密精密结构件产品类别	11
图 16: 金属注射成型技术流程	11
图 17: 安洁科技和子公司适新合作开发新能源产品	12
图 18: 全球和中国新能源车销量预测	13
图 19: 中国新能源乘用车渗透率（%）	13
图 20: 大客户加速新能源车交付	13
图 21: 公司新能源汽车业务占比	14
图 22: 2020 年无线充电产业链及利润分布	14
图 23: 公司材料+线圈+模组一站式布局	14
图 24: 无线充电市场规模及预测（亿美元）	15
图 25: 2021 年无线充电市场分布	15
图 26: 公司新能源汽车无线充电系统	16
图 27: 安洁科技分业务预测	17
图 28: 可比公司估值（截至 2022 年 11 月 22 日）	18

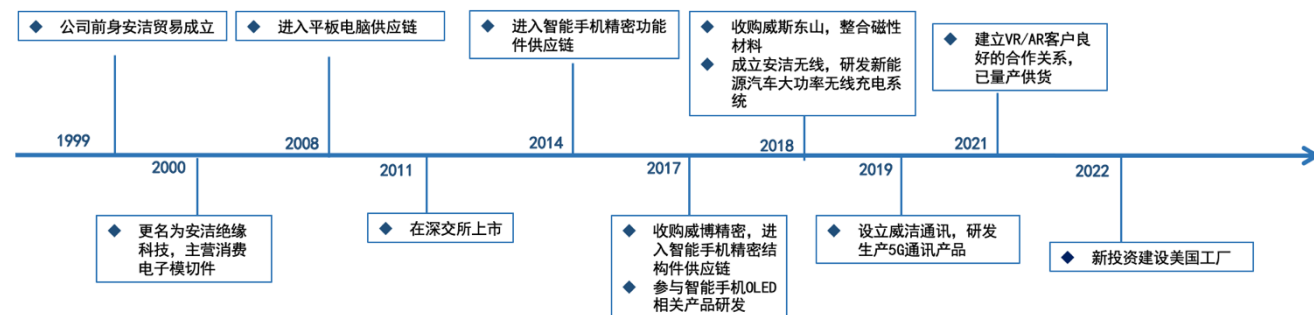
1. 聚焦功能结构件，垂直整合与横向扩张战略清晰

安洁科技是国内领先的消费电子精密零部件生产商，以功能件起步，逐渐成为一站式精密制造平台型企业。公司具备精密模切、精密冲压、CNC、表面处理、微量注塑、MIM 等精密制造工艺，为智能手机、电脑、智能穿戴、智能家居、信息存储设备和新能源汽车等提供精密功能件、结构件产品、模组类产品。通过不断向上游新材料领域和下游模组类产品发展，公司“材料-零件-组件-模组”的研发创新能力持续深化，可提供一站式的产品解决方案。公司不断扩大业务范围，横向扩张进军 5G 通讯、大功率无线充电系统、氢燃料电池等新兴市场。

1.1. 拓展三+N 应用场景，21Q3 迎业绩拐点

横向扩张，立足核心业务的同时，也在积极进军未来重点行业。公司深耕消费电子功能件市场，立足模切工艺，打造核心业务，积累了模切件业务相关的技术团队、客户资源、研发和生产能力，主营产品包括智能手机、电脑等消费电子内部功能件（用于防水、防尘、吸震、屏蔽、增强信号、导热、粘贴、缓冲等）和外部功能件（触控面板、视窗防护玻璃等）。2014 年通过收购新星控股切入信息存储金属结构件产品，2017 年公司收购威博精密，增加消费电子金属结构件产品，2018 年公司收购威斯东山进入磁性材料领域，以此为基础切入无线充电和 5G 通信行业。公司已形成集合消费电子、新能源汽车、智能穿戴、智能家居、无线充电、5G 产品的复合型产品体系。

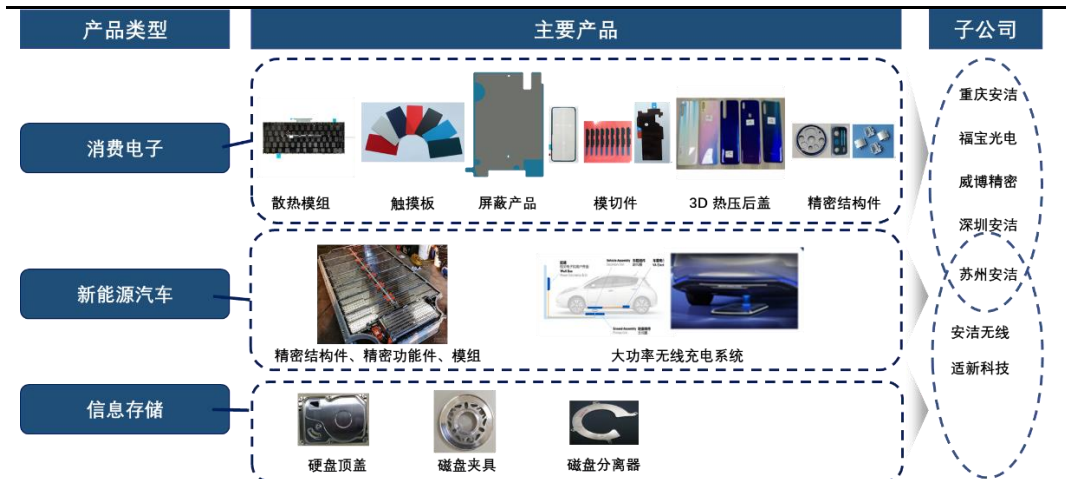
图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

按照下游应用分，公司当前产品主要布局消费电子、新能源车、信息存储三两大场景。其中消费电子领域公司主要产品包括消费电子精密功能器件、精密结构件、模组类产品等；新能源车领域除了提供精密功能性器件、精密金属结构件、模组类产品外，公司还切入新能源汽车大功率无线充电领域（2021 年已获得定点项目，2023 年实现小批量量产），并已在氢燃料电池核心部件进行研发和生产；信息存储领域公司主要提供硬盘顶盖、磁盘夹具、磁盘分离器等精密结构件。

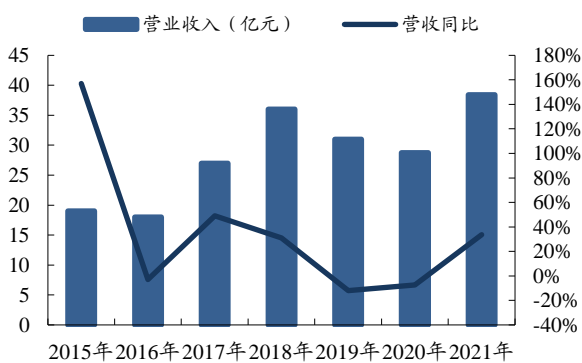
图2：公司主要产品按下游分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

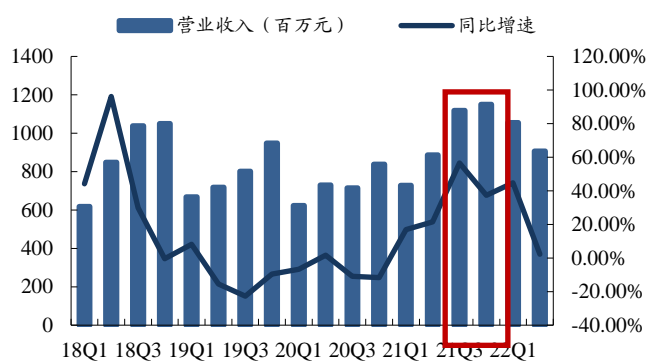
21Q3 迎业绩拐点，大客户保持快速发展。公司营业收入从 2015 年的 19 亿元，增长到 2018 年的 36 亿元，19、20 年，由于 4G 手机出货量放缓，5G 手机尚未起量，消费电子市场低迷，公司营收出现持续下滑，21 年公司受益于 5G 手机、新能源汽车快速起量，国际大客户出货量保持快速增长，公司在 21Q3 迎来业绩拐点。归母净利润也逐步增长，从 2015 年的 3.07 亿元，增长到 2018 年的 5.47 亿元，2019 年，由于公司收购的威博精密和威斯东山业绩不达预期，计提了 21.5 亿商誉减值影响了全年利润，2022 年第三季度公司账面商誉仅剩下 2.52 亿元，商誉风险已经充分释放。今年上半年公司归母净利润为 1.37 亿元，同增 381.16%，扣非归母净利润达 1.34 亿元，同增 851.47%。随着大客户手机不断创新、5G 手机放量、新能源车和可穿戴放量，公司业绩有望迎来新一轮快速增长。

图3：公司营业收入



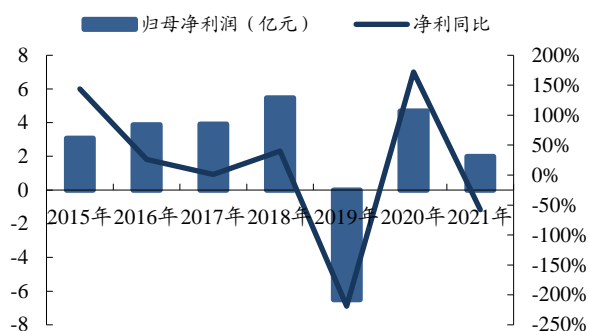
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公司营业收入（单季度）



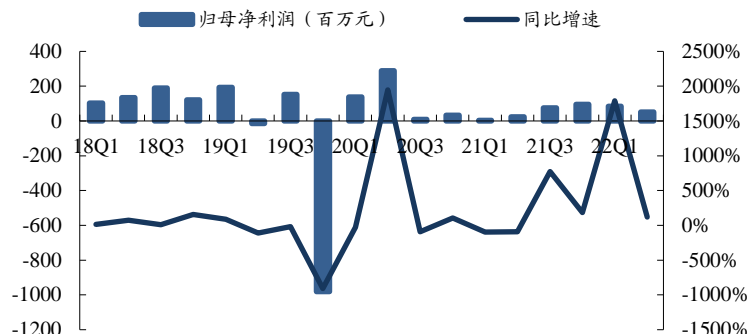
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5: 公司归母净利润 (年度)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 公司归母净利润 (单季度)



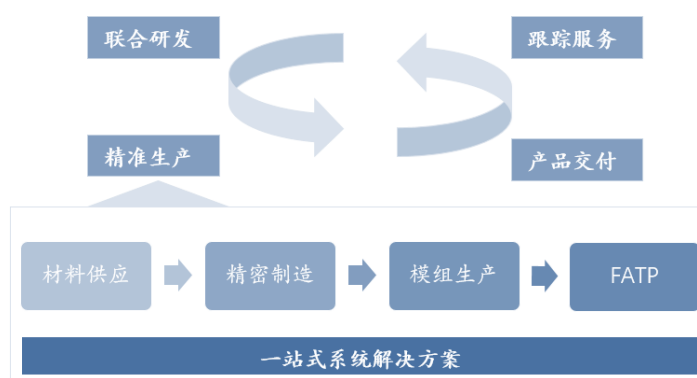
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 核心大客户持续合作，竞争优势突出

一站式布局，快速反应客户需求。目前公司具备原材料供应-精密制造-模具制造-FATP 全产业链布局，能够提供一站式系统解决方案。公司从配合客户进行产品设计研发，一站式精密制造，及时可靠的物流配送到后期跟踪服务，在各个环节快速响应客户需求。公司能支持客户推进研发进度，加快项目落地，进一步增强客户粘性。

核心客户联合研发，量产出货降低成本。安洁科技自 2008 年起与国际智能手机头部客户长期合作。2016 年开始供货新能源车核心客户，并且已切入新能源车无线充电系统供应链。此外公司拥有微软、谷歌、联想 VIVO、OPPO、小米等核心客户群体。公司与核心客户形成亲密互信合作关系，参与客户最新技术研发，客户粘性高。与大客户合作具备规模效应，能够显著降低成本，增加盈利能力。

图7: 公司一站式精密制造布局体现综合竞争优势

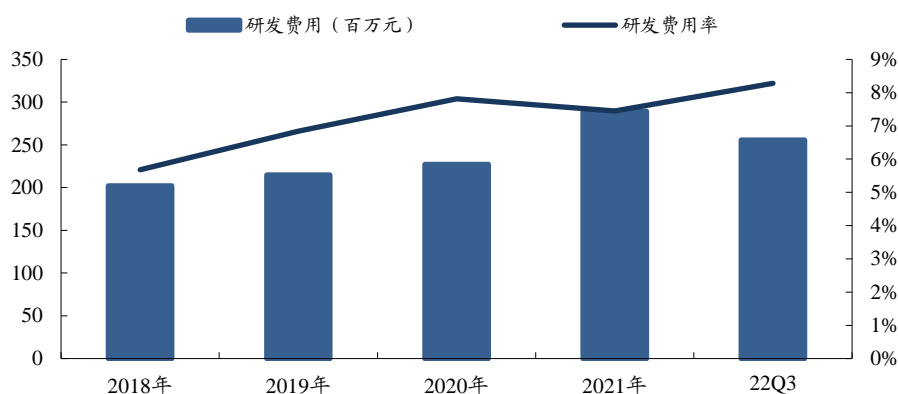


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

加大研发投入，推动企业成长。公司持续加大研发投入，研发费用从 2018 年的 2.02 亿元增长到 2021 年 2.89 亿元，研发费用率从 2018 年的 5.68% 增长到 22 前三季度的 8.28%。公司大量研发费用被用于新能源汽车、消费电子产品迭代升级和 5G 通讯产品项目中。

多项技术提早布局，成效显著。3D 热压技术快速成长，MIM 持续投入，大功率无线充电系统研发进展有初步成果。随着智能手机金属后盖被淘汰，3D 热压复合板材后盖凭借性价比优势占领中低端市场，威博精密目前 3D 热压后盖技术领先，日产能持续提升。随着智能终端精密化复杂化发展，MIM 技术越来越多地被应用于智能手机（摄像头圈、卡托、折叠屏铰链）、笔电、智能手表等产品，威博精密加大 MIM 投入，顺应技术发展潮流。大功率无线充电系统方面，公司已获取 WiTricity 专利授权，依托磁性材料供应-线圈技术-模组-FATP 布局，加紧研发新能源汽车大功率无线充电系统，新能源汽车大功率无线充电系统样机订单已经出货，未来有望与主要客户进一步合作。

图8：公司研发费用逐年增长



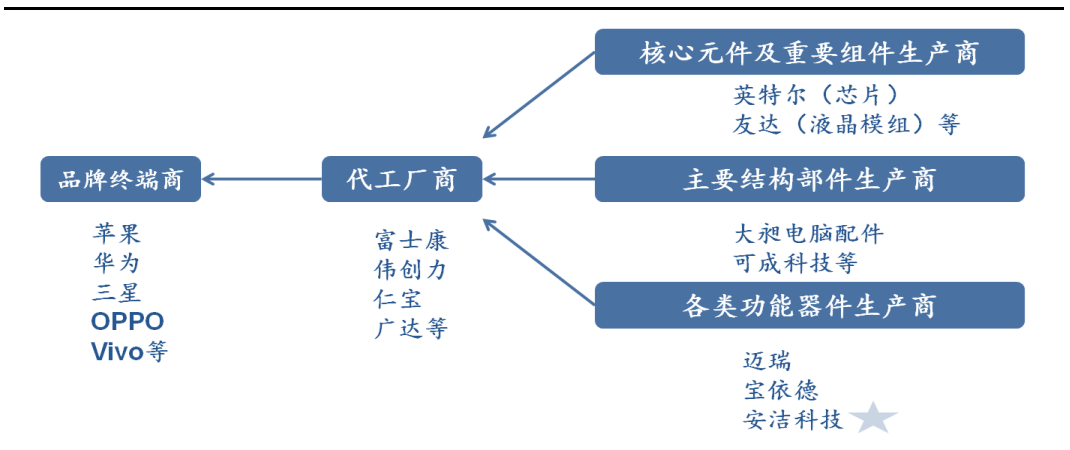
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 消费电子领域受益于大客户创新，业绩稳定增长

2.1. 伴随核心客户一同成长，手机、VR 迎来功能件量价齐升

小功能器件吸引大客户。虽然就单个功能性器件而言，价值量相对较小，但它仍是消费电子中必不可少一部分，且随着手机、平板等不断创新，智能穿戴的不断放量，对功能器件需求以及要求不断提升。根据公司 2021 年报，精密功能件占智能手机 BOM（即 Bill of Material，物料清单）成本的约 5~10%，占零售价的约 3~5%，单机价值量有望在 5G 换机期间保持 10~20%增速。放眼整个功能性器件行业，在消费电子产业链条中处于配套加工环节，产量取决于消费者对最终消费电子产品的需求，因此与终端品牌客户保持长久且深入的合作关系并不断拓展新的合作关系是保证长期业绩的关键。

图9：功能性器件行业在整个消费电子产业链中所处地位



数据来源：东吴证券研究所

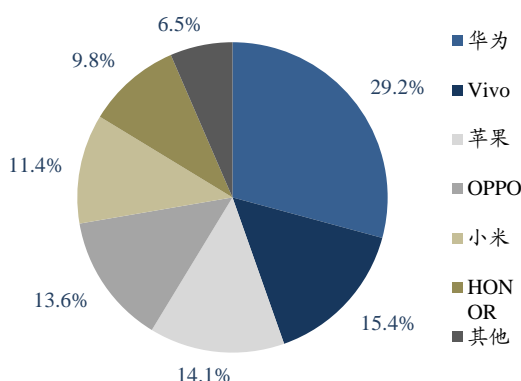
公司跟随核心客户创新共同成长。自安洁科技 2005 年进入大客户产业链以来，就开始为大客户的产品提供绝缘胶带、背光铭牌等粘贴、绝缘、屏蔽和缓冲功能性器件。多年来，公司跟随大客户创新共同成长，为顺应其对 OLED、5G、无线充电等新技术带来的智能终端需求，在供应链上不断延伸产品线，提供功能创新所配套的结构件产品，公司的产品逐步从单一的消费电子功能器件扩展到综合覆盖精密结构件、无线充电、3D 热压复合板材后盖、散热、5G 通讯等多元化零组件、模组与配件类产品。

受益于大客户 5G 手机销售稳定增长及功能件单机价值量提高，公司相关功能件出货量有望大幅增加。随着 2019 年 5G 元年开启，智能手机从 4G 演进至 5G，迎来新一轮高涨的换机需求。根据 IDC 预测数据，2022 年 iPhone 销量 2.37 亿部，2023 年有望达到 2.39 亿部。

随着主要客户 5G 新机出货量的增加，公司所提供的 5G 相关配套组件的出货量也会随之增加，例如散热组件等相关产品。安洁科技也供货部分安卓大客户，安卓 5G 手机出货量的增加也会带动公司功能件的出货。此外，基于在大客户积累的优异产业链经验，安洁科技有望获得更多安卓客户的订单。

受益于大客户手机创新，公司供货 ASP 持续提升。随着 5G 手机的不断普及，大客户产品创新驱动安洁科技不断升级和改进配套的功能件产品，同时也带来公司供货的单机价值量不断提升。公司供货价值量持续提升主要基于以下两个原因：一方面公司提供的功能件配合智能手机升级而不断做出改进；另一方面，公司为大客户的 5G 手机提供的产品增加了散热、屏蔽新产品。

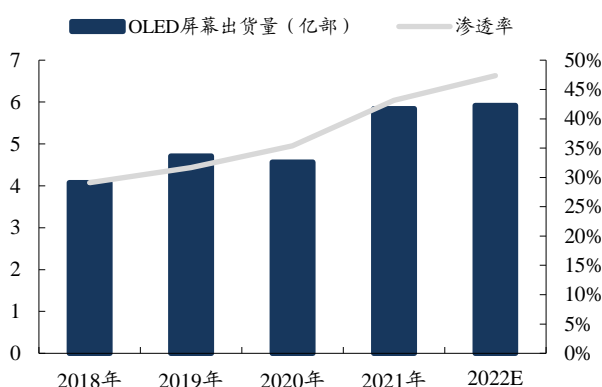
图10: 2021 年全球前六大品牌 5G 手机



数据来源: 每日互动, 东吴证券研究所

公司长期受益于手机创新持续升级。OLED、无线充电、5G 等新技术频出, 对智能终端设备的性能提出了更高的要求, 智能终端厂商需要通过新的产品设计、工艺研发实现产品的迭代更新。随着柔性 OLED 技术的成熟, 柔性 OLED 有望成为 5G 手机的标配, 根据 DSCC 的预测, 2022 年 OLED 手机屏幕出货量预计为 5.92 亿部, 渗透率有望达到 47%, 据 Trend Force 预测, 2023 年 OLED 手机屏幕渗透率将提升至 50% 以上。OLED 自身发热量大、电子元器件之间电磁干扰强, 需要搭配新一代具备屏蔽器件和散热功能的模组来解决这些问题; 同时 5G 手机发热量更大, 手机本身向着超薄的方向发展, 5G 手机的散热方案必将呈现出多种散热产品并存、材料工艺不断创新的新局面, 带来价值量进一步提升; 无线充电技术逐步应用于移动终端, 对结构性材料也不断提出更高的要求, 公司能提供纳米晶、铁氧体等新材料以及无线充电模组等。未来安洁有望充分受益于智能手机持续创新。

图11: OLED 屏幕出货量逐步渗透



数据来源: DSCC, IDC, 东吴证券研究所

图12: 4G 和 5G 手机散热模组对比

	4G 手机	5G 手机
材料方案	人工石墨	人工石墨 (厚、多层) +VC/热管
单机价值	3-5 元	石墨 (10 元) +VC (15 元) /热管 (5-10 元)
理论规模	50 亿左右	200 亿左右

数据来源: 东吴证券研究所

VR 技术创新拉动功能件需求, 出货量长期来看有望突破数亿部。我们认为, 硬件迭代+内容成熟是 VR/AR 第一阶段的驱动因素, VR 设备在泛娱乐领域的年出货量级有望达到 3000 万部以上; 应用场景拓展及科技巨头生态布局构成第二阶段成长驱动, VR 设备成熟、AR 设备进入消费级市场, 整体年度出货有望达到大几千万量级; 长期

来看，随着 VR/AR 设备成为元宇宙重要入口，多领域逐渐刚需，每年出货量级有望突破数亿部。

图13：VR/AR 设备未来有望呈现阶段性成长趋势

	阶段一（未来1-3年）	阶段二（未来3至5年）	阶段三（未来5-10年）
出货量级预测	3000万+部	6000万+部	数亿部
预测依据	全球游戏机市场约5000万部，泛娱乐领域的VR设备出货天花板在此基础上折扣得出	应用场景拓展后产品使用目标由家庭拓展至个人，户均设备数有望翻倍	部分领域可替代智能手机（结合其他穿戴设备），刚需的渗透速度极快
驱动因素	国内外主流品牌VR硬件迭代；成本及售价降低；游戏内容丰富化	创造出新领域的需求（基于社交等属性潜力大）；科技巨头生态完善；AR技术成熟	出现突破体验效果及应用瓶颈的契机（如交互及显示技术）；特定产品迭代成熟
主要格局	Meta、Sony、Pico、苹果等，产品形态及定位各异	Meta、苹果、谷歌、Pico、腾讯等，社交属性及C端应用市场是主战场	集中度向科技巨头集中，少数品牌成为产业风向标

数据来源：Trendforce，东吴证券研究所预测

技术创新方面，光学模块，VR 以菲涅尔透镜方案为主流，短焦方案因轻薄设计成为未来产品趋势；显示层面，4K FAST-LCD 因能够量产和成本低廉，成为应用落地的核心方案，但同时 Micro-OLED 等新方案也在积极研发并逐渐商用中。

图14：VR 光学及显示主要技术路径



数据来源：VR 陀螺，东吴证券研究所

国际大客户第一代 MR 产品有望 23 年面市。大客户深耕 MR/AR 产业多年，公司预计 23 年初首先推出 MR 产品，可视作 VR 的交互升级形态，有望搭载 M 系列自研芯片、硅基 OLED 显示屏及 10 颗以上摄像头，同时主打轻薄化。MR 兼具 VR 的沉浸式与 AR 的交互性特点，轻薄、高效交互是产品设计的核心原则，应用场景有望多元化，此前大客户消费电子设备中的 AR 相关功能可作为潜在应用场景的参照依据。公司大

客户战略及功能件的定制化积累有望受益。

2.2. 子公司持续优化管理，产品与客户协同效应逐步显现

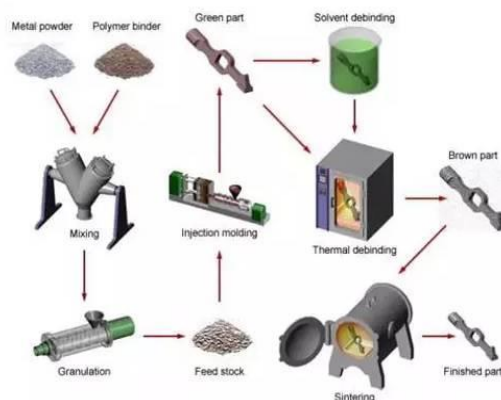
威博精密轻装上阵，未来增量可期。2017 年安洁科技并购威博精密，布局消费电子精密结构件。威博精密具有冲压、锻造、CNC 加工、金属打磨、激光雕刻、MIM（金属注射成型）、纳米注塑、金属喷砂、阳极氧化、研磨、点胶组装等全制程工艺。主要客户覆盖 OPPO、vivo、小米、H 客户等安卓主要客户。17-19 年，由于安卓客户竞争压力大、精密结构件产品价格下滑，同时新产品处于布局阶段，公司对收购威博精密产生的商誉进行了大额计提。威博精密目前已经实现轻装上阵，未来威博精密成长存在显著增量：新能源汽车精密结构件业务导入；围绕精密金属小件传统优势业务，未来重点巩固国内客户和进入国际客户产业链；3D 热压复合板材后盖产能实现突破，随着中低端 5G 手机逐渐标配，今年出货量有望迎来快速增长，良率提升后利润率有望增加；MIM 技术附加值更高，正逐步投产，目前正加大产能与客户拓展，逐步依次为国内外主要客户供货，未来利润率有望进一步提升。

图15：威博精密精密结构件产品类别



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图16：金属注射成型技术流程



数据来源：欧能，东吴证券研究所

补充精密结构件，实现金属与非金属、功能件与结构件协同。威博精密主要产品是消费电子精密结构件，与安洁科技模切件互为补充，充分发挥其传统金属件加工技术优势。安洁科技进入智能手机精密金属件领域，完善了公司金属与非金属、内外部功能件布局，有助于公司打造精密零组件平台，为消费电子、新能源和汽车行业提供功能性器件整体解决方案。

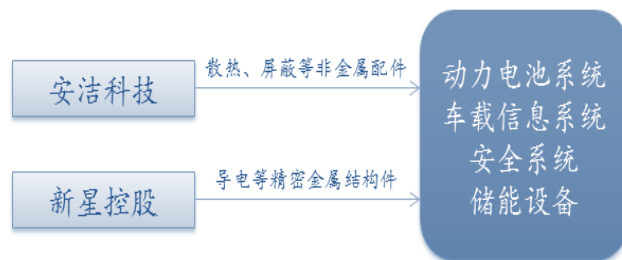
通过持续优化管理，子公司明年有望得到较大改善。受到 19 年以来消费电子市场低迷及客户结构影响等原因，威博精密持续处于亏损状态，通过业务调整、新业务导入及成本管控等措施，子公司威博经营情况有望在 2023 年得到较大改善。

3. 借助新能源汽车巨头，迎快速发展机遇

3.1. 公司产品打入新能源车客户核心供应链

公司积极开拓新能源汽车业务。16 年进入全球新能源汽车巨头的供货体系，为其提供精密结构件，成为极少数与新能源国际客户建立专属工厂的供应商之一。公司在新能源汽车领域业务由安洁科技和子公司适新科技、安洁无线开发，主要是为汽车行业的客户提供定制化、一站式的智能硬件及系统解决方案，主要包含应用及材料两部分，应用主要包括新能源大功率无线充电系统、动力电池模组零部件、充电端口、充电桩、储能设备等；材料主要包括手机及汽车无线充电专用磁性材料及器件(镍锌铁氧体等)。适新科技基于与博世的战略合作关系，可配套汽车金属结构件，配合度、及时性、响应能力得到客户认可；安洁科技散热、屏蔽、缓冲等非金属功能件也可广泛应用于新能源汽车动力电池系统、车载系统等核心部件及相关储能设备中。

图17：安洁科技和子公司适新合作开发新能源产品

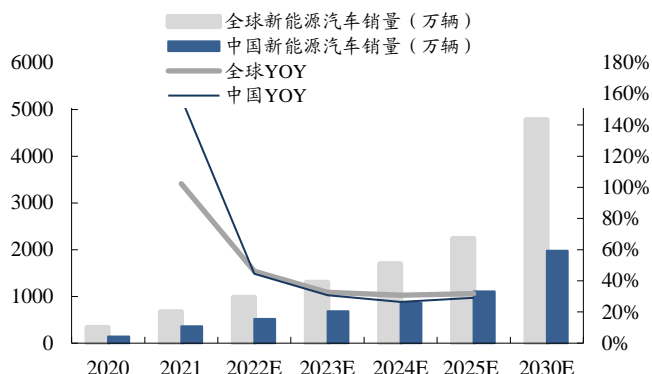


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 深度受益于新能源车大客户产能突破与国产化提升

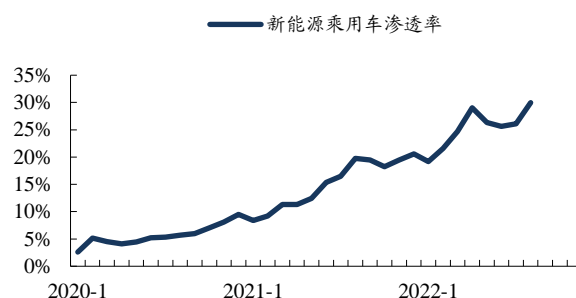
全球新能源汽车规模放量，中国市场加速渗透。全球新能源汽车在 2021 年销量 670 万辆，EV Tank 预测 2025 年全球新能源车将达到 2240 万辆，2020-2025 年 CAGR 为 46.57%。中国新能源汽车发展已经从前期推广阶段的补贴驱动模式进展到市场驱动模式，后续有望持续快速增长。根据中汽协数据，国内 2021 年新能源汽车销量达到 360 万辆，从新能源乘用车渗透率来看，从 20 年 1 月渗透率仅为 2.6% 快速提升至 22 年 8 月的 29.97%，据 EV tank 预测 2025 年中国新能源车销量有望达到 1110 万辆。随着新能源车的规模放量和加速渗透，将带动相关功能件的需求，上游产业链企业有望分享市场红利。

图18: 全球和中国新能源车销量预测



数据来源: EV Tank, 东吴证券研究所

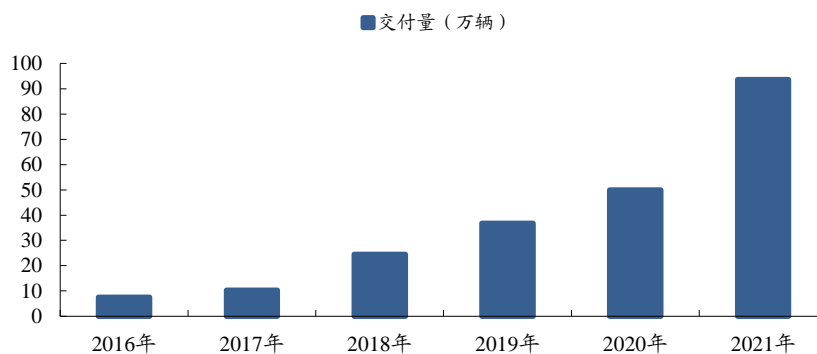
图19: 中国新能源乘用车渗透率 (%)



数据来源: wind, 中汽协, 东吴证券研究所

大客户产销量持续突破+国产化率提升, 有望带动公司新能源业务快速增长。新能源汽车巨头的产能是公司新能源业务的主要拉动点。21 年大客户新能源车交付量达到 93.62 万辆, 超过前两年交付总和。2021 年国内工厂新建完成, 今年以来产能持续爬坡, 未来完全达产后国内工厂纯电动汽车产能将达到 75 万台。此外, 2019 和 2020 年新能源车大客户分别宣布在柏林和德州新建工厂, 2022 年两座工厂均已投入量产, 预计 2023 年底柏林工厂实现 25 万辆产量, 德州工厂实现 25 万辆产量, 并于未来几年慢慢实现产能爬坡。为进一步推进公司新能源汽车产业国际化进程, 为客户提供更加近距离的产品服务, 安洁新设海外工厂美国工厂目前正在产能建设中, 预计 2023 年开始贡献营收。安洁不断加强与终端客户的多渠道、多产品方面的合作, 叠加公司自身新业务线、新产品线的全面铺开, 公司扩建泰国工厂、新建美国工厂, 进一步扩充现有产能, 带领公司新能源汽车业务规模再上一个新台阶。新能源车大客户国内工厂的产能及国产化率的双重提升, 有望带动安洁新能源汽车精密功能件、精密结构件以及模组业务的爆发。

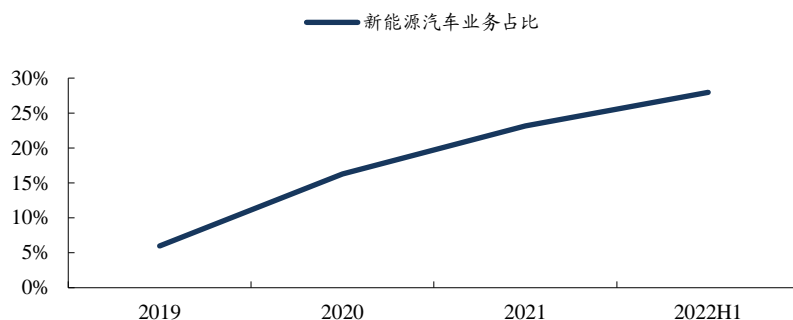
图20: 大客户加速新能源车交付



数据来源: 公司官网, 汽车之家, 东吴证券研究所

公司新能源配套产品覆盖面不断拓宽，单车价值不断走高。公司给新能源车大客户的配套将覆盖客户各类车型。同时，公司不断扩宽新能源配套品类，从新能源储能设备的能量收集件，到新能源汽车电池等核心零部件的配件，再到大功率无线充电系统，单车价值未来有望持续提升，远超过手机的单机价值，新能源车业务占比从 19 年 6% 提升到 22H1 的 27.96%，将成为公司重要的业绩增长点。

图21：公司新能源汽车业务占比

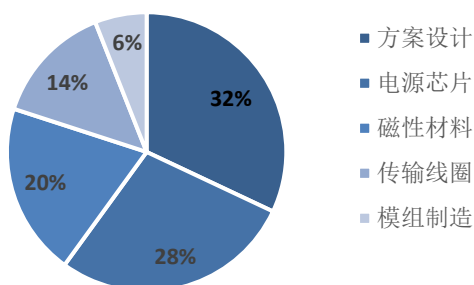


数据来源：wind，东吴证券研究所

3.3. 大功率无线充电一站式布局，充分受益行业快速增长

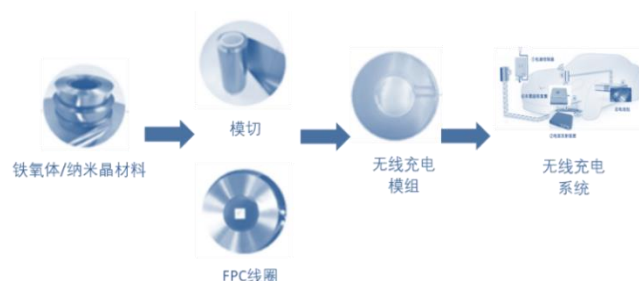
公司大功率无线充电领域一站式布局。大功率无线充电产业链主要由五大部分组成：方案设计、电源芯片、磁性材料、传输线圈和模组制造，其中磁性材料+线圈+模组环节的利润占据 40%（2020 年数据）。公司深度布局无线充电产业链，2018 年收购威斯东山进入无线充电磁性材料领域，通过上游材料布局及工艺结合，提供无线充电铁氧体/纳米晶材料+ FPC 线圈+模组的一站式解决方案。一站式布局的优势在于公司可快速配合客户进行定制化研发，缩短研发周期，提早抢占市场份额。

图22：2020 年无线充电产业链及利润分布



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图23：公司材料+线圈+模组一站式布局



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

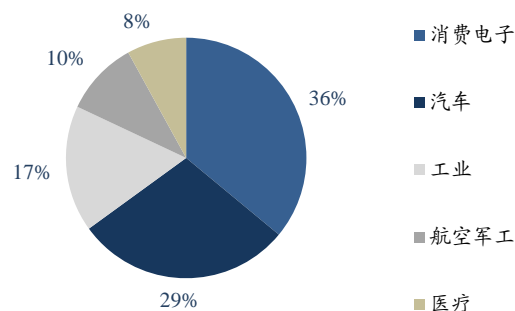
随着无线充电技术的成熟，无线充电市场规模有望持续快速增长，消费电子+汽车引领无线充电需求。根据 Report linker data 的数据，全球无线充电市场有望从 2021 年的 95.8 亿美元增长到 2023 年的 122.6 亿美元，2017-2022 年 CAGR 达到 20%。从无线充电的应用场景上来看，主要包括消费电子、汽车、工业等领域。其中根据 2021 年数据，消费电子的占比较高，为 36%，其次为汽车，占比为 29%，我们认为未来随着新能源汽车渗透率持续提升及无线充电方案普及，汽车或将成为无线充电最大市场。

图24：无线充电市场规模及预测（亿美元）



数据来源：Yole, Report linker data, 东吴证券研究所

图25：2021年无线充电市场分布



数据来源：华经产业研究院, 东吴证券研究所

新能源汽车无线充电有望迎来快速渗透，公司卡位风口。电动汽车无线充电使用方便安全，可以有效利用汽车电池容量、减轻车体重量、增加车辆续航里程。没有电火花和触电的危险，无积尘和接触耗损，无机械磨损，没有相应的维护问题，可以适应雨雪等恶劣的天气和环境。无线充电技术发展成熟后，几乎可以解决传统电动车的所有痛点。宝马、奔驰、特斯拉、比亚迪等国内外汽车厂商纷纷深度参与无线充电方案的研发，未来随着新能源车无线充电技术成熟、成本降低、以及标准体系的建立，无线充电有望在新能源汽车中快速渗透。公司作为电动汽车无线充电国家标准编制工作组成员，公司无线充电系统与国内主流终端整车厂展开合作，预计 2023 年小批量量产，前景十分广阔。

图26: 公司新能源汽车无线充电系统



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

我们对公司 2022-2024 年盈利预测做如下假设：

- 1) 受益智能手机国际大客户出货带来的功能件量价齐升，公司消费电子类产品恢复稳定增长，22-24 年业务收入的增长率分别为 12%/18%/20%，毛利率分别为 23%/24%/25%。
- 2) 新能源大客户产能释放带动公司出货量增加，同时公司不断扩宽新能源配套品类，提升单车价值量。我们预测 22-24 年公司新能源汽车类业务收入增长率为 46%/55%/50%，毛利率有望保持在 30%。
- 3) 信息存储类业务受到下游需求放缓影响，我们预测 22-24 年公司信息存储类业务收入增长率预计为-30%/5%/5%，毛利率有望保持为 24%。
- 4) 公司 22-24 年销售费用率分别为 2%/1.95%/1.9%，管理费用率分别为 7%/6.9%/6.8%，研发费用率保持为 7.5%。销售费用率和管理费用率小幅下降主要考虑到销售额增长的摊薄效应。

图27：安洁科技分业务预测

分业务盈利预测					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
消费电子类					
销售收入（百万元）	1,681.8	2,351.2	2,633.4	3,107.4	3,728.9
增长率	-22%	40%	12%	18%	20%
毛利率	17%	16%	23%	24%	25%
新能源汽车类					
销售收入（百万元）	473.5	900.1	1,314.1	2,036.8	3,055.3
增长率	152%	90%	46%	55%	50%
毛利率	26%	33%	30%	30%	30%
信息储存类					
销售收入（百万元）	668.5	602.5	421.8	442.9	465.0
增长率	-8%	-10%	-30%	5%	5%
毛利率	33%	29%	24%	24%	24%
其他					
销售收入（百万元）	81.5	30.0	30.0	30.0	30.0
增长率	1%	-63%	0%	0%	0%
毛利率	69%	7%	8%	8%	8%
合计	2,905.3	3,883.8	4,399.2	5,617.1	7,279.1
增长率	-7%	34%	13%	28%	30%
综合毛利率	24%	22%	25%	26%	27%

数据来源：wind，东吴证券研究所

4.2. 投资建议

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.46、0.66、0.96 元，我们选取领益智造（国内领先的精密功能件和结构件生产厂商）、环旭电子（全球领先的 EMS 厂商）、长盈精密（国内领先的精密电子零组件制造商）、信维通信（国内领先的无线充电提供商）、立讯精密（国内领先的连接线/连接器生产商）、歌尔股份（国内领先的精密零组件生产厂商）作为可比公司，可比公司 22-24 PE 均值为 53/16/12 倍，公司当前市值对应 PE 分别为 30/20/14 倍，我们看好公司在新能源车领域的快速发展及整体产品价值量提升带来的毛利率、净利率提升，给予公司 23 年 30 倍 PE，对应目标市值 136 亿元，首次覆盖给予“买入”评级。

图28: 可比公司估值 (截至 2022 年 11 月 22 日)

公司代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022PE	2023PE	2024PE
002600.SZ	领益智造	344.9	14.31	19.21	23.86	24.1	18.0	14.5
601231.SH	环旭电子	393.3	29.98	35.18	41.97	13.1	11.2	9.4
300115.SZ	长盈精密	146.3	0.66	6.80	11.68	221.5	21.5	12.5
300136.SZ	信维通信	165.9	7.76	10.61	13.55	21.4	15.6	12.2
002475.SZ	立讯精密	2312.0	98.33	131.31	163.55	23.5	17.6	14.1
002241.SZ	歌尔股份	623.2	46.58	58.65	71.70	13.4	10.6	8.7
均值						52.8	15.8	11.9
002635.SZ	安洁科技	92.6	3.1	4.5	6.5	29.7	20.4	14.2

数据来源: wind, 东吴证券研究所

注: 可比公司盈利预测均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 核心客户智能手机销量不及预期: 如果核心客户智能手机销量不及预期, 将会影响公司产品出货;
- 2) 新能源车大客户新能源汽车销量不及预期: 如果新能源车大客户新能源汽车销量不及预期, 将会影响公司产品出货;
- 3) 新品研发进展不及预期: 5G 手机需要更多的散热组件和屏蔽件, 如果公司新品研发不能获得大客户认可, 将会公司产品影响出货量。

安洁科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,795	3,825	4,978	5,490	营业总收入	3,884	4,399	5,617	7,279
货币资金及交易性金融资产	1,697	2,097	1,962	2,378	营业成本(含金融类)	3,036	3,296	4,152	5,316
经营性应收款项	1,365	1,179	2,023	2,128	税金及附加	20	23	29	38
存货	650	490	909	910	销售费用	62	88	110	138
合同资产	0	0	0	0	管理费用	271	308	388	495
其他流动资产	82	60	84	73	研发费用	289	330	421	546
非流动资产	3,998	4,182	4,216	4,232	财务费用	9	22	29	36
长期股权投资	302	322	342	362	加:其他收益	16	25	25	25
固定资产及使用权资产	1,860	2,014	2,111	2,164	投资净收益	45	50	60	70
在建工程	657	530	441	379	公允价值变动	53	0	0	0
无形资产	247	255	263	271	减值损失	-124	-90	-100	-110
商誉	252	252	252	252	资产处置收益	-5	0	0	0
长期待摊费用	128	128	128	128	营业利润	180	318	474	695
其他非流动资产	552	682	679	676	营业外净收支	39	28	28	28
资产总计	7,793	8,008	9,194	9,722	利润总额	219	346	502	723
流动负债	1,718	1,758	2,689	2,850	减:所得税	21	33	48	70
短期借款及一年内到期的非流动负债	405	495	725	688	净利润	198	312	453	653
经营性应付款项	1,149	1,075	1,728	1,861	减:少数股东损益	-1	0	0	0
合同负债	4	3	4	6	归属母公司净利润	199	312	453	653
其他流动负债	161	185	232	296	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.46	0.66	0.96
非流动负债	294	294	294	294	EBIT	128	410	583	821
长期借款	67	67	67	67	EBITDA	470	657	849	1,104
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.82	25.08	26.09	26.96
租赁负债	40	40	40	40	归母净利率(%)	5.13	7.10	8.07	8.97
其他非流动负债	188	188	188	188	收入增长率(%)	33.68	13.27	27.68	29.59
负债合计	2,013	2,052	2,983	3,144	归母净利润增长率(%)	-57.50	56.81	45.22	43.98
归属母公司股东权益	5,775	5,951	6,206	6,573					
少数股东权益	5	5	5	5					
所有者权益合计	5,780	5,956	6,211	6,578					
负债和股东权益	7,793	8,008	9,194	9,722					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	177	837	91	993	每股净资产(元)	8.45	8.71	9.08	9.62
投资活动现金流	-993	-364	-221	-211	最新发行在外股份(百万股)	683	683	683	683
筹资活动现金流	-137	-73	-5	-365	ROIC(%)	1.86	5.76	7.75	10.29
现金净增加额	-987	400	-135	416	ROE-摊薄(%)	3.45	5.25	7.31	9.93
折旧和摊销	342	247	266	283	资产负债率(%)	25.83	25.63	32.45	32.34
资本开支	-752	-250	-250	-250	P/E (现价 & 最新股本摊薄)	46.53	29.67	20.43	14.19
营运资本变动	-408	239	-676	3	P/B (现价)	1.60	1.56	1.49	1.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>