

2022年11月28日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212
chenrobin@dwzq.com.hk

股价走势



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

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22-24PE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。

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

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
流通股(百万股)	411.45

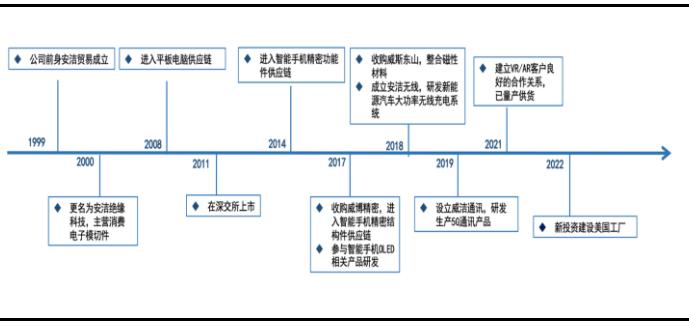
相关研究

特此致谢东吴证券（香港）对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢马天翼、金晶的指导。

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。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、信息存储三大场景。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券（香港）

图2：公司主要产品按下游分



数据来源：公司官网，东吴证券（香港）

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。

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。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。

2. 消费电子领域受益于大客户创新，业绩稳定增长

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。

子公司持续优化管理，产品与客户协同效应逐步显现。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。通过持续优化管理，子公司明年有望得到较大改善。

3. 借助新能源汽车巨头，迎快速发展机遇

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。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。

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，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。

公司大功率无线充电领域一站式布局。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。新能源汽车无线充电有望迎来快速渗透，公司卡位风口。

4. 盈利预测与投资评级

图3：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（香港）

我们预测公司 22-24 年每股收益分别为 0.46、0.66、0.96 元，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。

5. 风险提示

核心客户智能手机销量不及预期；新能源车大客户新能源汽车销量不及预期；新品研发进展不及预期。

安洁科技三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	3,795	3,825	4,978	5,490	营业收入	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)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	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。

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户提供。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

免责及评级说明部分

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提及的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及 / 或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888 (公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>