

2024年06月03日

## 比亚迪电子(0285.HK)

——平台型高端制造企业，探索服务器新成长空间

买入（首次覆盖）

## 投资要点：

- **深耕高端制造近 20 年，典型的高质量成长企业。**公司是比亚迪的子公司，起家主要从事手机元件及模组制造、手机组装服务。2007 年公司在港交所上市，经过近 20 年发展公司目前成长为涉及消费电子、新型智能产品、汽车智能系统等高端产品制造的平台型制造企业。公司 2013-2023 年收入 CAGR 达 23.2%，净利润 CAGR 达 20.1%，10 年平均 ROE 达 13.4%，是典型的高质量成长企业。2023 年 12 月公司公告完成对捷普（新加坡）的收购，进一步打开消费电子产品的市场占有率。
- **消费电子受益 AI 端侧落地，新能源汽车业务有望持续跑赢市场。**消费电子板块 2023 年实现收入 974 亿，占公司总收入比重 75%，近年来公司切入北美大客户，持续开拓核心产品线，提升市场份额，公司消费电子板块业绩逆势实现业务增长。2024 年 5 月海外大客户发布搭载 M4 芯片的 iPad Pro 产品，硬件性能已逐步满足 AI 任务要求；安卓客户方面，公司持续聚焦中高端产品提供全方位服务，我们认为 AI 端侧落地有望带动公司消费电子业务持续健康成长。背靠比亚迪，公司新能源汽车业务由智能座舱相关产品起步，陆续导入智能驾驶系统（包含低算力、中算力和高算力平台）、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等产品，国内新能源汽车渗透率的持续提升以及公司持续的品类与市占率扩张有望带动新能源汽车业务板块维持健康成长。
- **布局 AI 服务器，有望切入英伟达产业链，为公司带来全新增长动能。**随着 AI 模型规模不断扩大，对算力的需求急剧增长，大模型和生成式 AI 的发展显著拉动了 AI 服务器市场的增长。公司积极投入研发资源进行深度布局。目前，公司已形成涵盖企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器以及液冷散热等产品及解决方案，有效助力高性能弹性数据中心的构建，持续赋能绿色低碳数据中心的布局。公司自主开发 AMR，已与英伟达开展深度合作，我们认为依托母公司与英伟达的深度战略合作关系，加之英伟达后续从芯片销售向云服务转型需要拓展供应链，公司有望在英伟达产业链开拓一片天地。
- **盈利预测与估值：首次覆盖，给予买入评级。**公司是全球领先的平台型高端制造企业，消费电子板块业务受益于 AI 落地终端带动消费电子复苏，新能源汽车业务受益于新能源汽车智能化网联化趋势以及比亚迪汽车销量持续增长，新型智能产品受益于其布局 AI 服务器相关产品，有望快速切入。我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 50.66/63.29/75.93 亿元，我们选取公司精进的各领域龙头立讯精密、德赛西威、工业富联作为可比公司，2024 年平均 PE 为 20X，比亚迪电子 2024 年对应 PE 为 14X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**北美大客户渗透率提升不及预期，消费电子需求复苏不及预期，新能源汽车销量增长不及预期，公司新品导入不及预期，跨市场选择可比公司的风险。

## 证券分析师

郑嘉伟

S1350523120001

zhengjiawei@huayuanstock.com

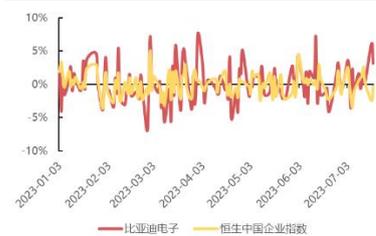
## 联系人

郑冰倩

S1350124050014

zhengbingqian@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 相关研究

## 股价数据：2024年5月31日

收盘价（港元）	33.8
年内最高/最低（港元）	40.40/21.74
总市值（亿港元）	761.58

## 基础数据：2023年12月31日

总股本（亿股）	22.53
总资产（亿元人民币）	872
净资产（亿元人民币）	293.3
每股净资产（元人民币）	13.02

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元人民币）	107186	129957	161957	182025	205174
同比增长率（%）	20.4%	21.2%	24.6%	12.4%	12.7%
毛利率（%）	5.9%	8.0%	8.3%	8.4%	8.6%
归母净利润（百万元人民币）	1858	4041	5066	6329	7593
同比增长率（%）		117.6%	25.3%	24.9%	20.0%
每股收益（元人民币/股）	0.82	1.79	2.25	2.81	3.37
ROE（%）	7.2%	13.8%	14.9%	15.9%	16.1%
市盈率		17	14	11	9

# 投资案件

## 投资评级与估值

我们预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 50.66/63.29/75.93 亿元，我们针对公司消费电子、新能源汽车、AI 服务器三块主力业务选择各领域标志性公司立讯精密、德赛西威、工业富联作为可比公司，2024 年平均 PE 为 20X，比亚迪电子 2024 年对应 PE 为 14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 关键假设

**消费电子业务：**受益于 AI 终端落地，北美大客户产品销量有望回暖，安卓中高端机型同样有望受益 AI 功能带来的换机潮到来，过去此板块收入逆势增长依托在海外大客户产品中的份额提升，而后续消费电子总体需求有望回暖。我们假设 2024~2026 年消费电子组装业务收入同比增长 10%/10%/10%，对应毛利率为 4.5%/4.5%/4.5%，零部件业务收入同比增长 3%/3%/3%，对应毛利率为 15%/15%/15%。

**新能源汽车业务：**母公司比亚迪汽车依托超强的产品竞争力，市场份额有望继续提升，公司智能驾驶系统（包含低算力、中算力和高算力平台）、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等产品后续陆续导入，有望带动公司新能源业务维持高速增长，我们假设 2024~2026 年新能源汽车业务收入同比增长 25%/25%/25%，对应毛利率为 15%/13%/12%。

**新型智能产品业务：**随着 5G 通信、AI、物联网等新兴产业加速融合，公司无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展，新业务拓展 AI 服务器，依托过往与英伟达的深度合作，有望快速切入，有望成为公司该板块主要业务增量，我们假设公司新型智能产品收入同比增长 20%/20%/20%，对应毛利率为 15%/15%/15%。

## 投资逻辑要点

公司是全球领先的平台型高端制造企业，消费电子板块业务受益于 AI 落地终端带动消费电子复苏，新能源汽车业务受益于新能源汽车智能化网联化趋势以及比亚迪汽车销量持续增长，新型智能产品受益于其布局 AI 服务器相关产品，有望快速切入。

## 核心风险提示

北美大客户渗透率提升不及预期，消费电子需求复苏不及预期，新能源汽车销量增长不及预期，公司新品导入不及预期，跨市场选择可比公司的风险。

## 目录

1. 领先的平台型高端制造企业.....	6
1.1 全球领先的平台型高端制造企业，高质量成长引领行业.....	6
1.2 智能手机及电脑业务为核心业务.....	7
1.3 盈利能力改善显著，收购捷普有望贡献利润增量.....	8
2. 消费电子业务受益 AI 推动底部复苏，抓住时代机遇进军 AI 服务器业务.....	12
2.1 AI 进化加速端侧落地，新一轮换机潮蓄势待发.....	14
2.2 AI 服务器高速增长，公司有望切入英伟达产业链.....	19
3. 背靠比亚迪，汽车电子有望维持高速增长.....	23
3.1 公司智能座舱产品起步，逐步导入高附加值的热管理、智能悬架系统等产品.....	23
3.2 汽车智能化网联化趋势，带动汽车电子行业稳步增长.....	24
4. 盈利预测与估值.....	25
4.1 盈利预测.....	25
4.2 公司估值.....	27
4.3 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日) .....	6
图 3: 公司主营业务分类 .....	8
图 4: 公司各业务收入占比情况 .....	8
图 5: 公司消费电子领域收入拆分情况 .....	8
图 6: 公司营业收入 (亿元) 及 YOY .....	9
图 7: 公司净利润 (亿元) 及 YOY .....	9
图 8: 公司毛利率和净利率情况 .....	9
图 9: 公司销售/管理/财务费用率情况 .....	9
图 10: 公司经营活动产生的现金流情况 .....	10
图 11: 公司现金净增加额情况 .....	10
图 12: 捷普 (新加坡) 营业收入及 yoy 情况 .....	11
图 13: 捷普 (新加坡) 净利润及 yoy 情况 .....	11
图 14: 捷普 (新加坡) 与工业富联毛利率情况 .....	11
图 15: 捷普 (新加坡) 与工业富联净利率情况 .....	11
图 16: EMS 业务模式 .....	12
图 17: iphone 全球出货量情况 .....	14
图 18: ipad 全球出货量情况 .....	14
图 19: M4 芯片较 M2 芯片性能大幅提升 .....	15
图 20: 全球智能手机出货量 (季度) .....	16
图 21: 全球智能手机出货量 (年度) .....	16
图 22: 全球 PC 出货量 (季度) .....	17
图 23: 全球 PC 出货量 (年度) .....	17
图 24: AI 手机自 2023 年下半年开始陆续推出 .....	17
图 25: AIPC 自 2023 年下半年开始陆续推出 .....	18
图 26: AI PC 在通用场景下的个性化服务 .....	18

图 27: AI PC 核心特征.....	18
图 28: AI 手机核心特征 .....	19
图 29: AI 手机全栈革新及生态重构.....	19
图 30: 全球数据中心 capex 情况 (十亿美元; %) .....	20
图 31: 英伟达数据中心业务收入及其占比情况 (百万美元; %) .....	20
图 32: 一线北美云厂商 capex 季度情况 (百万美元) .....	21
图 33: 一线北美云厂商 capex 年度情况 (百万美元) .....	21
图 34: 比亚迪电子和 NVIDIA 共同推进 AMR 产品革新 .....	22
图 35: 比亚迪电子 REECH R828 GPU 服务器示意图.....	22
图 36: 我国智能座舱市场规模情况.....	23
图 37: 我国空气悬架市场规模 .....	23
图 38: 比亚迪电磁阀示意图.....	24
图 39: 我国新能源乘用车渗透率持续上升 (辆) .....	24
图 40: 母公司销量表现强劲 (辆) .....	24
图 41: 汽车电子占整车制造成本比重不断上升 .....	25
图 42: 我国汽车电子市场规模稳步上升.....	25
表 1: 公司核心管理层情况.....	7
表 2: 公司的材料技术、智造工艺以及“一体化”解决方案 .....	13
表 3: 比亚迪电子与其安卓客户合作情况.....	15
表 4: 普通服务器与 ai 服务器成本构成对比.....	20
表 5: 关键假设表 (单位: 百万元) .....	26
表 6: 可比公司估值表.....	27
表 7: 资产负债表 (百万元) .....	29
表 8: 公司利润表 (百万元) .....	30
表 9: 现金流量表 (百万元) .....	30

# 1. 领先的平台型高端制造企业

## 1.1 全球领先的平台型高端制造企业，高质量成长引领行业

比亚迪电子 (BYD Electronic) 是比亚迪集团的子公司，专注于电子产品的设计、制造和销售。比亚迪电子 (国际) 有限公司 1995 年成立于深圳，2007 年于香港上市 (股票代码: 0285.HK)，2020 年被纳入香港恒生科技指数，是全球领先的平台型高端制造企业。依托垂直整合优势，为全球品牌客户提供新材料开发、产品设计与研发、零部件及整机制造、供应链管理、物流及售后等一站式服务。业务涵盖智能手机、平板电脑、新能源汽车、智能家居、游戏硬件、无人机、物联网、机器人、通信设备、医疗健康等多元化市场领域。公司 2013-2023 年收入 CAGR 达 23.2%，净利润 CAGR 达 20.1%，10 年平均 ROE 达 13.4%，是典型的高质量成长企业。

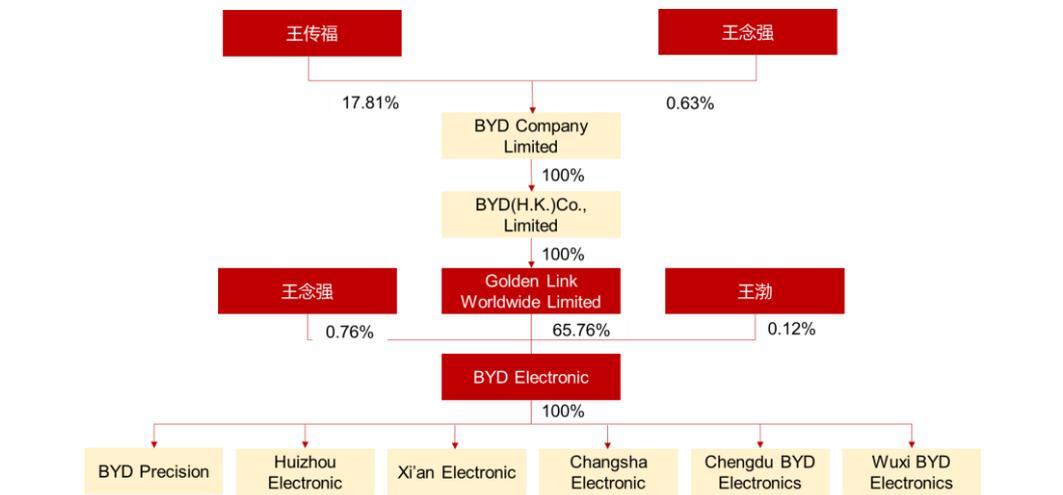
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、华源证券研究

**公司股权结构较为稳定。**公司大股东为比亚迪股份有限公司 (“比亚迪”)；比亚迪间接持有公司已发行股本约 65.76%。王传福先生是比亚迪的实际控制人，现任比亚迪执行董事和董事会主席，同时也是公司的非执行董事。

图 2：公司股权结构 (截至 2023 年 12 月 31 日)



资料来源：公司公告、华源证券研究

**管理层具备丰富的行业经验。**比亚迪电子的创始人、公司董事会主席王传福，曾任北京有色金属研究总院副主任、深圳市比格电池有限公司总经理，并于 1995 年与吕向阳先生共同创办比亚迪实业任总经理，现同时担任比亚迪股份有限公司的董事长、执行董事兼总裁等职位，具有超 20 年的相关行业与团队管理经验。公司行政总裁&执行董事王念强，曾任安徽铜陵有色金属公司研究院工程师，并于 1995 年加入比亚迪股份有限公司，担任总工程师，于 2015 年加入比亚迪电子，现任本公司行政总裁兼执行董事。

**表 1：公司核心管理层情况**

姓名	职位	个人履历
王传福	董事会主席	于 1995 年与吕向阳先生共同创办比亚迪实业并任总经理，现同时担任比亚迪股份有限公司董事长、比亚迪电子董事会主席。
王念强	行政总裁&执行董事	曾任安徽铜陵有色金属公司研究院工程师，并于 1995 年加入比亚迪担任总工程师，现任比亚迪电子行政总裁兼是执行董事。
江向荣	执行董事	于 1999 年加入比亚迪，历任第一事业部精密金属制品厂厂长、电子事业群技术开发中心总经理兼第一事业部副总经理，现任比亚迪电子执行董事。
周亚琳	财务总监	于 1999 年加入比亚迪，现任比亚迪副总裁兼财务总监，并担任比亚迪电子财务总监、比亚迪半导体股份有限公司董事

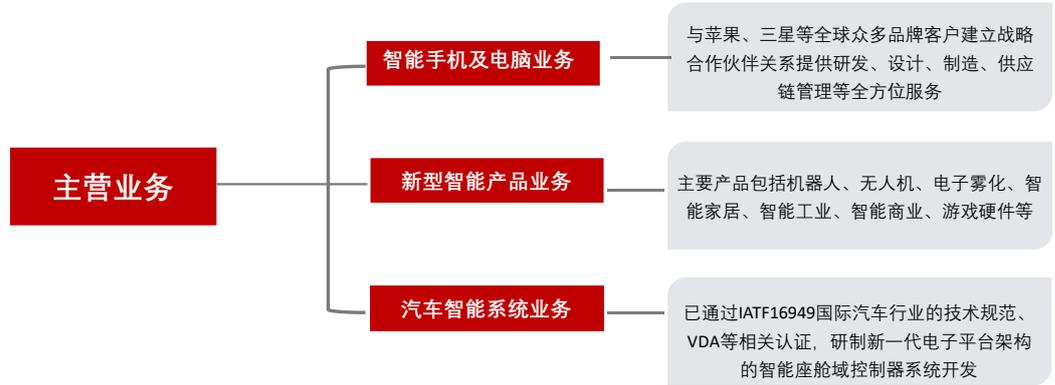
资料来源：公司公告、华源证券研究

## 1.2 智能手机及电脑业务为核心业务

**公司的主营业务主要包括智能手机及电脑业务（消费电子）、新型智能产品业务、汽车智能系统业务。智能手机及电脑业务方面**，公司深耕消费电子领域，凭借行业领先的材料技术、智造工艺以及“一体化”解决方案服务能力，奠定了比亚迪电子在智能手机结构件的领导地位。公司与海外大客户、三星等全球众多品牌客户建立战略合作伙伴关系，提供研发、设计、制造、供应链管理等全方位服务。

**公司在新型智能产品领域不断创新**，推出了一系列具有市场竞争力的智能穿戴设备、智能家居产品等，主要产品包括机器人、无人机、电子雾化、智能家居、智能工业、智能商业、游戏硬件等。**此外，比亚迪电子还积极拓展汽车智能系统市场**，为汽车厂商提供智能驾驶、车联网等先进技术。比亚迪电子持续推进全球化布局，目前在国内拥有基地 14 个，拥有海外生产基地和办事处 11 个。作为全球唯一公司能够同时大规模提供精密金属、玻璃、陶瓷、塑胶、蓝宝石等全系列结构件和 EMS 服务的公司，全系结构件及整机的出货量，使比亚迪电子企业在行业中名列前茅。

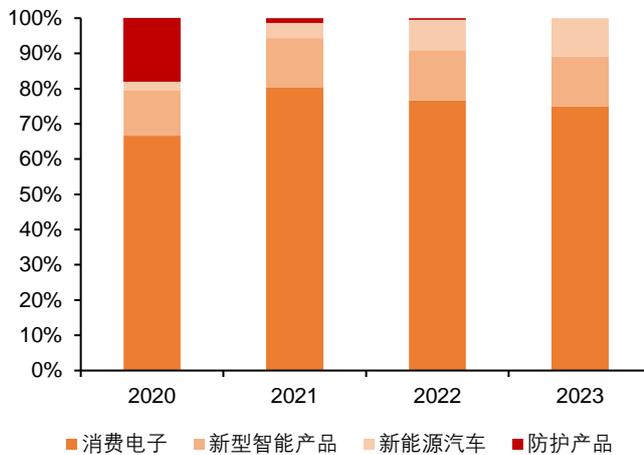
图 3：公司主营业务分类



资料来源：公司官网、华源证券研究

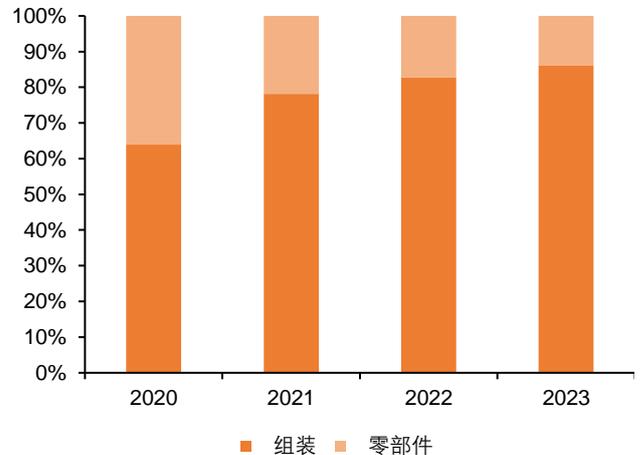
**公司智能手机及电脑业务（消费电子）收入占比最高。**根据公司公告，2023 年公司此项业务收入占比为 75%，新型智能产品业务收入占比 14%，汽车智能系统业务收入占比 11%。其中，公司消费电子领域业务又分为组装和零部件，组装业务为核心业务，2023 年，组装业务收入占智能手机及电脑业务收入比重达 86%，零部件业务收入占比 14%。组装业务虽然利润率相对较低，但公司可以利用其在金属、玻璃和陶瓷方面的能力，借助组装业务合作客户促进公司零部件业务的发展。

图 4：公司各业务收入占比情况



资料来源：公司公告、华源证券研究

图 5：公司消费电子领域收入拆分情况



资料来源：公司公告、华源证券研究

### 1.3 盈利能力改善显著，收购捷普有望贡献利润增量

**公司营收增长较为稳定。**2021-2023 年，公司营收分别为 890.6 亿元、1071.9 亿元、1299.6 亿元，同比增长 22%、20%、21%。公司 2021-2022 年净利润下滑较为明显，主要系上游芯片短缺及消费电子市场环境相对低迷，公司 2023 年净利润恢复明显，由 2022 年的 18.6 亿元增长至 40.4 亿元，同比增长 117.6%。

**2023 年公司净利润显著提升，**主要是受益于海外大客户业务份额提升及安卓客户

需求回暖、新能源汽车和新型智能产品业务高速增长，集团的业务规模持续扩大，产能利用率明显提升，业务结构进一步优化，盈利能力显著改善。

图 6：公司营业收入（亿元）及 YOY

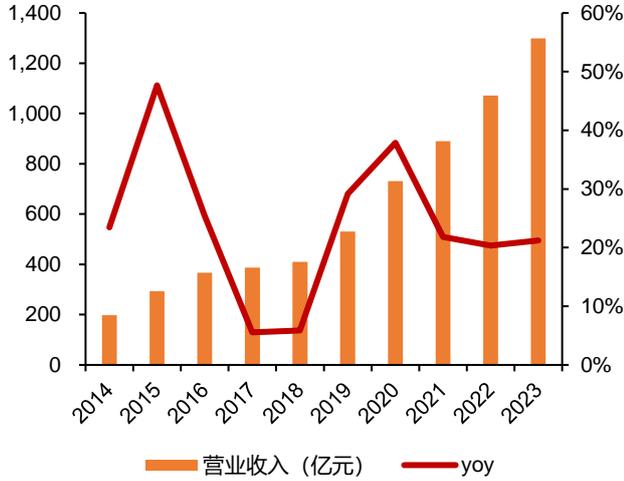
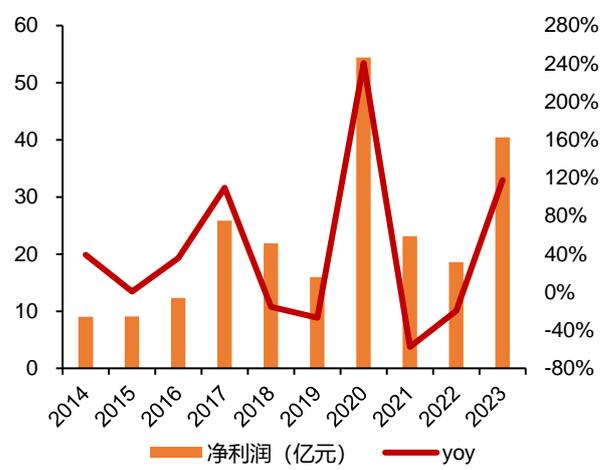


图 7：公司净利润（亿元）及 YOY



资料来源：公司公告、华源证券研究

资料来源：公司公告、华源证券研究

公司毛利率和净利率经历了 2021 年 2022 年的下滑，于 2023 年回暖，毛利率由 2022 年的 5.92% 提升 2.1pct 至 8.03%；净利率由 2022 年的 1.73% 提升 1.38pct 至 3.11%。公司费用水平较为稳定，2023 年，公司销售/管理/财务费用率分别为 0.55%、0.99%、0.04%，分别变动+0.05pct、-0.15pct、+0.03pct。

图 8：公司毛利率和净利率情况

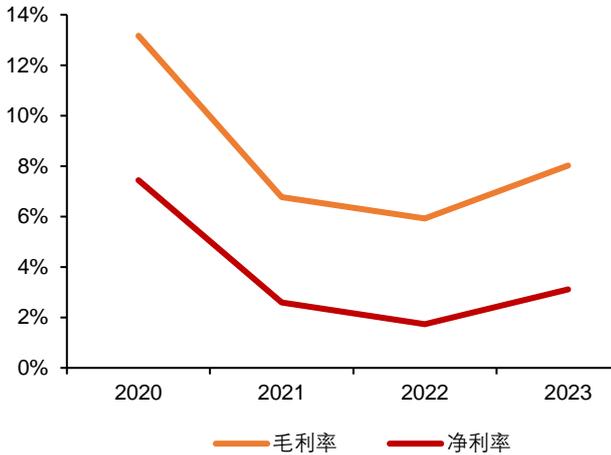
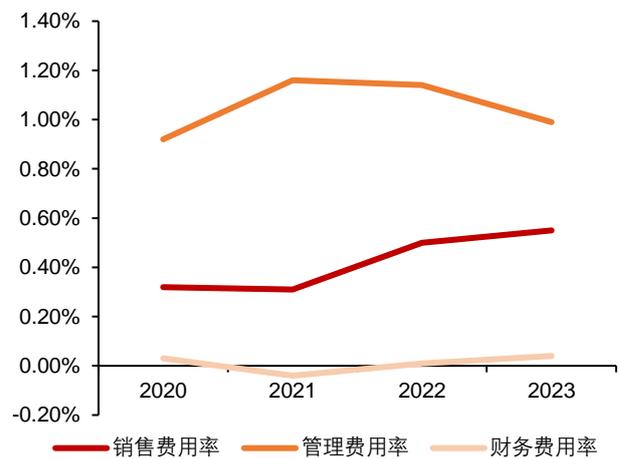


图 9：公司销售/管理/财务费用率情况

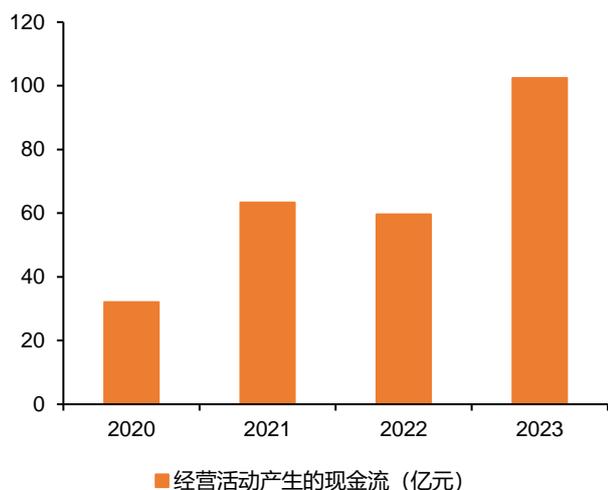


资料来源：公司公告、华源证券研究

资料来源：公司公告、华源证券研究

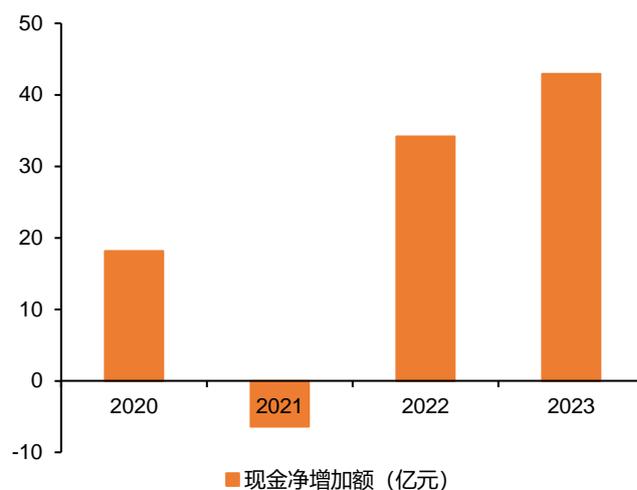
公司经营活动产生现金流较为充沛。截至 2023 年底，公司经营活动产生的现金流为 102.43 亿元，同比增长 71.83%；公司现金净增加额为 42.92 亿元，同比增长 25.59 亿元，公司现金流情况较为健康。

图 10：公司经营活动产生的现金流情况



资料来源：公司公告、华源证券研究

图 11：公司现金净增加额情况

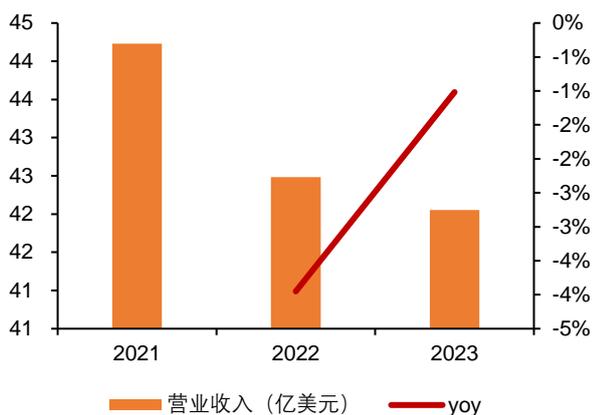


资料来源：公司公告、华源证券研究

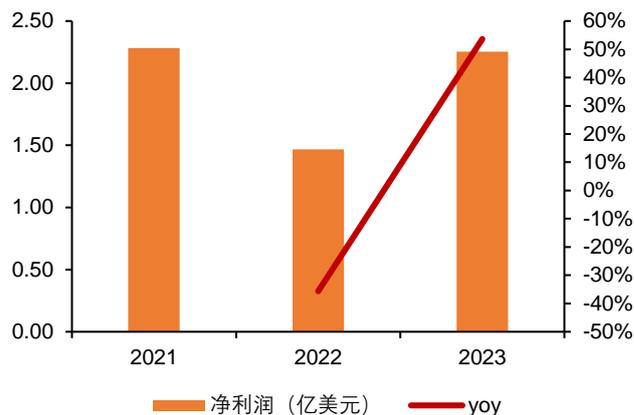
**公司完成对捷普资产的收购，并表有望在今明两年提供稳定的利润成长。**2023年8月28日，公司发布公告，与捷普电路（新加坡）有限公司签订框架协议，拟通过母公司贷款人民币158亿元（相当于22亿美元），现金收购捷普电路（新加坡）有限公司100%股权。2023年9月26日，公司发布公告，确认实施这一事项。2023年12月29日，公司发布公告，完成公司收购事项，收购标的开始并表。

捷普（新加坡）是捷普集团（Jabil Inc.）的一部分，主要从事生产移动智能终端精密结构件的移动电子制造。捷普（Jabil Inc.）是一家全球知名的制造解决方案供应商，业务覆盖了多个领域，包括移动智能终端精密结构件的制造，以及为世界领先品牌提供终端市场经验、技术和设计能力、制造专有知识、供应链洞察力及全球产品管理专业知识。

根据公司公告，捷普（新加坡）营收2021-2023年略有下滑，分别为44.2亿美元、42.5亿美元、42.1亿美元，22-23年同比分别为-4%、-1%。捷普（新加坡）净利润2022年由于疫情影响下滑明显，2023年受益于智能手机业务的结构优化净利润水平有所回暖，2021-2023年净利润分别为2.28亿美元、1.47亿美元、2.25亿美元；22-23年同比分别为-35.7%、+53.6%。

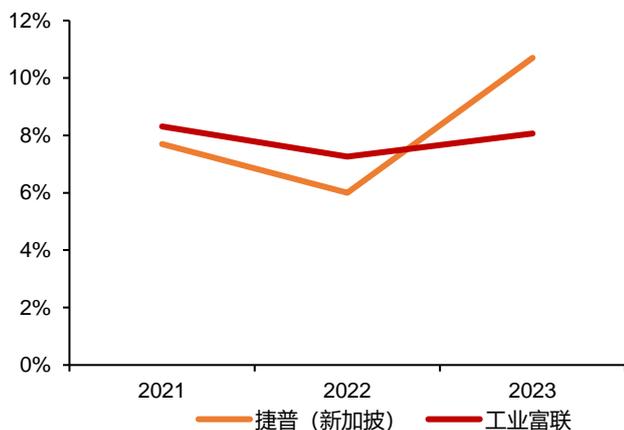
**图 12：捷普（新加坡）营业收入及 yoy 情况**


资料来源：捷普公司公告、华源证券研究

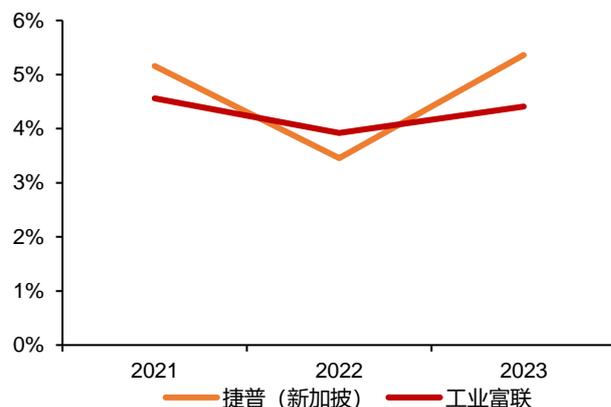
**图 13：捷普（新加坡）净利润及 yoy 情况**


资料来源：捷普公司公告、华源证券研究

**捷普（新加坡）2022 年毛利率及净利率水平较低，2023 年受益于智能手机业务的结构优化，毛利率及净利率水平有所提升。**捷普（新加坡）与同行业公司工业富联对比，2022 年，两者毛利率分别为 6%与 7.26%、净利率分别为 3.45%、3.92%，捷普毛利率与净利率水平较低。2023 年，捷普（新加坡）毛利率提升至 10.70%，净利率提升至 5.36%，分别超工业富联+2.64pct 和 0.95pct。

**图 14：捷普（新加坡）与工业富联毛利率情况**


资料来源：公司公告、华源证券研究

**图 15：捷普（新加坡）与工业富联净利率情况**


资料来源：公司公告、华源证券研究

**公司此次收购的捷普（新加坡）业务是主要包括位于成都、无锡的产品生产制造业务**，其中包括现有客户的零部件生产制造业务。据海外大客户公司公布的 2022 财年供应商名单，捷普是海外大客户供应商，为海外大客户供应产品的工厂位于中国广东、河北、江苏、四川以及印度马哈拉施特拉邦，产品或含智能手机、智能手表、TWS 耳机等结构件。

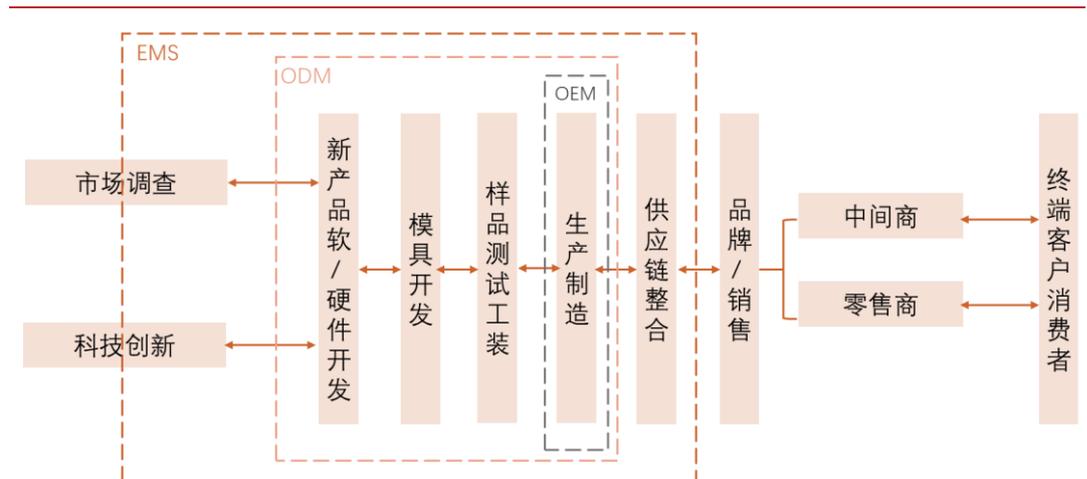
本次收购中识别的无形资产为与目标集团生产及销售消费电子产品零部件的移动

电子制造业务相关的主要客户关系，根据公司公告，本次收购产生的可识别无形资产的公允价值为 43.35 亿元，收购中产生的商誉为 33.26 亿元（这是支付的总代价超过可识别无形资产、目标集团可识别资产净值及收取延迟资产权利的公允价值的超额部分）。公司收购捷普资产将拓宽公司的业务边界，改善产品结构，增加核心器件的战略布局，并有望通过与北美大客户的合作带来利润增长。

## 2. 消费电子业务受益 AI 推动底部复苏，抓住时代机遇进军 AI 服务器业务

**电子制造服务 (EMS) 行业在全球范围内不断发展，涉及广泛的服务和市场应用。** EMS 行业为原始设备制造商 (OEM) 提供包括设计、制造、测试、分销和售后服务在内的全面解决方案。这些服务涵盖了消费电子、汽车、工业、航空航天和国防、医疗保健、信息技术和电信等多个领域。

图 16: EMS 业务模式



资料来源：华经产业研究院、华源证券研究

电子制造服务 (EMS) 行业特点在于其高技术含量和资本密集度，需具备先进制造技术和强大研发能力；同时电子制造服务行业高度全球化，EMS 公司在全球设有工厂和服务网络，主要服务大型 OEM 厂商，订单量大但客户数量相对集中。根据 mordor intelligence 预测数据，2024 年电子制造服务市场规模约为 5805.2 亿美元，预计到 2029 年将达到 7732.2 亿美元，2024-2029 年的 CAGR 约为 5.90%。

**比亚迪电子是全球领先的平台型高端制造企业，为客户提供一站式服务。** 比亚迪电子是全球智能手机及笔记本电脑核心供应商之一，深耕消费电子领域。凭借行业领先的材料技术、智造工艺以及“一体化”解决方案服务能力，造就其在智能手机结构件的领导地位。

**公司消费电子板块业务由组装业务和零件业务组成。** 组装业务方面，公司拥有多年

年的 ODM、OEM 制造经验，为国内外知名公司提供一站式制造服务，服务范围遍布消费电子、工业电子、汽车电子、医疗电子、智能硬件等多个领域。零件业务方面，自 2006 年进入结构件制造领域以来，发展成为国内最具竞争力的金属结构件供应商之一，目前已拥有 30 多项工艺技术，可为客户提供从初期成型到产品组装等一站式加工服务，此外公司能够为客户提供全面的塑胶结构件解决方案，也是国内最具竞争力的 3D 玻璃供应商之一。

**表 2：公司的材料技术、智造工艺以及“一体化”解决方案**

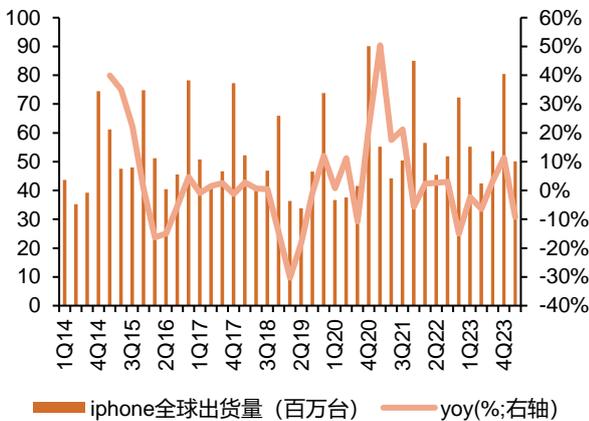
解决方案	细分领域	具体服务
创新材料	金属材料	比亚迪公司研发的新型环保 EMC 材料经过近两年时间的研发，已正式推向市场，产品在实际应用中和日本公司的产品相比均处于领先，研发团队未来还将对产品进行各方面的性能优化。
	高分子材料	具备 PMH 连接技术、能够提供多基材选择，涵盖 PBT+GF, PPS+GF, PPA+GF, 对应不同后处理工艺需求。
	复合材料	公司能够提供整套产品解决方案，已经具有增强材料以玻璃纤维和碳纤维为主，基体树脂以环氧树脂、乙烯基酯树脂、不饱和聚酯树脂、聚氨酯树脂和热塑性塑料为主的 SMC 和预浸料等复合材料。
	陶瓷材料	比亚迪自主研发的增韧陶瓷，满足了市场对大尺寸外观结构陶瓷的需求，拥有从陶瓷粉造粒、毛坯成型、烧结，精密外形尺寸加工、抛光、后处理等完整的材料及制造技术。
	其他材料	包括铝基碳化硅、覆铜陶瓷基板、高性能 NVH。
研发设计	结构	比亚迪技术领先的专业结构设计团队，具有超过 15 年的产品设计经验，可以为全球客户提供一站式快速、全面、创新的设计解决方案。结构设计团队采用业内最先进的 CAD 设计系统和结构仿真系统，并与这些系统的合作伙伴协同工作，提高设计的质量，加快设计周期。
	硬件	拥有领先的无线设计、仿真及测试能力；一站式全套天线解决方案；具有丰富的 PCB 设计经验；声学设计充分考虑材料技术，结构设计，软件算法，声学器件的选型以及大规模量产，为我们的客户创建定制化的声学解决方案。
	互联网+	全栈软件系统项目开发能力；提供一站式的软件开发及集成服务；针对不同行业提供不同的信息安全解决方案。
精密制造	精密模具	比亚迪电子精密模具制造中心专注于消费电子、汽车零部件、医疗器械、通讯器材、智能家电等行业中各类精密模具的研发、设计与制造，在全球范围都具备强大的交付能力。
	塑胶	为客户提供全面的塑胶结构件解决方案。
	金属	已拥有 30 多项工艺技术，可为客户提供从初期成型到产品组装等一站式加工服务。
	玻璃	已拥有多项先进工艺技术和完善成熟的生产线，比亚迪 3D 玻璃可实现从热弯、CNC、抛光、强化、印刷、镀膜等全制程，以及装饰膜片和关键工序的设备自制，可为客户提供从初期成型到产品组装等一站式服务。
	装饰工艺	浸染、热升华转印、金属镀膜、光学硬质镀膜、炫彩镀膜、渐变色镀均为与玻璃/金属/膜片相关的表面装饰工艺。
	组装	为国内外知名公司提供一站式制造服务，10 余年的 ODM、OEM 制造经验，为国内外知名公司提供一站式制造服务，服务范围遍布消费电子、工业电子、汽车电子、医疗电子、智能硬件等多个领域。
	智能制造系统	人机一体柔性智能制造系统，借助计算机模拟人类专家的智能活动进行分析、推理、判断、构思和决策，极大缩短生产周期，具有高度灵活应变能力，最大程度满足复杂多变的市场需求。

资料来源：公司官网、华源证券研究

## 2.1 AI 进化加速端侧落地，新一轮换机潮蓄势待发

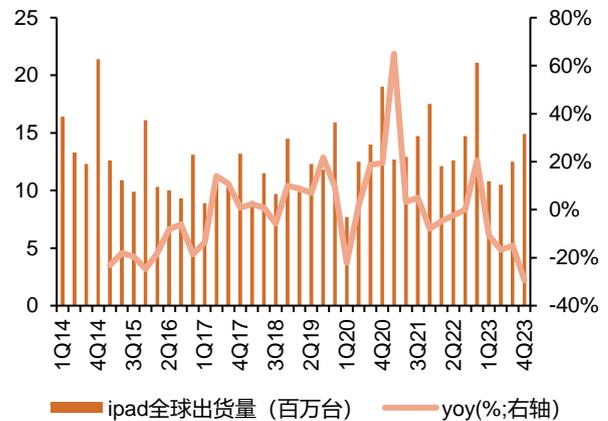
近年来公司切入北美大客户，持续提升其在北美大客户产业链中的地位，开拓核心产品线，不断导入新产品，提升市场份额。根据公司 2023 年年报，公司在海外大客户核心产品的份额进一步提升，新品类的结构件项目进展理想，实现业务规模大幅增长，带动公司 2023 年消费电子业务实现同比增长。从海外大客户的出货情况来看，根据 IDC 数据，海外大客户近年出货量并无显著增长，其中平板出货量出现大幅下滑，2023 年出货量同比下滑 20%，可以看出比亚迪电子海外大客户业务规模增长更多依靠份额提升。受益于海外大客户战略，尽管消费电子行业过去两年整体低迷，公司消费电子板块业绩逆势实现业务增长。

图 17: iphone 全球出货量情况



资料来源：wind、ifind、华源证券研究

图 18: ipad 全球出货量情况



资料来源：wind、ifind、华源证券研究

硬件性能已逐步满足 AI 任务要求，海外大客户有望为其产品注入一系列 AI 功能，带动销量复苏。2024 年 5 月，海外大客户举行春季发布会，发布搭载 M2 芯片的 iPad Air 产品，以及搭载 M4 芯片的 iPad Pro 产品，同时首发 M4 芯片。此次 iPad Pro 从上一代的 M2 芯片直接升级至海外大客户最新的 M4 芯片，CPU 速度较 M2 提升高达 50%，GPU 速度较 M2 提升达 4 倍，海外大客户称，M4 的神经网络引擎可为各种 AI 任务提速，并将 iPadOS 的机器学习推上新维度。六月海外大客户将召开全球开发者大会，有望为其新系统注入一系列 AI 功能，带动产品销量复苏。

图 19: M4 芯片较 M2 芯片性能大幅提升



资料来源：海外大客户官网、华源证券研究

**安卓业务方面，公司持续聚焦为安卓市场的中高端产品提供全方位服务，业务保持稳健发展。**根据公司官方公众号信息，公司为华为、三星、小米、荣耀、vivo、oppo 等知名手机厂商提供服务，提供部分结构件。2023 年航天工业级钛金属材料崛起，应用在多款热卖高端智能手机的机身及结构件上，钛金属具备轻巧、强度高及质感佳的性能优势，有助提升智能手机的外观设计及大幅降低机身重量，有望成为消费电子材料创新趋势。同时，新材料的应用也带来了产品附加值的提升。依托于在材料应用及加工工艺方面累积的深厚的技术及制造经验，公司深度参与多客户应用新材料的新产品开发，助力高端智能手机的迭代和创新。

表 3: 比亚迪电子与其安卓客户合作情况

品牌	手机型号	具体合作情况	合作历史
华为	Mate50 系列	比亚迪电子是华为 Mate50 Pro 金属中框、玻璃后盖及摄像头装饰件的主力供应商，助力华为首次在玻璃后盖上采用康宁 7 代玻璃，并成功交付	十年来，华为 Mate 系列始终坚持极致、高端、创新，从 Mate7 到 Mate50，比亚迪电子作为华为长期信赖的战略合作伙伴，为华为提供全系结构件解决方案及整机组装服务
三星	Galaxy Z Flip4、Galaxy Z Fold4	三星 Galaxy Z Flip4/Z Fold4 手机金属中框由比亚迪电子主力供应，由两个中框件及一个转轴件高度配合组装而成。	从 2013 至今，比亚迪电子助力三星发布几十款旗舰机型，在三星 S 系列、Note 系列、A 系列等旗舰项目中均表现优异，双方建立了稳固的战略合作伙伴关系。
Nothing	Nothing Phone	比亚迪电子充分运用在消费电子领域二十余年的产研经验，为 Nothing 进行研发支持，同时提供金属、玻璃、塑胶等核心结构件及整机组装等全方位服务。	该款手机是 Nothing 与比亚迪电子合作开发的首个手机项目
小米	小米 12S 系列	比亚迪电子全方位参与 12S 系列手机玻璃及素皮后盖、金属中框、PMH 注塑装饰件及整机组装等业务	小米长期信赖的战略合作伙伴
荣耀	荣耀 70	比亚迪电子为荣耀 70 系列提供了玻璃后盖、中框	在荣耀 50 系列、荣耀 60 系列良好的合作基础上，此次

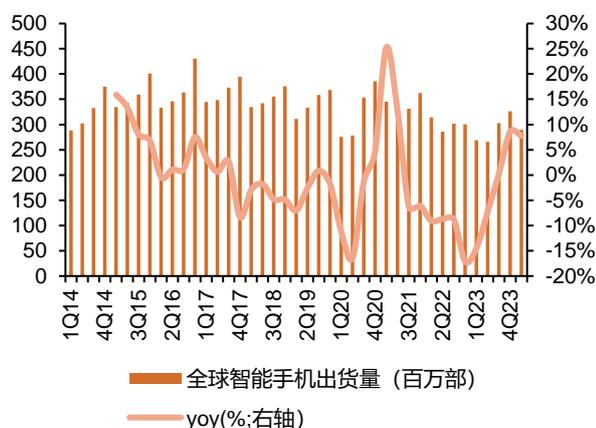
系列	组件以及整机组装等解决方案	比亚迪电子顺势承接了荣耀 70 手机的整机组装加工生产
vivo	X80 系列 作为 vivo X80 系列金属中框的主力供应商	比亚迪电子一直深受 vivo 信赖，多年来以过硬的品质、系统化集成能力襄助 vivo X 旗舰系列打造一贯的旗舰风采
OPPO	Find X5 系列 OPPO Find X5 Pro 的机身背板采用了高端的一体化纳米微晶陶瓷材质，实现传统工艺与工业设计的完美融合，由比亚迪电子襄助 OPPO 精心打造而成	OPPO 与比亚迪电子一直保持着良好的合作关系，携手打造了多款深受消费者欢迎的旗舰和主力机型。

资料来源：比亚迪电子公众号、华源证券研究

**近两年消费电子市场需求持续受压。**根据 IDC 数据，2022 与 2023 年连续两年全球智能手机、PC、平板电脑出货量同比下滑，其中 2023 年全球智能手机出货量为 11.7 亿部，同比下降 3.2%，2016 年全球智能手机出货量达到顶峰，2021 年出货量小幅反弹后继续下降。2023 年全球 PC 出货量为 2.6 亿台，同比下降 13.9%，2023 年全球平板电脑出货量为 1.3 亿台，同比下降 21.1%。

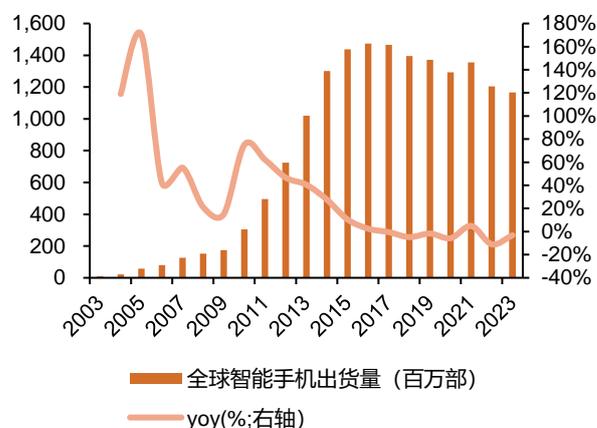
**分季度来看消费电子近期呈底部复苏的态势。**根据 IDC 数据，3Q23 全球智能手机出货开始同比增长，3Q23、4Q23、1Q24 分别实现同比增长 0.3%、8.6%、7.7%；1Q24 全球 PC 出货开始同比增长，同比增长 5.1%。

图 20：全球智能手机出货量（季度）



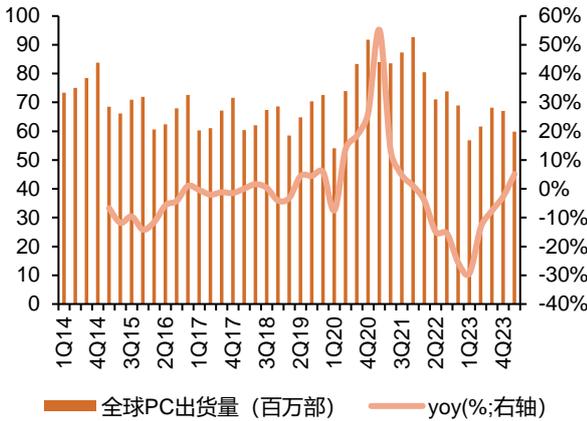
资料来源：wind、ifind、IDC、华源证券研究

图 21：全球智能手机出货量（年度）



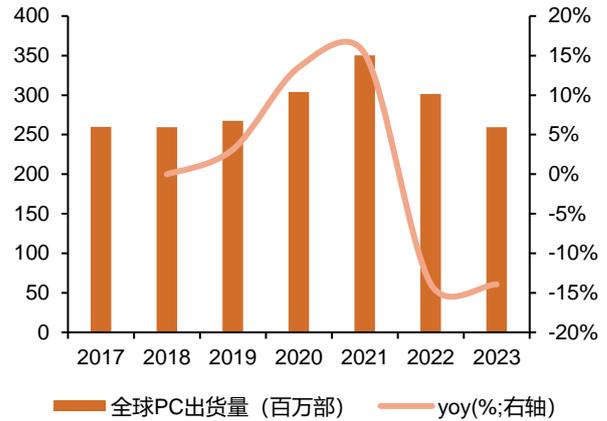
资料来源：wind、ifind、IDC、华源证券研究

图 22：全球 PC 出货量（季度）



资料来源：wind、ifind、IDC、华源证券研究

图 23：全球 PC 出货量（年度）



资料来源：wind、ifind、IDC、华源证券研究

**2023 年下半年开始手机厂商陆续部署大模型，将 AI 应用带入手机终端。**自 2023 年 7 月至 2024 年 5 月，荣耀、小米、OPPO 等主流手机制造商将目标投向 AI 手机领域，加大 AI 大模型、数据存储、芯片等的研发，推出诸多适用于 AI 手机的新技术，并逐渐实现 AI 与手机的融合。

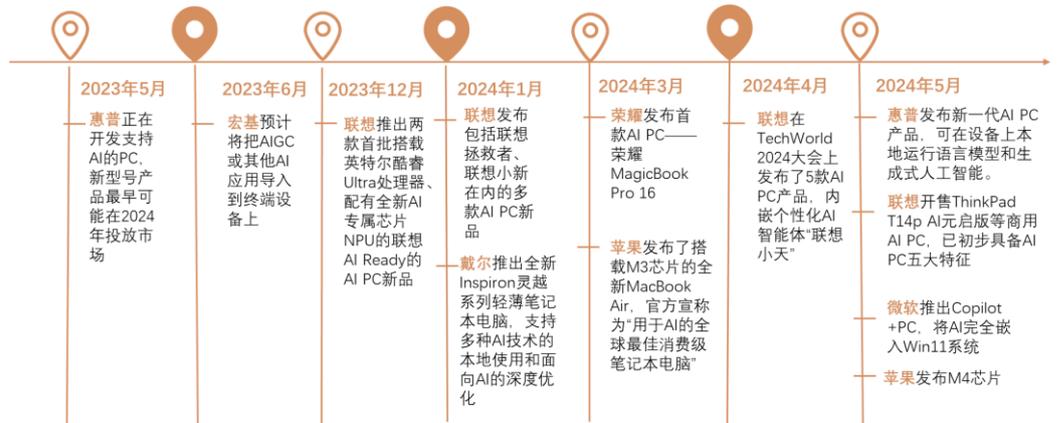
图 24：AI 手机自 2023 年下半年开始陆续推出



资料来源：各公司官网、华源证券研究

**2023 年 5 月，主流电脑品牌已经开始探索 AI+PC 的模式，逐步推进 AI 与 PC 的融合，目前已有部分电脑品牌推出其生产的 AI PC 产品。**2024 年多品牌加速布局 AI PC，2024 年 1 月，联想和戴尔发布了其新款 AI PC 产品；2024 年 3 月，荣耀发布其首款 AI PC 产品；2024 年 4 月，联想发布 5 款 AI PC 产品；2024 年 5 月，微软推出 Copilot+PC，同时联合多个品牌推出 AI PC 产品。

图 25: AIPC 自 2023 年下半年开始陆续推出



资料来源：各公司官网、华源证券研究

**AI PC 是算力平台+个人大模型+AI 应用的新型混合体，通过整合 AI 技术，提供个性化、智能化的服务，显著提升了传统 PC 的功能和用户体验，成为未来计算平台的重要发展方向。** AI PC 不仅继续作为人们重要的生产力工具和内容消费平台，还在硬件上集成了混合 AI 算力单元，能够本地运行“个人大模型”。这种新型计算机可以创建个性化的本地知识库，实现自然语言交互，这将彻底改变传统 PC 的定义。AI PC 为用户提供个性化的服务，能够在各种场景下提供即时和可靠的响应，同时降低了使用大模型的成本，确保用户数据和隐私的安全。

图 26: AI PC 在通用场景下的个性化服务

	工作	学习	生活
<b>个性创作</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>会议材料准备</li> <li>会议总结和纪要</li> <li>专业 PPT/Word/Excel...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 课堂笔记和记录</li> <li>文献翻译和总结</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>游戏攻略</li> <li>AI 游记</li> <li>...</li> </ul>
<b>秘书服务</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>个人日程表</li> <li>同声传译</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>个人课程表</li> <li>选课和提醒</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AI 旅行计划</li> <li>AI 实时游戏指导</li> <li>...</li> </ul>
<b>设备管家</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>主动调优</li> <li>专业模式</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能防护</li> <li>学习模式</li> <li>...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>智能互联</li> <li>游戏模式</li> <li>...</li> </ul>

资料来源：IDC AIPC 产业（中国）白皮书、华源证券研究

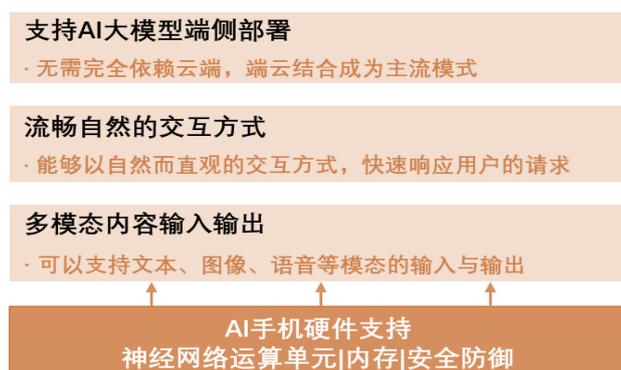
图 27: AI PC 核心特征

<b>自然语言交互的个人智能体</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>多模态自然语言交互 UI</li> <li>基于本地大模型的个人智能体</li> </ul>	<b>内嵌个人大模型</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>本地为主，边缘与云为辅的大模型</li> <li>个性化本地知识库</li> </ul>
<b>标配本地混合 AI 算力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>CPU&amp;NPU&amp;GPU 本地混合计算架构</li> <li>个人终端和家庭主机/企业边缘主机协同计算</li> </ul>	<b>开放的 AI 应用生态</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>AI 原生应用、AI 赋能应用</li> <li>能够被智能体任务调度、适配混合 AI 算力平台等</li> </ul>
<b>设备级个人数据 &amp; 隐私安全保护</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>本地隐私推理 &amp; 非敏感任务调用云端大模型</li> <li>硬件级安全芯片保护 &amp; 个人数据加密/脱敏传输</li> </ul>	

资料来源：IDC AIPC 产业（中国）白皮书、华源证券研究

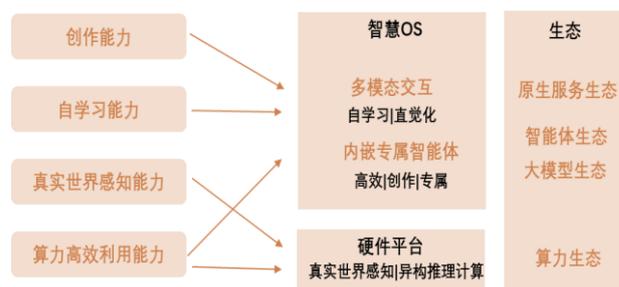
**AI 手机是对手机从硬件到软件再到服务的全面革新。** AI 手机在原生服务生态的基础上，构建智能体生态、大模型生态和算力生态，使 AI 手机具备了创作能力、自学习能力、真实世界感知能力和算力高效利用能力。AI 手机的智慧 OS 能够与用户进行多模态交互并且拥有内嵌专属智能体，使手机更加高效和富有创造力。多模态大模型还可以为智能体的成长提供更多维度和更加丰富的训练语料，使智能体自学习、直觉化，满足用户的个性化需求。

图 28: AI 手机核心特征



资料来源：counterpoint、华源证券研究

图 29: AI 手机全栈革新及生态重构



资料来源：IDC AI 手机白皮书、华源证券研究

随着 AI 的端侧落地，AI 手机、AIPC 的推出有望打破消费电子近年来创新不足无法打动消费者换机的局面，有望推动消费电子换机需求的到来。根据 TechInsights 预计，生成式 AI 将是 2024 年智能手机市场的焦点，2024 年智能手机出货量将恢复低单位数的增长，主要由新兴市场需求复苏所带动，Counterpoint Research 预计，2024 年全球生成式 AI 智能手机出货量将超过 1 亿部，二零二七年将达 5.22 亿部，在整个智能手机出货量当中的占比达 40%，年复合增长率高达 83%。IDC 预计 2024 年将是 PC 的扩张年，全球出货量将达到 2.654 亿台，比上一年增长 2.0%，因为 AIPC 的推出，最终将推动全球市场在 2028 年达到 2.922 亿台，在 2024-2028 年预测期内的复合年增长率 (CAGR) 为 2.4%。

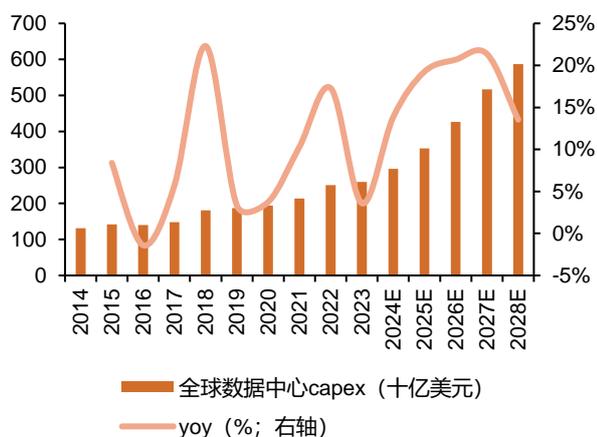
## 2.2 AI 服务器高速增长，公司有望切入英伟达产业链

随着 AI 模型规模不断扩大，对算力的需求急剧增长，大模型和生成式 AI 的发展显著拉动了 AI 服务器市场的增长。TrendForce 预测，全球 AI 服务器市场将在 2024 年迎来显著增长，预计总量将超过 160 万台，年增长率达到 40%，主要归因于 AI 应用的不断拓展，以及企业对 AI 能力的日益依赖和需求。根据 IDC 预测，2027 年，我国 AI 服务器市场规模将达到 164 亿美元。

根据 Dell' Oro 数据，全球数据中心资本开支持续提升。全球数据中心的 capex 从 2014 年的 1310 亿美元增长到 2023 年的 2600 亿美元，CAGR 约为 7.9%；预计 2023~2028 年 CAGR 约为 17.7%，2024~2028 年数据中心 capex 合计高达 21790 亿美元，2027 年将超过 5000 亿美元。

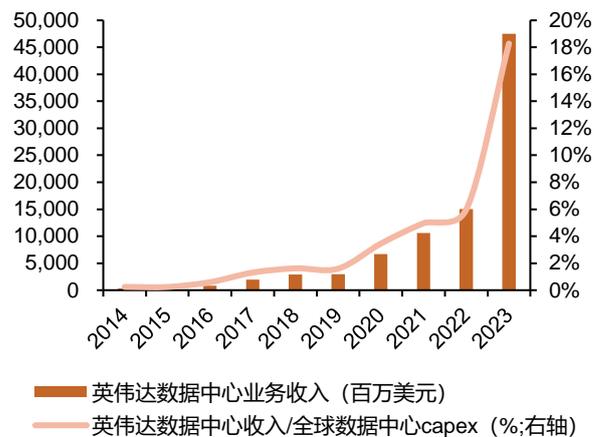
英伟达带动整条产业链高速增长。通过英伟达数据中心业务收入与全球数据中心的资本开支进行比较来衡量英伟达在全球数据中心的地位，2014 年英伟达数据中心业务收入/全球数据中心的资本开支仅为 0.2%，2023 年这一比例提升至 18%，这一比例我们认为仍将继续提升，主要是因为过去资本开支是以传统的服务器为主，现在转为 AI 服务器，GPU 的占比（英伟达能够贡献超过 70% 的价值量）情况大幅提升。

图 30: 全球数据中心 capex 情况 (十亿美元; %)



资料来源: Dell' Oro、华源证券研究

图 31: 英伟达数据中心业务收入及其占比情况 (百万美元; %)



资料来源: wind、Dell' Oro、华源证券研究

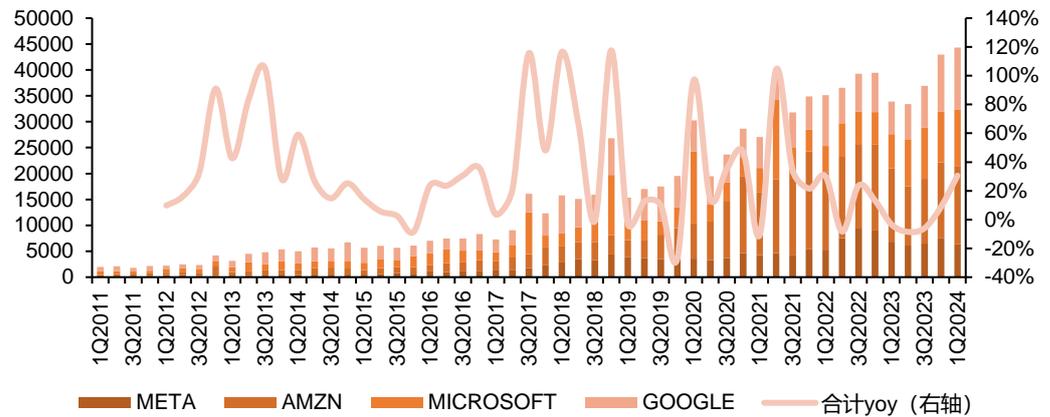
表 4: 普通服务器与 ai 服务器成本构成对比

组成	Nvidia DGX H100		2x intel Sapphire Rapids Server	
	金额 (美元)	占比	金额 (美元)	占比
CPU	5200	1.9%	1850	18%
8 GPU +4 NVSwitch Baseboard	195000	72.5%		
Memory	7860	2.9%	3930	38%
Storage	3456	1.3%	1536	15%
SmartNIC	10908	4.1%	654	6%
Chassis (Case, backplanes, cabling)	563	0.2%	395	4%
Motherboard	875	0.3%	350	3%
Cooling (Heatsinks+fans)	463	0.2%	275	3%
Power Supply	1200	0.4%	300	3%
Assembly and Test	1485	0.6%	495	5%
Markup	42000	15.6%	689	7%
Total Cost	269010		10474	

资料来源: semianalysis、华源证券研究

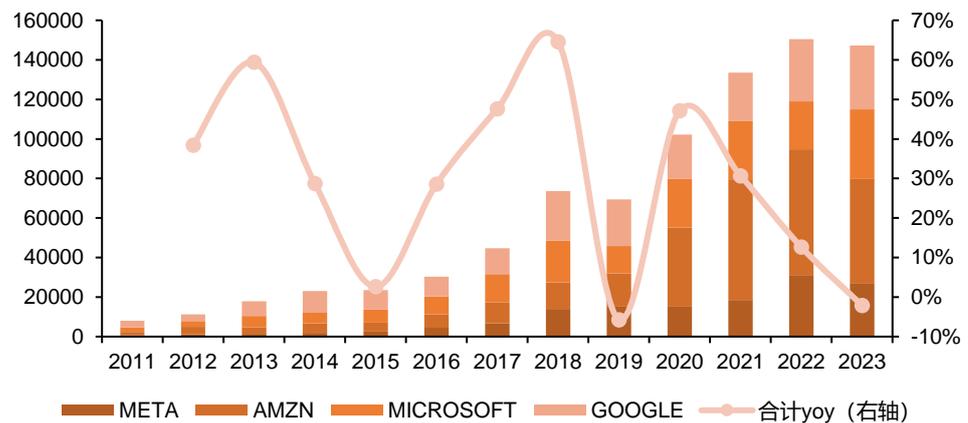
**北美四大 CSP 对于 AI 服务器需求激增, 2024 年 CAPEX 预计将同比增长。**云厂商 CAPEX 呈现明显周期性, 从 2011 年至今来看, 四年一个周期资本开支持续增长, 2023 年总体资本开支下滑, 根据目前四家云厂商 2024 年资本开支的指引, 2024 年 CAPEX 预计将同比增长, 我们认为驱动 CAPEX 增长的核心因素有两点, 一方面存量的硬件升级带来的换新需求 (例如 GPU 升级); 另一方面新增需求带来的原有数据中心的扩容。

图 32：一线北美云厂商 capex 季度情况（百万美元）



资料来源：wind、华源证券研究

图 33：一线北美云厂商 capex 年度情况（百万美元）



资料来源：wind、华源证券研究

**公司自主开发 AMR，已与英伟达开展深度合作。**根据公司微信公众号信息，比亚迪电子自主开发全系自主移动机器人(AMR)，为工厂提供全面物流解决方案，AMR 使用 NVIDIA Isaac Sim on Omniverse，既可建立工厂可视化数据，利用数字资产实现工厂现实场景的快速还原；也可使用 ROS Gazebo 对 AMR 的位姿、移动等功能进行高精度仿真，通过控制 Sim 中的参数实时控制实体 AMR。两者结合，实现在虚拟工厂环境中快速部署多辆 AMR，并进行车队化统一调度、管理与方案测试，节约工厂规划成本，提升 AMR 落地时效。伴随无人工厂概念的提出与发展，现 AMR 市场需求量激增，在此背景下，比亚迪电子和 NVIDIA 共同推进 AMR 产品革新，为各界客户提供高效、高定制化物流解决方案。

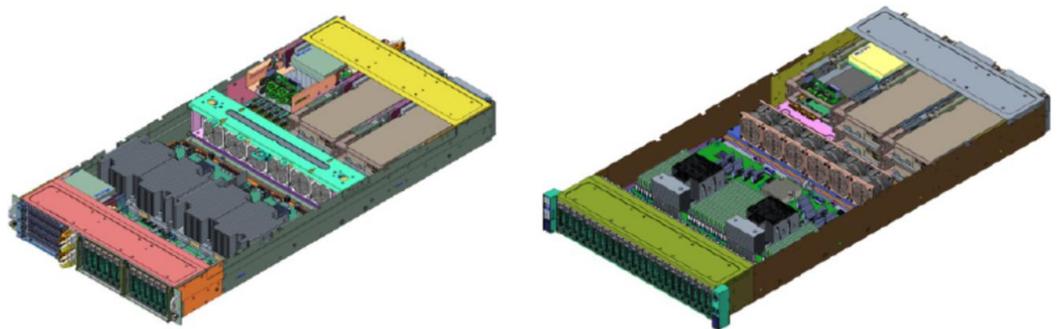
图 34：比亚迪电子和 NVIDIA 共同推进 AMR 产品革新



资料来源：公司公众号、华源证券研究

公司布局 AI 服务器，有望切入英伟达产业链，AI 服务器或将成为公司新的业务增长动能。公司积极投入研发资源进行深度布局，目前，公司已形成涵盖企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器以及液冷散热等产品及解决方案，有效助力高性能弹性数据中心的构建，持续赋能绿色低碳数据中心的布局。

图 35：比亚迪电子 REECH R828 GPU 服务器示意图



资料来源：公司官网、华源证券研究

### 3. 背靠比亚迪，汽车电子有望维持高速增长

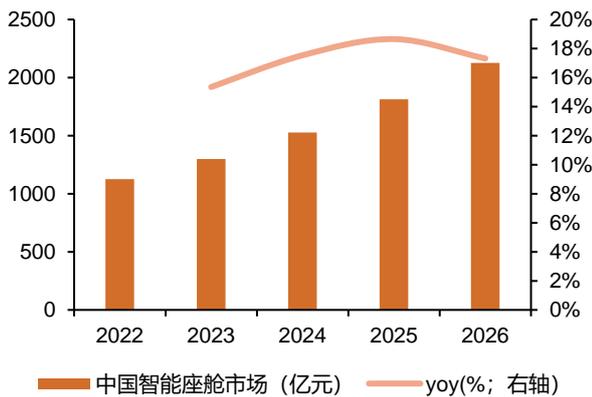
#### 3.1 公司智能座舱产品起步，逐步导入高附加值的热管理、智能悬架系统等产品

公司新能源汽车业务由智能座舱相关产品起步，2022 年实现大幅增长。智能座舱是智能网联新能源汽车的重要组成部分，也是人机交互、车与外界交互的主要载体，集团的智能座舱产品线覆盖中控系统、仪表和屏显系统、HUD、声学系统、车载充电系统、T-BOX 等，满足用户多维度的交互体验，2022 年开始，公司智能座舱业务实现大幅增长。根据中商产业研究院预测，2026 年中国市场智能座舱规模将达人民币 2127 亿元，2022~2026 年 CAGR 超过 17%；其中 HUD，域控制器等将是主要增长驱动部件。

公司在智能座舱系列产品的基础上，陆续导入智能驾驶系统（包含低算力、中算力和高算力平台）、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等产品。

汽车底盘悬架系统也将加速智能化。据盖世汽车预计，2025 年智能化的空气悬架渗透率将上升至约 15%，市场规模将由 2023 年的 221.6 亿元，增长至 2025 年的 377.9 亿元，2028 年有望达到 590.6 亿元，2023~2028 年 CAGR 约为 22%。

图 36：我国智能座舱市场规模情况



资料来源：中商产业研究院、华源证券研究

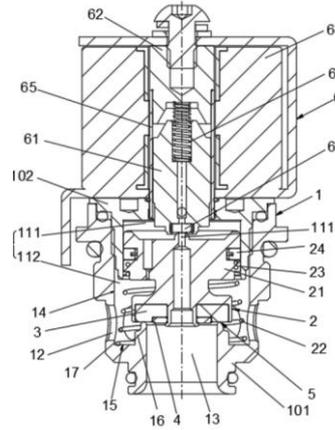
图 37：我国空气悬架市场规模



资料来源：盖世汽车、华源证券研究

比亚迪已完成热管理相关专利布局。据国家知识产权局公告，比亚迪股份有限公司取得一项名为“电磁阀、热管理系统和车辆”，申请日期为 2023 年 8 月，授权日为 2024 年 4 月 16 日，此专利涉及一种电磁阀相关的技术方案，通过这种技术方案能够避免因弹性件移位而导致电磁阀卡死的情况发生。

图 38：比亚迪电磁阀示意图

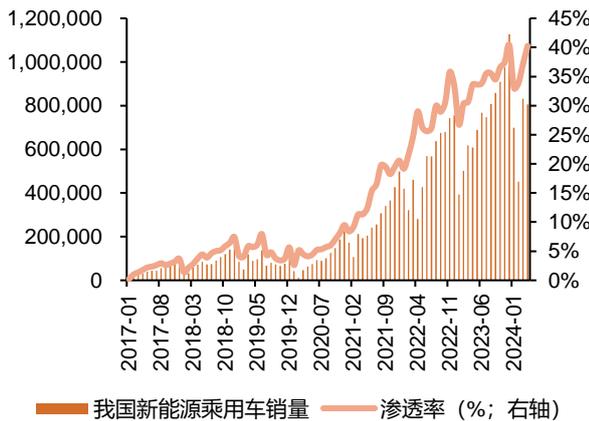


资料来源：国家知识产权局、华源证券研究

### 3.2 汽车智能化网联化趋势，带动汽车电子行业稳步增长

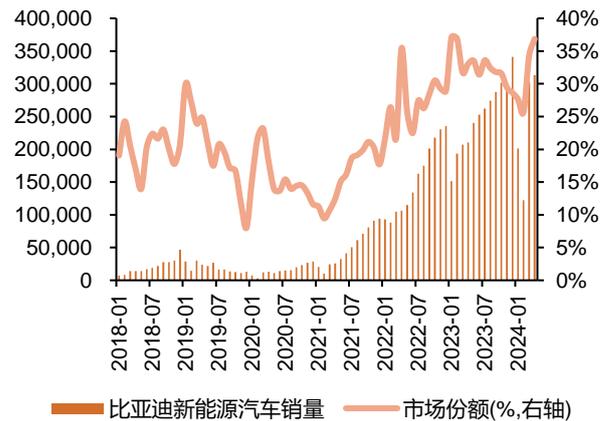
**新能源汽车销量持续增长，渗透率有望达到 40%，中国新能源汽车市场将进入千万辆级时代。**根据中国汽车工业协会数据，2023 年我国新能源汽车销量达到 949.5 万辆，同比增长 37.9%，市占率达到 31.6%，2024 年 4 月我国新能源乘用车渗透率已达到 40%。高工产业研究院(GGII)预测，二零二四年全球新能源汽车销量有望突破 1,800 万辆，全球汽车电动化渗透率将接近 20%。预计二零二四年中国新能源汽车总销量将达 1,150 万辆（含出口），电动化渗透率有望超过 37%；其中，新能源乘用车销量为 1,100 万辆，电动化渗透率有望突破 40%。

图 39：我国新能源乘用车渗透率持续上升（辆）



资料来源：wind、中国汽车工业协会、华源证券研究

图 40：母公司销量表现强劲（辆）

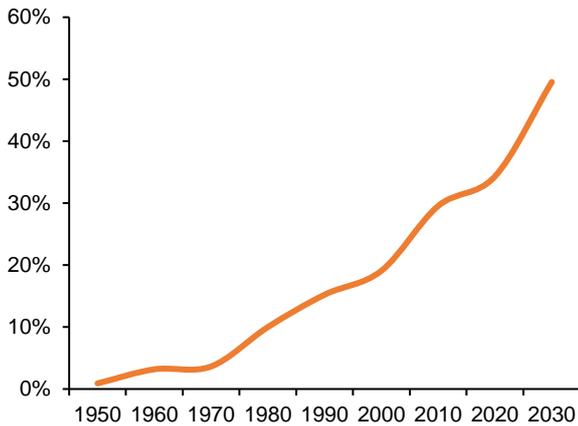


资料来源：wind、公司公告、华源证券研究

**在汽车电气化、智能化、网联化的背景下，汽车电子行业高速发展。**智能网联汽车已成为汽车产业发展的战略方向，2024 年 1 月 17 日，为加快智能网联汽车技术突破和产业化发展，工信部等五部门发布《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》，为中国智能网联汽车产业与信息技术、能源、交通管理等多领域深度

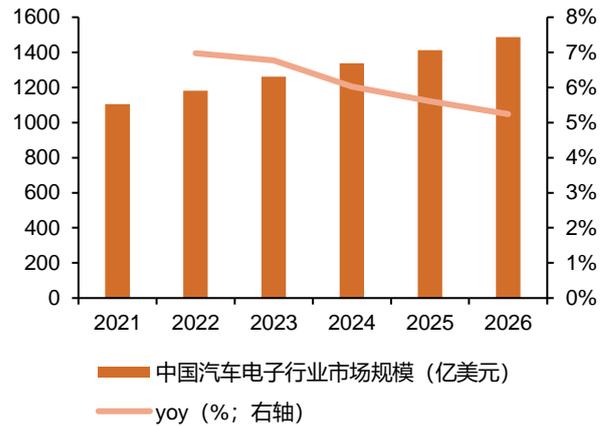
融合发展带来战略契机。在利好政策支持下，人工智能、5G、大模型等诸多新兴技术加速与汽车技术深度融合，推动汽车智能化网联化发展，应用拓展也不断朝着更高端的方向迈进，有望推动汽车电子的增长。根据前瞻产业研究院预测，2026年我国汽车电子行业的市场规模有望达到1486亿美元，汽车电子占整车制造成本的比重有望达到50%。

图 41：汽车电子占整车制造成本比重不断上升



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究

图 42：我国汽车电子市场规模稳步上升



资料来源：前瞻产业研究院、华源证券研究

**第五代 DM-i 有望拉动比亚迪新能源汽车市场份额进一步提升。**根据公司公告，2023年比亚迪新能源汽车累计销量302.4万辆，同比增长62%。2024年5月28日，比亚迪发布第五代DM-i，油耗低至2.9L/100km，“开启油耗2时代”，进一步实现油电同价，首搭秦L、海豹06，两款车型推出了五个版本，售价在9.98至13.98万元之间。2021年第四代DMI发布，油耗降至3.8L/100km，带动公司插混车型销量从2020年的4.8万台增长至2023年的143.8万台，颠覆市场格局，此次第五代dmi再次降低油耗，提升续航，有望再一次强化公司在插混领域的领先地位，进一步提升份额，抢占合资燃油车的市场，推动比亚迪新能源汽车销量增速高于行业平均水平。

**比亚迪电子作为比亚迪的供应商之一，智能座舱、智能驾驶、智能悬架、热管理等多个产品品类出货量将持续增长。**随着新产品陆续从研发导入量产，公司单车可配套产品品类持续增加，价值量也将稳步提升，新能源汽车业务板块有望高速增长。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

**消费电子业务：**受益于AI终端落地，北美大客户产品销量有望回暖，安卓中高端机型同样有望受益AI功能带来的换机潮到来，过去此板块收入逆势增长依托在海外大客户产品中的份额提升，而后续消费电子总体需求有望回暖。我们假设2024~2026年消费电子组装业务收入同比增长10%/10%/10%，对应毛利率为4.5%/4.5%/4.5%，

零部件业务收入同比增长 3%/3%/3%，对应毛利率为 15%/15%/15%。

**新能源汽车业务：**母公司比亚迪汽车依托超强的产品竞争力，市场份额有望继续提升，公司智能驾驶系统（包含低算力、中算力和高算力平台）、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等产品后续陆续导入，有望带动公司新能源业务维持高速增长，我们假设 2024~2026 年新能源汽车业务收入同比增长 25%/25%/25%，对应毛利率为 15%/13%/12%。

**新型智能产品业务：**随着 5G 通信、AI、物联网等新兴产业加速融合，公司无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展，新业务拓展 AI 服务器，依托过往与英伟达的深度合作，有望快速切入，有望成为公司该板块主要业务增量，我们假设公司新型智能产品收入同比增长 20%/20%/20%，对应毛利率为 15%/15%/15%。

综合上述假设，我们预计公司 2024/2025/2026 年主营业务收入分别为 1619.6/1820.3/2051.7 亿元，同比分别增长 24.6%/12.4%/12.7%，毛利率分别为 8.3%/8.4%/8.6%。

**表 5：关键假设表（单位：百万元）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	89057	107186	129957	161957	182025	205174
yoy		20.4%	21.2%	24.6%	12.4%	12.7%
营业成本	83028	100836	119523	148460	166686	187514
毛利	6029	6350	10434	13497	15339	17660
毛利率	6.8%	5.9%	8.0%	8.3%	8.4%	8.6%
收入拆分						
消费电子	71632	82209	97420	106207	115845	126417
组装	55977	68054	83783	92161	101377	111515
零部件	15655	14155	13637	14046	14467	14902
新型智能产品	12445	15207	18441	22129	26555	31866
新能源汽车	3770	9263	14096	17620	22025	27531
Jabil				16000	17600	19360
防护产品	1210	507				
收入 yoy						
消费电子		14.8%	18.5%	9.0%	9.1%	9.1%
组装		21.6%	23.1%	10.0%	10.0%	10.0%
零部件		-9.6%	-3.7%	3.0%	3.0%	3.0%
新型智能产品		22.2%	21.3%	20.0%	20.0%	20.0%
新能源汽车		145.7%	52.2%	25.0%	25.0%	25.0%
Jabil				3.0%	10.0%	10.0%
防护产品		-58.1%	-100.0%			
毛利率						
消费电子				5.9%	5.8%	5.7%
组装				4.5%	4.5%	4.5%

零部件	15.0%	15.0%	15.0%
新型智能产品	15.0%	15.0%	15.0%
新能源汽车	15.0%	13.0%	12.0%
Jabil	8.0%	10.0%	12.0%
防护产品			
	毛利		
消费电子	6254	6732	7253
组装	4147	4562	5018
零部件	2107	2170	2235
新型智能产品	3319	3983	4780
新能源汽车	2643	2863	3304
Jabil	1280	1760	2323
防护产品			
合计	13497	15339	17660

资料来源：wind、华源证券研究

## 4.2 公司估值

公司是全球领先的平台型高端制造企业，消费电子板块业务受益于 AI 落地终端带动消费电子复苏，新能源汽车业务受益于新能源汽车智能化网联化趋势以及比亚迪汽车销量持续增长，新型智能产品受益于其布局 AI 服务器相关产品，有望快速切入。我们针对公司消费电子、新能源汽车、AI 服务器三块主力业务选择各领域标志性公司立讯精密、德赛西威、工业富联作为可比公司，2024 年平均 PE 为 20X，比亚迪电子 2024 年对应 PE 为 14X，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	市值	EPS				PE			
		2024/5/31	亿元	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
002475.SZ	立讯精密	31.79	2281.9	1.5	1.9	2.4	2.9	21	17	13	11
601138.SH	工业富联	22.91	4550.8	1.1	1.3	1.5	1.7	22	18	15	13
002920.SZ	德赛西威	100.43	557.4	2.8	3.8	4.9	6.2	36	26	20	16
	可比公司平均							26	20	16	15
0285.HK	比亚迪电子	30.73	692.0	1.8	2.2	2.8	3.4	17	14	11	9

资料来源：Wind、华源证券研究 注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，比亚迪电子盈利预测来自华源证券研究，比亚迪电子股价与市值调整为人民币计价，对应汇率取 5 月 31 日 1 港元=0.909 人民币计算

## 4.3 风险提示

**北美大客户渗透率提升不及预期：**公司过去消费电子业务收入逆势增长，主要是由于其海外大客户份额不断提升导致，如若后续份额无法维持，可能会导致对应营收下降。

**消费电子需求复苏不及预期：**全球消费电子出货量是否复苏直接影响公司消费电子

组装及零部件业务，若 AI 落地终端无法带动消费电子需求复苏，可能会影响公司消费电子业务增长。

**新能源汽车销量增长不及预期，公司新品导入不及预期：**过去两年公司新能源汽车业务收入高速增长，主要受益于比亚迪汽车销量增长，公司新品导入持续放量，如若后续比亚迪汽车销量增长不及预期，公司新品导入时间或不及预期，公司新能源汽车业务可能无法维持高速增长。

**跨市场选择可比公司的风险：**我们选取的可比公司为 A 股上市公司，比亚迪电子为港股上市公司，可比性可能存在一定风险。

**表 7: 资产负债表 (百万元)**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产:</b>					
现金及现金等价物	6244	10537	18291	23747	31516
交易性金融资产		0	0	0	0
其他短期投资			0	0	0
应收款项合计	17178	25519	25348	27492	29568
应收账款及票据	15819	23308	23137	25281	27357
其他应收款	1358	2211	2211	2211	2211
存货	17046	18541	21209	23812	26788
其他流动资产	21	9	9	9	9
流动资产合计	40489	54606	64856	75061	87880
<b>非流动资产:</b>					
固定资产净值	12941	19709	18010	15610	12511
权益性投资			0	0	0
持有至到期投资			0	0	0
可供出售投资			0	0	0
其他长期投资			0	0	0
商誉及无形资产	749	10560	9260	7960	6660
土地使用权	736	790	0	0	0
其他非流动资产	2080	1553	2343	2343	2343
非流动资产合计	16506	32612	29613	25913	21514
总资产	56995	87218	94469	100974	109394
<b>流动负债:</b>					
应付账款及票据	22002	29939	36515	41072	46278
应交税金	363	607	600	600	600
交易性金融负债	18	5	0	0	0
短期借贷及长期借贷当期到期部分	2004	14613	10613	6613	2613
其他流动负债	5755	9586	9586	9586	9586
流动负债合计	30143	54751	57314	57871	59077
<b>非流动负债:</b>					
长期借贷			0	0	0
其他非流动负债	1216	3138	3158	3178	3198
非流动负债合计	1216	3138	3158	3178	3198
总负债	31359	57888	60472	61049	62275
<b>股东权益:</b>					
优先股					
普通股股本	4052	4052	4052	4052	4052
储备	21771	25456	30122	36051	43244
库存股			0	0	0
其他综合性收益	-188	-177	-177	-177	-177
普通股权益总额	25635	29330	33997	39926	47119
归属母公司股东权益	25635	29330	33997	39926	47119
少数股东权益			0	0	0
股东权益合计	25635	29330	33997	39926	47119

总负债及总权益	56994	87218	94469	100974	109394
---------	-------	-------	-------	--------	--------

资料来源：wind、华源证券研究

**表 8：公司利润表（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>	<b>107186</b>	<b>129957</b>	<b>161957</b>	<b>182025</b>	<b>205174</b>
销售成本	100836	119523	148460	166686	187514
<b>毛利</b>	<b>6350</b>	<b>10434</b>	<b>13497</b>	<b>15339</b>	<b>17660</b>
销售及分销开支	535	720	1620	1638	1847
行政开支	1235	1288	1296	1347	1436
研究及开发费用	3969	4722	4859	5279	5950
<b>营业利润</b>	<b>611</b>	<b>3705</b>	<b>5723</b>	<b>7075</b>	<b>8427</b>
营业外收入	1328	976	100	200	300
除税前溢利	1939	4681	5823	7275	8727
所得税开支	81	640	757	946	1135
<b>净利润</b>	<b>1858</b>	<b>4041</b>	<b>5066</b>	<b>6329</b>	<b>7593</b>
其他综合收益	-18	26	0	0	0
综合收益总额	1840	4067	5066	6329	7593

资料来源：wind、华源证券研究

**表 9：现金流量表（百万元）**

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>5961</b>	<b>10243</b>	<b>15633</b>	<b>13337</b>	<b>15648</b>
净利润	1858	4041	5066	6329	7593
折旧与摊销	2917	3160	6499	7199	7899
营运资本变动	2120	1687	4068	-192	156
存货的减少（增加以“—”列示）	-6479	-1495	-2668	-2604	-2975
经营性应收项目的减少（增加以“—”列示）	-3294	-8341	171	-2145	-2075
经营性应付项目的增加（减少以“—”列示）	10099	7693	6569	4557	5207
其他营运资本变动	1794	3830	-5	0	0
其他	-934	1355	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-4276</b>	<b>-17736</b>	<b>-3500</b>	<b>-3500</b>	<b>-3500</b>
资本性支出	-4248	-3919	-3500	-3500	-3500
减：投资增加		-14078	0	0	0
其他投资活动产生的现金流量净额	-28	261	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>1762</b>	<b>11823</b>	<b>-4380</b>	<b>-4380</b>	<b>-4380</b>
长期债务增加	288	1922	20	20	20
短期债务增加	2004	12609	-4000	-4000	-4000
支付股利	-232	-372	-400	-400	-400
其他筹资活动产生的现金流量净额	-298	-2336	0	0	0
汇率变动影响	-27	-37	1	0	0
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>3420</b>	<b>4293</b>	<b>7754</b>	<b>5457</b>	<b>7768</b>

资料来源：wind、华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 恒生中国企业指数 (HSCEI)