

比亚迪电子 (00285.HK)

强烈推荐 (维持)

Q4 受研发和激励费用增加拖累, 关注公司智驾、算力及机器人进展

TMT 及中小盘/电子
当前股价: 42.45 港元

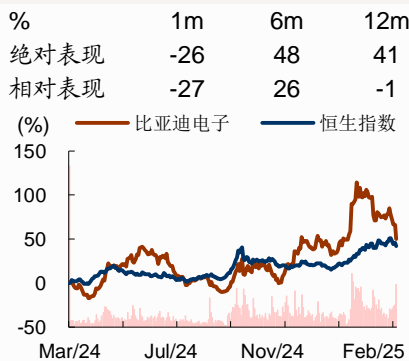
公司公告 24 年报, 24 年实现总收入 1773.1 亿元同比+36.4%, 毛利 123.0 亿元同比+17.9%, 归母净利 42.7 亿元同比+5.6%, 毛利率 6.9%同比-1.1pcts, 净利率 2.4%同比-0.7pct。结合公司近况以及业绩交流会, 我们点评如下:

基础数据

总股本 (百万股)	2253
香港股 (百万股)	2253
总市值 (十亿港元)	95.6
香港股市值 (十亿港元)	95.6
每股净资产 (港元)	14.4
ROE (TTM)	13.2
资产负债率	64.1%
主要股东	Golden Link Worldwide Limited
主要股东持股比例	65.7597%

□ 24 年收入规模创新高, 盈利能力下滑源于产品结构调整、新业务折旧费用增加。24 年收入快速增长源于消费电子市场需求回暖, 公司安卓高端市场订单以及海外大客户业务持续扩大, 汽车电子保持强劲增长态势, 新型智能产品业务实现 AI 服务器量产出货。盈利能力下滑主因产品业务结构调整, 新拓展的机壳业务带来的折旧以及期间费用增加。

股价表现



□ Q4 业绩不及市场预期, 毛利率下滑源于业务结构调整, 期间费用因大客户研发费用前置以及股权激励成本有所增加。单季度看, Q4 收入 551.8 亿元同比+45.9%环比+26.7%, 毛利 32.4 亿元同比+27.9%环比-12.1%, 归母净利 12.0 亿元同比+20.6%环比-22.2%, 毛利率 5.9%同比-0.8pct 环比-2.6pcts, 净利率 2.2%同比-0.5pct 环比-1.4pcts。收入保持高速增长, 盈利环比下滑主因 1)低毛利业务占比提升, 新增业务盈利改善仍需时间;2)因大客户新项目增多带来研发费用增加以及股权激励带来成本的增加。

□ 业务结构:1)消费电子业务收入 1412.3 亿元同比+45.0%, 其中零部件收入 356.6 亿元同比+161.5%, 组装收入 1055.8 亿元同比+26.0%。受下游需求增长, 安卓零部件和整机组装均实现增长, 海外大客户业务份额持续提升, 23 年并购的机壳业务拉动零部件业务快速扩大。2)新能源汽车业务收入 205. 亿元同比+45.5%, 公司智能座舱产品出货量跟随母公司汽车销量规模提升, 智驾域控出货量领跑国内市场, 热管理产品份额进一步提升, 智能悬架产品开始量产交付。3)新型智能产品业务收入 155.6 亿元同比-15.6%, 除了户用储能业务承压之外, 公司在无人机、智能家居、游戏硬件均实现稳健发展, 并实现了 3D 打印机、AI 服务器、AMR 的量产, 数据中心的液冷、电源产品和 AI 机器人也实现布局。

相关报告

- 《比亚迪电子 (00285) — 比亚迪智驾战略全面超预期, 公司汽车电子业务望迎新一轮成长》2025-02-11
- 《比亚迪电子 (00285) — 24Q3 业绩符合预期, 看好公司 A 客户+汽车+算力三驾马车共驱成长》2024-10-31
- 《比亚迪电子 (00285) — Q2 受户储及汇兑收益减少拖累, 关注 A 客户新机及汽车电子放量》2024-08-30

□ 展望 25/26 年, 看好公司 “A 客户+汽车+算力” 三驾马车共驱成长, 并关注公司 AI 机器人的布局。1) 消费电子: AI 应用加速端侧落地, 赋能功能创新驱动消费电子新一轮换机周期。公司 A 客户 iPad 新品放量且手机玻璃业务份额持续提升, 机壳业务持续提质增效, 并持续围绕 A 客户 AI 手机(含折叠机)、AI 可穿戴、笔电&Pad、机器人等产品线纵深拓展, 望受益 A 客户未来三年 AI 化向上周期, 规模进一步扩大;安卓继续聚焦中高端产品, 钛合金及玻纤材料等结构件升级创新趋势加速, AI 手机以及补贴政策推动新一轮换机周期均有望带来增量, 盈利将有增量贡献。2) 新能源车业务: 继续受益于汽车电动化和智能化加速演进, 智能座舱、热管理出货量持续增长, 智驾系统(低中高算力平台)迎来出货量和产品规格齐升, 智能悬架产品进入放量增长阶段单车价值量持续提升, 公司新能源汽车业务有望迎来 “量+价+份额” 齐升的高速增长期, 且公司与英伟达(算力相关及智能驾驶领域)、大陆电子、博世等外部客户合作亦持续加深, 行业地位有望逐步树立, 长线有望依靠母公司成长为国内领先的新型 Tier1 厂商。3) 算力相关产品: 公司在 AI 数据中心领域的扩展广度和深度可期, AI 服务器以及液冷电源等算力新品 25 年望放量迎来高速增长, 并布局高速通讯新赛道, 且公司与英伟达具有多年的合作基

鄢凡 S1090511060002
yanfan@cmschina.com.cn
程鑫 S1090523070013
chengxin2@cmschina.com.cn
涂银山 研究助理
tukunshan@cmschina.com.cn

础，有望带来新的增长动能。4) AI 机器人领域：公司依托其在系统集成领域上丰富的经验，智能驾驶的传感器融合、软件算力等方面的深厚积累，将在 AI 机器人的传感器、执行器、控制器等多个核心零部件及系统总成进行全面布局。

□ **投资建议：** 比亚迪电子作为国内具备深厚的材料研究、产品设计、结构件及组装垂直整合能力的精密制造龙头企业，凭借优质的客户资源以及前瞻的业务布局 and 全球化产能布局，具备较大发展潜力。公司在 A 客户“成品+结构件”业务具备潜在份额提升空间，新能源汽车、3D 打印、AI 算力及机器人等产品有望仰赖于研发&制造能力多点开花。我们最新预计公司 25-27 年收入分别为 1962.2/2158.2/2373.7 亿元，归母净利 54.9/67.3/80.4 亿元，当前市值对应现价 42.45 元港币 PE 为 16.1/13.1/11.0 倍，鉴于公司新增 A 客户手机结构件业务、汽车电子多个新品导入量产、数据中心服务器业务及机器人布局具备增长潜力，我们维持“强烈推荐”评级。

□ **风险提示：** 上游原料价格波动加剧；客户及业务拓展不及预期；下游需求不及预期；资产整合不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	130404	177306	196223	215815	237366
同比增长	21%	36%	11%	10%	10%
营业利润(百万元)	3796	3630	5002	6334	7886
同比增长	257%	-4%	38%	27%	24%
归母净利润(百万元)	4041	4266	5487	6731	8041
同比增长	118%	6%	29%	23%	19%
每股收益(元)	1.79	1.89	2.44	2.99	3.57
PE	21.9	20.7	16.1	13.1	11.0
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

参考报告：

- 1、《比亚迪电子（00285）深度报告：进阶苹果“成品+结构件”，精密制造龙头迎拐点》-20200904
- 2、《比亚迪电子（00285）一季报点评：21Q1 业绩创同期新高，全年苹果+电子雾化为重要看点》-20210430
- 3、《比亚迪电子（00285）中报点评：Q2 受累上游缺芯涨价，关注苹果及电子雾化业务进展》-20210831
- 4、《比亚迪电子（00285）三季报点评：Q3 受缺芯及安卓调整拖累，Q4 业绩有望迎环比改善》-20211101
- 5、《比亚迪电子（00285）年报点评：Q4 受累于平板缺芯及安卓疲软，汽车电子业务是增长亮点》-20220401
- 6、《比亚迪电子（00285）一季报点评：Q1 业绩因疫情及需求不佳承压，静待 A 客户恢复及汽车电子放量》-20220502
- 7、《比亚迪电子（00285）中报点评：Q2 优于市场悲观预期，H2 A 客户及汽车电子放量可期》-2022/08/30
- 8、《比亚迪电子（00285）三季报点评：Q3 业绩略超市场预期，源于稼动率提升及业务结构优化》-2022/10/31
- 9、《比亚迪电子（00285）年报点评：盈利能力逐季改善，23 年大客户、汽车、户储多点开花》2023-03-29
- 10、《比亚迪电子（00285）一季报点评：Q1 业绩超市场预期，汽车、户储等增量优化业务结构》2023-04-28
- 11、《比亚迪电子（00285）—Q2 业绩大超市场预期，看好公司 H2 盈利优化趋势延续》2023-07-16
- 12、《比亚迪电子（00285）—Q2 业绩达指引上限，拟收购捷普成都+无锡产能加码 A 客户新品布局》2023-08-30
- 13、《比亚迪电子（00285）—Q3 超预期源于稼动率及结构优化，看好公司 A 客户+汽车高速增长趋势》2023-10-18
- 14、《比亚迪电子（00285）—Q3 高于指引区间中值，看好公司安卓业务向上+A 客户+汽车高增趋势》2023-11-01
- 15、《比亚迪电子（00285）—Q4 业绩指引中值符合预期，产品结构优化及稼动率提升带动盈利改善》2024-01-30
- 16、《比亚迪电子（00285）—23 年业绩强劲增长，24 年 A 客户+高端安卓+汽车+服务器共驱成长》2024-03-27
- 17、《比亚迪电子（00285）—24Q1 业绩优于市场悲观预期，乐观看待公司未来利润释放潜力》2024-04-30
- 18、《比亚迪电子（00285）—Q2 受户储及汇兑收益减少拖累，关注 A 客户新机及汽车电子放量》2024-08-30
- 19、《比亚迪电子（00285）—比亚迪智驾战略全面超预期，公司汽车电子业务望迎新一轮成长》2025-02-11

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	54607	60416	78011	83807	94022
现金及现金等价物	10537	7052	19122	19123	22948
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	23308	32777	36219	39841	43825
其它应收款	2211	2497	2760	3036	3339
存货	18541	18089	19910	21807	23909
其他流动资产	9	0	0	0	0
非流动资产	32612	29932	28419	27260	26094
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	19709	17113	15601	14441	13276
无形资产	11350	10095	10095	10095	10095
其他	1553	2724	2724	2724	2724
资产总计	87219	90347	106430	111066	120116
流动负债	54751	50823	62699	62250	65278
应付账款	29939	35331	38889	42593	46700
应交税金	607	943	943	943	943
短期借款	14613	6505	14012	9016	7001
其他	9591	8044	8854	9698	10633
长期负债	3138	7122	7122	7122	7122
长期借款	0	4302	4302	4302	4302
其他	3138	2820	2820	2820	2820
负债合计	57888	57946	69821	69372	72400
股本	4052	4052	4052	4052	4052
储备	25278	28349	32557	37642	43664
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	29330	32402	36609	41694	47716
负债及权益合计	87219	90347	106430	111066	120116

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10243	NA	6297	7149	8259
净利润	4041	NA	5487	6731	8041
折旧与摊销	3160	NA	2863	2610	2416
营运资本变动	2310	NA	(1157)	(1247)	(1348)
其他非现金调整	732	NA	(896)	(946)	(850)
投资活动现金流	(17735)	NA	(4)	(104)	(101)
资本性支出	(3919)	NA	(1400)	(1500)	(1300)
出售资产获得的现金	261	NA	49	49	49
投资增减	0	NA	0	0	0
其它	(14078)	NA	1346	1346	1150
筹资活动现金流	11823	NA	5778	(7043)	(4334)
债务增减	12265	NA	7507	(4997)	(2014)
股本增减	0	NA	0	0	0
股利支付	372	NA	1280	1646	2019
其它筹资	(71)	NA	(450)	(400)	(300)
其它调整	(744)	NA	(2560)	(3292)	(4039)
现金净增加额	4294	NA	12070	1	3825

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	130404	177306	196223	215815	237366
主营业务收入	129957	177306	195923	215515	237066
营业成本	119523	165004	181620	198920	218101
毛利	10434	12301	14302	16595	18965
营业支出	7085	8672	9600	10560	11379
营业利润	3796	3630	5002	6334	7886
利息支出	189	521	450	400	300
利息收入	241	308	350	350	350
权益性投资损益	0	0	0	0	0
其他非经营性损益	507	996	996	996	800
非经常项目损益	327	327	200	200	200
除税前利润	4681	4740	6098	7480	8936
所得税	640	475	611	749	895
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4041	4266	5487	6731	8041
EPS(元)	1.79	1.89	2.44	2.99	3.57

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	21%	36%	11%	10%	10%
营业利润	257%	-4%	38%	27%	24%
净利润	118%	6%	29%	23%	19%
获利能力					
毛利率	8.0%	6.9%	7.3%	7.7%	8.0%
净利率	3.1%	2.4%	2.8%	3.1%	3.4%
ROE	13.8%	13.2%	15.0%	16.1%	16.9%
ROIC	8.9%	10.3%	10.4%	12.6%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	66.4%	64.1%	65.6%	62.5%	60.3%
净负债比率	16.8%	12.0%	17.2%	12.0%	9.4%
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
营运能力					
资产周转率	1.5	2.0	1.8	1.9	2.0
存货周转率	6.7	9.0	9.6	9.5	9.5
应收帐款周转率	6.1	5.8	5.3	5.3	5.3
应付帐款周转率	4.6	5.1	4.9	4.9	4.9
每股资料(元)					
每股收益	1.79	1.89	2.44	2.99	3.57
每股经营现金	4.55	0.08	2.79	3.17	3.67
每股净资产	13.02	14.38	16.25	18.50	21.18
每股股利	0.54	0.57	0.73	0.90	1.07
估值比率					
PE	21.9	20.7	16.1	13.1	11.0
PB	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	17.6	16.9	14.7	13.2	11.8

资料来源：公司数据、招商证券

注：公司 2024 年现金流量表暂未公布，表中数据以 NA 列示

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。