

2025年03月27日

比亚迪电子 (285.HK)

收入超预期增长, 折旧与股权激励拖累短期盈利能力

事件: 2024 年营收 同比增长 36.43%至 1773.06 亿元, 超出市场预期并创下历史新高, 主要受安卓与大客户组装业务在 2024Q4 旺盛需求推动。期间归母净利润 42.66 亿元, 同比增长 5.55%, 低于市场预期, 主要因四季度计提部分费用, 包括新收购公司以及资本投入的折旧与股权激励。

报告摘要

消费电子大客户与安卓协同发力 2024 年消费电子业务贡献了 1412.3 亿元的收入, 同比增长 45.0%。其中, 零部件收入约 356.6 亿元, 同比上升幅度达 161.5%, 主要源于收购大客户零部件业务捷普并表以及在高端零部件领域的突破; 组装收入约 1055.8 亿元, 同比上升 26.0%, 受益于海外大客户业务份额提升以及安卓市场需求回暖。经过了一年的效率提升与自动化改进, 收购的捷普工厂今年将进一步降本增效, 并且伴随大客户零部件业务增长, 海外大客户预计释放更多利润。

数据中心业务值得期待 比亚迪电子在数据中心领域持续投入大量研发资源, 已形成包含 AI 服务器、液冷系统、电源管理、高速通讯的全面产品布局。2025 年是公司 AI 服务器大年, 集团前两年已布局, 2025 年将抓住国内 AI 推理需求增长机遇, 提升 AI 服务器销量与产值。

汽车电子智能化布局 新能源汽车业务收入约 205.1 亿元, 占总体收入 11.6%, 较 2023 年同期上升约 45.5%, 智能座舱、智能驾驶和热管理产品出货量持续增长, 智能悬架产品开始量产交付, 推动了该板块的高速发展。2025 年公司在与母公司在智能化产品上紧密配合, 如高端车型主动悬架等配置今年逐步上量, 推动汽车业务板块进一步发展。

投资建议 我们看好比亚迪电子在消费电子领域的技术领先地位和客户资源优势, 以及在新能源汽车和新型智能产品业务的快速发展潜力, 2024 年收入表现超出预期展现公司业务的良好成绩, 利润低于预期也是来自于收购带来的折旧, 这部分费用影响会在未来几年逐步降低, 盈利能力有望进一步提升。我们按照 2025/2026 年的 20x/16x 市盈率, 给出公司 49.6 港元的目标价, 相较于最近收市价有 20.4% 的预期涨幅, 维持“买入”评级。

风险提示: AI 服务器需求不及预期; 智能汽车业务量产进度延迟; 汇率波动风险; 消费电子行业竞争加剧。

财务及估值摘要

年结 31/12; RMB 千元	FY 2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
总收入	129,956,992	177,305,549	195,866,094	214,394,703	227,075,708
YoY%	21.2%	36.4%	10.5%	9.5%	5.9%
毛利率	8.0%	6.9%	7.4%	7.8%	7.9%
归母净利润	4,041,374	4,265,638	5,208,224	6,463,121	7,560,769
每股盈利 (港元)	1.93	2.04	2.49	3.08	3.61
YoY%	117.6%	5.5%	22.1%	24.1%	17.0%
@41.2港元的市盈率	21.4	20.2	16.6	13.4	11.4
@41.2港元的市净率	2.9	2.7	2.4	2.1	1.9

数据来源: 公司资料, 国证国际预测

公司动态分析

证券研究报告

电子制造服务

投资评级: 买入

维持评级

6 个月目标价 49.6 港元

股价 2025-3-26 41.2 港元

总市值(百万港元)	95,648.5
流通市值(百万港元)	95,648.5
总股本(百万股)	2,253.2
流通股本(百万股)	2,253.2
12 个月低/高(港元)	23.2/60.6
平均成交(百万港元)	569.2

股东结构

比亚迪股份 (1211.HK)	65.8%
王念强	0.76%
其他 H 股	33.44%

合计 100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-26.5	-14.5	2.2
绝对收益	-27.1	1.7	43.9

数据来源: 彭博、港交所、公司

汪阳 TMT 行业分析师

+852-22131400

alexwang@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

损益表						财务分析					
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	107,186,288	129,956,992	177,305,549	195,866,094	214,394,703	盈利能力					
毛利	6,350,268	10,434,090	12,301,306	14,502,590	16,815,918	毛利率(%)	5.9%	8.0%	6.9%	7.4%	7.8%
其他业务净额	1,508,534	1,284,483	1,347,935	1,489,038	1,303,919	EBITDA 利率(%)	3.8%	5.2%	3.9%	4.1%	4.4%
销售及管理费用	-6,040,388	-7,084,991	-8,715,420	-9,730,774	-10,007,118	净利率(%)	1.7%	3.1%	2.4%	2.7%	3.0%
营业利润	1,818,414	4,633,582	4,933,821	6,260,854	8,112,719	营运表现					
财务开支	-58,531	-188,610	-520,854	-572,939	-1,030,233	销售及管理费用/收入(%)	5.64%	5.45%	4.92%	4.97%	4.67%
联营公司等						实际税率(%)	4.2%	13.7%	10.0%	10.0%	10.0%
税前盈利	1,938,570	4,681,141	4,740,416	5,787,915	7,182,485	股息支付率(%)	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
所得税	-80,952	-639,767	-474,778	-579,691	-719,364	库存周转天数	49.3	53.6	47.8	52.8	53.3
净利润	1,857,618	4,041,374	4,265,638	5,208,224	6,463,121	应收账款天数	38.2	51.3	59.7	64.8	64.7
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	应付账款天数	77.3	100.1	97.1	103.4	102.7
本公司股东应占利润	1,857,618	4,041,374	4,265,638	5,208,224	6,463,121	财务状况					
折旧及摊销	-2,279,374	-2,078,658	-1,923,657	-1,805,145	-1,368,638	总负债/总资产	0.55	0.66	0.85	0.82	0.79
EBITDA	4,097,788	6,712,240	6,857,478	8,065,999	9,481,356	收入/净资产	4.18	4.43	14.42	12.29	10.48
增长						经营性现金流/收入	0.06	0.00	0.01	0.03	0.03
总收入(%)	20.4%	21.2%	36.4%	10.5%	9.5%	现金流量表					
EBITDA(%)	-8.5%	63.8%	2.2%	17.6%	17.5%	<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>					
资产负债表											
<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>											
	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测		2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	6,264,311	10,546,361	3,154,831	5,447,064	8,184,073	EBITDA	4,097,788	6,712,240	6,857,478	8,065,999	9,481,356
应收账款	11,829,478	25,222,438	33,606,369	36,892,854	40,173,684	净融资成本	7,024	-51,929	212,857	572,939	1,030,233
存货	17,046,406	18,541,478	25,296,884	27,944,990	30,588,540	营运资金变化	4,224,968	6,707,870	6,876,930	8,165,999	9,581,356
其他流动资产	5,348,059	296,687	296,687	296,687	296,687	所得税	-80,952	-639,767	-474,778	-579,691	-719,364
流动资产	40,488,254	54,606,964	62,354,771	70,581,595	79,242,984	其他	-1,485,212	-12,517,895	-10,993,655	-10,297,606	-12,167,404
固定资产	15,680,247	22,624,559	13,315,445	13,012,754	13,145,923	营运现金流	6,763,616	210,519	2,478,832	5,927,640	7,206,178
无形资产	8,718	4,633,085	67,083	64,629	62,823	资本开支	-2,500,000	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000
其他非流动资产	817,154	5,354,012	5,354,012	5,354,012	5,354,012	其他投资活动	0	0	0	0	0
非流动资产	16,506,119	32,611,656	18,736,540	18,431,395	18,562,757	投资活动现金流	-2,500,000	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000
总资产	56,994,373	87,218,620	81,091,311	89,012,991	97,805,741	负债变化	0	0	0	0	0
应付账款	27,423,475	39,037,830	49,945,850	54,221,773	58,490,339	股本变化	0	0	0	0	0
短期银行借款	2,004,306	14,612,659	14,612,659	14,612,659	14,612,659	股息	-371,779	-1,212,412	-1,279,691	-1,562,467	-1,938,936
其他短期负债	715,057	1,100,044	1,100,044	1,100,044	1,100,044	其他融资活动	-58,531	-188,610	-520,854	-572,939	-1,030,233
总短期负债	30,142,838	54,750,533	65,658,553	69,934,476	74,203,042	融资活动现金流	-430,310	-1,401,022	-1,800,545	-2,135,407	-2,969,170
长期银行借款	0	252,183	252,183	252,183	252,183	现金变化	3,833,306	-2,690,503	-821,713	2,292,233	2,737,008
其他负债	1,216,466	2,885,515	2,885,515	2,885,515	2,885,515	期初持有现金	2,824,741	6,658,047	3,967,544	3,145,831	5,438,064
总负债	31,359,304	57,888,231	68,796,251	73,072,174	77,340,740	汇兑变化	0	0	0	0	0
少数股东权益	0	0	0	0	0	期末持有现金	6,658,047	3,967,544	3,145,831	5,438,064	8,175,073
股东权益	25,635,069	29,330,389	12,295,060	15,940,817	20,465,002						
每股账面值(摊薄)	11.38	13.02	5.46	7.07	9.08						
营运资产	10,345,416	-143,569	-3,303,782	647,120	5,039,942						

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司（国证国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及 / 或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 15% 以上；
- 增持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 5% 至 15%；
- 中性 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 5%；
- 减持 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -5% 至 -15%；
- 卖出 — 预期未来 6 个月的投资收益率为 -15% 以下。

国证国际证券（香港）有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010