

新兴业务加持，平台型高端制造龙头再攀高峰

2025年08月06日

平台型高端制造龙头持续扩容，营收规模再攀高峰。比亚迪电子是比亚迪股份的子公司，于2020年被纳入香港恒生科技指数，依托垂直整合优势，现已发展成为拥有消费电子业务、新型智能产品业务和新能源汽车业务三大业务板块的平台型高端制造龙头。2024年，公司实现营收1773.06亿元，YoY+36.4%；归母净利润42.66亿元，YoY+5.6%。分业务来看，消费电子业务/新型智能产品业务/新能源汽车业务分别贡献营收1412.33/155.60/205.13亿元，在总营收中的占比分别为79.7%/8.8%/11.6%。此外，自2020年公司切入北美大客户的核心产品链后，海外客户给公司的营收贡献显著增加。**业务版图持续扩容，大客户策略不断深化，公司营收规模有望再攀高峰。**

深耕消费电子领域，收购捷普进一步巩固龙头地位。深耕消费电子领域20多年，公司现已成为全球消费电子核心供应商，随着全球消费电子市场需求回暖，海外大客户产品品类不断扩充、份额持续提升，叠加安卓高端智能手机需求复苏，公司消费电子业务有望迎来持续增长；此外，公司于2023年年底完成对捷普的收购，有望进一步拓展海外大客户份额并巩固公司在消费电子领域的龙头地位。

切入AIDC及机器人等高速发展赛道，开辟公司第三增长曲线。大模型训练和推理催生算力需求，推动数据中心市场规模快速扩容，公司切入这一赛道较晚但布局积极且全面；此外，公司也自主研发并推出了AMR产品。**老业务板块稳中有升，新业务陆续落地，公司新型智能产品业务未来可期。**

汽车智能化加速，智驾平权推动新能源汽车业务进入高速增长通道。背靠母公司比亚迪，公司自2013年进入汽车业务领域后，其汽车电子业务快速崛起。从车载模组起步，公司新能源汽车业务产品矩阵逐渐拓展至智驾系统、智能座舱、热管理、悬架系统、传感器和控制器等，**单车价值量不断提升。**软件定义汽车成为趋势，汽车智能化加速将推动公司产品渗透率提升；此外，**公司作为母公司比亚迪的核心供应商有望高度受益于比亚迪入局并推动智驾平权化，相关产品或将迎来放量增长。**

投资建议：我们预计公司25-27年将分别实现营收1982.11/2189.29/2429.56亿元，归母净利润52.71/64.47/76.32亿元，对应现价PE分别为14/11/10倍。我们认为公司消费电子业务在海外大客户的份额有望进一步提升；积极布局AIDC和机器人业务，公司有望充分享受到相关赛道高速增长的红利；背靠母公司比亚迪，公司新能源汽车业务或将高度受益于母公司推动智驾平权，相关产品有望迎来放量增长；首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：消费电子市场复苏不及预期；智驾渗透率不及预期；资本开支压力大的风险；客户集中与依赖度风险；汇率波动风险。

盈利预测与财务指标

| 单位/百万人民币 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 177,306 | 198,211 | 218,929 | 242,956 |
| 增长率 (%) | 36.4 | 11.8 | 10.5 | 11.0 |
| 归母净利润 | 4,266 | 5,271 | 6,447 | 7,632 |
| 增长率 (%) | 5.5 | 23.6 | 22.3 | 18.4 |
| EPS | 1.89 | 2.34 | 2.86 | 3.39 |
| P/E | 17 | 14 | 11 | 10 |
| P/B | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2025年8月5日收盘价，汇率1HKD=0.91RMB）

推荐

首次评级

当前价格：

35.42 港元


分析师 方竞

执业证书：S0100521120004

邮箱：fangjing@mszq.com

分析师 卢瑞琪

执业证书：S0100524090002

邮箱：luruiqi@mszq.com

目录

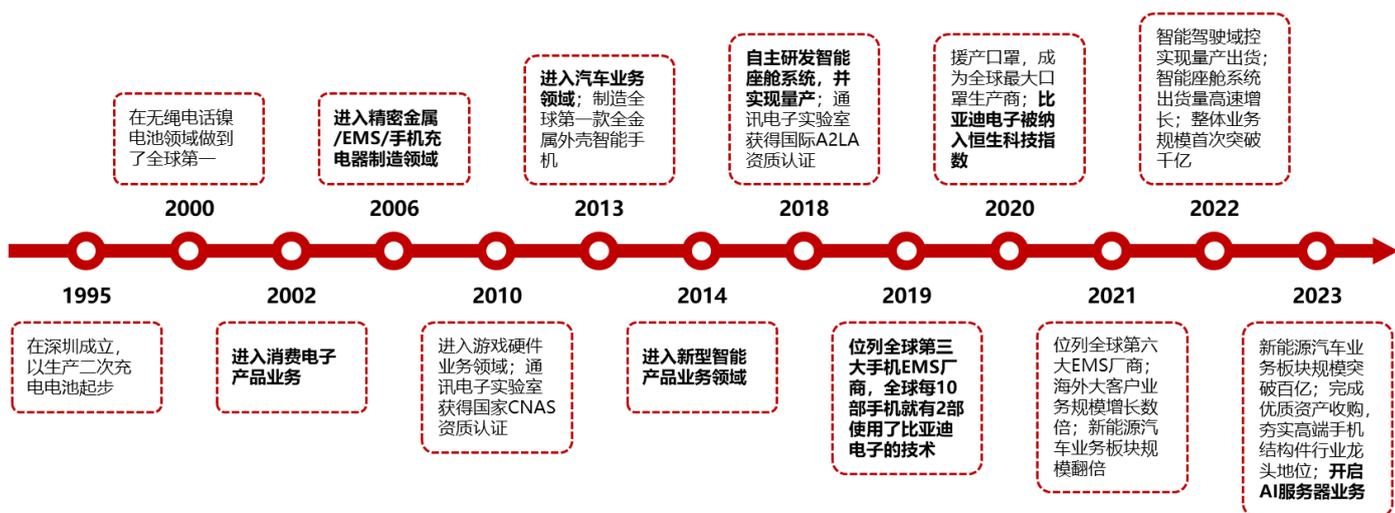
| | |
|---|-----------|
| 1 平台型高端制造龙头持续扩容，营收规模再攀高峰 | 3 |
| 1.1 垂直整合能力造就平台型高端制造龙头 | 3 |
| 1.2 业务版图扩容，营收规模再攀高峰 | 4 |
| 2 深耕消费电子领域，收购捷普进一步巩固龙头地位 | 8 |
| 2.1 深耕消费电子领域，产品矩阵不断丰富 | 8 |
| 2.2 收购捷普拓展海外大客户份额，百尺竿头更进一步 | 11 |
| 3 切入 AIDC 及机器人等高速发展赛道，开辟公司第三增长曲线 | 13 |
| 3.1 AI 推动数据中心快速扩容，公司积极参与布局 | 13 |
| 3.2 新产品陆续落地，新型智能产品业务未来可期 | 16 |
| 4 汽车智能化加速，智驾平权推动新能源汽车业务进入高速增长通道 | 18 |
| 4.1 背靠母公司比亚迪，汽车电子业务快速崛起 | 18 |
| 4.2 新能源汽车进入智能化下半场，智驾平权推动产品渗透率快速提升 | 20 |
| 5 盈利预测与投资建议 | 24 |
| 5.1 盈利预测假设与业务拆分 | 24 |
| 5.2 估值分析与投资建议 | 25 |
| 6 风险提示 | 27 |
| 插图目录 | 29 |
| 表格目录 | 29 |

1 平台型高端制造龙头持续扩容，营收规模再攀高峰

1.1 垂直整合能力造就平台型高端制造龙头

比亚迪电子作为比亚迪的子公司，在 2007 年于中国香港分拆上市，2020 年被纳入香港恒生科技指数，已发展成为全球领先的高科技创新产品提供商，依托电子信息技术、人工智能技术、5G 和物联网技术、热管理技术、新材料技术、精密模具技术和数字化制造技术等核心优势，为全球客户提供一站式产品解决方案。公司业务涵盖智能手机、平板电脑、新能源汽车、户用储能、智能家居、游戏硬件、无人机、AI 服务器、3D 打印机、物联网、机器人、通讯设备、医疗健康设备等多元化的市场领域。

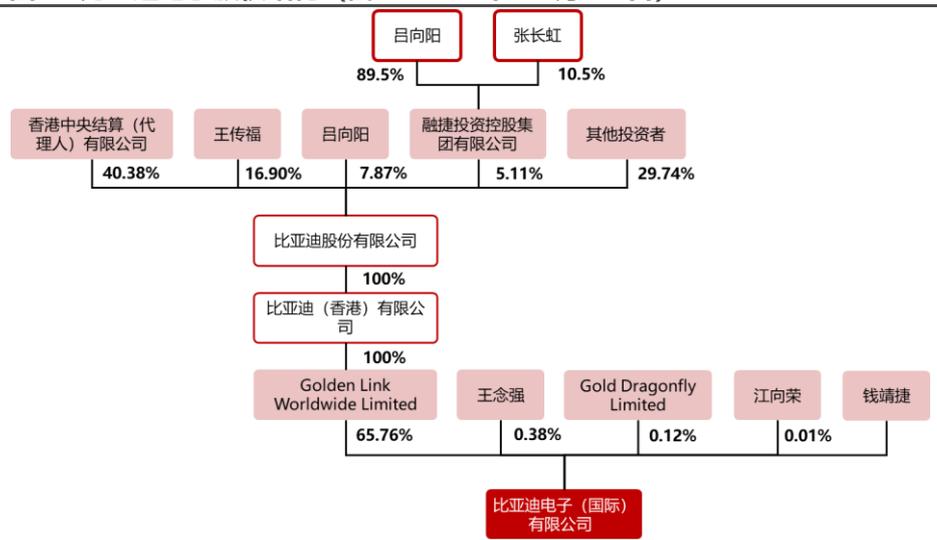
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

对公司进行股权穿透可以看出上市公司比亚迪股份有限公司通过 100%控股比亚迪（香港）有限公司间接控股比亚迪电子，王传福作为比亚迪股份的实控人同时也是比亚迪电子的实控人兼董事会主席，截至 2024 年 12 月 31 日，其持有比亚迪电子 23.01%的股份，其他持股比例超 5%的股东还包括香港中央结算（代理人）有限公司、吕向阳和张长虹。

图2：比亚迪电子股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

公司业务主要分为消费电子业务、新型智能产品业务和新能源汽车业务三大板块，依托强大的垂直整合优势，公司积极把握市场机遇，深化大客户策略，为全球客户提供从新材料开发、产品设计及研发、零部件到系统组装、供应链管理、物流及售后等一站式产品解决方案。

作为平台型公司，比亚迪电子拥有领先的科研能力、规模化精密制造能力和自动化生产能力三重优势。技术创新是公司发展的核心驱动力，公司累计申请专利超 10000 项、授权专利 8000 项，并拥有射频、天线、EMC、声学等多个国际顶级的实验室，且已获得 CNAS 和 A2LA 认证；公司拥有国际化一流的超大规模自动化生产线，覆盖模具、全系材料零部件及系统组装等，是全球唯一能够同时大规模提供金属、玻璃、陶瓷、塑胶、蓝宝石等全系列零组件研发、设计和制造的厂商；公司积淀了近二十年的模具、设备、智能装备开发和智能制造信息化管理经验，拥有一支专业的智能装备开发及 IT 服务管理团队，深耕业务与流程，恪守精益生产理念，具备 100% 独立研发能力。

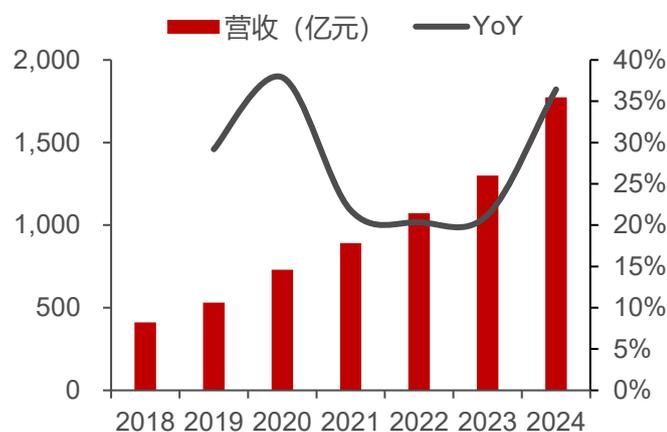
1.2 业务版图扩容，营收规模再攀高峰

比亚迪电子 18~24 年营收 CAGR 为 27.6%，归母净利润 CAGR 为 11.8%，是高成长性与规模兼具的高端制造龙头企业。2020 年全球公共卫生事件爆发，公司出于社会责任的承担，率先推出防疫产品，极大地缓解医疗防护物资的短缺，同时也为公司的收入和利润带来正面贡献；此外，公司客户拓展成果显著，与安卓客户实现多产品线、多地域的全面战略合作的同时，亦成功切入北美大客户的核心产品链，并实现项目的顺利爬坡量产，带动公司业务规模同比实现数倍增长。

2024 年，受益于全球消费电子市场需求复苏，公司整体收入规模再上新台阶。公司实现营收 1773.06 亿元，同比增长 36.4%；归母净利润 42.66 亿元，同比增

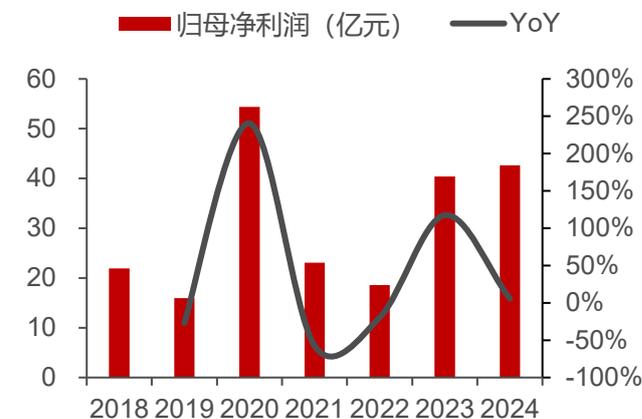
长 5.6%。公司于 24H1 获纳入恒生指数成份股及恒指 ESG 增强指数，彰显出公司的盈利能力及发展潜力备受资本市场认可。

图3：2018-2024 年营收（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

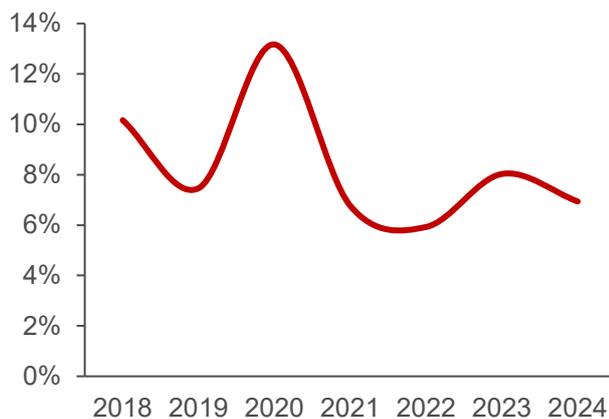
图4：2018-2024 年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

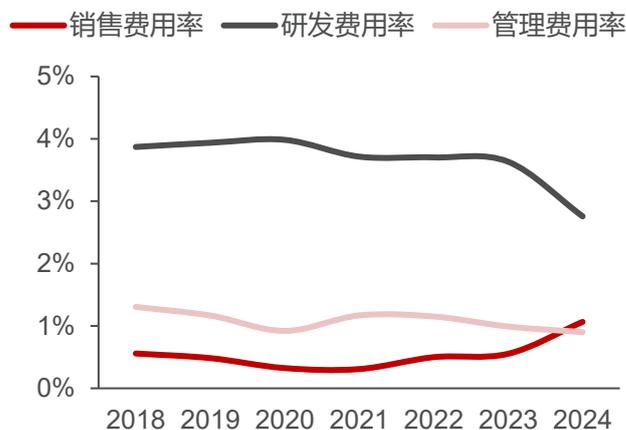
比亚迪电子毛利率波动较大，而各项费用率相对稳健。2024 年，公司毛利率受产品结构变化拖累由 2023 年的 8.0% 下降至 6.9%；费用率方面，销售费用率/研发费用率/管理费用率分别为 1.1%/2.8%/0.9%，其中，销售费用率水平或因收购捷普摊销有显著提高。

图5：2018-2024 年毛利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2018-2024 年各项费用率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

分业务来看：

消费电子业务方面，受益于 AI 技术的快速迭代和过去积压的换机需求的逐步释放，消费电子市场需求呈现回升态势。据 IDC，2024 年，全球智能手机出货量上升 6.4% 至 12.4 亿部，全球 PC 市场出货量上升 1% 至 2.63 亿部；据 Canalsy，2024 年，全球平板电脑出货量同比上升 9.2% 至 1.48 亿部。高端化和技术创新成为推动行业发展的两大核心动力，头部厂商聚焦产品创新，不断推出更有吸引力的产品。生成式 AI 应用赋予手机更丰富的功能和更高的价值，卫星通信等新技术也逐渐融入产品，进一步提升用户体验。高端手机市场中，折叠屏手机强势崛起，成

为新的增长点。AI 赋能手机、PC 等消费电子产品的创新,为产业链带来巨大机遇,也同时带来产品精密性及复杂性升级,对制造技术及工艺的要求提升。公司持续聚焦安卓高端市场,为客户提供高品质的全方位服务。

2024 年,受益于国内和海外客户需求增长驱动,安卓零部件和整机组装业务均实现增长;在海外大客户业务方面,公司份额持续提升,从而带动出货量和收入实现同比增长;此外,公司于 2023 年年底完成收购的业务开始并表,带动消费电子零部件业务规模的扩大,并通过自动化快速提升运营效率。期内,消费电子业务实现收入 1412.33 亿元,同比增长 45.0%,在总营收中的占比为 79.7%。其中,零部件和组装分别实现收入 356.58/1055.75 亿元,同比分别增长 161.5%/26.0%,在消费电子业务总营收中的占比分别为 25.2%/74.8%。

新型智能产品业务方面,受益于 AI、5G 通信及物联网等前沿技术的快速发展和应用,新型智能产品的应用场景不断丰富,用户需求持续升级,驱动市场规模持续扩大。AI 应用场景的日益丰富、海量数据的涌现、云计算和边缘计算的蓬勃发展、以及 AI 算法和模型的持续迭代,共同促进了 AI 服务器市场的快速增长。据 Trendforce, 2024 年整个服务器行业总产值达到 3060 亿美元,其中,与 AI 服务器相关行业价值约为 2050 亿美元。

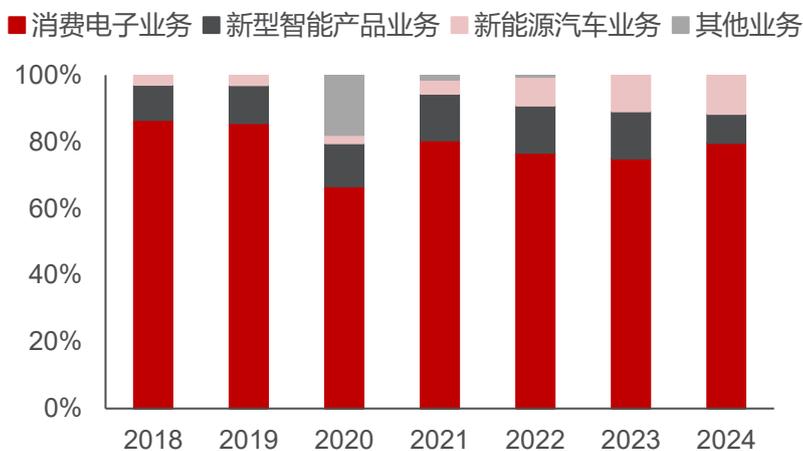
2024 年,公司持续加强与各板块的行业头部客户的战略合作,除户用储能业务承压外,无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块均保持稳健发展。同时,公司持续发力新产品研发,持续完善在 AIDC、AI 机器人等赛道的布局。其中,3D 打印机、AI 服务器于年内实现量产,液冷和电源产品完成开发,为集团业务增长注入新动力。期内,新型智能产品业务实现收入 155.60 亿元,同比下降 15.6%,在总营收中的占比为 8.8%。

新能源汽车业务方面,随着新能源汽车的出海版图不断扩大,中国已经成为全球最大的新能源汽车生产国、消费国和出口国。在汽车与能源、交通、信息通信等领域的技术加速融合下,中国新能源汽车产销量已连续 10 年保持全球第一。据中国汽车工业协会,2024 年中国新能源汽车产量及销量分别为 1288.8 万辆及 1286.6 万辆,同比分别增长 34.4%及 35.5%,新能源汽车出口 128.4 万辆,同比增长 6.7%。据中国汽车流通协会乘联分会的数据显示,新能源乘用车零售年渗透率高达 47.6%,同比增加 12pcts。公司已布局智能座舱系统、智能驾驶系统、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等领域,具备明显的先发技术优势,多个产品已实现量产交付,并持续提升出货量。公司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、开关面板系统等,满足用户多维度的交互体验。公司全面布局了低算力、中算力、高算力等智驾平台,智能驾驶产品在国内市场的出货量持续领先。公司研发的热管理系统产品核心零部件均为自主设计与制造,通过高效的热能转换和利用,为消费者带来了更舒适的驾驶环境。

2024 年,随着新能源汽车销量攀升,公司的新能源汽车业务板块持续增长,

实现收入 205.13 亿元，同比增长 45.5%，在总营收中的占比为 11.6%。

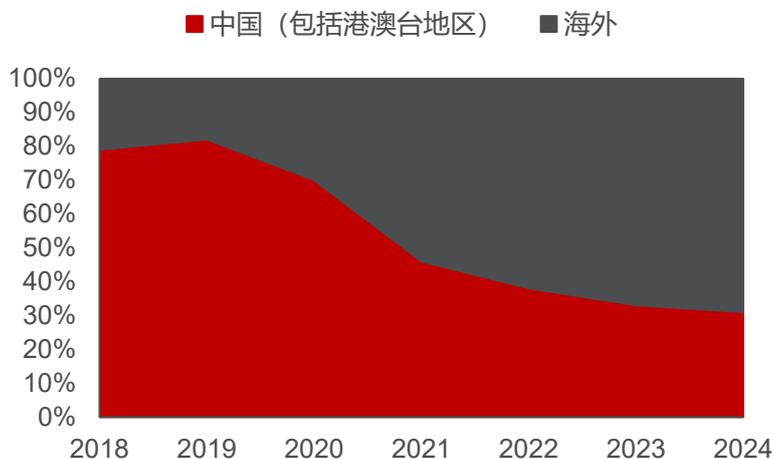
图7：2018-2024 年公司各业务营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

分区域来看，自 2020 年公司切入北美大客户的核心产品链后，海外客户给公司的营收贡献越来越大。2024 年，中国（包括港澳台地区）客户营收占比为 31%，海外客户营收占比为 69%。

图8：2018-2024 年客户所在地区分析营收



资料来源：wind，民生证券研究院

2 深耕消费电子领域，收购捷普进一步巩固龙头地位

2.1 深耕消费电子领域，产品矩阵不断丰富

深耕消费电子领域，公司持续深化与大客户的战略合作的同时拓展产品品类，龙头地位不断巩固。比亚迪电子深耕消费电子领域 20 余年，凭借领先的科研优势及卓越的产品设计制造实力，公司在智能手机、笔记本电脑、平板电脑等产品领域持续深化与大客户的战略合作，是全球消费电子核心供应商之一。

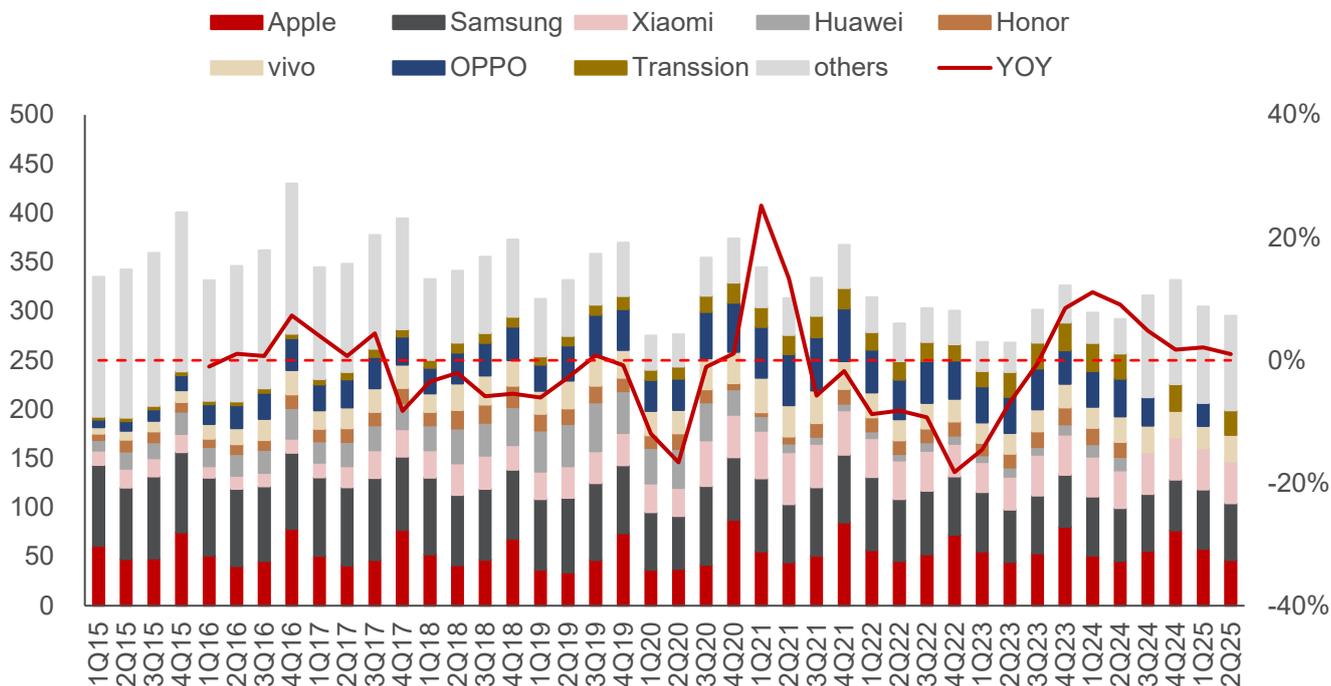
表1：公司合作伙伴及其颁布的荣誉

| 合作伙伴 | 颁布荣誉 |
|-------|--|
| 荣耀 | 2023 年最佳创新奖、金牌奖；2021 年度供应商“金牌奖” |
| vivo | 2023 年优秀质量奖；2020 年 vivo 商业伙伴“最佳创新奖”、“最佳交付奖”；2017 年度 vivo 大五金类创新奖、二十年合作纪念 |
| 联想 | 2023 年质量体系奖、全球供应商“技术创新奖”；2018 年 Lenovo supplier conference；2017 年 Lenovo outstanding serviceability |
| 雷蛇 | 2022 年最佳合作伙伴奖 |
| OPPO | 2022 年年度卓越供应商奖；2021 年“卓越供应商奖”、OPPO&比亚迪二代闪光砂联合开发奖、OPPO 2020 年度优秀质量奖 |
| Intel | 2022 年度英特尔钛金级合作伙伴 |
| 小米 | 2021 年度最佳合作奖；2020 年小米“最佳战略伙伴”奖；2018 年小米“最佳战略合作供应商”奖；2017 年小米最佳策略合作伙伴 |
| 华为 | 2021 年度“金牌供应商奖”；2020 年华为供应商顶级殊荣“Global Gold Supplier”；2019 年最佳战略合作奖；2018 年华为“Global Gold Supplier”奖；2017 年华为“质量专项奖”、华为“Excellent Core Partner”、华为质量优秀奖；2016 年华为质量改善奖 |
| 三星 | 2020 年最佳品质奖 |

资料来源：公司官网，民生证券研究院

全球消费电子市场需求回暖，海外大客户产品品类不断扩充、公司份额持续提升，叠加安卓高端智能手机需求复苏，公司消费电子业务有望迎来持续增长。2023 年，面对全球高通胀冲击及宏观经济不确定性，消费电子市场需求持续承压。据 IDC，2023 年，全球智能手机出货量大幅下降 3.2%至 11.7 亿部，全球 PC 市场出货量大幅下降 13.9%至 2.60 亿部，全球平板电脑出货量同比大幅下降 20.5%至 1.29 亿部。但在新兴市场快速增长及高端机型迭代的驱动下，全球智能手机市场需求于 23H2 有所回暖。据 IDC，2024 年，全球智能手机出货量同比上升 6.4%至 12.4 亿部，全球 PC 出货量同比上升 1%至 2.63 亿部；据 Canalys，2024 年，全球平板电脑出货量同比上升 9.2%至 1.48 亿部。

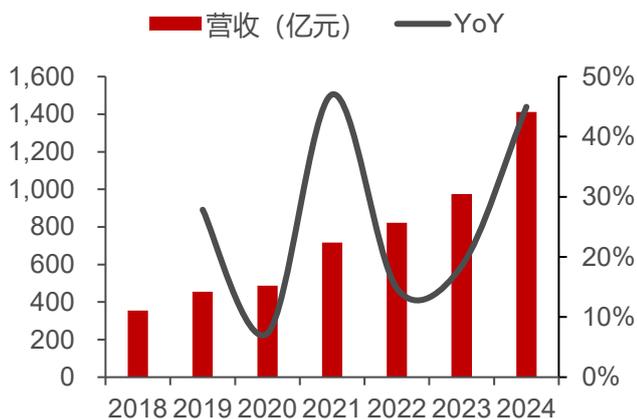
图9：2015Q1-2025Q2 全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，民生证券研究院

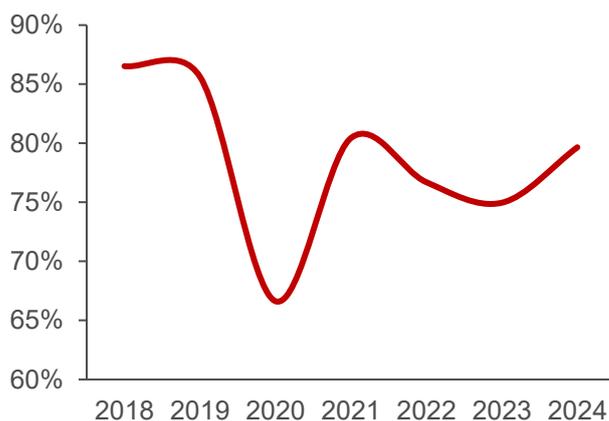
一方面，消费电子市场需求复苏为行业增长创造了前提条件；另一方面，公司自身实力出众，凭借领先的科研优势及卓越的产品设计制造实力，持续深化与大客户的战略合作，不断发掘业务增长潜力，因此得以在充满挑战的市场环境下仍稳步扩大市场份额，巩固其行业龙头地位。海外大客户方面，公司在核心产品的份额进一步提升，新品类的结构件项目进展理想，实现业务规模大幅增长；安卓业务方面，公司持续聚焦为安卓市场的中高端产品提供全方位服务，安卓业务保持稳健发展；此外，公司于2023年年底完成收购的业务开始并表，带动消费电子零部件业务规模的扩大，并带来更多的长期发展机遇。2024年，消费电子业务实现收入1412.33亿元，同比增长45.0%，在总营收中的占比为79.7%。

图10：2018-2024 年消费电子业务营收（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

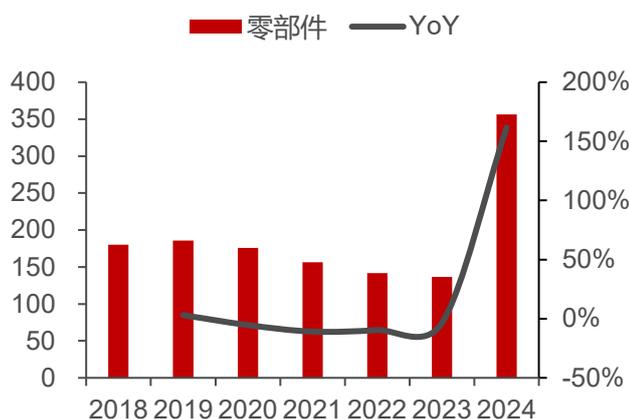
图11：2018-2024 年消费电子业务在总营收中的占比



资料来源：wind，民生证券研究院

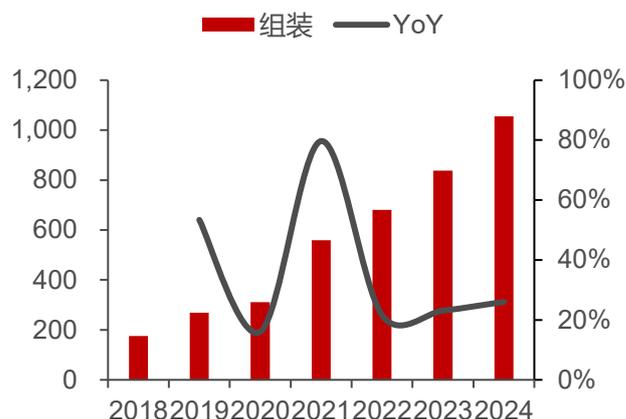
公司消费电子业务主要分为**组装和零部件**。从2018年到2024年，组装业务逐渐从和零部件业务规模相当成长为消费电子业务板块营收的核心贡献方。2024年，零部件和组装分别实现收入356.58/1055.75亿元，同比分别增长161.5%/26.0%，在消费电子业务总营收中的占比分别为25.2%/74.8%。

图12：2018-2024年零部件业务营收（亿元）及增速



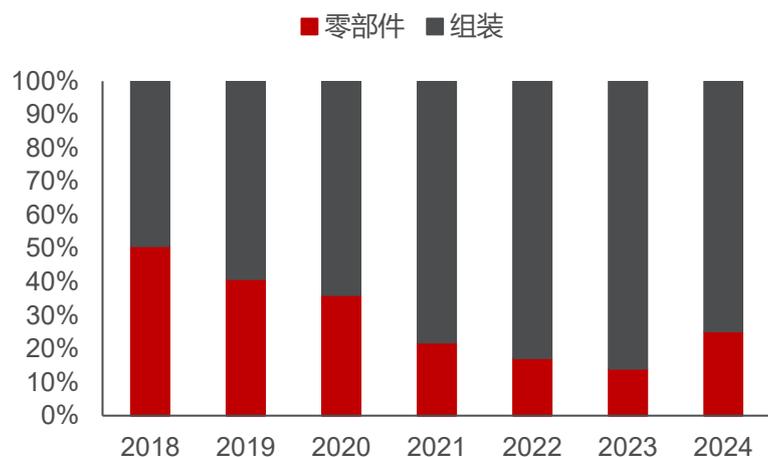
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2018-2024年组装业务营收（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2018-2024年消费电子业务拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

零部件业务主要包括**金属、玻璃、陶瓷及复合材料**等，尽管其在消费电子业务营收中占比相对较小，但近年来持续迭代，公司始终站在创新一线，并保持和头部品牌厂商的紧密合作。从2017年到2023年，公司逐渐将业务从智能手机拓展至可穿戴设备及笔记本电脑，从安卓系客户拓展至海外大客户。

表2：公司零部件业务发展历程

| 年份 | 业务发展 |
|------|---|
| 2017 | 金属部件的渗透率持续提升 ，公司凭借在金属部件领域积累的长期经验、领先技术以及成熟工艺，与国内外手机领导品牌商继续保持紧密的合作关系，继续获得智能手机领导品牌厂商的高端旗舰机型订单；另一方面，随着手机无线充电的快速发展，以及5G时代的临近， 玻璃机壳需求大幅增加 。由于玻璃机壳结构上需金属中框支撑其机壳强度，玻璃机壳的兴起同步推动了金属中框的应用， 玻璃机壳+金属中框逐渐成为高端手机主流设计之一 ，并为下游供应商带来新机遇，公司积极拓展玻璃业务，在3D玻璃领域投入大量研发，突破了从热弯、抛光、贴合到镀膜的全流程技术工艺，并实现了关键设备热弯机的自制和重要材料PET膜的自主生产， 2017H2，3D玻璃已开始量产 。 |
| 2018 | 3D玻璃应用越来越普遍，叠加玻璃机壳拥有更高的利润率，公司积极拓展玻璃业务，投入大量资源进行自动化设备开发，产品研发及产能提升。 公司的产能已颇具规模，已进入主要客户的3D玻璃供应链，并成为其主要供应商之一。年内，公司玻璃业务收入实现了数倍增长 。除玻璃机壳外，公司致力探索不同材料的应用和工艺技术的提升，包括陶瓷及塑胶等不易受电波干扰的材质，并掌握了陶瓷制粉技术，可为客户提供自制陶瓷方案。复合板材方面，年产能达1~1.5亿片，并从国内主流客户获得了大量订单。 |
| 2019 | 年内，3D玻璃、陶瓷业务规模实现同比大幅提升，金属业务市场份额持续提升，保持行业龙头地位。 |
| 2020 | 除智能手机外，公司也大量供应可穿戴设备及笔记本电脑产品中的金属部件 。同时，公司的玻璃部件全面供货一线品牌客户。 |
| 2021 | 年内，受安卓高端旗舰机型销量减少的影响，零部件收入下降。北美大客户新产品领域拓展顺利，包括金属、塑胶、玻璃、陶瓷的全系产品均已实现规模化量产。 |
| 2022 | 海外大客户零部件的份额和出货量持续提高，新品类的结构件项目亦顺利导入量产。 |
| 2023 | 年内， 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机构件上，钛金属具备轻巧、强度高及质感佳的性能优势，有助于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积累的深厚技术及制造经验，集团深度参与多客户应用材料的新产品开发，助理高端智能手机的迭代和创新。海外大客户新品类的结构件项目进展理想，实现业务规模大幅增。 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司组装业务也拓展至海外大客户，并能够通过协同效应拉动零部件业务的增长。尽管组装业务通常利润率水平较低，但公司可以“借道”组装业务将客户导入至零部件业务，从而通过产品结构变动优化消费电子业务整体利润率水平。

2.2 收购捷普拓展海外大客户份额，百尺竿头更进一步

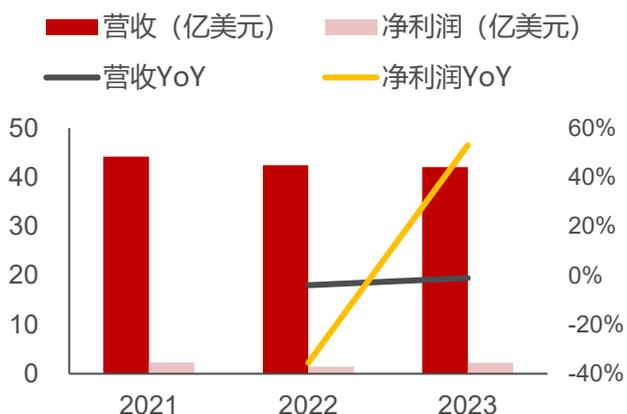
2023年8月28日，比亚迪电子发布公告宣布与捷普电路（新加坡）有限公司签订收购框架协议，公司拟通过158亿元（相当于22亿美元）收购目标公司100%的股权；9月26日，公司与目标公司订立正式协议；12月29日，收购完成，捷普正式纳入公司的合并报表范围。

收购目的主要系拓展海外大客户份额并增厚公司业绩。目标公司捷普（新加坡）是捷普集团（Jabil Inc.）的附属公司，业务包括捷普集团旗下生产消费电子产品零部件的移动电子制造业务，该业务主要位于成都和无锡。据海外大客户2022财年供应商名单，捷普集团名列其中，名单列出的主要中国大陆产地包括了四川、江苏、广东和河北。据比亚迪电子公司公告，本次收购将拓展比亚迪电子客户与产品边界，拓宽智能手机零部件业务，大幅改善比亚迪电子客户与产品结构，进一步抓住市场发展机遇，增加核心器件产品的战略性布局，助推比亚迪电子产业升级，迈入新一

轮的高速成长周期。在提高产品市占率的同时，与比亚迪电子现有产品有效协同，提升公司的整体竞争力，保持长期可持续发展，为客户及股东创造价值。因此，我们认为本次收购的主要目的是拓展海外大客户的份额从而优化公司业务结构增厚业绩。

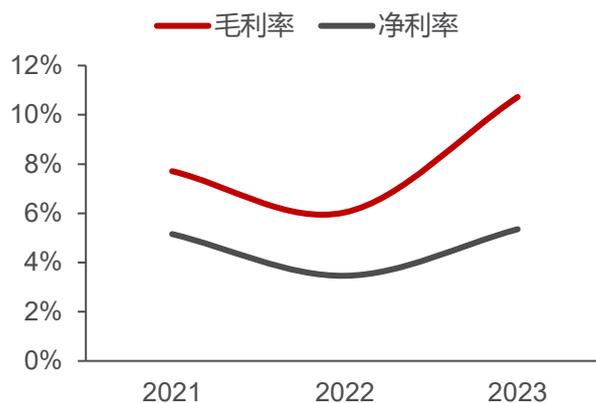
据比亚迪电子公告，捷普（新加坡）2021-2023 财年营收分别为 44.23/42.48/42.05 亿美元，22-23 财年同比分别下滑 4.0%/1.0%。期间收入的减少主要是由于全球公共卫生事件、终端市场衰退、技术及行业目标不断改变、产品的商业接受度及市场需求变化、产品过时及业务流失所致。捷普（新加坡）2021-2023 财年净利润分别为 2.28/1.47/2.25 亿美元，22-23 财年同比增速分别为-35.5%/53.1%。22 财年净利润下降主要是因为全球新冠肺炎疫情及世界各地实施封锁措施以及公司的融资成本增加所致，23 财年因经济复苏而有所好转。从毛利率和净利率水平来看，捷普（新加坡）自 22 财年回落后 23 财年均有所修复，2021-2023 财年的毛利率和净利率分别为 7.7%/6.0%/10.7%和 5.2%/3.5%/5.4%。

图15：2021-2023 财年捷普（新加坡）营收&净利润（亿美元）及对应增速



资料来源：比亚迪电子公告，民生证券研究院

图16：2021-2023 财年捷普（新加坡）毛利率&净利率水平



资料来源：比亚迪电子公告，民生证券研究院

3 切入 AIDC 及机器人等高速发展赛道，开辟公司第三增长曲线

3.1 AI 推动数据中心快速扩容，公司积极参与布局

大模型训练和推理催生算力需求，推动数据中心及 AI 服务器市场规模快速扩容，公司切入这一赛道较晚但布局相对全面。据 Gartner，超大规模数据中心企业于 2024 年在云基础设施的支出达 700 亿美元，到 2025 年将倍增至 1400 亿美元，到 2028 年将上升至 2100 亿美元。据 Statista，全球数据中心市场规模将从 2017 年的 2729.5 亿美元增长至 2029 年的 6240.0 亿美元，CAGR 为 7.1%，其中，2025-2029 年的 CAGR 为 8.4%。

图17：2017-2029 年全球数据中心市场规模（十亿美元）及增速



资料来源：statista，民生证券研究院

数据中心主要由服务器、存储设备、网络设备、电源设备和冷却设备构成：

表3：数据中心核心组成部分

| 组成部分 | 说明 |
|------|---|
| 服务器 | 是数据中心的组成部分，包括通用服务器、存储服务器、AI 服务器等多种类型 |
| 存储设备 | 用于存储数据并提供数据的读写访问，常见的存储设备包括硬盘、固态硬盘 (SSD)、磁带库等 |
| 网络设备 | 负责数据中心内部和外部的数据传输和通信，常见的网络设备包括交换机、路由器、防火墙等 |
| 电源设备 | 负责提供稳定的电力供应，保证数据中心的正常运行，常见的电源设备包括 UPS (不间断电源)、超级电容、发电机等 |
| 冷却设备 | 负责控制数据中心的温度，保证设备的正常运行，常见的散热方式包括风冷和液冷 |

资料来源：佰驰通信，民生证券研究院

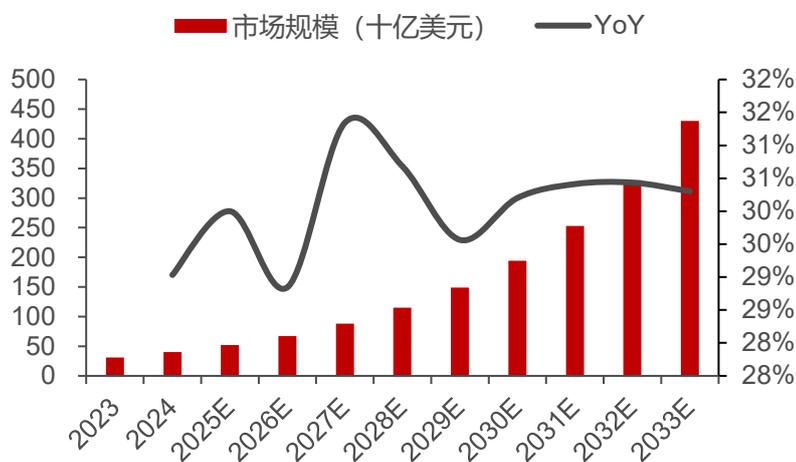
公司从 2023 年开启 AI 服务器业务，目前已形成涵盖企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器、热管理、电源管理等产品及解决方案，有效助力高性能弹性数据中心的布局，公司持续在 AI 数据中心领域投入研发资源以打造新的业务增长动能。

表4：比亚迪电子服务器产品矩阵

| 类型 | 产品 | 简介 |
|--------|----------------------|---|
| 通用服务器 | REECH R725 Ampere 2U | 采用 Armv8.6 64-bit 架构 192core, 满足云计算、大数据、数据挖掘、深度学习等高端应用, 是基于 AmpereOneX 处理器设计的一款高端双路机架式服务器 |
| | REECH R720 | - |
| AI 服务器 | REECH R828 GPU 服务器 | 2U 机架服务器, 支持 GraceC-C, C-G 或 2 颗 X86 CPU; 支持 4 张 GPU 卡; 最大支持 32 个 DDR5 内存 (X86 平台) |
| | REECH R740G GPU 服务器 | 支持 2 颗 Intel 第 4/5 代 Intel Xeon 可扩展 CPU; 支持 32 个 DDR5 RDIMM |
| 存储服务器 | REECH R740S | 支持 2 颗 Intel 第 4/5 代 Intel Xeon 可扩展 CPU; 支持 32 个 DDR5 RDIMM |

资料来源：公司官网，民生证券研究院

AI 服务器方面，据 Trendforce，大型云端服务供应商及品牌对于高阶 AI 服务器需求强劲，2024 年整个服务器行业总产值达到 3060 亿美元，其中，与 AI 服务器相关行业价值约为 2050 亿美元。据 Statista，全球 AI 服务器市场规模将从 2023 年的 310 亿美元增长至 2033 年的 4300 亿美元，CAGR 为 30.1%。尽管公司在 AI 服务器领域起步较晚，但恰逢大模型带来算力需求激增，为了应对大模型的训练和推理，各云厂商开始从传统服务器切换至 AI 服务器，AI 服务器同样正处于高速发展的早期阶段，因此长期来看 AI 服务器有望成为驱动公司业绩高速增长的重要引擎。

图18：2023-2033 年全球 AI 服务器市场规模（十亿美元）及增速


资料来源：statista，民生证券研究院

液冷散热方面，随着 AI 应用能耗的不断增加，传统的风冷方式已经难以应对高密度计算带来的散热挑战，液冷技术凭借其高效的热传导能力和低能耗优势成为数据中心冷却的必然选择。液冷不仅能够显著降低数据中心的能源消耗，还能有效提高服务器的稳定性和寿命，为 AI 计算提供更加可靠的基础设施支持。据 Research Nester 预计，从 2023 年-2035 年，数据中心液冷市场规模的 CAGR 为 25%，将于 2035 年底突破 2300 亿美元。

表5：风冷及液冷技术路线对比

| 特性 | 风冷 | 液冷 |
|-------|---|--|
| 原理 | 通过气体对流降低电池温度。具有结构简单、易维护、成本低等优点，但散热效率、散热速度和均温性较差，适用于产热率较低的场景 | 通过液体对流降低电池温度。散热效率、散热速度和均温性好，但成本较高，具有冷液泄露风险，适用于电池包能量密度高、充放电速度快、环境温度变化大的场景 |
| 冷却介质 | 空气 | 液体 |
| 接触方式 | 直接 | 直接&间接 |
| 设计 | 简单 | 复杂 |
| 传热效率 | 较低（零点几） | 较高（0.5~10） |
| 成本 | 较低 | 较高 |
| 维护 | 要求低，容易实现 | 系统复杂，较难实现 |
| 换热系数 | 25-100 | 1000~15000 |
| 温度均匀性 | 非均匀 | 均匀 |
| 寿命 | ≥10年 | 3-5年 |
| 安装 | 容易 | 难 |
| 适用场景 | 电池能量密度低，充放电速度慢 | 电池能量密度高，充放电速度快 |
| 技术成熟度 | | 成熟 |

资料来源：储能产业网，民生证券研究院

其中，液冷又可分为冷板式液冷和浸没式液冷技术，由于冷板式液冷技术发展较早，相比浸没式这类直接接触型液冷技术更成熟、生态更完善、改造成本更低，因此目前冷板式液冷是主流技术。

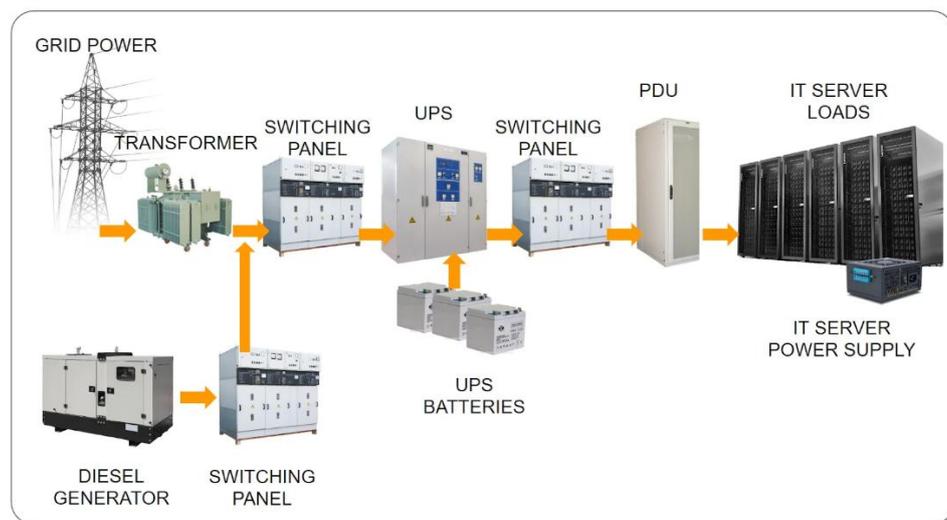
表6：冷板式液冷和浸没式液冷技术对比

| 特性 | 冷板式 | 浸没式 |
|-------|---|--|
| 原理 | 通过与装有液体的冷板直接接触来散热，或者由导热部件将热量传导到冷板上，然后通过冷板内部液体循环带走热量 | 是指将发热元件直接浸泡在绝缘、化学惰性的冷却液（电子氟化液）中，通过循环的冷却液将电子元件产生的热量带走 |
| 接触方式 | 间接式 | 直接式 |
| 成本 | 较高，冷板规格多、定制成本较高，系统带有大量的快速接头和阀门 | 居中，冷却液用量大，特制密封压力容器或卧式液冷箱体 |
| 节能性 | 中等 | 优秀 |
| 可维护性 | 优秀 | 较差 |
| 安全性 | 风险较高，冷却液多为乙二醇水溶液，泄露可导电及腐蚀，且冷板流道存在堵塞风险 | 较为安全，冷却液绝缘，且其散热能力强，能保证器件温差小，不易高温老化 |
| 空间利用率 | 较高 | 中等 |
| 技术成熟度 | 较高 | 较低 |

资料来源：储能产业网，民生证券研究院

电源管理方面，大模型与 GPU 技术的迭代促使 AI 服务器电源的功率密度不断提升，远超普通服务器。AI 服务器电源作为高性能计算和数据中心的基础设备，担负着为服务器集群提供稳定、高效电能供应的任务。国际能源署（IEA）的数据指出，2023 年 NVIDIA 芯片的电力消耗已达 7.3TWh，预计到 2026 年，这一数字将飙升至 2023 年的十倍。相较于传统服务器电源 96% 的转换效率，AI 服务器电源需达到 97.5%-98% 的高标准，以降低能量损耗并支撑更高功率密度的 GPU，由此，AI 服务器需求的持续增长也为电源管理带来增量市场。

图19: 数据中心电源架构



资料来源: 明阳电路官网, 民生证券研究院

3.2 新产品陆续落地, 新型智能产品业务未来可期

除数据中心相关业务外, 公司也积极布局工业机器人相关业务。AI 技术日趋成熟, 各行业开始扩大采用自动化技术来提高业务和生产效率, 尤其是仓储、零售和制造业的需求不断增长, 推动了自主移动机器人 (AMR) 市场的迅速发展。AMR 是先进的机器人系统, 利用 AI、电脑视觉、感测器融合、导航演算法和机器学习等技术来感知周围环境, 可在无需直接人工干预或监督下移动及执行任务。据灼识咨询数据, 全球 AMR 解决方案市场规模将从 2024 年的 387 亿元增长至 2029 年的 1621 亿元, CAGR 高达 33.1%。公司自主研发的 AMR 机器人有助于提高生产、仓库及配送中心的效率, 同时优化人力成本及提升产品质量与产量, 为客户提供降本增效、智慧化升级及智能物流解决方案。

图20: 比亚迪电子自主研发的 AMR



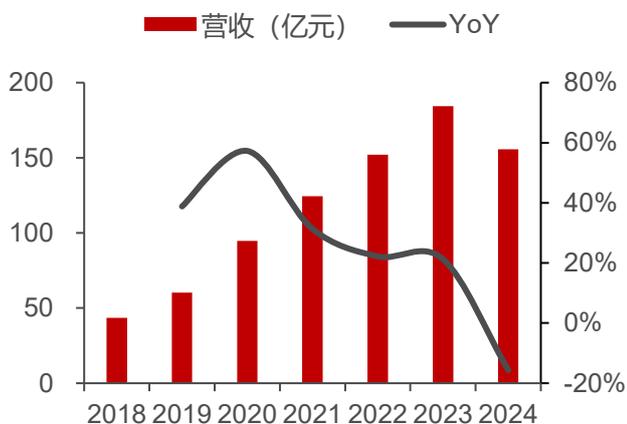
资料来源: 比亚迪电子官方公众号, 民生证券研究院

比亚迪电子联合 NVIDIA 推出的 AMR 具有稳定的自主行进机制, 并能协同集群调度与快速部署。比亚迪电子 AMR 通过视觉检测技术与路径规划技术, 实现了大范围实时自主避障导航。其采用 NVIDIA Jetson Orin 高性能人工智能系统

级模块,集成了激光雷达和视觉感知模块。使用激光雷达、IMU、轮速计等多传感器融合技术,对室内大面积复杂动态环境进行实时高精建图和定位,并通过自有调度系统对多类型 AMR 进行实时集群调度。此外,为适应室内动态多变环境,支持通过实时回环检测并自动更新局部子地图;为提高环境适应能力和安全性,应用了人工智能自动驾驶技术。比亚迪电子 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 的位置、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。同时,比亚迪电子开发多类型 AMR (潜伏顶升款、料箱款、PCB 转运款等)以适应不同运输环境,满足物流多样化运输需求,并通过自有车载、调度系统实现与生产系统的衔接,为比亚迪及其客户解决全环节、全流程的物流痛点。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。

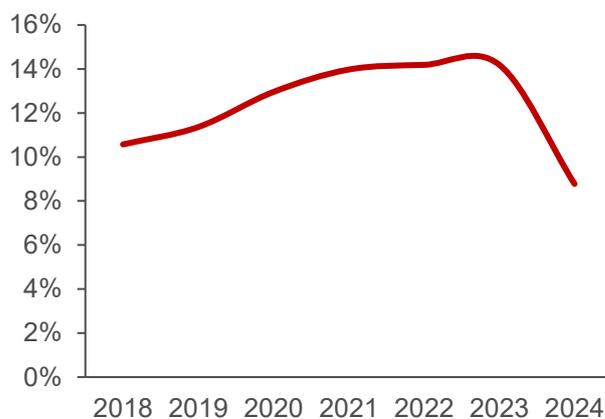
新型智能产品应用场景日趋多元化,除数据中心和机器人相关业务,公司亦持续深化在智能家居、游戏硬件、无人机等细分领域顶尖客户的合作。老业务板块稳中有升,新业务陆续落地,新型智能产品业务未来可期。2024 年,公司持续加强与各板块的行业头部客户的战略合作,除户用储能业务承压之外,无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块保持稳健发展;同时,公司在新产品上持续投入研发,把握市场发展机遇,积极培育新业务,完善在数据中心、AI 机器人等赛道的布局。2024 年,新型智能产品业务实现收入 155.60 亿元,同比下降 15.6%,在总营收中的占比为 8.8%。

图21: 2018-2024 年新型智能产品业务营收 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 2018-2024 年新型智能产品业务在总营收中的占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 汽车智能化加速，智驾平权推动新能源汽车业务进入高速增长通道

4.1 背靠母公司比亚迪，汽车电子业务快速崛起

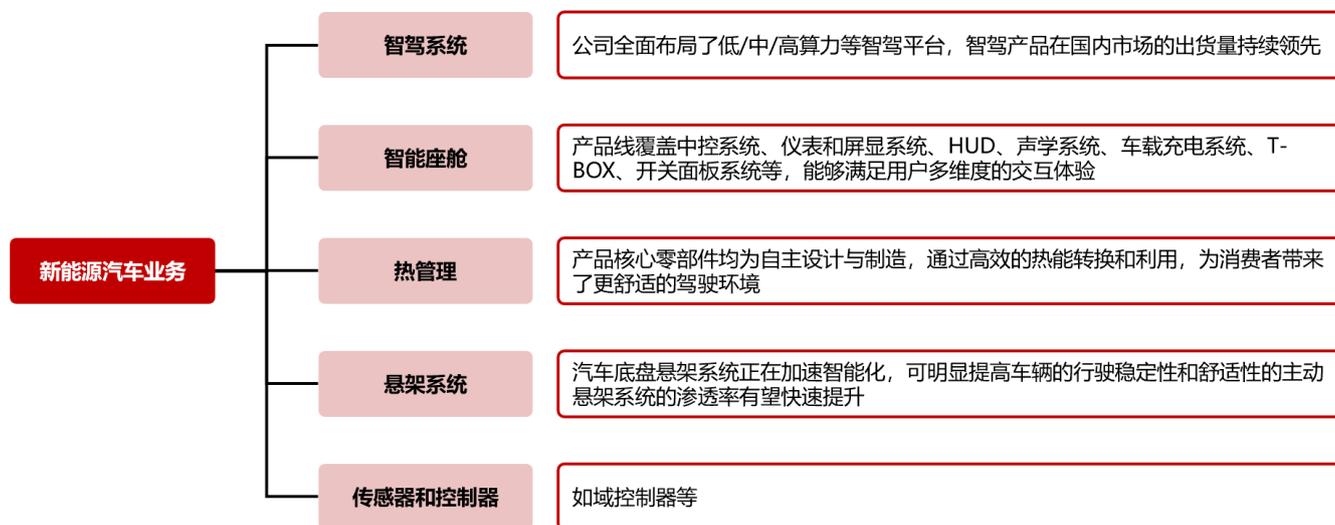
公司于 2013 年进入汽车业务领域，其新能源汽车业务从车载模组起步，产品矩阵逐渐拓展至智驾系统、智能座舱、热管理、悬架系统、传感器和控制器等。公司依托软件、硬件、算法等全方位的研发及高端制造能力，积极把握市场发展机遇，在智能座舱、智能驾驶、智能悬架、核心控制器和传感器等领域深度布局，为新能源汽车客户提供全方位的解决方案。

表7：公司新能源汽车业务发展历程

| 年份 | 业务发展 |
|------|---|
| 2017 | 公司在汽车电子业务领域取得积极进展，通过了数家全球著名的汽车厂商的工业审核并实现供货，为客户提供多媒体模块、通讯模块和结构件等产品， 汽车电子业务成为公司新的增长点。 |
| 2018 | 公司在与全球领先的汽车 Tier1 厂商在车载模组（如 4G 通信模组、5G 通信模组、多媒体模组等）领域的业务合作继续保持良好发展的同时，成功实现对母公司车型汽车智能系统的配套，此外，公司也积极与国内外汽车主机厂展开广泛交流，大力推进在智能系统解决方案方面的合作。 |
| 2019 | 公司配套母公司全系车型的智能系统 ，汽车多媒体系统和汽车通讯互联等产品的出货量进一步提升，带动业务增长迅速。 |
| 2020 | 公司为国内一流汽车厂商开发的智能中控系统顺利实现量产，同时亦积极推进海内外大客户业务进展，导入多个新项目。 |
| 2021 | 新能源汽车持续放量，公司深耕汽车智能系统，多媒体中控系统及通讯模组等出货量保持增长，业务规模创新高。 |
| 2022 | 新能源汽车渗透率加速上扬，汽车智能化发展提速，公司的智能座舱和网联产品出货量大幅增长；同时， 公司导入了智能驾驶系统、热管理系统、智能底盘和悬架等多个产品线以进一步提升市场竞争力。 |
| 2023 | 公司前瞻性布局的智能座舱系统、智能驾驶系统、智能悬架系统、热管理、控制器和传感器等领域，多个产品已实现量产交付。 |
| 2024 | 公司智能驾驶辅助系统和热管理产品进入放量阶段 ；此外，智能悬架产品系统也将分批实现批量交付。随着新产品陆续从研发导入量产，以及渗透率的持续提升， 公司的单车可配套产品品类持续增加，价值量也将稳步提升。 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

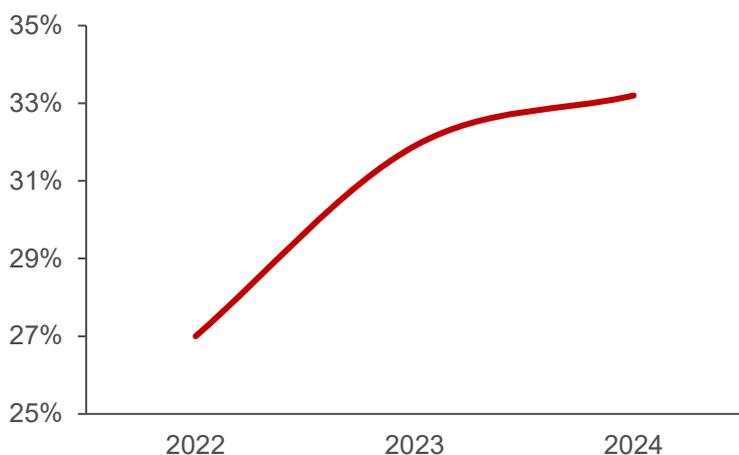
图23：比亚迪电子新能源汽车业务概述



资料来源：公司官网，公司公告，民生证券研究院

背靠母公司比亚迪，前瞻性布局多产品线，公司新能源汽车业务板块有望持续增长。公司一直是母公司比亚迪股份的核心供应商。2024年，比亚迪新能源汽车市占率进一步提升至33.2%，蝉联国内汽车销量冠军，稳居全球新能源汽车销量第一，作为母公司的核心供应商，比亚迪电子理应能够共享这一红利。此外，公司在智能座舱、智能驾驶、智能悬架、热管理、传感器和控制器等多个领域进行了全面布局，随着新产品陆续从研发导入量产，公司的单车可配套产品品类持续增加，价值量也将稳步提升。

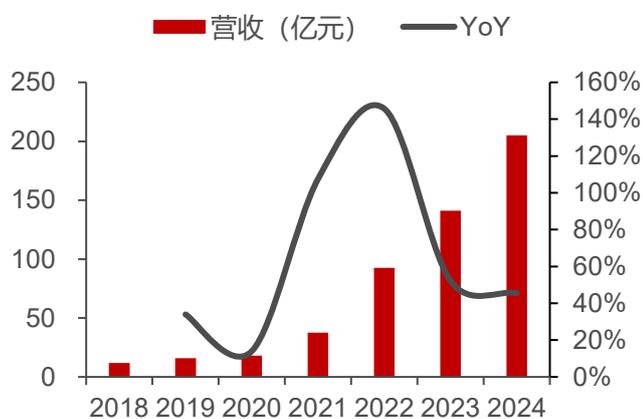
图24：比亚迪新能源汽车市占率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

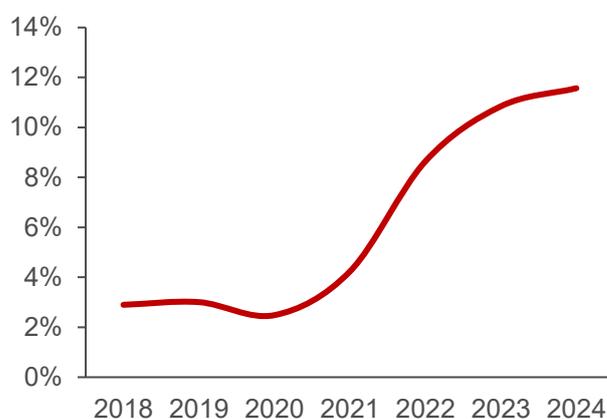
受益于新能源汽车市场的迅猛发展，自2021年以来，新能源汽车业务在公司总营收中的占比显著提升。2024年，随着新能源汽车销量攀升及智驾下沉，公司的智能座舱产品出货量持续增长，叠加智能驾驶辅助系统和热管理产品进入放量阶段，公司的新能源汽车业务板块持续增长，实现收入205.13亿元，同比增长45.5%，在总营收中的占比为11.6%。

图25：2018-2024年新能源汽车业务营收（亿元）及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图26：2018-2024年新能源汽车业务在总营收中的占比



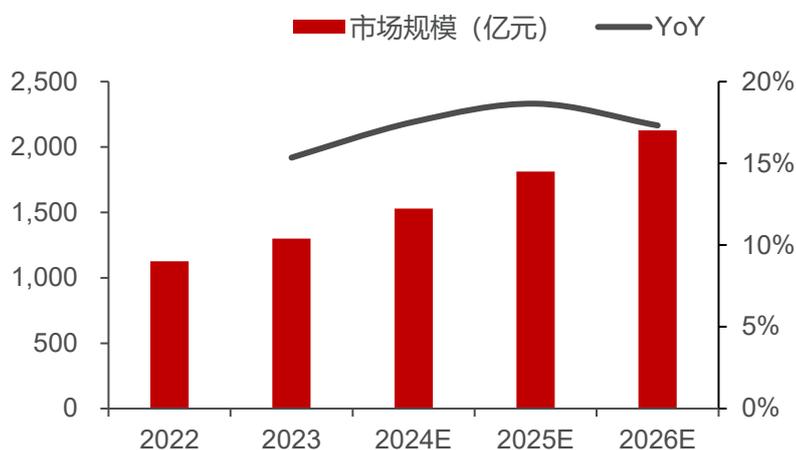
资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 新能源汽车进入智能化下半场, 智驾平权推动产品渗透率快速提升

“软件定义汽车”成为趋势, 汽车智能化加速为公司新能源汽车业务打开广阔成长空间。汽车行业“电动化”上半场, 我国已经构筑了领先全球的优势, 正加快驶向“智能化”竞争下半场。各家车企在智能化技术上加大投入, 加快推动高阶智驾和大模型技术普及, 软件定义汽车成为趋势, 智能座舱、智能驾驶和智能悬架等产品也快速渗透, 助力汽车智能化发展。

智能座舱方面, 据毕马威中国预测, 2026 年中国智能座舱行业市场规模达 2127 亿元, 5 年 CAGR 超 17%。

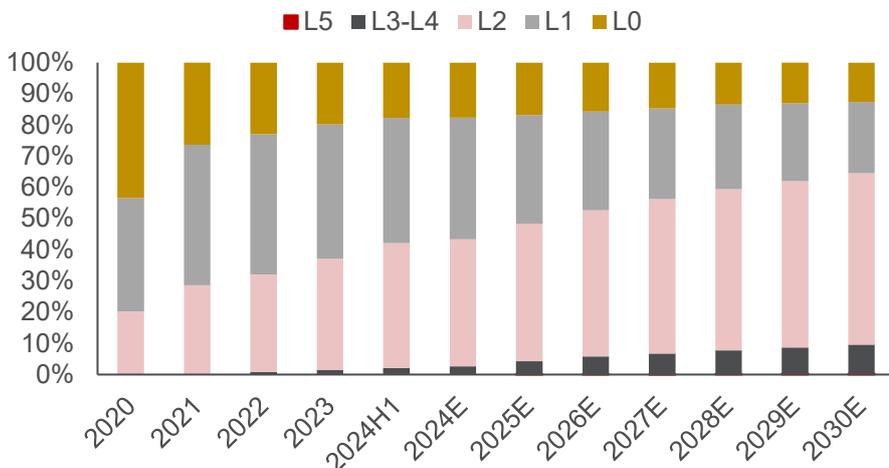
图27: 2022-2026 年中国智能座舱市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 毕马威中国, 民生证券研究院

智能驾驶方面, 据 ICV, 截至 24H1, 全球 L2 级智能驾驶汽车的渗透率已突破 40%, L3 和 L4 级别的渗透率约为 2.13%, 预计到 2030 年, L2 及以上的智能驾驶汽车渗透率将达到 64.54%, 而 L3-L4 级别的渗透率将达到 9.32%。智能驾驶市场的发展表现出明显的层级提升趋势。

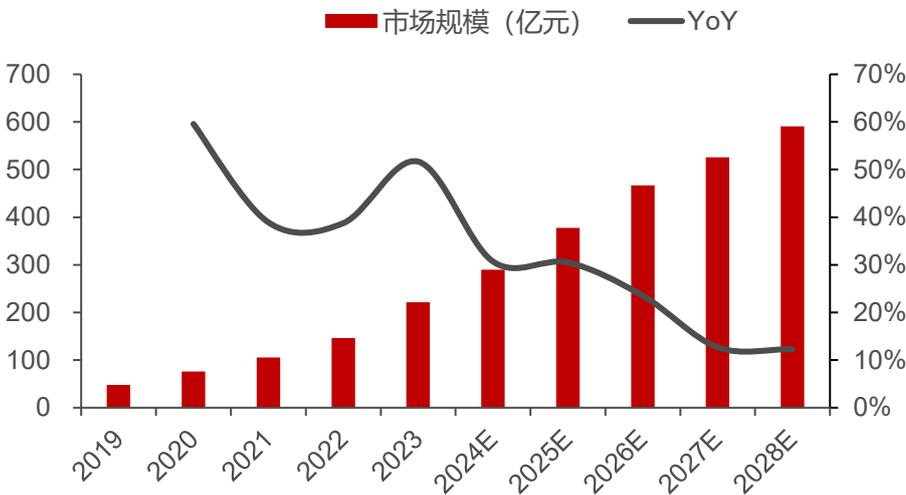
图28: 2020-2030 年全球智能驾驶渗透率情况



资料来源: ICV, 民生证券研究院

智能悬架方面, 据盖世汽车预计, 到 2025 年, 智能化的空气悬架渗透率将上升至约 15%, 市场规模由 2023 年的 221.6 亿元, 大幅增长约 70%至 2025 年的 377.9 亿元。汽车底盘悬架系统也将加速智能化。

图29: 2019-2028 年中国空气悬架市场规模 (亿元) 及增速



资料来源: 盖世汽车, 民生证券研究院

传感器作为智驾系统的核心组件, 据奥迪威招股说明书和赛迪研究院数据, 其配置数量将随着智能驾驶级别从 L1 向 L5 演进, 从 6~14 个增至 20-37 个, 增幅超 200%。

此外, 由于新能源汽车的热管理系统相较于传统燃油车更为复杂, 单车系统成本大幅上涨, 叠加新能源车渗透率提升, 未来汽车热管理系统市场规模增速也将非常可观。在新能源车时代, 由于缺少了传统发动机 (内燃机) 的自发热特性, 加上动力电池在特定环境下需要加热来获得合适的工况温度, 新能源汽车的热管理系统相较于传统燃油车的热管理系统更为复杂。新能源汽车热管理系统新增了电机

压缩机、电池冷板、Chiller 和电磁阀等高价值量零部件，带来成本的大幅上涨。据盖世汽车，传统燃油车体系的热管理系统单车价值量约为 2150~2450 元，而新能源汽车的热管理系统根据技术路线和配置不同，单车价值量合计约为 6000-10000 元不等。

比亚迪入局并推动智驾平价化有望加速新能源汽车智能化进程，并为公司新能源汽车业务带来更多增量。2025 年 2 月 10 日，比亚迪召开智能化战略发布会，推出“天神之眼”高阶智驾系统，开启全民智驾时代。“天神之眼”特别之处在于融合了纯视觉智驾方案和激光雷达方案，共包含三个版本：

(1) 天神之眼 A：高阶智驾三激光版 (DiPilot 600)，主要搭载品牌为仰望；

(2) 天神之眼 B：高阶智驾激光版 (DiPilot 300)，主要搭载品牌为腾势和比亚迪；

(3) 天神之眼 C：高阶智驾三目版 (DiPilot 100)，主要搭载品牌为比亚迪。

其中，天神之眼 C 首批上市 21 款车型，覆盖 7~20 万级，包括在售价格最亲民的海鸥。

图30：比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾



资料来源：比亚迪智能化战略发布会，民生证券研究院

值得一提的是，比亚迪“天神之眼”系统已于 24 年 12 月 24 日在全国范围内正式开通（无图城市领航）CNOA 功能，可实现“全国都能开，有路都好开”。此次全国开通的城市领航功能，基于先进的无图 NOA 技术，采用端到端大模型架构，通过多传感器融合感知，实时捕捉并处理道路环境信息，能够实现复杂路口通行、红绿灯通行、自主超车、避障绕行、自主并线等多种驾驶行为。

图31：比亚迪端到端示意图



资料来源：金融界，民生证券研究院

当前国内 20 万以下价位的新能源乘用车成为主力消费价格区间，而 24 年以前，鲜有 20 万以下价位的新能源车型搭载高阶智驾系统，24 年，广汽埃安、小鹏、长安等多家车企开始推出相关产品，一方面，相关硬件成本的降低为中低端汽车搭载高阶智驾系统创造了条件；另一方面，智驾本身也开始成为中低端汽车差异化的核心之一。我们认为比亚迪本次智驾平权有望通过差异化优势推动汽车销量进一步提升，作为其核心供应商的比亚迪电子也有望受益于这一发展趋势，相关产品或将迎来放量增长。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 25-27 年将分别实现营收 1982.11/2189.29/2429.56 亿元，同比增速分别为 11.8%/10.5%/11.0%；分别实现归母净利润 52.71/64.47/76.32 亿元，同比增速分别为 23.6%/22.3%/18.4%，对应净利率分别为 2.66%/2.94%/3.14%。分业务来看：

消费电子业务：该业务主要包括组装和零部件。2024 年，消费电子业务实现营收 1412.33 亿元，同比增长 45.0%，其中，零部件和组装分别实现收入 356.58/1055.75 亿元，同比分别增长 161.5%/26.0%。我们认为随着消费电子市场需求回暖，叠加公司收购捷普后在海外大客户的份额或将进一步得到提升，公司消费电子业务有望持续增长，其中，由于近年来消费电子产品零部件技术迭代较快，且公司在该产品线的品类不断丰富，单机价值量有所提升，因此继 2024 年大幅增长后仍有一定扩容潜力。基于此，我们预计 25-27 年公司零部件和组装业务营收同比增速分别为 10.0%/5.0%/2.0%和 5.0%/2.5%/2.0%，则消费电子业务整体 25-27 年的营收同比增速分别为 6.3%/3.2%/2.0%。

新型智能产品业务：该业务主要包括 AIDC、机器人、户用储能、智能家居、游戏硬件、无人机等产品。2024 年，新型智能产品业务实现营收 155.60 亿元，同比下降 15.6%。我们认为公司积极布局 AIDC 和机器人，有望享受到相关赛道高速增长的红利，从而推动新型智能产品业务整体规模提升。考虑到公司的 AI 服务器已于 24 年实现量产，液冷和电源产品在同年完成开发，AIDC 有望在 25-27 年逐步贡献业绩；机器人方面，公司相关产品已开始应用于集团内制造场景，从行业趋势来看，未来几年全球 AMR 市场处于高速增长的阶段。基于此，我们预计 25-27 年公司新型智能产品业务营收同比增速逐渐提升，分别为 5.0%/20.0%/50.0%。

新能源汽车业务：该业务主要包括智能座舱、智能驾驶、智能悬架、热管理、传感器和控制器等产品。2024 年，新能源汽车业务实现营收 205.13 亿元，同比增长 45.5%。我们认为背靠母公司比亚迪股份，公司有望通过比亚迪推动智驾平权为新能源汽车业务打开成长空间，且随着公司可提供产品品类不断丰富，单车价值量将不断提升。据《科创板日报》，比亚迪 25 年预计全年销量在 500 万台以上，其中 60%以上的车型将搭载高速 NOA 及以上智驾技术，26-27 年，随着高阶智驾系统渗透率逐渐提升，同比增速或将逐渐放缓。基于此，我们预计 25-27 年公司新能源汽车业务营收同比增速分别为 55.0%/40.0%/25.0%。

由于公司未公布各项业务毛利率水平，因此我们基于公司过往整体毛利率水平对 25-27 年的毛利率进行预测。公司 2022-2024 年的毛利率水平分别为 5.9%/8.0%/6.9%，有一定波动，考虑到消费电子业务作为相对成熟的业务，毛利

率水平相对较低（代工业务由于技术含量偏低通常毛利率也较低），随着新型智能产品业务和新能源汽车业务在总营收中的占比不断提升，公司整体毛利率水平理应随之提升。基于此，我们预计 25-27 年公司整体毛利率水平分别为 7.50%/7.80%/8.00%。

表8：公司分业务业绩预测

| 单位：亿元 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1773.06 | 1982.11 | 2189.29 | 2429.56 |
| 零部件 | 356.58 | 392.24 | 411.85 | 420.09 |
| 消费电子业务 | 1055.75 | 1108.54 | 1136.25 | 1158.98 |
| 合计 | 1412.33 | 1500.78 | 1548.10 | 1579.06 |
| 新型智能产品业务 | 155.60 | 163.38 | 196.06 | 294.08 |
| 新能源汽车业务 | 205.13 | 317.95 | 445.13 | 556.42 |
| 营收同比增速 | 36.43% | 11.79% | 10.45% | 10.97% |
| 零部件 | 161.48% | 10.00% | 5.00% | 2.00% |
| 消费电子业务 | 26.01% | 5.00% | 2.50% | 2.00% |
| 合计 | 44.97% | 6.26% | 3.15% | 2.00% |
| 新型智能产品业务 | -15.62% | 5.00% | 20.00% | 50.00% |
| 新能源汽车业务 | 45.52% | 55.00% | 40.00% | 25.00% |
| 公司整体毛利率 | 6.94% | 7.50% | 7.80% | 8.00% |

资料来源：wind，民生证券研究院预测

费用率方面，收购捷普在 23 年为公司带来约 46 亿元的无形资产（客户关系），根据公司披露的重大会计政策，无形资产中的客户关系按直线法在五年内摊销，年均摊销费用在 9 亿元左右，这一费用应计入销售费用，因此预计 25-27 年销售费用绝对值仍将居高不下，但由于营收规模增长更快，销售费用率将趋势性下降；管理模式趋于成熟有望为管理费用率打开进一步下降的空间；产品迭代和新业务拓展将带来研发投入的增加，预计研发费用率小幅提升。基于此，同时参考 2022-2024 年公司各项费用率水平，我们预计 25-27 年公司销售费用率分别为 1.10%/1.05%/1.00%，管理费用率分别为 0.90%/0.85%/0.80%，研发费用率分别为 2.80%/2.90%/3.00%。

表9：费用率预测

| 项目/年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售费用率 | 1.07% | 1.10% | 1.05% | 1.00% |
| 管理费用率 | 0.90% | 0.90% | 0.85% | 0.80% |
| 研发费用率 | 2.76% | 2.80% | 2.90% | 3.00% |

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析与投资建议

我们预计公司 25-27 年将分别实现营收 1982.11/2189.29/2429.56 亿元，归母净利润 52.71/64.47/76.32 亿元，对应现价 PE 分别为 14/11/10 倍。

我们采用 PE 估值法对公司进行估值：我们选择公司各块业务所处领域的头部公司立讯精密（消费电子业务参照）、工业富联（新型智能产品业务参照）、德赛西威（新能源汽车业务参照）作为可比公司，可比公司 25-27 年平均 PE 分别为 20/16/13 倍，我们预计比亚迪电子 25-27 年 EPS 分别为 2.34/2.86/3.39 元，当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍，显著低于可比公司平均值，考虑到比亚迪电子消费电子业务在海外大客户的份额有望进一步提升；积极布局 AIDC 和机器人有望充分享受到相关赛道高速增长的红利；背靠母公司比亚迪股份，公司新能源汽车业务或将高度受益于母公司推动智驾平权从而打开广阔空间，相较于可比公司具有更强的成长性；首次覆盖，给予“推荐”评级。

表10：可比公司 PE 数据对比

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | | PE (倍) | | |
|-----------|-------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 002475.SZ | 立讯精密 | 36.47 | 2.33 | 2.84 | 3.37 | 16 | 13 | 11 |
| 601138.SH | 工业富联 | 35.05 | 1.51 | 1.85 | 2.21 | 23 | 19 | 16 |
| 002920.SZ | 德赛西威 | 103.31 | 4.83 | 6.12 | 7.65 | 21 | 17 | 14 |
| 平均值 | | | | | | 20 | 16 | 13 |
| 0285.HK | 比亚迪电子 | 32.23 | 2.34 | 2.86 | 3.39 | 14 | 11 | 10 |

资料来源：wind，民生证券研究院预测；（注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2025 年 8 月 5 日，汇率 1HKD=0.91RMB）

6 风险提示

1) 消费电子市场复苏不及预期。宏观经济若出现波动可能导致消费电子市场需求疲软，影响公司消费电子业务业绩表现。

2) 智驾渗透率不及预期。若智能驾驶、智能座舱等产品渗透不及预期，公司新能源汽车业务增长可能面临压力。

3) 资本开支压力大的风险。考虑到公司正从消费电子代工向汽车电子、AI 硬件等领域转型，为拓展新业务，未来几年内资本开支可能持续处于较高水平，若市场需求不及预期或回报周期拉长，或将显著影响公司的自由现金流和回报率等。

4) 客户集中与依赖度风险。考虑到公司客户较为集中，且公司与比亚迪集团关联交易占比较高的情况，单一客户需求的波动可能会显著影响公司的整体业绩表现。

5) 汇率波动风险。公司海外业务占比较高，汇率波动或将影响公司业绩表现。

公司财务报表数据预测汇总

| 资产负债表 (百万人民币) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产合计 | 60,416 | 75,005 | 86,570 | 99,912 |
| 现金及现金等价物 | 7,052 | 10,986 | 15,959 | 21,626 |
| 应收账款及票据 | 32,777 | 33,035 | 36,488 | 40,493 |
| 存货 | 18,089 | 28,011 | 30,839 | 34,149 |
| 其他 | 2,497 | 2,973 | 3,284 | 3,644 |
| 非流动资产合计 | 29,932 | 28,682 | 27,432 | 26,182 |
| 固定资产 | 17,113 | 16,863 | 16,613 | 16,363 |
| 商誉及无形资产 | 9,322 | 8,322 | 7,322 | 6,322 |
| 其他 | 3,497 | 3,497 | 3,497 | 3,497 |
| 资产合计 | 90,347 | 103,687 | 114,001 | 126,094 |
| 流动负债合计 | 50,823 | 60,132 | 65,591 | 71,968 |
| 短期借贷 | 6,505 | 6,505 | 6,505 | 6,505 |
| 应付账款及票据 | 35,331 | 40,743 | 44,856 | 49,671 |
| 其他 | 8,987 | 12,884 | 14,230 | 15,792 |
| 非流动负债合计 | 7,122 | 7,122 | 7,122 | 7,122 |
| 长期借贷 | 4,302 | 4,302 | 4,302 | 4,302 |
| 其他 | 2,820 | 2,820 | 2,820 | 2,820 |
| 负债合计 | 57,946 | 67,254 | 72,714 | 79,090 |
| 普通股股本 | 4,052 | 4,052 | 4,052 | 4,052 |
| 储备 | 28,349 | 32,380 | 37,235 | 42,951 |
| 归属母公司股东权益 | 32,402 | 36,432 | 41,288 | 47,003 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益合计 | 32,402 | 36,432 | 41,288 | 47,003 |
| 负债和股东权益合计 | 90,347 | 103,687 | 114,001 | 126,094 |

| 现金流量表 (百万人民币) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 6,714 | 9,494 | 10,782 | 11,680 |
| 净利润 | 4,266 | 5,271 | 6,447 | 7,632 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 折旧摊销 | 6,398 | 6,500 | 6,500 | 6,500 |
| 营运资金变动及其他 | -3,950 | -2,277 | -2,165 | -2,452 |
| 投资活动现金流 | -2,655 | -3,931 | -3,828 | -3,708 |
| 资本支出 | -2,855 | -5,250 | -5,250 | -5,250 |
| 其他投资 | 200 | 1,319 | 1,422 | 1,542 |
| 筹资活动现金流 | -7,582 | -1,667 | -2,019 | -2,343 |
| 借款增加 | -5,945 | 0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 已付股利 | -1,212 | -1,278 | -1,630 | -1,955 |
| 其他 | -424 | -389 | -389 | -389 |
| 现金净增加额 | -3,485 | 3,934 | 4,973 | 5,667 |

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

| 利润表 (百万人民币) | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 177,306 | 198,211 | 218,929 | 242,956 |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业成本 | 165,004 | 183,345 | 201,852 | 223,520 |
| 销售费用 | 1,888 | 2,180 | 2,299 | 2,430 |
| 管理费用 | 1,597 | 1,784 | 1,861 | 1,944 |
| 研发费用 | 4,889 | 5,550 | 6,349 | 7,289 |
| 财务费用 | 521 | 318 | 279 | 229 |
| 权益性投资损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他损益 | 1,334 | 823 | 875 | 935 |
| 除税前利润 | 4,740 | 5,856 | 7,164 | 8,480 |
| 所得税 | 475 | 586 | 716 | 848 |
| 净利润 | 4,266 | 5,271 | 6,447 | 7,632 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 4,266 | 5,271 | 6,447 | 7,632 |
| EBIT | 5,261 | 6,175 | 7,443 | 8,709 |
| EBITDA | 11,660 | 12,675 | 13,943 | 15,209 |
| EPS (元) | 1.89 | 2.34 | 2.86 | 3.39 |

| 主要财务比率 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|--------|--------|
| 成长能力(%) | | | | |
| 营业收入 | 36.43 | 11.79 | 10.45 | 10.97 |
| 归属母公司净利润 | 5.55 | 23.56 | 22.32 | 18.38 |
| 盈利能力(%) | | | | |
| 毛利率 | 6.94 | 7.50 | 7.80 | 8.00 |
| 净利率 | 2.41 | 2.66 | 2.94 | 3.14 |
| ROE | 13.16 | 14.47 | 15.62 | 16.24 |
| ROIC | 10.96 | 11.76 | 12.86 | 13.56 |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 64.14 | 64.86 | 63.78 | 62.72 |
| 净负债比率(%) | 11.59 | -0.49 | -12.48 | -23.02 |
| 流动比率 | 1.19 | 1.25 | 1.32 | 1.39 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.78 | 0.85 | 0.91 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 2.00 | 2.04 | 2.01 | 2.02 |
| 应收账款周转率 | 6.32 | 6.02 | 6.30 | 6.31 |
| 应付账款周转率 | 5.06 | 4.82 | 4.72 | 4.73 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.89 | 2.34 | 2.86 | 3.39 |
| 每股经营现金流 | 2.98 | 4.21 | 4.79 | 5.18 |
| 每股净资产 | 14.38 | 16.17 | 18.32 | 20.86 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 17 | 14 | 11 | 10 |
| P/B | 2.2 | 2.0 | 1.8 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 6.55 | 6.03 | 5.48 | 5.02 |

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 公司发展历程..... | 3 |
| 图 2: 比亚迪电子股权结构 (截至 2024 年 12 月 31 日) | 4 |
| 图 3: 2018-2024 年营收 (亿元) 及增速..... | 5 |
| 图 4: 2018-2024 年归母净利润 (亿元) 及增速 | 5 |
| 图 5: 2018-2024 年毛利率水平 | 5 |
| 图 6: 2018-2024 年各项费用率水平 | 5 |
| 图 7: 2018-2024 年公司各业务营收占比..... | 7 |
| 图 8: 2018-2024 年客户所在地区分析营收..... | 7 |
| 图 9: 2015Q1-2025Q2 全球智能手机出货量 (百万部) | 9 |
| 图 10: 2018-2024 年消费电子业务营收 (亿元) 及增速 | 9 |
| 图 11: 2018-2024 年消费电子业务在总营收中的占比..... | 9 |
| 图 12: 2018-2024 年零部件业务营收 (亿元) 及增速..... | 10 |
| 图 13: 2018-2024 年组装业务营收 (亿元) 及增速..... | 10 |
| 图 14: 2018-2024 年消费电子业务拆分..... | 10 |
| 图 15: 2021-2023 财年捷普 (新加坡) 营收&净利润 (亿美元) 及对应增速 | 12 |
| 图 16: 2021-2023 财年捷普 (新加坡) 毛利率&净利率水平..... | 12 |
| 图 17: 2017-2029 年全球数据中心市场规模 (十亿美元) 及增速..... | 13 |
| 图 18: 2023-2033 年全球 AI 服务器市场规模 (十亿美元) 及增速..... | 14 |
| 图 19: 数据中心电源架构..... | 16 |
| 图 20: 比亚迪电子自主研发的 AMR..... | 16 |
| 图 21: 2018-2024 年新型智能产品业务营收 (亿元) 及增速..... | 17 |
| 图 22: 2018-2024 年新型智能产品业务在总营收中的占比 | 17 |
| 图 23: 比亚迪电子新能源汽车业务概述..... | 18 |
| 图 24: 比亚迪新能源汽车市占率变化 | 19 |
| 图 25: 2018-2024 年新能源汽车业务营收 (亿元) 及增速 | 19 |
| 图 26: 2018-2024 年新能源汽车业务在总营收中的占比 | 19 |
| 图 27: 2022-2026 年中国智能座舱市场规模 (亿元) 及增速..... | 20 |
| 图 28: 2020-2030 年全球智能驾驶渗透率情况..... | 21 |
| 图 29: 2019-2028 年中国空气悬架市场规模 (亿元) 及增速..... | 21 |
| 图 30: 比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾..... | 22 |
| 图 31: 比亚迪端到端示意图..... | 23 |

表格目录

| | |
|----------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标 | 1 |
| 表 1: 公司合作伙伴及其颁布的荣誉..... | 8 |
| 表 2: 公司零部件业务发展历程 | 11 |
| 表 3: 数据中心核心组成部分 | 13 |
| 表 4: 比亚迪电子服务器产品矩阵..... | 14 |
| 表 5: 风冷及液冷技术路线对比..... | 15 |
| 表 6: 冷板式液冷和浸没式液冷技术对比 | 15 |
| 表 7: 公司新能源汽车业务发展历程..... | 18 |
| 表 8: 公司分业务业绩预测 | 25 |
| 表 9: 费用率预测 | 25 |
| 表 10: 可比公司 PE 数据对比..... | 26 |
| 公司财务报表数据预测汇总..... | 28 |

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

| 投资建议评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐 | 相对基准指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |
| | 推荐 | 相对基准指数涨幅 5%以上 |
| | 中性 | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间 |
| | 回避 | 相对基准指数跌幅 5%以上 |

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048