

全球领先的智能制造平台，消费电子&汽车电子&AIDC 业务多元驱动

核心观点

比亚迪电子是全球领先的高端电子智造平台，从消费电子拓展到汽车电子、新型智能产品、AI 数据中心等多个业务。消费电子方面，公司积极推进“零部件+组件”垂直整合战略，成功打造垂直一体化的平台企业，与大客户的合作不断深化，未来主要受益于大客户外观结构件的创新以及折叠机型的放量。汽车电子业务，随着智驾与悬架等新产品加速配套更多车型，出货量与单车价值量有望实现双重提升。此外，公司在积极发力 AI 服务器液冷与电源核心组件等业务，未来有望打造新增长曲线。

摘要

消费电子：“零部件+组装”协同，大客户合作持续深化

后智能机时代，下游客户对供应链管理简化，节省成本做垂直与水平集成的要求是持续的，因此全产业链的垂直整合能力至关重要。在此背景下，公司积极推进“零部件+组件”垂直整合战略，成功打造垂直一体化的平台企业，特别在零部件方面，公司是全球少数具备精密金属、玻璃、陶瓷、塑胶、蓝宝石等全系列结构件大规模研发设计制造能力的厂商。公司与大客户的合作不断深化，2009年公司正式与苹果开始合作，之后公司逐渐渗透多个品类，2020年公司切入苹果 iPad 组装业务，22年公司又成为 iPhone 玻璃后盖的供应商之一，23年公司收购苹果金属中框供应商捷普的无锡、成都工厂，未来公司消费电子业务主要受益于大客户外观结构件的创新以及折叠机型的放量。

新能源汽车：垂直整合动能强劲，智驾与悬架开启增量空间

作为母公司“汽车智能化战略”的核心供应商，比亚迪电子汽车业务增长可期。公司前瞻性布局智能座舱系统、智能驾驶系统、智能悬架系统、热管理等领域，多个产品已实现量产交付。未来，比亚迪电子新能源汽车业务的增量主要来自于：1) 随着新能源车渗透率的提升、海外市场的规模化放量以及品牌高端化，比亚迪销量保持稳定增长；2) 随着比亚迪高阶智驾的下沉，公司的智驾域控产品将呈现快速增长；3) 公司受益于悬架渗透率持续提升；4) 除母公司外，公司也在积极开拓其他汽车终端客户。

比亚迪电子 (0285. HK)

维持

买入

刘双锋

liushuangfeng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070002

SFC 编号:BNU539

王定润

wangdingrun@csc.com.cn

SAC 编号:S1440524060005

梁艺

liangyidzz@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525080006

发布日期：2025年12月01日

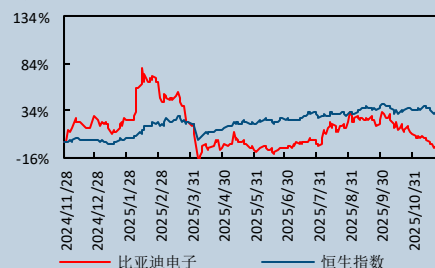
当前股价：33.16 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-15.49/-13.32	-14.23/-16.83	-2.90/-34.81
12 月最高/最低价 (元)		60.60/28.65
总股本 (万股)		225,320.45
流通 A 股 (万股)		225,320.45
总市值 (亿元)		747.16
流通市值 (亿元)		747.16
近 3 月日均成交量 (万)		2424.68
主要股东		
Golden Link Worldwide Limited		65.76%

股价表现



相关研究报告

【中信建投海外研究】比亚迪电子 (0285):2025 中报点评：汽车电子业务高速增长，发力 AI 服务器液冷与电源核心组件业务

AI 数据中心：CapEx 高增拉动硬件需求，“整机+零部件”积极布局

在 AI 数据中心方面，比亚迪电子积极布局“整机+零部件”市场。在整机方面，公司主要布局 AI 服务器业务，面向国内市场，有望凭借全套 AIDC 解决方案提升市场份额；在零部件方面，公司主要布局液冷和电源产品，面向海外头部客户，凭借精密制造能力以及与英伟达的长期深度合作，公司的全系列液冷产品，包括快接头、冷板、分水器等，已在 2025 年 3 月获得英伟达认证，2025 年 OCP 峰会上，英伟达首次展示了其 Rubin 架构的 manifold 供应链合作伙伴，Lead Wealth 是六家供应商之一，在电源及结构化组件方面，Lead Wealth 也是英伟达 MGX 生态重要合作伙伴，以及高压系统领域的战略合作伙伴，公司预计 2026 年将是零部件产品上量的第一年，并可能迎来爆发式增长。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 1829 亿元、1888 亿元、2030 亿元，同比增长 3.2%、3.2% 和 7.5%，对应归母净利润分别为 42.9 亿元、50.5 亿元和 61.2 亿元，当下市值对应的 PE 分别为 17 倍、15 倍和 12 倍，维持买入评级。

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	129,956.99	177,305.55	182,891.94	188,795.12	203,025.09
YOY(%)	21.24	36.43	3.15	3.23	7.54
净利润(百万元)	4,041.37	4,265.64	4,294.69	5,049.06	6,119.49
YOY(%)	117.56	5.55	0.68	17.57	21.20
毛利率(%)	8.03	6.94	6.85	7.27	7.53
净利率(%)	3.11	2.41	2.35	2.67	3.01
ROE(%)	13.78	13.16	12.11	12.92	14.08
EPS(摊薄/元)	1.79	1.89	1.91	2.24	2.72
P/E(倍)	18.49	17.52	17.40	14.80	12.21
P/B(倍)	2.55	2.31	2.11	1.91	1.72

资料来源：iFinD，中信建投证券

目录

1 比亚迪电子：全球领先的高端智造平台，三大业务全面布局.....	1
2 消费电子：“零部件+组装”协同，大客户合作持续深化.....	4
3 新能源汽车：垂直整合动能强劲，智驾与悬架开启增量空间.....	6
4 AI 数据中心：CapEx 高增拉动硬件需求，“整机+零部件”积极布局	9
5 盈利预测与投资建议.....	14
6 风险提示	15
7 报表预测	16

图目录

图 1:比亚迪电子历史沿革	1
图 2:比亚迪电子业务布局	2
图 3:比亚迪电子股权结构	2
图 4:公司营业收入及同比增速	3
图 5:公司分业务营收及同比增速.....	3
图 6:公司各项费用率情况	3
图 7:公司盈利能力情况.....	3
图 8:钛金属中框加工流程	4
图 9:智能手机市场防护玻璃生产流程.....	4
图 10:公司在苹果产品导入历程	5
图 11:比亚迪电子汽车电子业务产品布局	6
图 12: 2024 年中国乘用车市场高阶智驾分价格搭载数据	7
图 13:比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾	7
图 14:比亚迪云辇悬架技术	8
图 15:比亚迪电子的服务器产品	9
图 16: AI 服务器常用 CRPS（左）与 OCP（右）	9
图 17: AC/DC 电源技术指标进步方向	9
图 18:大陆与台系电源厂官网公开展示电源性能一览.....	10
图 19:数据中心机架密度及对应冷却技术	11
图 20:数据中心制冷技术对应 PUE 范围	11
图 21:冷板式液冷核心零部件（含冷板、快接头、CDU、Manifold 等）	11
图 22: Lead Wealth 入选 Rubin 架构 manifold 合作伙伴	13
图 23:台达/光宝近年来盈利能力提升显著	13
图 24:公司收入拆分.....	14
图 25:可比公司估值.....	14

表目录

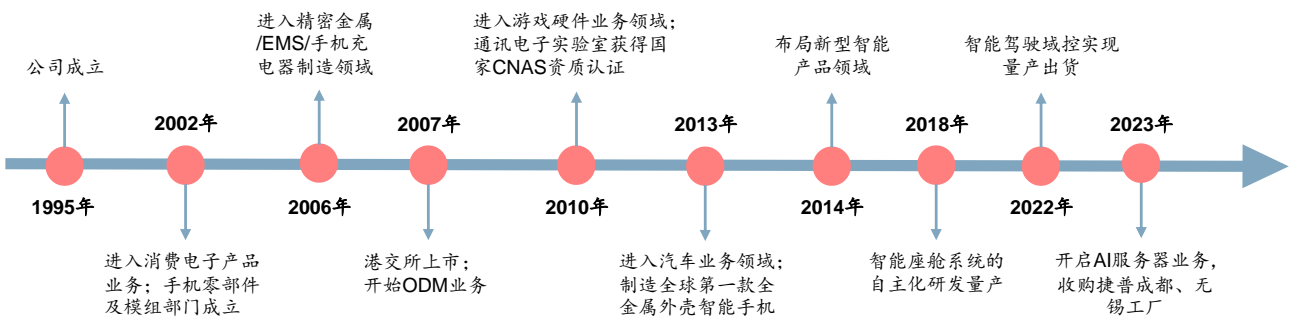
表 1:比亚迪“天神之眼”技术矩阵.....	7
表 2:主流服务器方案对应电源配置.....	10
表 3:冷板式液冷价值量拆分——以 GB200 NVL72 机柜为例.....	12
表 4: Lead Wealth 是英伟达 MGX 生态系统重要合作伙伴.....	13

1 比亚迪电子：全球领先的高端智造平台，三大业务全面布局

比亚迪电子是全球领先的高端电子智造平台。比亚迪电子成立于 1995 年，以生产二次电池起步；2006 年进入 EMS 领域，开始专注于手机零部件和模组的制造业务，为客户提供精密模具和零部件制造服务；2007 年，公司从比亚迪股份有限公司分拆并在香港联合交易所主板独立上市，2009 年公司正式与苹果开始合作，之后公司逐渐渗透多个品类，2020 年，公司切入苹果 iPad 组装业务，22 年公司又成为 iPhone 玻璃后盖的供应商之一，23 年公司收购苹果金属中框供应商捷普的无锡、成都工厂，不断深化与大客户的合作。

除消费电子领域外，公司还布局新型智能产品、汽车电子等领域。2010 年，依托消费电子领域的深厚积累，公司与英伟达在 3D 眼镜产品上初次展开合作；2019 年，比亚迪电子开始与大疆合作，为其提供高端消费无人机、农业植保机等一站式服务。2023 年，公司全面布局 AI 服务，推出 AI 服务器、自动驾驶产品和基于 jetson 平台的机器人等产品。比亚迪电子在汽车领域的发展历程始于其母公司比亚迪集团的新能源汽车战略拓展。2013 年，比亚迪进入汽车行业，随着比亚迪在新能源汽车市场的不断深耕，比亚迪电子逐步成为母公司汽车业务的重要支撑。

图 1: 比亚迪电子历史沿革



数据来源：比亚迪电子官网、中信建投证券

比亚迪电子凭借其全产业链的垂直整合能力，具备强劲的竞争优势。在研发实力方面，比亚迪电子拥有超过 1000 项专利授权，在全系材料研发及检测、新材料及表面处理技术方面具有深厚实力。在制造方面，公司具备规模化的全球化智能化精密制造能力，以及近二十年的模具、设备、智能装备开发和智能制造信息化管理经验，同时，公司的自动化信息化生产能力，结合其专业的智能装备开发及 IT 服务管理团队，能够提供从单机设备到智慧工厂的智能装备解决方案。

凭借多元化布局，公司成功构建起消费电子、新型智能产品和新能源汽车三大业务板块。2024 年公司消费电子/新能源汽车/新型智能产品业务占收入比例分别为 79.7%/11.6%/8.8%。公司在消费电子领域提供零部件及组装业务，产品包括手机中框背板、转轴、摄像头装饰、塑胶前壳及整体组装等，新能源汽车板块的产品线覆盖智能座舱，智能驾驶，智能悬架，核心控制器和传感器等，新型智能产品板块逐步拓展至户用储能、智能家居、游戏硬件、无人机、物联网、机器人等多个新兴领域，特别是在数据中心方面，公司提供企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器、模块化服务器以及浸没式液冷方案等产品及解决方案。

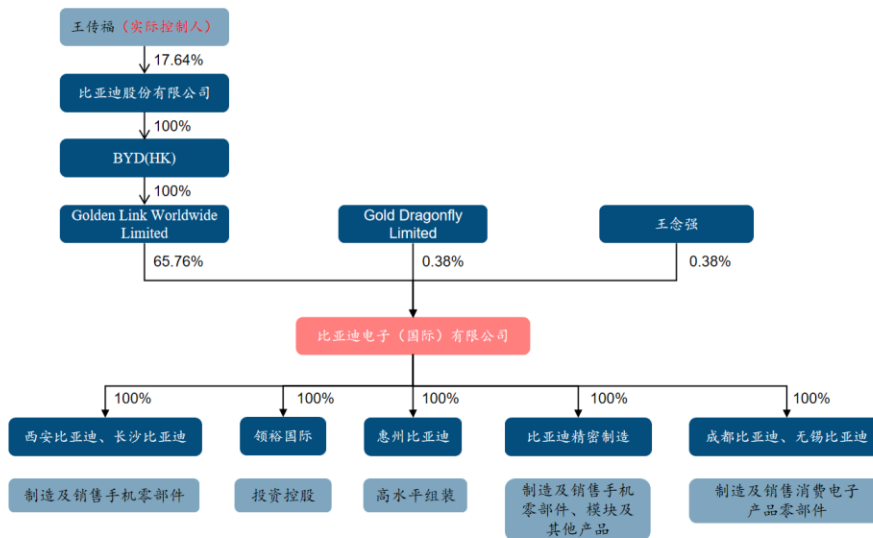
图 2:比亚迪电子业务布局



数据来源：比亚迪电子官网、中信建投证券

比亚迪股份有限公司的全资孙公司 Golden Link Worldwide Limited 是比亚迪电子的第一大股东，持有其 65.76% 的股份。此外，公司公开发行前的股权激励计划主体 Gold Dragonfly Limited 持有比亚迪电子 0.38% 的股份，公司执行董事王念强直接持有比亚迪电子 0.38% 的股权。

图 3:比亚迪电子股权结构

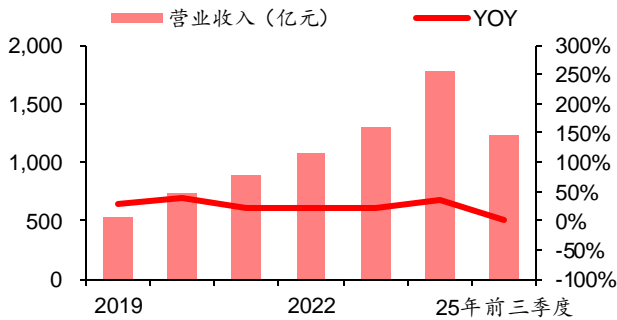


数据来源：wind，中信建投证券 数据截至 2025 年中报

公司 2019-2024 年营业收入保持快速增长，复合增速达 25%，2025 年前三季度营收同比增长 0.95%。分业务来看，消费电子业务主要受益于公司与大客户合作深化，公司所供应的产品品类和份额不断增长，2025 年受到大客户外观结构件材质变化等因素影响，公司的消费电子收入增长有所放缓，未来随着大客户

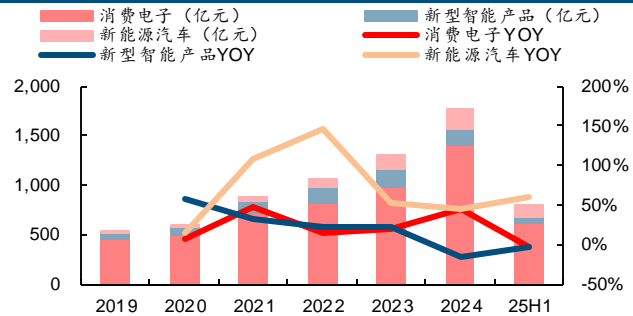
折叠机型的发布，该业务有望重回增长；受益于公司持续扩张产品品类，新型智能产品业务 2019-2023 年持续增长，近年来受到户储等下游需求波动影响，公司该业务收入有所下滑，未来考虑到公司在 AI 服务器、液冷方案等数据中心产品放量，公司该业务同样有望积极成长；新能源汽车业务方面，受益于母公司比亚迪汽车销量的不断增长以及智能化程度的持续提升，公司新能源汽车业务始终保持快速增长，营业收入从 2019 年的 16 亿元提升到 2024 年的 205 亿元，25H1 实现同比增长 60.5%。

图 4:公司营业收入及同比增速



数据来源: WIND、中信建投证券

图 5:公司分业务营收及同比增速

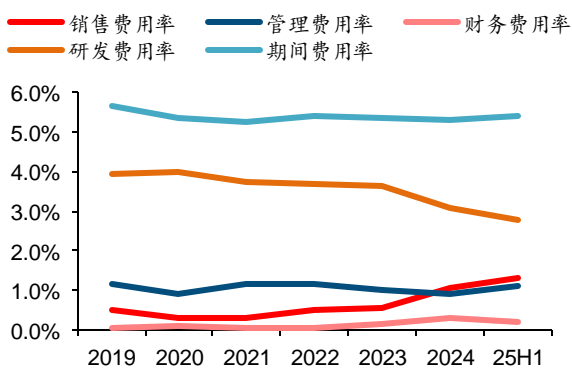


数据来源: WIND、中信建投证券

在盈利能力方面，2021 至 2022 年期间，由于消费电子市场需求的疲软，公司的产能利用率处于偏低水平，短期盈利能力承压，2023 年随着下游需求回暖、公司在海外大客户的份额提升、叠加新型智能产品以及新能源汽车业务的快速增长，公司营收结构进一步优化，产能利用率持续提升，23 年公司的毛利率提升至 8.03%，实现归母净利润 40.4 亿元，同比增长 117.6%。2024 年-2025 年受产品结构影响，公司毛利率相较 23 年略微下降，归母净利润保持稳健。

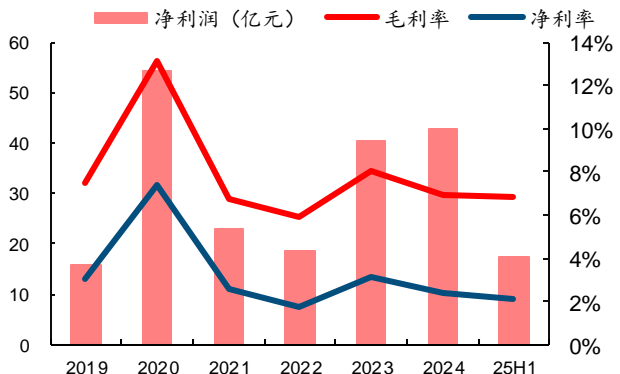
在费用管理方面，公司近年来保持了稳健的期间费用率，基本维持在 5.3%~5.5%，其中研发费用率随着规模效应体现，呈现显著的下降趋势，管理费用率基本维持稳定，公司的销售费用率以及财务费用率受并购捷普无锡、成都工厂影响有所上升，未来随着公司对费用的管控进一步优化，期间费用率有望呈现下降趋势。总结而言，2025 年公司成长阶段性放缓，未来随着大客户新机型的发布、数据中心业务的起量、新能源汽车业务的稳健增长，叠加公司费用率的持续优化，公司有望再次进入高成长阶段。

图 6:公司各项费用率情况



数据来源: WIND、中信建投证券

图 7:公司盈利能力情况



数据来源: WIND、中信建投证券

2 消费电子：“零部件+组装”协同，大客户合作持续深化

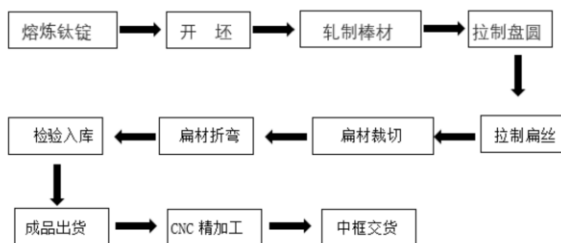
后智能机时代，下游客户对供应链管理简化，节省成本做垂直与水平集成的要求是持续的，因此全产业链的垂直整合能力至关重要。在此背景下，公司积极推进“零部件+组件”垂直整合战略，成功打造垂直一体化的平台企业，公司当前拥有国际一流的大规模自动化生产线，覆盖模具、全系列材料零部件以及系统组装等，能够为全球客户提供从新材料开发、产品设计及研发、零部件到系统组装、供应链管理、物流及售后等一站式产品解决方案。

在零部件方面，公司是全球少数具备精密金属、玻璃、陶瓷、塑胶、蓝宝石等全系列结构件大规模研发设计制造能力的厂商。一方面，未来在智能终端中，金属、玻璃、蓝宝石和陶瓷等多材质组合使用有望成为趋势，因此具备全系列不同材质外观件制备能力对于下游客户显然有更多的应对与匹配空间。另一方面，不同材质的外观件制备需面临不同的工艺挑战，本身掌握多种材料的制备便是行业的重要进入门槛之一：

金属：手机金属中框的加工需要经历多道复杂工序，不同材质的金属加工工艺和加工难点也均有不同，以钛合金为例，由于强度高、导热系数低和化学活性高等特点，钛合金的机械加工难度较大，复杂的工艺会导致良率低和生产效率低。

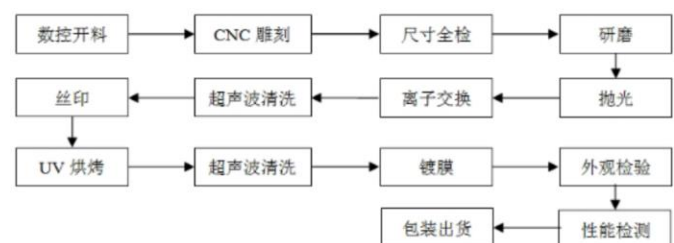
玻璃：玻璃加工的难点集中体现在工艺复杂性与产业门槛。由于玻璃材料的应力形变特性，单件产品需经历数百道工序反复校准，以达成微米级精度要求。这不仅要求企业掌握跨学科技术体系（涵盖光学、材料科学、自动化等），还需解决高能耗和电镀抛光等环节的化学污染治理难题。另一方面，行业资金壁垒持续攀升——从精雕机、PVD 镀膜设备到 3D 热弯装置的全产线配置，叠加智能手机厂商对快速量产的需求，使企业相关固定资产的投资非常高。

图 8:钛金属中框加工流程



数据来源：宇铭达金属材料公众号、中信建投证券

图 9:智能手机市场防护玻璃生产流程



数据来源：蓝思科技招股说明书、中信建投证券

作为公司平台型布局的核心环节，组装业务在消费电子产业链中发挥关键支点作用。特别是在苹果产业链加速向大陆头部企业迁移的产业趋势下，组装能够增强客户粘性，而结构件自供率提升保障了整体盈利能力，叠加全球化的产能布局，公司在北美大客户中的供应地位有望持续提升。

公司与苹果合作历史悠久，逐步切入多个产品品类。比亚迪电子与苹果的合作始于 2009 年，从加工零部件起步；2015 年公司切入 Magic Keyboard 和充电器组装业务；2017 年公司成为 Apple Watch 陶瓷背盖供应商；2018 年底公司开始切入 AirPods 塑胶机壳以及 iPod touch 组装项目。2020 年，比亚迪正式切

入 iPad 组装业务；2022 年底，公司成为 iPhone 玻璃后盖的供应商之一，2023 年公司收购捷普成都、无锡工厂，深化苹果金属中框业务合作。

图 10:公司在苹果产品导入历程



数据来源：苹果官网、公司财报、中信建投证券

公司在 iPad 组装份额持续提升。过去 iPad 组装业务长期由富士康、仁宝等台系厂商主导，但伴随苹果成本管控强化，台厂管理体系僵化和投资动能不足的短板凸显，比亚迪电子于 2019 年切入 iPad 组装业务，产能持续提升，如今公司已为超过 30% 的 iPad 进行组装，成为 iPad 最大代工厂之一。

在玻璃外观件方面，公司同样持续提升市场份额，未来有望受益于大客户外观件创新。智能手机终端厂商对外观差异化竞争要求强化，对玻璃外观件的工艺性能、良品率及光学表现提出更高标准，显著抬升行业技术壁垒及资本投入要求。从供给端看，玻璃外观件业务是重资产投入生意，若厂商的技术能力以及资金实力未能满足要求，则会承担业务亏损压力，进而选择逐步收缩或放弃玻璃盖板业务，在此背景下，比亚迪电子依托精密加工技术积淀、智能化产线布局及大客户深度合作关系，在客户中的份额有望持续提升。同时，玻璃外观件的创新趋势仍在持续，特别是在背板玻璃方面，3D 玻璃趋势明显，相较于 2.5D 玻璃，3D 玻璃曲面更立体，能更好地贴合手掌，握持感更舒适，是高端旗舰机型的主流选择。

2023 年公司收购捷普工厂，深化苹果金属中框业务合作，未来有望受益于折叠机型放量。2023 年 8 月 28 日，比亚迪电子以 158 亿元收购了捷普新加坡旗下生产消费电子产品零部件的移动电子制造业务，此业务主要位于成都和无锡，捷普在 iPhone Pro 系列金属中框中占据较佳的市场份额。

iPhone15Pro 系列首次采用钛合金材质的金属中框，钛合金的优势在于：1) 高强度与轻量化，这使得它能在保证结构强度的同时大幅减轻设备重量，尤其适用于折叠屏手机的铰链和中框；2) 抗冲击与稳定性，钛合金的韧性较好，能承受较大的冲击力，特别在折叠屏手机的频繁开合过程中，可有效减少铰链部位的疲劳损伤，确保设备的稳定性和耐用性，降低因外力导致的变形或损坏风险。苹果有望在 2026 年发布首款折叠机型，钛合金凭借其优异性能，有望在金属中框以及铰链中得到应用，公司作为全球少数掌握钛合金工艺的厂商，有望充分受益于大客户折叠机型放量。

3 新能源汽车：垂直整合动能强劲，智驾与悬架开启增量空间

作为母公司“汽车智能化战略”的核心供应商，比亚迪电子汽车业务增长可期。公司前瞻性布局智能座舱系统、智能驾驶系统、智能悬架系统、热管理等领域，多个产品已实现量产交付。随着比亚迪“智驾平权”战略加速推进和渗透率的持续提升，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，公司的新能源汽车业务板块将保持较快增长。公司的主要产品如下：

智能座舱：核心产品矩阵覆盖中控系统、仪表和屏显系统、HUD、声学系统、车载充电系统、T-BOX 等，其中座舱域控制器实现从底层芯片到应用层的全栈自研。

智能驾驶：主要供应智驾域控产品，打造汽车智能解决方案 DiLink，配合比亚迪“全民智驾”战略，布局低算力、中算力、高算力等智驾平台，同时与汽车主机品牌积极合作。

悬架：公司全栈自研云辇智能车身控制系统，目前搭载于仰望、腾势、王朝&海洋部分高端车型，从舒适、操控、安全、越野等维度大幅提升消费者的驾乘体验。

热管理：公司的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，保障汽车的使用舒适性、功能安全和使用寿命。

图 11: 比亚迪电子汽车电子业务产品布局



数据来源：公司年报、公司官网、中信建投证券

未来，比亚迪电子新能源汽车业务的增量主要来自于：1) 随着新能源车渗透率的提升、海外市场的规模化放量以及品牌高端化，比亚迪销量保持稳定增长，2025 年 1-10 月比亚迪汽车销量 370 万辆，同比增长 13.88%，因此比亚迪电子的新能源汽车业务各产品线将充分受益；2) 随着比亚迪高阶智驾的下沉，公司的智驾域控产品将呈现快速增长；3) 公司受益于悬架渗透率持续提升；4) 除母公司外，公司也在积极开拓其他汽车终端客户。

智驾平权时代开启，高阶智驾有望下沉至 10 万以内的价格带车型。汽车智驾已成为消费者购车时的重要考

虑因素，麦肯锡数据表明中国消费者对智驾的满意度以及升级意愿在 2024 年出现显著提升，43.2%的消费者愿意升级为自动驾驶。过去，高阶智能驾驶功能主要集中在 20 万+车型，根据 NE 时代数据，2024 年高速 NOA、城市 NOA 的销量分别为 63.5 和 211.4 万辆，整体高阶智驾的渗透率在 10%+，智驾渗透率有较大的提升空间。

2024 年比亚迪高阶智驾能力主要搭载于高端品牌矩阵（仰望、方程豹、腾势）及王朝、海洋的少数高端车型，2025 年比亚迪将智驾渗透率目标大幅提升，加速智能驾驶技术向全系车型渗透。25 年 2 月 10 日，比亚迪在智能化战略发布会上正式提出“智驾平权”的目标，构建起“天神之眼”的智驾系统，宣布全系车型将搭载 L2 及以上高阶智驾技术。“天神之眼”共有 3 个版本，其中“天神之眼 A”高阶智驾三激光版（DiPilot 600）主要搭载仰望品牌车型；“天神之眼 B”高阶智驾激光版（DiPilot 300）主要搭载腾势、比亚迪王朝网、比亚迪海洋网车型；“天神之眼 C”高阶智驾三目版（DiPilot 100）主要搭载比亚迪王朝网、比亚迪海洋网车型。从价格带上来看，比亚迪高阶智驾辅助系统下沉至 10 万以内车型，包括 10 万元以下的秦 PLUS DM-i，海豹 05 DM-i 和海鸥等车型，而 10 万以上车型均全系标配智驾，这在较大程度上带动了智驾下沉。

图 12: 2024 年中国乘用车市场高阶智驾分价格搭载数据

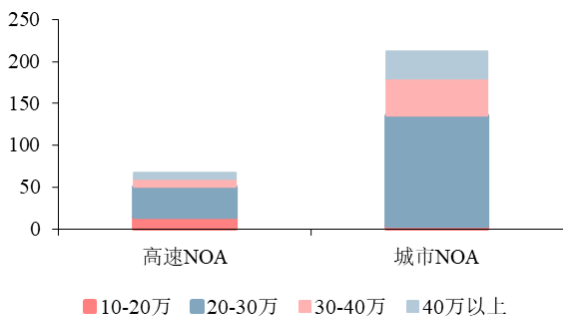


图 13: 比亚迪全系车型搭载天神之眼高阶智驾



数据来源：NE 时代、中信建投证券

数据来源：比亚迪官网、中信建投证券

表 1: 比亚迪“天神之眼”技术矩阵

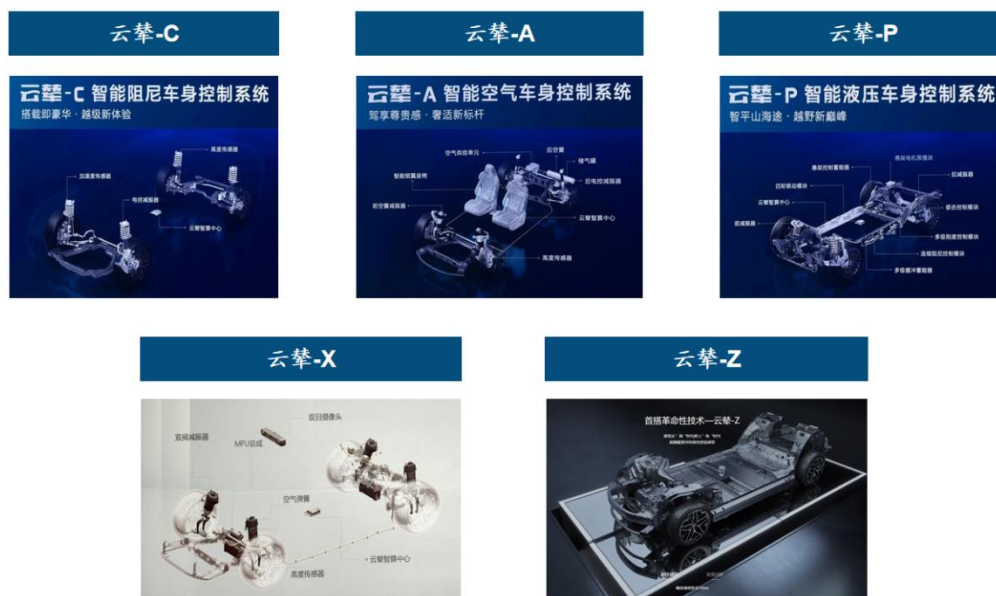
版本	硬件配置	算力	增配场景	应用车型
天神之眼 A (DiPilot 600)	双英伟达 Orin X 芯片 3 颗激光雷达+5 毫米波雷达 11 摄像头	508 TOPS	城市领航 易四方泊车	仰望品牌高端车型 (如仰望 U8)
天神之眼 B (DiPilot 300)	单英伟达 Orin X 芯片 1-2 颗激光雷达+5 毫米波雷 达 12 摄像头	254 TOPS	城市领航 易三方泊车 (仅腾势)	腾势及比亚迪中高端 车型 (如腾势 Z9GT、汉、唐 高配版)
天神之眼 C (DiPilot 100)	英伟达 Orin N 或地平线征程 6M 5 毫米波雷达+12 超声波雷 达 12 摄像头(前视三目设计)	84 TOPS	高快领航 城市记忆领航	比亚迪主流车型(如宋、 秦、海鸥),覆盖 7 万-20 万元区间

资料来源：比亚迪官网、中信建投证券

新能源汽车智能化浪潮正推动底盘系统技术变革，悬架系统正成为汽车底盘革新的重要方向之一。悬架主要承担支撑和缓冲作用，是提升整车动态性能与驾乘体验的核心模块。近年来，空气悬架的市场渗透率快速提升，过去空气悬架是百万豪车的专属配置，2018-2021 年，蔚来、理想、岚图等国内新品牌将空气悬架带到了 30-50 万元的价格区间；2024 年空气悬架进一步搭载至 20 万+车型，如奇瑞星纪元 ET、腾势 N7 等。根据盖世汽车的统计，我国标配空气悬架的新车销量从 2023 年的 56.4 万辆（渗透率 2.7%）跃升至 2024 年的 81.6 万辆（渗透率 3.6%），搭载量同比增长 44.7%，盖世汽车研究院预计到 2025 年末，智能化的空气悬架渗透率将上升至约 15%，带动市场规模从 2023 年的 221.6 亿元大幅增长至 2025 年的 377.9 亿元。

“云辇”由比亚迪全栈自研，已形成 C/A/P/X/Z 五大产品序列。比亚迪云辇系统采取“自己设计、自己生产、自己调试”的全链条模式，不仅摆脱了对外部核心部件的依赖，还避免了额外的专利授权成本。云辇系统实现了空气悬架领域“硬件（如空气弹簧、气泵等核心部件）与软件（智能控制算法）”的完整协同，通过激光雷达对路面的提前感知，系统能预判路况并及时调整悬架状态，既提升了行驶舒适性，也减少了部件损耗，间接延长了使用寿命，同时实现了更佳的成本控制。云辇 P/X/Z 主要搭载于仰望等豪华、越野车型，云辇 A 主要搭载于 30-40 万元的腾势等中高端车型，而云辇 C 主要搭载于比亚迪汉、唐、宋等 20-30 万元的中端车型，2025 年比亚迪自研双腔空簧闭式智能悬架系统，通过高分子复合气囊和规模化生产，单套成本下降明显，可以配置在 15 万以上车型中，进一步推动云辇系统下沉。

图 14: 比亚迪云辇悬架技术



数据来源：比亚迪官网、中信建投证券

4 AI 数据中心：CapEx 高增拉动硬件需求，“整机+零部件”积极布局

在 AI 数据中心方面，比亚迪电子积极布局“整机+零部件”市场。在整机方面，公司主要布局 AI 服务器业务，面向国内市场；在零部件方面，公司主要布局液冷和电源产品，面向海外头部客户。

整机方面，公司有望凭借全套 AIDC 解决方案提升市场份额。公司的服务器产品涵盖企业级通用服务器、存储服务器、AI 服务器。公司既拥有服务器整机组装能力，又能提供液冷方案以及电源方案，做到提供全套 AIDC 解决方案，以提升市场份额。2025 年上半年，公司的 AI 服务器产品已大规模出货。

图 15: 比亚迪电子的服务器产品



数据来源：比亚迪电子官网、中信建投证券

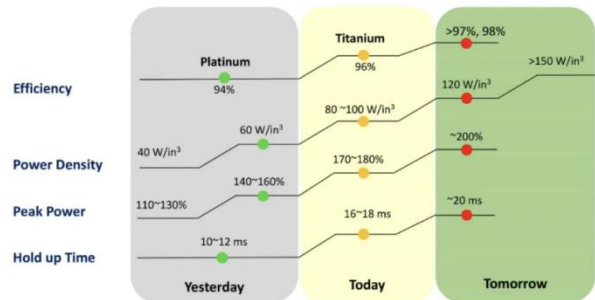
在零部件方面，AI 算力大幅推升服务器电源以及液冷散热需求。在 AC/DC 电源方面，随服务器（尤其是 AI 服务器）功耗总额的快速提升，在 OCP ORV3 标准限制下服务器电源必须通过提升功率密度并维持高能源转化率（钛金 96% 以上）以满足服务器运转需要。更好的材料、更优的拓扑、更多的集成是功率密度提升的主要途径，因此电源行业不仅享受了总功耗提升带来的需求快速上行，同时也因为材料变更、散热需求加强等因素带来了单瓦特价格提升现象，并助力行业空间快速扩容。此外，考虑到近期大陆区域外流片难度加大，伴随大陆区域流片芯片占比增加，电源功耗需求有望呈现进一步提升趋势。

图 16: AI 服务器常用 CRPS (左) 与 OCP (右)



资料来源：纳微半导体，中信建投证券

图 17: AC/DC 电源技术指标进步方向



资料来源：纳微半导体，中信建投证券

以京东上显示的长城电源为例，GW-CRPS1600W 对应功率密度为 48W/in³，售价 1300 元，单瓦特价格为 0.8 元/W，能源转化率 94%。而 GW-CRPS2700W 对应功率密度为 81W/in³，售价 2700 元，单瓦特价格为 1 元/W，能源转化率 94%，相较 1600W 产品在价格上有一定提升。

图 18:大陆与台系电源厂官网公开展示电源性能一览

公司	产品	瓦数 (最大)	规格	功耗/立方英寸	功效
华为	鲲鹏2000W服务器电源	2000	183.0mm*68.0mm*40.5mm	65	94%
	CRPS 1300W服务器电源	1300	185.0mm*73.5mm*40.0mm	39	95%
台达	ORV3 - HPR 5.5 kW PSU	5500	40.0 x 73.5 x 640 mm	48	>97.5%
	ORV3 3 kW PSU	3000	40.0 x 73.5 x 520 mm	32	>97.5%
光宝	3000W CRPS Power Supply	3000	73.5 mm x 40 mm x 265 mm	63	94%
	2000W CRPS Power Supply	2000	73.5 mm x 40 mm x 185 mm	60	94%
欧陆通	U1A-D2000-J	2000	185*73.5*39mm	62	>94%
	U1A-D1600-J	1600	185*73.5*39mm	49	>94%
长城	GW-CRPS2400电源	2400	185x73.5x40mm	72	最高达99%

数据来源：各公司官网，中信建投证券

从实际配置角度看，服务器整机品类繁多，不同服务器芯片配置方案不同。以 DGX 系列为例，DGX A100 整机功耗上限 6.5KW，DGX H100 整机功耗上限 10.2KW，NVL 72 整机功耗 120KW。伴随单电源功耗总额快速上升，电源功率密度也处于持续提升进程当中，考虑到功率密度的提升同时还伴随着单功耗价格的上升，市场空间快速扩容。

表 2:主流服务器方案对应电源配置

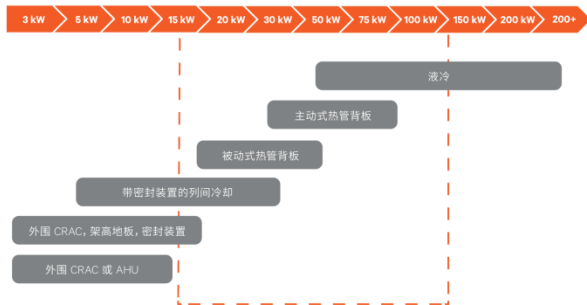
服务器型号	DGX A100	DGX H100	HGX H20	NVL 72
GPU 类型	A100	H100	H20	B200
GPU 个数	8	8	8	72
GPU 功耗	8*400=3200KW	8*700=5600KW	8*400=3200KW	72*1000=72KW
其他部件功耗	3.3KW	4.6KW	——	48KW
服务器整机功耗	6.5KW	10.2KW	<8.1KW	120KW
电源配置方案 (国内)	3KW (3+3)	3.3KW(3+3)	2.7KW(3+3)	33KW(4+4)
电源配置方案 (国外)	2.2KW(3+1)	3.3KW(3+1)	2.7KW(3+1)	33KW(4+4)
能源转化率	94%铂金	96%钛金	96%钛金	96%钛金

资料来源：英伟达，中信建投证券

高算力需求推动算力中心单机功率密度提升。风冷系统通过让冷源更靠近热源，或者密封冷通道/热通道的方案，来适应更高的热密度散热需求。随着机架密度升至 20kW 以上，液冷技术应运而生，从而满足高热密度机柜的散热需求。液冷是一种利用液体介质进行热量传输以实现散热的技术，其主要包括冷板、歧管、UDQ、CDU、液冷机柜等部分。由于液体比热容比空气大得多，能吸收更多热量，且液冷可直接接触发热源，热传导效率更高，所以液冷的效率远高于风冷。当服务器功率超 20kw 时发热量极大，风冷需大量高转速风扇，能耗高、噪音大且散热效果有限，难以维持稳定温度。温度过高时，电子元件的性能下降严重，且物理结构可能受到影响，易受到损坏。Colocation America 数据显示，2023 年全球数据中心单机柜平均功率达到 20.5kW，单机柜功率超 30kW 占比不断提升。一般认为 30kW 是风冷散热的上限，随着 30kW+功率机柜的快速

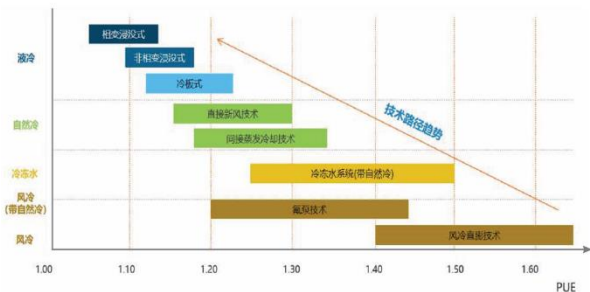
增加，冷却方式应逐渐从风冷过渡到液冷，液冷散热未来的成长空间广阔。

图 19:数据中心机架密度及对应冷却技术



资料来源: Vertiv, 中信建投证券

图 20:数据中心制冷技术对应 PUE 范围



资料来源: 《中兴通讯液冷技术白皮书》, 中信建投证券

冷板式液冷二次侧（室内侧）核心部件：①液冷板（Liquid Cooling Plate）：液冷板是一种通过液体循环来吸收和转移热量的散热设备，广泛应用于高性能计算和数据中心。它们通常安装在服务器或电子设备上，通过液体流动来冷却设备。②快速断开装置（QD）：允许快速方便地连接和断开液体管线，且不会产生漏液。③冷却液分配单元（Coolant Distribution Unit, CDU）：负责冷却剂的分配、调节和监控。它们确保每个服务器都能获得适量的冷却液，以维持适宜的运行温度。CDU 分为 L2A，包括：RPU（泵、水箱）、散热片、风扇。以及 L2L，包括：RPU 和钎焊板式换热器（BPHE）。④机柜内部管线（Manifold）：柜内管线包括 Rack Manifold（机架管）和 Row Manifold（行管），是液冷系统中用于分配冷却液的管道系统。Rack Manifold 负责将冷却液分配到机架中的各个服务器。Row Manifold 则负责在机架内部分配冷却液到每行的服务器。

图 21:冷板式液冷核心零部件（含冷板、快接头、CDU、Manifold 等）



资料来源: Vertiv, CoolIT, 中信建投证券

冷板式液冷机柜价值量拆分（以 GB200 NVL72 机柜为例）。GB200 NVL72 机柜内部液冷系统的整体价值约为 8.4 万美元，占机柜成本的 2.8% 左右（假设机柜总成本 300 万美元）。分零部件来看，GB200 NVL72 机柜包含 126 颗芯片，其中，Compute Tray 包含芯片 108 颗（72*GPU+36*CPU），对应冷板价值量约 3.2 万美元；

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

Switch Tray 芯片对应冷板价值量约 3600 美元, 合计占比达 43%。冷却分配单元(CDU)单价 3 万美元, 占 35.8%。快接头价值量占比约 10.5%, Manifold 约占 4.8%。总体来看, 液冷板与 CDU 两项合计占整体液冷成本的 78.8%, 为液冷方案的核心零部件。

2025 年是服务器液冷的“爆发元年”，新方案迭代利好国产厂商。市场预期 GB300 机柜 Q4 大量出货, 当前处于液冷零部件上量的关键时间节点。此前, GB200 服务器液冷零部件厂商主要集中在台系 AVC、Coolermaster、Delta 等企业, GB300 大陆厂商送样参与度大幅提升。

表 3: 冷板式液冷价值量拆分——以 GB200 NVL72 机柜为例

	单价 (美元)	数量 (个)	总价值量 (美元)	百分比 (%)
Coldplate module (6x per compute tray)	300	108	32,400	38.7%
Coldplate module (2x per switch tray)	200	18	3,600	4.3%
Cooling fans (8x per compute tray)	25	144	3,600	4.3%
Cooling fans (6x per switch tray)	25	54	1,350	1.6%
Coolant distribution unit (CDU)	30,000	1	30,000	35.8%
Manifold (CDM)	2,000	2	4,000	4.8%
Quick Disconnect (UQT)	70	126	8,820	10.5%
Total Value(\$)			83,770	

资料来源: 零氦 1+1, 中信建投证券 (芯片液冷板单价: 单tray 冷板价值量/芯片数量)

零部件方面, 比亚迪电子凭借精密制造能力以及与英伟达的长期深度合作, 多个零部件产品已通过英伟达验证, 有望在 2026 年迎来较大规模放量。目前, 英伟达服务器的液冷模块及电源都是以奇宏、台达等台系厂商为主, 但随着市场规模的快速扩张, 未来大陆的本土供应商有望在英伟达的供应链中实现份额增长, 比亚迪电子在零部件方面具备强劲的竞争优势, 一方面, 比亚迪电子及比亚迪集团与英伟达的合作由来已久, 其与英伟达在显卡、智驾芯片、边缘计算等多个核心业务上均展开了深度合作, 双方紧密且默契的合作关系助推比亚迪电子在英伟达服务器供应链中占据一席之地; 另一方面, 比亚迪电子深耕精密制造, 借助其在汽车热管理、高压系统等积累的经验, 成为少数同时具备生产冷板、外分水器、内分水器、UQD、CDU 这五类液冷产品能力的厂商, 其一体化的供应能力能够为下游客户节约供应链管理成本, 保障整体产品质量。

目前, 公司的子公司 Lead Wealth 已成为英伟达 Blackwell 平台基础设施的合作伙伴, 公司的全系列液冷产品, 包括快接头、冷板、分水器等, 已在 2025 年 3 月获得英伟达认证, 2025 年 OCP 峰会上, 英伟达首次展示了其 Rubin 架构的 manifold 供应链合作伙伴, Lead Wealth 是六家供应商之一, 在电源及结构化组件方面, Lead Wealth 也是英伟达 MGX 生态重要合作伙伴, 以及高压系统领域的战略合作伙伴, 公司预计 2026 年将是零部件产品上量的第一年, 并可能迎来爆发式增长。

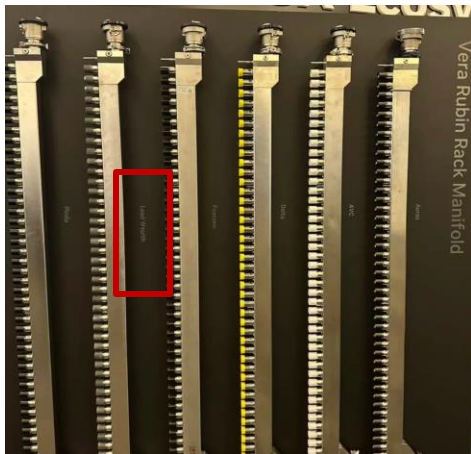
公司服务器零部件业务的放量有望带动盈利能力积极提升, 以英伟达液冷电源的两大供应商台达、奇宏为例, 近年来随着 AI 服务器相关零部件业务占比的提升, 台达和奇宏的盈利能力呈现显著提升趋势, 2025 年前三季度, 二者的净利润率均在 10% 以上。

表 4: Lead Wealth 是英伟达 MGX 生态系统重要合作伙伴

液冷	
UQD	Aurus, Foistek, Danfoss, Envicool, Foxconn, Lead Wealth , Parker, Readore, Staubli, Netonx
NUQD	Auras, Foistek, Beehe, Cooler Master, Danfoss, Envicool, Foxconn, Lead Wealth , Lotes, Readore, Taichung, Netonx, ZJK
冷板	Auras, AVC, Boyd, Cooler Master, CoolIT, Delta, Foxconn, Lead Wealth , Pinda, Readore
44RU Mainfold	Auras, AVC, Pinda, Delta, Foxconn, Lead Wealth , Liteon
电源及结构化组件	
1400A 母线	Amphenol, Bizlink, Delta, Foxconn, Interplex, Lead Wealth , TE
Powerself	Delta, Liteon, Megmeet, Flex, Lead Wealth

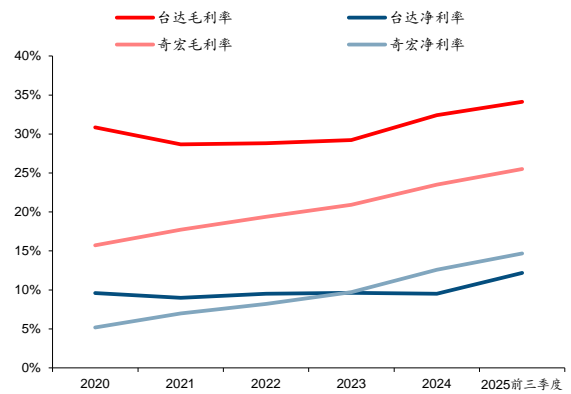
资料来源: 英伟达, 中信建投证券

图 22: Lead Wealth 入选 Rubin 架构 mainfold 合作伙伴



资料来源: 英伟达, 中信建投证券

图 23: 台达/光宝近年来盈利能力提升显著



资料来源: wind, 中信建投证券

5 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2025 年-2027 年营业收入分别为 1829 亿元、1888 亿元、2030 亿元，同比增长 3.2%、3.2% 和 7.5%，对应归母净利润分别为 42.9 亿元、50.5 亿元和 61.2 亿元，**关键假设：**

1) 消费电子：25 年受到大客户金属中框更换材质影响，金属中框业务收入有所下降，但是叠加公司组装业务份额提升，整体消费电子业务收入维持稳定，未来随着大客户折叠机型的发售，以及外观玻璃件的创新，公司消费电子零部件业务有望增长。

2) 新能源汽车：受益于母公司比亚迪销量的增长、悬架以及智驾产品渗透率的提升，公司的新能源汽车业务有望保持增长。

3) 新型智能产品：25 年受到户储、扫地机器人等产品收入规模下滑影响，新型智能产品营业收入有所下降，未来随着公司 AI 数据中心业务放量，新型智能产品有望重新进入成长期。

图 24:公司收入拆分

单位：亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1299.6	1773.1	1828.9	1888.0	2030.3
YOY	21.2%	36.4%	3.2%	3.2%	7.5%
毛利率	8.0%	6.9%	6.9%	7.3%	7.5%
消费电子	974.2	1412.3	1436.9	1413.4	1480.7
yoy	18.5%	45.0%	1.7%	-1.6%	4.8%
占比	75.0%	79.7%	78.6%	74.9%	72.9%
新能源汽车	141.0	205.0	253.9	299.5	339.4
yoy	52.2%	45.4%	23.9%	17.9%	13.3%
占比	10.8%	11.6%	13.9%	15.9%	16.7%
新型智能产品	184.4	155.6	138.0	175.0	210.0
yoy	21.3%	-15.6%	-11.3%	26.8%	20.0%
占比	14.2%	8.8%	7.5%	9.3%	10.3%

资料来源：Wind，中信建投证券

相对估值方面，我们选取与公司业务相近的立讯精密、工业富联、蓝思科技以及德赛西威作为可比公司，根据 Wind 一致预期，2025 年-2027 年可比公司平均 PE 为 26.8 倍、19.5 倍和 15.9 倍，公司的 PE 分别为 17.4 倍、14.8 倍和 12.2 倍。

图 25:可比公司估值

代码	简称	最新价 (元/港币)	总市值 (亿元/港币)	归母净利润 (亿元)			归母净利润增速 (%)			P/E(倍)		
				25E	26E	27E	25E	26E	27E	25E	26E	27E
002475.SZ	立讯精密	55.70	4,056.13	169.00	214.43	260.59	26.4%	26.9%	21.5%	24.0	18.9	15.6
601138.SH	工业富联	56.61	11,241.72	335.68	544.26	666.22	44.6%	62.1%	22.4%	33.5	20.7	16.9
6613.HK	蓝思科技	23.54	1,243.93	49.83	66.40	80.36	37.5%	33.3%	21.0%	25.0	18.7	15.5
002920.SZ	德赛西威	109.41	653.01	26.28	33.14	41.37	31.1%	26.1%	24.8%	24.8	19.7	15.8
均值										26.8	19.5	15.9
0285.HK	比亚迪电子	32.74	737.70	42.95	50.49	61.19	0.7%	17.6%	21.2%	17.4	14.8	12.2

资料来源：Wind，中信建投证券，可比公司数据来源 Wind 一致预期，数据截至 2025 年 11 月 28 日

6 风险提示

客户项目及新业务拓展进展不及预期风险：比亚迪电子核心业务依赖主要客户，若消费电子、AI 数据中心、汽车等新项目的业务落地、产品发布或客户扩张进展低于预期，将影响公司未来收入成长及盈利能力。例如，AI 数据中心液冷及电源产品订单存在交付或推进不确定性，汽车业务收入规模与母公司销量较为相关，若相关产品放量低于预期，公司整体业绩面临下行风险。

行业竞争加剧的风险：随着消费电子、AI 服务器、新能源汽车等领域的快速发展，行业的新进入者也会增加，若行业竞争进一步加剧，可能对公司产品报价、利润率水平造成压力，影响整体业绩表现。

下游需求不及预期风险：比亚迪电子所处行业受全球消费电子、汽车电子、新型智能硬件等市场需求波动影响显著。若全球经济环境、或相关行业景气低于预期，将直接影响公司订单获取和业务规模。

7 报表预测

资产负债表 (百万元)							利润表 (百万元)						
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6264.31	10546.36	7052.07	9144.60	14851.11	22163.52	营业额	107186.29	129956.99	177305.55	182891.94	188795.12	203025.09
应收账款	15819.47	23307.87	32777.36	31201.54	32208.63	34636.28	销售成本	100836.02	119522.90	165004.24	170358.60	175074.88	187728.86
预付款项、按金及其他	1358.07	2211.17	2497.42	2668.41	2754.53	2962.15	其他费用	277.41	330.95	297.19	297.02	297.86	298.67
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	535.44	719.58	1888.46	2066.68	2181.33	2290.39
存货	17046.41	18541.48	18088.65	24634.15	25316.13	27145.92	管理费用	5203.93	6009.48	6485.88	6730.42	7068.64	7394.17
其他流动资产	0.00	0.09	0.00	0.04	0.04	0.05	财务费用	58.53	188.61	520.85	298.01	192.88	143.89
流动资产总计	40488.25	54606.96	60415.51	67648.73	75130.45	86907.92	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	12941.00	19709.17	17113.08	14432.03	11750.98	9069.93	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	274.96	3185.47	3108.92	3141.20	3979.54	5169.11
无形资产	1484.85	6988.21	5733.41	4777.84	3822.27	2886.70	其他非经营损益	1663.61	1495.67	1631.50	1631.50	1631.50	1631.50
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	1938.57	4681.14	4740.42	4772.70	5611.04	6800.60
其他非流动资产	2080.28	5914.27	7085.21	7085.21	7085.21	7085.21	归属于母公司净利润	1857.62	4041.37	4265.64	4294.69	5049.06	6119.49
非流动资产合计	16506.12	32611.66	29931.69	26295.08	22658.46	19021.85	归属于非母公司股东利润	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	56994.37	87218.62	90347.20	93943.81	97788.91	105929.76	EBITDA	4913.99	8029.25	11659.65	8707.32	9440.53	10581.11
短期借款	2004.31	14612.66	6504.97	1204.83	0.00	0.00	NOPLAT	319.57	2912.95	3266.23	3094.75	3754.53	4780.87
应付账款	22002.30	29939.11	35331.18	38774.19	39847.63	42727.72	EPS(元)	0.82	1.79	1.89	1.91	2.24	2.72
其他流动负债	6136.24	10198.77	8987.19	11366.71	11729.00	12609.33	主要财务比率						
流动负债合计	30142.84	54750.53	50823.33	51345.73	51576.63	55337.05	成长能力						
长期借款	0.00	0.00	4302.37	4302.37	4302.37	4302.37	营收额增长率	0.20	0.21	0.36	0.03	0.03	0.08
其他非流动负债	1216.47	3137.70	2819.84	2819.84	2819.84	2819.84	EBIT增长率	(0.20)	1.44	0.08	(0.04)	0.14	0.20
非流动负债合计	1216.47	3137.70	7122.21	7122.21	7122.21	7122.21	EBITDA增长率	(0.03)	0.63	0.45	(0.25)	0.08	0.12
负债合计	31359.30	57888.23	57945.54	58467.94	58698.84	62459.26	税后利润增长率	(0.20)	1.18	0.06	0.01	0.18	0.21
股本	4052.23	4052.23	4052.23	5052.23	6052.23	7052.23	盈利能力						
储备	21582.84	25278.16	28349.44	27349.44	26349.44	25349.44	毛利率	0.06	0.08	0.07	0.07	0.07	0.08
留存收益	0.00	0.00	0.00	3074.21	6688.41	11068.84	净利率	0.02	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
归属于母公司股东权益	25635.07	29330.39	32401.66	35475.87	39090.07	43470.50	ROE	0.07	0.14	0.13	0.12	0.13	0.14
归属于非控制股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	0.03	0.05	0.05	0.05	0.05	0.06
权益合计	25635.07	29330.39	32401.66	35475.87	39090.07	43470.50	ROIC	0.01	0.11	0.07	0.07	0.09	0.11
负债和权益合计	56994.37	87218.62	90347.20	93943.81	97788.91	105929.76	估值倍数						
							P/E	40.22	18.49	17.52	17.40	14.80	12.21
							P/B	0.70	0.57	0.42	0.41	0.40	0.37
							P/S	2.91	2.55	2.31	2.11	1.91	1.72
							股息率	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02
							EV/EBIT	68.29	30.59	27.59	34.13	35.32	34.03
							EV/EBITDA	27.75	18.56	12.45	19.87	21.71	22.33
							EV/NOPLAT	426.75	51.15	44.45	55.91	54.60	49.42

数据来源: 同花顺iFinD, 中信建投证券

分析师介绍

刘双锋

中信建投证券电子首席分析师。3年深南电路，5年华为工作经验，从事市场洞察、战略规划工作，涉及通信服务、云计算及终端领域，专注于通信服务领域，2018年加入中信建投通信团队。2018年IAMAC最受欢迎卖方分析师通信行业第一名团队成员，2018《水晶球》最佳分析师通信行业第一名团队成员。

王定润

电子行业分析师，复旦大学材料物理专业硕士，2019年加入中信建投证券研究发展部，2022年加入中信建投电子团队，覆盖消费电子、被动元器件、PCB产业链等。

梁艺

北京大学金融硕士，曾就职于浙商证券，主要覆盖消费电子等领域

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk