



比亚迪电子 (285.HK): 预计今明两年利润稳定增长, 长期战略清晰

重申比亚迪电子“买入”评级, 大体维持 2024 年盈利预测; 下调 2025 年收入、净利润预测, 下调目标价至 36.7 港元, 潜在升幅 24%。

- 重申比亚迪电子的“买入”评级:** 我们预期比亚迪电子 2024 年和 2025 年净利润有望同比增长 19% 和 17%。这主要得益于汽车电子的利润高成长以及即将并表的 Jabil 逐步贡献的利润增量。长期看, 汽车电子正在成为公司重要的利润推动力。另外, 公司开始布局的 AI 服务器也有望在今年贡献收入。目前, 比亚迪电子市盈率为 11.4x, 结合较高的利润增长确定性, 估值较为吸引人。
- 收购 Jabil 相关资产有望在 2024 年和 2025 年持续释放利润:** 根据公告, Jabil 截止于 8 月底的 2021、2022、2023 财年的收入分别为 44.2 亿、42.5 亿、42.1 亿美元, 毛利率分别为 7.7%、6.0%、10.7%, 净利润为 2.3 亿、1.5 亿、2.3 亿美元。Jabil 历史收入和利润相对稳定。因而, 2024 年在扣除相关收购的贷款利息费用后, 预计当年依然可以贡献人民币 3-5 亿元的并表利润。长期看, 比亚迪电子将进一步提升 Jabil 工厂的自动化率, 降低运营成本, 提升业务表现。
- 汽车电子持续推动利润增长, AI 服务器开始贡献业绩:** 根据我们的估算, 比亚迪电子的汽车电子收入在未来几年仍将保持较高增速。同时, 该业务稳定的毛利率有望助推其在 2025 年贡献公司超过 30% 的毛利, 成为比亚迪电子越来越重要的利润推动力。另外, 比亚迪电子已经是英伟达的授权合作伙伴, 其 AI 服务器也有望在今年开始贡献收入。因此我们对公司的长期基本面增长保持乐观。
- 估值:** 我们采用分部加总法对比亚迪电子进行估值。我们分别给予 2024 年的国际客户组装、国际客户零部件、安卓组装、安卓零部件、新型智能产品和汽车智能系统 10x、15x、8x、10x、10x、35x 的目标市盈率。我们得到 36.7 港元的目标价, 潜在升幅 24%。
- 投资风险:** 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期。国内或者海外新能源车行业增长弱于预期。户储等业务品类增长不如预期, 行业竞争再次加剧, 玩家利润率承压。公司新业务投入加大, 拖累利润表现。收购业务并表后利润贡献不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入净额	89,057	107,186	128,421	169,689	180,442
营收同比增速 (%)	22%	20%	20%	32%	6%
毛利率	6.8%	5.9%	8.6%	8.6%	8.9%
净利润	2,310	1,858	3,894	4,650	5,451
净利润同比增速 (%)	(58%)	(20%)	110%	19%	17%
目标 P/E (x)	39.9	49.6	23.6	19.8	16.9
目标 P/B (x)	3.8	3.6	3.1	2.7	2.4

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2024 年 3 月 1 日

评级

买入

目标价 (港元)	36.7
潜在升幅/降幅	+24%
目前股价 (港元)	29.6
52 周内股价区间 (港元)	20.0-40.4
总市值 (百万港元)	66,695
近 3 月日均成交额 (百万港元)	136

注: 截至 2024 年 2 月 29 日收盘价

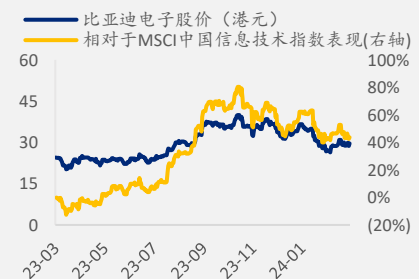
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◇ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	89,057	107,186	128,421	169,689	180,442
销货成本	(83,028)	(100,836)	(117,404)	(155,167)	(164,396)
毛利润	6,029	6,350	11,017	14,522	16,046
经营支出	(4,624)	(5,739)	(7,513)	(8,844)	(10,042)
销售费用	(275)	(535)	(661)	(749)	(802)
管理费用	(1,041)	(1,235)	(1,404)	(1,971)	(2,091)
研发费用	(3,308)	(3,969)	(5,447)	(6,125)	(7,149)
经营利润	1,405	611	3,504	5,678	6,004
非经营收入	1,060	1,328	869	(284)	233
财务费用	(43)	(59)	(426)	(1,476)	(940)
政府补贴	585	179	259	438	421
其他费用	518	1,208	1,036	753	753
税前利润	2,465	1,939	4,373	5,394	6,237
税务费用	(155)	(81)	(479)	(744)	(786)
税后利润含少数股东权益	2,310	1,858	3,894	4,650	5,451
少数股东损益	-	-	-	-	-
净利润	2,310	1,858	3,894	4,650	5,451
基本股数 (百万)	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
摊销股数 (百万)	2,253	2,253	2,253	2,253	2,253
基本每股收益 (元)	1.03	0.82	1.73	2.06	2.42
摊销每股收益 (元)	1.03	0.82	1.73	2.06	2.42

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2,827	6,244	12,640	21,104	24,902
受限制资金	354	21	21	21	21
应收账款和应收票据	9,240	10,471	12,546	16,578	17,628
存货	10,567	17,046	14,641	11,078	10,456
其他流动负债	4,641	6,706	8,035	10,617	11,289
流动资产合计	27,630	40,488	47,882	59,396	64,296
物业、厂房及设备	12,243	14,417	17,045	20,933	24,486
土地使用权	-	-	-	-	-
无形资产	10	9	5	3	2
其他非流动资产	1,293	2,080	2,080	2,080	2,080
总资产	41,175	56,994	67,012	82,412	90,863
短期借贷	-	2,004	2,937	3,473	4,309
应付账款和应付票据	11,724	22,002	25,617	33,857	35,871
其他流动负债	4,496	6,136	7,352	9,714	10,330
流动负债合计	16,220	30,143	35,906	47,045	50,510
其他负债	928	1,216	1,216	1,216	1,216
总负债	17,148	31,359	37,123	48,261	51,726
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
储备	19,975	21,583	25,292	29,553	34,540
股东权益合计	24,027	25,635	29,344	33,605	38,592
负债和股东权益合计	41,175	56,994	66,467	81,867	90,318

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	6,335	6,539	10,716	15,732	11,313
税前利润	2,465	1,939	4,373	5,394	6,237
折旧	2,255	2,534	2,984	3,528	4,333
摊销	4	4	4	2	1
其他经营活动现金流	1,253	59	426	1,476	940
营运资金变动	417	2,143	3,833	7,552	1,528
应收账款减少 (增加)	5,159	(1,231)	(2,074)	(4,032)	(1,051)
库存减少 (增加)	(3,997)	(6,479)	2,406	3,563	622
应付账款增加 (减少)	3,601	10,278	3,615	8,240	2,014
其他经营资金变动	(4,347)	(425)	(113)	(219)	(57)
税务费用	(139)	(81)	(479)	(744)	(786)
利息收入 (支出)	80	(59)	(426)	(1,476)	(940)
投资活动现金流	(3,764)	(4,351)	(5,612)	(7,416)	(7,886)
资本支出	(3,892)	(4,684)	(5,612)	(7,416)	(7,886)
长期投资	(5)	-	-	-	-
银行存款增加	-	333	-	-	-
其他投资活动现金流	132	-	-	-	-
融资活动现金流	(3,198)	1,774	747	148	371
借款	(1,991)	2,004	933	536	835
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(543)	(231)	(185)	(389)	(464)
其他融资活动现金流	(664)	-	-	-	-
外汇损益	(13)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(641)	3,962	5,851	8,464	3,798
期初现金及现金等价物	3,466	2,825	6,786	12,637	21,101
期末现金及现金等价物	2,825	6,786	12,637	21,101	24,899

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	21.8%	20.4%	19.8%	32.1%	6.3%
毛利润增速	(37.4%)	5.3%	73.5%	31.8%	10.5%
营业利润增速	(75.8%)	(56.5%)	473.6%	62.0%	5.7%
净利润增速	(57.5%)	(19.6%)	109.6%	19.4%	17.2%
盈利能力					
净资产收益率(平均)	10.0%	7.5%	14.2%	14.8%	15.1%
总资产报酬率	5.8%	3.8%	6.3%	6.2%	6.3%
投入资本回报率	5.5%	2.1%	9.7%	13.2%	12.2%
利润率					
毛利率	6.8%	5.9%	8.6%	8.6%	8.9%
营业利润率	1.6%	0.6%	2.7%	3.3%	3.3%
净利润率	2.6%	1.7%	3.0%	2.7%	3.0%
营运能力					
现金循环周期	43	22	8	(8)	(19)
应收账款周转天数	48	34	33	31	35
存货周转天数	38	50	49	30	24
应付账款周转天数	44	61	74	70	77
净债务	(3,181)	(4,260)	(9,723)	(17,651)	(20,614)
自由现金流	100	583	4,330	8,561	3,224
目标P/E(x)	39.9	49.6	23.6	19.8	16.9

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、Wind、浦银国际预测

预测调整

根据公司近期披露的关于已收购的 Jabil 相关业务的更多财务信息，我们略微下调了比亚迪电子 2024、2025 年的收入预测；略微上调 2024 年的净利润预测；但同时下调 2025 年的净利润预测。具体细节如下表所示。

图表 2：比亚迪电子业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	128,421	131,529	(2%)	169,689	172,488	(2%)	180,442	187,492	(4%)
毛利润	11,017	10,397	6%	14,522	17,327	(16%)	16,046	19,768	(19%)
经营利润	3,504	2,707	29%	5,678	5,043	13%	6,004	6,868	(13%)
净利润	3,894	3,486	12%	4,650	4,577	2%	5,451	6,542	(17%)
每股收益（元）	1.73	1.55	12%	2.06	2.03	2%	2.42	2.90	(17%)
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	8.6%	7.9%	0.7	8.6%	10.0%	(1.5)	8.9%	10.5%	(1.7)
费用率	5.8%	5.8%	0.0	5.2%	7.1%	(1.9)	5.6%	6.9%	(1.3)
经营利润率	2.7%	2.1%	0.7	3.3%	2.9%	0.4	3.3%	3.7%	(0.3)
净利率	3.0%	2.7%	0.4	2.7%	2.7%	0.1	3.0%	3.5%	(0.5)

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际

估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对比亚迪电子进行估值预测。我们预测比亚迪电子 2024 年的国际客户组装、国际客户零部件、安卓组装、安卓零部件、新型智能产品和汽车智能系统的净利润增速分别为 2%、63%、49%、-6%、-5% 和 58%，分别给予 10x、15x、8x、10x、10x 和 35x 的市盈率，得到 36.7 港元的目标价，维持“买入”评级，潜在升幅 24%。

图表 3: 比亚迪电子估值: 分部加总法

人民币百万	2024E 收入	毛利率	净利润	净利润 增速	目标 市盈率	估值
国际客户组装	58,991	3.3%	78	2%	10.0	782
国际客户零部件	33,003	8.5%	1,383	63%	15.0	20,751
安卓组装	20,854	4.7%	39	49%	8.0	312
安卓零部件	8,892	18.8%	1,528	(6%)	10.0	15,277
新型智能产品	20,191	14.8%	718	(5%)	10.0	7,177
汽车智能系统	27,759	14.8%	904	58%	35.0	31,634
其他	0	23.7%	0	0%	15.0	0
合计 (人民币百万)	169,689	8.6%	4,650	19%	16.3	75,933
人民币/港币						0.9183
市值 (港元百万)						82,689
股数 (百万)						2,253
目标价 (港元)						36.7

资料来源: 浦银国际预测

图表 4: 比亚迪电子 (285.HK): 市盈率估值 (x)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 比亚迪电子 (285.HK)



注: 截至 2024 年 2 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: SPDBI 科技行业覆盖公司

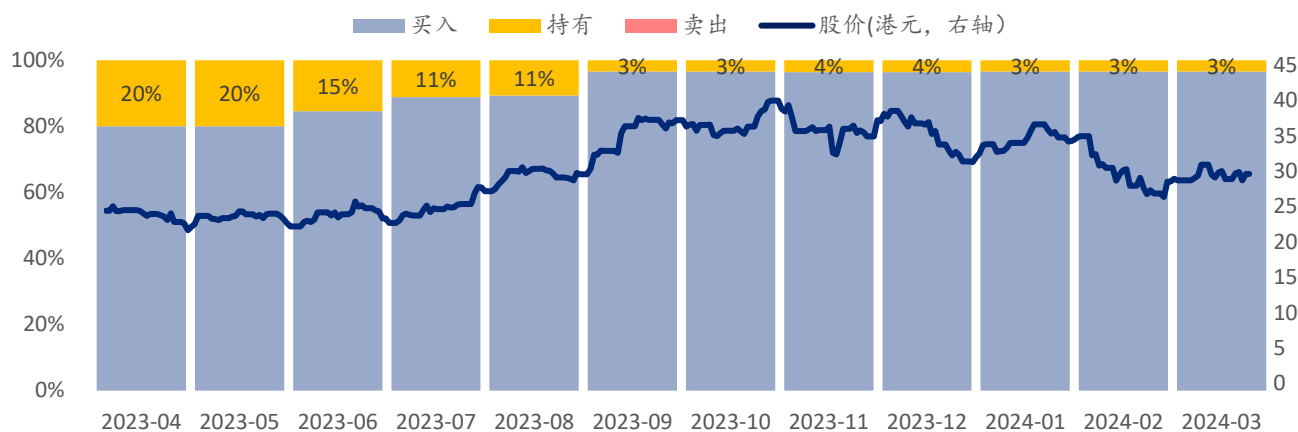
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	13.2	买入	15.4	15/5/2023	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	158.7	买入	179.4	26/2/2024	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	29.6	买入	36.7	1/3/2024	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	38.2	买入	49.9	26/10/2023	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	27.6	买入	34.5	24/10/2023	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	12.1	买入	11.4	29/5/2022	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	19.5	买入	17.5	29/5/2022	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	50.8	买入	80.8	10/11/2023	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.1	买入	5.1	10/11/2023	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	96.0	买入	127.9	10/11/2023	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	5.8	买入	9.4	15/6/2023	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	43.8	买入	73.9	15/6/2023	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	9.4	买入	20.3	7/12/2023	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	35.9	买入	79.5	7/12/2023	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	45.9	买入	53.5	27/2/2024	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	177.3	买入	210.3	27/2/2024	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	27.4	买入	47.5	7/12/2023	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	201.9	持有	202.9	26/1/2024	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	193.3	买入	280.4	3/11/2023	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	191.2	买入	302.9	3/11/2023	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	16.8	买入	17.9	7/2/2024	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	48.4	买入	52.6	7/2/2024	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	16.8	买入	20.6	7/2/2024	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	34.2	买入	43.6	7/2/2024	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	42.9	买入	64.9	20/9/2023	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	20.9	买入	30.5	20/9/2023	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	39.8	买入	43.4	25/10/2023	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	38.9	买入	53.4	27/10/2023	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	23.0	买入	38.7	27/10/2023	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	151.6	买入	230.6	20/9/2023	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	34.0	买入	44.4	20/9/2023	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	32.8	买入	67.1	20/9/2023	功率半导体

注: 截至 2024 年 2 月 29 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

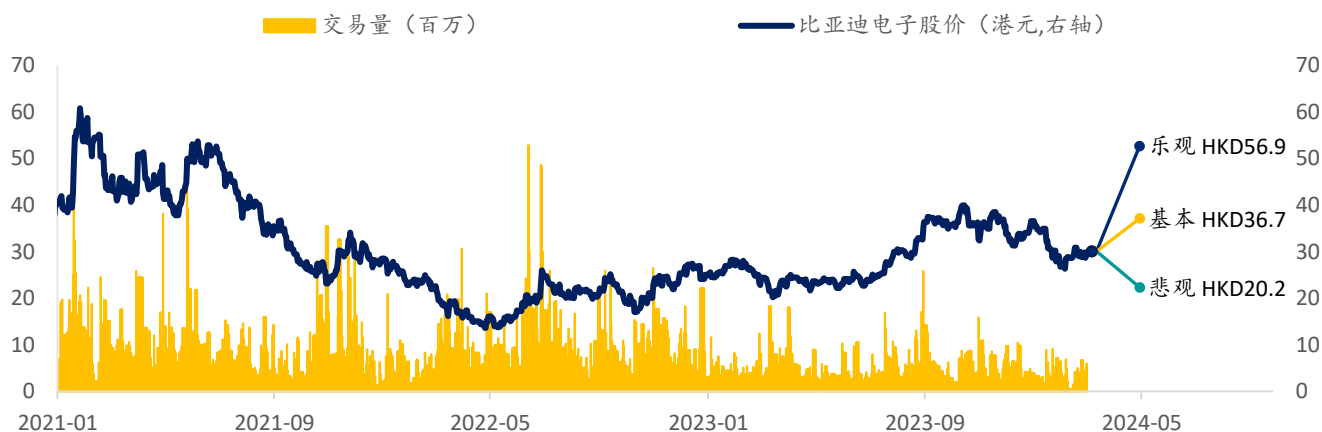
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 比亚迪电子市场普遍预期



资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 比亚迪电子 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 56.9 港元 (概率: 20%)

- 全球智能等消费电子产品需求复苏高于预期;
- 新能源汽车及智能产品业务持续快速增长, 带动毛利率提升;
- 海外客户拓展快于预期, 带动收入贡献持续扩大;
- 公司收购业务并表, 利润贡献好于预期, 助力收入和利润大幅提升。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 20.2 港元 (概率: 15%)

- 智能手机等消费电子产品需求恢复不及预期;
- 国内或者海外新能源车行业增长不及预期;
- 户储等业务品类增长不如预期, 行业竞争再次加剧, 玩家利润率承压;
- 公司新业务投入加大, 拖累利润表现;
- 收购业务并表后利润贡献不及预期。

资料来源: 浦银国际

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和人士不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和人士不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

- “买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数
- “持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平
- “卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

- “超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
- “标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
- “低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com
852-2808 6476

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站: www.spdbi.com
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

