

中信证券研究部



徐涛
首席电子分析师
S1010517080003



苗丰
电子分析师
S1010519120001

核心观点

比亚迪电子前三季度营业收入 515.17 亿元，同比+34.16%；净利润 43.34 亿元，同比+322.23%，符合此前盈利预喜。全年来看，公司主业相对稳健，A 客户、M 客户订单持续推进，H 客户订单出货量有所收缩，预计口罩业务影响将降低。

■ **前三季度高增长，符合预期。**公司前三季度营业收入 515.17 亿元，同比+34.16%；毛利 74.85 亿元，同比+186.59%；净利润 43.34 亿元，同比+322.23%，符合此前盈利预喜。Q3 单季度营业收入 201.31 亿元，净利润 18.61 亿元，毛利率 16.8%，较上半年毛利率 13.1%提升，主要原因是 1) 口罩业务折旧已经基本于上半年完成，下半年毛利率大幅提升；2) 受益于规模效应和精益管理，公司玻璃陶瓷业务毛利率环比提升 2-3 个百分点，安卓手机组装业务毛利率由 1%提升至接近 2%。

■ **手机笔电：A 客户、M 客户订单持续推进，H 客户订单出货量有所收缩。**前三季度手机 PC 业务收入同比基本持平，其中结构件业务同比略增，组装业务同比略降。1) 结构件，前三季度塑胶业务收入同比下滑（主要由于安卓手机塑胶机壳用量减少）、金属业务收入基本持平（H 客户出货量收缩，其他安卓客户增长）、玻璃陶瓷业务收入同比+50%（主要受益于份额提升）；A 客户端，平板产品金属机壳即将于年底量产，未来有望进入新款平板产品的金属中框+玻璃后盖；手表产品已进入陶瓷后盖，未来有望继续拓展玻璃前盖；2) 组装，H 客户出货量承压，M 客户出货量快速提升，组装毛利率提升至接近 2%；A 客户平板组装产线持续扩张，组装毛利率有望提升至 5% 水平。

■ **其他智能硬件：新型智能产品快速铺开，汽车智能系统贡献长期增量。**1) 新型智能产品，前三季度收入同比约+50%，扫地机器人、无人机、电子烟、游戏硬件等出货量增长迅猛。2) 汽车智能系统，前三季度收入略有下滑，主要由于下游汽车销量上半年承压、进入下半年开始回暖。公司目前主要配套母公司车型，此外已拓展国内、日本整车厂，并供应全球主要 Tier1 供应商，有望于未来数年陆续开始大批量量产。

■ **口罩：全球疫情常态化，预计口罩收入贡献将降低。**2020Q1 公司口罩收入约 6 亿元，Q2 约 80 亿元，Q3 约 40-50 亿元。由于公司口罩收入主要来自北美出口客户，在全球疫情常态化的背景下，下游需求有所放缓、供给端竞争对手相对增多，我们预计四季度及明年口罩收入贡献将降低。更长周期来看，公司拟将医疗设备作为长期业务之一，我们预计该业务将持续贡献业绩。

■ **风险因素：**疫情对市场需求、供应链影响风险；大客户销量不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；关键项目研发进展不达预期的风险。

■ **投资建议：**由于口罩的收入利润贡献降低，H 客户手机下半年销量低于预期，我们下调 2020 年 EPS 预测至 2.35 元（原预测为 2.57 元）。由于公司在 A 客户、M 客户零部件及组装进展超预期，上调 21/22 年 EPS 预测至 2.45/2.96 元（原预测为 1.79/2.29 元）。维持“买入”评级。

比亚迪电子	0285.HK
评级	买入（维持）
当前价	36.55 港元
总股本	22.53 亿股
流通股本	22.53 亿股
52 周最高/最低价	5.60/10.67 港元
近 1 月绝对涨幅	2.95%
近 6 月绝对涨幅	104.65%
近 12 月绝对涨幅	215.93%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,047	53,028	73,486	100,226	137,682
增长率 YoY%	5.9%	29.2%	38.6%	36.4%	37.4%
净利润(百万元)	2,188.6	1,598	5,286	5,520	6,664
增长率 YoY%	-15.3%	-27.0%	230.8%	4.4%	20.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.97	0.71	2.35	2.45	2.96
毛利率%	10.2%	7.5%	12.5%	10.2%	9.5%
PE	30	38	14	14	11
PB	4	4	3	3	2

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

注: 股价为 2020 年 10 月 29 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,047	53,028	73,486	100,226	137,682
营业成本	(36,875)	(49,071)	(64,290)	(89,953)	(124,568)
毛利率	10.16%	7.46%	12.51%	10.25%	9.52%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	(229)	(257)	(367)	(401)	(413)
营业费用率	0.56%	0.48%	0.50%	0.40%	0.30%
管理费用	(1,837)	(2,470)	(3,307)	(4,009)	(5,507)
管理费用率	4.48%	4.66%	4.50%	4.00%	4.00%
财务费用	(43)	(52)	5	9	13
财务费用率	0.10%	0.10%	-0.01%	-0.01%	-0.01%
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,006	1,162	5,527	5,872	7,206
营业利润率	4.89%	2.19%	7.52%	5.86%	5.23%
营业外收入	558	562	640	587	596
营业外支出	(28)	(28)	(51)	(35)	(38)
利润总额	2,536	1,696	6,218	6,494	7,840
所得税	(347)	(99)	(933)	(974)	(1,176)
所得税率	-13.69%	-5.81%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司股东的净利润	2,189	1,598	5,286	5,520	6,664
净利率	5.33%	3.01%	7.19%	5.51%	4.84%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	2,536	1,696	6,219	6,494	7,840
所得税支出	-347	-99	-933	-974	-1,176
折旧和摊销	1,933	2,276	2,207	2,834	3,499
营运资金的变化	-2,610	1,116	-652	-2,010	-3,912
其他经营现金流	3,270	-4,611	-5	-10	-13
经营现金流合计	4,781	379	6,836	6,335	6,239
资本支出	-2,317	-2,745	-3,000	-3,300	-3,500
投资收益	0	0	0	0	0
其他投资现金流	25	-108	0	0	0
投资现金流合计	-2,292	-2,852	-3,000	-3,300	-3,500
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	0	0	0	0	0
股息支出	-2,817	-2,817	-158	-887	-850
其他融资现金流	2,255	2,194	5	10	13
融资现金流合计	-561	-623	-152	-878	-838
现金及现金等价物净增加额	1,928	-3,097	3,684	2,157	1,901

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	4,741	1,671	5,355	7,512	9,413
存货	4,768	5,401	7,991	10,904	14,764
应收账款	7,580	9,995	14,959	19,267	26,815
其他流动资产	0	16	16	16	16
流动资产	17,089	17,082	28,320	37,699	51,008
固定资产	7,634	8,617	9,410	9,876	9,876
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	14	11	11	11	11
其他长期资产	1,314	2,317	2,317	2,317	2,317
非流动资产	8,962	10,945	11,738	12,203	12,204
资产总计	26,051	28,027	40,058	49,902	63,212
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	10,015	10,020	16,927	22,161	29,641
其他流动负债	46	379	375	352	369
流动负债	10,062	10,399	17,302	22,513	30,009
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	164	639	639	639	639
非流动性负债	164	639	639	639	639
负债合计	10,226	11,038	17,940	23,151	30,648
股本	15,825	16,989	22,118	26,751	32,564
股东权益合计	15,825	16,989	22,118	26,751	32,564
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债股东权益总计	26,051	28,027	40,058	49,902	63,212

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	5.86%	29.19%	38.58%	36.39%	37.37%
营业利润	-22.75%	-42.05%	375.63%	6.24%	22.70%
净利润	-15.33%	-27.00%	230.85%	4.44%	20.72%
利润率 (%)					
毛利率	10.16%	7.46%	12.51%	10.25%	9.52%
EBITDA Margin	8.25%	6.37%	8.93%	7.37%	6.54%
净利率	5.33%	3.01%	7.19%	5.51%	4.84%
回报率 (%)					
净资产收益率	13.83%	9.40%	23.90%	20.64%	20.46%
总资产收益率	8.40%	5.70%	13.20%	11.06%	10.54%
其他 (%)					
资产负债率	39.25%	39.38%	44.79%	46.39%	48.48%
所得税率	-13.69%	-5.81%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
股利支付率	19.56%	9.87%	16.78%	15.41%	14.02%

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalamal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。