

推荐 (维持)

比亚迪电子 0285.HK

2020 年 09 月 04 日

进阶苹果“成品+结构件”，精密制造龙头迎拐点

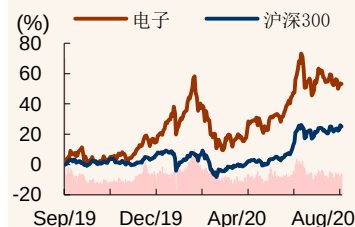
上证指数 3385

行业规模

	占比%
股票家数 (只)	308 7.8
总市值 (亿元)	63653 8.5
流通市值 (亿元)	43829 7.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0.5	6.1	56.8
相对表现	-3.1	-16.2	30.0



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《海外电子跟踪报告—亚德诺 FY20Q3 季报总结及业绩说明会纪要》2020-08-25
- 2、《海外电子跟踪报告—英伟达 FY21Q2 季报总结及业绩说明会纪要》2020-08-20
- 3、《苹果季报及产业链跟踪—全面超预期的 CQ2，把握苹果链优质龙头》2020-07-31

鄢凡

0755-83081550
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

王淑姬

0755-83584672
wangshuji@cmschina.com.cn
S1090518120001

比亚迪电子是立讯和歌尔之外，少有的已获得苹果主力系统产品组装业务并具备结构件垂直一体化能力的大陆公司。公司的 iPad 组装业务在 20Q4 有望放量并在未来几年相对台系厂迎来明显份额提升，并望逐步实现自身金属和玻璃垂直一体化，加上手表零部件及潜在组装业务的拓展，望带来大几百亿收入和几十亿利润的长线增量空间。而公司安卓业务将能通过小米三星等客户和非手机产品进行结构平滑，并在玻璃陶瓷有潜在份额提升空间；此外公司在智能硬件、汽车电子和医疗电子等亦有长线空间。公司主业估值相对大陆可比龙头明显低估，建议积极布局。

- **比亚迪电子：系统组装及结构件垂直一体化的精密制造龙头。**比亚迪电子 19 年营收 530 亿元，金属件/非金属件/组装/新型智能产品/汽车智能系统分别占总营收 21%/14%/51%/11%/3%，19 年公司安卓金属件份额 40%+，安卓玻璃后盖份额 25%，组装业务全球排名第四。20 年上半年，公司在客户产品结构优化和医护产品加持的背景下，迎来业绩大超预期，展望未来，我们认为苹果“成品+结构件”业务将接力医护业务，成为公司长线业绩成长的核心驱动力。
- **苹果业务：iPad 组装及结构件垂直一体化打开长线空间。**凭借过去几年在苹果配件和结构件的优异表现，公司在 19 年 Q4 导入 iPad 组装体系，经过产能建设和爬坡，望在 20 年 Q4 放量，并有望在未来与鸿海、仁宝等台系厂商竞争中，大幅提升至主力份额，并自 21 年逐步导入金属机壳自制，且潜在进入玻璃盖板，通过垂直一体化提升盈利能力；而另一方面，公司在新款 Watch 的陶瓷蓝宝石后盖份额和 ASP 亦望持续提升，并将在 21 年导入玻璃盖板，为公司未来潜在延伸组装业务打下基础；此外公司还积极在印度进行全球产能布局配合苹果长线需求；考虑苹果业务整体盈利能力更佳，以上业务在未来几年望给公司带来大几百亿营收和几十亿利润空间。
- **安卓业务：客户此消彼长和产品结构优化，玻璃陶瓷望迎份额提升。**尽管在 19-20 年，华为在公司组装业务和零部件业务占比不低，但公司在小米和三星等客户卡位较佳，20 年下半年和明年小米手机和多客户手表结构件以及三星玻璃盖板等增量有望有效对冲华为手机业务下滑压力；且在客户供应链优化诉求下，公司金属业务将保持平稳，并在玻璃及陶瓷等业务上仍具较大份额提升空间。
- **新型智能硬件、汽车电子及医疗业务打开增量空间。**1) 在新型智能硬件领域，公司把握住了无人机、电子烟、扫地机器人、游戏硬件等增量市场，配套大疆、一线雾化器公司、iRobot、雷蛇等知名品牌，相关业务获得持续成长，且盈利能力较佳，我们判断未来三年望超 150 亿营收；2) 在汽车电子领域，公司基于突出的汽车安全性设计及验证能力及消费电子管理积淀，背靠集团汽车业务优势，且与外部客户亦具较多合作，未来成长空间可观；3) 公司医护业务在 20H1 迎来爆发，口罩产能跃居全球第一，下半年海外获销售许可后望继续放量；尽管明年需求可能明显下降，我们预测 20/21 年营收为 170/50 亿，盈利贡献 22/5 亿，但公司快速获得了各类医疗资质认证，有助于后续医疗电子业务布局。
- **投资建议。**我们认为市场过于担心口罩业务以及安卓华为业务的波动，而低估了其在苹果“成品+结构件”进阶的长线发展机遇，公司正迎来主业经营拐点。我们预测公司 20/21/22 年营收为 800/1200/1500 亿，归母净利润为 52/55/70 亿元，其中医疗贡献 22/5/5 亿元，主营业绩为 30/50/65 亿元，当前市值对应 PE 为 15/14/11 倍，相对 A 股可比龙头 21 年 PE 仍明显低估，市值上升空间可观，建议把握布局良机。
- **风险因素：**外围宏观政治风险，客户拓展不及预期，盈利能力不及预期。

正文目录

投资概要	4
一、比亚迪电子：组装及结构件一体化的精密制造龙头	5
二、苹果业务：iPad 组装及结构件一体化打开长线空间	8
三、安卓业务：客户此消彼长和产品结构优化，玻璃陶瓷望迎份额提升	10
四、新型智能硬件、汽车电子及医疗业务打开增量空间	12
1、新型智能硬件：把握无人机、电子烟、家居&游戏硬件增量	12
2、汽车智能系统业务：前瞻布局与卡位，长线空间可观	14
3、医疗业务：口罩下半年可持续，开启长线医疗领域空间	15
五、投资建议	15
附录：比亚迪电子 20 年中期业绩公布投资者推介会要点	18

图表目录

图 1：2019 年比亚迪电子股权结构及主要子公司	5
图 2：比亚迪电子历史沿革	6
图 3：比亚迪电子上市以来总营收情况（亿元）	6
图 4：比亚迪电子扣非归母净利润情况（亿元）	6
图 5：比亚迪电子营收拆分（%）	7
图 6：比亚迪电子营收区域结构情况（%）	7
图 7：公司在苹果产品导入历程	8
图 8：20Q2 iPad 全球出货量实现同比增长	9
图 9：iPad 季度市占率有所回升	9
图 10：Apple Watch 出货量及增长	9
图 11：Apple Watch 结构外观件变革	10
图 12：全球智能手机出货量情况（百万部）	11
图 13：公司安卓业务拆分及预测（亿元）	11
图 14：公司新型智能业务高速发展（亿元）	12
图 15：全球及中国消费级无人机市场规模及预测（亿元）	13
图 16：全球电子烟市场规模及增长预测（亿美元）	13
图 17：疫情期间全球 Switch 出货量猛增（万部）	14

图 18: 公司汽车智能系统业务增长 (亿元)	14
图 19: 中国新能源汽车渗透率持续提升 (万辆)	14
表 1: 比亚迪电子国内外工厂现况	7
表 2: 比亚迪电子苹果业务预测 (单位: 亿)	10
表 3: 比亚迪电子营收拆分及归母净利预测	15
表 4: 比亚迪电子利润表/亿元	16
表 5: 比亚迪电子财务数据与估值	17

投资概要

比亚迪电子是全球领先的具备结构件及组装垂直一体化能力的平台制造龙头。

在当前时点，我们认为市场对于公司的认知不足在于：1) 对公司在苹果产业链变局中的长线发展机遇认知不够；2) 对于公司安卓华为潜在订单调整过于担心，低估公司的应对能力；3) 对公司在传统消费电子业务之外的业务延展性认知不够；4) 担心医疗防护产品的盈利波动性和持续性，并对整体公司估值体系有困惑。

而我们相对市场的认知，对公司更深入的观点在于：

- 1) 公司是立讯和歌尔之外，少有的已获得苹果主力系统产品组装业务并具备结构件垂直一体化能力的大陆公司。凭借过去几年在苹果配件和结构件的优异表现，公司在 19 年 Q4 导入 iPad 组装体系，并望在 20 年 Q4 放量，有望在未来与鸿海、仁宝等台系厂商的竞争中，大幅提升组装份额，并逐步导入自身金属机壳和玻璃盖板等能力，通过垂直一体化进一步提升 iPad 业务盈利能力；而另一方面，公司在手表业务的陶瓷、玻璃等结构件的份额和 ASP 亦望持续提升，为公司未来潜在延伸组装业务打下基础。以上业务在未来几年望给公司带来大几百亿营收和几十亿利润空间，成为公司的长线业绩成长核心驱动力。
- 2) 在安卓体系，公司拥有较佳的客户和产品结构，足以应对单一客户的波动。尽管在 19-20 年，华为在公司组装业务和零部件业务占比不低，但公司在小米和三星等客户卡位较佳，20 年下半年和明年小米手机和多客户手表结构件以及三星玻璃盖板等增量有望有效对冲华为手机业务下滑压力；且在客户供应链优化诉求下，公司金属业务将保持平稳，并在玻璃及陶瓷等业务上仍具较大份额提升空间。
- 3) 公司在智能硬件产品和汽车电子有绝佳卡位，打开传统消费电子外的成长空间。公司把握住了无人机、电子烟、扫地机器人、游戏硬件等增量市场，配套大疆、一线雾化器公司、iRobot、雷蛇等知名品牌，相关业务获得持续成长，且盈利能力较佳；另外，公司在汽车电子领域，基于突出的汽车安全性设计及验证能力及消费电子管理积淀，背靠集团汽车业务优势，且与外部客户亦具较多合作，未来成长空间可观。
- 4) 我们对医疗防护业务在 20/21 年收入贡献预测是 170/50 亿，盈利贡献是 22/5 亿，已较充分考虑市场波动影响，且此次疫情加速了公司在全球医疗领域的各类资质认证，有助于公司后续医疗电子业务的布局。我们认为在 21 年后医疗业务有望维持稳定增长。21 年苹果链业务的大幅增长将有效弥补医疗业务的业绩下降。我们用 21 年的业绩做估值基础具备合理性。

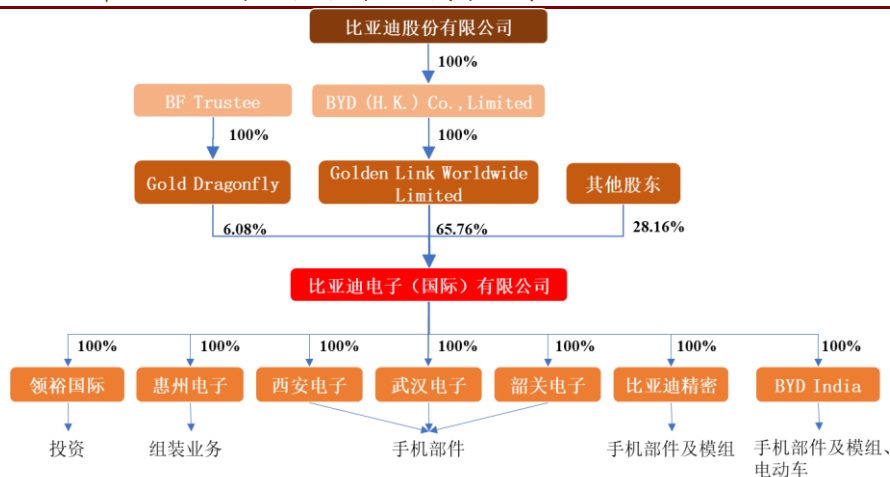
在未来的电子产业链，掌握成品出海口并深度垂直整合已是大势所趋。我们已经看到，苹果组装业务从台系向大陆优质平台龙头的转移正在加速，而比亚迪电子凭借多年的积累，无论在客户还是“成品+结构件”垂直一体化能力上无疑已经精准卡位，并积极配合大客户在中国和印度等地做全球化产能布局，有望迎来新一轮高成长周期。而相对 A 股可比公司，即使不考虑医疗防护业务的主业估值对应 21 年仅十几倍 PE，相对明显低估，建议把握布局机会！我们将在正文对以上逻辑进行详细阐述。

一、比亚迪电子：组装及结构件一体化的精密制造龙头

比亚迪电子（国际）有限公司是全球领先的平台型高端制造企业，为全球知名电子产品品牌商提供产品研发、创新材料、零组件、整机制造、供应链管理及物流、售后等一站式服务。公司业务涉及智能手机、智能穿戴、计算机、汽车智能系统、物联网、智能家居、游戏硬件、机器人、无人机、通信设备、电子雾化、医疗器械等广阔的市场领域。

公司的实际控制人为比亚迪股份有限公司，比亚迪股份全资孙公司 Golden Link Worldwide Limited 持有比亚迪电子股份的 65.76%。其中王传福先生为比亚迪股份有限公司的主要股东和实际控制人，持有比亚迪股份 19.00% 的股份。BF Trust 间接持有比亚迪电子 6.08% 股份，该信托的受益人共有 28 名高管，其中包括比亚迪电子执行董事王念强（持有上市公司 0.76% 股份）、执行董事王渤（持有上市公司 0.12% 股份）。

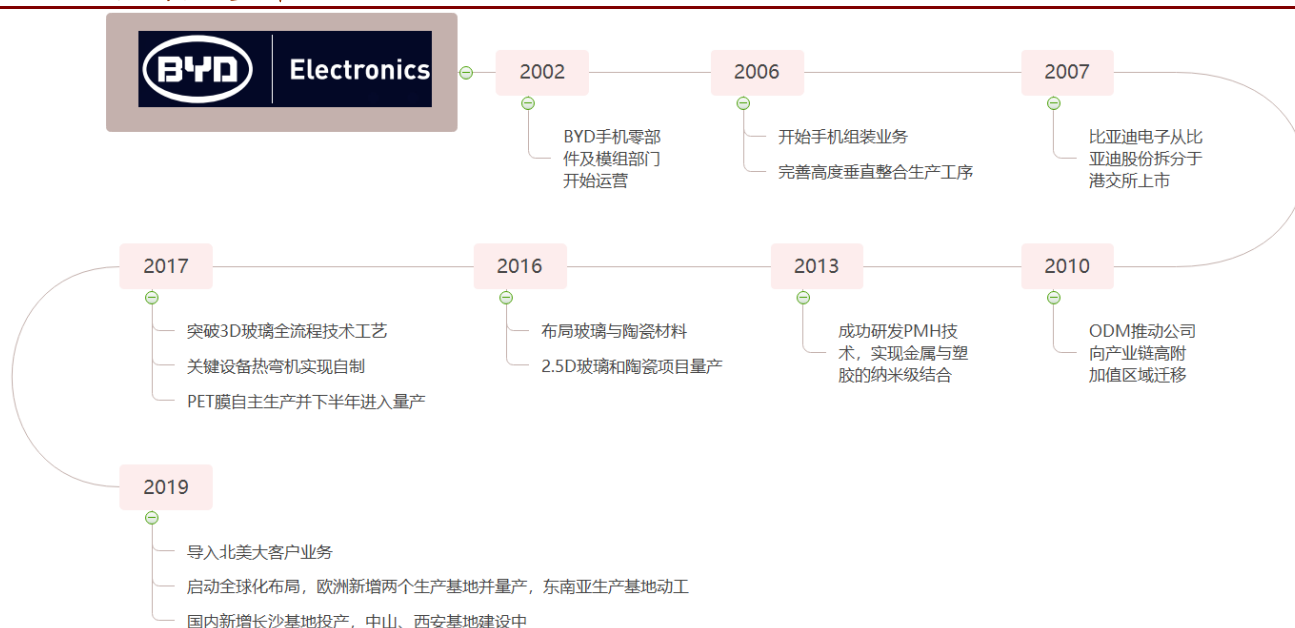
图 1：2019 年比亚迪电子股权结构及主要子公司



资料来源：公司年报，招商证券

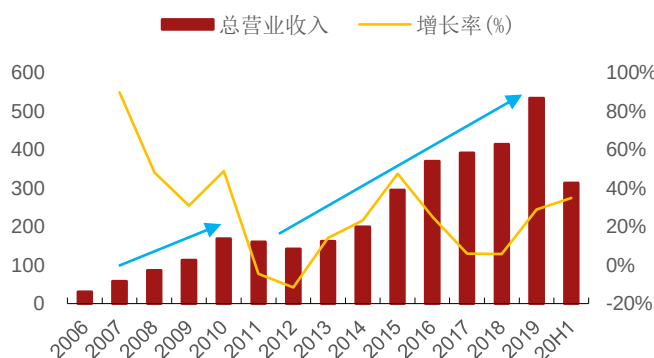
公司前身是控股股东比亚迪股份有限公司于 2002 年开始运用的手机零部件及模组部门，并于 2007 年 12 月从母公司分拆上市。2007 年至 2010 年，公司导入手机组装业务且营收占比不断扩大，为公司带来第一波业绩增长，总营收从 07 年的 58.24 亿元增长至 10 年的 168.45 亿元，复合增长率为 23.69%。2010 年后公司致力于开发高端手机原设计生产服务（ODM），将公司整体业务向产业链高附加值区域迁移；13 年公司成功研发塑胶与金属混融技术（PMH），大幅改善传统金属部件信号接收的水平，为公司带来大量订单，助力公司业绩提升，13-15 年公司把握住了手机外观件金属化的机会；16-17 年公司积极布局玻璃和陶瓷材料，逐步实现 2.5D、3D 玻璃的量产，对关键流程技术工艺实现突破；公司在 2019 年大量导入华为小米等手机组装业务，同时亦在 19 年末切入苹果 iPad 系统级产品供应链，并持续加速全球化布局。从 ODM/EMS 到结构件垂直一体化的布局，推动总营收从 11 年的 160.84 亿元增长至 19 年的 534.09 亿元，复合增长率为 11.1%。公司扣非归母净利润从 2012 年 3.26 亿元增至 2017 年 22.73 亿元，增长近 7 倍，而近两年由于金属部件业务毛利率下滑以及产品结构变化导致整体业务的毛利下滑，2018 年和 2019 年公司扣非归母净利润分别为 18.67 亿元和 13.47 亿元，同比分别下滑 17.8% 和 29.5%，在 19 年营收大幅扩张的背景下，盈利能力有所回调。不过在 20 年上半年，疫情背景下，公司营收逆势达到 313.86 亿元，同比+34.83%；毛利 41.00 亿元，同比+164.27%；归母净利 24.73 亿元，同比+329.9%，在客户产品结构优化和医护产品加持的背景下，公司营收利润显著增长，业绩大超预期。

图 2: 比亚迪电子历史沿革



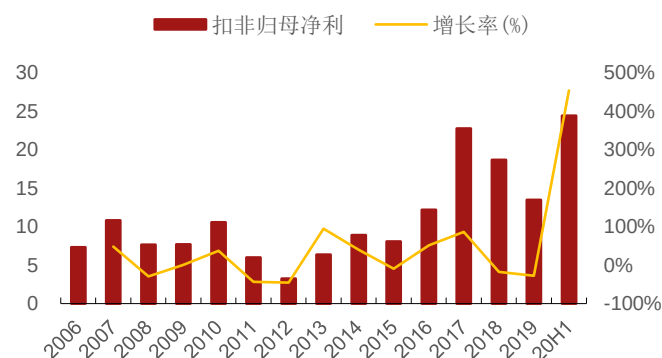
资料来源：公司年报，招商证券

图 3: 比亚迪电子上市以来总营收情况 (亿元)



资料来源：wind，招商证券

图 4: 比亚迪电子扣非归母净利润情况 (亿元)



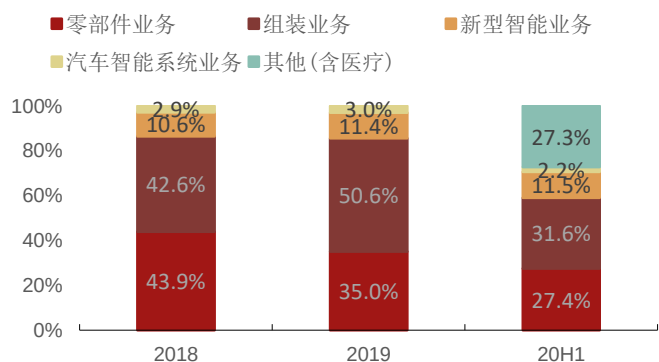
资料来源：wind，招商证券

从收入结构来说，2019 年公司零部件/组装/新型智能/汽车智能系统业务营收占比分别为 35%/50.6%/11.4%/ 3%。20H1 公司新增医疗口罩业务，零部件/组装/新型智能/汽车智能系统/其他（含医疗）占比分别达 27.4%/31.6%/11.5%/2.2%/27.3%，具体来说，上半年零部件 86.15 亿元，同比+6.94%，组装 99.09 亿元，同比-16.49%，公司在金属方面持续保持行业龙头地位，占安卓金属中框四成以上市场份额；玻璃方面持续份额提升，安卓玻璃份额达到 20%以上；组装方面，公司业务全球排名达第四，5G 手机带动毛利率改善，北美大客户多产品导入，份额持续提升。新型智能业务收入 36.24 亿元，同比+39.50%，受益于疫情期间带动智能家居、游戏机等需求增加以及电子雾化器和大疆主力产品的导入放量；汽车智能系统业务收入 6.80 亿元，同比-10.68%，主因疫情导致汽车销量大幅下降，但汽车电动化、智能化趋势不变，未来将借助母公司和非母公司客户的合作保持高速增长动能。而其他业务是以口罩为主的医疗防护产品，公司从事口罩产品制造，并以公允价格出售给比亚迪股份公司，借助其全球渠道进行销售，该部分上半年营收 85.58 亿元，贡献利润超过 10 亿元，是上半年业绩超预期的重要驱动因素。

公司仍以中国市场为营收主体，但伴随公司全球化战略的推进，公司营收区域结构将出现一定调整。近五年，公司中国市场的营收占比适度降低，2015 年高达 93.3%，至 2019

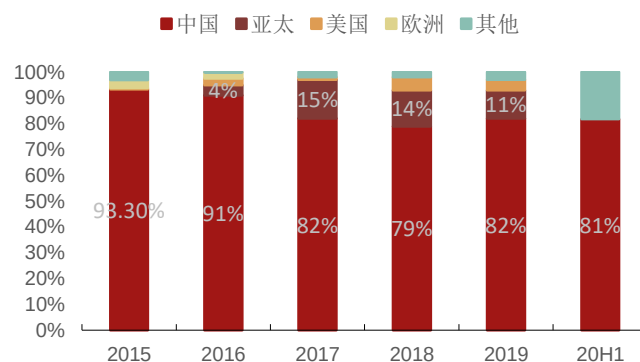
年下降至 82%。而亚太与美国市场营收占比上升明显，由 15 年不到 3%/0.5% 升至 19 年的 11%/4%。

图 5: 比亚迪电子营收拆分 (%)



资料来源: 公司年报, 招商证券

图 6: 比亚迪电子营收区域结构情况 (%)



资料来源: 公司年报, 招商证券

公司的生产交付能力较强, 可为客户提供高性价比“一站式”整体解决方案。公司工厂布局中, 深圳工厂当前主要负责塑胶、模具、医疗及苹果组装业务, 而惠州工厂主力是金属结构件, 公司陶瓷和玻璃主要在汕尾汕头, 目前公司自有 CNC 数控机床达到约 30000 台, 外协 CNC 数控机床约 10000 台。金属机壳的整体产能约为 2 亿片/年, 其中 60% 来自惠州的三期厂房, 目前一个车间配有 2500 台 CNC 数控机台以及 700 余组机械手。3D 玻璃业务于 2016 年建设产能, 20Q1 玻璃产能约为 70-80 万片/天。手机组装业务产能翻倍增长, 长沙生产基地已经投入运营, 规划组装产能为 4000 万台/年。2019 年, 公司位于中山和安阳等地的新基地以及西安的新增产能也在积极建设中, 2020 年建成。海外方面, 公司在美洲、欧洲、印度、东南亚等地扩建产能, 加速公司国际化进程, 2019 年欧洲新增匈牙利生产基地也已投入量产, 东南亚、印度和美洲的生产基地建设也已启动, 尤其是在印度的清奈工厂布局将成为配合北美大客户的重心。

表 1: 比亚迪电子国内外工厂现况

工厂	业务板块	状态
深圳	塑胶、模具、组装、医疗	已投产
惠州	金属、玻璃、汽车电子与组装	已投产
韶关	塑胶	已投产
汕头	玻璃	已投产
汕尾	陶瓷	已投产
国内	金属与组装	已投产, 新增产能正在建
西安	压铸件	已投产
上海	手机组装	已投产
长沙	新型智能产品	在建
安阳	A 客户玻璃陶瓷及组装	2020 年建成投产
中山	小型模具厂、供给当地模具产品	已投产
德国	支持 5G 基站在欧洲的市场供应	已投产
国外	支持 5G 基站业务在北美南美的供应	在规划
巴西	支持大客户平板等海外业务	在规划
印度	支持新型智能产品直接出口美国	在规划
马来西亚		

资料来源: 公司年报, 招商证券

展望未来, 我们认为苹果“成品+结构件”业务将接力医护业务, 成为公司长线业绩成长的核心驱动力, 公司新一轮增长周期已拉开序幕。

二、苹果业务：iPad 组装及结构件一体化打开长线空间

公司是立讯和歌尔之外，少有的已获得苹果主力系统产品组装业务并具备结构件垂直一体化能力的大陆公司。公司的 iPad 组装业务在 20Q4 有望放量并在未来几年相对台系厂迎来明显份额提升，并望逐步实现自身金属和玻璃垂直一体化，加上手表零部件及潜在在组装业务的拓展，望带来大几百亿收入和几十亿利润的长线增量空间。

回顾公司与苹果的合作历程，我们发现其从苹果发布音乐播放器开始就有了一定的联系。2015 年公司正式开始切入苹果产品，15 年 Magic Keyboard 和充电器组装及结构件量产，16 年开始进入 Macbook TrackPad 及 Apple TV 产品线，17 年切入 Apple Watch 供货陶瓷背盖，18 年底开始切入 AirPods 塑胶机壳以及 iPod touch 组装。经过多年合作，公司积累了大量苹果产品生产经验，这为公司顺利切入苹果核心系统产品组装做了充分铺垫。2019 年末公司 iPad 组装样线试产，顺利切入苹果 iPad 组装链，20 年持续建设产能，并在 Q4 大批量生产新款 iPad 订单。

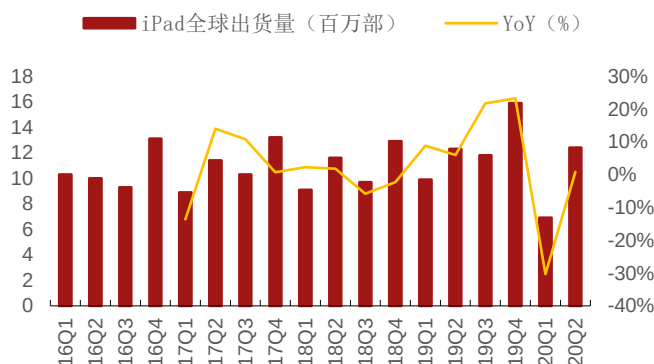
图 7：公司在苹果产品导入历程



资料来源：公司年报，招商证券

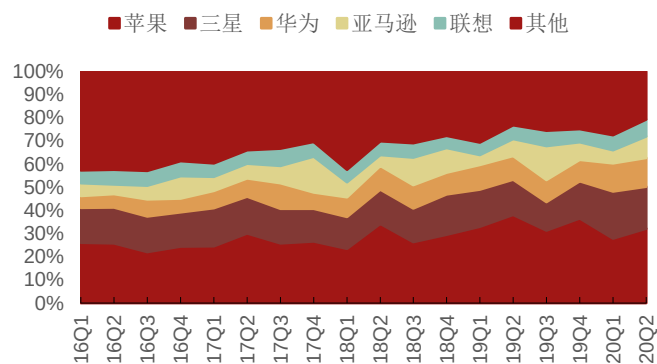
作为苹果核心产品，iPad 一直以超高的硬件品质及引领行业的创新技术广受消费者的追捧，稳居全球平板电脑市场第一的份额。疫情期间宅经济催生短期需求，iPad 下游旺盛需求望延续。根据 IDC，2019 年 iPad 出货量达到近 5000 万部的历史新高，市占率达到 34.6%，领先第二名三星 19.5 个 pct。2020 年上半年受疫情封锁的影响，出货量同比下滑 13.1%至 1930 万部，市占率 30.5%。但从 Q2 单季度来看，由于在家办公、远程学习等需求上升，iPad 出货量同比+0.8%至 1240 万部，市占率环比提升了 4.1 个 pct 至 32.1%。下半年为消费电子产品的传统旺季，我们认为在开学季&圣诞季备货等刺激下，20H2 iPad 旺盛需求将延续，有望持续带动供应链产能利用，全年需求望同比增长 20%超 6000 万，销量和市占率望继续扩大。且展望 21 年，MiniLED 背光版本会进一步助力 iPad 销售增长。

图 8: 20Q2 iPad 全球出货量实现同比增长



资料来源: IDC, 招商证券

图 9: iPad 季度市占率有所回升



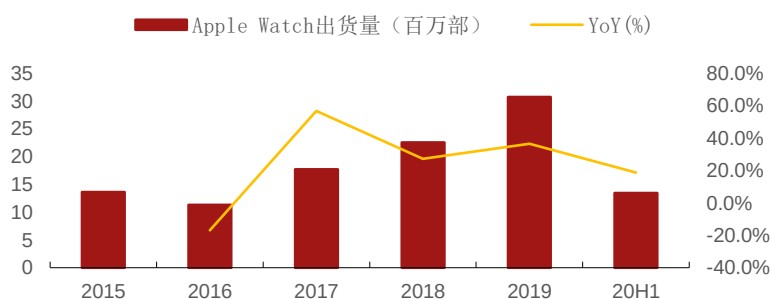
资料来源: IDC, 招商证券

公司未来 iPad 组装份额望大幅提升，且望逐步推动金属玻璃结构件自制。iPad 组装业务此前长期由鸿海和仁宝两家占据，而随着近两年随着 iPad 旺销，以及台系厂投资动能不足和竞争力下降，苹果开始导入比亚迪电子。2020 年公司为 iPad 计划新增 12 条产线，当前已有 5 条产线量产，预计 20 年底在建产线全部投产，月产能将达到 2 百万部以上，预计 20 年全年出货将达约 500 万台份额近 10%，营收有望达 100 亿，未来将取得更多版本的 iPad 订单份额，21 年有望出货 2000 多万台，营收超 400 亿。且 21 年公司亦在印度加码 iPad 组装产线，进一步扩大产能。未来 3 年，公司有望成为苹果 iPad 的主力供应商，营收规模将有数倍的增长空间。

此外，掌握 iPad 组装出海口之后，公司亦加速结构件垂直一体化。公司 20 年底已经推进 iPad 金属后盖的认证，预计 21 年将实现部分份额自制，直至未来完全自制，同时，iPad 前盖玻璃亦望随后导入，且订单将随组装份额的提升而逐步扩大。

Apple Watch 方面，苹果自 2014 年首款 Apple Watch 至今已发布 5 代 Watch 产品，主打运动与健康功能，深受用户的认可，市场规模不断扩大。根据 IDC 数据，Watch 自 2016 年至今出货量逐年攀升，2019 年全球出货量达 3000 多万部，同比增长 36%，20 年上半年在疫情影响下出货量亦同比增长近 20%至 1300 万部以上。

图 10: Apple Watch 出货量及增长



资料来源: IDC, 招商证券

公司 2017 年切入 Apple Watch S3 的陶瓷后壳，而苹果从 S4 引入蓝宝石后壳，提升了单机蓝宝石的用量，加工复杂度提高，带动单机价值量提升。而 20 年 S6 版本的后盖复杂度望进一步提升，推动 ASP 增加，而公司蓝宝石&陶瓷后壳份额有望从三成左右提升至四成左右。另外，2021 年公司望切入苹果新款 Watch 的玻璃前盖并扩大份额。公司在结构件的卡位和系统能力亦为后续潜在组装业务打下基础。

图 11: Apple Watch 结构外观件变革

时间	2014-15	2016	2016	2017	2018	2019
产品	初代 (14年9月发布, 15年中发售)	S1	S2	S3	S4	S5
前盖	蓝宝石	Ion-X玻璃	Ion-X玻璃 蓝宝石	Ion-X玻璃 蓝宝石	Ion-X玻璃 蓝宝石	Ion-X玻璃 蓝宝石
中框+后壳	常规款、Sport (金属) Edition (钛金属陶瓷)	常规款、Sport (金属)	常规款、Nike+、 Hermès (金属) Edition (陶瓷)	常规款、Nike+、 Hermès (金属) Edition (陶瓷)	常规款、Nike+、 Hermès (金属+ 蓝宝石)	常规款、Nike+、 Hermès (金属+蓝宝石) Edition (钛金属/陶瓷+ 蓝宝石)
表背	陶瓷	复合材料	陶瓷	复合材料 陶瓷	陶瓷	陶瓷

资料来源: 苹果官网, 招商证券整理

在未来的苹果链, 掌握成品出海口并深度垂直整合已是大势所趋。我们已经看到, 苹果组装业务从台系向大陆优质平台龙头的转移正在加速, 而比亚迪电子凭借多年的积累, 无论在客户还是“成品+结构件”垂直一体化能力上无疑已经精准卡位, 并积极配合大客户在中国和印度等地做全球化产能布局, 有望迎来新一轮高成长周期。以上业务在未来几年望给公司带来大几百亿营收和几十亿利润空间, 成为公司的长线业绩成长核心驱动力。我们对近几年苹果业务的拆分预测如下:

表 2: 比亚迪电子苹果业务预测 (单位: 亿)

A 客户	2018	2019	2020E	2021E	2022E
iPad 组装	0	2	100	450	650
Watch/iPad 结构件	2	4	15	35	55
其他 (键盘/触控板等)	22	18	15	15	15
合计	24	24	130	500	720

资料来源: 公司调研, 招商证券

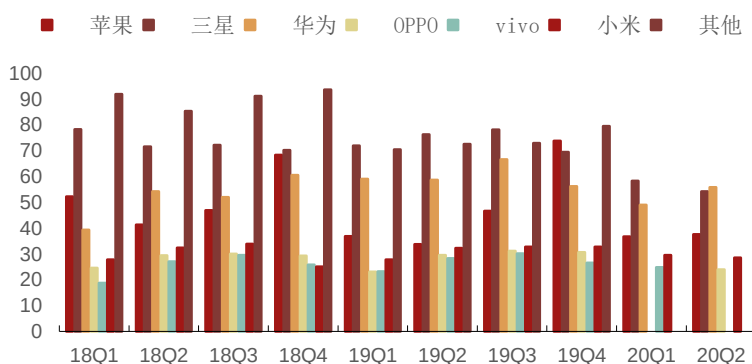
三、安卓业务: 客户此消彼长和产品结构优化, 玻璃陶瓷望迎份额提升

公司安卓业务包括组装和金属及非金属 (玻璃/陶瓷/塑胶) 零部件业务: 1) 安卓组装业务, 2019 年营收约 250 亿元, 同比增长约 40%, 主要客户有华为和部分笔电业务及其他 (华为手机供货 4000 万部, 对应约 160 亿收入); 2) 金属结构件, 19 年营收约为 110 亿元同比微降, 但安卓金属市占率从 18 年 30% 提升至 19 年 40%, 主要客户有华为 (35%以上)、三星 (30%以上)、小米 (15%)、vivo (10%) 等; 从产品结构上, 手机订单约占九成, PC 订单约为一成; 3) 非金属结构件中, 玻璃陶瓷业务营收约为 32 亿元, 其中玻璃结构件为业内三大核心供应商之一, 19 年安卓玻璃后盖市占率达到 25%左右, 主要客户有华为、小米和 OV; 陶瓷主要供应三星、华为和小米高端机型; 塑胶业务营收超过 40 亿元, 亦为安卓市场龙头, 主要为华为、小米及 vivo 供货。

20 年上半年安卓智能手机整体受疫情影响较大, 根据 IDC 20H1 安卓手机出货量同比下滑 16%, 叠加结构中上中低阶机占比提升, 上半年安卓手机零部件及组装需求承压。手机及笔电相关业务营收同比减少 7%至 185 亿元, 其中组装营收同比减少 16%至 99

亿元，零部件营收同比增长 7%至 86 亿元，主要因玻璃陶瓷业务的份额提升所致。

图 12: 全球智能手机出货量情况 (百万部)

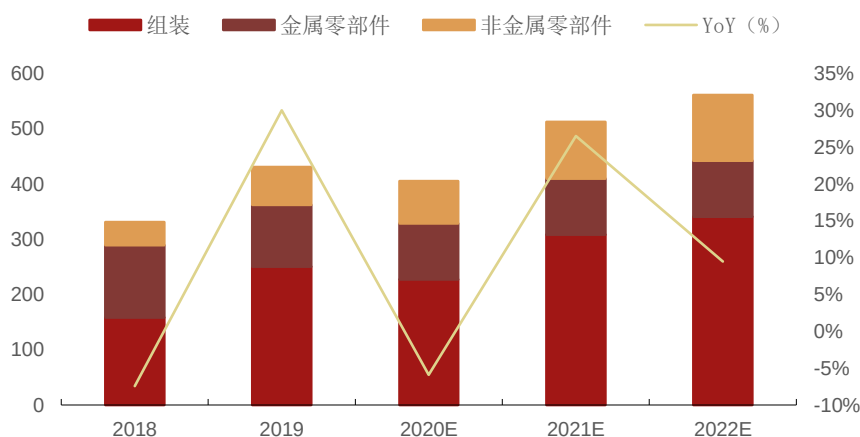


资料来源: IDC, 招商证券

对于下半年到明年的安卓业务，目前市场普遍担心华为作为公司第一大客户（19 年营收占比 51%）订单下滑对公司将产生不利影响，但我们认为公司应对能力被市场低估。公司今年和小米达成战略合作，手机组装月产能将由年中 300 万只/月扩大到年底 700 万只/月，且望在 21 年进一步扩大，能有效对冲华为手机组装业务潜在下行风险，且公司零部件亦望配套小米手机受益，此外公司在多客户手表结构件以及三星玻璃盖板等亦有增量。在客户供应链优化诉求下，公司金属业务保持平稳，并在玻璃及陶瓷等业务上仍具较大份额提升空间。

具体到陶瓷玻璃业务，行业此前呈寡头格局，公司在安卓玻璃后盖市占率约 25%但尚未切入安卓玻璃前盖，市场份额今明年亦有较大提升空间。公司经历 19 年翻番成长初具规模效应，叠加 19 年下半年以来部分竞争对手竞争力弱化背景下，公司玻璃仍具较大成长空间：20 年公司开始切入三星玻璃后盖，实现安卓全客户渗透，下半年开始切入国内终端厂商玻璃前盖供应，预期 20 全年玻璃营收同比仍望接近翻倍增长；21 年份额进一步提升，仍望保持高增速。

图 13: 公司安卓业务拆分及预测 (亿元)



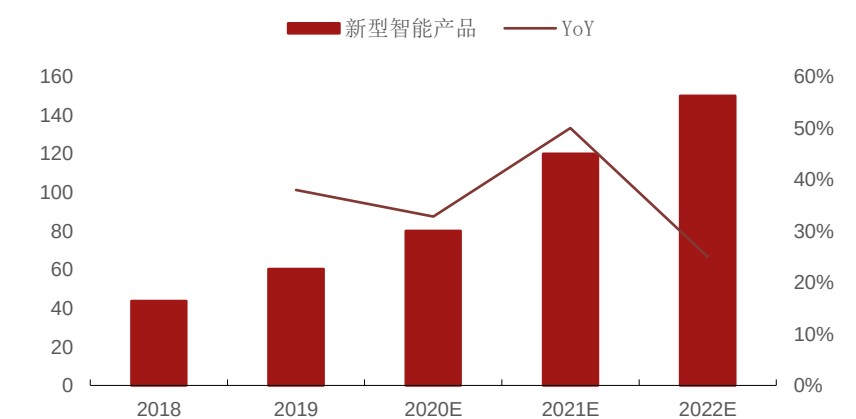
资料来源: 公司数据, 招商证券预测

四、新型智能硬件、汽车电子及医疗业务打开增量空间

1、新型智能硬件：把握无人机、电子烟、家居&游戏硬件增量

新型智能业务方面，公司采取积极的市场扩张策略，产品涵盖 AI、IoT、智能家居、机器人、无人机、电子烟、智能音箱、智能商用设备及工业控制等，下游客户众多，主要有 iRobot、英伟达、雷蛇、霍尼韦尔，2020 年公司成功导入无人机龙头客户大疆，合作方式多样（ODM/OEM）。公司 19 年受益于下游各应用市场规模的快速成长，该业务营收同比增长 38.82%至 60.25 亿元。20H1 收入达 36.24 亿元，同比增长 39.50%，这受益于疫情期间带动智能家居、游戏机等需求增加以及电子烟订单的数倍增长和大疆主力无人机产品的导入，下半年积极因素将延续，电子烟大客户扩展有望取得进展，大疆无人机将逐步放量，公司 20 年全年预计营收将同比增长 30%以上至达 80 亿元左右。我们看好公司在新型智能产品业务的发展，随着细分领域的大客户产品进一步放量，业务营收未来三年有望突破 150 亿元。

图 14：公司新型智能业务高速发展（亿元）

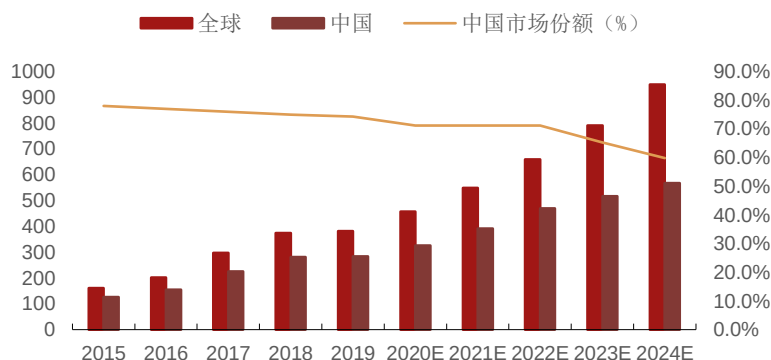


资料来源：公司年报，招商证券预测

具体来看：

无人机业务为公司新型智能领域 20 年下半年重点项目。公司今年上半年成功导入大疆，并成为其核心供应商。从下游需求来看，无人机市场空间广阔。根据 Frost & Sullivan 数据，2014 年~2019 年全球消费级无人机市场规模年复合增长率为 24.1%，2019 年达到 381.41 亿元；预计到 2024 年市场规模将达到约 950 亿元，年复合增长率达到 20.0%。而中国是全球最大的无人机市场，2019 年中国消费级无人机市场规模达到 283.33 亿元，占全球市场规模的 74.3%，预计到 2024 年中国消费级无人机市场将保持 15% 的年复合增长率达到 560 多亿元。而根据 Drone Industry Insights 的统计，大疆目前占据全球无人机市场约七成以上的份额。公司作为大疆核心供应商，为其提供自零部件到产品整机组装的全套供应链服务。公司有望占据大疆消费级无人机主力份额，并参与其农用无人机供应链，未来增长空间可观。

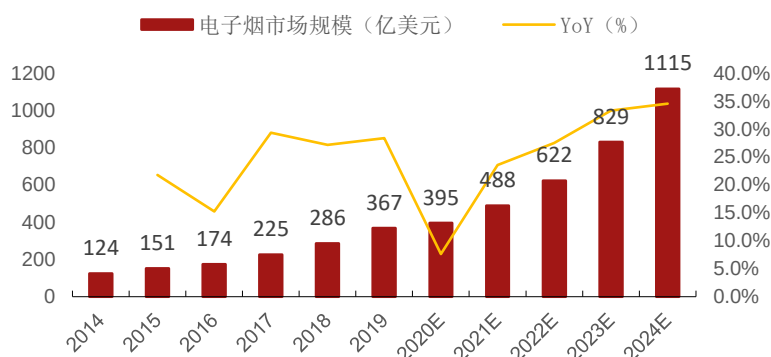
图 15: 全球及中国消费级无人机市场规模及预测 (亿元)



资料来源: Frost & Sullivan, 招商证券

电子烟方面,公司已研发投入 4 年,20H1 获得实质性进展,营收同比实现数倍增长;20H2 有望导入北美大客户,带来大幅增长空间。公司从金属&塑胶机壳、小件、陶瓷雾化电芯到整机组装实现全范围覆盖,以 ODM 方式与客户广泛合作,毛利水平较高。据 Frost & Sullivan 统计及预测,2014~2019 年全球电子烟市场规模年复合增长率为 24.2%,2019 年达到 367 亿美元;预计到 2024 年电子烟市场规模将达到 1115 亿美元。我们认为公司将持续受益该市场增长,20 年全年预计实现营收 10 亿元,21 年伴随大客户订单导入,营收有望获得翻倍以上增长。

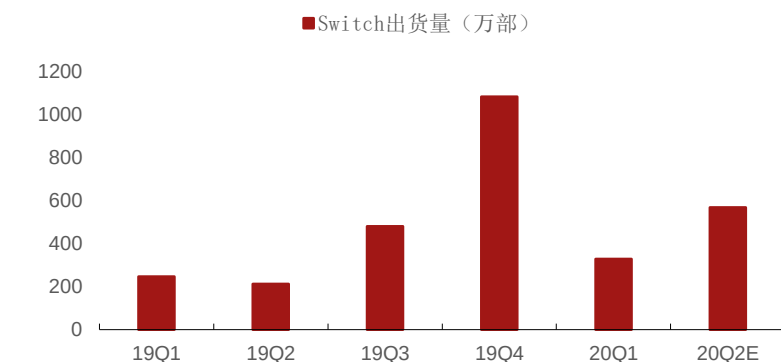
图 16: 全球电子烟市场规模及增长预测 (亿美元)



资料来源: Frost & Sullivan, 招商证券

家居&游戏硬件方面,在疫情带动宅经济增长的情况下,市场需求增加迅猛,公司出货量大幅上升。上半年游戏硬件市场需求旺盛,以 Switch 为例,根据任天堂及路透社数据显示,任天堂 Switch 20Q1 全球出货量同比增长 32.8%至 328 万部,而二季度出货量预计达到 568 万部,同比增长了 166.7%。智能家居方面,根据 IDC 预测,2019 年全球出货量将达 8.15 亿台,到 2023 年将增至 14.00 亿台,年复合增长率达到 14.4%。公司目前下游客户主要有雷蛇、英伟达、iRobot 等,为其提供 OEM 和 ODM 服务。由于短期内全球疫情仍呈现扩散趋势,宅经济增长势头不减,公司智能家具&游戏硬件业务受益于此短期内仍具大幅增长潜力。

图 17: 疫情期间全球 Switch 出货量猛增 (万部)



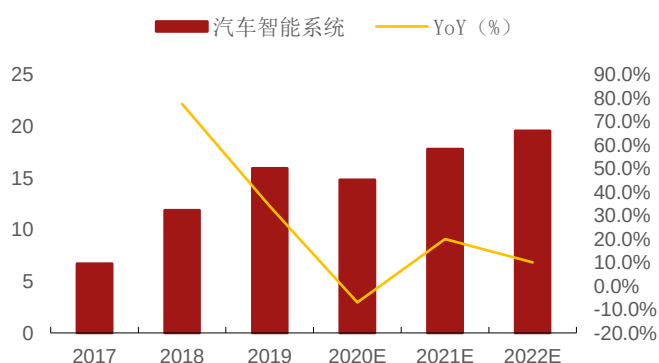
资料来源: 任天堂, Digitimes, 招商证券

2、汽车智能系统业务：前瞻布局与卡位，长线空间可观

汽车智能系统业务方面,公司积极开发车载配套产品及服务,产品业务涵盖多媒体车机、智能网联系统、通讯模块、传感器模组等。2019 年公司受益于汽车多媒体车机系统、汽车通讯互联等产品的出货量进一步提升,业务实现同比+34%至约 16 亿元的营收。20H1 因疫情冲击汽车市场整体销量下滑,收入同比-10.68%至 6.80 亿元,但公司客户结构处于不断优化调整阶段,18 年该业务内供占比约 60%,19 年非母客户营收占比超 40%,其中模组级产品已规模化供应外部客户,DiLink 车机系统产品已应用于全体比亚迪内部汽车,并外供大陆电子、哈曼等 Tier1 厂商,未来外供产品类型将继续扩展,如智能座舱系统等,公司还积极配合英伟达的智能驾驶模块供应。公司在拓展非母客户基群方面将积极推进,这为业务未来增长提供稳健动力,20 年全年公司汽车智能业务有望逆势取得同比持平或小幅萎缩的业绩。

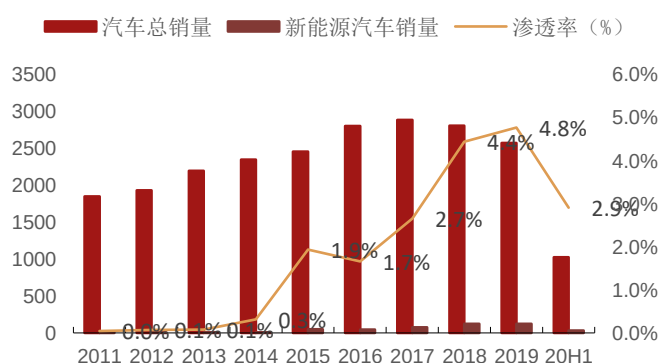
长期来看,公司凭自身优势,结合汽车加速电动化、智能化趋势将迎来高速增长。根据中国汽车工业协会数据,目前我国新能源汽车渗透率持续提升,2019 年全年新能源汽车销量 123 万辆,渗透率达 4.8%,未来在产业政策的鼓励下有望继续提升。而公司在汽车电子领域发展优势明显:1) 依托于母公司比亚迪在新能源汽车领域的优势地位,为公司开发的产品提供了良好的市场保障,具备天然优势地位;2) 公司自身具有消费电子领域制造的技术积累及供应链管理的经验积淀;3) 公司下游客户不断扩展,凭借领先的创新产品、规模化的生产能力,支撑起公司未来 2~3 年的高速增长。

图 18: 公司汽车智能系统业务增长 (亿元)



资料来源: 公司年报, 招商证券预测

图 19: 中国新能源汽车渗透率持续提升 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 招商证券

3、医疗业务：口罩下半年可持续，开启长线医疗领域空间

口罩业务是公司 2020 年的新增业务。由于 2020 年突发疫情导致全球市场上口罩等医疗物资短缺，公司凭借其在材料、机械、自动化、整体设计等方面的优势，顺势自研口罩机生产口罩产品。目前公司已成为全球最大的口罩供应商，日产能高峰达 1 亿片，且处于持续扩产状态。20H1 公司口罩业务营收约 85 亿元，贡献利润超 10 亿元。

展望下半年，因公司医用外科口罩已通过 FDA 510K 认证，已具备多个国家供应资质，对外尤其是美国的出口量有望扩大，且盈利能力更佳，我们判断下半年口罩业务望和上半年持平或略好，我们预测 20 年全年该新增业务营收将达 170 亿元，利润约 22 亿元。

尽管今年需求波峰之后明年需求会明显回落，但考虑到全球及国内防疫需求，并结合新冠疫苗研发量产进度以及公众卫生防护意识提高，我们认为口罩需求仍有望延续，我们预计 21 年口罩业务营收约 50 亿元对应 5 亿元净利。

而展望未来，目前公司已成立医疗 BU，显示公司管理层对布局医疗健康领域的重视。我们认同公司在基础材料研究、硬软件开发、自动化设备设计以及精密结构件加工方面具备深厚积累和强大实力，且此次疫情加速了公司在全球医疗领域的各类资质认证，有助于公司后续医疗电子器械业务的布局，为公司长线发展提供蓝图。未来公司依靠自身优势，或通过外部并购加速扩展其在医疗领域的产品，进一步打开下游市场，带来增量空间，我们认为在 21 年后医疗业务有望维持稳定增长。

五、投资建议

我们认为比亚迪电子作为国内具备深厚的材料研究、产品设计、结构件及组装垂直整合能力的精密制造龙头企业，凭借优质的客户资源以及前瞻的业务布局，新一轮的增长周期已开启。我们认为市场过于担心口罩业务以及安卓华为业务的波动，而低估了其在苹果“成品+结构件”进阶的长线发展机遇，公司正迎来主业经营拐点。我们预测公司 20/21/22 年营收为 800/1200/1500 亿，归母净利润为 52/55/70 亿元，其中医疗贡献 22/5/5 亿元，主营业绩为 30/50/65 亿元，当前市值对应 PE 为 15/14/11 倍，相对 A 股可比龙头明显低估，市值上升空间可观，建议把握布局良机。

表 3：比亚迪电子营收拆分及归母净利预测

营收/亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
零部件	177	186	195	241	277
组装	178	268	340	771	1004
新型智能产品	44	60	80	120	150
汽车智能系统	12	16	15	18	20
其他（含医疗）			170	50	50
总计	410	530	800	1200	1500
其中：苹果业务营收	24	24	130	500	720
营收增速					
零部件	-2%	5%	5%	24%	15%
组装	-11%	51%	27%	127%	30%
新型智能产品		38%	33%	50%	25%

营收/亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
汽车智能系统	78%	34%	-7%	20%	10%
医疗				-71%	0%
总计	6%	29%	51%	50%	25%
归母净利润/亿元					
主业	21.9	16.0	30.0	50.0	65.0
医疗			22.0	5.0	5.0
总计	21.9	16.0	52.0	55.0	70.0
归母净利润增速					
主营	-15%	-27%	88%	67%	30%
总计	-15%	-27%	225%	6%	27%

资料来源：公司年报，招商证券预测

表 4：比亚迪电子利润表/亿元

亿元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营收	410.5	530.3	800.0	1200.0	1500.0
毛利	41.7	39.6	96.0	112.8	144.0
其他收入及收益,净额	5.6	5.6	6.5	9.8	12.2
政府补助金及津贴	2.9	2.4	1.5	2.3	2.8
研发费用	-15.9	-20.9	-28.0	-39.6	-51.0
销售费用	-2.3	-2.6	-3.2	-3.6	-4.5
管理费用	-5.4	-6.2	-9.0	-12.4	-15.5
其他支出-经营	-0.3	-0.3	-1.6	-2.4	-3.0
金融资产减值	-0.6	-0.2	-1.6	-2.4	-3.0
出售按摊销成本计量之其他金融资产之亏损		-0.2	0.0	0.0	0.0
财务费用	-0.4	-0.3	-0.8	-1.2	-1.5
除税前溢利	25.4	17.0	59.8	63.2	80.5
所得税	-3.5	-1.0	-7.8	-8.2	-10.5
净利润(含少数股东权益)	21.9	16.0	52.0	55.0	70.0
归母净利润	21.9	16.0	52.0	55.0	70.0
比率					
毛利	10.2%	7.5%	12.0%	9.4%	9.6%
其他收入及收益,净额	1.4%	1.1%	0.8%	0.8%	0.8%
政府补助金及津贴	0.7%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%
研发费用	-3.9%	-3.9%	-3.5%	-3.3%	-3.4%
销售费用	-0.6%	-0.5%	-0.4%	-0.3%	-0.3%
管理费用	-1.3%	-1.2%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
其他支出-经营	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
金融资产减值	-0.1%	0.0%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
出售按摊销成本计量之其他金融资产之亏损	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
除税前溢利	6.2%	3.2%	7.5%	5.3%	5.4%
所得税	-0.8%	-0.2%	-1.0%	-0.7%	-0.7%
净利润(含少数股东权益)	5.3%	3.0%	6.5%	4.6%	4.7%
归母净利润	5.3%	3.0%	6.5%	4.6%	4.7%

资料来源：公司财报，招商证券

表 5: 比亚迪电子财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	41047	53028	80000	120000	150000
同比增长	6%	29%	51%	50%	25%
营业利润(百万元)	2163	1334	6003	7504	8629
同比增长	-19%	-38%	350%	25%	15%
净利润(百万元)	2189	1598	5200	5500	7000
同比增长	-15%	-27%	225%	6%	27%
每股收益(元)	0.97	0.71	2.27	2.40	3.05
PE	7.80	18.22	15.16	14.33	11.26
PB	1.27	1.86	3.55	2.85	2.27

资料来源: 公司数据, 招商证券预测

风险因素: 客户拓展不及预期, 盈利提升不及预期, 业务拓展不及预期。

附录：比亚迪电子 20 年中期业绩公布投资者推介会要点

时间：2020 年 8 月 31 日 8:30

嘉宾：比亚迪电子 董事会主席 王传福先生；CEO 王念强先生

董秘 李黔先生；CFO 周亚琳女士

比亚迪电子 王念强先生：

公司 2020 年上半年营收 310 多亿元，同比增长了 34%；毛利 41 亿元，同比增长了 160+%；净利润 24.7 亿元，同比增长了 329%；毛利率 13.06%，同比增长了 6.4 个 pcts；净利率 7.88%，增长了 5.4 个 pcts；净资产收益率 12.81%。上半年现金流也大幅改善，公司总资产 340 多亿元，净资产约 190 亿元，现金流达到了 56 亿元，比去年增长了约 40 亿元，流动比例达到 1.65。应收账款周转天数增加到 64 天，库存天数降为 36 天，降了 3 天。因为规模不断扩大，管理不断地在改善，公司运营效率还是有所提升的，整个运营开支比例从 5.5%降到了 4.8%，研发开支比例从 3.66%降到了 3.53%，销售及非经常性开支比例从 0.55%降到了 0.41%，行政开支比例从 1.29%降到了 0.88%。

收入规模和利润也创历史同期新高。今年虽受疫情影响，但实际上对公司整体来讲接近去年同期水平，其中手机组装业务下降了 16%。由于公司在其他的领域，比如新型智能产品、结构件等业务，均实现了增长，所以整体规模和去年上半年基本持平。这是相当于不容易的，因为 1 月份春节，2 月份疫情基本上不能上班，3 月份才开始复工，今年上半年相当于真正上班的时间才 4 个月。利润上来讲，我们也达到同期最好的水平，同比增长很多。另外，公司的业绩拐点已过，因为公司去年很多项目处在投资期，还有很多新的业务在导入期，所以去年应该是一个拐点，而从今年开始应该是公司的元年，进入了一个新的成长通道和成长平台。公司整个净利率水平，包括财务管理水平也都不断地在提高。

业绩回顾：公司上半年手机和笔电整体业务收入下降了 7%。公司新型智能业务因为不断地在做调整，选择性地做中高端的高价值、高技术水平的产品，放弃一些低端的产品，所以公司新型智能硬件营收同比增加了 39%。公司在手机和笔电业务中也在做同样的选择。其他的业务，包括医疗产品、雾化产品，也在高速增长。手机和笔电业务中，公司零部件业务实际上是增长了 7%左右，组装业务是下降了 16+%，这是公司往高盈利性、高技术含量的产品方向上调整的结果。此外，公司手机和笔电业务毛利率在改善，组装业务也是向高毛利的中高端的产品发展。

Q&A

Q: 公司近几年对于苹果的组装及零部件等产品的产能规划以及业绩展望？关于新型智能硬件方面，电子烟方面的客户订单情况以及未来的规划和展望？

A: 公司和 A 客户的配合实际上在十几年以前 A 客户在刚做音乐播放器的时候就开始了，但是公司一直没在它的业务里面做大。从去年开始，公司有幸被作为未来的培养对象进入它的核心产品线，实际上这也是它的战略决策和布局。公司从去年开始就为它布局做 iPad 零部件一体化整合。公司在第四季度，最迟到 12 月份全部产线要达到量产指标，公司在国内产线全部做下来，月产量可达 250~300 万台。A 客户 iPad 今年增长得很快，

明年有望继续扩大。另外，公司在印度将继续扩张 iPad 产能，A 客户未来可能把公司作为 iPad 产品线的最核心的供应商。

公司从今年 7 月开始就进入 iPad 后壳的量产准备，预计到第四季度 12 月底，最迟到 1 月量产。此外，还包括 iPad 前盖玻璃、21 年第 7 代的智能手表的结构件、前盖玻璃以及后面的陶瓷和蓝宝石，给我们份额较大。

未来 3 年公司在 A 客户上面会跨越一个很大的台阶。明年公司就可能成为 iPad 组装核心供应商，争取未来几年在 A 客户另外几条产品线也力争成为核心供应商，这是公司在 A 客户这边的目标和努力方向。比亚迪电子强大的设计研发和快速的制造能力以及整体的配套能力，或者说这几年来的人才储备，是可以实现 A 客户目标的。

新型智能产品方面，未来这几年公司会配合大疆的无人机，它实际上是一种自动控制领域，公司会继续把这个领域做大。雾化产品方面，公司也会在未来几年把它做得很大。其他的智能产品，包括像智能扫地机等，这几个领域未来应该也是超百亿的规模。

Q: 公司未来几年关于小米业务的规划如何，海外生产基地规划如何，预计在哪些地方进行布局？

A: 实际上到目前为止，公司跟小米的合作较好，也是其主要供应商。前几年公司在西安也给它补了一个很大的平台。我们在西安高新的老厂区，给它建了一个很大的厂区，预计今年年底或明年年初开始量产它明年二季度产品。另外因为疫情原因，印度预计要到 9 月份才放开，我们可能要推到下半年才能开始给它量产。在印度以前给它规划的大概一年要做两三千万台左右，在国内以前预计一年要做四五千万台，两个加起来预计六七千万台。小米明年规划很大，我们是它最核心的供应商，所以我们西安第二期二厂会快速启动量产。另外印度虽然有疫情，可能我们想办法克服困难，快速地给它量产。

我们预计未来来自小米的营收估计应该会成几倍的增长，而我们给它不仅是组装，也包括结构件，将来还会包括电池、充电器、散热器件、结构件和功能性配件等其他的产品，我们都会给它全方位的配套。未来一两年小米也是我们一个高成长的支撑点。

Q: 公司把医疗健康和功能性医疗产品作为一个长期的规划，那公司大概每年会投入多少的资本开支和研发投入来保证这一块的稳健成长？未来大概规划能有多大？

A: 实际上医疗产品范围很广，一个是医疗健康相关，一个是相当于功能性医疗产品。本来公司对这个行业并不熟，因为这个行业涉及到的认证时间很长，另外它涉及到跟药监局等政府部门沟通，资格获取比较难。医疗口罩是二级产品，医疗产品最高要求是三级的，虽然二级，它跟很多药一样也同样需要拿证书，只是周期短一点。我们通过生产口罩跟药监局和管理医疗器械的国内部门就比较熟了，差不多了解一些产品认证方式、途径或者路线了，所以公司趁此机会还布置了一些医疗产品，或者功能性的医疗器件等。因为我们公司在材料、机械、自动化、整体设计方面比较强，所以我们还是依托现有技术进行一些开发。因为我们拥有材料技术，假如我们要开发骨科的或者牙科的这些材料或器械，实际上对我们来讲是很容易的，就是一个认证的问题。一个是我们可以自己研发，另一个我们以后也可以采取收购形式快速进入。以我们的设计和制造能力，再加上材料、模具技术为基础，我们有信心和决心在这个领域把它做大做强。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，12 年证券从业经验，08-11 年中信证券，11 年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17/19 年《新财富》电子行业最佳分析师第 2/5/2/2/4/3/3 名，11/12/14/15/16/17/18/19 年《水晶球》电子第 2/4/1/2/3/3/2/3 名，10/14/15/16/17/18/19 年《金牛奖》TMT/电子第 1/2/3/3/3/3/2 名，2018/2019 年最具价值金牛分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，覆盖消费电子/LED/港股及海外等。2016 年在安信证券，2017 年加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖 PCB/汽车电子/设备等领域。2018 年在太平洋证券，2019 年加入招商电子团队。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。