招銀國際證券 | 睿智投資 | 公司研究

比亞迪電子（285 HK）

招銀國際科技行業企業日紀要

我們邀請了比亞迪電子管理層參加招銀國際科技行業企業日，會議主要圍繞組裝業務、iPad 訂單和電子煙產品線的業務展望。管理層重申 2021 年的收入目標為 1,000 億元人民幣，其中 40%和 40-50%來自蘋果和安卓客戶。繼二季度因印度疫情和芯片短缺而放緩之後，蘋果組裝業務和電子煙的量產有望在 2021 年下半年加快。總體而言，我們看好比亞迪電子受益於行業整合、蘋果/小米供應商多元化以及向快速增長的電子煙市場擴張。重申買入評級，目標價 55.0 港元。

- **千億營收目標不變；安卓需求將在 2021 年下半年恢復。**公司預計 2021 年收入將達到 1,000 億元人民幣，得益於蘋果組裝/元件份額增長（佔收入的 40%）、穩定的安卓組裝/外殼（40-50%）和電子煙業務擴張。比亞迪電子在 2021 年將主要組裝客戶從兩家增加到三家，並預計在最近印度疫情和芯片短缺之後，新榮耀、小米和 iPad 出貨量將在 2021 年下半年快速增長。至於毛利率，管理層指引金屬/玻璃外殼和組裝業務利潤率保持穩定，而塑膠外殼受華為影響將繼續承壓。總體而言，管理層預計，2021 年下半年，隨著韓國/美國客戶訂單增加、安卓旗艦機型推出和智慧細分市場增長，毛利潤率將環比改善。
- **電子煙有望在 2021 年下半年實現增長；近期政策利好比亞迪。**管理層表示已安裝 40 條電子煙產品自動化生產線，滿負荷日出貨量可達 400 萬支（佔市場需求的 30%）。比亞迪電子認為，近期政府對電子煙行業的監管趨嚴將提高准入門檻，並使具有強大研發能力的龍頭受益。鑒於市場滲透率低、增長迅速、強大的自主開發專利組合以及主要客戶的供應商多元化策略，管理層對電子煙業務持積極態度。我們保守估計 2021/22 年電子煙銷售額為人民幣 20/26 億元（思摩爾 2020 年銷售額為人民幣 100 億元）。
- **多重增長動力；重申買入評級。**我們對比亞迪電子的產品路線圖、主要品牌份額增長以及電子煙領域的擴張保持樂觀。我們基於分部加總的目標價為 55.0 港元，相當於 17.9 倍 2021 年市盈率的估值並不高。催化劑包括更快的份額提升、電子煙和小米/蘋果產品的發佈。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬人民幣)	53,028	73,121	102,033	122,932	151,077
同比增長 (%)	29.2	37.9	39.5	20.5	22.9
淨利潤（百萬人民幣）	1,598	5,441	5,756	6,404	7,448
每股盈利 (人民幣)	0.71	2.41	2.55	2.84	3.31
每股盈利變動 (%)	(25.5)	240.6	5.8	11.3	16.3
市場平均盈利預期（人民幣）	NA	2.44	2.08	2.68	3.30
市盈率 (倍)	58.7	17.2	16.3	14.6	12.6
市帳率 (倍)	8.0	6.2	5.0	4.1	3.4
股息率 (%)	0.2	0.6	0.6	0.7	0.8
權益收益率 (%)	9.4	24.9	21.3	19.5	18.8
淨負債率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$55.0
(此前目標價	HK$55.0)
潛在升幅	+10%
當前股價	HK$50.15

中國科技行業

伍力恒
(852) 3900 0881
alexng@cmbi.com.hk

楊天薇
(852) 3916 3716
lilyyang@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	112,998
3 月平均流通量 (百萬港元)	557.81
52 周內股價高/低 (港元)	63.10/ 15.90
總股本 (百萬)	2,253

資料來源：彭博

股東結構

Golden Link Worldwide Ltd	65.76%
Gold Dragonfly Ltd	4.98%
Vanguard Group Inc	1.24%

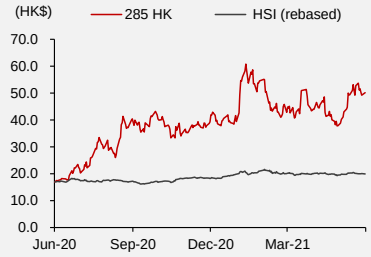
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	32.5%	29.7%
3-月	17.0%	17.8%
6-月	27.6%	16.8%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄 2021 年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：
https://euromoney.com/brokers

財務分析

利潤表

年結：12/31（百萬人民幣）	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	**53,028**	**73,121**	**102,03**	**122,93**	**151,07**
銷售成本	(49,071	(63,492	(91,369	(110,654	(136,290
毛利	3,957	9,629	10,664	12,279	14,788
銷售及行銷開支	(257)	(237)	(306)	(369)	(453)
行政開支	(619)	(673)	(714)	(738)	(906)
研發費用	(2,088)	(2,913)	(3,877)	(4,671)	(5,741)
其他（虧損）/盈利淨額	-	-	-	-	-
息稅前收益	**994**	**5,806**	**5,766**	**6,501**	**7,687**
融資成本淨額	(31)	(71)	(71)	(71)	(71)
合資及聯營企業	734	487	846	848	848
稅前利潤	**1,696**	**6,221**	**6,541**	**7,278**	**8,464**
所得稅	(99)	(779)	(785)	(873)	(1,016)
少數股東權益	-	-	-	-	-
淨利潤	**1,598**	**5,441**	**5,756**	**6,404**	**7,448**

現金流量表

年結：12/31（百萬人民幣）	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
息稅前收益	1,696	6,221	6,541	7,278	8,464
折舊和攤銷	2,157	2,442	2,839	3,318	3,907
運營資金變動	(3,596)	(1,499)	(1,979)	1,070	(5,909)
其他	(20)	(708)	(714)	(802)	(944)
經營活動所得現金淨額	**237**	**6,455**	**6,687**	**10,864**	**5,517**
資本開支	(3,140)	(2,632)	(3,673)	(4,426)	(5,439)
其他	-	-	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(3,140)**	**(2,632)**	**(3,673)**	**(4,426)**	**(5,439)**
股息	(160)	(543)	(576)	(640)	(745)
其他	(31)	(71)	(71)	(71)	(71)
融資活動所得現金淨額	**(191)**	**(614)**	**(647)**	**(712)**	**(816)**
現金增加淨額	(3,095)	3,209	2,367	5,726	(738)
年初現金及現金等價物	4,699	1,651	4,859	7,226	12,952
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	**1,651**	**4,859**	**7,226**	**12,952**	**12,215**

資產負債表

年結：12/31（百萬人民幣）	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
流動資產	**17,082**	**25,250**	**34,101**	**39,763**	**51,253**
現金及現金等價物	1,651	4,859	7,226	12,952	12,215
應收賬款	9,567	11,324	15,884	14,849	22,921
存貨	5,453	8,656	10,580	11,551	15,707
短期銀行貸款	-	-	-	-	-
其他流動資產	411	411	411	411	411
非流動資產	**9,950**	**10,123**	**10,882**	**11,888**	**13,281**
物業、廠房及設備	8,617	8,808	9,642	10,750	12,282
遞延稅項	159	159	159	159	159
其他非流動資產	1,173	1,156	1,080	980	840
總資產	**27,032**	**35,374**	**44,982**	**51,651**	**64,534**
流動負債	**10,399**	**13,860**	**18,364**	**19,369**	**25,688**
遞延收入	-	-	-	-	-
應付帳款	7,340	10,801	15,305	16,311	22,629
應付稅項	108	108	108	108	108
其他流動負債	2,951	2,951	2,951	2,951	2,951
非流動負債	**639**	**639**	**639**	**639**	**639**
其他應付	122	122	122	122	122
遞延稅項	18	18	18	18	18
總負債	**11,038**	**14,498**	**19,002**	**20,008**	**26,327**
股本	4,052	4,052	4,052	4,052	4,052
儲備	12,937	17,836	23,016	28,780	35,483
少數股東權益	-	-	-	-	-
股東權益	**16,989**	**21,888**	**27,068**	**32,832**	**39,535**
總負債及所有者權益	**28,027**	**36,386**	**46,070**	**52,840**	**65,862**

主要比率

年結：12/31	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
收入結構 (%)					
手機及筆電部件	35	24	20	19	18
手機筆電組裝	51	43	59	60	61
口罩	-	17	3	1	1
新型智慧產品	11	13	13	15	15
汽車智慧系統	3	2	2	3	3
增長率 (%)					
收入	29.2	37.9	39.5	20.5	22.9
毛利潤	(5.1)	143.3	10.7	15.1	20.4
經營利潤	(45.4)	484.3	(0.7)	12.7	18.2
淨利潤	(25.5)	240.6	5.8	11.3	16.3
盈利能力比率 (%)					
毛利率	7.5	13.2	10.5	10.0	9.8
稅前利率	1.9	7.9	5.7	5.3	5.1
淨利潤率	3.0	7.4	5.6	5.2	4.9
資產負債比率					
淨負債/股東權益比率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
流動比率 (x)	1.6	1.8	1.9	2.1	2.0
平均應收周轉天數	58	52	49	46	46
平均存貨周轉天數	38	41	38	37	37
平均應付周轉天數	57	52	52	52	52
回報率(%)					
股本回報率	9.4	24.9	21.3	19.5	18.8
資產回報率	5.9	15.4	12.8	12.4	11.5
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.71	2.41	2.55	2.84	3.31
每股股息 (人民幣)	0.07	0.24	0.26	0.28	0.33

資料來源：公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至 15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。
本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。
本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。
本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。
如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第四 9(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人
本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。