

2024年03月27日  
比亚迪(002594.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

乘用车 III

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

272.6元

股价(2024-03-26)

219.60元

交易数据

总市值(百万元)	639,286.97
流通市值(百万元)	255,671.95
总股本(百万股)	2,911.14
流通股本(百万股)	1,164.26
12个月价格区间	167.0/272.0元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.4	7.9	1.3
绝对收益	18.1	14.5	-10.7

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

谷诚

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523070002

gucheng@essence.com.cn

相关报告

2月销量表现符合预期, 荣耀版上市值得期待	2024-03-01
1月销量符合预期、单月出货量再创新高	2024-02-02
2023年业绩优异, 2024年有望再上台阶	2024-01-30
12月销量表现亮眼, 全年销量突破300万	2024-01-02
十一月销量表现优异, 新能源	2023-12-02

## 2023年业绩符合预期, 2024年持续向好

■ **事件:** 2024年3月26日比亚迪发布2023年年报: 2023年实现营业收入6023.15亿元, 同比增长42.04%; 净利润300.41亿元, 同比增长80.72%。

■ **2023年业绩符合预期:** 2023年比亚迪实现归母净利润300.41亿元、扣非后归母净利润284.62亿元, 与业绩预告中值接近(300亿/285.5亿), 符合我们的预期。其中, 2023Q4实现归母净利润86.74亿元, 同比增长18.64%; 实现扣非后净利润91.14亿元, 同比增长25.31%, 表现优异。

■ **2023Q4盈利能力略有下滑。**公司2023Q4汽车业务毛利率为25.1%, 环比下滑0.6pct; 扣非后的单车净利润为0.9万元, 环比下滑约1500元(剔除比亚迪电子的影响)。我们认为核心原因在于: **1)** 比亚迪海洋/王朝网的绝大部分车型分别在11月/12月开始释放官方优惠, 普遍额度在5000-10000元之间, 显著影响了单车利润; **2)** 为了冲击300万辆的年销量目标, 公司在2023Q4投入了较高额度的营销费用, 给所有完成销量任务的门店按照提车量\*666元的金额发放红包, 也一定程度上影响了单车利润; **3)** 财务处理相对稳健: 2023年比亚迪研发投入资本化的金额为3.43亿, 研发投入资本化率为0.86%, 较2022年降低了6.9pct, 处于较低的水平。然而, **2023Q4比亚迪单车利润的降幅显著低于优惠幅度**, 我们认为核心原因在于: **1)** 2023Q4海洋/王朝网的车型实际上分别仅优惠2/1个月, 在季度披露的财务数据中有所摊薄; **2)** 2023Q4碳酸锂均价为14.1万元/吨, 较2023Q3下滑了41.6%, 带来了电池成本的降低; **3)** 2023Q4比亚迪两款高端车型豹5/仰望U8分别批售了5712/2001辆; 且2023Q4公司共计出口新能源车9.7万辆, 环比增长2.6万辆, 由于高端车型和出海车型的盈利性均较好, 预计带来了显著的利润; **4)** 2023Q4比亚迪共批售新能源车94.1万辆, 环比提升14.5%, 创下新高, 预计带来了更显著的规模优势。

■ **营收稳步增长, 四季度ASP略有下滑。**公司2023Q4营业收入为1800.41亿, 同比增长15.14%, 主要系公司新能源车销量增长所拉动: 2023Q4公司新能源车销量达到94.1万辆, 环比提升14.5%, 创下季度销量新高。2023Q4公司单车ASP为15.1万元, 环比下滑0.3万元。我们认为原因在于: 比亚迪海洋/王朝网的绝大部分车型分别在11月/12月开始释放官方优惠, 普遍额度在5000-10000元之间, 一定程度影响了单车ASP。

■ **期间费用处理稳健、持续加大研发投入。****1)** 销售费用处理稳健: 2023年公司的销售费用率为4.19%, 同比提升0.64pct, 主要系售后服务费和职工薪酬增加所致增加所拉动: 2023年公司的售后服务费为98.4亿元, 同比增长51.1%, 原因预计是新能源车销量增长带来的售后保证金计提的增加; **2)** 持续加大研发投入: 2023年公司的研发费用率为6.57%, 同比提升2.17pct, 主要原因在于员工薪酬的提升: 2023年公司研发人员数量达到了10.28万, 同比提升47.56%。持续加大的研发投入帮助公司在2023推出了易四方、云辇、DM-O等新技术, 并有望助力公司技术实力保持领先。**3)** 管理费用率相对稳定: 2023年公司管理费用率为2.23%, 同比下滑0.13pct, 预计原因为规模优势的凸显带来了费用率下降。

## 目 展望 2024 年，我们认为三大逻辑有望拉动公司业绩稳步增长：

源车累销超 600 万

目 1) **销量基本盘有望再上台阶**：比亚迪已经在 10-20 万价格带做到了市占率第一，品牌势能和渠道优势明显。近期公司多款荣耀版车型上市，做到了真正意义的“电比油低”，有望进一步颠覆传统燃油车的市场。叠加秦 L、海豹 06、元 UP 等即将上市的全新车型，我们预计公司的销量基盘有望再上台阶；2) **高端化持续突破**：2024 年腾势品牌会有三款旗舰级车型上市，还将面向海外销售；方程豹品牌会有豹 3/8 两款车型；仰望 U7 也将于近期上市，有望拉动销售结构持续升级、带来较大的盈利弹性；3) **出海脚步持续加快**：2024 年比亚迪预计会有更多的车型加快出海，如宋 Plus、腾势 D9、汉 EV 等，我们预计比亚迪全年出口量有望达到 40-50 万辆。由于海外车型售价较国内明显较高、盈利性更好，有望给公司带来显著业绩贡献。

目 **投资建议**：参考公司 2023 年年报，我们调整公司 2024-2026 年归母净利润的预测分别至 396.7、475.4 以及 545.1 亿元，对应当前市值，PE 分别为 16.1、13.4 以及 11.7 倍，继续维持“买入-A”评级。给予公司 2024 年 20x PE，对应 6 个月目标价 272.6 元/股。

目 **风险提示**：新能源汽车行业竞争加剧；新品推进力度不及预期。

(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	4,240.6	6,023.2	7,950.6	9,620.2	11,063.2
净利润	166.2	300.4	396.7	475.4	545.1
每股收益(元)	5.71	10.32	13.63	16.33	18.72
每股净资产(元)	38.14	47.68	66.54	81.24	100.17

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	38.5	21.3	16.1	13.4	11.7
市净率(倍)	5.8	4.6	3.3	2.7	2.2
净利润率	3.9%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%
净资产收益率	15.0%	21.6%	20.5%	20.1%	18.7%
股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
ROIC	27.7%	95.1%	238.0%	43.2%	47.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4,240.6	6,023.2	7,950.6	9,620.2	11,063.2	<b>成长性</b>					
减:营业成本	3,518.2	4,805.6	6,392.3	7,734.6	8,894.8	营业收入增长率	96.2%	42.0%	32.0%	21.0%	15.0%
营业税费	72.7	103.5	135.2	163.5	188.1	营业利润增长率	365.1%	76.9%	31.0%	19.7%	14.6%
销售费用	150.6	252.1	333.9	404.0	464.7	净利润增长率	445.9%	80.7%	32.1%	19.8%	14.7%
管理费用	100.1	134.6	182.9	221.3	254.5	EBITDA 增长率	108.6%	89.9%	29.8%	32.0%	26.2%
研发费用	186.5	395.7	397.5	481.0	553.2	EBIT 增长率	255.9%	69.5%	36.2%	20.2%	15.1%
财务费用	-16.2	-14.7	8.0	12.0	17.0	NOPLAT 增长率	197.0%	84.0%	38.3%	20.2%	15.1%
资产减值损失	-13.9	-21.9	8.0	8.0	8.0	投资资本增长率	-46.4%	-44.8%	562.3%	4.1%	36.6%
加:公允价值变动收益	1.3	2.6	3.3	-1.0	-1.0	净资产增长率	16.4%	23.9%	37.9%	21.8%	22.9%
投资和汇兑收益	-7.9	16.4	3.0	3.0	3.0						
营业利润	215.4	381.0	499.1	597.7	685.0	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-4.6	-8.3	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	17.0%	20.2%	19.6%	19.6%	19.6%
利润总额	210.8	372.7	497.1	595.7	683.0	营业利润率	5.1%	6.3%	6.3%	6.2%	6.2%
减:所得税	33.7	59.2	79.5	95.3	109.3	净利润率	3.9%	5.0%	5.0%	4.9%	4.9%
净利润	166.2	300.4	396.7	475.4	545.1	EBITDA/营业收入	9.8%	13.1%	12.9%	14.1%	15.5%
						EBIT/营业收入	5.2%	6.2%	6.4%	6.3%	6.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	82	108	115	111	108
(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-82	-119	-109	-100	-98
货币资金	514.7	1,090.9	795.1	962.0	1,106.3	流动资产周转天数	173	162	152	143	145
交易性金融资产	206.3	95.6	400.0	500.0	600.0	应收帐款周转天数	33	31	30	30	30
应收帐款	407.4	646.2	678.9	924.5	919.4	存货周转天数	52	50	48	40	40
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	335	351	340	326	331
预付帐款	82.2	22.2	48.9	37.1	61.8	投资资本周转天数	39	15	31	45	48
存货	791.1	876.8	1,254.0	894.5	1,576.3						
其他流动资产	406.4	289.5	512.0	614.0	716.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	15.0%	21.6%	20.5%	20.1%	18.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.6%	4.6%	5.1%	5.4%	5.2%
长期股权投资	154.9	176.5	276.5	426.5	626.5	ROIC	27.7%	95.1%	238.0%	43.2%	47.8%
投资性房地产	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	<b>费用率</b>					
固定资产	1,318.8	2,309.0	2,773.6	3,164.9	3,464.8	销售费用率	3.6%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
在建工程	372.6	303.6	442.9	594.3	795.4	管理费用率	2.4%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
无形资产	249.1	377.8	396.8	422.5	478.3	研发费用率	4.4%	6.6%	5.0%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	434.4	606.5	621.0	691.9	741.7	财务费用率	-0.4%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.2%
资产总额	4,938.6	6,795.5	8,200.3	9,233.0	11,087.2	四费/营业收入	9.9%	12.7%	11.6%	11.6%	11.7%
短期债务	51.5	183.2	528.3	597.8	782.5	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,404.4	1,944.3	3,027.5	3,675.9	4,625.9	资产负债率	75.4%	77.9%	74.7%	72.6%	72.0%
应付票据	33.3	40.5	243.6	315.0	426.2	负债权益比	306.8%	351.6%	295.3%	265.3%	256.8%
其他流动负债	1,844.3	2,368.6	1,700.1	1,490.1	1,390.1	流动比率	0.72	0.67	0.67	0.65	0.69
长期借款	75.9	119.8	206.4	106.8	135.1	速动比率	0.49	0.47	0.44	0.50	0.47
其他非流动负债	315.3	634.4	420.0	520.0	620.0	利息保障倍数	-13.58	-25.25	63.39	50.81	41.30
负债总额	3,724.7	5,290.9	6,125.7	6,705.6	7,979.9	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	103.6	116.5	137.4	162.4	191.1	DPS(元)	1.14	-	1.36	1.63	1.87
股本	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1	分红比率	20.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	1,094.9	1,365.4	1,908.0	2,335.9	2,887.1	股息收益率	0.5%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
股东权益	1,213.9	1,504.6	2,074.6	2,527.4	3,107.3						
						<b>现金流量表</b>					
						(亿元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	177.1	313.4	396.7	475.4	545.1
						加:折旧和摊销	197.9	421.6	519.9	745.8	1,008.6
						资产减值准备	13.9	21.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-1.3	-2.6	3.3	-1.0	-1.0
						财务费用	6.2	5.3	8.0	12.0	17.0
						投资收益	7.7	-16.4	-3.0	-3.0	-3.0
						少数股东损益	10.9	13.0	20.9	25.0	28.7
						营运资金的变动	2,421.7	1,750.5	-303.6	550.4	164.8
						经营活动产生现金流量	1,408.4	1,697.3	642.2	1,804.5	1,760.1
						投资活动产生现金流量	-1,206.0	-1,256.6	-1,556.7	-1,538.0	-1,818.0
						融资活动产生现金流量	-194.9	128.2	618.7	-99.5	202.2
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	5.71	10.32	13.63	16.33	18.72
						BVPS(元)	38.14	47.68	66.54	81.24	100.17
						PE(X)	38.5	21.3	16.1	13.4	11.7
						PB(X)	5.8	4.6	3.3	2.7	2.2
						P/FCF	21.4	10.1	-47.2	16.5	20.9
						P/S	1.5	1.1	0.8	0.7	0.6
						EV/EBITDA	16.1	5.8	5.5	3.9	3.0
						CAGR(%)	41.4%	22.3%	119.2%	41.4%	22.3%
						PEG	0.9	1.0	0.1	0.3	0.5
						ROIC/WACC	2.7	9.4	23.6	4.3	4.7
						REP	7.5	2.7	0.2	1.0	0.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034