



比亚迪 (002594.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

汽车业务强势业绩强劲增长，新车周期 &国际化带动公司跨越式发展

业绩点评:

3月26日晚，比亚迪发布23年年报。23年公司交付达成300万辆目标，经营维持强势增长，总体符合预期：

1、营收：2023年营收6023.15亿元，同比+42.04%，其中Q4营收1800.4亿元，同/环比+15.14%/+11%。其中汽车业务营收4834.5亿元，同比+48.9%，我们计算23年单车ASP为15.98万元，同比-11.26%。

2、利润：2023年毛利润1217.6亿元，同比+68.5%，毛利率20.2%；Q4毛利润382亿元，同/环比+28.6%/+6.5%；Q4毛利率21.2%，同/环比+2.2pct/-0.9pct。23年归母净利300.41亿元，同比+80.73%；Q4归母净利86.74亿元，同/环比+18.6%/-16.7%。其中汽车业务毛利率23.02%，同比+2.63pct。

3、费用：Q4销售/管理/研发费用分别为79.8/31.8/146.4亿元，费用率4.4%/1.8%/8.1%，环比+0.5pct/-0.3pct/+1.3pct。

经营分析:

1、销量高增带动公司业绩表现强势，符合我们的预期。公司23年汽车销售302.44万辆，同比+67.8%。全面的产品矩阵/优秀的技术支持使公司在中低端市场地位稳固，握有市场定价权。Q4公司为完成销量降价销售，折低单车ASP及利润，但全年来看依旧强势，符合我们的预期。

2、公司新车周期到来，国际化空间广阔。1) 3月比亚迪荣耀版改款已基本上市完毕，后续元up/秦L/汉L等新车将上市，腾势/仰望/方程豹新车带动公司持续冲击高端市场，新车周期将推动公司持续强势；尤其高毛利新车将带动公司盈利在Q2-Q3迎来拐点。

2) 公司海外表现强势，24年新进入墨西哥市场，在泰国/巴西/以色列等国持续放量，车型供给增加&海外工厂在路上，26年在海外有望大规模放量，海外车企电动化实力薄弱，公司海外市场空间广阔。

盈利预测、估值和评级

比亚迪作为国内汽车行业龙头，24年公司产品周期向上、海外市场加速、智能化厚积薄发，规模效应下成本优势明显。结合公司新车周期及出海战略持续推进，我们预计公司24-26年归母净利分别为408.6/566.6/823.9亿元，对应15.7/11.3/7.8倍PE。维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

汽车组

分析师：陈传红 (执业S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

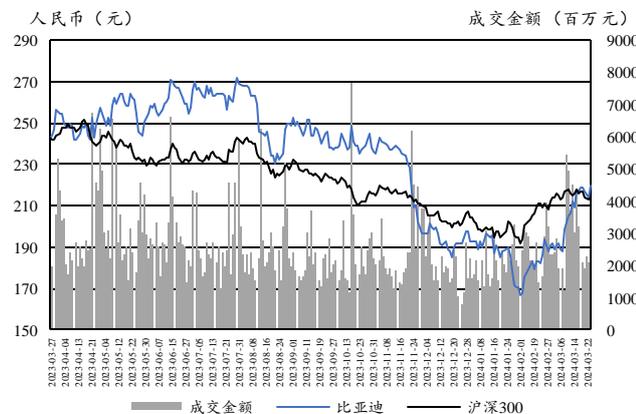
市价 (人民币)：219.60元

相关报告:

《比亚迪三季报点评：23Q3业绩超预期，盈利能力大幅提升》2023.10.30

《23Q2业绩符合预期，未来可期——比亚迪23H1中报点评》2023.08.28

《单车净利超预期，规模化+高端化+海外助力公司提升——比亚迪一季报点评》2023.04.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	788,455	966,468	1,063,481
营业收入增长率	96.20%	42.04%	23.98%	22.58%	10.04%
归母净利润(百万元)	16,622	30,041	40,856	56,658	82,387
归母净利润增长率	445.86%	80.72%	27.91%	38.68%	45.41%
摊薄每股收益(元)	5.710	10.319	14.035	19.463	28.301
每股经营性现金流净额	48.38	58.30	33.24	39.51	49.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	21.64%	22.92%	24.71%	29.40%
P/E	45.00	19.28	15.65	11.28	7.76
P/B	6.74	4.17	3.59	2.79	2.28

来源：比亚迪年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	216,142	424,061	602,315	788,455	966,468	1,063,481	货币资金	50,457	51,471	109,094	98,516	129,092	159,667
增长率	38.0%	96.2%	42.0%	30.9%	22.6%	10.0%	应收款项	46,405	53,633	61,866	170,622	217,786	264,951
主营业务成本	-187,998	-351,816	-480,558	-645,439	-787,965	-827,956	存货	43,355	79,107	87,677	136,136	167,988	199,839
%销售收入	87.0%	83.0%	79.8%	81.9%	81.5%	77.9%	其他流动资产	25,893	56,592	13,215	54,441	61,669	68,897
毛利	28,145	72,245	121,757	143,016	178,504	235,526	流动资产	166,110	240,804	302,121	459,715	576,535	693,354
%销售收入	13.0%	17.0%	20.2%	18.1%	18.5%	22.1%	%总资产	56.2%	48.8%	44.5%	63.5%	68.3%	71.9%
营业税金及附加	-3,035	-7,267	-10,350	-13,404	-16,430	-19,143	长期投资	12,310	23,255	17,647	24,805	25,305	25,805
%销售收入	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.8%	固定资产	81,499	176,502	230,904	191,094	193,022	194,951
营业费用	-6,082	-15,061	-25,211	-29,173	-33,826	-36,158	%总资产	27.6%	35.7%	34.0%	26.4%	22.9%	20.2%
%销售收入	2.8%	3.6%	4.2%	3.7%	3.5%	3.4%	无形资产	19,853	25,431	37,236	24,272	24,464	24,656
管理费用	-5,710	-10,007	-13,462	-18,608	-22,809	-26,587	非流动资产	129,670	253,057	377,426	264,150	267,897	271,644
%销售收入	2.6%	2.4%	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%	%总资产	43.8%	51.2%	55.5%	36.5%	31.7%	28.1%
研发费用	-7,991	-18,654	-39,575	-43,365	-50,256	-52,111	资产总计	295,780	493,861	679,548	723,865	844,432	964,998
%销售收入	3.7%	4.4%	6.6%	5.5%	5.2%	4.9%	短期借款	23,188	11,618	18,323	60,760	31,838	2,916
息税前利润 (EBIT)	5,327	21,255	33,159	38,467	55,182	101,527	应付款项	121,840	265,890	394,101	347,404	422,025	496,647
%销售收入	2.5%	5.0%	5.5%	4.9%	5.7%	9.5%	其他流动负债	26,276	55,837	41,242	84,507	104,793	125,079
财务费用	-1,787	1,618	-2,251	-1,475	-1,647	-2,127	流动负债	171,304	333,345	453,667	492,672	558,657	624,642
%销售收入	0.8%	-0.4%	0.4%	0.2%	0.2%	0.2%	长期贷款	8,744	7,594	8,847	14,094	18,094	22,094
资产减值损失	-1,246	-2,376	-2,188	-1,090	-1,395	-1,535	其他长期负债	11,488	31,533	66,572	25,795	24,023	22,252
公允价值变动收益	47	126	258	0	0	0	负债	191,536	372,471	529,086	532,560	600,774	668,987
投资收益	-146	-815	1,635	-200	-200	-200	普通股股东权益	95,070	111,029	138,810	178,295	229,248	280,201
%税前利润	n.a	n.a	4.4%	n.a	n.a	n.a	其中：股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
营业利润	4,632	21,542	38,103	48,341	66,437	95,865	未分配利润	26,456	40,943	67,124	106,411	157,364	208,317
营业利润率	2.1%	5.1%	6.3%	6.1%	6.9%	9.0%	少数股东权益	9,175	10,361	11,652	13,011	14,411	15,811
营业外收支	-114	-462	-834	-160	-160	-160	负债股东权益合计	295,780	493,861	679,548	723,865	844,432	964,998
税前利润	4,518	21,080	37,269	48,181	66,277	95,705	比率分析						
利润率	2.1%	5.0%	6.2%	6.1%	6.9%	9.0%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-551	-3,367	-5,925	-5,974	-8,218	-11,867	每股指标						
所得税率	12.2%	16.0%	15.9%	12.4%	12.4%	12.4%	每股收益	1.046	5.710	10.319	14.035	19.463	28.301
净利润	3,967	17,713	31,344	42,206	58,058	83,837	每股净资产	32.657	38.139	47.682	61.246	78.748	96.251
少数股东损益	922	1,091	1,303	1,350	1,400	1,450	每股经营现金净流	22.488	48.379	58.302	33.242	39.508	49.183
归属于母公司的净利润	3,045	16,622	30,041	40,856	56,658	82,387	每股股利	0.105	0.575	1.039	1.413	1.960	2.850
净利率	1.4%	3.9%	5.0%	5.2%	5.9%	7.7%	回报率						
							净资产收益率	3.20%	14.97%	21.64%	22.92%	24.71%	29.40%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	1.03%	3.37%	4.42%	5.64%	6.71%	8.54%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	3.37%	12.52%	14.99%	17.45%	20.73%	27.98%
净利润	3,967	17,713	31,344	42,206	58,058	83,837	增长率						
少数股东损益	922	1,091	1,303	1,350	1,400	1,450	主营业务收入增长率	38.02%	96.20%	42.04%	23.98%	22.58%	10.04%
非现金支出	15,354	22,746	29,528	38,725	45,965	53,205	EBIT 增长率	-53.07%	299.01%	56.00%	16.01%	43.45%	83.98%
非经营收益	1,940	1,567	15,165	5,650	3,722	1,793	净利润增长率	-28.08%	445.86%	76.95%	27.91%	38.68%	44.40%
营运资金变动	44,206	98,812	125,031	10,192	7,267	4,343	总资产增长率	47.14%	66.97%	37.60%	17.13%	16.66%	14.28%
经营活动现金净流	65,467	140,838	169,725	96,773	115,013	143,179	资产管理能力						
资本开支	-36,517	-97,189	-108,016	-42,722	-47,677	-52,632	应收账款周转天数	65.4	32.3	59.0	62.0	65.0	68.0
投资	-3,304	-10,463	-12,598	-500	-500	-500	存货周转天数	72.6	63.5	75.0	78.0	79.0	80.0
其他	-5,582	-12,944	-5,050	-200	-200	-200	应付账款周转天数	112.7	110.8	112.0	112.0	112.0	112.0
投资活动现金净流	-45,404	-120,596	-125,664	-43,422	-48,377	-53,332	固定资产周转天数	103.4	113.5	76.6	61.1	47.6	47.3
股权募资	37,314	508	98	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-17,006	-16,413	45,304	-18,477	-26,143	-33,810	净负债/股东权益	-21.19%	-43.57%	0.58%	-23.31%	-41.28%	-44.62%
其他	-3,145	-3,583	-32,585	-9,348	-9,419	-9,491	EBIT 利息保障倍数	3.0	-13.1	-15.2	14.6	42.3	24.4
筹资活动现金净流	17,163	-19,489	12,817	-27,825	-35,563	-43,301	资产负债率	64.76%	75.42%	77.86%	73.57%	71.15%	69.33%
现金净流量	37,181	1,363	56,879	25,527	31,073	46,546							

来源：比亚迪年报、国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、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。

本报告仅为参考之用，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。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。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、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。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究