

## 规模效应助力单车盈利提升, 技术进步 扩大规模与成本优势

比亚迪(002594.SZ)

推荐

维持评级

### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年度财务报告, 全年公司实现营业收入 6023.15 亿元, 同比+42.04%, 实现归母净利润 300.41 亿元, 同比+80.72%, 实现扣非归母净利润 284.62 亿元, 同比+82.01%, EPS 为 10.32 元。

### 我们的分析和判断:

- 乘用车销量高增驱动营收增长, 碳酸锂成本下行叠加规模效应助力单车利润再提升。** 公司营收增量主要来源于新能源乘用车销量的高速增长, 2023 年全年公司乘用车销售 301.29 万辆, 同比+69.07%, 贡献营业收入 4066.28 亿元, 同比+49.37%, 单车均价为 13.5 万元(剔除增值税), 同比-11.66%, 单车均价的下滑主要是由于公司 2023 年初推出旗下主力产品的冠军版改款, 依托行业领先的新能源产品制造技术, 以更低的产品售价引领新能源车对燃油车的替代, 但公司不断升级产品性能, 做到“降价不降配”, 驱动自主品牌新能源产品的持续升级。公司销量高增和技术升级带来的规模效应叠加碳酸锂价格回落带动公司盈利能力的继续提升, 2023 年全年汽车、汽车相关产品及其他产品毛利率同比上升 2.63pct 至 23.02%, 对冲了公司产品降价影响, 驱动单车利润上升。剔除比亚迪电子盈利, 在光伏及储能业务盈亏平衡的假设下, 2023 年公司单车利润为 0.91 万元, 同比+5.11%, 其中下半年单车利润为 0.99 万元, 环比上半年提升 23.79%, 领先的新能源车制造与技术优势是公司在竞争激烈的市场保持龙头地位的核心竞争壁垒。
- 期间费用结构继续优化, 渠道建设加速为全产品矩阵夯实基础。** 2023 年, 公司销售/管理/财务费用率分别为 4.19%/2.23%/-0.24%, 同比分别+0.63pct/-0.12pct/+0.14pct, 期间费用结构继续优化, 一方面, 销售费用率的上涨主要来源于渠道扩张带来的费用增长, 类比大众的“高尔夫+帕萨特+奥迪+保时捷”的 5-100 万元产品价格带, 公司已形成“王朝+海洋+腾势+仰望+方程豹”的完备产品矩阵, 覆盖低-中-高端全价格带, 渠道建设加速将为销量的持续增长夯实基础; 另一方面, 管理费用率在营收高增带来的规模效应下继续优化, 管理效能不断提升。
- 高强度研发加速技术成果转化, 新技术继续扩大规模与成本优势。** 2023 年公司研发费用为 395.75 亿元, 同比+112.15%, 研发费用率为 6.57%, 同比+2.17pct, 截止 2023 年底, 公司研发人员数量为 10.28 万人, 同比+47.56%, 研发人员占比上升至 14.62%, 公司将继续以研发为驱动, 巩固规模与成本优势。**规模优势方面,** 2023 年公司相继发布易四方、云辇、DMO 超级混动越野平台等颠覆性技术, 为高端产品带来差异化竞争力, 高端品牌销量节节攀升。2024 年初, 公司发布璇玑架构, 实现电动化与智能化高效融合, 有望继续引领行业技术进步, 依托新技术成果带来的产品差异化竞争优势推动新能源车对燃油车的持续替代;**成本优势方面,** 2024 年初, 公司推出主力产品改款-荣耀版, 在提升配置的同时进一步降低产品售价, 电动化技术的迭代进步为产品价格的持续下探打下坚实基础, 助力公司在引领新能源车对燃油车的加速替代的过程中维持稳定的盈利水平。展望后续, 公司还将在今年发布新一代插混系统平台, 有望应用于秦 L、海豹 06 等新车型, 带来产品的进一步降本增效, 助力公司在新能源车市场格局重塑的进程中稳中有进。我们认为公司在电动化、智能化的技术领先优势将持续带动公司销量增长, **因此维持对公司全年销售 380 万辆, 出口 50 万辆的销量预期不变。**

### 分析师

石金漫

☎: 010-80927689

✉: shijinman\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

### 研究助理

秦智坤

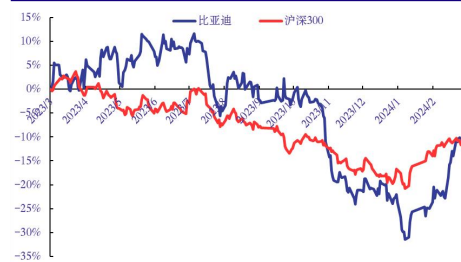
✉: qinzhikun\_yj@chinastock.com.cn

### 市场数据

2024-3-26

股票代码	002594.SZ
A 股收盘价(元)	219.60
上证指数	3,031.48
总股本/实际流通 A 股(万股)	291,114/116,426
流通 A 股市值(亿元)	2,556.72

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 同花顺 iFind, 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河汽车石金漫】公司点评报告-比亚迪(002594.SZ): 全年销售突破 300 万辆, 新产品、高端化、出口形成 2024 年三大增长动能

- **投资建议：**我们预计公司 2024~2026 年营业收入分别为 7502.12/9029.17/10156.81 亿元，归母净利润分别为 373.08/472.62/561.13 亿元，对应 EPS 分别为 12.82 元、16.23 元、19.27 元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新能源车销量不及预期的风险；2、海外市场拓展面临政策不确定性的风险；3、市场竞争加剧的风险。

表 1：主要财务指标预测

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	602,315.35	750,211.93	902,917.34	1,015,680.51
收入增长率%	42.04	24.55	20.35	12.49
净利润(百万元)	30040.81	37,308.48	47,262.04	56,111.92
利润增速%	80.72	24.19	26.68	18.73
毛利率%	20.21	20.59	21.08	21.37
摊薄 EPS(元)	10.32	12.82	16.23	19.27
PE	21.28	17.14	13.53	11.39
PB	4.61	3.62	2.86	2.28
PS	1.06	0.85	0.71	0.63

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## 附录：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>302121.45</b>	<b>357970.77</b>	<b>447227.38</b>	<b>531712.07</b>	营业收入	602315.35	750211.93	902917.34	1015680.51
现金	109094.41	125553.52	186232.57	244653.84	营业成本	480558.35	595741.53	712595.77	798617.57
应收账款	61866.02	71074.54	86425.04	94077.41	营业税金及附加	10349.63	12873.65	15504.48	17434.95
其它应收款	2757.91	3407.07	4117.45	4622.18	营业费用	25211.40	31884.01	39728.36	44689.94
预付账款	2215.41	8335.83	6628.01	9301.33	管理费用	13461.71	15754.45	18690.39	20516.75
存货	87676.75	93980.58	104868.80	109355.87	财务费用	-1474.89	65.78	135.74	-400.64
其他	38510.95	55619.23	58955.51	69701.44	资产减值损失	-2188.22	-2042.42	-2017.88	-2030.15
<b>非流动资产</b>	<b>377426.22</b>	<b>463374.95</b>	<b>534234.90</b>	<b>587824.66</b>	公允价值变动收益	257.74	0.00	0.00	0.00
长期投资	17647.21	22518.32	26034.78	30228.56	投资净收益	1635.14	1875.53	2076.71	2031.36
固定资产	230903.82	292109.48	340243.87	368426.62	营业利润	38103.10	46877.38	59339.29	70244.31
无形资产	37236.26	47301.92	59341.13	70393.57	营业外收入	711.37	619.17	665.27	642.22
其他	91638.93	101445.23	108615.13	118775.91	营业外支出	1545.83	1267.45	1406.64	1337.04
<b>资产总计</b>	<b>679547.67</b>	<b>821345.72</b>	<b>981462.28</b>	<b>1119536.72</b>	利润总额	37268.64	46229.11	58597.92	69549.49
<b>流动负债</b>	<b>453666.67</b>	<b>556150.94</b>	<b>666995.69</b>	<b>746596.17</b>	所得税	5924.57	7366.11	9326.11	11075.53
短期借款	18323.22	22382.65	30997.42	37334.52	净利润	31344.07	38863.00	49271.81	58473.96
应付账款	194429.82	239419.63	287345.89	321492.83	少数股东损益	1303.26	1554.52	2009.78	2362.04
其他	240913.64	294348.67	348652.38	387768.82	归属母公司净利润	30040.81	37308.48	47262.04	56111.92
<b>非流动负债</b>	<b>75418.89</b>	<b>75418.89</b>	<b>75418.89</b>	<b>75418.89</b>	EBITDA	78141.04	105026.41	140800.37	164362.55
长期借款	11975.14	11975.14	11975.14	11975.14	EPS (元)	10.32	12.82	16.23	19.27
其他	63443.75	63443.75	63443.75	63443.75					
<b>负债合计</b>	<b>529085.56</b>	<b>631569.83</b>	<b>742414.58</b>	<b>822015.06</b>					
少数股东权益	11652.05	13206.57	15216.34	17578.39	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
归属母公司股东权益	138810.07	176569.32	223831.36	279943.28	营业收入	42.04%	24.55%	20.35%	12.49%
<b>负债和股东权益</b>	<b>679547.67</b>	<b>821345.72</b>	<b>981462.28</b>	<b>1119536.72</b>	营业利润	76.88%	23.03%	26.58%	18.38%
					归属母公司净利润	80.72%	24.19%	26.68%	18.73%
					毛利率	20.21%	20.59%	21.08%	21.37%
					净利率	4.99%	4.97%	5.23%	5.52%
					ROE	21.64%	21.13%	21.12%	20.04%
					ROIC	14.74%	16.17%	16.54%	16.00%
					资产负债率	77.86%	76.89%	75.64%	73.42%
					净负债比率	351.64%	332.80%	310.57%	276.29%
					流动比率	0.67	0.64	0.67	0.71
					速动比率	0.42	0.41	0.45	0.50
					总资产周转率	1.03	1.00	1.00	0.97
					应收帐款周转率	11.96	11.29	11.47	11.25
					应付帐款周转率	2.87	2.75	2.71	2.62
					每股收益	10.32	12.82	16.23	19.27
					每股经营现金	58.30	54.64	70.11	69.43
					每股净资产	47.68	60.65	76.89	96.16
					P/E	21.28	17.14	13.53	11.39
					P/B	4.61	3.62	2.86	2.28
					EV/EBITDA	6.58	5.38	3.64	2.80
					P/S	1.06	0.85	0.71	0.63

数据来源：公司公告，中国银河证券研究院预测

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

**石金漫 汽车行业首席分析师。**香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671liyongyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721tianwei@chinastock.com.cn  
 唐嫚玲 010-80927722tangmanling\_bj@chinastock.com.cn