

汽车	收盘价 港元 202.80	目标价 港元 306.48↓	潜在涨幅 +51.1%	2024年3月27日
----	------------------	-------------------	----------------	------------

## 比亚迪股份 (1211 HK)

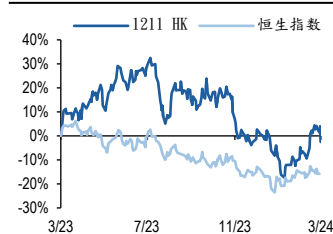
### 业绩符合市场预期，出口和高端化进入快速通道，维持买入

- 业绩符合市场预期。比亚迪 2023 年归母净利润同比增长 81% 至 300 亿元（人民币，下同），扣非净利润 285 亿元，同比增 82%，业绩位于之前预告的中值，符合预期。全年收入 6023 亿元，同比增 42%。毛利率 20%，同比增 3.2 个百分点，受惠规模效应和高价车型占比上升。费用率方面，全年销售/管理/研发支出同比分别增长 67.4%/34.5%/112.1%，三项费用占收入比例由 10.3% 上升至 13.0%，新车型研发投入和推广推高费用支出。2023 年净利率 5%，同比增 1.0 个百分点。其中 2023 年 4 季度归母净利润 86.7 亿元，环比减 17%；毛利率 21%，环比减 0.9 百分点。4 季度主要是受到年底促销降价冲量，行业价格战和年底的费用支出较高所影响。
- 预计单车利润受压，但以价换量抢占市场更为重要。我们测算比亚迪去年 4 季度单车利润~8,500 元，环比下降~23%，受促销降价影响。我们预计随着今年 1 季度推出多款荣耀版车型，单车利润将受压。但同时我们也观察到荣耀版车型推出后比亚迪的周度销量重回增长，对同行销量有一定压力。比亚迪周度销量从春节后的 3 万辆恢复至 3 月 18 日-24 日的 5.8 万辆。我们预测比亚迪今年销量增长 24.9% 至 377 万辆，市占率有望进一步提升。我们认为比亚迪将会在大众市场（人民币 20 万以下）依靠供应链优势降本和降价，抢占市场份额。而方程豹、腾势和仰望则作为高端车型补充，对盈利有正面影响，我们预测高端品牌将占总销量约 8%，同比提升 4 个百分点。另外，我们预计 2024 年出口销量 49 万辆，占总销量 13.3%。
- 维持买入，出口和高端化进入快速通道。我们略为下调 2024/2025 年盈利预测，以反映单车利润受压。但我们认为比亚迪的垂直供应链优势和定价权将持续领跑同行，而出口和高端化提速有望增厚利润。我们维持买入评级，根据 SOTP 估值略为下调目标价至 306.48 港元（原 309.67 港元），对应 2024 年预测市盈率 22 倍。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

#### 股份资料

52周高位 (港元)	275.60
52周低位 (港元)	171.70
市值 (百万港元)	856,646.33
日均成交量 (百万)	20.63
年初至今变化 (%)	(5.41)
200天平均价 (港元)	216.50

资料来源: FactSet

#### 陈庆

angus.chan@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3601

#### 李易, CFA

iris.li@bocomgroup.com  
(852) 3766 1850

#### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	424,061	602,315	764,807	905,383	1,056,896
同比增长 (%)	96.2	42.0	27.0	18.4	16.7
净利润 (百万人民币)	16,622	30,041	36,063	43,896	52,308
每股盈利 (人民币)	7.38	13.33	16.01	19.48	23.22
同比增长 (%)	445.9	80.7	20.0	21.7	19.2
前EPS预测值 (人民币)			16.92	21.09	
调整幅度 (%)			-5.4	-7.6	
市盈率 (倍)	25.4	14.0	11.7	9.6	8.1
每股账面净值 (人民币)	49.28	61.61	78.46	98.97	123.41
市账率 (倍)	3.80	3.04	2.39	1.89	1.52
股息率 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 比亚迪 2023 年业绩

人民币百万	2022	2023	同比
<b>收入</b>	<b>424,061</b>	<b>602,315</b>	<b>42.0%</b>
<b>毛利</b>	<b>72,245</b>	<b>121,757</b>	<b>68.5%</b>
毛利率	17.0%	20.2%	
<b>主要支出</b>			
销售费用	15,061	25,211	67.4%
管理费用	10,007	13,462	34.5%
研发费用	18,654	39,575	112.1%
<b>占收入的百分比</b>			
销售费用	3.6%	4.2%	
管理费用	2.4%	2.2%	
研发费用	4.4%	6.6%	
<b>营业利润</b>	<b>19,869</b>	<b>30,971</b>	<b>55.9%</b>
营业利润率	4.7%	5.1%	
<b>净利润</b>	<b>16,622</b>	<b>30,041</b>	<b>80.7%</b>
净利润率	3.9%	5.0%	

资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 2: 比亚迪 (1211 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
3808 HK	中国重汽	买入	19.54	26.49	35.6%	2024年03月26日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	14.68	18.60	26.7%	2024年03月14日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	202.80	306.48	51.1%	2024年03月27日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	117.50	192.81	64.1%	2024年02月27日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	9.12	12.50	37.1%	2023年08月23日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	8.69	12.25	41.0%	2023年07月17日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	中性	36.70	40.30	9.8%	2024年03月06日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.14	4.43	41.1%	2023年08月28日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	沽出	32.10	29.96	-6.7%	2024年03月20日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 27 日

2024年3月27日  
 比亚迪股份 (1211 HK)

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	424,061	602,315	764,807	905,383	1,056,896
主营业务成本	(351,816)	(480,558)	(614,566)	(726,017)	(846,178)
<b>毛利</b>	<b>72,245</b>	<b>121,757</b>	<b>150,241</b>	<b>179,366</b>	<b>210,717</b>
销售及管理费用	(25,068)	(38,673)	(48,948)	(57,945)	(67,641)
研发费用	(18,654)	(39,575)	(42,064)	(49,796)	(58,129)
其他经营净收入/费用	(5,546)	(5,096)	(10,847)	(12,841)	(14,990)
<b>经营利润</b>	<b>22,976</b>	<b>38,413</b>	<b>48,382</b>	<b>58,785</b>	<b>69,957</b>
财务成本净额	1,618	1,475	1,873	2,217	2,588
应占联营公司利润及亏损	(792)	1,635	765	905	1,057
其他非经营净收入/费用	(2,723)	(4,254)	(5,844)	(6,918)	(8,076)
<b>税前利润</b>	<b>21,080</b>	<b>37,269</b>	<b>45,176</b>	<b>54,989</b>	<b>65,526</b>
税费	(3,367)	(5,925)	(7,215)	(8,782)	(10,465)
非控股权益	(1,091)	(1,303)	(1,898)	(2,310)	(2,753)
<b>净利润</b>	<b>16,622</b>	<b>30,041</b>	<b>36,063</b>	<b>43,896</b>	<b>52,308</b>
作每股收益计算的净利润	16,622	30,041	36,063	43,896	52,308

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51,471	109,094	128,279	170,935	229,208
有价证券	20,627	9,563	9,563	9,563	9,563
应收账款及票据	48,962	66,839	67,834	79,388	94,737
存货	79,107	87,677	106,646	125,987	146,839
其他流动资产	40,636	28,948	29,609	30,303	31,031
<b>总流动资产</b>	<b>240,804</b>	<b>302,121</b>	<b>341,931</b>	<b>416,176</b>	<b>511,378</b>
物业、厂房及设备	131,880	230,904	259,291	281,616	298,144
无形资产	25,431	46,267	46,681	47,099	47,522
合资企业/联营公司投资	15,485	17,647	18,530	19,456	20,429
长期应收收入	1,119	8,238	8,650	9,083	9,537
其他长期资产	79,142	74,370	74,636	74,916	75,209
<b>总长期资产</b>	<b>253,057</b>	<b>377,426</b>	<b>407,788</b>	<b>432,170</b>	<b>450,841</b>
<b>总资产</b>	<b>493,861</b>	<b>679,548</b>	<b>749,720</b>	<b>848,346</b>	<b>962,219</b>
短期贷款	5,153	18,323	19,386	20,510	21,700
应付账款	143,766	198,483	218,886	258,581	303,697
其他短期负债	184,426	236,860	245,109	253,770	262,864
<b>总流动负债</b>	<b>333,345</b>	<b>453,667</b>	<b>483,381</b>	<b>532,862</b>	<b>588,261</b>
长期贷款	7,594	11,975	12,574	13,203	13,863
其他长期负债	31,533	63,444	63,444	63,444	63,444
<b>总长期负债</b>	<b>39,126</b>	<b>75,419</b>	<b>76,018</b>	<b>76,646</b>	<b>77,306</b>
<b>总负债</b>	<b>372,471</b>	<b>529,086</b>	<b>559,399</b>	<b>609,508</b>	<b>665,567</b>
股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
储备及其他资本项目	108,118	135,899	173,860	220,066	275,127
<b>股东权益</b>	<b>111,029</b>	<b>138,810</b>	<b>176,771</b>	<b>222,977</b>	<b>278,038</b>
非控股权益	10,361	11,652	13,550	15,860	18,613
<b>总权益</b>	<b>121,390</b>	<b>150,462</b>	<b>190,321</b>	<b>238,838</b>	<b>296,652</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	17,713	31,344	37,961	46,207	55,061
折旧及摊销	19,704	41,890	27,840	31,934	35,897
营运资本变动	98,618	89,459	8,275	17,029	17,555
其他经营活动现金流	4,802	7,032	(661)	(694)	(728)
<b>经营活动现金流</b>	<b>140,838</b>	<b>169,725</b>	<b>73,416</b>	<b>94,476</b>	<b>107,785</b>
资本开支	(108,030)	(124,178)	(55,626)	(53,293)	(51,067)
投资活动	36,450	12,598	1,296	1,345	1,396
其他投资活动现金流	(49,016)	(14,083)	(1,562)	(1,624)	(1,689)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(120,596)</b>	<b>(125,664)</b>	<b>(55,893)</b>	<b>(53,573)</b>	<b>(51,361)</b>
负债净变动	(16,413)	18,073	1,662	1,753	1,850
其他融资活动现金流	(3,076)	(5,256)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(19,489)</b>	<b>12,817</b>	<b>1,662</b>	<b>1,753</b>	<b>1,850</b>
汇率收益/损失	610	451	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>49,820</b>	<b>51,182</b>	<b>109,094</b>	<b>128,279</b>	<b>170,935</b>
<b>年末现金</b>	<b>51,471</b>	<b>109,094</b>	<b>128,279</b>	<b>170,935</b>	<b>229,208</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	7.378	13.333	16.006	19.483	23.216
全面摊薄每股收益	7.378	13.333	16.006	19.483	23.216
每股股息	0.114	0.310	0.288	0.350	0.417
每股账面值	49.280	61.610	78.458	98.967	123.405
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	17.0	20.2	19.6	19.8	19.9
EBIT利润率	5.3	6.3	6.1	6.2	6.4
净利率	3.9	5.0	4.7	4.8	4.9
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	4.2	5.1	5.0	5.5	5.8
ROE	14.7	22.1	21.2	20.5	19.5
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9

## 交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
  - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
  - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。