

事件概述: 2023 公司年营收 6,023.2 亿元, 同比+42.0%; 归母净利润 300.4 亿元, 同比+80.7%; 扣非净利润为 284.6 亿元, 同比+82.0%; 其中, 2023Q4 公司营收 1,800.4 亿元, 同比+15.1%, 环比+11.0%; 归母净利为 86.7 亿元, 同比+18.6%, 环比-16.7%; 扣非净利润为 91.1 亿元, 同比+25.3%, 环比-5.6%。

利润符合预期, 高端、出口、降本拉动业绩。 2023 年归母净利润 300.41 亿元, 23Q4 归母净利润 86.7 亿元, 同比+18.6%, 环比-16.7%, 符合我们预期。

23Q4 终端优惠放大, ASP 略有下滑。 受益 23Q4 销售旺季及公司销量爬坡 (批发 94.3 万辆, 同比+38.2%, 环比+14.7%), Q4 营收同比稳健增长。23Q4 单车 ASP 15.0 万元, 环比-4,200 元, 预计主要受 23 年 11 月开始王朝、海洋车型加大优惠力度影响;

高端、出口、电池降本拉动, 盈利相当稳健。 盈利方面, 23Q4 公司毛利率 21.2%, 环比-0.9pct, 汽车+电池毛利率 24.8%, 环比-1.3pct; 单车扣非盈利 0.90 万元 (环比下滑 1,550 元), 利润下滑幅度小于优惠, 我们认为主要是由于高端化车型腾势、方程豹、仰望 U8 的上量 (23Q4 分别 3.5/0.5/0.2 万辆), 电池成本下降 (约环比贡献 2000+元/车利润增量), 出口销量提升 (23Q4 出口销量 9.7 万辆, 环比+2.6 万辆) 以及规模效应等综合因素拉动, 单车盈利整体保持稳定。

王朝海洋重磅车型焕新 价格下探份额有望向上。 2023 年比亚迪乘用车市场份额达 12.0%, 新能源/插混/混动市场份额分别为 34.6%/26.5%/51.4%, 在 20 万以下新能源市场份额达 43.5%。2024 年 2 月以来, 王朝、海洋相继推出荣耀版车型, 主要车型价格下探较此前终端价格下探约 5,000-1 万元, 降价后刺激效果明显。我们判断, 比亚迪在 20 万以下成本优势领先, 伴随海豹 06、秦 L 新车上市, 产品矩阵进一步丰富, 基盘市场份额有望持续向上。

高端、出口加速 有望拉动盈利水平向上。 2024 年, 公司海外市场布局进一步加速, 有望在欧洲、东南亚、澳新迎来快速发展, 我们预计 2024 年出口销量有望达 50 万辆, 同比+108%; 高端化方面, 腾势旗舰轿车、运动轿车、豪华 SUV; 以及方程豹 8/3; 仰望 U9/U7 等高端品牌新车上市。出口+高端有望拉动整体盈利能力, 打开全球、全价格带市场空间。

投资建议: 我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上, 加速出海成为全球领先新能源车企, 调整盈利预测, 预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/10,003.3/11,603.8 亿元, 归母净利润 397.1/515.6/646.9 亿元, EPS 13.64/17.71/22.22 元, 对应 2024 年 3 月 28 日 208.4 元/股收盘价, PE 分别为 15/12/9 倍, 维持“推荐”评级。

风险提示: 车市下行风险, 新车型销量、需求不及预期, 出海进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	602,315	833,604	1,000,325	1,160,377
增长率 (%)	42.0	38.4	20.0	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,041	39,711	51,555	64,691
增长率 (%)	80.7	32.2	29.8	25.5
每股收益 (元)	10.32	13.64	17.71	22.22
PE	20	15	12	9
PB	4.4	3.5	2.8	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
208.38 元

分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评一: 月销持续突破 出海海阔天空 -2023/12/04
2. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评二: 2023 销量突破 300 万 2024 看高端+出海演绎 -2024/01/02
3. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评三: 出口支撑利润 2024 看高端化+智能化演绎 -2024/01/30
4. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评四: 高端销量亮眼 出海稳步推进 -2024/02/02

表1：比亚迪财务数据

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
分季度销量 (万辆)	29.0	35.3	53.7	68.2	54.8	70.0	82.2	94.3
同比	182.0%	153.3%	163.8%	140.1%	89.1%	98.1%	53.0%	38.2%
环比	2.0%	22.0%	52.0%	27.0%	-19.7%	27.8%	17.4%	14.7%
总营收 (亿元)	668.3	837.8	1,170.8	1,563.7	1,201.7	1,399.5	1,621.5	1,800.4
同比	63.0%	67.9%	115.6%	120.4%	79.8%	67.0%	38.5%	15.1%
环比	-5.8%	25.4%	39.7%	33.6%	-23.1%	16.5%	15.9%	11.0%
汽车+电池 (亿元)	458.9	610.2	896.2	1,203.4	938.0	1,092.4	1,271.0	1,417.8
YoY	117.5%	141.6%	172.4%	151.6%	104.4%	79.0%	41.8%	17.8%
比亚迪电子 (亿元)	209.3	227.6	274.6	360.3	263.7	307.1	350.5	382.6
YoY	5.2%	-7.6%	28.3%	55.8%	26.0%	34.9%	27.6%	6.2%
营业成本 (亿元)	585.4	717.3	948.8	1,266.7	987.1	1,137.5	1,262.8	1,418.3
YoY	63.4%	65.1%	101.6%	105.5%	68.6%	58.6%	33.1%	12.0%
汽车+电池 (亿元)	387.5	501.5	692.1	928.6	743.6	863.2	938.0	1,065.5
YoY	125.0%	143.5%	154.4%	132.5%	91.9%	72.1%	35.5%	14.7%
比亚迪电子 (亿元)	197.9	215.8	256.7	338.0	243.4	274.3	324.7	352.8
YoY	6.3%	-5.6%	29.2%	55.8%	23.0%	27.1%	26.5%	4.4%
毛利率 (%)	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%
YoY (pct)	(0.2)	1.5	5.6	5.9	5.5	4.3	3.2	2.2
汽车+电池 (%)	15.6%	17.8%	22.8%	22.8%	20.7%	21.0%	26.2%	24.8%
YoY (pct)	(2.8)	(0.6)	5.5	6.4	5.2	3.2	3.4	2.0
比亚迪电子 (%)	5.5%	5.2%	6.5%	6.2%	7.7%	10.7%	7.4%	7.8%
YoY (pct)	(1.0)	(2.0)	(0.7)	0.0	2.2	5.5	0.8	1.6
归母净利润 (亿元)	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2	104.1	86.7
YoY	240.9%	197.8%	350.1%	1114.5%	411.1%	144.9%	82.2%	18.6%
环比	34.2%	244.9%	105.1%	27.9%	-43.5%	65.2%	52.6%	-16.7%
汽车+电池 (亿元)	6.9	24.9	53.2	69.0	38.3	61.3	94.1	80.2
YoY	334.3%	543.3%	470.7%	1276.9%	455.1%	146.3%	76.9%	16.2%
比亚迪电子 (归母口径, 亿元)	1.2	3.0	4.0	4.1	3.0	6.9	10.0	6.6
YoY	-77.7%	-45.7%	17.4%	305.5%	154.9%	132.9%	153.4%	60.7%
净利润率 (%)	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%
YoY (pct)	0.6	1.5	2.5	3.8	2.2	1.5	1.5	0.1
汽车+电池 (%)	1.5%	4.1%	5.9%	5.7%	4.1%	5.6%	7.4%	5.7%
YoY (pct)	2.9	2.5	3.1	4.7	2.6	1.5	1.5	(0.1)
比亚迪电子 (归母口径, %)	0.6%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	2.3%	2.9%	1.7%
YoY (pct)	(2.1)	(0.9)	(0.1)	0.7	0.6	1.0	1.4	0.6
*单车ASP (万元)	15.84	17.27	16.68	17.64	17.12	15.60	15.46	15.04
YoY	-22.9%	-4.6%	3.3%	4.8%	8.1%	-9.6%	-7.3%	-14.8%
*单车净利润 (万元)	0.24	0.70	0.99	1.01	0.70	0.88	1.14	0.85
YoY	183.1%	154.0%	116.3%	473.6%	193.6%	24.3%	15.6%	-16.0%
*单车扣非净利润 (万元)	0.14	0.63	0.92	1.01	0.60	0.78	1.05	0.90
YoY	122.9%	-983.0%	939.3%	969.8%	336.3%	23.8%	14.5%	-10.9%
单车扣非利润环比变化 (元)	424	4907	2922	871	-4109	1806	2760	-1550
单车毛利贡献								
*单车毛利 (元)	24,647	30,758	37,985	40,287	35,474	32,729	40,501	37,371
单车毛利环比变化 (元)	-3,088	6,111	7,227	2,302	-4,813	-2,745	7,772	-3,130
单车电池成本利润贡献								
碳酸锂价格 (万元/吨)	42	47	48	55	40	25	24	14
碳酸锂用量: 0.5875 KG/度电	0.5875	0.5875	0.5875	0.5875	0.5875	0.5875	0.5875	0.5875
比亚迪单车电池度数 (度/车)	40	40	40	40	40	40	40	40
电池成本 (元)	9,922	11,070	11,339	12,976	9,463	5,984	5,655	3,302
电池成本环比影响单车利润 (元)	-4,983	-1,149	-269	-1,637	3,514	3,479	329	2,353
单车摊销利润贡献								
*单车折旧及摊销 (万元)	1.20		0.80		1.33		1.26	
YoY	-43.1%		-39.5%		10.4%		57.5%	

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602,315	833,604	1,000,325	1,160,377
营业成本	480,558	672,552	810,264	939,906
营业税金及附加	10,350	14,171	17,006	19,726
销售费用	25,211	33,344	36,012	41,774
管理费用	13,462	18,339	22,007	24,948
研发费用	39,575	50,016	57,019	60,340
EBIT	34,588	49,605	61,667	77,193
财务费用	-1,475	-817	-2,302	-3,000
资产减值损失	-2,188	-3,570	-3,109	-3,636
投资收益	1,635	1,667	2,001	2,321
营业利润	38,103	48,519	62,860	78,878
营业外收支	-834	-100	0	0
利润总额	37,269	48,419	62,860	78,878
所得税	5,925	6,924	8,989	11,279
净利润	31,344	41,495	53,871	67,598
归属于母公司净利润	30,041	39,711	51,555	64,691
EBITDA	78,141	102,439	127,423	152,397

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	181,025	280,038	411,804
应收账款及票据	61,866	33,886	56,495	41,092
预付款项	2,215	7,307	7,114	8,906
存货	87,677	128,643	152,357	178,181
其他流动资产	41,269	57,942	59,156	71,956
流动资产合计	302,121	408,803	555,160	711,939
长期股权投资	17,647	19,314	21,315	23,636
固定资产	230,904	339,344	354,898	373,958
无形资产	37,236	40,455	40,942	41,400
非流动资产合计	377,426	487,605	502,084	520,357
资产合计	679,548	896,408	1,057,244	1,232,296
短期借款	18,323	25,323	26,323	27,323
应付账款及票据	198,483	276,798	333,870	387,137
其他流动负债	236,860	332,911	388,246	450,745
流动负债合计	453,667	635,032	748,440	865,205
长期借款	11,975	11,975	13,475	14,475
其他长期负债	63,444	63,452	63,452	63,452
非流动负债合计	75,419	75,427	76,927	77,927
负债合计	529,086	710,459	825,366	943,131
股本	2,911	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	11,652	13,436	15,753	18,660
股东权益合计	150,462	185,949	231,878	289,165
负债和股东权益合计	679,548	896,408	1,057,244	1,232,296

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.04	38.40	20.00	16.00
EBIT 增长率	63.52	43.41	24.32	25.18
净利润增长率	80.72	32.19	29.82	25.48
盈利能力 (%)				
毛利率	20.21	19.32	19.00	19.00
净利润率	4.99	4.76	5.15	5.58
总资产收益率 ROA	4.42	4.43	4.88	5.25
净资产收益率 ROE	21.64	23.02	23.85	23.92
偿债能力				
流动比率	0.67	0.64	0.74	0.82
速动比率	0.42	0.38	0.48	0.56
现金比率	0.24	0.29	0.37	0.48
资产负债率 (%)	77.86	79.26	78.07	76.53
经营效率				
应收账款周转天数	37.49	15.46	21.47	13.46
存货周转天数	66.59	71.75	70.03	70.61
总资产周转率	1.03	1.06	1.02	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	10.32	13.64	17.71	22.22
每股净资产	47.68	59.26	74.24	92.92
每股经营现金流	58.30	78.31	66.39	80.61
每股股利	3.10	2.73	3.54	4.44
估值分析				
PE	20	15	12	9
PB	4.4	3.5	2.8	2.2
EV/EBITDA	6.97	5.31	4.27	3.57
股息收益率 (%)	1.49	1.31	1.70	2.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,495	53,871	67,598
折旧和摊销	43,553	52,834	65,756	75,203
营运资金变动	92,770	128,533	68,300	86,875
经营活动现金流	169,725	227,969	193,260	234,665
资本开支	-121,623	-159,256	-76,451	-89,373
投资	-16,089	5,200	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-125,664	-154,056	-77,851	-91,273
股权募资	98	0	0	0
债务募资	18,073	7,100	-5,200	2,030
筹资活动现金流	12,817	-1,983	-16,396	-11,624
现金净流量	57,329	71,930	99,013	131,767

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026