

比亚迪 (002594)

年报深度拆解系列二： 如何看待比亚迪未来盈利提升潜力

投资要点：

年初比亚迪推出荣耀版车型，订单大幅提升，但市场部分观点认为比亚迪的持续降价，会影响整体盈利，且未来长期空间成长性不足。本篇报告从 2023 年年报角度出发，解答三个问题：1) 为何 2023 年单车收入下降；2) 单车收入下降背景下，为何盈利能力仍有提升；3) 从折旧和费用看比亚迪报表质量。

➤ **原材料价格下降、价格战和车型周期影响，2023 年单车收入同比下降**
2023 年比亚迪实现收入 6023.2 亿元，同比增长 42.0%；乘用车销量 301.3 万辆，同比增长 67.7%。乘用车单车收入从 2022 年的 15.2 万元下降至 13.5 万元，主因是：1) 原材料成本下行，推动公司定价策略下探；2) 冠军版推出，带动整体价格下移。3) 新车型旺销，带动中低端销量增长。

➤ **规模效应下，高端+出口车型高增，实现毛利率、净利率双升**
2023 年比亚迪实现归母净利润 300.4 亿元，同比增长 80.72%。归母净利润率 5.0%，同比提升 1.1pct。其中汽车分部的毛利率为 23.0%，同比提升 2.6pct，盈利能力持续提升。主要得益于：1) 产能利用率保持高水平，规模效应带来成本边际改善；2) 2023 年高端+出口销量快速提升。当前比亚迪资本开支节奏放缓、新增在建工程、资本开支出现下降，大额产能投放或接近尾声，未来折旧摊销压力有望减轻，利于公司后续业绩释放。

➤ **大额折旧及高额研发费用影响短期利润，看好中长期盈利水平提升**
2023 年比亚迪对会计估计进行变更，加速机械设备等固定资产折旧速度，变更后 2023 年折旧率为 14.5%，同比提升 5.0pct。研发方面，2023 年研发共投入 399.2 亿元，同比增长 97.4%，其中达到资本化条件的研发支出 3.4 亿元，资本化率仅为 0.9%，后续无摊销负担，有利于中长期盈利水平提升。

➤ **盈利预测、估值与评级**
我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8130.6/9529.8/11626.4 亿元，同比增速分别为 35.0%/17.2%/22.0%，归母净利润分别为 410.8/520.3/685.6 亿元，同比增速分别为 36.7%/26.7%/31.8%，EPS 分别为 14.1/17.9/23.6 元/股，3 年 CAGR 为 31.7%。鉴于公司是全球新能源龙头，技术实力优秀且持续迭代，内销各价格带份额领先且有望保持，出口和高端化打开空间，折旧及摊销压力有望减轻，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 282.22 元，维持“买入”评级。

风险提示：1. 行业竞争加剧；2. 上游原材料涨价；3. 出海运价上涨。

行业：汽车/乘用车
投资评级：买入（维持）
当前价格：213.60 元
目标价格：282.22 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,911.14/2,262.26
流通 A 股市值(百万元)	248,686.37
每股净资产(元)	47.68
资产负债率(%)	77.86
一年内最高/最低(元)	276.58/162.77

股价相对走势



作者

分析师：高登
执业证书编号：S0590523110004
邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
分析师：陈斯竹
执业证书编号：S0590523100009
邮箱：chenszh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424061	602315	813062	952984	1162640
增长率(%)	96.20%	42.04%	34.99%	17.21%	22.00%
EBITDA(百万元)	39245	77953	73039	88912	110716
归母净利润(百万元)	16622	30041	41079	52031	68557
增长率(%)	445.86%	80.72%	36.74%	26.66%	31.76%
EPS(元/股)	5.71	10.32	14.11	17.87	23.55
市盈率(P/E)	37.3	20.6	15.1	11.9	9.0
市净率(P/B)	5.6	4.5	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	19.0	7.4	8.6	6.6	4.7

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

相关报告

1、《比亚迪 (002594)：3 月销量重回高增长，高端+出口打开盈利空间》2024.04.02
2、《比亚迪 (002594)：利润再创新高，分红比例大幅提升》2024.03.28

核心逻辑

2023 年原材料成本下降驱动比亚迪通过冠军版车型降价+新车矩阵，拉动整体销量高速增长。同时高盈利车型占比提升，叠加规模效应降本，带动比亚迪实现毛利率、净利率双增长。通过对比比亚迪资本开支、固定资产、在建工程等相关科目的拆解，得出比亚迪短期利润释放，看好“轻装上阵”的比亚迪后续通过品牌高端化+出海战略，叠加新车周期驱动，盈利能力持续得到改善。

不同于市场的观点

新能源车市场竞争加剧，行业价格战持续。市场观点认为，在此背景之下，比亚迪只能通过“以价换量”策略稳固市场份额，盈利水平难以维持。本报告通过对 2023 年的业绩进行归因，以及对比亚迪资本开支、固定资产、在建工程等相关科目的拆解，得出比亚迪后续的折旧及摊销压力有望减轻，看好后续比亚迪通过规模效应，叠加高端化+出海战略持续拉动盈利能力提升。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8130.6/9529.8/11626.4 亿元，同比增速分别为 35.0%/17.2%/22.0%，归母净利润分别为 410.8/520.3/685.6 亿元，同比增速分别为 36.7%/26.7%/31.8%，EPS 分别为 14.1/17.9/23.6 元/股，3 年 CAGR 为 31.7%。鉴于公司是全球新能源龙头，技术实力优秀且持续迭代，内销各价格带份额领先且有望保持，出口和高端化打开空间，折旧及摊销压力有望减轻，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 20 倍 PE，目标价 282.22 元，维持“买入”评级。

投资看点

- **短期来看：**价格战背景下，比亚迪通过自身车型矩阵和成本优势，即使单车收入端承压，也实现了毛利率和净利润率双增长。
- **长期来看：**2023 年比亚迪变更会计估计，整体折旧率较大幅度上升，当期计提大额折旧，叠加研发支出高增的同时资本化率低，后续折旧摊销压力有望逐步减小。比亚迪基本盘稳固且持续向上，销量持续领跑的基础之上，出口和高端化打开营收和利润空间，看好比亚迪中长期维度下的业绩持续兑现。

正文目录

1. 年度回顾：销量突破 300 万辆，业绩大幅增长	4
1.1 受原材料价格下降、价格战和车型周期影响，单车售价略有下滑	4
1.2 产能利用率持续优化，高端+出口销量高增，毛利水平持续提升	6
2. 展望未来：比亚迪中长期盈利能力有望继续提升	8
2.1 资本开支大幅扩张后逐渐放缓，新增在建工程边际下滑	8
2.2 当期折旧大幅提升，利于公司中长期利润增长	11
2.3 研发支出高增，资本化率较低，后续摊销负担较轻	13
3. 盈利预测、估值与投资建议	14
3.1 盈利预测	14
3.2 估值与投资建议	15
4. 风险提示	16

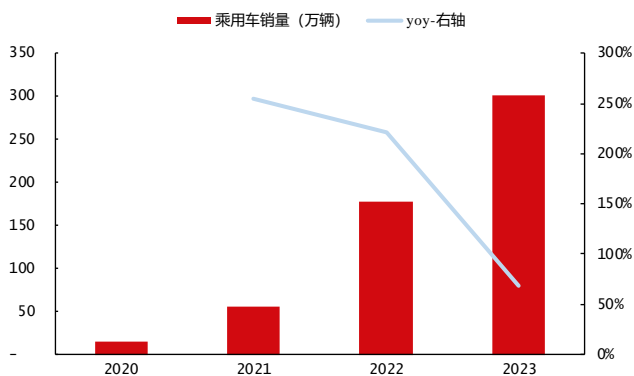
图表目录

图表 1：2023 年销量突破 300 万辆	4
图表 2：营收和净利润高基数背景下仍保持高增长	4
图表 3：比亚迪电池装机量	5
图表 4：2023 年电池级碳酸锂价格最大降幅达 81%	5
图表 5：受价格战和车型周期影响，ASP 略有下滑	5
图表 6：15-30 万车型销量占整体比重下滑	5
图表 7：5-8 万占整体销量比重大幅上升	6
图表 8：8-15 万价格带受益价格带调整销量大幅增长	6
图表 9：2023 年汽车分部毛利率水平逆势提升	6
图表 10：2023 年乘用车产能利用率达 159.7%	7
图表 11：生产人员增速显著低于产量增速	7
图表 12：2023 年比亚迪主要出口车型	7
图表 13：高端品牌+出口车型占比快速提升	7
图表 14：2023Q4 资本开支出现下滑	8
图表 15：现金分红比例提高	8
图表 16：在建工程转固速度加快	9
图表 17：新增在建工程环比连续下滑（单位：亿元）	9
图表 18：2023 年比亚迪当期产能统计	9
图表 19：2023 年比亚迪电池产能分布	10
图表 20：会计估计变更后折旧率提升明显	12
图表 21：折旧率调整后基于当期净值剩余的折旧年限	12
图表 22：比亚迪固定资产情况（单位：亿元）	12
图表 23：2023 年研发投入 399.2 亿元	13
图表 24：研发资本化率极低，无后续摊销负担	13
图表 25：研发人数及人均薪酬呈上升趋势	13
图表 26：学历结构持续改善	14
图表 27：研发团队年轻化	14
图表 28：比亚迪汽车业务销量测算	14
图表 29：比亚迪盈利预测	15
图表 30：可比公司估值对比表	15

1. 年度回顾：销量突破 300 万辆，业绩大幅增长

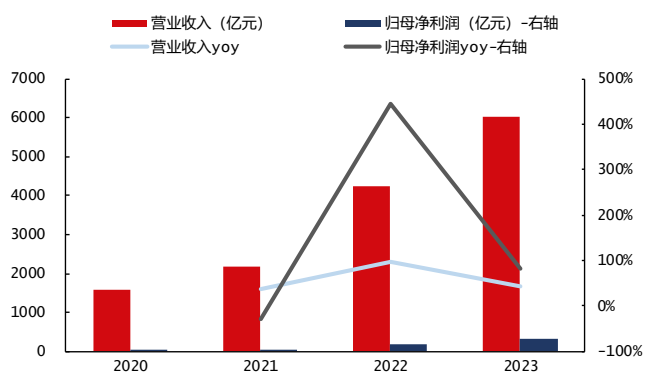
2023 年比亚迪全年销量突破 300 万辆，收入超 6000 亿元，规模优势带动盈利能力向上。2023 年比亚迪共销售乘用车 301.3 万辆，同比增长 67.7%。其中纯电和插电混车型分别占比 52.3%和 47.7%，同比分别增长 72.8%和 52.0%。全年收入 6023.2 亿元，同比增长 42.0%，实现归母净利润 300.4 亿元，同比增长 80.72%，增速高于收入。归母净利润率 5.0%，同比提升 1.1pct，盈利能力持续提升。

图表1：2023 年销量突破 300 万辆



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

图表2：营收和净利润高基数背景下仍保持高增长



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

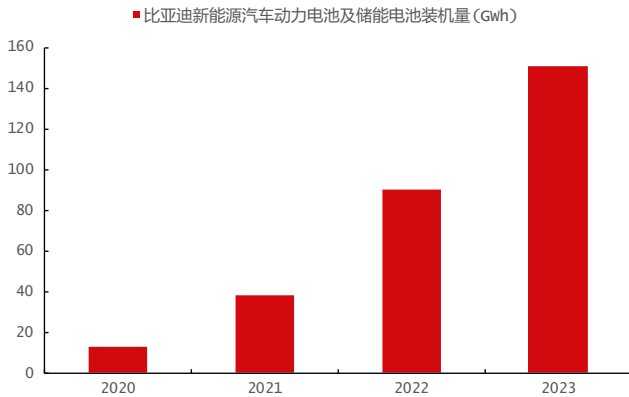
1.1 受原材料价格下降、价格战和车型周期影响，单车售价略有下滑

2023 年比亚迪平均单车收入略有下滑，主要原因是原材料降本驱动的定价下探、冠军版车型推出和新车周期带来的车型结构变化。2023 年比亚迪新能源乘用车销量实现销售收入 4066.3 亿元，销量 301.3 万辆，平均单车收入 13.5 万元，相较 2022 年平均单车收入 15.2 万元减少 1.7 万元。

我们认为单车收入下滑的主要原因有：

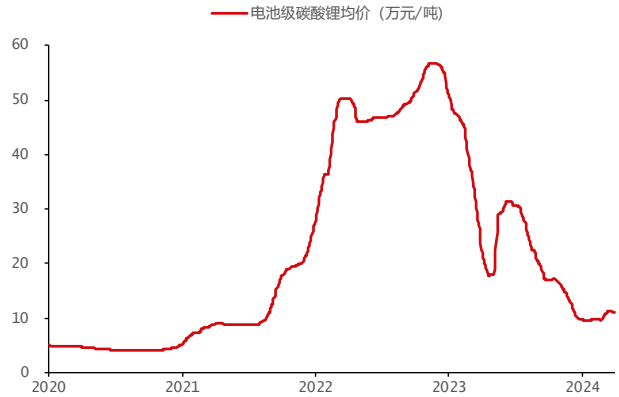
1) 上游原材料价格下降，带动公司整体定价下探。根据比亚迪产销快报显示，2023 年比亚迪新能源汽车动力电池及储能电池装机量 150.9GWh，同比提升 68%。动力电池制造成本中占比最高的原材料电池级碳酸锂，2023 年价格整体呈下降趋势，单吨价格从年初均价 51.0 万元下降至年末均价 9.7 万元。平均来看，2023 年电池级碳酸锂均价为 25.9 万元/吨，相较 2022 年 48.2 万元/吨，同比节约 46.4%左右的原材料成本。

图表3: 比亚迪电池装机量



资料来源: ifind, 产销快报, 国联证券研究所

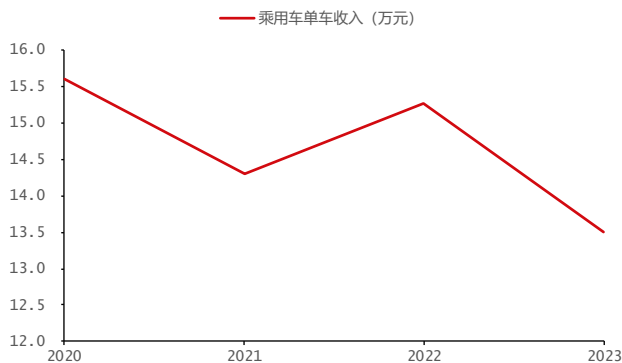
图表4: 2023年电池级碳酸锂价格最大降幅达81%



资料来源: ifind, 国联证券研究所

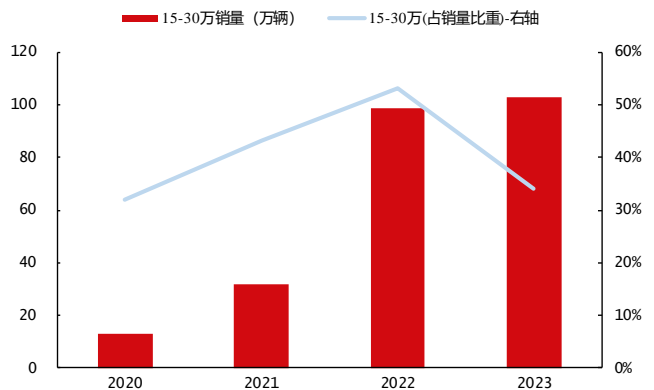
2) 比亚迪推出冠军版车型, 全系价格较原版价格优惠0.4-7.2万元, 带动整体价格带下移。为应对行业价格战推出冠军版, 部分热门车型出现价格带下移, 导致15-30万价格带新上市车型供给稍显不足, 销量同比微增4.0%, 占公司销量34.0%, 同比下滑19.2pct。

图表5: 受价格战和车型周期影响, ASP略有下滑



资料来源: ifind, Marklines, 国联证券研究所

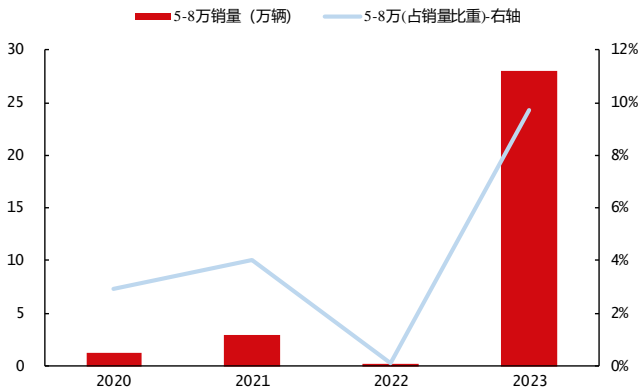
图表6: 15-30万车型销量占整体比重下滑



资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

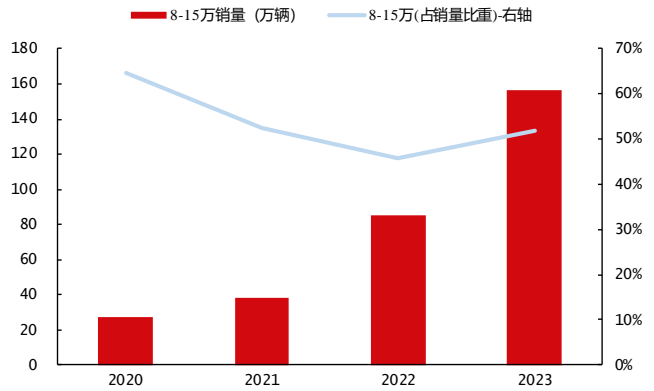
3) 受新车型旺销拉动, 销量结构向低价位集中。2023年定位中低价格带的海豚和海鸥上市即旺销。其中海鸥定位5-8万, 全年实现销量28.0万辆, 占公司销量9.7%, 填补比亚迪在5-8万元车型供给空白, 拉动该价格带占比较2022年大幅提升9.7pct。海豚定位8-12万元, 全年销量36.7万辆, 贡献8-15万价格带新增销量的51.5%。从结果来看, 比亚迪5-15万价格带销量比重大幅提升, 从2022年占46.0%提升至2023年的61.1%, 同比提升15.1pct。

图表7: 5-8万占整体销量比重大幅上升



资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

图表8: 8-15万价格带受益价格带调整销量大幅增长

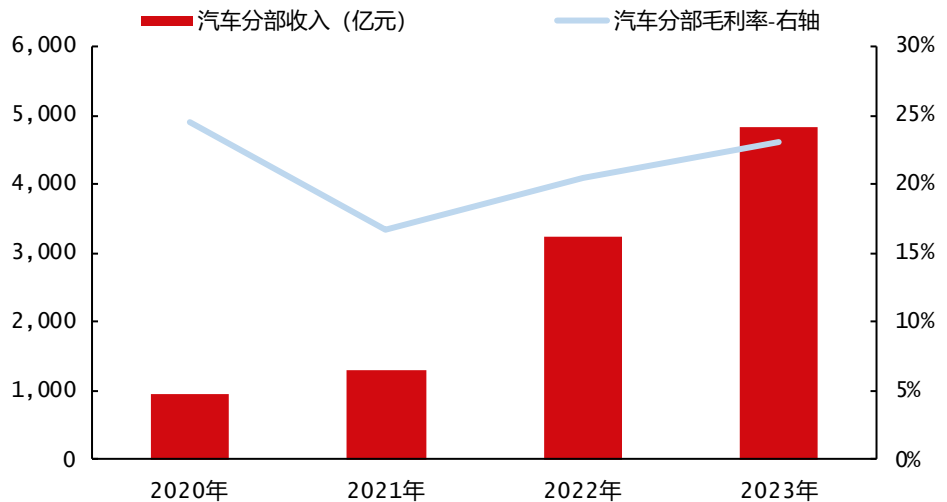


资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

1.2 产能利用率持续优化, 高端+出口销量高增, 毛利水平持续提升

ASP 承压背景下, 汽车及相关用品分部毛利率逆向提升。2023 年汽车及相关产品分部实现收入 4834.5 亿元, 同比增长 48.9%, 其中毛利率为 23.0%, 同比提升 2.6pct。

图表9: 2023 年汽车分部毛利率水平逆势提升



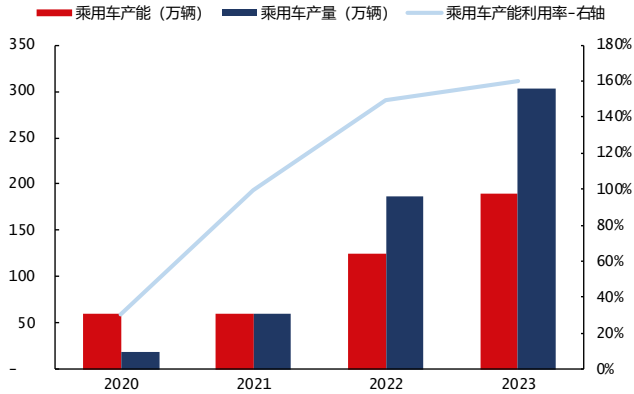
资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

我们认为 2023 年毛利率提升的主要原因有:

1) 产能利用率保持高水平, 规模效应带来边际成本改善。产能利用率方面, 保持在较高水平意味着生产设施和资源得到了充分利用, 比亚迪 2023 年乘用车产量约 303.4 万辆, 同比提升 61.8%; 产能利用率 159.7%, 连续第二年超 100%, 同比提升 10.0pct。生产人员方面, 根据 2023 年年报披露, 生产人员总数达 52.5 万人, 同

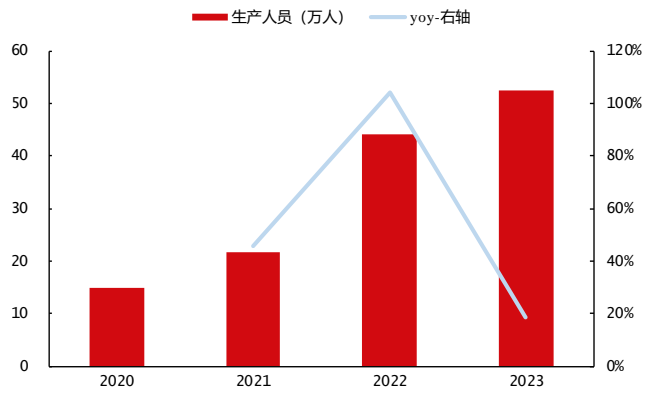
比增长 18.7%，增速放缓，且慢于同期产量爬坡速度，人均产量提升，规模优势凸显，有效摊薄人工成本。

图表10: 2023 年乘用车产能利用率达 159.7%



资料来源: ifind, 产销快报, 国联证券研究所

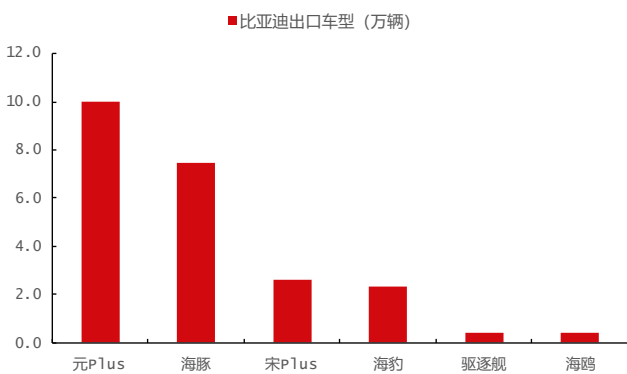
图表11: 生产人员增速显著低于产量增速



资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

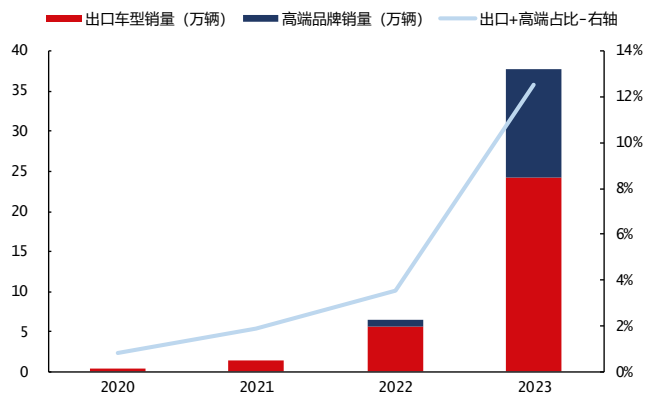
2) 高端品牌和出口车型占比提升，带动盈利能力改善。高端品牌车型和出口车型具备较强的盈利能力，2023 年高端品牌+出口车型销量快速提升，合计销量 37.8 万辆，同比增长 475.7%，占比亚迪整体销量比重的 12.5%，同比提升 9.0pct。其中高端品牌腾势、方程豹、仰望共销售 13.6 万辆，同比增长 1282.8%，占比 4.5%，同比提升 4.0pct；比亚迪出口车型销售 24.3 万辆，同比增长 334.2%，占比 8.0%，同比提升 5.0pct。高端+出口车型在公司销量中的占比提升，有效拉动整体盈利水平上行。

图表12: 2023 年比亚迪主要出口车型



资料来源: ifind, Marklines, 国联证券研究所

图表13: 高端品牌+出口车型占比快速提升



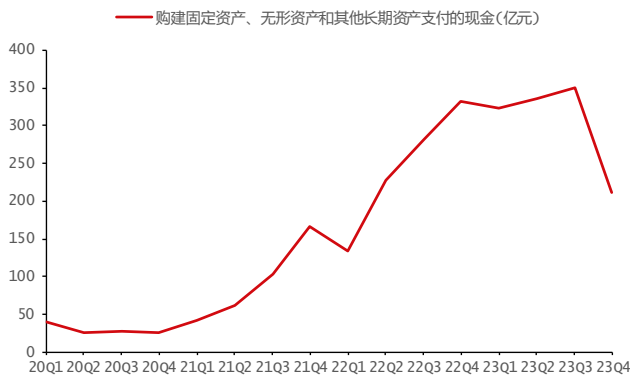
资料来源: Marklines, 国联证券研究所

2. 展望未来：比亚迪中长期盈利能力有望继续提升

2.1 资本开支大幅扩张后逐渐放缓，新增在建工程边际下滑

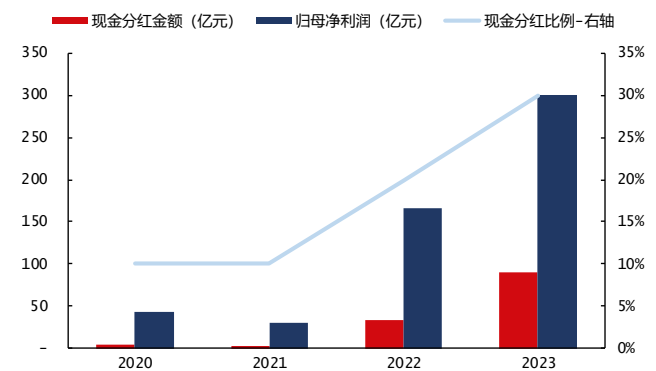
2023Q4 比亚迪资本开支出现较大幅度收缩，结合分红比例提升，产能高投入或已接近尾声。资本开支方面，2023Q4 比亚迪资本开支为 211.3 亿元，同比-36.3%，环比-39.7%，均创 2020Q1 以来最大幅度下滑。分红方面，根据 2023 年年报公布，比亚迪将派发现金股利 90.1 亿元，同比增长 171.1%，现金分红比例为 30%，同比提升 10.0pct。

图表14：2023Q4 资本开支出现下滑



资料来源：ifind，国联证券研究所

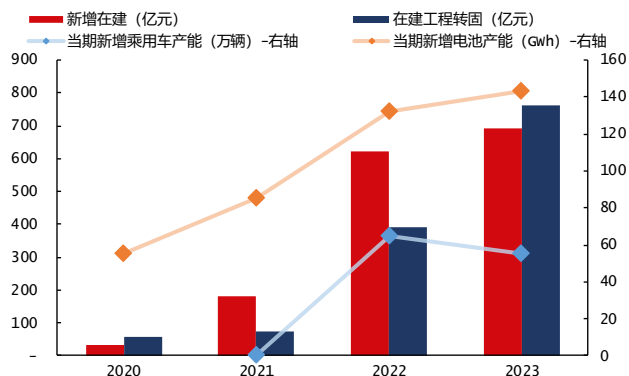
图表15：现金分红比例提高



资料来源：ifind，公司年报，国联证券研究所

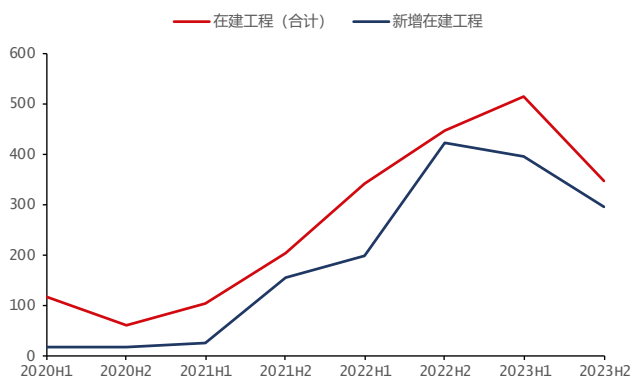
从在建工程来看，2022-2023 年在建工程集中落地，与新增产能节奏基本一致。2022/2023 年在建工程转固分别为 390.2 和 762.0 亿元，同比分别提升 427.8%和 95.3%。2023 年，预算数内的剩余在建工程 468.7 亿元，同比基本持平。从边际变化来看，2023H1/2023H2 新增在建工程分别为 395.6 和 296.5 亿元，环比分别-6.2%和 -25.1%，为该科目自 2020H1 以来首次下滑。2023H2 在建工程（合计）347.3 亿元，环比-32.7%。从在建工程减少和新增在建工程下滑可以看出，比亚迪的产能扩张或已到达阶段性尾声，产能落地加快，后续扩张速度逐步收缩。目前规划中的新能源车和电池产能已能充分满足公司中长期发展的需求，未来或将更聚焦于提升收入端对单车盈利能力。

图表16: 在建工程转固速度加快



资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

图表17: 新增在建工程环比连续下滑 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

从产能规划来看, 根据 Marklines 数据统计, 当前比亚迪国内乘用车产能主要分布在深圳、西安、长沙、合肥等地, 共计年产能 470 万辆, 预计能够满足 2024 年的销量需求。远期来看, 在建新增年产能 197 万辆, 在现有产能不淘汰的情况下, 比亚迪年总产能有望达到 667 万辆, 其中海外产能占 90 万辆。

图表18: 2023 年比亚迪当期产能统计

地区	工厂	目前产能	已投在建产能	生产车型	建设进度
深圳	深圳基地	35	35	王朝: 汉 EV、汉 DM-i、汉 DM-P、宋 L EV 海洋: 海豚 EV 方程豹: 豹 5 仰望: U9、U7 (计划)	2007 年已投产
西安	西安一期	30	30	王朝: 秦 EV、秦 Plus DM-i、秦 Plus EV、宋 Pro DM-i、海豹 DM-i、宋 Plus EV 海洋: 护卫舰 07 PHV、海豹 EV、海鸥 EV、海狮 07 EV (计划) 仰望: U8 腾势: D9 DM-i、D9 EV、N8 EV (计划)、N8	2014 年已投产
	西安二期	30	30		2019 年已投产
	西安三期	30	30		2021 年已投产
	西安四期	30	30		2023 年 6 月已投产
长沙	长沙雨花一期	35	35	王朝: 唐 EV、唐 DM-i、元 Pro EV、元 Plus EV、宋 MAX DM-i、元 UP EV (计划)、宋 L EV 海洋: e2、e3、e6、D1 EV、海豚 EV、驱逐舰 05 PHV、海豹 DM-i、海豹 06 DM-i (计划) 腾势: D9 DM-i、D9 EV、N8 EV (计划)、N8 PHV	2012 年已投产
	长沙雨花二期	30	30		2022 年 5 月已投产
	长沙星沙	30	30		2022 年 4 月已投产
常州	常州基地	40	40	王朝: 元 Plus EV 海洋: 海豹 EV、海鸥 EV、海狮 07 EV (计划)	2022 年 6 月已投产
合肥	合肥一期	15	15	王朝: 秦 Plus DM-i、宋 Pro DM-i、宋 L EV、元 UP EV (计划)、秦 L DM-i (计划)	2022 年 6 月已投产
	合肥二期	25	25		2023 年 3 月已投产

	合肥三期		92	海洋：驱逐舰 05 PHV、海豹 DM-i、海豹 06 DM-i (计划)	预计 2025 年 5 月投产
抚州	抚州基地	20	20	王朝：元 Pro EV 海洋：e2、e3	2022 年 4 月已投产
济南	济南一期	15	15	王朝：元 Pro DM-i、元 UP EV (计划) 海洋：海豚 EV、海豹 06 DM-i EV	2022 年 12 月已投产
	济南二期		15	腾势：N7 EV	预计 2024 年底投产
郑州	郑州一期	40	40	王朝：宋 Pro DM-i 海洋：海豹 DM-i、海豹 06 DM-i (计划)	2023 年 4 月已投产
	郑州二期	60	60	方程豹：豹 5	2023 年 7 月已投产
海外	泰国基地		15	元 Plus EV (计划)、海豚 (计划)、海豹 (计划)	预计 2024 年投产
	巴西基地		15	海豚 EV (计划)、元 Plus EV (计划)、宋 Plus (计划)	预计 2024 年底/2025 年初投产
	乌兹别克斯坦基地	5	30	宋 Plus DM-i, 驱逐舰 05 (计划)	2024 年 1 月已投产
	印尼基地		15		预计 2026 年投产
	匈牙利基地		20	EV 乘用车	预计 2027 年投产
合计		470	667		

资料来源：ifind, Marklines, 国联证券研究所

电池产能规划方面，2023 年比亚迪实际新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 150.9GWh，电池规划总产能 474GWh，能充分满足下游客户需求。未来新增规划在建电池产能为 303GWh，在当前产能不退出的情况下，未来电池产能有望达到 777GWh 左右。其中，徐州徐工弗迪、潍柴弗迪、一汽弗迪分别为比亚迪与徐工、潍柴、一汽成立的合资子公司，徐州徐工弗迪和潍柴弗迪主要供给新能源商用车的动力电池，一汽弗迪主要配套红旗。

图表 19：2023 年比亚迪电池产能分布

公司名称	目前产能 (GWh)	已投在建产能 (GWh)	投产时间
比亚迪汽车工业	10(2 班制)/14(3 班制)		
惠州比亚迪	2		
深圳比亚迪	17	6	
重庆弗迪	35	20	2020 年 3 月
长沙弗迪	20		2020 年 10 月
蚌埠弗迪	20(2 班制)		2021 年
贵阳弗迪	15(2 班制)	15(2 班制)	2021 年 5 月
西安弗迪	50		2021 年 12 月

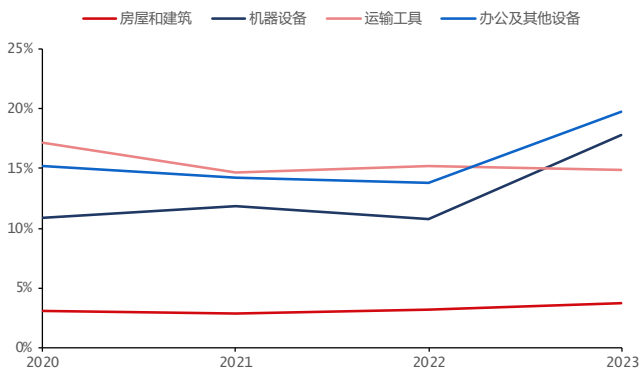
无为弗迪	10	42	2022 年
宁波弗迪	20		2022 年
武汉弗迪	12		2022 年 4 月
盐城弗迪	30		2022 年 5 月
济南弗迪	15 (2 班制)	15 (2 班制)	2022 年 7 月
绍兴弗迪	15 (3 班制)	15 (3 班制)	2022 年 6 月
襄阳弗迪	30 (2 班制)		2022 年 12 月
青海弗迪	22 (1 班制)		2023 年
台州弗迪	22 (2 班制)		2023 年
南宁弗迪	10 (3 班制)		2023 年
广西东盟弗迪	15 (3 班制)		2023 年
广西弗迪	45		2023 年
抚州弗迪	15 (2 班制)		2023 年
贵安新区弗迪	10 (2 班制)		2023 年
滁州弗迪	4 (3 班制)		2023 年
温州弗迪		20	计划 2024 年
郑州弗迪		60	计划 2024 年
宜春弗迪		30	计划 2025 年
徐州徐工弗迪	15		产能爬坡阶段
潍柴弗迪		50	
一汽弗迪	15	30	2024 年 2 月投产
合计	474	303	

资料来源: ifind, Marklines, 国联证券研究所整理

2.2 当期折旧大幅提升, 利于公司中长期利润增长

会计估计变更缩短设备使用年限, 导致当期计提大额折旧, 对公司短期业绩产生一定负面影响。2023 年 3 月份比亚迪发布公告, 会计估计发生变更, 考虑到新能源车技术迭代速度较快, 部分机械设备寿命已低于原有折旧年限, 统一将动力电池长期资产折旧/摊销年限变更为 3 年, 机器设备折旧年限区间为由 5-12 年变更为 3-12 年。2023 年, 比亚迪固定资产综合折旧率为 14.5%, 同比提升 5.0pct。其中房屋和建筑/机器设备/运输工具/办公及其他设备 2023 年折旧率分别为 3.7%/17.9%/14.9%/19.8%, 相较于 2022 年分别同比+0.5/+7.1/-0.3/+5.9pct。假设 2023 年按照 2022 年折旧率计提折旧, 2023 年计提折旧总额为 247.3 亿元, 相较实际情况减少 129.8 亿元。根据当前固定资产净值和折旧率测算, 房屋和建筑/机器设备/运输工具/办公及其他设备的剩余平均使用年限分别为 32.0/4.6/5.8/3.2 年。

图表20: 会计估计变更后折旧率提升明显



资料来源: ifind, 国联证券研究所
注: 折旧率=当期计提折旧额*(期初固定资产原值+期末固定资产原值)

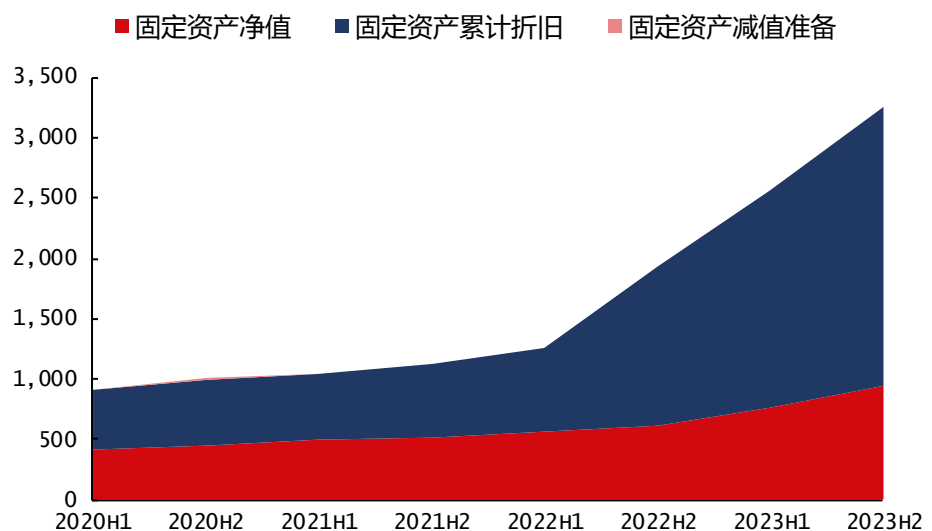
图表21: 折旧率调整后基于当期净值剩余的折旧年限

剩余折旧年限	2020	2021	2022	2023
房屋和建筑	26.8	29.2	33.7	32.0
机器设备	4.5	4.2	7.7	4.6
运输工具	3.2	3.5	4.3	5.8
办公及其他设备	3.6	3.7	4.5	3.2

资料来源: ifind, 国联证券研究所

中长期来看, 受折旧率提升带动固定资产累计折旧额快速增长, 固定资产净值占比持续萎缩, 后续折旧压力有望持续减轻。2023 年期末比亚迪固定资产原值为 3250.7 亿元, 同比增长 67.5%, 环比 2023 年 H1 增长 26.6%。其中固定资产累计折旧额快速增长, 2023 年固定资产累计折旧余额 2309.0 亿元, 同比增长 75.1%, 环比上半年增长 27.5%, 占固定资产原值 71.0%, 同比提升 3.1pct; 固定资产净值为 940.6 亿元, 同比增长 51.6%, 环比上半年增长 24.4%, 占固定资产原值 28.9%, 同比下滑 3.0pct。固定资产净值占比持续减少, 大部分新增固定资产都于当期计提。未来折旧负担较小, 有利于比亚迪在利润端实现增长。

图表22: 比亚迪固定资产情况 (单位: 亿元)

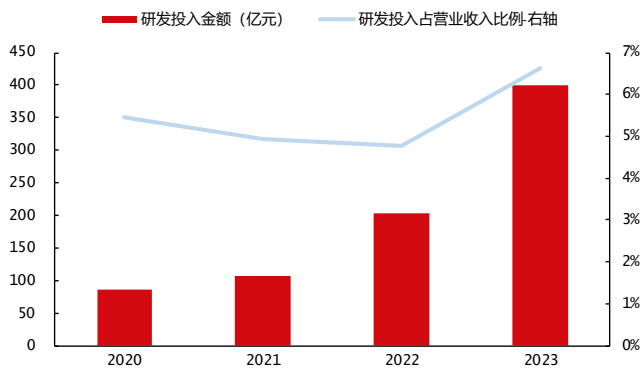


资料来源: ifind, 公司年报, 国联证券研究所

2.3 研发支出高增，资本化率较低，后续摊销负担较轻

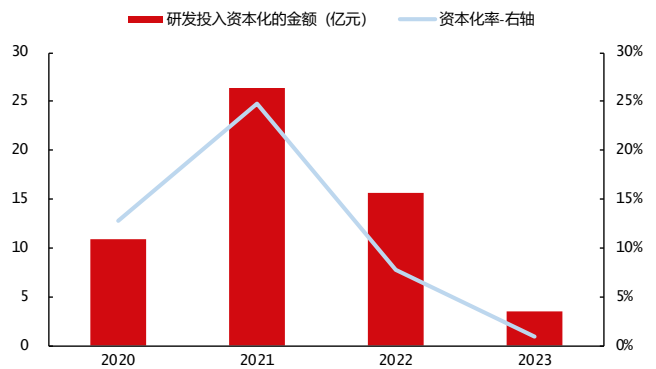
研发投入持续高增长，铸就长期核心竞争力。2023 年研发投入金额为 399.2 亿元，同比增长 97.4%，其中达到资本化条件的研发支出 3.4 亿元，资本化率仅为 0.9%。高水平的研发支出费用化率，短期内对公司的业绩增长有一定的抑制作用，但长期来看减少了后续摊销对利润的负面贡献，利于公司在利润端释放业绩。

图表23：2023 年研发投入 399.2 亿元



资料来源：ifind，国联证券研究所

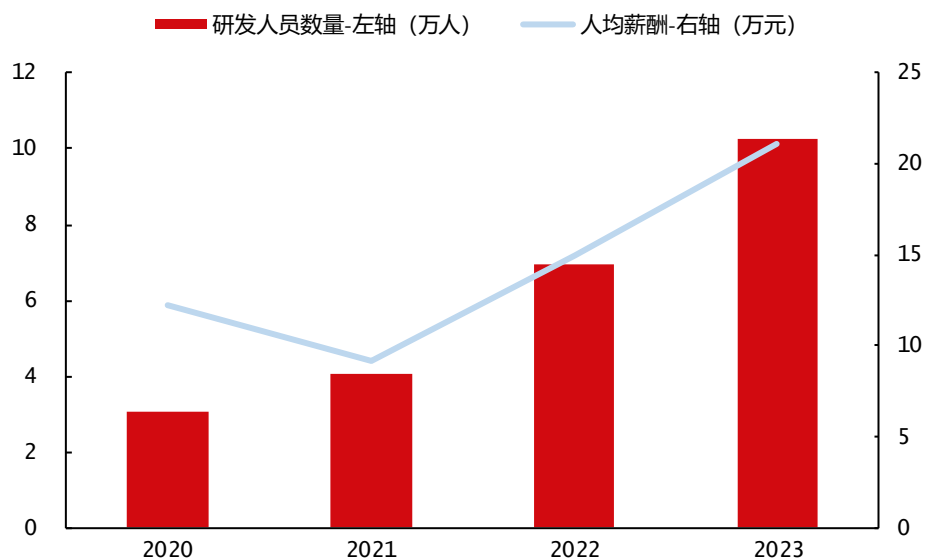
图表24：研发资本化率极低，无后续摊销负担



资料来源：ifind，国联证券研究所

研发人员总人数呈上升趋势，且人均薪酬持续上升。根据 2023 年年报披露，公司研发人员共计 10.3 万人，同比增长 47.6%，占比为 14.6%，同比提升 2.4pct。

图表25：研发人数及人均薪酬呈上升趋势

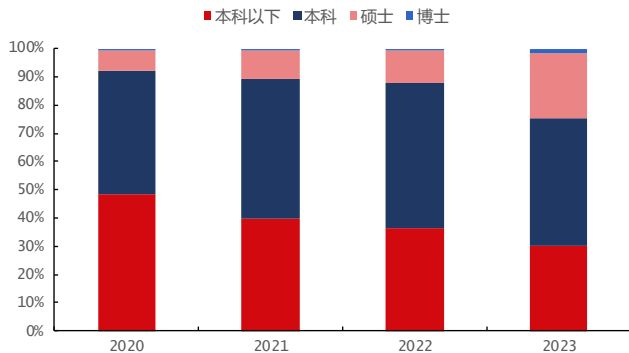


资料来源：ifind，国联证券研究所

从研发人员结构来看，学历方面硕士和博士的比例持续提升。2023 年研发人员

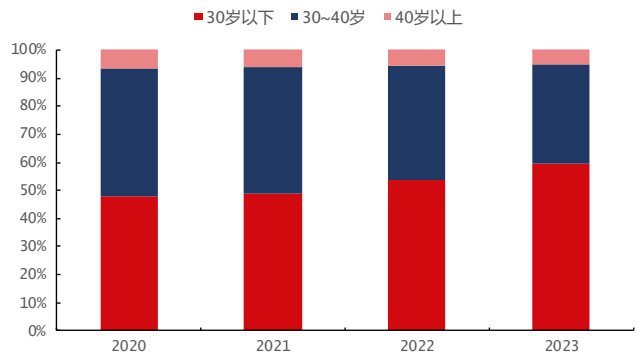
中，硕士和博士分别有 23706 和 1587 人，相较 2020 年分别增长了 21475 和 1400 人。硕士和博士研发人员分别占整体研发人员数量的 23.1%和 1.54%，同比分别增长 11.8pct 和 0.7pct。年龄结构方面，研发团队持续引进新型人才，年龄构成不断年轻化。30 岁以下研发人员占比迅速提升，有利于企业文化的塑造，对研发人员的稳定性起正向作用。

图表26：学历结构持续改善



资料来源：ifind，国联证券研究所

图表27：研发团队年轻化



资料来源：ifind，国联证券研究所

3. 盈利预测、估值与投资建议

3.1 盈利预测

我们认为 2023 年比亚迪在当期计提大额折旧、研发支出高增且费用化率较高的基础上，依然实现了毛利率、净利润率双增长，主要原因是销量带动收入高速增长，以及原材料降价叠加可观的规模化降本优势。同时大额折旧、高额研发费用对利润端的影响一般局限于短期，结合新增在建工程放缓、资本开支季度数据出现大幅下滑，未来固定资产的增长或将放缓，看好比亚迪在中长期维度下，盈利能力的持续提升。

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 8130.6/9529.8/11626.4 亿元，同比增速分别为 35.0%/17.2%/22.0%，归母净利润分别为 410.8/520.3/685.6 亿元，同比增速分别为 36.7%/26.7%/31.8%，EPS 分别为 14.1/17.9/23.6 元/股，3 年 CAGR 为 31.7%。

图表28：比亚迪汽车业务销量测算

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计销量 (辆)	1,868,543	3,024,417	3,689,559	4,390,022	5,223,491
YoY	152%	62%	22%	19%	19%
纯电乘用车销量 (辆)	911,140	1,574,822	1,921,283	2,286,327	2,720,729
YoY	184.00%	80.00%	22%	19%	19%

插混乘用车销量 (辆)	946,239	1,438,084	1,754,462	2,087,810	2,484,494
YoY	246.70%	72.00%	22%	19%	19%
新能源商用车销量 (辆)	6,115	11,511	13,813	15,885	18,268
YoY	-39.10%	100%	20%	15%	15%
燃油汽车销量 (辆)	5049	0	0	0	0
YoY	-96.30%	/	/	/	/

资料来源: Marklines, 公司公告, 国联证券研究所

图表29: 比亚迪盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424061	602315	813062	952984	1162640
增长率	96.20%	42.04%	34.99%	17.21%	22.00%
EBITDA (百万元)	39245	77953	73039	88912	110716
归母净利润 (百万元)	16622	30041	41079	52031	68557
增长率 (%)	445.86%	80.72%	36.74%	26.66%	31.76%
EPS (元/股)	5.71	10.32	14.11	17.87	23.55
市盈率 (P/E)	37.3	20.6	15.1	11.9	9.0
市净率 (P/B)	5.6	4.5	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	19.0	7.4	8.6	6.6	4.7

资料来源: ifind, 公司公告, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

3.2 估值与投资建议

公司作为全球新能源龙头加速成长, 内销实现各价格带领先充分应对竞争, 出口和高端化打开营收和业绩空间。因此我们选择市占率前列的自主品牌长安汽车、长城汽车和吉利汽车作为可比公司。

图表30: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
000625.SZ	长安汽车	1,698.83	0.98	1.24	1.42	17.40	13.85	12.11	7.60%	2.29
601633.SH	长城汽车	2,177.81	1.11	1.41	1.72	23.01	18.12	14.75	27.49%	0.84
0175.HK	吉利汽车	826.10	0.72	0.98	1.17	11.43	8.45	7.04	31.89%	0.36
平均						17.28	13.47	11.30		
002594.SZ	比亚迪	6,218.20	14.11	17.87	23.55	15.09	11.92	9.04	31.65%	0.48

数据来源: ifind, 公司公告, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

鉴于公司未来品牌高端化+出海战略有望持续推进, 且即将迎来新一轮车型周期, 参照可比公司估值, 我们给予公司 2024 年 20 倍 PE, 目标价 282.22 元, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

- (1) **行业竞争加剧**: 新能源行业竞争加剧, 价格战持续演绎, 对公司销量产生负面影响。
- (2) **上游原材料涨价**: 碳酸锂等上游原材料涨价, 公司成本端上涨, 毛利率承压。
- (3) **出海运费上涨**: 受地缘政治影响, 海运费上涨, 影响出海利润。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	51471	109094	127257	194773	299059	营业收入	424061	602315	813062	952984	1162640
应收账款+票据	65276	70091	140325	164474	200658	营业成本	351816	480558	642319	748092	906859
预付账款	8224	2215	8806	10322	12593	营业税金及附加	7267	10350	13985	16391	19997
存货	79107	87677	136582	159073	192833	营业费用	15061	25211	31709	36213	43018
其他	36726	33044	44420	50419	59408	管理费用	28662	53037	67078	79098	96499
流动资产合计	240804	302121	457390	579061	764551	财务费用	-1618	-1475	1268	1033	771
长期股权投资	15485	17647	17796	17945	18093	资产减值损失	-1386	-2188	-2946	-3453	-4213
固定资产	135018	240583	260312	295286	344977	公允价值变动收益	126	258	144	176	192
在建工程	44622	34726	56484	61575	50000	投资净收益	-792	1635	262	262	262
无形资产	23223	37236	31143	25027	18889	其他	721	3764	1304	989	517
其他非流动资产	34709	47234	40336	38168	38031	营业利润	21542	38103	55467	70130	92255
非流动资产合计	253057	377426	406071	438001	469990	营业外净收益	-462	-834	-470	-470	-470
资产总计	493861	679548	863462	1017062	1234540	利润总额	21080	37269	54997	69660	91785
短期借款	5153	18323	15153	20153	23790	所得税	3367	5925	8744	11076	14594
应付账款+票据	143766	198483	267594	311660	377803	净利润	17713	31344	46252	58584	77191
其他	184426	236860	313455	365506	443584	少数股东损益	1091	1303	5174	6553	8634
流动负债合计	333345	453667	596202	697319	845177	归属于母公司净利润	16622	30041	41079	52031	68557
长期带息负债	10211	20822	18510	15655	12359	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他	28915	54597	54597	54597	54597	成长能力					
非流动负债合计	39126	75419	73107	70251	66956	营业收入	96.20%	42.04%	34.99%	17.21%	22.00%
负债合计	372471	529086	669309	767570	912133	EBIT	208.68%	83.92%	57.19%	25.64%	30.93%
少数股东权益	10361	11652	16826	23379	32013	EBITDA	94.88%	98.63%	-6.30%	21.73%	24.52%
股本	2911	2911	2911	2911	2911	归属于母公司净利润	445.86%	80.72%	36.74%	26.66%	31.76%
资本公积	61706	62042	62042	62042	62042	获利能力					
留存收益	46412	73857	112374	161160	225442	毛利率	17.04%	20.21%	21.00%	21.50%	22.00%
股东权益合计	121390	150462	194153	249492	322408	净利率	4.18%	5.20%	5.69%	6.15%	6.64%
负债和股东权益总计	493861	679548	863462	1017062	1234540	ROE	14.97%	21.64%	23.17%	23.01%	23.61%
						ROIC	17.48%	27.91%	33.70%	31.64%	39.66%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	75.42%	77.86%	77.51%	75.47%	73.88%
净利润	17713	31344	46252	58584	77191	流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8	0.9
折旧摊销	19783	42160	16774	18219	18160	速动比率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
财务费用	-1618	-1475	1268	1033	771	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-35752	-8570	-48905	-22491	-33760	应收账款周转率	6.5	8.6	5.8	5.8	5.8
营运资金变动	98418	92494	8599	41962	63017	存货周转率	4.4	5.5	4.7	4.7	4.7
其它	41707	12379	53664	22495	33749	总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
经营活动现金流	140251	168332	77653	119801	159129	每股指标(元)					
资本支出	-76568	-96412	-50000	-50000	-50000	每股收益	5.7	10.3	14.1	17.9	23.5
长期投资	-10559	-16163	0	0	0	每股经营现金流	48.2	57.8	26.7	41.2	54.7
其他	-33469	-13089	-179	-152	-138	每股净资产	38.1	47.7	60.9	77.7	99.8
投资活动现金流	-120596	-125664	-50179	-50152	-50138	估值比率					
债权融资	-7046	23782	-5482	2144	342	市盈率	37.3	20.6	15.1	11.9	9.0
股权融资	0	0	0	0	0	市净率	5.6	4.5	3.5	2.7	2.1
其他	-12443	-10964	-3830	-4278	-5046	EV/EBITDA	19.0	7.4	8.6	6.6	4.7
筹资活动现金流	-19489	12817	-9312	-2133	-4705	EV/EBIT	38.4	16.2	11.2	8.4	5.6
现金净增加额	776	55936	18162	67516	104286						

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年04月18日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼