

比亚迪 (002594)

2023年业绩高增趋势不减，海外市场+高端产品打开增长天花板

◆ 业绩表现亮眼，盈利能力持续向上

报告期内公司实现营收6023.15亿元、同比+42.0%，归母净利润300.41亿元、同比+80.7%，毛利率20.2%、同比+3.2pcts，净利率5.2%、同比+1.0pcts。其中Q4单季度营收1800.41亿元、同/环比+15.1%/+11.0%，归母净利润86.74亿元、同/环比+18.6%/+16.7%，毛利率21.2%、同比+2.2pcts，净利率5.0%、同比+0.1pcts。自2021年开始公司盈利能力逐年提升，主要系规模效应降本扩宽盈利空间、碳酸锂价格持续下行缓解原材料压力以及高端产品持续放量增厚利润。同时公司产业链议价能力增长，报告期内公司存货周转天数为62.5天（2022年为62.7天）、应收账款周转天数为30.1天（2022年为31.9天）、应付账款周转天数为125.4天（2022年为109.3天）。

◆ 全球汽车电动化趋势向上，以价换量叠加政策推动中国市场迎来额外增量

全球电车增速仍处于快速发展阶段。根据EV Sales数据，2023年全球新能源汽车销量1401.6万辆、同比+33.2%，渗透率达到16.1%，2024年销量有望保持乐观预期至1750万辆、同比+24.9%，渗透率有望越过20.0%门槛。2023年国内市场增速符合预期，根据中汽协数据，新能源汽车销量为949.5万辆、同比+37.9%，2024年在电车价格战“以价换量”及消费品以旧换新政策颁布双轮驱动下，中国新能源汽车销量有望超出预期。根据中汽协最新数据，预计2024年中国电车销量有望达到1200万辆、同比+26.4%，渗透率接近40%。

◆ 持续加码海外市场夯实全球龙头地位，规模化降本+高端化溢价增厚利润

公司持续巩固全球第一地位。根据Clean Technica口径，2023年公司全球新能源乘用车销量达到287.6万辆、同比+54.8%，全球市占率突破至21%、同比+2.6pcts，蝉联全球新能源车第一位置。其中海外市场为公司重点发力领域，公司2023年海外收入达到1602.2亿元、同比+75.2%，收入占比上升至26.6%、同比+1.8pcts。公司2023年新能源乘用车海外销量达到24.3万辆、市场份额达到4.1%，其中2023M12单月市占率达到5.9%。同时公司在报告期内陆续在泰国、巴西、乌兹别克斯坦以及匈牙利布局产能，有望通过产能出海规避政策&贸易壁垒，进一步扩大增长空间。2024年以来，全球新能源汽车M1-2/中国新能源汽车Q1销量分别为189.8/176.9万辆、同比+28.7%/+34.5%，仍显现较强增长态势，其中公司M1-2海外市占率和Q1国内市场市占率分别为7.1%/33.1%，竞争力持续提升。

受益于锂价下行与规模化共振，公司成本控制能力表现良好。根据公司年报，2023年公司单车成本为12.31万元、同比-11.1%；受2023H2电车价格战影响，公司单车售价下滑至15.99万元、同比-8.0%。2023年公司高端系列腾势、仰望U8、方程豹合计销量达到13.7万辆、占总销量4.5%，高端系列布局提高价格中枢。2023年单车毛利为3.7万元、同比+3.9%，利润得到进一步增厚。

◆ 高端技术持续迭代稳固领先优势，把握智能化市场新机遇

公司在持续推动现有技术应用的基础之上，先后发布易四方架构、云辇智能车身控制系统、天神之眼高阶智能驾驶辅助系统及DMO超级混动越野平台等全球领先的前瞻性、颠覆性技术，保持在技术领域的领先地位。同时在智能驾驶的大趋势下，公司获得全国首张L3级自动驾驶高速公路测试牌照，彰显了公司在智能驾驶领域的领先地位。

◆ 投资建议与盈利预测

全球电车增速有望平稳增长，以价换量叠加以旧换新双轮驱动多国内二次发力，在海外政策&贸易壁垒扰动下汽车市场电动化仍呈现向上趋势。公司为全球电车龙头企业，2023年蝉联全球第一宝座；高端化技术持续领先，智能化布局先行一步；海外产能密集规划规避政策及贸易扰动因素，分享海外市场发展红利；规模效应下扩大市占率并降本修复盈利。综上，我们认为公司具备高壁垒及优于行业的增长预期，维持“买入”评级，预测公司2024~2026年归母净利润分别358.6、468.9和598.3亿元，对应PE值分别为17、13和10倍。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，电车汽车销量不及预期；电车政策转向；公司产能投放不及预期；贸易壁垒；原材料价格大幅波动。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424060.64	602315.35	738438.62	925263.60	1150102.65
增长率(%)	96.20	42.04	22.60	25.30	24.30
归母净利润(百万元)	16622.45	30040.81	35856.43	46886.37	59833.81
增长率(%)	445.86	80.72	19.36	30.76	27.61
毛利率(%)	17.04	20.21	19.60	20.10	20.33
每股收益(元)	5.71	10.32	12.32	16.11	20.55
市盈率PE	36.80	20.36	17.06	13.05	10.22
市净率PB	5.51	4.41	3.55	2.83	2.24
净资产收益率ROE(%)	14.97	21.64	20.79	21.67	21.96

资料来源：iFinD，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2024年04月19日

收盘价(元):

210.13

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)

2,911.14

总市值(百万)

611,718.45

流通股本(百万股)

1,164.26

流通市值(百万)

244,646.38

12月最高/最低价(元)

276.58/162.77

资产负债率(%)

77.86

每股净资产(元)

47.68

市盈率(TTM)

20.36

市净率(PB)

4.41

净资产收益率(%)

21.64

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】比亚迪(002594)2023Q3点评: 量利齐升格局兑现, 海外+中高端市场持续开拓打造品牌力-1102 —2023-11-15

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

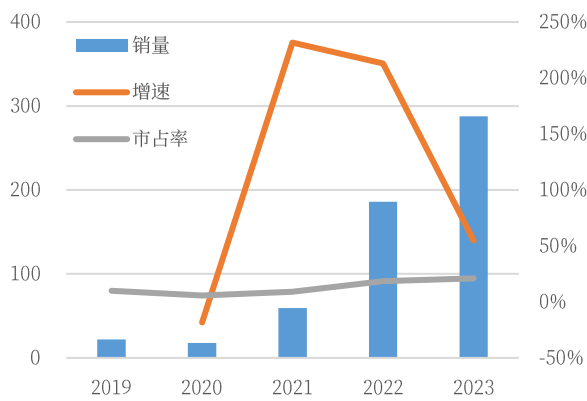
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

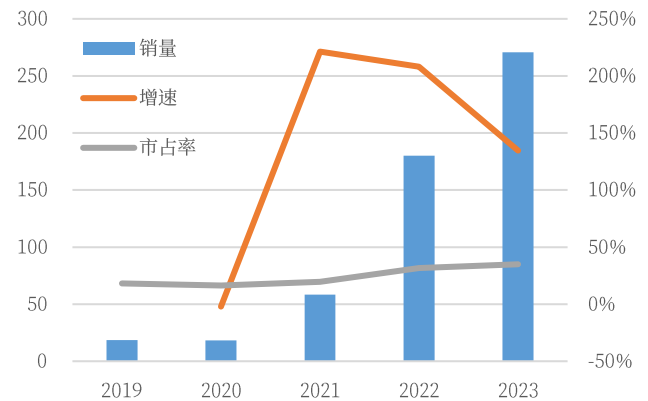
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

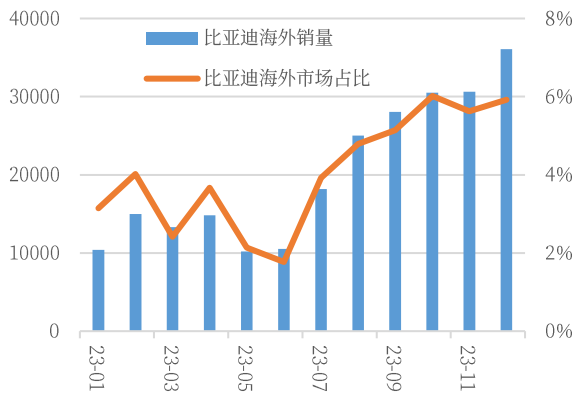
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 2023年公司全球市占率达到21.0% (万辆)


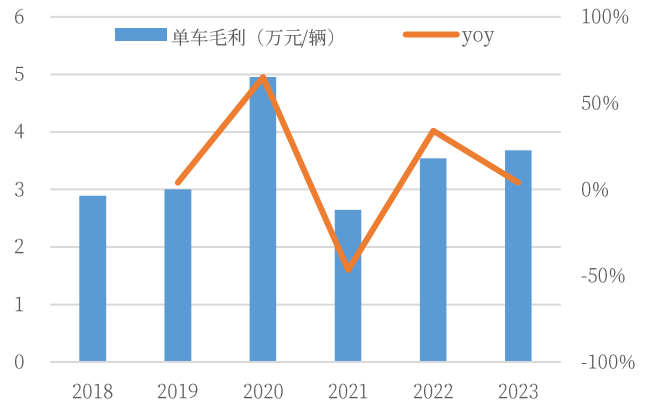
资料来源: Clean Technica, 中航证券研究所

图2 2023年公司国内市占率升至31.5% (万辆)


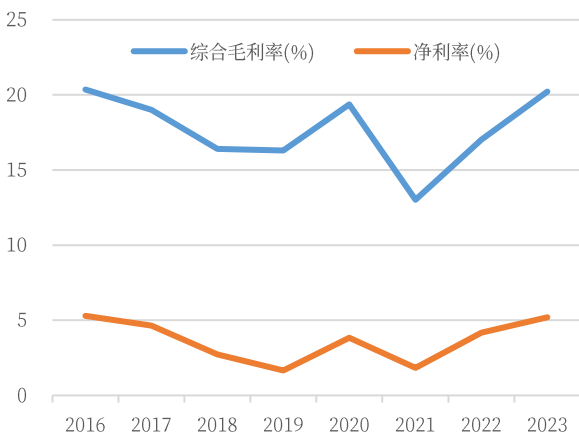
资料来源: 乘联会, 中航证券研究所

图3 2023年比亚迪海外销量&市占率双升 (辆)


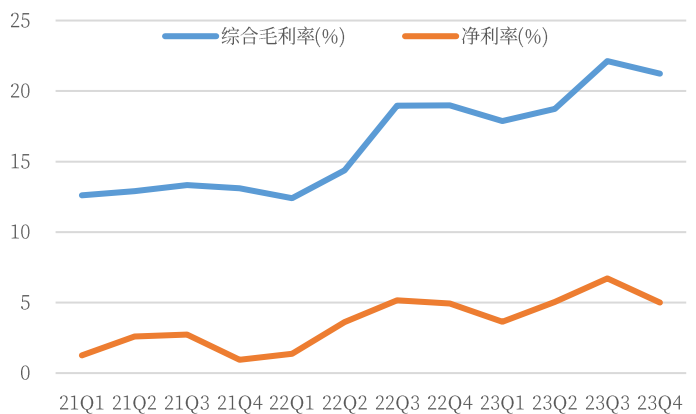
资料来源: Clean Technica, 中航证券研究所

图4 公司单车盈利情况持续好转 (万元/辆)


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

图5 自2021年开始公司盈利能力逐年上升


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

图6 公司季度盈利呈稳步上升趋势


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	51471	109094	153027	220868	327058	营业收入	424061	602315	738439	925264	1150103
应收票据及账款	65276	70091	60694	76049	94529	营业成本	351816	480558	593705	739286	916287
预付账款	8224	2215	8518	10673	13267	税金及附加	7267	10350	11904	14916	18540
其他应收款	1910	2758	3842	4814	5984	销售费用	15061	25211	28799	36085	44854
存货	79107	87677	100848	125577	155643	管理费用	10007	13462	15507	19431	23002
其他流动资产	34816	30286	37379	44416	52886	研发费用	18654	39575	40614	52740	66706
流动资产总计	240804	302121	364309	482398	649367	财务费用	-1618	-1475	950	356	51
长期股权投资	15485	17647	18925	20202	21480	资产减值损失	-1386	-2188	-2215	-2776	-3450
固定资产	135018	240583	209886	193421	189199	信用减值损失	-990	-1580	-1477	-1851	-2300
在建工程	44622	34726	128938	211484	280696	其他经营损益	0	-0	0	0	0
无形资产	23223	37236	27078	16905	6717	投资收益	-792	1635	1391	1391	1391
长期待摊费用	458	4063	2031	0	0	公允价值变动损益	126	258	0	0	0
其他非流动资产	34251	43171	38337	38231	38126	资产处置收益	-11	90	52	52	52
非流动资产合计	253057	377426	425195	480244	536218	其他收益	1721	5253	3082	3082	3082
资产总计	493861	679548	789504	962642	1185585	营业利润	21542	38103	47792	62349	79437
短期借款	5153	18323	0	0	0	营业外收入	527	711	525	525	525
应付票据及账款	143766	198483	249300	310431	384755	营业外支出	989	1546	996	996	996
其他流动负债	184426	236860	276186	338326	423307	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	333345	453667	525486	648757	808062	利润总额	21080	37269	47322	61879	78967
长期借款	10211	20822	20822	20822	20822	所得税	3367	5925	6950	9087	11597
其他非流动负债	28915	54597	54597	54597	54597	净利润	17713	31344	40372	52792	67370
非流动负债合计	39126	75419	75419	75419	75419	少数股东损益	1091	1303	4516	5905	7536
负债合计	372471	529086	600905	724176	883481	归属母公司净利润	16622	30041	35856	46886	59834
股本	2911	2911	2911	2911	2911	EBITDA	39829	79344	117051	138464	164320
资本公积	61706	62042	62042	62042	62042	NOPLAT	15526	28776	41601	53513	67831
留存收益	46412	73857	107478	151440	207542	EPS (元)	6	10	12	16	21
归属母公司权益	111029	138810	172430	216393	272495	主要财务比率					
少数股东权益	10361	11652	16168	22073	29609	会计年度					
股东权益合计	121390	150462	188598	238466	302104	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
负债和股东权益	493861	679548	789504	962642	1185585	成长能力					
现金流量表						营收增长率	96.2%	42.0%	22.6%	25.3%	24.3%
会计年度						营业利润增长率率	365.1%	76.9%	25.4%	30.5%	27.4%
2022	2023	2024E	2025E	2026E	EBIT 增长率	208.7%	83.9%	34.9%	28.9%	27.0%	
税后经营利润	17713	31344	36913	49333	63911	EBITDA 增长率	95.1%	99.2%	47.5%	18.3%	18.7%
折旧与摊销	20368	43550	68779	76229	85303	归母净利润增长率	445.9%	80.7%	19.4%	30.8%	27.6%
财务费用	-1618	-1475	950	356	51	经营现金流增长率	115.1%	20.5%	9.5%	8.4%	24.2%
投资损失	792	-1635	-1391	-1391	-1391	盈利能力					
营运资金变动	98418	92494	71888	73022	98526	毛利率	17.0%	20.2%	19.6%	20.1%	20.3%
其他经营现金流	5163	5444	8731	4002	4002	净利率	4.2%	5.2%	5.5%	5.7%	5.9%
经营性现金净流	140835	169723	185872	201550	250402	营业利润率	5.1%	6.3%	6.5%	6.7%	6.9%
资本支出	76568	96412	120000	130000	140000	ROE	15.0%	21.6%	20.8%	21.7%	22.0%
长期投资	-10559	-16163	0	0	0	ROA	3.4%	4.4%	4.5%	4.9%	5.0%
其他投资现金流	-33469	-13089	-430	-430	-430	ROIC	15.5%	26.3%	27.1%	35.8%	42.5%
投资性现金净流	-120596	-125664	-120430	-130430	-140430	估值倍数					
短期借款	-5051	13170	-18323	0	0	P/E	37	20	17	13	10
长期借款	-1994	10611	0	0	0	P/S	1	1	1	1	1
普通股增加	0	0	0	0	0	P/B	6	4	4	3	2
资本公积增加	899	336	0	0	0	股息率	0.3%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
其他筹资现金流	-13342	-11300	-3186	-3279	-3782	EV/EBIT	38	17	12	9	6
筹资性现金净流	-19489	12817	-21509	-3279	-3782	EV/EBITDA	19	7	5	4	3
现金流量净额	1360	57327	43933	67841	106190	EV/NOPLAT	48	21	14	10	7

数据来源: iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。
卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012
李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001
曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637