



# 比亚迪 (002594.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

## 比亚迪 24Q1 业绩点评：价格战下经营强势，毛利水平超预期

### 业绩点评：

4月29日晚比亚迪发布24Q1财报。Q1公司在价格战背景下经营依旧强势，毛利超预期：

**1、营收：**24Q1营收1249.4亿元，同/环比+4%/-30.6%；其中汽车及电池业务营收884.6亿元，同/环比-5.7%/-37.8%。剔除比亚迪电子后，我们计算24Q1单车ASP为14.2万元，同/环比-17.2%/-6.1%。

**2、利润：**24Q1毛利273.4亿元，同/环比+27.4%/-28.4%，毛利率21.9%，同/环比+4pct/0.7pct；其中汽车及动力电池业务毛利248.3亿元，同/环比+27.8%/-30.4%，毛利率28.1%，同/环比+7.4pct/3pct。Q1归母净利45.7亿元，同/环比+10.6%/-47.3%，净利率3.7%。去除比亚迪电子后，我们计算24Q1单车毛利3.98万元，同/环比+12.1%/+5.1%；单车净利0.67万元，同/环比-4.5%/-21.5%。

**3、费用：**Q1销售/管理/研发费用分别为68/37.7/106.1亿元，费用率5.4%/3.0%/8.5%，环比+1.0pct/+1.2pct/+0.4pct。

### 经营分析：

**1、公司成本控制强势，毛利率同环比双增超预期。**公司24Q1汽车销售62.44万辆，同/环比+14%/-33.8%。2月下旬，公司开启荣耀版改款降价，但依旧实现毛利率同环比双增，表现超预期。我们计算公司Q1单车成本仅10.2万元，同/环比-24.9%/-9.8%；Q1营业成本976亿，同/环比-1.1%/-31.2%。公司成本控制强势，单车成本大幅下降弥补降价缺口，带动Q1毛利超预期。

**2、净利波动系费用增加，Q2起将回转。**公司Q1费用大增，系在海外布局、自主研发层面加大投入所致，因而Q1毛利增加、净利下滑。目前看公司在出口及智能化研发仍需持续投入，预计费用仍将增长，但伴随Q2起公司销量增长摊薄，费用率将下降，单车净利有望回归至正常水平。

**3、展望Q2及24年，公司仍将保持强势。**1) Q2看公司降价受益持续，“以旧换新”政策落地公司为主要受益者，北京车展新车亦将在Q2-Q3上市，预计销量/盈利水平环比均将有回升；

2) 全年看：公司高端化、国际化持续，“以旧换新”政策下或将超预期。腾势/仰望/方程豹系列新车带动公司冲击高端化；同时，公司24年在海外持续投入，东南亚/拉美表现强势，市场持续扩张；车型结构改善带动公司单车盈利向上。此外，“以旧换新”政策利好紧凑型电车销售，公司在该市场具备主导权、定价权，渠道、成本优势明显，政策催化下公司24年销量存在超预期之可能。

### 盈利预测、估值和评级

比亚迪作为全球电车龙头，24年公司产品周期向上、海外市场加速、智能化厚积薄发，规模效应下成本优势明显。结合公司Q1降价及本次盈利表现，我们调整公司24-26年归母净利润为355.3/440.6/530.9亿元，对应18.1/14.6/12.1倍PE。维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

### 汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：221.38 元

### 相关报告：

- 《比亚迪 23 年财报点评：新车周期&国际化带动公司跨越式发展》，2024.3.27
- 《比亚迪三季报点评：23Q3 业绩超预期，盈利能力大幅提升》，2023.10.31
- 《比亚迪三季度业绩预告点评：盈利能力大幅提升，23Q3 业绩超预期》，2023.10.18



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	739,541	875,308	1,005,176
营业收入增长率	96.20%	42.04%	22.78%	18.36%	14.84%
归母净利润(百万元)	16,622	30,041	35,525	44,063	53,090
归母净利润增长率	445.86%	80.72%	18.26%	24.03%	20.49%
摊薄每股收益(元)	5.710	10.319	12.203	15.136	18.237
每股经营性现金流净额	48.38	58.30	60.56	65.35	70.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.97%	21.64%	24.78%	27.40%	26.13%
P/E	45.00	19.19	18.14	14.63	12.14
P/B	6.74	4.15	4.50	4.01	3.17

来源：比亚迪年报、国金证券研究所


**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>216,142</b>	<b>424,061</b>	<b>602,315</b>	<b>739,541</b>	<b>875,308</b>	<b>1,005,176</b>	货币资金	50,457	51,471	109,094	141,823	184,370	239,680
增长率	38.0%	96.2%	42.0%	22.8%	18.4%	14.8%	应收款项	46,405	53,633	70,189	105,581	129,609	137,535
<b>主营业务成本</b>	<b>-187,998</b>	<b>-351,816</b>	<b>-480,558</b>	<b>-596,851</b>	<b>-701,476</b>	<b>-804,493</b>	存货	43,355	79,107	87,677	98,113	109,545	121,225
%销售收入	87.0%	83.0%	79.8%	80.7%	80.1%	80.0%	其他流动资产	25,893	56,592	35,161	54,593	62,191	71,300
<b>毛利</b>	<b>28,145</b>	<b>72,245</b>	<b>121,757</b>	<b>142,690</b>	<b>173,832</b>	<b>200,683</b>	流动资产	166,110	240,804	302,121	400,109	485,715	569,740
%销售收入	13.0%	17.0%	20.2%	19.3%	19.9%	20.0%	%总资产	56.2%	48.8%	44.5%	56.3%	59.5%	59.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-3,035</b>	<b>-7,267</b>	<b>-10,350</b>	<b>-12,572</b>	<b>-14,880</b>	<b>-17,088</b>	长期投资	12,310	23,255	33,992	24,805	25,305	25,805
%销售收入	1.4%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	固定资产	81,499	176,502	265,630	193,880	228,880	303,080
<b>营业费用</b>	<b>-6,082</b>	<b>-15,061</b>	<b>-25,211</b>	<b>-30,321</b>	<b>-35,888</b>	<b>-41,212</b>	%总资产	27.6%	35.7%	39.1%	27.3%	28.0%	31.9%
%销售收入	2.8%	3.6%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	无形资产	19,853	25,431	46,267	24,272	24,464	24,656
<b>管理费用</b>	<b>-5,710</b>	<b>-10,007</b>	<b>-13,462</b>	<b>-15,530</b>	<b>-22,809</b>	<b>-20,104</b>	非流动资产	129,670	253,057	377,426	310,529	330,384	381,215
%销售收入	2.6%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	%总资产	43.8%	51.2%	55.5%	43.7%	40.5%	40.1%
<b>研发费用</b>	<b>-7,991</b>	<b>-18,654</b>	<b>-39,575</b>	<b>-46,591</b>	<b>-53,394</b>	<b>-65,336</b>	<b>资产总计</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>679,548</b>	<b>710,639</b>	<b>816,099</b>	<b>950,955</b>
%销售收入	3.7%	4.4%	6.6%	6.3%	6.1%	6.5%	短期借款	23,188	11,618	26,064	23,684	23,684	23,684
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>5,327</b>	<b>21,255</b>	<b>33,159</b>	<b>37,675</b>	<b>46,862</b>	<b>56,943</b>	应付款项	121,840	265,890	363,456	405,423	473,897	546,908
%销售收入	2.5%	5.0%	5.5%	5.1%	5.4%	5.7%	其他流动负债	26,276	55,837	64,147	55,033	62,836	70,467
<b>财务费用</b>	<b>-1,787</b>	<b>1,618</b>	<b>1,475</b>	<b>1,479</b>	<b>1,751</b>	<b>2,010</b>	流动负债	171,304	333,345	453,667	484,140	560,416	641,059
%销售收入	0.8%	-0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	长期贷款	8,744	7,594	11,975	14,094	16,587	22,974
<b>资产减值损失</b>	<b>-1,246</b>	<b>-2,376</b>	<b>-3,768</b>	<b>-3,000</b>	<b>-2,700</b>	<b>-2,700</b>	其他长期负债	11,488	31,533	63,444	56,036	63,890	67,938
<b>公允价值变动收益</b>	<b>47</b>	<b>126</b>	<b>258</b>	<b>300</b>	<b>350</b>	<b>400</b>	负债	<b>191,536</b>	<b>372,471</b>	<b>529,086</b>	<b>554,270</b>	<b>640,893</b>	<b>731,972</b>
<b>投资收益</b>	<b>-146</b>	<b>-815</b>	<b>1,635</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>2,500</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>95,070</b>	<b>111,029</b>	<b>138,810</b>	<b>143,358</b>	<b>160,796</b>	<b>203,173</b>
%税前利润	n.a	n.a	4.4%	5.7%	4.6%	3.8%	其中：股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
<b>营业利润</b>	<b>4,632</b>	<b>21,542</b>	<b>38,103</b>	<b>44,654</b>	<b>54,912</b>	<b>65,753</b>	未分配利润	26,456	40,943	67,124	71,474	88,912	131,289
营业利润率	2.1%	5.1%	6.3%	6.0%	6.3%	6.5%	少数股东权益	9,175	10,361	11,652	13,011	14,411	15,811
<b>营业外收支</b>	<b>-114</b>	<b>-462</b>	<b>-834</b>	<b>-800</b>	<b>-800</b>	<b>-800</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>295,780</b>	<b>493,861</b>	<b>679,548</b>	<b>710,639</b>	<b>816,099</b>	<b>950,955</b>
<b>税前利润</b>	<b>4,518</b>	<b>21,080</b>	<b>37,269</b>	<b>43,854</b>	<b>54,112</b>	<b>64,953</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	2.1%	5.0%	6.2%	5.9%	6.2%	6.5%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>所得税</b>	<b>-551</b>	<b>-3,367</b>	<b>-5,925</b>	<b>-6,929</b>	<b>-8,550</b>	<b>-10,263</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	12.2%	16.0%	15.9%	15.8%	15.8%	15.8%	每股收益	1.046	5.710	10.319	12.203	15.136	18.237
<b>净利润</b>	<b>3,967</b>	<b>17,713</b>	<b>31,344</b>	<b>36,925</b>	<b>45,563</b>	<b>54,690</b>	每股净资产	32.657	38.139	47.682	49.244	55.235	69.791
少数股东损益	922	1,091	1,303	1,400	1,500	1,600	每股经营现金净流	22.488	48.379	58.302	60.561	65.352	70.312
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>3,045</b>	<b>16,622</b>	<b>30,041</b>	<b>35,525</b>	<b>44,063</b>	<b>53,090</b>	每股股利	0.105	0.575	0.000	1.239	1.536	1.850
净利率	1.4%	3.9%	5.0%	4.8%	5.0%	5.3%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	3.20%	14.97%	21.64%	24.78%	27.40%	26.13%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	1.03%	3.37%	4.42%	5.00%	5.40%	5.58%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	3.37%	12.52%	14.49%	17.45%	20.73%	23.44%
<b>净利润</b>	<b>3,967</b>	<b>17,713</b>	<b>31,344</b>	<b>36,925</b>	<b>45,563</b>	<b>54,690</b>	<b>增长率</b>						
少数股东损益	922	1,091	1,303	1,400	1,500	1,600	主营业务收入增长率	38.02%	96.20%	42.04%	22.78%	18.36%	14.84%
<b>非现金支出</b>	<b>15,354</b>	<b>22,746</b>	<b>47,321</b>	<b>38,725</b>	<b>45,965</b>	<b>53,205</b>	EBIT 增长率	-53.07%	299.01%	56.00%	13.62%	24.38%	21.51%
非经营收益	1,940	1,567	-1,710	5,650	3,722	1,793	净利润增长率	-28.08%	445.86%	80.72%	18.26%	24.03%	20.49%
<b>营运资金变动</b>	<b>44,206</b>	<b>98,812</b>	<b>92,770</b>	<b>95,000</b>	<b>95,000</b>	<b>95,000</b>	总资产增长率	47.14%	66.97%	37.60%	4.58%	14.84%	16.52%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65,467</b>	<b>140,838</b>	<b>169,725</b>	<b>176,301</b>	<b>190,250</b>	<b>204,689</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>资本开支</b>	<b>-36,517</b>	<b>-97,189</b>	<b>-121,623</b>	<b>-97,298</b>	<b>-77,839</b>	<b>-62,271</b>	应收账款周转天数	65.4	32.3	30.5	34.0	35.0	36.0
投资	-3,304	-10,463	-15,966	-17,000	-19,000	-21,000	存货周转天数	72.6	63.5	63.3	60.0	57.0	55.0
其他	-5,582	-12,944	11,925	-200	-200	-200	应付账款周转天数	112.7	110.8	127.2	120.0	120.0	120.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-45,404</b>	<b>-120,596</b>	<b>-125,664</b>	<b>-114,498</b>	<b>-97,039</b>	<b>-83,471</b>	固定资产周转天数	103.4	113.5	139.9	65.1	52.5	53.9
<b>股权募资</b>	<b>37,314</b>	<b>508</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>债权募资</b>	<b>-17,006</b>	<b>-16,413</b>	<b>18,073</b>	<b>-18,477</b>	<b>-26,143</b>	<b>-33,810</b>	净负债/股东权益	-21.19%	-43.57%	-53.58%	-11.53%	-14.63%	-17.79%
其他	-3,145	-3,583	-5,354	-9,348	-9,419	-9,491	EBIT 利息保障倍数	3.0	-13.1	-22.5	-10.9	-34.5	13.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>17,163</b>	<b>-19,489</b>	<b>12,817</b>	<b>-27,727</b>	<b>-35,465</b>	<b>-43,203</b>	资产负债率	64.76%	75.42%	77.86%	78.00%	78.53%	76.97%
<b>现金净流量</b>	<b>37,181</b>	<b>1,363</b>	<b>57,329</b>	<b>34,076</b>	<b>57,746</b>	<b>78,015</b>							

来源：比亚迪年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究