

➤ **事件概述:** 2024Q1 公司营收 1,249.44 亿元, 同比+4.0%, 环比-30.6%; 归母净利润为 45.7 亿元, 同比+10.6%, 环比-47.3%; 扣非净利润为 37.5 亿元, 同比+5.2%, 环比-58.8%。

➤ **利润符合预期 高端出口支撑业绩。营收端:** 受益 2024Q1 出口占比提升, 方程豹、仰望等高端车型上量拉动, 2024Q1 公司营收 1,249.44 亿元, 同比+4.0%, 环比-30.6%, 在激烈相对竞争, 王朝、海洋车型加大优惠力度的前提下实现单车 ASP 15.41 万元环比提升 (同比-1.7 万元, 环比+3,238 元) ;

利润端: 2024Q1 公司毛利率 21.9%, 同比+5.2pct, 环比+0.7pct, 汽车+电池毛利率 28.1%, 同比-4.9pct, 环比+3.0pct, 毛利表现超出预期, 电池降本约贡献 935 元单车利润环比提升, 故毛利提升主要受出口、高端车型拉动 (2024Q1 出口销量 9.8 万辆, 同比+153.0%, 环比+0.7%; 腾势、仰望、方程豹分别 23,945、3,522、11,063 辆, 环比-11,327、+1,521、+5,351 辆) ;

费用端: 2024Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别 5.4%、3.0%、8.5%、-0.2%, 环比分别+1.0、+1.2、+0.4、+0.0pct; 2024Q1 整体销量 57.4 万辆, 环比-39.1%, 受规模效应下降影响费用率整体提升, 同时销售、管理费用增加系职工薪酬增加所致, 销售、研发投入有所加大。

➤ **王朝海洋持续焕新 基本盘夯实。** 3 月, 比亚迪王朝海洋重点车型继续改款焕新。4 月车展, 搭载新一代插混平台的秦 L、海豹 06DM-i 亮相, 新车将于 2024Q2 上市, 预计起售价在 12 万元左右; 海洋网的首款纯电中型 SUV 海狮 07EV 也首次亮相, 预计于今年 5 月正式上市, 售价在 20 万元区间。2024 年, 比亚迪产品周期强劲, 荣耀版推出、5.0 平台新车有助于巩固 20 万元以下领先地位, 促进份额提升; 腾势、仰望、方程豹新车布局高端市场, 提供利润保障。

➤ **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 398.1/511.8/636.1 亿元, EPS 13.68/17.58/21.85 元, 对应 2024 年 4 月 29 日 221.38 元/股收盘价, PE 分别为 16/13/10 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	2023A	2024E	2025E	2026E
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	39,810	51,176	63,610
增长率 (%)	80.7	32.5	28.6	24.3
每股收益 (元)	10.32	13.68	17.58	21.85
PE	21	16	13	10
PB	4.6	3.8	3.0	2.4

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
221.38 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	2024Q1
分季度销量 (万辆)	29.0	35.3	53.7	68.2	54.8	70.0	82.2	94.3	57.4
同比	182.0%	153.3%	163.8%	140.1%	89.1%	98.1%	53.0%	38.2%	4.8%
环比	2.0%	22.0%	52.0%	27.0%	-19.7%	27.8%	17.4%	14.7%	-39.1%
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	1,249.4
同比	63.0%	67.9%	115.6%	120.4%	79.8%	67.0%	38.5%	15.1%	4.0%
环比	-5.8%	25.4%	39.7%	33.6%	-23.1%	16.5%	15.9%	11.0%	-30.6%
汽车+电池 (亿元)	458.9	610.2	896.2	1,203.4	938.0	1,101.5	1,261.9	1,422.3	884.6
YoY	117.5%	141.6%	172.4%	151.6%	104.4%	80.5%	40.8%	18.2%	-5.7%
比亚迪电子 (亿元)	209.3	227.6	274.6	360.3	263.7	298.1	359.6	378.1	364.8
YoY	5.2%	-7.6%	28.3%	55.8%	26.0%	30.9%	31.0%	4.9%	38.3%
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	976.0
YoY	63.4%	65.1%	101.6%	105.5%	68.6%	58.6%	33.1%	12.0%	-1.1%
汽车+电池 (亿元)	387.5	501.5	692.1	928.7	743.6	863.2	938.0	1,065.5	636.3
YoY	125.0%	143.5%	154.4%	132.5%	91.9%	72.1%	35.5%	14.7%	-14.4%
比亚迪电子 (亿元)	197.9	215.8	256.7	338.0	243.4	274.3	324.7	352.8	339.7
YoY	6.3%	-5.6%	29.2%	55.8%	23.0%	27.1%	26.5%	4.4%	39.5%
毛利率 (%)	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%
YoY (pct)	(0.2)	1.5	5.6	5.9	5.5	4.3	3.2	2.2	4.0
汽车+电池 (%)	15.6%	17.8%	22.8%	22.8%	20.7%	21.6%	25.7%	25.1%	28.1%
YoY (pct)	(2.8)	(0.6)	5.5	6.4	5.2	3.8	2.9	2.3	7.3
比亚迪电子 (%)	5.5%	5.2%	6.5%	6.2%	7.7%	8.0%	9.7%	6.7%	6.9%
YoY (pct)	(1.0)	(2.0)	(0.7)	0.0	2.2	2.8	3.2	0.5	(0.8)
归母净利润 (亿元)	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7
YoY	240.9%	197.8%	350.1%	1114.5%	411.1%	144.9%	82.2%	18.6%	10.6%
环比	34.2%	244.9%	105.1%	27.9%	-43.5%	65.2%	52.6%	-16.7%	-47.3%
汽车+电池 (亿元)	6.9	24.9	53.2	69.0	38.3	61.3	94.1	80.2	41.7
YoY	334.3%	543.3%	470.7%	1276.9%	455.1%	146.3%	76.9%	16.2%	8.9%
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	4.0
YoY	-77.7%	-45.7%	17.4%	305.5%	154.9%	132.9%	153.4%	60.7%	32.9%
净利润率 (%)	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%
YoY (pct)	0.6	1.5	2.5	3.8	2.2	1.5	1.5	0.1	0.2
汽车+电池 (%)	1.5%	4.1%	5.9%	5.7%	4.1%	5.6%	7.5%	5.6%	4.7%
YoY (pct)	2.9	2.5	3.1	4.7	2.6	1.5	1.5	(0.1)	0.6
比亚迪电子 (归母口径, %)	0.6%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	2.3%	2.8%	1.7%	1.1%
YoY (pct)	(2.1)	(0.9)	(0.1)	0.7	0.6	1.0	1.4	0.6	(0.0)
*单车ASP (万元)	15.84	17.27	16.68	17.64	17.12	15.73	15.35	15.09	15.41
YoY	-22.9%	-4.6%	3.3%	4.8%	8.1%	-8.9%	-8.0%	-14.5%	-10.0%
*单车净利润 (万元)	0.24	0.70	0.99	1.01	0.70	0.88	1.14	0.85	0.73
YoY	183.1%	154.0%	116.3%	473.6%	193.6%	24.3%	15.6%	-16.0%	3.9%
*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	0.58
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	-3135
单车扣非利润同比变化 (元)	7333	6982	8309	9124	4591	1490	1328	-1092	3
销售费用率 (%)	3.0%	3.3%	4.0%	3.6%	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	5.4%
管理费用率 (%)	2.5%	2.3%	2.3%	2.3%	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%	3.0%
研发费用率 (%)	3.5%	3.7%	4.7%	5.0%	5.2%	5.4%	6.8%	8.1%	8.5%
财务费用率 (%)	-0.1%	-1.0%	-0.4%	-0.2%	0.0%	-0.8%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
单车毛利贡献									
*单车毛利 (元)	24,649	30,757	37,985	40,287	35,474	34,027	39,395	37,848	43,261
单车毛利环比变化 (元)	-3,086	6,107	7,228	2,302	-4,813	-1,447	5,368	-1,547	5,413
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	10
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	0.5875
比亚迪单车电池度数 (度/车)	40	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	2,367
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	935
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%		

注：单车指标包含电池、光伏、云轨等业务影响，单车数据为公司披露数据/销量计算得出，如有出入，以公司口径为准

资料来源：公司公告，民生证券研究院

备注：单车指标包含电池、光伏、云轨等业务影响，单车数据为公司披露数据/销量计算得出，如有出入，以公司口径为准

公司财务报表数据预测汇总

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	17,506	21,007	24,368
研发费用	39,575	49,183	57,019	60,340
EBIT	34,588	49,669	61,706	76,100
财务费用	-1,475	-774	-1,802	-2,775
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	48,540	62,399	77,559
营业外收支	-834	0	0	0
利润总额	37,269	48,540	62,399	77,559
所得税	5,925	6,941	8,923	11,091
净利润	31,344	41,599	53,476	66,468
归属于母公司净利润	30,041	39,810	51,176	63,610
EBITDA	78,141	102,503	127,462	151,304

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	146,591	268,519	382,226
应收账款及票据	61,866	72,352	79,575	81,251
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	58,922	60,229	73,060
流动资产合计	302,121	413,815	567,794	723,623
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	486,163	500,642	518,915
资产合计	679,548	899,978	1,068,436	1,242,538
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	334,116	397,488	460,091
流动负债合计	453,667	636,237	757,681	874,551
长期借款	11,975	13,996	15,496	16,496
其他长期负债	63,444	64,516	64,516	64,516
非流动负债合计	75,419	78,512	80,012	81,012
负债合计	529,086	714,749	837,693	955,562
股本	2,911	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	11,652	13,441	15,740	18,598
股东权益合计	150,462	185,230	230,743	286,976
负债和股东权益合计	679,548	899,978	1,068,436	1,242,538

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	43.60	24.23	23.33
净利润增长率	80.72	32.52	28.55	24.30
盈利能力 (%)				
毛利率	20.21	19.32	19.00	19.00
净利润率	4.99	4.78	5.12	5.48
总资产收益率 ROA	4.42	4.42	4.79	5.12
净资产收益率 ROE	21.64	23.17	23.80	23.70
偿债能力				
流动比率	0.67	0.65	0.75	0.83
速动比率	0.42	0.38	0.49	0.57
现金比率	0.24	0.23	0.35	0.44
资产负债率 (%)	77.86	79.42	78.40	76.90
经营效率				
应收账款周转天数	37.49	33.00	30.25	26.62
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	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	10.32	13.68	17.58	21.85
每股净资产	47.68	59.01	73.86	92.19
每股经营现金流	58.30	65.02	71.64	74.41
每股股利	3.10	2.74	3.52	4.37
估值分析				
PE	21	16	13	10
PB	4.6	3.8	3.0	2.4
EV/EBITDA	7.71	5.88	4.73	3.98
股息收益率 (%)	1.40	1.24	1.59	1.97

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,599	53,476	66,468
折旧和摊销	43,553	52,834	65,756	75,203
营运资金变动	92,770	88,960	82,928	68,196
经营活动现金流	169,725	189,293	208,541	216,617
资本开支	-121,623	-159,156	-76,451	-89,373
投资	-16,089	5,304	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-125,664	-152,706	-77,851	-91,273
股权募资	98	-398	0	0
债务募资	18,073	9,550	2,540	2,030
筹资活动现金流	12,817	910	-8,762	-11,636
现金净流量	57,329	37,497	121,927	113,707

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