

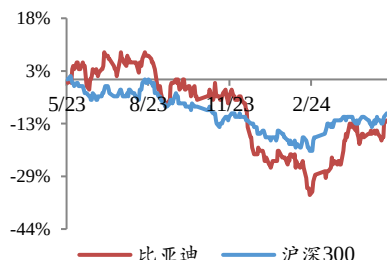
2024Q1 盈利继续提升，销量结构改善明显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-29

收盘价（元）	221.38
近 12 个月最高/最低（元）	276.58/162.77
总股本（百万股）	2,911
流通股本（百万股）	2,262
流通股比例（%）	77.71
总市值（亿元）	6,445
流通市值（亿元）	5,008

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

相关报告

1. 2023 年度业绩符合预期，2024Q1 盈利预计承压 2024-03-29

2. 升级换代提升产品力，规模优势铸就护城河 2024-01-29

主要观点：

● 事件

比亚迪公布 2024 年第一季度报告。2024Q1 公司实现营业收入 1249.4 亿元，同比+4%，环比-30.6%；实现归母净利润 45.7 亿元，同比+11%，环比-47.3%；实现扣非归母净利润 37.5 亿元，同比+5.2%，环比-58.8%。扣除比亚迪电子业务后，实现营业收入 884.6 亿元，同比-6%，环比-38%；扣非归母净利润 33.5 亿元，同比+3%，环比-61%。公司一季度以价换量，盈利能力环比下滑。

● 规模效应助力毛利率提升，销售研发费用大幅增加侵蚀部分净利

2024Q1 公司整体毛利率 22%，同比+4PCT，环比+1PCT；扣除电子业务毛利率 29%，同比+8PCT，环比+3PCT；受益于规模效应，扣除电子业务后公司在收入下降的同时，实现了毛利率提升。2024Q1 公司期间费用 209.9 亿元，期间费用率 16.8%，同比+4.9PCT，环比+4.1PCT。其中，受 Q1 价格促销影响，销售费用支出 68 亿元，同比+46%，销售费率 5%；受研发人员规模扩张影响，研发费用支出 106.1 亿元，同比+70%，研发费率 8%；管理费用 37.7 亿元，同比+12%，管理费 3%。由于销售与研发费用增加，2024Q1 公司净利率 3.8%，同比略微下降 0.2PCT。

● 受荣耀版车型推出影响，2024Q1 单车净利下降至 0.53 万

3 月公司普遍推出荣耀版车型，各车型指导价格降幅处于 10%-20% 区间，平均价格下降 13%，因此扣除比亚迪电子业务后，经测算 2024Q1 汽车 ASP 为 14.1 万元，同比下滑 2.9 万，环比下滑 0.9 万。同时，受益于规模效应影响，2024Q1 单车成本为 10 万元，同比下降 3.3 万，环比下降 1.2 万。综上，2024Q1 单车净利 0.53 万元，同比下降 0.06 万，环比下降 0.38 万。考虑到一季度成本摊销未能完全释放，同时后续高端车型放量，单车净利水平预计将提高。

● 一季度公司出口与高端品牌销量增幅显著，销量结构改善明显

2024Q1 公司新能源汽车销量 62.6 万辆，占新能源汽车市场的 30%，占中国汽车市场的 10%；其中，出口 9.8 万辆，同比+153%，终端销量 55.4 万，库存持续去化。分类型看，基本盘销量 58.4 万，同比+12%，高端品牌销量 3.85 万，同比+59%；分价格带看，(0-10]价格带销量 9.5 万辆，(10-20]价格带销量 35.8 万辆，(20-30]价格带销量 8.1 万辆，(30-50]价格带销量 4 万辆，(100+]价格带销量 3502 辆。

● 投资建议

受益于规模效应，2024Q1 公司在降价冲量情形下仍旧保持了可观的单车净利水平。考虑到销量扩大带来的成本摊销，出口销量高增以及高端车型放量带来的销量结构改善，公司有望迎来盈利与估值双击，维持“买入”评级。

● 风险提示

1. 海外出口不及预期。出口目的国家关税政策、国际政治关系、当地渠道建设以及配套充电设施、消费者对电动汽车的认可度均会影响公司出海进程，导致出口不及预期。
2. 高端化进程不及预期。产品高端化受到文化积淀、品牌价值等软实力影响，同时国内厂商、合资进口车企纷纷发力高端产品，市场竞争更加激烈，可能影响公司的高端化发展。
3. 合资车企反扑影响公司基本盘销量。合资车企盈利能力强，具备价格竞争的优势，因此时刻关注合资车企利用价格战进行反扑的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	602315	704733	835109	989604
收入同比 (%)	42.0%	17.0%	18.5%	18.5%
归属母公司净利润	30041	35875	38718	49247
净利润同比 (%)	80.7%	19.4%	7.9%	27.2%
毛利率 (%)	20.2%	20.1%	21.0%	22.0%
ROE (%)	21.6%	20.4%	18.1%	18.7%
每股收益 (元)	10.32	12.32	13.30	16.92
P/E	19.19	16.91	15.67	12.32
P/B	4.15	3.46	2.83	2.30
EV/EBITDA	6.58	5.35	4.25	3.03

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302121	341111	414785	525859	营业收入	602315	704733	835109	989604
现金	109094	121361	159544	228716	营业成本	480558	563082	659736	771891
应收账款	61866	72392	85784	101654	营业税金及附加	10350	11730	14118	16689
其他应收款	2758	3230	3828	4536	销售费用	25211	26780	40085	49480
预付账款	2215	2590	3035	3551	管理费用	13462	15716	22548	27709
存货	87677	101668	120952	143658	财务费用	-1475	271	511	556
其他流动资产	38511	39870	41643	43744	资产减值损失	-2188	49	12	23
非流动资产	377426	448387	512277	560870	公允价值变动收益	258	0	0	0
长期投资	17647	21661	25653	29347	投资净收益	1635	487	784	1140
固定资产	230904	276319	315108	339773	营业利润	38103	46528	49572	62810
无形资产	37236	47166	57821	68794	营业外收入	711	783	861	947
其他非流动资产	91639	103241	113695	122957	营业外支出	1546	1267	1407	1337
资产总计	679548	789498	927062	1086729	利润总额	37269	46043	49026	62420
流动负债	453667	522249	615166	719527	所得税	5925	7046	7654	9711
短期借款	18323	22383	30997	37335	净利润	31344	38997	41372	52709
应付账款	194430	226797	265727	310901	少数股东损益	1303	3122	2654	3462
其他流动负债	240914	273070	318442	371292	归属母公司净利润	30041	35875	38718	49247
非流动负债	75419	77035	80033	82341	EBITDA	78141	100446	120364	148963
长期借款	11975	13591	16590	18897	EPS (元)	10.32	12.32	13.30	16.92
其他非流动负债	63444	63444	63444	63444	主要财务比率				
负债合计	529086	599284	695199	801868	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	11652	14774	17428	20890	成长能力				
股本	2911	2911	2911	2911	营业收入	42.0%	17.0%	18.5%	18.5%
资本公积	62042	62346	62623	62912	营业利润	76.9%	22.1%	6.5%	26.7%
留存收益	73857	110183	148901	198148	归属于母公司净利润	80.7%	19.4%	7.9%	27.2%
归属母公司股东权益	138810	175440	214435	263971	获利能力				
负债和股东权益	679548	789498	927062	1086729	毛利率 (%)	20.2%	20.1%	21.0%	22.0%
现金流量表					净利率 (%)	5.0%	5.1%	4.6%	5.0%
单位:百万元					ROE (%)	21.6%	20.4%	18.1%	18.7%
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	ROIC (%)	14.7%	16.2%	14.1%	14.9%
经营活动现金流	169725	132152	162393	196078	偿债能力				
净利润	31344	38997	41372	52709	资产负债率 (%)	77.9%	75.9%	75.0%	73.8%
折旧摊销	43553	54132	70827	85987	净负债比率 (%)	351.6%	315.1%	299.8%	281.5%
财务费用	530	1362	1725	2152	流动比率	0.67	0.65	0.67	0.73
投资损失	-1635	-487	-784	-1140	速动比率	0.42	0.41	0.43	0.49
营运资金变动	92770	37801	48810	56123	营运能力				
其他经营现金流	-58262	1544	-6995	-3167	总资产周转率	1.03	0.96	0.97	0.98
投资活动现金流	-125664	-124953	-134376	-133687	应收账款周转率	11.96	10.50	10.56	10.56
资本支出	-121623	-121427	-131170	-131134	应付账款周转率	2.87	2.67	2.68	2.68
长期投资	-16089	-4013	-3991	-3693	每股指标 (元)				
其他投资现金流	12048	487	784	1140	每股收益	10.32	12.32	13.30	16.92
筹资活动现金流	12817	4617	10166	6782	每股经营现金流薄)	58.30	45.40	55.78	67.35
短期借款	13170	4059	8615	6337	每股净资产	47.68	60.27	73.66	90.68
长期借款	4382	1616	2999	2307	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	19.19	16.91	15.67	12.32
资本公积增加	336	304	277	289	P/B	4.15	3.46	2.83	2.30
其他筹资现金流	-5070	-1362	-1725	-2152	EV/EBITDA	6.58	5.35	4.25	3.03
现金净增加额	57329	12267	38182	69173					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。