

## Q1 毛利率保持高位, Q2 销量有望延续高增

### 比亚迪股份 (01211.HK)

#### 2024Q1 毛利率仍处于高位

比亚迪股份发布 2024 年 Q1 业绩: 2024 年一季度公司收入 1249.4 亿元人民币(下同), 同比增长 3.97%; 股东应占净利润 45.7 亿元, 同比增长 10.6%; 扣非后股东应占净利润 37.5 亿元, 同比增长 5.2%。2024 年一季度公司整体毛利率约 21.9%, 与 2023 年三、四季度大致持平, 依旧保持在相对高位。

2024 年一季度, 公司新能源车销量录得 62.6 万辆, 同比增长 13.4%。公司收入增速低于汽车销量增速, 我们认为主要原因在于价格战环境下, 车辆平均售价降低。毛利率依然保持高水平, 我们认为主要原因在于: 1、汽车及相关业务规模效应充分体现; 2、主要原材料价格仍处于低位。

2024 年一季度, 公司销售费用约 68 亿元, 同比增长 46.4%; 管理费用 37.7 亿元, 同比增长 12%; 研发费用 106 亿元, 同比增长 70%。销售费用继续高增, 我们认为主要原因还是在于行业竞争过于激烈, 导致相关支出继续走高。公司销售费用、研发费用持续高增, 短期来看对整体盈利能力有一定削弱, 但中长期来看, 则有利于维护公司市场地位、扩大市场份额、强化技术实力、保持并扩大领先优势。

#### 3、4 月汽车销量重回高速增长轨道

2024 年 3、4 月, 公司汽车销量分别录得 30.2、31.3 万辆, 同比增速分别录得 46.1%、49%。在经历 1、2 月的主动产销节奏调整之后, 公司汽车销量重回高速增长轨道。

2024 年 4 月, 公司新能源乘用车销量 31.2 万辆, 同比增长 49%; 其中纯电动车 13.4 万辆, 同比增长 28.8%, 插电混动车 17.8 万辆, 同比增长 69%。

2024 年 1-4 月, 公司累计汽车销量约 94 万辆, 同比增长 23.2%。新能源乘用车销量 93.6 万辆, 同比增长 23.6%; 其中纯电动车 43.5 万辆, 同比增长 17.8%, 插电混动车 50.2 万辆, 同比增长 29.2%。

#### 出口月销连创历史新高

2024 年 3、4 月, 公司汽车出口销量分别录得 3.84、4.1 万辆, 连续两个月创下出口月销历史新高; 出口销量占比分别录得 12.7%、13.1%。2024 年 1-4 月, 公司累计出口销量 13.9 万辆, 同比暴增 159.4%, 总销量占比 14.8%。我们认为随着公司海外销售渠道的迅速扩张、海外生产基地的陆续投产, 公司出口销量将延续爆发增长, 并成为拉动公司总销量的强力增长点。

#### Q2 汽车销量有望继续保持高增长

我们预计公司 Q2 汽车总销量将继续保持高速增长, 主要理由如下: 1、公司车型序列完备, 品牌影响力强, 且产品具备较强的价格竞争力, 国内销量仍有较大的提升空间; 2、海外市场拓展快速推进, 有望实现更高速度的增长; 3、新增车型的陆续上市与放量, 将带来新的销售增量; 4、国内车市政策促进力度较大, 有利于车企销量的稳步走高。

#### 盈利预测

我们预测公司 2024 年收入将实现较快增长, 达到 7100 亿元以上规模, 其中新能源车销量的继续高增将是最主要推动因素。我们预测公司 2024 年盈利将大幅上升至 360 亿元以上规模。主要动力将来自于: 1、新能源汽车销量保持快速增长; 2、降本增效以及规模效应的继续体现。

2024 年 5 月 2 日

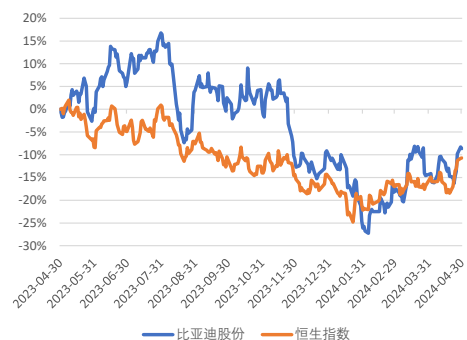
公司研究·点评报告

#### 基础数据

|                 |             |
|-----------------|-------------|
| 所属行业            | 汽车          |
| 评级              | 买入          |
| 收盘价 (HKD)       | 215.6       |
| 总市值 (HKD 亿)     | 6265        |
| 流通市值 (HKD 亿)    | 2363        |
| 52 周最高/最低 (HKD) | 167.8-280.6 |

数据来源: Wind; 数据日期: 2024 年 4 月 30 日收盘  
国信证券(香港) 研究部整理

#### 股价表现



数据来源: Wind; 国信证券(香港) 研究部整理

#### 韩卫东

SFC CE No.: BCH669

+852 2899 8300

hanwd@guosen.com.hk

#### 相关研究报告

《比亚迪股份 (01211.HK): 2023 实现超高增速, 出口或延续爆发增长》(2024-03-27)

《比亚迪股份 (01211.HK): 季度利润再创新高, 单车盈利持续提升》(2023-10-18)

《比亚迪股份 (01211.HK): 2023 全年销量表现值得期待》(2023-08-29)

《比亚迪股份 (01211.HK): 业绩爆发增长, 2023 有望延续高增》(2023-03-29)

《比亚迪股份 (01211.HK): 规模效应明显体现, Q4 销量或继续走高》(2022-10-17)

《比亚迪股份 (01211.HK): 盈利规模迅速扩大, 月销仍有较大提升空间》(2022-07-15)

《比亚迪股份 (01211.HK): 新能源车销量暴增促收入实现高增》(2022-04-28)

《比亚迪股份 (01211.HK): 2021 费用率控制较佳, 月销有望持续走高》(2022-03-30)

《比亚迪股份 (01211.HK): 海豚表现超预期, 元 PLUS 具备较好爆款潜力》(2022-01-03)

《比亚迪股份 (01211.HK): 销量连创新高, 2022 有望延续超高增长》(2021-12-06)

## 估值与投资评级

比亚迪股份 (01211.HK) 港股于 2024 年 4 月 30 日收盘价 215.6 港元，对应我们的 2024 年预测业绩 PE 约 16 倍，估值仍处于相对低位。公司在汽车整车、动力电池、汽车芯片、储能系统等领域具备明显的技术领先优势，垂直一体化的供应链体系以及规模效应令公司具备显著的低成本优势，品牌与车型矩阵的持续完备为销量增长打下坚实基础，预计公司将在激烈市场竞争中持续保持领先地位并进一步扩大份额。维持买入评级。

(注：以上数据均来自于上市公司公告、公司官网、Wind、汽车之家、国信证券（香港）研究部整理)

## 风险提示

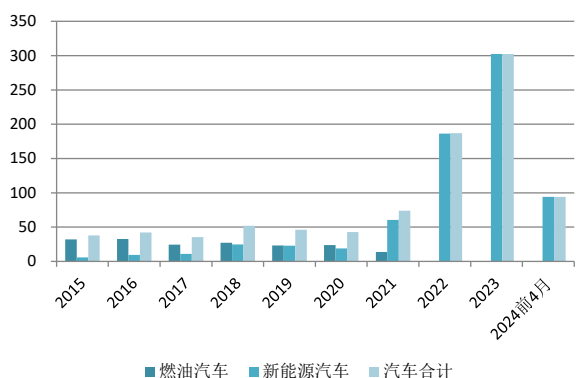
汽车销量增长不及预期，车市价格战白热化，海外市场拓展不顺利。

### 盈利预测

| 货币单位：人民币亿元 | 2019     | 2020     | 2021     | 2022     | 2023     | 2024E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业总收入      | 1,277.39 | 1,565.98 | 2,161.42 | 4,240.61 | 6,023.15 | 7,113.34 |
| YOY        | -1.8%    | 22.6%    | 38.0%    | 96.2%    | 42.0%    | 18.1%    |
| 毛利         | 208.14   | 303.46   | 281.45   | 722.45   | 1,217.57 | 1,423.38 |
| YOY        | -2.4%    | 45.8%    | -7.3%    | 156.7%   | 68.5%    | 16.9%    |
| 毛利率        | 16.29%   | 19.38%   | 13.02%   | 17.04%   | 20.21%   | 20.01%   |
| 归母净利润      | 16.14    | 42.34    | 30.45    | 166.22   | 300.41   | 366.27   |
| YOY        | -41.9%   | 162.3%   | -28.1%   | 445.9%   | 80.7%    | 21.9%    |

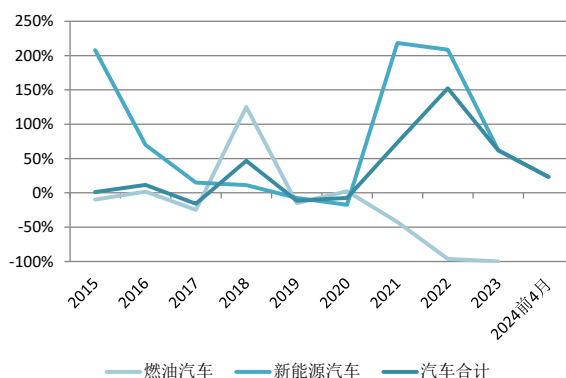
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 1 比亚迪股份 2015-2024 汽车销量 (万辆)



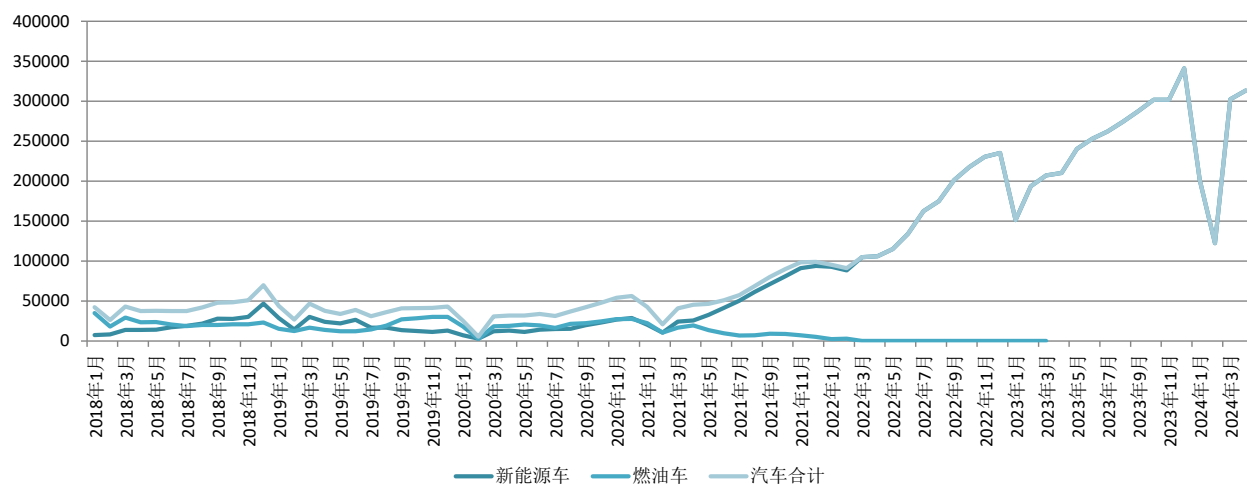
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 2 比亚迪股份 2015-2024 汽车销量增速



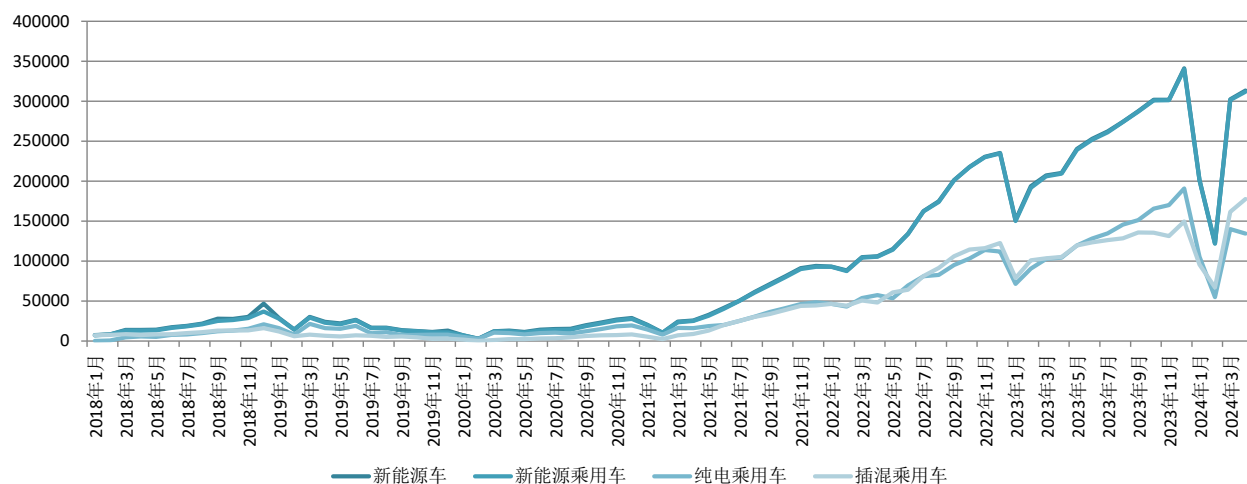
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 3 比亚迪股份 2018 年 1 月以来月度汽车销量走势 (单位：辆)



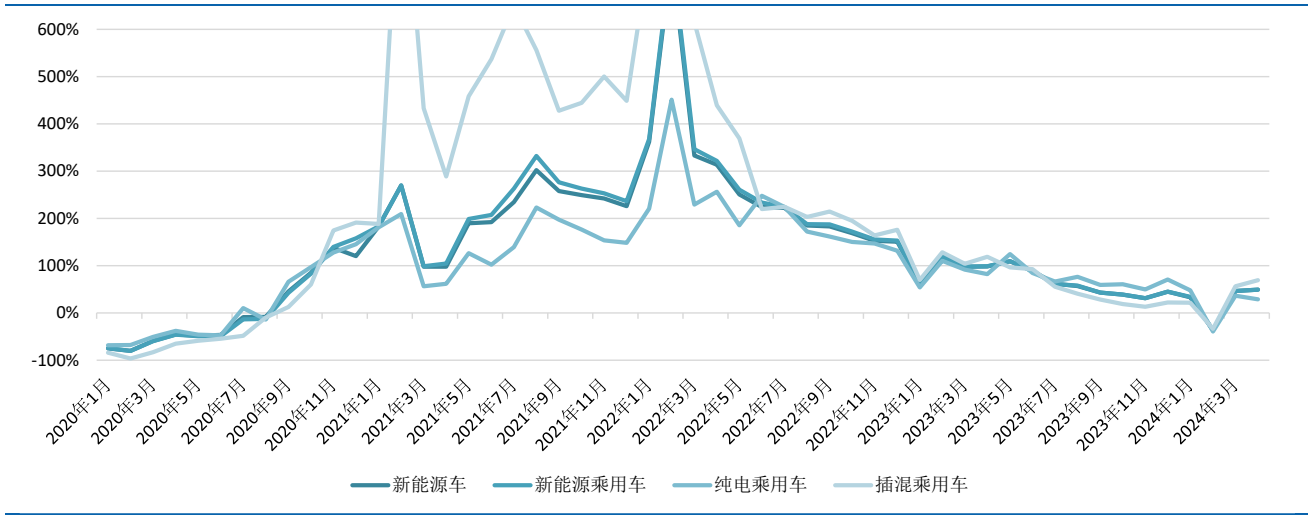
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 4 比亚迪股份 2018 年 1 月以来各类型新能源车月度销量情况 (单位：辆)



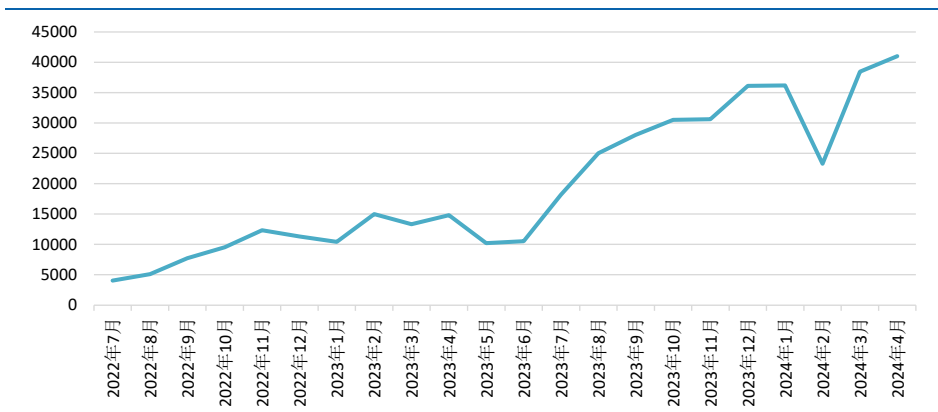
数据来源：上市公司公告，国信证券（香港）研究部

图 5 比亚迪股份 2020 年 1 月以来各类型新能源车月度销量增速情况



数据来源: 上市公司公告, 国信证券(香港) 研究部

图 6 比亚迪股份 2022 年 7 月以来月度海外销量情况 (单位: 辆)



数据来源: 上市公司公告, 国信证券(香港) 研究部

## 财务预测 (货币单位: 人民币百万元)

| 资产负债表            |                |                |                |                |                | 利润表              |                 |                 |                  |                  |                  |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|-----------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|
|                  | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024E          |                  | 2020            | 2021            | 2022             | 2023             | 2024E            |
| 现金及现金等价物         | 13,738         | 49,820         | 51,182         | 108,512        | 171,172        | 营业收入             | 156,598         | 216,142         | 424,061          | 602,315          | 711,334          |
| 应收款项             | 57,471         | 61,515         | 62,909         | 79,913         | 85,983         | 营业成本             | 126,251         | 187,998         | 351,816          | 480,558          | 568,996          |
| 存货               | 34,297         | 45,567         | 79,107         | 87,677         | 96,113         | 毛利               | 30,346          | 28,145          | 72,245           | 121,757          | 142,338          |
| 其它流动资产           | 6,099          | 9,208          | 47,605         | 26,020         | 22,261         | 税金及附加            | 2,154           | 3,035           | 7,267            | 10,350           | 12,235           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>111,605</b> | <b>166,110</b> | <b>240,804</b> | <b>302,121</b> | <b>375,529</b> | 销售费用             | 5,056           | 6,082           | 15,061           | 25,211           | 29,876           |
| 固定资产净值           | 58,202         | 75,545         | 176,132        | 265,202        | 313,993        | 管理费用             | 4,321           | 5,710           | 10,007           | 13,462           | 15,649           |
| 权益性投资            | 5,466          | 7,905          | 19,904         | 22,974         | 40,582         | 研发费用             | 7,465           | 7,991           | 18,654           | 39,575           | 42,680           |
| 其他长期投资           | 1,514          | 3,001          | 85             | 83             | 102            | 财务费用             | 3,763           | 1,787           | (1,618)          | (1,475)          | (2,419)          |
| 商誉及无形资产          | 11,119         | 11,689         | 10,120         | 23,235         | 25,583         | 其他收益             | 1,695           | 2,270           | 1,721            | 5,253            | 4,908            |
| 土地使用权            | 6,582          | 9,660          | 18,360         | 29,077         | 32,782         | 资产减值损失           | (952)           | (857)           | (1,386)          | (2,188)          | (1,649)          |
| 其它非流动资产          | 6,529          | 21,869         | 28,456         | 36,855         | 28,711         | 营业外收入            | 282             | 338             | 527              | 711              | 925              |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>89,412</b>  | <b>129,670</b> | <b>253,057</b> | <b>377,426</b> | <b>441,753</b> | 营业外支出            | 485             | 452             | 989              | 1,546            | 1,309            |
| <b>资产总计</b>      | <b>201,017</b> | <b>295,780</b> | <b>493,861</b> | <b>679,548</b> | <b>817,282</b> | <b>除税前利润</b>     | <b>6,883</b>    | <b>4,518</b>    | <b>21,080</b>    | <b>37,269</b>    | <b>46,034</b>    |
| 应付账款及票据          | 49,792         | 79,044         | 143,766        | 198,483        | 253,287        | 所得税              | 869             | 551             | 3,367            | 5,925            | 7,366            |
| 应交税金             | 564            | 863            | 6,936          | 9,474          | 12,678         | <b>净利润</b>       | <b>6,014</b>    | <b>3,967</b>    | <b>17,713</b>    | <b>31,344</b>    | <b>38,669</b>    |
| 其它流动负债           | 56,075         | 91,398         | 182,643        | 245,710        | 276,997        | <b>母公司股东应占利润</b> | <b>4,234</b>    | <b>3,045</b>    | <b>16,622</b>    | <b>30,041</b>    | <b>36,627</b>    |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>106,431</b> | <b>171,304</b> | <b>333,345</b> | <b>453,667</b> | <b>542,962</b> | <b>现金流量表</b>     |                 |                 |                  |                  |                  |
| 长期借贷             | 23,626         | 10,790         | 10,211         | 20,822         | 15,265         | 净利润              | 6,014           | 3,967           | 17,713           | 31,344           | 38,669           |
| 其它非流动负债          | 6,507          | 9,442          | 28,915         | 54,597         | 70,086         | 折旧摊销             | 12,519          | 14,108          | 20,370           | 43,251           | 51,328           |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>30,133</b>  | <b>20,232</b>  | <b>39,126</b>  | <b>75,419</b>  | <b>85,351</b>  | 财务费用             | 3,763           | 1,787           | (1,618)          | (1,475)          | (2,419)          |
| <b>负债合计</b>      | <b>136,563</b> | <b>191,536</b> | <b>372,471</b> | <b>529,086</b> | <b>628,313</b> | 营运资本变动           | 21,386          | 44,160          | 98,636           | 89,006           | 99,365           |
| <b>总权益</b>       | <b>64,454</b>  | <b>104,244</b> | <b>121,390</b> | <b>150,462</b> | <b>188,969</b> | 其它               | 1,712           | 1,444           | 5,737            | 7,599            | 2,338            |
| <b>本公司股东应占权益</b> | <b>56,874</b>  | <b>95,070</b>  | <b>111,029</b> | <b>138,810</b> | <b>173,590</b> | <b>经营活动现金流净额</b> | <b>45,393</b>   | <b>65,467</b>   | <b>140,838</b>   | <b>169,725</b>   | <b>189,281</b>   |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>201,017</b> | <b>295,780</b> | <b>493,861</b> | <b>679,548</b> | <b>817,282</b> | 资本开支             | (7,526)         | (15,933)        | (97,457)         | (122,094)        | (98,563)         |
| <b>关键财务指标</b>    |                |                |                |                |                | 其它投资现金流          | (6,918)         | (29,471)        | (23,139)         | (3,570)          | (4,799)          |
| 每股收益 (人民币元)      | 1.47           | 1.06           | 5.71           | 10.32          | 12.58          | <b>投资活动现金流净额</b> | <b>(14,444)</b> | <b>(45,404)</b> | <b>(120,596)</b> | <b>(125,664)</b> | <b>(103,362)</b> |
| 每股净资产 (人民币元)     | 20.45          | 32.66          | 38.14          | 47.68          | 59.63          | 借贷所得款项           | 42,634          | 32,872          | 27,636           | 45,304           | 20,216           |
| ROIC             | 6.6%           | 3.9%           | 12.1%          | 15.5%          | 16.3%          | 偿还借贷             | (70,578)        | (51,250)        | (44,049)         | (27,231)         | (29,725)         |
| ROE              | 7.4%           | 3.2%           | 15.0%          | 21.6%          | 21.1%          | 派发股息             | (164)           | (423)           | (1,553)          | (3,974)          | (9,039)          |
| 毛利率              | 19.4%          | 13.0%          | 17.0%          | 20.2%          | 20.0%          | 其它融资现金流          | (800)           | 34,863          | (1,522)          | (1,282)          | (4,711)          |
| EBIT Margin      | 7.4%           | 3.0%           | 5.0%           | 5.2%           | 5.4%           | <b>融资活动现金流净额</b> | <b>(28,907)</b> | <b>16,063</b>   | <b>(19,489)</b>  | <b>12,817</b>    | <b>(23,259)</b>  |
| EBITDA Margin    | 15.4%          | 9.5%           | 9.8%           | 10.0%          | 10.1%          | <b>现金净变动</b>     | <b>2,064</b>    | <b>36,081</b>   | <b>1,363</b>     | <b>57,329</b>    | <b>62,660</b>    |
| 收入增速             | 22.6%          | 38.0%          | 96.2%          | 42.0%          | 18.1%          | 年初现金及现金等价物       | 11,674          | 13,738          | 49,820           | 51,182           | 108,512          |
| 股东应占利润增速         | 162.3%         | -28.1%         | 445.9%         | 80.7%          | 21.9%          | 汇兑差额             | 23              | (44)            | 610              | 451              | 0                |
| 资产负债率            | 67.9%          | 64.8%          | 75.4%          | 77.9%          | 76.9%          | 年终现金及现金等价物       | 13,738          | 49,820          | 51,182           | 108,512          | 171,172          |

数据来源: 上市公司公告、Wind、国信证券(香港) 研究部

## Information Disclosures

### Stock ratings, sector ratings and related definitions

#### Stock Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

|                   |  |
|-------------------|--|
| <b>Buy</b>        | Relative Performance > 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.            |
| <b>Accumulate</b> | Relative Performance is 5% to 20%; or the fundamental outlook of the company or sector is favorable.     |
| <b>Neutral</b>    | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the company or sector is neutral.       |
| <b>Reduce</b>     | Relative Performance is -5% to -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable. |
| <b>Sell</b>       | Relative Performance < -20%; or the fundamental outlook of the company or sector is unfavorable.         |

#### Sector Ratings:

The Benchmark: Hong Kong Hang Seng Index

Time Horizon: 6 to 12 months

|                     |   |
|---------------------|---|
| <b>Outperform</b>   | Relative Performance > 5%; or the fundamental outlook of the sector is favorable.       |
| <b>Neutral</b>      | Relative Performance is -5% to 5%; or the fundamental outlook of the sector is neutral. |
| <b>Underperform</b> | Relative Performance < -5%; or the fundamental outlook of the sector is unfavorable.    |

### Interest disclosure statement

The analyst is licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission. Neither the analyst nor his/her associates serves as an officer of the listed companies covered in this report and has no financial interests in the companies.

Guosen Securities (HK) Brokerage Co., Ltd. and its associated companies (collectively "Guosen Securities (HK)") has no disclosable financial interests (including securities holding) or make a market in the securities in respect of the listed companies. Guosen Securities (HK) has no investment banking relationship within the past 12 months, to the listed companies. Guosen Securities (HK) has no individual employed by the listed companies.

### Disclaimers

The prices of futures and options may move up or down, fluctuate from time to time, and even become valueless. Losses may be incurred as well as profits made as a result of buying and selling futures and options.

The prices of securities may fluctuate up or down. It may become valueless. It is as likely that losses will be incurred rather than profit made as a result of buying and selling securities.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute the forecast on any futures and/or options. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the futures and/or options mentioned in this report.

The content of this report does not represent a recommendation of Guosen Securities (HK) and does not constitute any buying/selling or dealing agreement in relation to the securities mentioned. Guosen Securities (HK) may be seeking or will seek investment banking or other business (such as placing agent, lead manager, sponsor, underwriter or proprietary trading in such securities) with the listed companies. Individuals of Guosen Securities (HK) may have personal investment interests in the listed companies.

This report is based on information available to the public that we consider reliable, however, the authenticity, accuracy or completeness of such information is not guaranteed by Guosen Securities (HK). This report does not take into account the particular investment objectives, financial situation or needs of individual clients and does not constitute a personal investment recommendation to anyone. Clients are wholly responsible for any investment decision based on this report. Clients are advised to consider whether any advice or recommendation contained in this report is suitable for their particular circumstances. This report is not intended to be an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned.

This report is for distribution only to clients of Guosen Securities (HK). Without Guosen Securities (HK)'s written authorization, any form of quotation, reproduction or transmission to third parties is prohibited, or may be subject to legal action. Such information and opinions contained therein are subject to change and may be amended without any notification. This report is not directed at, or intended for distribution to or use by, any person or entity who is a citizen or resident of or located in any jurisdiction where such distribution, publication, availability or use would be contrary to applicable law or regulation or which would subject Guosen Securities (HK) and its group companies to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.



## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

|           |                                |
|-----------|--------------------------------|
| <b>买入</b> | 相对表现超过 20%，或公司、行业基本面良好。        |
| <b>增持</b> | 相对表现介于 5%至 20%之间，或公司、行业基本面良好。  |
| <b>中性</b> | 相对表现介于-5%至 5%之间，或公司、行业基本面中性。   |
| <b>减持</b> | 相对表现介于-5%至-20%之间，或公司、行业基本面不理想。 |
| <b>卖出</b> | 相对表现低于-20%，或公司、行业基本面不理想。       |

#### 行业评级

参考基准：香港恒生指数

评级区间：6 至 12 个月

|             |                           |
|-------------|---------------------------|
| <b>跑赢大市</b> | 相对表现超过 5%，或行业基本面良好。       |
| <b>中性</b>   | 相对表现介于-5%至 5%之间，或行业基本面中性。 |
| <b>跑输大市</b> | 相对表现低于-5%，或行业基本面不理想。      |

### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益(包括持股)，在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

### 免责条款

期货及期权价格可升可跌，亦不时波动甚大，甚至变成毫无价值。买卖期货及期权未必一定能赚取利润，反而可能会招致损失。

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告所涉及的内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也不构成针对任何期货和 / 或期权的预测。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的期货和 / 或期权。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。