

买入

核心技术立稳品牌矩阵，规模生产增强盈利能力

比亚迪股份 (1211.HK)

2024-05-08 星期三

目标价: 282.2 港元
现价: 227.4 港元
预计升幅: 24.1%

重要数据

日期	2024-05-07
收盘价 (港元)	227.4
总股本 (亿股)	29.11
总市值 (亿港元)	6,997
净资产 (亿港元)	1,709
总资产 (亿港元)	7,477
52 周高低 (港元)	275/168
每股净资产 (港元)	58.7

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

王传福	17.64%
吕向阳	8.22%

相关报告

比亚迪股份 (1211.HK) 即时点评: 高端市场站稳脚跟, 海外出口加速放量-20240202

比亚迪股份 (1211.HK) 深度报告: 卓越的战略、研发和产品能力铸就崛起之路-20220523

研究部

姓名: 杨森
SFC: BJO644
电话: 0755-21519178
Email: yangsen@gyzq.com.hk

投资要点

➤ 2024Q1 销量提升 13.4%，收入和利润创同期历史新高

公司 2024 年 Q1 累计销售 626,263 辆，同比增长 13.44%，4 月单月销量 313,245 辆，同比增长 49%。公司 2024 年 Q1 实现营业收入 1249.44 亿元，同比增长 3.97%；实现归母净利润 45.69 亿元，同比增长 10.62%。今年 1 季度公司在各价位段推出“荣耀版”车型，降价幅度在 1 万-5 万元不等，将新能源车推进“电比油低”的时代。在此销售策略下，公司 Q1 整体毛利率却达到 21.9%，同比提升 4%，表明公司依托销量规模生产效应和卓越的成本管控，单车盈利能力持续增强。

➤ 核心技术为高中低端品牌矩阵赋能，整车智能战略夯实竞争优势

2023 年，公司研发费用达 395.75 亿元，同比增长 112.15%；2024Q1 研发费用为 106.11 亿元，同比增长 70.10%。搭载“易四方”及“云辇-P”智能液压车身控制系统两大核心技术的仰望品牌今年前 4 个月月均交付超 1000 辆，标志着公司在自主品牌高端化领域已取得突破性进展。

依托公司全栈自研、垂直整合带来的战略优势，以璇玑架构实现的整车智能有助于公司在智能化领域持续构建竞争优势。

➤ 产品运输能力不断增强，出口打开海外市场增长空间

2024Q1 公司乘用车实现出口销量 9.79 万台，同比增长 153%。今年 1 月公司首条汽车运输滚装船首航成功，标志着公司产品运输能力不断增强，海外市场拓展将进入新阶段。

➤ 维持“买入”评级，目标价 282.2 港元/股

我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 7391.37 (+22.6%)、8748.75 (+18.4%) 和 10065.6 (+15.1%) 亿元人民币，归母净利润 350.27 (+16.8%)、436.5 (+24.6%) 和 539.33 (+23.6%) 亿元人民币，3 年净利润平均增速为 21.6%。

我们认为公司合理估值为 21.6 倍 2024PE，对应股价为 282.2 港元/股，距现价有 24.1% 的升幅空间，维持“买入”评级。

(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	424,106.2	602,949.7	739,136.6	874,874.5	1,006,559.0
同比增长	96.2%	42.2%	22.6%	18.4%	15.1%
归母净利润	16,616.2	30,001.0	35,026.5	43,649.8	53,932.8
同比增长	445.9%	80.6%	16.8%	24.6%	23.6%
毛利率	17.0%	20.2%	20.8%	21.2%	21.6%
每股收益(元)	5.71	10.31	12.03	14.99	18.53
PE@22T.4HKD	36.7	20.3	17.4	14.0	11.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

报告正文

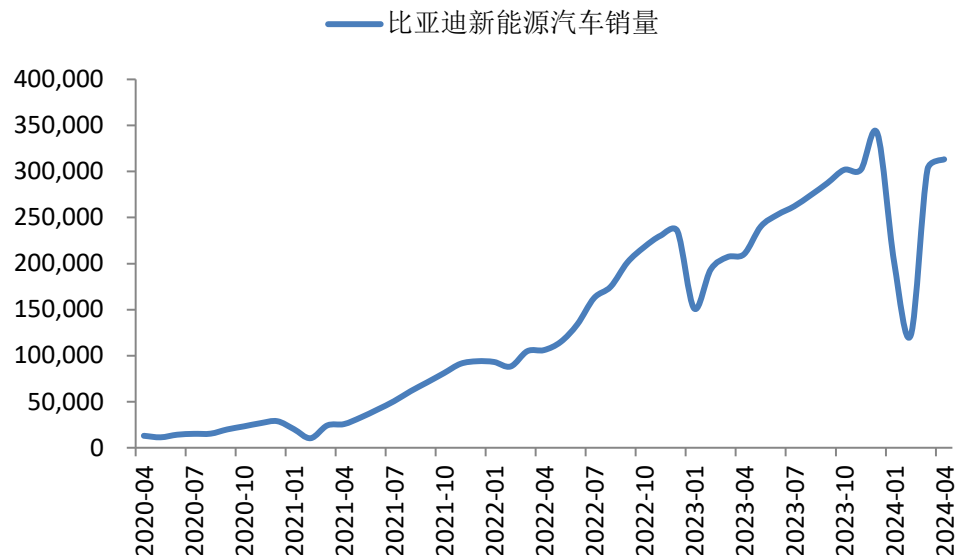
公司 2024Q1 收入和利润创历史同期新高，大规模生产促进毛利率强势提升

公司 2024 年 Q1 实现营业收入 1249.44 亿元，同比增长 3.97%；实现归母净利润 45.69 亿元，同比增长 10.62%；毛利率为 21.9%，同比增长 4%。单季度收入和利润均创历史同期新高。

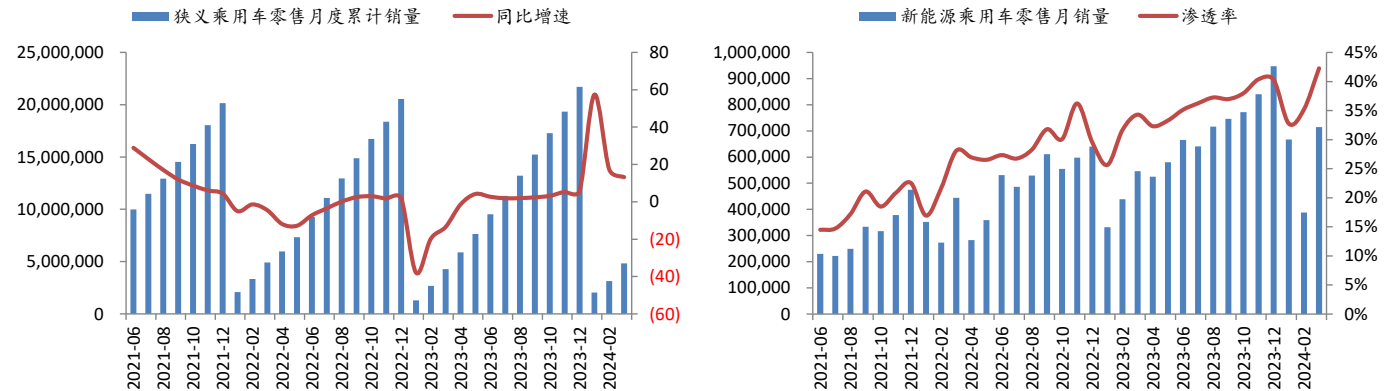
今年 1 季度，我国乘用车总零售量为 426.95 万辆，同比增长 13.2%。其中：新能源汽车销量 177.41 万辆，同比增长 34.7%；燃油车销售 305.8 万辆，同比增长 3.6%。公司 2024 年 Q1 累计销售 626,263 辆，同比增长 13.44%，占新能源车市场份额为 35.3%。4 月单月销量 313,245 辆，同比增长 49%。1~4 月累计销量 939,508 辆，累计同比增长 23.24%。乘联会预计 4 月新能源车销量在 72 万辆左右，意味着公司 4 月当月新能源车市占率达到 43.5%，1~4 月累计市占率为 37.7%。

今年 1 季度公司在各价位段推出“荣耀版”车型，降价幅度在 1 万-5 万元不等，将新能源车推进“电比油低”的时代。在此销售策略下，公司 Q1 整体毛利率却达到 21.9%，同比提升 4%，表明公司依托销量规模生产效应和卓越的成本管控，单车盈利能力持续增强。

图 1：比亚迪新能源汽车月度销量



资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

图 2：我国狭义乘用车累计销量及增速
图 3：我国新能源乘用车月度销量及增速


资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：乘联会、国元证券经纪（香港）整理

核心技术为高中低端品牌矩阵赋能，整车智能战略夯实竞争优势

2023 年，公司研发费用达 395.75 亿元，同比增长 112.15%。2024Q1，公司研发费用为 106.11 亿元，同比增长 70.10%。得益于公司长期在核心技术领域的大量投入，公司在电动化与智能化领域的技术优势不断增强。

搭载“易四方”及“云辇-P”智能液压车身控制系统两大核心技术的仰望品牌自 2023 年底正式交付后，今年前 4 个月月均交付超 1000 辆，标志着公司在自主品牌高端化领域已取得突破性进展。公司现已形成由“比亚迪”、“腾势”、“仰望”和“方程豹”所构建的多品牌梯度布局，覆盖从家用到豪华、从大众到个性化，满足用户多方位全场景用车需求。

公司于 2024 年 1 月发布璇玑智能化架构，依托公司全栈自研、垂直整合带来的战略优势，实现了整车电动化与智能化的高效融合，让驾乘更安全、更高效、更个性。整车智能能够打破不同系统间的壁垒，做到实时捕捉内外部环境的变化，在毫秒间将信息汇总反馈到一个“大脑”进行思考决策，迅速调节车辆状态，大幅提升驾乘安全性和舒适性。与此同时，整车智能让车更懂人，实现更多的个性化设置，做到千人千面。

我们认为公司深耕核心技术的战略将持续为公司的品牌赋能，有利于公司实现更多产品销售。

产品运输能力不断增强，出口打开海外市场增长空间

2024 年 1 季度，公司乘用车实现出口销量 9.79 万台，同比增长 153%，进入了日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等 60 多个国家和地区，并在多个市场取得佳绩。

今年1月，公司首条汽车运输滚装船首航成功，标志着公司产品运输能力不断增强，海外市场拓展将进入新阶段。

图 4：比亚迪整车智能技术布局


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

图 5：比亚迪首艘汽车运输船


资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，目标价 282.2 港元/股

我们认为公司竞争优势仍在不断增强，营收和利润处于上升轨道。我们预测公司 2024~2026 年收入分别为 7391.37(+22.6%)、8748.75(+18.4%)和 10065.6(+15.1%) 亿元人民币，归母净利润 350.27 (+16.8%)、436.5 (+24.6%) 和 539.33 (+23.6%) 亿元人民币，3 年净利润平均增速为 21.6%。

我们认为公司合理估值为 21.6 倍 2024PE，对应股价为 282.2 港元/股，距现价有 24.1% 的升幅空间，维持“买入”评级。

表 1：汽车行业可比估值（20240507）

证券代码	证券简称	最新股价 港元/股	总市值 (亿港元)	主营业务收入（亿元人民币）			归母净利润（亿元人民币）			PE		
				2022	2023	增速	2022	2023	增速	2023	2024E	2025E
2015.HK	理想汽车-W	115.00	2,216.0	452.9	1,238.5	173.5%	-36.5	74.1	-302.7%	18.9	14.4	8.9
2238.HK	广汽集团	3.26	738.9	1,100.1	1,297.1	17.9%	-59.2	-67.4	13.8%	7.0	5.5	5.2
9868.HK	小鹏汽车-W	34.35	589.4	268.6	306.8	14.2%	-88.1	-113.8	29.2%	-5.7	-8.5	-22.5
9863.HK	零跑汽车	29.95	363.6	123.8	167.5	35.2%	-52.8	-44.9	-14.9%	-8.6	-11.1	451.0
1958.HK	北京汽车	2.25	163.8	1,904.6	1,979.5	3.9%	257.7	231.1	-10.3%	5.4	4.0	3.3
9866.HK	蔚来-SW	43.25	814.3	492.7	556.2	12.9%	-156.4	-226.6	44.8%	-3.8	-5.6	-9.7
0175.HK	吉利汽车	9.88	902.8	1,479.6	1,792.0	21.1%	29.7	40.5	36.1%	17.0	12.4	9.4
1810.HK	小米集团-W	17.94	4,065.4	2,800.4	2,709.7	-3.2%	50.7	140.2	176.9%	23.2	28.4	25.7
2333.HK	长城汽车	12.12	1,906.1	1,373.4	1,732.1	26.1%	40.1	48.4	20.7%	13.4	10.0	8.1
	平均					33.5%			-0.7%	7.4	5.5	53.3
1211.HK	比亚迪股份	227.40	6,435.3	4,240.6	6,023.2	42.0%	195.4	299.5	53.3%	20.0	16.7	13.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要

资产负债表 (百万元)						损益表 (百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:						营业总收入	424,106.2	602,949.7	739,136.6	874,874.5	1,006,559.0
现金及现金等价物	51,304.1	108,970.3	157,598.3	212,474.7	286,833.4	主营业务收入	424,060.6	602,315.4	738,438.9	874,107.0	1,005,714.7
应收款项合计	62,908.9	79,912.6	88,612.7	96,151.8	100,571.5	其他营业收入	45.6	634.3	697.7	767.5	844.3
存货	79,107.2	87,676.7	99,689.2	104,892.8	110,628.6	营业总支出	404,564.1	572,997.4	697,838.0	822,986.2	942,328.2
其他流动资产	47,483.3	25,561.8	25,817.4	26,328.7	26,591.9	营业成本	351,815.7	480,558.4	584,520.0	688,858.1	788,011.3
流动资产合计	240,803.5	302,121.4	371,717.6	439,848.0	524,625.4	营业开支	52,748.4	92,439.0	113,318.0	134,128.1	154,316.9
非流动资产:						营业利润	19,542.1	29,952.3	41,298.6	51,888.2	64,230.8
固定资产净值	176,132.4	265,202.3	291,722.5	320,894.8	352,984.3	净利息和其他非经常性收益	1,537.5	7,316.4	2,306.3	2,329.3	2,562.2
权益性资产和其他长期投资	19,989.0	23,057.0	25,362.7	27,899.0	30,688.9	除税前利润	21,079.7	37,268.8	43,604.8	54,217.6	66,793.0
商誉及无形资产	10,119.9	23,234.9	24,396.6	24,640.6	24,887.0	减: 所得税	3,366.6	5,924.6	6,931.8	8,618.9	10,618.1
土地使用权	18,359.7	29,076.6	28,495.1	27,925.2	27,366.7	少数股东损益	1,090.7	1,303.3	1,597.7	1,891.1	2,175.7
其他非流动资产	28,456.1	36,855.4	44,226.5	45,111.0	46,013.2	持续经营净利润	16,622.4	30,040.8	35,075.3	43,707.5	53,999.3
非流动资产合计	253,057.1	377,426.2	414,203.4	446,470.5	481,940.0	净利润	16,622.4	30,040.8	35,075.3	43,707.5	53,999.3
总资产	493,860.6	679,547.7	785,921.1	886,318.5	1,006,565.5	减: 优先股利及其他调整项	6.3	39.8	48.8	57.7	66.4
流动负债:						归属普通股股东净利润	16,616.2	30,001.0	35,026.5	43,649.8	53,932.8
应付账款及票据	143,765.7	198,483.1	192,891.6	227,323.2	260,043.7						
应交税金	6,935.5	9,473.8	11,613.6	13,746.4	15,815.5	现金流量表	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
交易性金融负债	54.6	7.7	7.7	7.7	7.7	经营活动产生的现金流量净额	140,837.7	169,725.0	187,254.4	188,396.1	195,077.8
短期借贷及长期借贷当期到期部	11,617.9	26,063.7	31,950.6	37,818.2	43,510.5	投资活动产生的现金流量净额	-120,596.0	-125,663.6	-138,230.0	-131,318.5	-118,186.6
其他流动负债	170,970.8	219,638.3	281,788.5	294,527.2	319,630.1	筹资活动产生的现金流量净额	-19,488.7	12,817.1	170.0	-2,201.2	-2,532.5
流动负债合计	333,344.6	453,666.7	518,252.1	573,422.6	639,007.5	汇率变动的影响	609.6	450.8	-107.8	-	-
非流动负债:						现金净流量:					
长期借贷	10,210.9	20,822.3	22,904.5	22,446.4	21,324.1	现金及现金等价物净增加额	1,362.6	57,329.3	49,086.6	54,876.4	74,358.7
其他非流动负债	28,915.4	54,596.6	65,515.9	78,619.1	94,342.9	现金及现金等价物期初余额	49,819.9	51,182.5	108,511.7	157,598.3	212,474.7
非流动负债合计	39,126.2	75,418.9	88,420.5	101,065.5	115,667.0	现金及现金等价物期末余额	51,182.5	108,511.7	157,598.3	212,474.7	286,833.4
总负债	372,470.8	529,085.6	606,672.5	674,488.2	754,674.6						
股东权益:						(百万元人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
普通股股本	2,911.1	2,911.1	2,911.1	2,911.1	2,911.1	营业收入	424,106.2	602,949.7	739,136.6	874,874.5	1,006,559.0
储备和库存股	111,309.6	137,829.1	162,347.7	192,902.5	230,655.5	同比增长	96.2%	42.2%	22.6%	18.4%	15.1%
其他综合性收益	428.3	603.7	740.1	876.0	1,007.8	归母净利润	16,616.2	30,001.0	35,026.5	43,649.8	53,932.8
归属母公司股东权益	111,029.3	138,810.1	165,998.8	196,689.6	234,574.4	同比增长	445.9%	80.6%	16.8%	24.6%	23.6%
少数股东权益	10,360.5	11,652.0	13,249.7	15,140.7	17,316.5	毛利率	17.0%	20.2%	20.8%	21.2%	21.6%
股东权益合计	121,389.8	150,462.1	179,248.5	211,830.3	251,890.9	每股收益(元)	5.71	10.31	12.03	14.99	18.53
总负债及总权益	493,860.6	679,547.7	785,921.1	886,318.5	1,006,565.5	PE@22.4HKD	36.7	20.3	17.4	14.0	11.3

数据来源: wind、公司年报、国元证券经纪(香港)预测和整理

投資評級定義和免責條款

投資評級

買入	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 20%
持有	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅在正負 20% 之間
賣出	未來 12 個月內目標價距離現價漲幅不小於 -20%
未評級	對未來 12 個月內目標價不做判斷

免責條款

一般聲明

本報告由國元證券經紀（香港）有限公司（簡稱“國元證券經紀（香港）”）制作，國元證券經紀（香港）為國元國際控股有限公司的全資子公司。本報告中的信息均來源於我們認為可靠的已公開資料，但國元證券經紀（香港）及其關聯機構對這些信息的準確性及完整性不作任何保證。本報告中的信息、意見等均僅供投資者參考之用，不構成對買賣任何證券或其他金融工具的出價或征價或提供任何投資決策建議的服務。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦或投資操作性建議。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，自主審慎做出決策並自行承擔風險。投資者在依據本報告涉及的內容進行任何決策前，應同時考慮各自的投資目的、財務狀況和特定需求，並就相關決策諮詢專業顧問的意見對依據或者使用本報告所造成的一切後果，國元證券經紀（香港）及/或其關聯人員均不承擔任何責任。

本報告署名分析師與本報告中提及公司無財務權益關係。本報告所載的意見、評估及預測僅為本報告出具日的觀點和判斷。該等意見、評估及預測無需通知即可隨時更改。在不同時期，國元證券經紀（香港）可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究报告。

本報告署名分析師可能會不時與國元證券經紀（香港）的客戶、銷售交易人員、其他業務人員或在本報告中針對可能對本報告所涉及的標的證券或其他金融工具的市场價格產生短期影響的催化劑或事件進行交易策略的討論。這種短期影響的分析可能與分析師已發布的關於相關證券或其他金融工具的目標價、評級、估值、預測等觀點相反或不一致，相關的投資策略不同於且也不影響分析師關於其所研究標的證券或其他金融工具的基本面評級或評分。

國元證券經紀（香港）的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。國元證券經紀（香港）沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。國元國際控股有限公司的資產管理部門、自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見不一致的投資決策。

除非另行說明，本報告中所引用的關於業績的數據代表過往表現。過往的業績表現亦不應作為日後回報的預示。我們不承諾也不保證，任何所預示的回報會得以實現。

分析中所做的預測可能是基於相應的假設。任何假設的變化可能會顯著地影響所預測的回報。

本報告提供給某接收人是基於該接收人被認為有能力獨立評估投資風險並就投資決策能行使獨立判斷。投資的獨立判斷是指，投資決策是投資者自身基於對潛在投資的目標、需求、機會、風險、市場因素及其他投資考慮而獨立做出的。

特別聲明

在法律許可的情況下，國元證券經紀（香港）可能與本報告中提及公司正在建立或爭取建立業務關係或服務關係。因此，投資者應當考慮到國元證券經紀（香港）及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。

本報告的版權僅為國元證券經紀（香港）所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版。复制、刊登、發表或引用。

分析員聲明

本人具備香港證監會授予的第四類牌照——就證券提供意見。本人以勤勉的職業態度，獨立、客觀地出具本報告。本報告清晰準確地反映了本人的研究觀點。本人不曾因，不因，也將不會因本報告中的具體推薦意見或觀點而直接或間接收到任何形式的補償。