

买入

2024年5月29日

2024Q1 业绩符合预期，新一轮新车周期开启

➤ **Q1 毛利率小幅增长，业绩符合预期：**公司 2024Q1 实现营收 1249 亿元，同比+4%；实现毛利 273 亿元，同比+27.4%，综合毛利率为 21.9%，同比+0.7 Pct；归母净利润 45.7 亿元，同比+10.6%。2024 年汽车行业新一轮价格战开启，公司为迅速扩大市占率，推出了多款价格更低的“荣耀版”车型，对盈利造成负面影响，但同时随着 Q1 公司高端品牌及国际销量占比提高，公司整体新车毛利率保持稳健。整体业绩基本符合市场预期

➤ **“荣耀版”车型推动 Q1 销量，DM5.0 车型有望成为新爆款：**3 月公司新能源车销量重回高位，共销售 30.2 万辆，同比+46%，主要得益于价格更低的荣耀版车型上市。其中插电混动为 16.2 万辆，同比+56%；纯电 14 万辆，同比+36%。Q1 公司累计销量为 62.4 万辆，同比+14%。高端品牌腾势+方程豹+仰望销量共计 13.55 万辆，占比达到 21.7%。出口销量呈稳健增长态势，前三月公司出口分别为 3.6/2.3/3.8 万辆，累计出口 17.6 万辆，同比+153%。5 月 28 日，新一代混动平台 DM5.0 发布，DM5.0 在上一代的基础上全面优化，发动机热效率高达 46.06%，搭载第二代混动专用刀片电池。使得整车能耗水平大幅降低，百公里油耗降低至 2.91，最大行驶里程达到 2100km。搭载 DM5.0 的新车秦 L 及海豹 06DMI 同一时间上市，定价 9.98-13.98 万元，将填补公司 B 级轿车的空白，成为公司新爆款车型。2024 年预计公司所有王朝及海洋的混动车型将完成 DM5.0 的切换，公司全年销量继续创造历史新高达到 360 万辆。

➤ **单车净利润环比下降，预计逐季度改善：**Q1 剔除比亚迪电子业务，汽车业务营收约为 364.8 亿元，同比+38%，单车均价约 14.17 万元，同比下降约 3 万元，造成下滑的主要因素是单价 10 万元以下的海鸥以及低价的“荣耀版”车型在销量占比提升。虽然均价下滑，但得益于规模优势凸显，海外销量提升，高毛利车型占比上升等因素，单车利润同比仅下滑 300 元。Q1 单车净利润为 6700 元。进入 Q2 后，预计公司月销量将稳定在 3 万辆以上，高产能利用率将带给公司更好的毛利率，并且随着定价更高的 DMI5.0 的车型陆续上市后，有望提升车均单价，带动单车利润，预计公司单车利润将逐季度提升。

➤ **目标价 276 港元，买入评级：**24 年是公司新车大年，随着 DM5.0 的发布，下半年公司的各个品牌及海外销量有望进一步增长，全年销量有望超过 360 万辆。公司车型的高端化及出口销量占比增加预计将持续增厚单车净利润，单车净利润逐季度改善。我们预计 2024-26 年公司综合净利润为 346.7/454.8/555.4/亿元人民币。分布式估值，给予公司汽车业务 20 倍 PE 及电子业务 15 倍 PE，综合估值 7449 亿港元，调整公司 2024 年目标价至 276 港元，较目前价格有 33.6% 上涨空间，买入评级。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

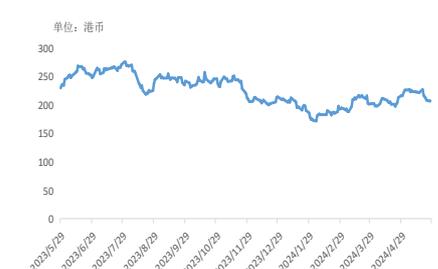
主要数据

行业	汽车制造
股价	206.6 港元
目标价	276 港元 (+33.6%)
股票代码	1211
已发行股本	29.11 亿股
总市值	6010 亿港元
52 周高/低	280.6 港元/167.8 港元
每股净资产	54.13 港元
主要股东	王传福...17.71%

盈利摘要

截至12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万元)	424,061	602,315	723,846	902,237	1,087,574
变动 (%)	96.2%	42.0%	20.2%	24.6%	20.5%
净利润 (百万元)	16,622	30,041	34,667	45,484	55,535
每股收益 (元)	5.7	10.3	11.9	15.6	19.1
变动 (%)	445.9%	80.7%	15.4%	31.2%	22.1%
市盈率@206.6港元	33.5	18.5	16.1	12.2	10.0
每股股息 (港元)	1.23	3.34	3.86	5.06	6.18
股息率 (%)	1%	2%	2%	2%	3%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现


来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	424,061	602,315	723,846	902,237	1,087,574	盈利能力					
毛利	72,245	121,757	142,753	185,551	229,964	毛利率 (%)	17.0%	20.2%	19.7%	20.6%	21.1%
税金及附加	(7,267)	(10,350)	(12,438)	(15,503)	(18,688)	EBITDA 利率 (%)	7.8%	11.2%	11.3%	11.2%	11.0%
销售及管理费用	(25,068)	(38,673)	(50,823)	(65,153)	(80,712)	净利率 (%)	3.9%	5.0%	4.8%	5.0%	5.1%
研发费用	(18,654)	(39,575)	(39,945)	(52,497)	(67,631)	营运表现					
经营利润	21,255	33,159	39,546	52,398	62,933	SG&A/收入 (%)	5.9%	6.4%	7.0%	7.2%	7.4%
财务费用	1,618	1,475	1,980	2,011	3,364	实际税率 (%)	16.0%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
投资收益	(792)	1,635	0	0	0	股息支付率 (%)	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
税前盈利	21,080	37,269	43,312	56,634	68,980	库存周转天数	82.1	66.6	63.3	63.3	63.3
所得税	(3,367)	(5,925)	(6,885)	(9,003)	(10,966)	应付账款天数	147.1	148.7	148.7	148.7	148.7
少数股东应占利润	1,091	1,303	1,759	2,148	2,479	应收账款天数	33.4	37.5	37.5	37.5	37.5
净利润	16,622	30,041	34,667	45,484	55,535	财务状况					
折旧及摊销	(16,550)	(37,209)	(47,006)	(55,900)	(64,108)	净负债/权益	2.6	2.8	2.8	2.7	2.5
EBITDA	33,172	67,250	81,673	101,384	119,642	收入/总资产	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0
EPS(元)	5.71	10.32	11.91	15.62	19.08	总资产/权益	4.1	4.5	4.4	4.3	4.2
增长						盈利对利息倍数					
总收入 (%)	96.2%	42.0%	20.2%	24.6%	20.5%						
EBITDA (%)	179.9%	102.7%	21.4%	24.1%	18.0%						
每股收益 (%)	445.9%	80.7%	15.4%	31.2%	22.1%						
资产负债表						现金流量表					
人民币 百万元, 财务年度截至12月						人民币 百万元, 财务年度截至12月					
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	51,471	109,094	110,142	145,780	200,446	净利润	33,172	67,250	81,673	101,384	119,642
应收账款	38,828	61,866	74,349	92,672	111,709	资产减值准备	1,386	2,188	2,630	3,278	3,951
存货	79,107	87,677	100,838	124,368	148,822	折旧摊销	16,550	37,209	47,006	55,900	64,108
其他流动资产	13,136	13,215	13,215	13,215	13,215	财务费用	616	530	0	0	0
总流动资产	240,804	302,121	332,909	411,873	511,561	其他营运活动	394	276	0	0	0
固定资产	131,880	230,904	288,287	344,231	396,135	营运性现金流	140,838	169,725	137,843	173,238	195,513
无形资产	23,223	37,236	36,708	41,699	46,154	资本开支	(97,457)	(122,094)	(127,200)	(127,200)	(127,201)
其他长期资产	21,045	15,274	15,274	15,274	15,274	其他投资活动	(23,139)	10,508	0	0	0
总资产	493,861	679,548	784,411	934,674	1,097,456	投资性现金流	(120,596)	(125,664)	(127,200)	(127,200)	(127,201)
应付账款	143,766	198,483	240,007	296,010	354,215	负债变化	(16,413)	18,073	0	0	0
短期银行贷款	5,153	18,323	18,323	18,323	18,323	权益性融资					
其他短期负债	2,615	1,829	1,829	1,829	1,829	股息	(1,633)	(4,102)	(9,012)	(10,400)	(13,645)
总短期负债	333,345	453,667	533,289	647,452	759,061	其他融资活动	(4,982)	0	0	0	0
长期银行贷款	7,594	11,975	11,975	11,975	11,975	融资性现金流	(19,489)	12,817	(9,012)	(10,400)	(13,645)
其他负债	26,897	50,646	48,473	47,342	54,146	现金变化	753	56,879	1,630	35,638	54,667
总负债	372,471	529,086	606,535	719,567	837,980	期初持有现金	49,820	51,182	108,512	110,142	145,780
少数股东权益	10,361	11,652	13,411	15,559	18,038	期末持有现金	51,182	108,512	110,142	145,780	200,446
股东权益	121,390	150,462	177,876	215,107	259,476						
每股账面值 (元)	42	52	61	74	89						
营运资金	(92,541)	(151,545)	(200,380)	(235,579)	(247,500)						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。