

买入

2024年12月02日

2024Q3 业绩符合预期，11月新车销量保持增长

Q3 毛利率增长，业绩符合预期：公司前三季度实现营收 5022 亿元，同比 +18.9%；实现归母净利润为 252 亿元，同比 +18.1%；Q3 单季度实现收入 2011 亿元，环比+14.2%；毛利为 440 亿元，环比+33.7%；综合毛利率为 21.9%，环比+3.2pct；归母净利润为 116 亿元，环比+28%。公司新能源车销量逐月增长，规模优势凸显使得公司盈利能力进一步提升，整体业绩符合预期。

DM5.0 车型销售火爆，全年销量预计超 400 万：11 月公司新能源车销量继续保持历史高位，共销售 50.4 万辆，同环比+67%/+1%，11 月销量主要得益于 DMI 5.0 车型的持续热销。插电混动当月为 30.6 万辆，同环比+133%/-2%，占比提升至 61%；纯电 19.8 万辆，同环比+71%/+4%。1-11 月累计销量为 374 万辆，同比+40%。高端品牌腾势+方程豹+仰望累计销量 16.3 万辆，同比+39.4%，占总销量的 4.4%。并且腾势 Z9GT 10 月上市后 36 小时打定超 5000 辆，方程豹豹 8 11 月正式上市，两款车的上市有望进一步增加高端品牌销量占比。出口及海外销量保持稳健，11 月公司海外销量为 3.1 万辆，其中出口 2.8 万辆，2024 年累计海外销量为 36 万辆，同比+74%。预计四季度依旧为传统汽车销售旺季，且得益于国家各地置换补贴政策刺激，汽车销售将维持火热状态，公司月均销量将维持在 50 万辆左右，全年销量将达到 410 万辆。

单车净利润环比小幅，预计 Q4 将保持平稳：Q3 剔除比亚迪电子业务，汽车业务营收约为 1575.8 亿元，环比+18%，单车均价约 13.95 万元，环比上涨 0.1 万元，单车售价小幅上升的原因主要是三季度售价较高的 DMI5.0 车型取代荣耀版车型。但得益于规模优势凸显，汽车业务毛利率提高 4pct. 至 26%。单车利润环比上升 8000 元至 9400 元。单车净利润上涨幅度低于毛利主要是由于公司研发费用率上涨，公司 Q3 研发费用率为 6.8%较 Q2 上涨了 1.7pct.。预计 Q4 单车利润将保持平稳，腾势 Z9GT 及方程豹豹 8 的高端品牌新车上市以及 DMI5.0 车型的规模优势带来正面影响，终端优惠增加以及年末经销商返利会带来负面影响。

目标价 328.3 港元，买入评级：24 年是公司混动车型大年，随着 DM5.0 的发布陆续在各个车型中搭载，公司销量及市占率快速增长，全年销量有望超过 400 万辆。25 年将是公司纯电车型的大年，新一代纯电平台及相关技术将发布，伴随公司车型的高端化及海外销量占比增加预计将持续增厚单车净利润。我们预计 2024-26 年公司综合净利润为 374.7/458.2/559 亿元人民币。分布式估值，给予公司 25 年汽车业务 20 倍 PE 及电子业务 15 倍 PE, 综合估值 8881 亿港元，调整公司 2025 年目标价至 328.3 港元，较目前价格有 29.4% 上涨空间，买入评级。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk
陈晓霞

852-25321956

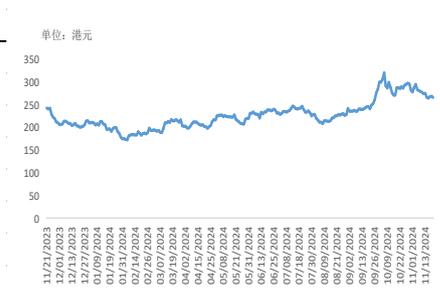
xx.chen@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	汽车制造
股价	253.6 港元
目标价	328.3 港元 (+29.44%)
股票代码	1211
已发行股本	29.09 亿股
总市值	7377 亿港元
52 周高/低	320.8 港元/165.5 港元
每股净资产	59.26 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	780,101	953,305	1,130,575
变动 (%)	96.2%	42.0%	29.5%	22.2%	18.6%
净利润 (百万元)	16,622	30,041	37,465	45,823	55,899
每股收益 (元)	5.7	10.3	12.9	15.7	19.2
变动 (%)	445.9%	80.7%	24.7%	22.3%	22.0%
市盈率@253.6港元	41.3	22.8	18.3	15.0	12.3
每股股息 (港元)	1.23	3.33	4.15	5.08	6.20
股息率 (%)	0%	1%	2%	2%	2%

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	780,101	953,305	1,130,575	盈利能力					
毛利	72,245	121,757	166,618	210,763	255,874	毛利率 (%)	17.0%	20.2%	21.4%	22.1%	22.6%
税金及附加	(7,267)	(10,350)	(13,405)	(16,381)	(19,427)	EBITDA 利率 (%)	7.8%	11.2%	10.8%	10.7%	10.6%
销售及管理费用	(25,068)	(38,673)	(54,496)	(68,502)	(83,501)	净利率 (%)	3.9%	5.0%	4.8%	4.8%	4.9%
研发费用	(18,654)	(39,575)	(52,817)	(66,450)	(81,068)	营运表现					
经营利润	21,255	33,159	45,901	59,430	71,878	SG&A/收入 (%)	5.9%	6.4%	7.0%	7.2%	7.4%
财务费用	1,618	1,475	(61)	564	1,651	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	46,420	56,766	69,192	库存周转天数	82.1	66.6	70.0	70.0	70.0
所得税	(3,367)	(5,925)	(7,379)	(9,024)	(10,999)	应付账款天数	147.1	148.7	128.2	128.2	128.2
少数股东应占利润	1,091	1,303	1,575	1,919	2,294	应收账款天数	33.4	37.5	37.5	37.5	37.5
净利润	16,622	30,041	37,465	45,823	55,899	财务状况					
折旧及摊销	(16,550)	(37,209)	(46,906)	(55,720)	(63,864)	净负债/权益	2.6	2.8	2.9	2.8	2.5
EBITDA	33,172	67,250	84,371	101,543	119,763	收入/总资产	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0
EPS(元)	5.71	10.32	12.87	15.74	19.20	总资产/权益	4.1	4.5	4.2	4.5	4.4
增长						盈利对利息倍数					
总收入 (%)	96.2%	42.0%	29.5%	22.2%	18.6%						
EBITDA (%)	179.9%	102.7%	25.5%	20.4%	17.9%						
每股收益 (%)	445.9%	80.7%	24.7%	22.3%	22.0%						
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	61,804	79,717	115,965	净利润	33,172	67,250	84,371	101,543	119,763
应收账款	38,828	61,866	80,127	97,917	116,125	资产减值准备	1,386	2,188	2,834	3,463	4,107
存货	79,107	87,677	117,654	142,405	167,751	折旧摊销	16,550	37,209	46,906	55,720	63,864
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	307,518	449,092	566,575	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	89,505	156,353	177,194
无形资产	23,223	37,236	42,926	48,097	52,797	资本开支	(97,457)	(122,094)	(127,200)	(127,200)	(127,200)
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	765,237	978,292	1,159,111	投资性现金流	(120,596)	(125,664)	(127,200)	(127,200)	(127,200)
应付账款	143,766	198,483	218,501	264,467	311,537	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)	(11,240)	(13,747)
总短期负债	333,345	453,667	505,032	602,678	695,732	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)	(11,240)	(13,747)
其他负债	26,897	50,646	50,646	50,646	50,646	现金变化	753	56,879	(46,708)	17,913	36,247
总负债	372,471	529,086	580,451	678,097	771,151	期初持有现金	49,820	51,182	108,512	61,804	79,717
少数股东权益	10,361	11,652	13,227	15,146	17,439	期末持有现金	51,182	108,512	61,804	79,717	115,965
股东权益	121,390	150,462	180,490	216,992	261,438						
每股账面值 (元)	42	52	63	103	133						
营运资金	(92,541)	(151,545)	(197,514)	(153,586)	(129,157)						

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。