

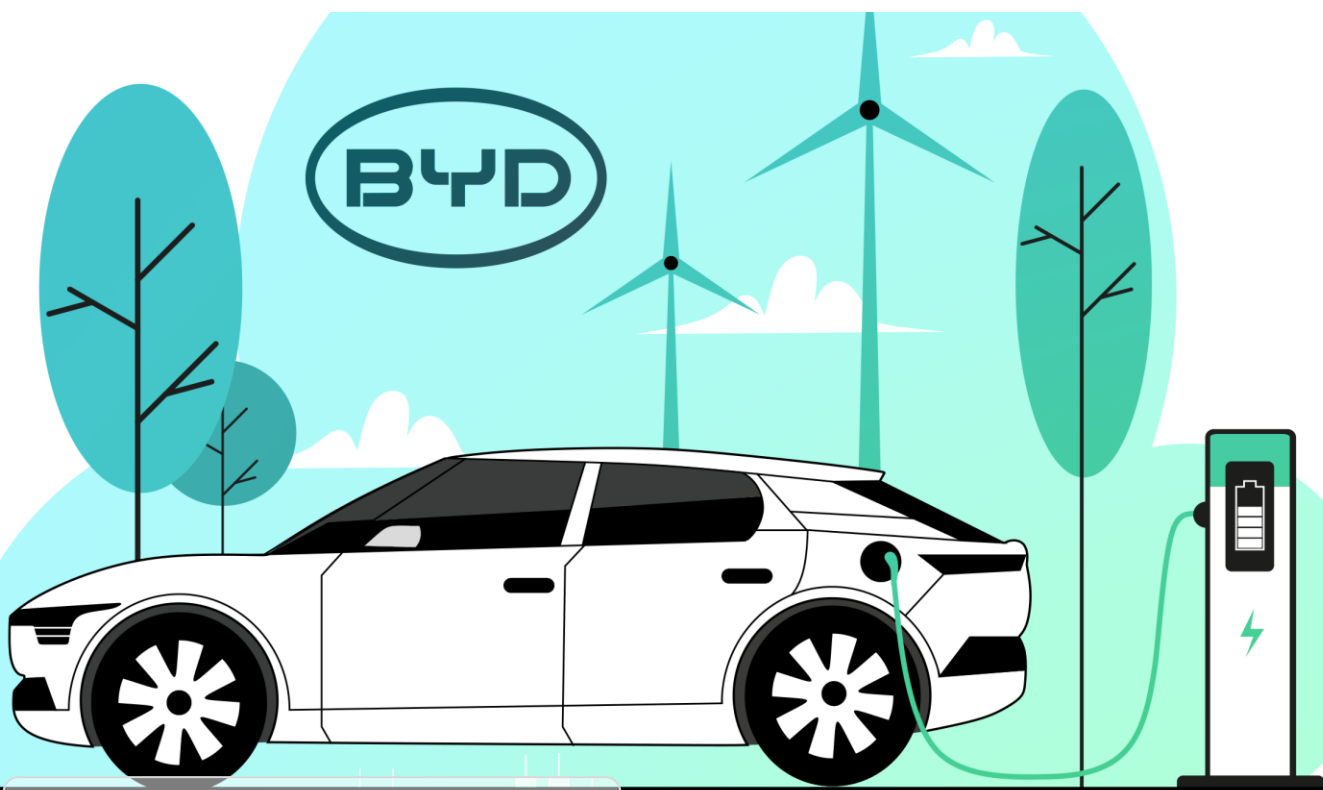


TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

BYD COMPANY LIMITED

HKEX: 01211 (HKD) / 81211 (RMB) · SZSE: 002594

Анализ финансового отчёта за 1 квартал 2026 г.



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

BYD COMPANY LIMITED

HKEX: 01211 (HKD) / 81211 (RMB) · SZSE: 002594

Анализ финансового отчёта за 1 квартал 2026 г.

1. Резюме

Первый квартал 2026 года стал для BYD периодом отчётливого замедления роста и заметного сжатия маржи. Выручка снизилась на 11.82% год к году до 150.2 млрд RMB, а чистая прибыль, приходящаяся на акционеров материнской компании, упала на 55.38% до 4.08 млрд RMB. Падение прибыли в пять раз глубже падения выручки указывает на резко негативный операционный леверидж: фиксированные расходы практически не сократились, тогда как объёмы резко упали.

Качество прибыли остаётся высоким: чистая прибыль до экстраординарных статей (4.15 млрд RMB) даже выше отчётной — то есть результат не «нарисован» разовыми притоками, а скорее наоборот, слегка занижен нетто-эффектом отрицательных нерегулярных статей (–63.0 млн RMB). Однако операционный денежный поток сократился на 67.48% до 2.79 млрд RMB и теперь покрывает лишь 0.68× чистой прибыли — против 0.94× годом ранее. Это первый сигнал, что снижение прибыли сопровождается ухудшением кэш-конверсии.

Балансово компания остаётся устойчивой, но картина утончилась: совокупный финансовый долг вырос на 26.6% за квартал до 131.9 млрд RMB. Ликвидная позиция (денежные средства + финансовые активы, удерживаемые для торговли) практически не изменилась — 129.5 млрд RMB на конец квартала против 130.0 млрд RMB на начало года. В результате расширенный net cash сократился с +25.8 млрд RMB до символически отрицательного значения в –2.3 млрд RMB — то есть BYD за один квартал «съел» весь свой запас net cash и формально перешёл в режим net debt. Краткосрочные займы выросли на 72.3%, вексельные обязательства — на 116%.

Это говорит о том, что менеджмент финансирует операционные и инвестиционные потребности через заимствования, а не через прибыль или поставщиков (торговая кредиторка снизилась на 12%). Тем не менее, Equity ratio удержалась на уровне 27.7%, а расширенный Net debt / Equity составляет около 0.01× — ни о каком долговом стрессе говорить не приходится. Капитальная программа сохраняется агрессивной, но её темп замедлен: CapEx сократился на 40.8% к Q1 2025 (22.1 vs 37.3 млрд RMB), при этом незавершённое строительство выросло на 22.8% за квартал до 59.3 млрд RMB.

Инвестиционный тезис в одной фразе: BYD проходит через наиболее жёсткую фазу китайских EV-«ценовых войн». Фундаментально компания остаётся прибыльной и платёжеспособной, но рынок будет тестировать масштабы компрессии маржи во 2-м квартале и устойчивость денежных потоков. Текущая отчётность не содержит «красных флагов», но требует осторожного подхода к оценке: при годовом RoE около 6.6% (против ~17.5% годом ранее) фундаментальная база для мультипликаторов сжимается.

2. Ключевые финансовые показатели

Все суммы в RMB млн, если не указано иное.

Показатель	Q1 2026	Q1 2025	Δ YoY
Выручка	150 225	170 360	–11.82%
Себестоимость	121 974	136 175	–10.43%
Валовая прибыль	28 252	34 185	–17.36%
Валовая маржа, %	18.81%	20.07%	–1.26 п.п.



Показатель	Q1 2026	Q1 2025	Δ YoY
R&D расходы (P&L)	11 344	14 223	–20.24%
Финансовые расходы	2 100	(1 908)	–210%
Операционная прибыль	4 696	11 021	–57.39%
Операционная маржа, %	3.13%	6.47%	–3.34 п.п.
Чистая прибыль (attr. shareholders)	4 085	9 155	–55.38%
Чистая маржа (attr.), %	2.72%	5.37%	–2.65 п.п.
Прибыль до экстраорд. (attr.)	4 148	8 172	–49.24%
EPS Basic, RMB	0.4480	1.0391	–56.89%
OCF (операционный кэш-флоу)	2 790	8 581	–67.48%
CapEx	22 063	37 276	–40.81%
FCF (OCF – CapEx)	(19 272)	(28 696)	улучшение
Weighted Avg RoE, % (квартальный)	1.65%	4.37%	–2.72 п.п.

Примечание по EPS: количество акций ретроспективно скорректировано на бонусную эмиссию 2.43 млрд акций и капитализацию резервов на 3.65 млрд акций, проведенные в июле 2025 г. Текущее количество обыкновенных акций — 9 117 197 565.

3. Анализ отчёта о прибылях и убытках

3.1. Выручка: первое падение за многие кварталы

Снижение выручки на 11.82% YoY является знаковым событием для компании, которая большую часть последних лет демонстрировала двузначный рост. BYD не публикует сегментацию по продуктовым линиям в квартальном отчёте, поэтому ключ к интерпретации падения выручки лежит в сопоставлении с операционными данными по поставкам — что детально разбирается в подразделе 3.2.

Предварительно, сама природа просадки объясняется тремя факторами:

- **Объёмы.** По данным компании за январь–март 2026 г., поставки NEV упали на 30% из года в год (до 700 463 ед.). Это главный драйвер падения выручки. Особенно болезнен китайский рынок: внутренние поставки сократились приблизительно на 52%.
- **Эффект высокой базы.** Q1 2025 — это пик отгрузок: компания тогда показала выручку 170.4 млрд RMB при поставках около 1 млн единиц. Текущее сравнение происходит против рекордной базы.
- **Микс-эффект (положительный).** Доля экспортных поставок выросла с 21% до 46%, а в самих экспортных продажах доминируют более премиальные модели. Это смягчило удар по выручке: при 30%-м падении объёмов выручка упала «всего» на 12% — благодаря структурному росту средней цены реализации.

3.2. Объёмы поставок

Поскольку BYD не публикует разбивку выручки по сегментам в квартальной отчётности, контекст по объёмам нужно брать из ежемесячных операционных раскрытий компании и данных индустриальных трекеров. Картина следующая:

Объём поставок NEV	Q1 2026	Q1 2025	Δ YoY
Всего, единиц	700 463	≈ 1 000 800	–30.01%
Из них экспорт	321 165	≈ 206 100	+55.84%
Из них Китай (расч.)	≈ 379 300	≈ 794 700	≈ –52.3%
Доля экспорта в продажах	45.9%	20.6%	+25.3 п.п.
QoQ vs Q4 2025 (≈ 1.34 млн)	700 463	—	–47.82%

Источники: операционные релизы BYD за январь–март 2026 г., данные CnEVPost, Gasgoo, WSJ. Показатели Q1 2025 рассчитаны обратным счётом из заявленных компанией изменений YoY.

Это ключевой инсайт квартала, который полностью переворачивает поверхностное прочтение фин отчетности. Объёмы поставок NEV упали на 30.01% YoY, тогда как выручка снизилась лишь на 11.82%. Это означает, что выручка на одну проданную машину выросла приблизительно с 170 200 RMB до 214 500 RMB — примерно на 26% YoY.

Эта цифра (выручка на машину) — не чистая средняя цена реализации (ASP) автомобиля, поскольку выручка BYD включает аккумуляторный бизнес, электронику и прочие сегменты. На уровне единичного авто реальная динамика, по всей видимости, выглядит так:

- **Микс-эффект:** доля экспорта выросла с 20.6% до 45.9%. Экспортные ASP у BYD структурно выше китайских — за рубежом компания продаёт более премиальные модели (Atto 3, Seal, Sealion 7, Han, Tang) по ценам, существенно превышающим внутренние. На европейских рынках Atto 3 стоит 35–40 тыс. EUR — это 270–310 тыс. RMB, тогда как в Китае его цена в районе 110–130 тыс. RMB.
- **Сдвиг в премиальные суббренды:** в марте 2026 г. суббренды Denza (7 133 ед.) и Yangwang (307 ед.) показали стабильный объём при общем падении. Их ASP кратно выше Dynasty/Ocean — это ещё один положительный микс-фактор.
- **Падение коммерческого сегмента:** коммерческие NEV (грузовики, автобусы) в феврале упали на 47.8%. Коммерческий транспорт — это высокообъёмные, но низкомаржинальные единицы, и их «выпадение» парадоксально работает на повышение средней цены реализации.

Экспорт за квартал — 321 165 ед., +55.8% в год. По итогам экспорт первого квартала превысил 21% годового плана, который сама компания недавно повысила с 1.3 до 1.5 млн ед. на 2026 год. В годом выражении квартальный объём (321k × 4) даёт около 85% от нового плана — это означает, что BYD должен значительно ускорить темп экспорта во 2-м полугодии для достижения цели.

4. Анализ балансового положения

Структура активов

Совокупные активы выросли на 2.08% за квартал до 902.1 млрд RMB. Внутри структуры наблюдаются разнонаправленные движения, которые при сложении в нетто дают умеренный прирост:

Статья активов	31.03.2026	31.12.2025	Δ YTD
Денежные средства	75 787	75 425	+0.48%
Запасы	160 414	138 421	+15.89%
Торговая дебиторская задолженность	44 222	37 005	+19.50%
Финансовые активы (trading)	53 755	54 533	–1.43%
Основные средства	280 355	292 776	–4.24%
Незавершённое строительство	59 318	48 294	+22.83%
Нематериальные активы	41 389	41 485	–0.23%
Капитализированные R&D	8 285	5 971	+38.75%
Гудвилл	4 428	4 428	0%
ИТОГО АКТИВЫ	902 077	883 730	+2.08%

Несколько ключевых наблюдений по структуре активов:

- **Запасы выросли на 22.0 млрд RMB (+15.9%)** при падении выручки на 11.8%. Days Inventory Outstanding (DIO) фактически растут, что указывает на накопление готовой продукции на складе и/или закупку компонентов под планируемые объёмы, не материализовавшиеся пока в продажах. Это краткосрочный риск маржи, поскольку при дальнейшем замедлении продаж компания может быть вынуждена пойти на дополнительные ценовые скидки для расчистки складов.
- **Дебиторская задолженность выросла на 19.5%** при падающей выручке. Это второй сигнал о растущем давлении на оборотный капитал.
- **Основные средства снизились на 4.2% (–12.4 млрд RMB), а CIP вырос на 22.8% (+11.0 млрд RMB).** Сумма движений почти нулевая — это нормальный «перекладывание» CIP (незавершенное строительство) в основные средства по мере ввода объектов в эксплуатацию. Но соотношение CIP / ОС растёт: с 16.5% до 21.2%, что говорит о сохраняющемся пайплайне ввода новых производственных мощностей.

Структура обязательств и капитала

Статья пассива	31.03.2026	31.12.2025	Δ YTD
Краткосрочные займы	66 296	38 485	+72.27%
Векселя к оплате	48 603	22 464	+116.36%
Торговая кредиторская задолженность	164 329	186 742	–12.00%
Договорные обязательства (авансы)	54 424	51 471	+5.74%
Обязательства перед персоналом	14 386	16 025	–10.23%
Прочие краткосрочные обязательства	107 833	119 483	–9.75%
Итого краткосрочные обязательства	485 362	468 451	+3.61%
Долгосрочные займы	60 570	60 706	–0.22%
Облигации к оплате	4 998	4 998	0.00%
ИТОГО ОБЯЗАТЕЛЬСТВ	639 957	625 191	+2.36%
Капитал (attr. shareholders)	249 917	246 275	+1.48%
Доля миноритариев	12 204	12 265	–0.50%

Долговая нагрузка: краеугольный пункт квартала

Главная балансовая история первого квартала — резкое наращивание заёмных средств. Совокупный финансовый долг (займы + облигации) вырос с 104.2 до 131.9 млрд RMB (+26.6% за квартал). При этом весь прирост приходится на короткий срок: долгосрочные займы практически не изменились (–0.22%), а краткосрочные займы взлетели на 72.27%.

Для корректной оценки чистой денежной позиции BYD необходимо учитывать не только денежные средства, но и существенную позицию в краткосрочных финансовых активах (Financial assets held for trading) — это около 53.8 млрд RMB ликвидных инструментов, которые экономически эквивалентны кэшу. Без их учёта картина искажается.

Расчёт расширенной Net Cash позиции	31.03.2026	31.12.2025
Денежные средства	75 787	75 425
Финансовые активы (held for trading)	53 755	54 533
Совокупная ликвидность	129 542	129 958
Минус: краткосрочные займы	(66 296)	(38 485)
Минус: долгосрочные займы	(60 570)	(60 706)
Минус: облигации	(4 998)	(4 998)
Совокупный финансовый долг	(131 864)	(104 189)
Расширенный Net Cash / (Net Debt)	(2 322)	25 769

Главный балансовый сюжет квартала становится виден только в этой таблице: BYD за один квартал «съел» 28.1 млрд RMB чистой ликвидной позиции, перейдя из режима net cash (+25.8 млрд RMB) в символический net debt (–2.3 млрд RMB). Совокупная ликвидность почти не изменилась (–0.4 млрд RMB), но это случилось потому, что компания привлекла 27.7 млрд RMB нового долга и направила их преимущественно на финансирование операционных и инвестиционных потребностей.

В относительных показателях долговая нагрузка остаётся очень умеренной:

- Расширенный Net Debt / Equity (attr.) $\approx 0.01\times$ — практически нулевой leverage
- Совокупный долг / Equity = 0.53 — умеренный показатель
- Совокупный долг / Total Assets = 14.6% — низкий показатель
- Equity ratio = 27.7% (vs 27.9% на начало года) — практически без изменений

Векселя к оплате (+116%) и торговая кредиторка (–12%)

Совокупно эти две статьи изменились следующим образом: торговая кредиторка сократилась на 22.4 млрд RMB, тогда как векселя к оплате выросли на 26.1 млрд RMB. Нетто-эффект — плюс 3.7 млрд RMB к финансированию через поставщиков.

По сути, это рефинансирование коммерческого кредита поставщиков: BYD конвертирует торговую кредиторскую задолженность в формализованные векселя. С точки зрения поставщика это лучше — векселя ликвиднее. Для самой BYD это нейтральный сигнал по ликвидности, но это указывает на то, что традиционный «бесплатный» торговый кредит от поставщиков сокращается, что ужесточает оборотный капитал.

6. Инвестиционные триггеры: что отслеживать

Положительные факторы

- **Сохранение прибыльности в фазе ценовой войны.** Несмотря на падение прибыли в 2.3 раза, компания осталась прибыльной по всем линиям (gross / operating / net) и не показала убытков. Многие конкуренты в Китае находятся в значительно худшей ситуации.
- **Высокое качество прибыли.** Чистая прибыль до экстраординарных статей выше отчётной — индикатор отсутствия учётного «приукрашивания».
- **Значительный запас финансовой прочности.** Net Debt / Equity = 0.22 $\times$, Equity ratio = 27.7% — компания имеет достаточный балансовый «жирок» чтобы переждать длительную фазу компрессии маржи.



- **Снижение CapEx.** Сокращение CapEx на 40.8% улучшает FCF и снижает зависимость от внешнего финансирования. При сохранении тренда BYD может выйти в положительный FCF в течение 2026 г.
- **Продолжение НИОКР через капитализацию.** Капитализация R&D на 38.75% за квартал говорит о том, что технологический пайплайн продолжает развиваться, несмотря на сокращение P&L расходов на R&D.

Факторы риска

- **Растущие запасы и дебиторка при падающей выручке.** Запасы +16% и дебиторка +20% YTD при выручке -12% YoY — тревожная комбинация. Если объёмы продаж не восстановятся во 2 квартале, возможны дополнительные ценовые скидки и резервы под обесценение.
- **Резкое наращивание короткого долга.** Краткосрочные займы +72%, векселя к оплате +116% за квартал. Это означает кратное увеличение чувствительности процентных расходов к ставкам и FX.
- **Резкое ухудшение OCF и кэш-конверсии.** Падение OCF на 67% против падения чистой прибыли на 55% — рассинхрон, указывающий на ухудшение качества работы с оборотным капиталом.
- **FX-чувствительность.** Финансовые расходы развернулись на 4.0 млрд RMB из-за курсовых разниц. Это говорит о значительных открытых валютных позициях, что в условиях глобальной экспансии становится постоянным фактором волатильности.
- **Структурный риск ценовой конкуренции в Китае.** Текущее снижение маржи может оказаться не циклическим, а структурным — если регуляторы Китая не вмешаются для прекращения «гонки на дно» в ценах, отрасль может перейти в режим хронической низкомаржинальности.
- **Геополитика и тарифы.** ЕС, США и ряд других рынков ввели или рассматривают тарифы на китайские EV. Это ограничивает потенциал зарубежной экспансии — традиционный «эскейп-клапан» для китайских автопроизводителей в фазе внутренней дефляции.

Заключение

Квартальный отчёт BYD за 1 квартал 2026 года — это документ переходной фазы. Компания демонстрирует, что резкое падение объёмов производства в Китае (внутренние поставки обвалились примерно на 52% YoY) и связанная с ним компрессия маржи через operating deleverage сопровождаются адаптационным реагированием менеджмента: снижением CapEx, увеличением капитализации R&D, сокращением ФОТ, усилением финансирования через долговые инструменты вместо акций. Mix-эффект от взрывного роста экспорта (+56% YoY) частично компенсировал удар по выручке через рост средней цены реализации, но не смог защитить валовую маржу от давления недозагрузки производственных мощностей.

Балансовая устойчивость остаётся высокой, и нет ни одного сигнала, который указывал бы на финансовый стресс. Однако ряд второстепенных индикаторов (рост запасов, рост дебиторки, рост краткосрочного долга, падение OCF опережающим темпом относительно чистой прибыли) требует пристального внимания во 2-м квартале.



TENİZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment