

## 比亚迪 (002594)

### 业绩超预期，出海+以价换量助力汽车业务兑现量利齐升

#### ◆ 业绩表现亮眼，盈利能力稳中有进

2024H1 公司营收 3011.27 亿元、同比+15.8%，归母净利润 136.31 亿元、同比+24.4%，毛利率 20.0%、同比+1.7pcts，净利率 4.7%、同比+0.3pcts。其中 Q2 单季度营收 1761.82 亿元、同/环比+25.9%/+41.0%，归母净利润 90.62 亿元、同/环比+32.8%/+98.4%，环比大幅改善，毛利率 18.7%，净利率 5.3%、同比+0.3pcts。2024 年初以来公司在行业价格战背景下仍保持稳定盈利能力，主要系销量高增、持续放大规模效应，切入海外高盈利市场增厚利润。同时公司产业链议价能力增长，截至 6 月底公司存货周转天数为 74.9 天、应收账款周转天数为 40.0 天，较上季度环比明显改善。

#### ◆ 全球汽车电动化扰动不改向上趋势，以价换量&政策推动中国市场增长

全球电动车维持 20+% 的增速。据 Marklines 数据，2024H1 全球电车销量达 717.2 万辆、同比+25.1%、渗透率达到 16.9%。其中今年以来中国市场在头部车企主动降价带动以价换量、国家以旧换新政策等利好因素推动下保持较高增长，据中汽协数据 1-7 月中国电动车销量达 593.4 万辆、同比+31.1%、渗透率达 36.4%。我们乐观预计全年中国电车销量 1200 万辆、同比+26.4%、全年渗透率接近 40%。

#### ◆ 持续加码海外市场夯实全球龙头地位，规模化降本+高端化溢价增厚利润

公司持续巩固全球第一地位。据 Clean Technica 口径，2024H1 公司全球新能源乘用车销量达 155.25 万辆、同比+30.3%，全球市占率达到 21.5%、较 2023 全年提高 0.5pcts，蝉联全球新能源车第一位置。

“电比油低”竞争策略之下，公司汽车业务营收增速低于销量增速、但盈利能力仍旧强劲。2024H1 公司汽车业务收入 2283.17 亿元、同比+9.3%，毛利率 23.9%、同比+3.3pcts，盈利能力不降反升，得益于销量高增进一步放大规模优势、以及高溢价市场和高端车型的持续突破。单位数据看，2024H1 公司单车售价 14.15 万元、同比-14.9%，单车毛利润为 3.39 万元、同比微降 1.4%，显示了强劲的成本控制和盈利能力。

公司重点发力海外市场。2024H1 公司海外收入达到 899.46 亿元、同比+39.6%，收入占比升至 29.9%、同比+5.1pcts，海外地区毛利率达到 17.4%、同比+9.3pcts，规模增长带动盈利能力显著改善。2024H1 公司的新能源乘用车海外销量达到 20.3 万辆、全球份额(不含中国市场)提升至 6.5%、同比+3.8pcts。截至 6 月底，公司新能源乘用车已经进入巴西、德国等 77 个国家和地区，乌兹别克斯坦工厂启动生产，巴西和匈牙利工厂稳步推进，7 月泰国工厂正式竣工投产。公司产品+产能双出海的全球化策略有望规避政策和贸易壁垒，进一步扩大市场空间。

#### ◆ 高端技术持续迭代稳固领先优势，把握智能化市场新机遇

公司在持续推动现有技术应用的基础之上，先后发布 e 平台 3.0Evo、第五代 DM 技术，在汽车驾乘体验、续航能力等方面持续优化升级，保持在技术领域上的领先地位。同时在智能驾驶的大趋势下，公司发布智能化发展战略整车智能并入选全国首批智能网联汽车准入和上路通行试点名单，同时公司宣布于 8 月与华为联手打造方程豹智价方案，首发即将上市的方程豹豹 8 车型，彰显了公司在智能驾驶领域的领先地位和持续投入的决心。

#### ◆ 投资建议与盈利预测

车企“电比油低”叠加以旧换新政策合力驱动国内市场二次发力，在海外政策和贸易壁垒扰动下海外汽车市场电动化仍呈现向上趋势。公司为全球电车龙头企业，2024H1 蝉联全球第一；高端化技术持续领先，智能化布局先行一步；海外产能密集规划规避政策与贸易风险，分享海外市场发展红利；规模效应下扩大市占率并降本修复盈利。综上，我们认为公司具备高壁垒及优于行业的增长预期，维持“买入”评级，预测 2024~2026 年归母净利润分别 390.4、464.5 和 584.5 亿元，对应 PE 值分别为 18、15 和 12 倍。

投资评级

买入

维持评级

2024年08月30日

收盘价(元): 249.42

目标价(元):

#### 公司基本数据

总股本(百万股) 2,909.27

总市值(百万) 725,629.09

流通股本(百万股) 1,162.46

流通市值(百万) 289,940.15

12月最高/最低价(元) 270.10/162.77

资产负债率(%) 77.47

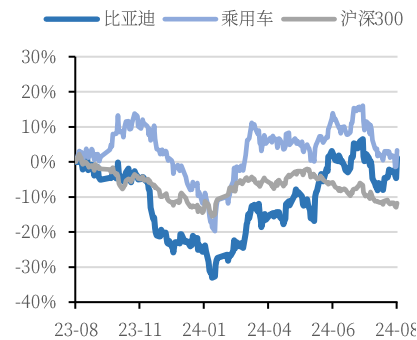
每股净资产(元) 49.08

市盈率(TTM) 22.18

市净率(PB) 5.08

净资产收益率(%) 9.55

#### 股价走势图



#### 作者

曾帅 分析师  
SAC 执业证书: S0640522050001  
联系电话:  
邮箱: zengshuai@avicsec.com

#### 相关研究报告

比亚迪(002594): 2023 年业绩高增趋势不减, 海外市场+高端产品打开增长天花板-230421  
—2024-04-24

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

◆ 风险提示

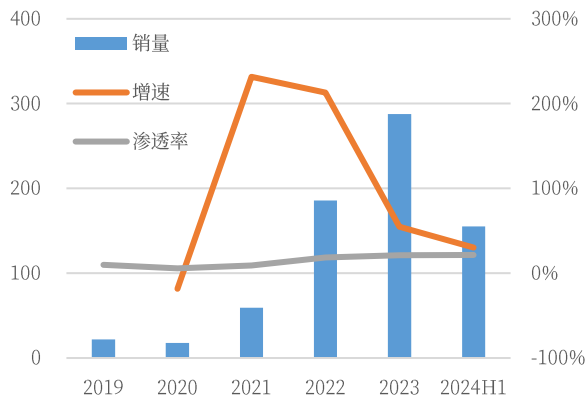
宏观经济不景气，电车汽车销量不及预期；国内外新能源车政策转向；公司产能投放不及预期；海外市场贸易壁垒；原材料价格大幅波动。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	424060.64	602315.35	719949.37	859879.33	1042742.85
增长率（%）	96.20	42.04	19.53	19.44	21.27
归母净利润（百万元）	16622.45	30040.81	39042.35	46445.80	58449.48
增长率（%）	445.86	80.72	29.96	18.96	25.84
毛利率（%）	17.04	20.21	20.46	20.64	20.90
每股收益（元）	5.71	10.33	13.42	15.96	20.09
市盈率 PE	41.10	22.74	17.50	14.71	11.69
市净率 PB	6.15	4.92	3.95	3.20	2.58
净资产收益率 ROE（%）	14.97	21.64	22.57	21.74	22.07

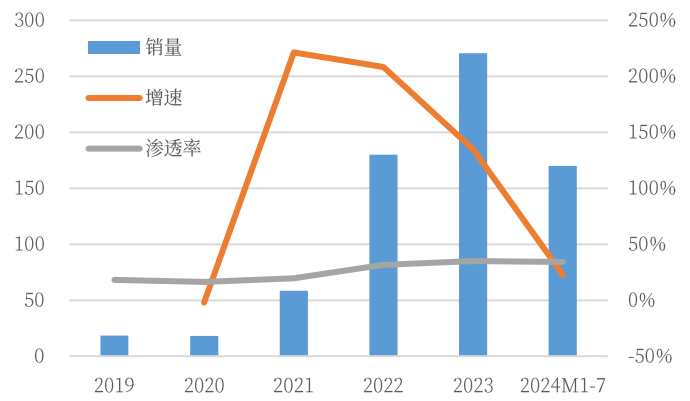
资料来源：iFind，中航证券研究所

比亚迪(002594)2023Q3 点评：量利齐升格局兑现，海外+中高端市场持续开拓打造品牌力-1102 -2023-11-15

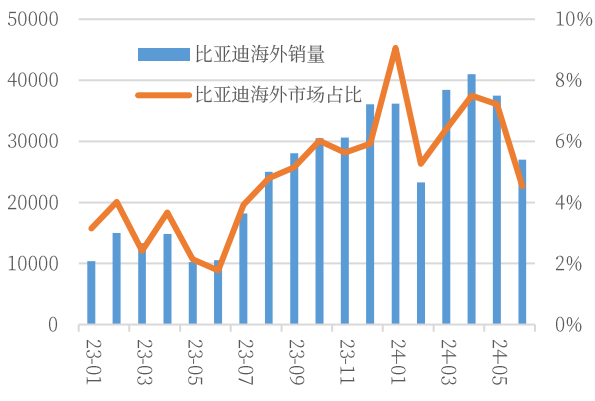
比亚迪(002594)中报点评：业绩持续高增，技术创新+海外开拓驱动盈利与估值双升-0917 -2023-09-21

**图1 2024H1 公司全球市占率达到 21.5% (万辆)**


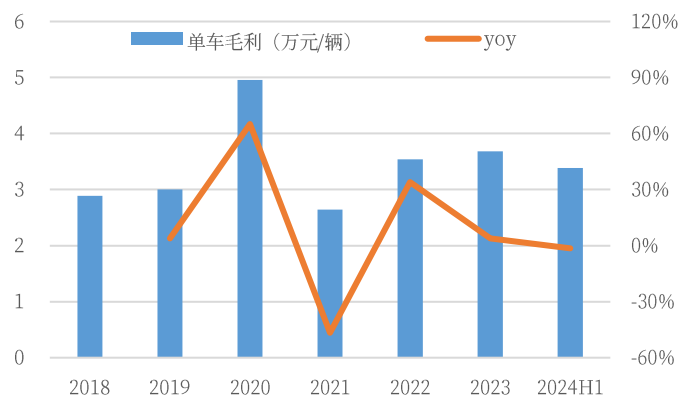
资料来源: Clean Technica, 中航证券研究所

**图2 2024H1 公司国内市占率升至 34.1% (万辆)**


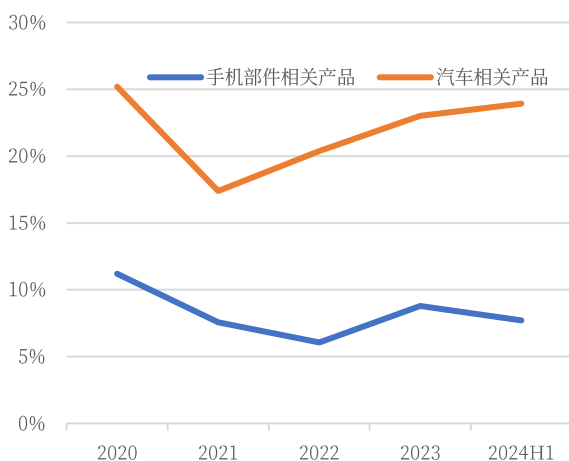
资料来源: 乘联会, 中航证券研究所

**图3 2024H1 比亚迪海外销量&市占率双升 (辆)**


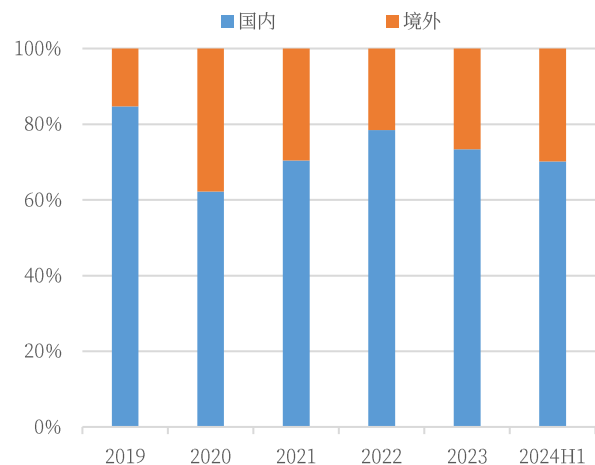
资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

**图4 公司单车毛利总体保持稳定 (万元/辆)**


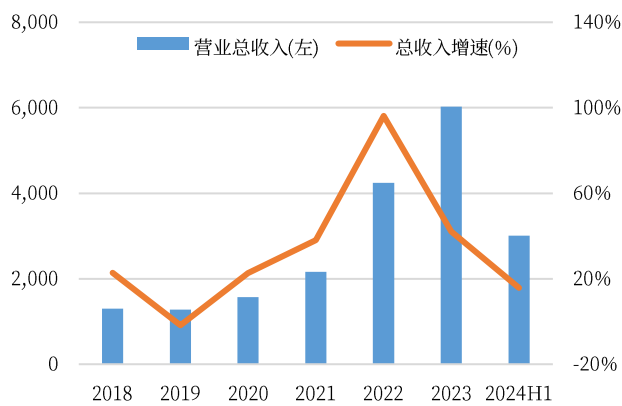
资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

**图5 公司汽车业务毛利率持续上行**


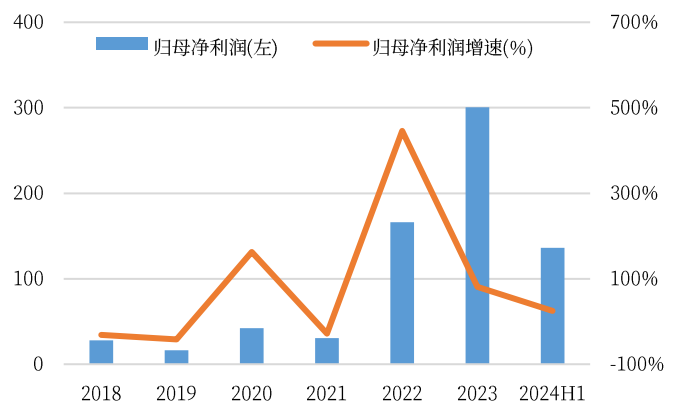
资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

**图6 公司境外业务比例明显增长**


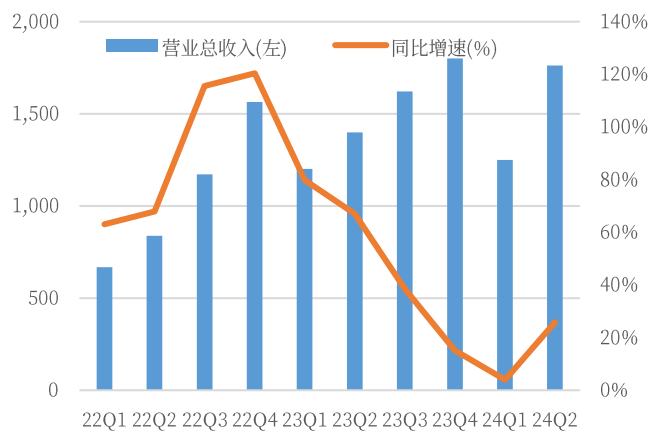
资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

**图7 公司 2024H1 营收增速保持稳健 (亿元)**


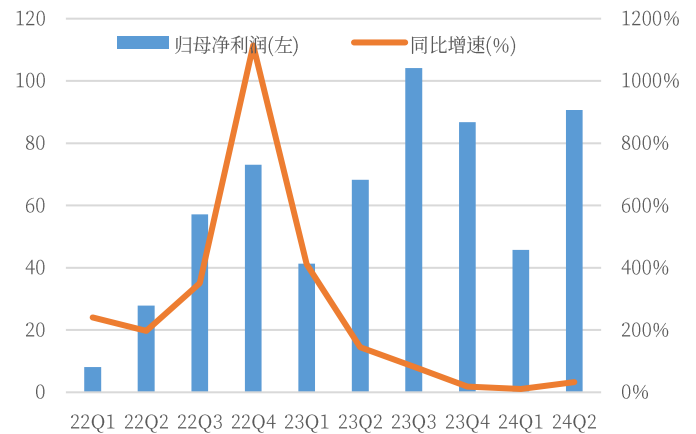
资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图8 公司 2024H1 净利润增速表现亮眼 (亿元)**


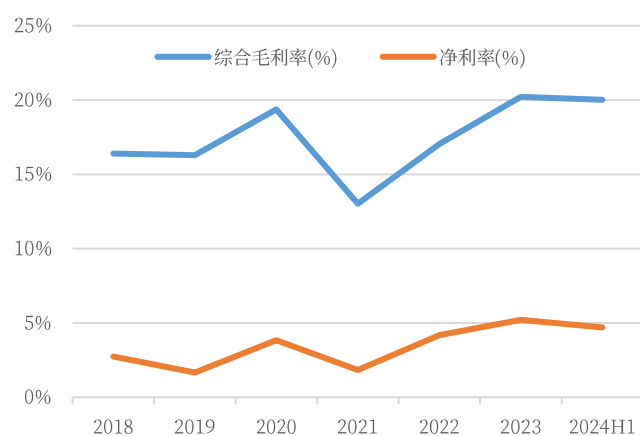
资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图9 2024Q2 公司收入增速触底回升 (亿元)**


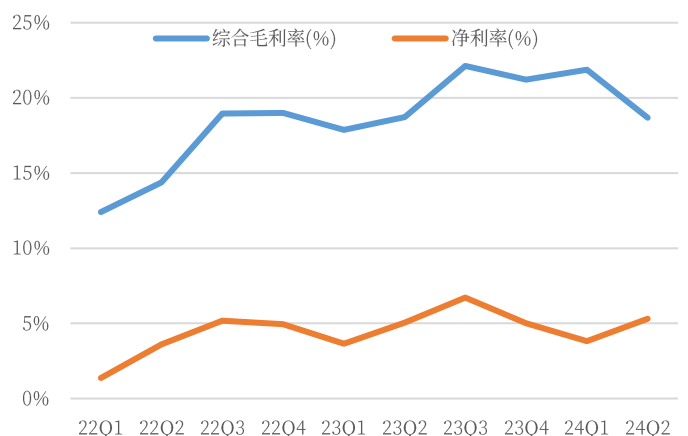
资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图10 2024Q2 公司归母净利润增速回升 (亿元)**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图11 2024H1 公司盈利能力保持稳定**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**图12 2024Q2 公司净利率回升明显**


资料来源：公司公告，中航证券研究所

**财务报表与财务指标 (单位: 百万元)**

资产负债表						利润表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	51471	109094	82592	115549	183388	营业收入	424061	602315	719949	859879	1042743
应收票据及账款	65276	70091	97301	116213	140927	营业成本	351816	480558	572623	682363	824799
预付账款	8224	2215	7798	9313	11294	税金及附加	7267	10350	12371	14775	17918
其他应收款	1910	2758	3746	4474	5426	销售费用	15061	25211	28078	33535	40667
存货	79107	87677	121762	145096	175384	管理费用	10007	13462	15119	18057	20855
其他流动资产	34816	30286	36682	41953	48842	研发费用	18654	39575	39597	49013	60479
<b>流动资产总计</b>	<b>240804</b>	<b>302121</b>	<b>349881</b>	<b>432599</b>	<b>565260</b>	财务费用	-1618	-1475	-40	-536	-1403
长期股权投资	15485	17647	17796	17945	18093	资产减值损失	-1386	-2188	-2160	-2580	-3128
固定资产	135018	240583	241506	271800	327487	信用减值损失	-990	-1580	-1440	-1720	-2085
在建工程	44622	34726	108938	149817	154030	其他经营损益	0	-0	-0	-0	-0
无形资产	23223	37236	31105	24959	18798	投资收益	-792	1635	262	262	262
长期待摊费用	458	4063	2031	0	0	公允价值变动损益	126	258	0	0	0
其他非流动资产	34251	43171	38341	38240	38139	资产处置收益	-11	90	52	52	52
<b>非流动资产合计</b>	<b>253057</b>	<b>377426</b>	<b>439718</b>	<b>502761</b>	<b>556547</b>	其他收益	1721	5253	3082	3082	3082
<b>资产总计</b>	<b>493861</b>	<b>679548</b>	<b>789599</b>	<b>935360</b>	<b>112180</b>	营业利润	21542	38103	51997	61768	77610
短期借款	5153	18323	0	0	0	营业外收入	527	711	525	525	525
应付票据及账款	143766	198483	246184	293364	354600	营业外支出	989	1546	996	996	996
其他流动负债	184426	236860	278876	332539	402206	其他非经营损益	0	0	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>333345</b>	<b>453667</b>	<b>525060</b>	<b>625903</b>	<b>756806</b>	利润总额	21080	37269	51527	61298	77140
长期借款	10211	20822	20387	18797	15814	所得税	3367	5925	7567	9002	11329
其他非流动负债	28915	54597	54597	54597	54597	净利润	17713	31344	43960	52295	65811
<b>非流动负债合计</b>	<b>39126</b>	<b>75419</b>	<b>74983</b>	<b>73393</b>	<b>70411</b>	少数股东损益	1091	1303	4917	5850	7361
<b>负债合计</b>	<b>372471</b>	<b>529086</b>	<b>600043</b>	<b>699296</b>	<b>827217</b>	归属母公司净利润	16622	30041	39042	46446	58449
股本	2911	2911	2911	2911	2911	EBITDA	39245	77953	104615	127867	162099
资本公积	61706	62042	62042	62042	62042	NOPLAT	16700	30590	44344	52256	65032
留存收益	46412	73857	108034	148692	199857	EPS (元)	6	10	13	16	20
归属母公司权益	111029	138810	172987	213645	264810						
少数股东权益	10361	11652	16569	22419	29780						
<b>股东权益合计</b>	<b>121390</b>	<b>150462</b>	<b>189556</b>	<b>236064</b>	<b>294591</b>						
<b>负债和股东权益</b>	<b>493861</b>	<b>679548</b>	<b>789599</b>	<b>935360</b>	<b>112180</b>						

现金流量表					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	17713	31344	41464	49799	63315
折旧与摊销	19783	42160	53128	67105	86362
财务费用	-1618	-1475	-40	-536	-1403
投资损失	792	-1635	-262	-262	-262
营运资金变动	98418	92494	15454	51082	66081
其他经营现金流	5163	5444	7603	2873	2873
<b>经营性现金净流</b>	<b>140251</b>	<b>168332</b>	<b>117347</b>	<b>170062</b>	<b>216967</b>
资本支出	76568	96412	120000	130000	140000
长期投资	-10559	-16163	0	0	0
其他投资现金流	-33469	-13089	-264	-264	-264
<b>投资性现金净流</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
短期借款	-5051	13170	-18323	0	0
长期借款	-1994	10611	-436	-1590	-2982
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	899	336	0	0	0
其他筹资现金流	-13342	-11300	-4826	-5252	-5881
<b>筹资性现金净流</b>	<b>-19489</b>	<b>12817</b>	<b>-23585</b>	<b>-6842</b>	<b>-8864</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>776</b>	<b>55936</b>	<b>-26502</b>	<b>32956</b>	<b>67839</b>

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营收增长率	96.2%	42.0%	19.5%	19.4%	21.3%
营业利润增长率	365.1%	76.9%	36.5%	18.8%	25.6%
EBIT 增长率	208.7%	83.9%	43.8%	18.0%	24.6%
EBITDA 增长率	94.9%	98.6%	34.2%	22.2%	26.8%
归母净利润增长率	445.9%	80.7%	30.0%	19.0%	25.8%
经营现金流增长率	115.1%	20.0%	-30.3%	44.9%	27.6%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	17.0%	20.2%	20.5%	20.6%	20.9%
净利率	4.2%	5.2%	6.1%	6.1%	6.3%
营业利润率	5.1%	6.3%	7.2%	7.2%	7.4%
ROE	15.0%	21.6%	22.6%	21.7%	22.1%
ROA	3.4%	4.4%	4.9%	5.0%	5.2%
ROIC	18.8%	30.4%	36.0%	28.7%	31.3%
<b>估值倍数</b>					
P/E	41	23	17	15	12
P/S	2	1	1	1	1
P/B	6	5	4	3	3
股息率	0.3%	0.8%	0.7%	0.8%	1.1%
EV/EBIT	38	16	13	11	8
EV/EBITDA	19	7	7	5	4
EV/NOPLAT	44	18	16	13	10

数据来源: iFind, 中航证券研究所

### 公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

### 行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

### 研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

### 销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

### 分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

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他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637