

比亚迪 (002594)

销量点评: 12月销量再创新高, 出口表现亮眼

买入 (维持)

2024年01月02日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 刘晓恬

执业证书: S0600523070005

liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	424,061	619,996	850,115	997,564
同比	96%	46%	37%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	16,622	33,449	44,164	54,005
同比	446%	101%	32%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	11.49	15.17	18.55
P/E (现价&最新股本摊薄)	33.73	16.76	12.70	10.38

关键词: #产能扩张

投资要点

- **12月比亚迪新能源车销量环增13%，全年突破300万辆。**比亚迪12月新能源汽车销量为34.1万辆，同环比+45%/+13%，其中新能源乘用车出口36095辆，环比+17.8%。1-12月电动车累计销量为302.44万辆，同比增长62.3%，1-12月累计出口约24.3万辆。12月产量为30.9万辆，同比+31.36%，环比-2.38%，1-12月累计产量为304.52万辆，同比增长62%。
- **插混占比环比微增，仰望U8、方程豹豹5逐渐上量。**12月插混乘用车销量14.94万辆，同环比+22%/+14%，占比43.9%，环比+0.4pct；纯电乘用车销量19.08万辆，同环比+70%/+12%，占比56.1%，环比-0.4pct。王朝、海洋车型12月销32.16万辆，同比增长40.7%；腾势品牌12月销11929辆，同增99%，环增0.73%；仰望销1593辆，环比增加290%；方程豹销5086辆，环比增加712%。
- **出口及新车型持续贡献增量，预计24年销量增长30%+。**公司产品矩阵完备，H2多款新车型推出，包括仰望U8、腾势N8、海豹DMI、方程豹豹5等，24年有望推出腾势N9及方程豹系列车型。此外，公司积极推进海外市场布局，海外市场放量助力销量增长，2024-2025年为产品大年，预计销量分别约400/500万辆，同增33%/25%。
- **电池装机量同比高增、23年出货接近翻倍增长。**12月比亚迪动力和储能电池装机17.7GWh，同环比+59%/+5%，23年公司累计装机151GWh，同增68%。受益于全球大电站项目，预计23年公司电池产量约180gwh，同比接近翻倍，其中储能电池出货约30gwh，同增150%+，贡献明显增量。
- **盈利预测与投资评级:**考虑公司销量持续高增，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测为334/442/540亿元，同增101%/32%/22%，对应PE17x/13x/10x，维持“买入”评级。
- **风险提示:**销量不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	198.00
一年最低/最高价	182.85/306.13
市净率(倍)	4.44
流通 A 股市值(百万元)	230,623.39
总市值(百万元)	576,406.29

基础数据

每股净资产(元,LF)	44.61
资产负债率(% ,LF)	77.37
总股本(百万股)	2,911.14
流通 A 股(百万股)	1,164.76

相关研究

《比亚迪(002594): 销量点评: 11月销量环比基本持平, 新车型逐步贡献增量》

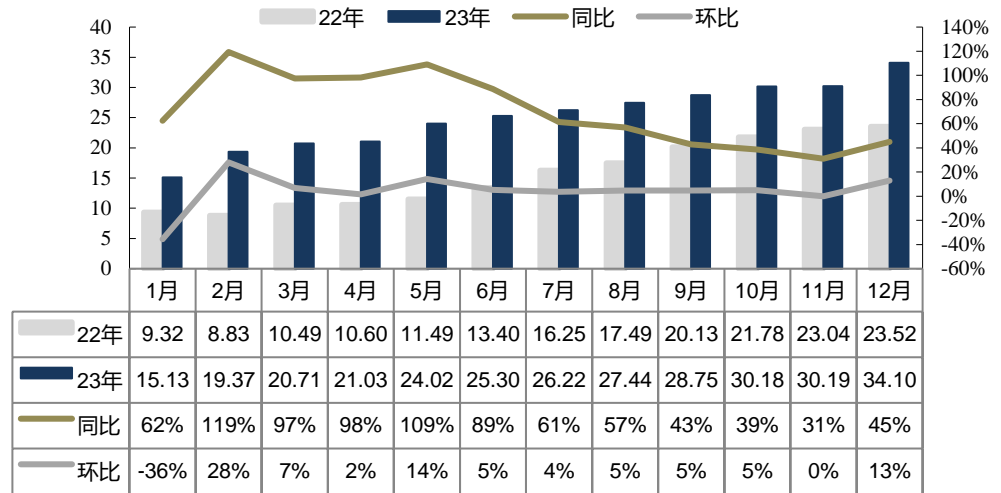
2023-12-04

《比亚迪(002594): 2023年三季报点评: 业绩符合预期, 单车盈利显著提升》

2023-10-31

12月比亚迪新能源车销量环增13%，全年突破300万辆。比亚迪12月新能源汽车销量为34.1万辆，同环比+45%/+13%，其中新能源乘用车出口36095辆，环比+17.8%。1-12月电动车累计销量为302.44万辆，同比增长62.3%，1-12月累计出口约24.3万辆。12月产量为30.9万辆，同比+31.36%，环比-2.4%，1-12月累计产量为304.52万辆，同比增长62%。

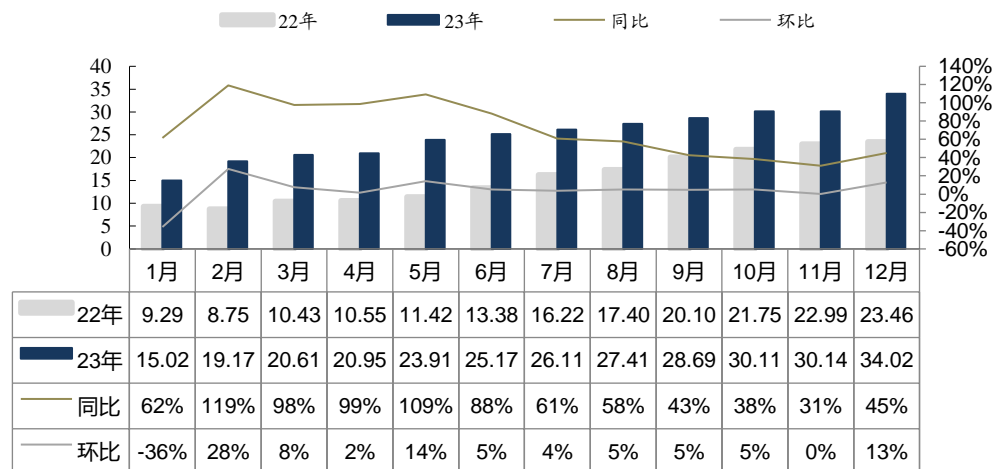
图1: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源：产销快报，东吴证券研究所

12月新能源乘用车销量贡献主要增量，商用车环比高增。新能源乘用车12月销量为34.02万辆，同环比+45%/+13%，1-12月累计销量301.3万辆，累计同比增长62.2%；12月产量为30.8万辆，同比+31.3%，环比-2.49%，1-12月累计产量为303.37万辆，累计同比增长62%。新能源商用车12月销量为865辆，同环比+44%/+65%，1-12月累计销量为11511辆，累计同比增长88.2%。

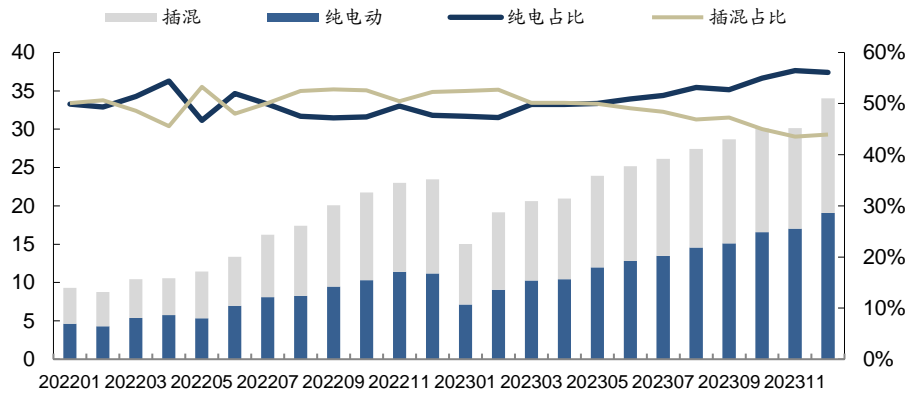
图2: 比亚迪新能源乘用车销量 (万辆)



数据来源：产销快报，东吴证券研究所

插混占比环比微增，仰望U8、方程豹豹5逐渐上量。12月比亚迪插混乘用车销量为14.94万辆，同环比+22%/+14%，占比44%，同比-8.4pct，环比+0.4pct，1-12月累计销量143.8万辆，累计同比增长52%；纯电乘用车销量为19.08万辆，同环比+70%/+12%，占比56.1%，同比+8.4pct，环比-0.4pct，1-12月累计销量157.48万辆，累计同比增长72.8%。王朝、海洋车型12月销32.16万辆，同比增长40.7%；腾势品牌12月销11929辆，同增99%，环增0.73%；仰望销1593辆，环比增加290%；方程豹销5086辆，环比增加712%。

图3: 比亚迪新能源乘用车动力结构 (万辆)



数据来源：产销快报，东吴证券研究所

图4: 比亚迪新能源乘用车车型结构 (辆)

车型	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	同比	环比	23年累计
合计	150,164	191,664	206,089	209,467	239,092	251,685	261,105	274,086	286,903	301,095	301,378	33%	5%	2,672,728
纯电														
比亚迪元	23,231	33,612	40,400	39,160	35,815	33,935	31,456	32,662	32,856	41,449	42,323	44%	1%	386,899
比亚迪海豚	17,629	22,861	30,077	30,462	30,679	31,140	31,950	32,745	32,927	35,189	35,246	35%	1%	330,905
比亚迪秦	9,098	11,540	10,429	10,917	13,166	13,573	13,995	13,850	13,907	13,877	13,488	-14%	-3%	137,840
比亚迪汉	5,576	5,701	6,745	7,756	10,237	11,033	11,634	10,405	10,412	9,290	9,357	-30%	1%	98,146
比亚迪海鸥				1,500	14,300	23,005	28,001	34,841	40,092	43,350	44,603		3%	229,692
比亚迪海豹	6,618	7,754	6,000	6,212	8,079	8,134	5,650	5,700	6,983	7,308	7,849	-49%	7%	76,287
比亚迪e2				2,095	4,723	3,572	2,550	1,760	199	1,007	1,290		28%	17,196
比亚迪宋	7,181	7,222	6,704	4,600	1,031	2,203	8,408	10,240	10,072	10,982	11,079	58%	1%	79,722
腾势D9	223	310	1,007	1,010	968	867	915	301	313	317	707		123%	6,938
腾势N7								1,480	1,810	1,079	1,033		-4%	5,402
比亚迪唐	1,192	1,246	1,296	649	605	642	219	1,422	1,522	1,638	1,692	-48%	3%	12,123
EV合计	71,338	90,639	102,670	104,364	119,603	128,196	134,783	145,627	151,193	165,505	170,150	55%	3%	1,384,068
插混														
比亚迪宋	42,684	45,178	33,806	31,236	36,799	40,185	42,850	47,700	52,768	52,983	50,615	-11%	-4%	476,804
比亚迪秦	5,087	19,000	30,421	31,285	30,591	30,666	30,700	31,154	31,165	28,890	28,952	129%	0%	297,911
比亚迪唐	7,698	10,783	10,837	11,110	11,266	12,015	12,443	10,820	8,887	8,935	8,951	-47%	0%	113,745
比亚迪汉	6,639	6,643	6,805	6,573	10,150	12,173	13,603	12,355	12,382	10,977	11,035	-40%	1%	109,335
驱逐舰05	4,966	4,970	3,911	5,380	10,457	10,222	11,994	12,092	7,950	7,966	5,950	-1%	-25%	85,858
腾势D9	6,216	7,015	9,391	9,516	10,037	10,191	10,231	9,734	9,936	9,746	9,739	182%	0%	101,752
护卫舰07	5,043	6,429	8,150	10,003	10,005	8,037	4,501	4,604	4,081	4,247	2,577		-39%	67,677
腾势N8									1,097	358	364		2%	1,819
豹5											626			626
仰望U8											408			408
PHEV合计	78,826	101,025	103,419	105,103	119,489	123,489	126,322	128,459	135,710	135,590	131,228	13%	-3%	1,288,660

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

出口及新车型持续贡献增量，预计24年销量增长30%+。公司产品矩阵完备，H2

多款新车型推出，包括仰望 U8、腾势 N8、海豹 DMI、方程豹豹 5 等，24 年有望推出腾势 N9 及方程豹系列车型。此外，公司积极推进海外市场布局，海外市场放量助力销量增长，2024-2025 年为产品大年，预计销量分别约 400/500 万辆，同增 33%/25%。

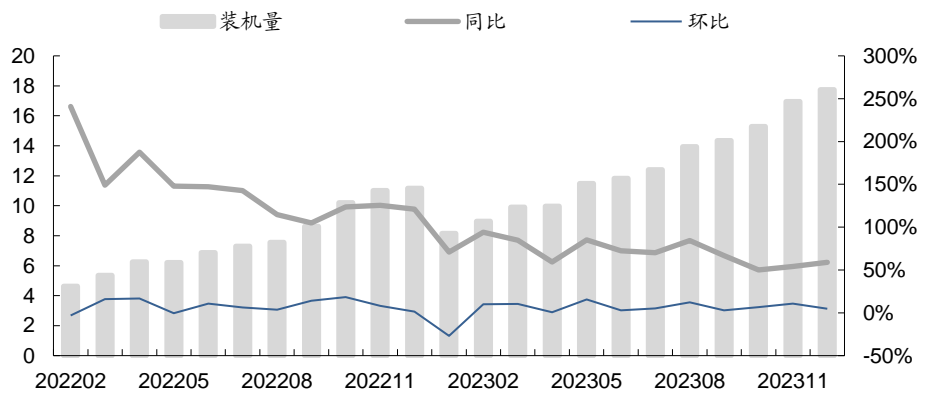
图5：比亚迪新车型规划

品牌	车型	动力形式	种类	级别	售价 (万元)	上市时间
比亚迪	宋 L	EV	SUV	B	22+	202311
方程豹	豹 5	PHEV	SUV	C	30-38	202311
	豹 3	PHEV	SUV	-	-	2024
	豹 8	PHEV	SUV	-	-	2024
仰望	U8	EV	SUV	D	109.8	202310
腾势	N8	EV/PHEV	SUV	B	31.98-32.68	202309
	N9	EV/PHEV	SUV	C	-	2024
	待定	EV/PHEV	CAR	-	-	2024

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

12 月电池装机量环比微增，全年装机同增 68%。2023 年 12 月动力和储能电池装机 17.7GWh，同环比+59%/+5%，23 年公司累计装机 151GWh，同增 68%。受益于全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量约 180gwh，同比接近翻倍，其中储能电池出货约 30gwh，同增 150%+，贡献明显增量。

图6：公司动力及储能电池月度装机电量 (gwh)



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑公司销量持续增长，我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 334/442/540 亿元，同增 101%/32%/22%，对应 PE17x/13x/10x，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期、行业竞争加剧、原材料价格波动等。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	240,804	417,183	551,389	644,621	营业总收入	424,061	619,996	850,115	997,564
货币资金及交易性金融资产	72,098	176,743	226,208	264,681	营业成本(含金融类)	351,816	497,058	683,484	804,042
经营性应收款项	59,946	88,647	121,564	142,689	税金及附加	7,267	10,625	14,568	17,095
存货	79,107	111,668	153,550	180,634	销售费用	15,061	23,560	31,454	35,912
合同资产	13,553	21,700	29,754	34,915	管理费用	10,007	14,260	18,703	20,949
其他流动资产	16,099	18,426	20,313	21,701	研发费用	18,654	31,000	42,506	47,883
非流动资产	253,057	350,157	421,960	476,428	财务费用	(1,618)	61	1,636	1,160
长期股权投资	15,485	20,485	25,485	30,485	加:其他收益	1,721	2,480	2,975	3,192
固定资产及使用权资产	135,018	218,169	276,025	321,545	投资净收益	(792)	(930)	(1,275)	(1,496)
在建工程	44,622	49,622	54,622	54,622	公允价值变动	126	0	10	10
无形资产	23,223	27,172	31,120	35,069	减值损失	(2,376)	(3,826)	(5,224)	(6,253)
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	(11)	62	85	100
长期待摊费用	458	458	457	456	营业利润	21,542	41,219	54,335	66,075
其他非流动资产	34,185	34,185	34,185	34,185	营业外净收支	(462)	(508)	(559)	(615)
资产总计	493,861	767,340	973,350	1,121,049	利润总额	21,080	40,711	53,776	65,460
流动负债	333,345	571,719	734,557	829,721	减:所得税	3,367	5,699	7,529	9,164
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,618	151,931	158,520	152,478	净利润	17,713	35,011	46,247	56,296
经营性应付款项	143,766	203,117	279,299	328,563	减:少数股东损益	1,091	1,562	2,083	2,291
合同负债	35,517	39,765	54,679	64,323	归属母公司净利润	16,622	33,449	44,164	54,005
其他流动负债	142,444	176,906	242,060	284,357	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	11.49	15.17	18.55
非流动负债	39,126	39,126	39,126	39,126	EBIT	21,153	43,494	59,400	71,682
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	EBITDA	41,523	72,269	102,154	123,721
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.04	19.83	19.60	19.40
租赁负债	2,617	2,617	2,617	2,617	归母净利率(%)	3.92	5.40	5.20	5.41
其他非流动负债	28,915	28,915	28,915	28,915	收入增长率(%)	96.20	46.20	37.12	17.34
负债合计	372,471	610,846	773,683	868,847	归母净利润增长率(%)	445.86	101.23	32.03	22.28
归属母公司股东权益	111,029	144,571	185,661	235,905					
少数股东权益	10,361	11,923	14,006	16,297					
所有者权益合计	121,390	156,494	199,666	252,201					
负债和股东权益	493,861	767,340	973,350	1,121,049					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	140,838	93,901	166,594	161,333	每股净资产(元)	38.14	49.66	63.78	81.04
投资活动现金流	(120,596)	(127,251)	(116,308)	(108,518)	最新发行在外股份(百万股)	2,911	2,911	2,911	2,911
筹资活动现金流	(19,489)	137,995	(830)	(14,352)	ROIC(%)	12.57	16.20	14.87	15.74
现金净增加额	1,363	104,645	49,455	38,463	ROE-摊薄(%)	14.97	23.14	23.79	22.89
折旧和摊销	20,370	28,776	42,755	52,039	资产负债率(%)	75.42	79.61	79.49	77.50
资本开支	(97,189)	(121,319)	(110,033)	(102,022)	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.73	16.76	12.70	10.38
营运资本变动	98,418	(9,134)	3,917	386	P/B(现价)	5.05	3.88	3.02	2.38

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>