

比亚迪 (002594)

销量点评: 1月出口表现亮眼, 新车型持续上量

买入 (维持)

2024年02月03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	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入 (百万元)	216,142	424,061	590,010	780,262	916,088
同比	38.02%	96.20%	39.13%	32.25%	17.41%
归母净利润 (百万元)	3,045	16,622	30,344	36,897	44,657
同比	-28.08%	445.86%	82.55%	21.60%	21.03%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.05	5.71	10.42	12.67	15.34
P/E (现价&最新摊薄)	170.59	31.25	17.12	14.08	11.63

投资要点

- **比亚迪1月新能源汽车销量为20.15万辆, 出口表现亮眼。**比亚迪1月电动车销量20.15万辆, 同环比+33%/-41%, 其中新能源乘用车出口36174辆, 同环比+247.5%/+0.22%。其中, 新能源乘用车1月销量为20.10万辆, 同环比+34%/-41%; 新能源商用车1月销量为474辆, 同环比-60%/-45%。
- **插混份额环比提升, 新车型仰望、方程豹环比逆势增长。**2024年1月比亚迪插混乘用车销量为9.57万辆, 同环比+21.4%/-35.9%, 占比47.6%, 同比下滑4.9pct, 环比提升3.7pct; 纯电乘用车销量为10.53万辆, 同环比+47.6%/-44.8%, 占比52.4%, 同比增长4.9pct, 环比下滑3.7pct。比亚迪王朝、海洋网车型1月销18.51万辆, 同增+28.8%; 腾势品牌1月销9068辆, 同增+40.8%。新车型中, 仰望1月销1652辆, 环增3.7%; 方程豹1月销5203辆, 环增2.3%。
- **产品矩阵覆盖各价格区间, 海外市场加速布局贡献出口增量。**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, 2024年将推出王朝、海洋10余款改款车型、腾势3款、方程豹豹8及豹3、仰望U7及U9。考虑到新车推出、高端车型逐步放量以及海外出口贡献增量, 同时积极布局智能化, 24Q3实现30w+车型高阶智驾标配, Q3上市20w+车型高阶智驾选配, 我们预计24年销量约400万辆, 同比增长32%, 其中出口40-50万辆, 同比高增67%~110%。
- **1月电池装机量环降36%, 预计2024年电池产量维持35%-40%增速。**1月动力和储能电池装机11.30GWh, 同环比+39%/-36%。受益于电动车高增长且全球大电站项目需求高增, 我们预计2023年公司电池产量约175gwh, 同比增长90%, 其中储能电池出货约25gwh, 同比增长约80%, 贡献明显增量, 我们预计2024年电池产量240gwh, 同增37%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑新能源车单车盈利下滑, 我们维持2023-2025年归母净利润预测303/369/447亿元, 同比增长83%/22%/21%, 对应PE分别为17/14/12x, 我们给予公司2024年20xPE, 目标价253.4元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	167.00
一年最低/最高价	163.01/292.48
市净率(倍)	3.74
流通A股市值(百万元)	194,515.69
总市值(百万元)	486,160.86

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): 2023年业绩预告点评: Q4业绩基本符合预期, 年底促销单车盈利环降》

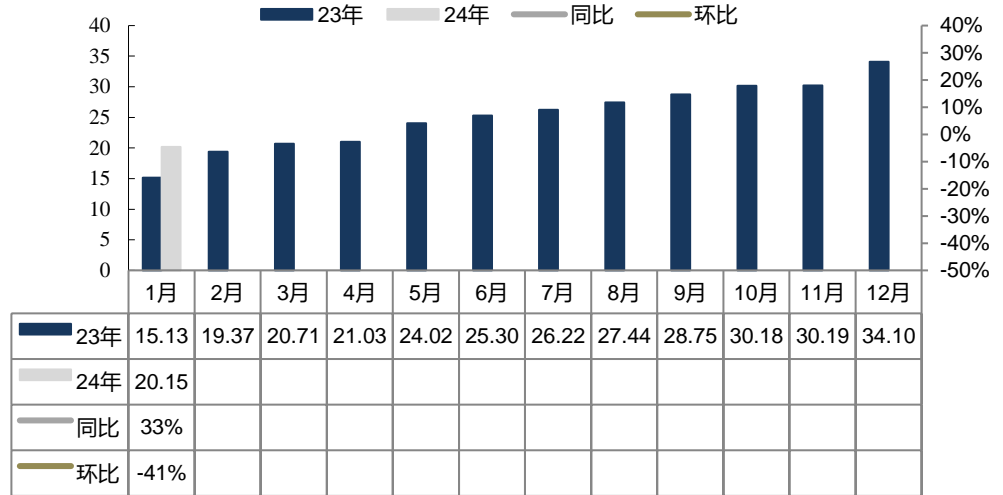
2024-01-30

《比亚迪(002594): 销量点评: 12月销量再创新高, 出口表现亮眼》

2024-01-02

比亚迪1月新能源汽车销量为20.15万辆，同环比+33%/-41%。根据公司产销快报，比亚迪2024年1月新能源汽车销量20.15万辆，同环比+33%/-41%，其中新能源乘用车出口36174辆，同环比+248%/+0.22%。1月产量为20.6万辆，同环比+33%/-33%。

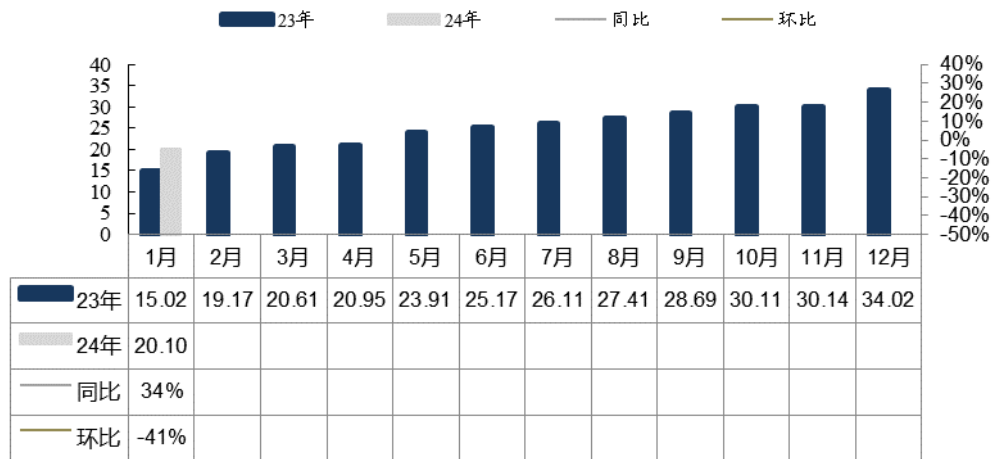
图1: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源: 公司产销快报, 东吴证券研究所

新能源乘用车销量环比下滑40%，贡献主要增量。新能源乘用车2024年1月销量为20.10万辆，同环比+34%/-41%；1月产量为20.51万辆，同环比+34%/-33%。新能源商用车1月销量为474辆，同环比-60%/-45%。

图2: 比亚迪新能源乘用车销量 (万辆)

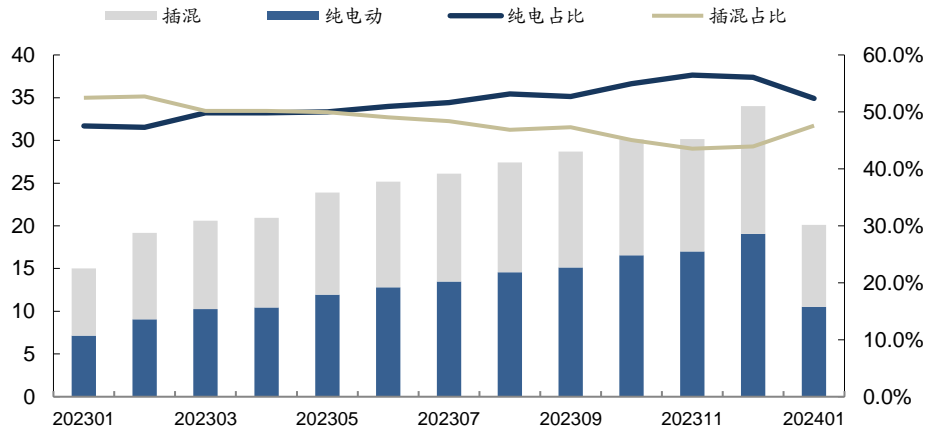


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

插混份额环比提升，新车型仰望、方程豹环比逆势增长。2024年1月比亚迪插混乘

用车销量为 9.57 万辆，同环比+21.4%/-35.9%，占比 47.6%，同比下滑 4.9pct，环比提升 3.7pct；纯电乘用车销量为 10.53 万辆，同环比+47.6%/-44.8%，占比 52.4%，同比增长 4.9pct，环比下滑 3.7pct。比亚迪王朝、海洋网车型 1 月销 18.51 万辆，同增+28.8%；腾势品牌 1 月销 9068 辆，同增+40.8%。新车型中，仰望 1 月销 1652 辆，环增 3.7%；方程豹 1 月销 5203 辆，环增 2.3%。

图3：比亚迪新能源乘用车动力结构（万辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：比亚迪分车型销量（辆）

车型	202301	202302	202303	202304	202305	202306	202307	202308	202309	202310	202311	202312	同比	环比	2023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	340,178	127%	13%	3,012,906
纯电	71,338	90,639	102,670	104,364	119,603	128,196	134,783	145,627	151,193	165,505	170,150	190,754	70%	12%	1,574,822
插电	78,826	101,025	103,419	105,103	119,489	123,489	126,322	128,459	135,710	135,590	131,228	149,424	22%	14%	1,438,084
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	41,681	41%	-2%	428,580
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	36,514	40%	4%	367,419
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	16,934	24%	26%	154,774
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	8,356	-38%	-11%	106,502
比亚迪海鸥				1,500	14,300	23,005	28,001	34,841	40,092	43,350	44,603	50,525		13%	280,217
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	7,990	-48%	2%	84,277
比亚迪e2				2,095	4,723	3,572	2,550	1,760	199	1,007	1,290	1,936		50%	19,132
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	24,103	187%	118%	103,825
腾势D9	223	310	1,007	1,010	968	867	915	301	313	317	707	629		-11%	7,567
腾势N7								1,480	1,810	1,079	1,033	1,035		0%	6,437
比亚迪唐	1,192	1,246	1,296	649	605	642	219	1,422	1,522	1,638	1,692	1,051	-68%	-38%	13,174
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	190,754	70%	12%	1,574,822
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	59,936	-3%	18%	536,740
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	29,460	134%	2%	327,371
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	10,265	-39%	15%	124,010
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	12,546	-24%	14%	121,881
驱逐舰05	4,966	4,970	3,911	5,380	10,457	10,222	11,994	12,092	7,950	7,966	6,150	6,150	1%	3%	92,008
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	9,863	64%	1%	111,615
插电	78,826	101,025	103,419	105,103	119,489	123,489	126,322	128,459	135,710	135,590	131,228	149,424	22%	14%	1,438,084
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	2,020	12%	-22%	69,697
腾势N8									1,097	358		402		10%	2,221
豹5											626	5,086		712%	5,712
海豹										7,444	11,488	12,103		1%	43,046
仰望U8											408	1,593		290%	2,001
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	149,424	22%	14%	1,438,084

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

产品矩阵覆盖各价格区间，海外市场加速布局贡献出口增量。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，2024年将推出王朝、海洋10余款改款车型、腾势3款、方程豹豹8及豹3、仰望U7及U9。考虑

到新车推出、高端车型逐步放量以及海外出口贡献增量，同时积极布局智能化，24Q3 实现 30w+车型高阶智驾标配，Q3 上市 20w+车型高阶智驾选配，我们预计 24 年销量约 400 万辆，同比增长 32%，其中出口 40-50 万辆，同比高增 67%~110%。

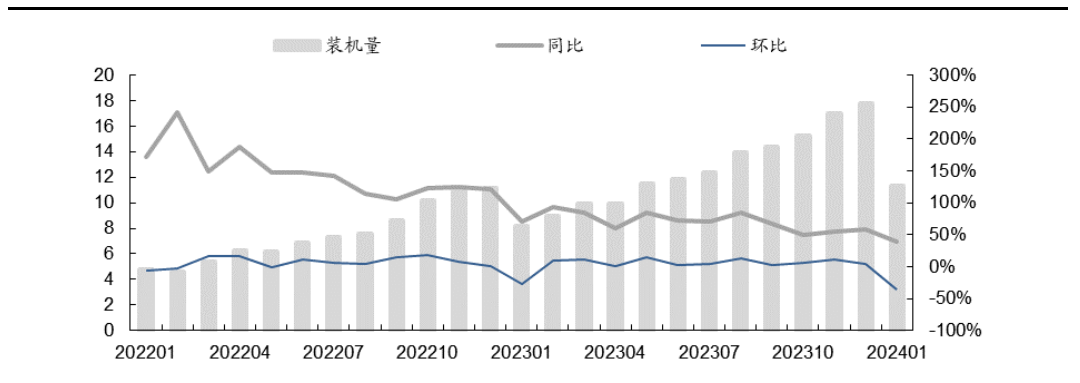
图5：2024 年比亚迪新车规划

品牌	车型	预计上市时间	类型	预计价格
插混 (王朝+海洋)	秦 L DM-i	2024	轿车 (第五代 DM 技术)	13-15 万起
	汉 L	2024	轿车 (第五代 DM 技术)	待定
	唐 L	待定	SUV	待定
纯电 (王朝+海洋)	秦 L EV	2024	轿车	13-15 万起
	元 UP	2024 年 3 月	A0 级 SUV	10 万级
	海狮 07	2024	SUV (天神之眼高阶智驾)	20 万级
腾势	对标保时捷 Panamera	2024	轿车	待定
	对标奔驰 S 级	2024	轿车	待定
仰望	仰望 U9	2024	纯电动性能超跑	百万级
	仰望 U7	2024 上半年	轿车	百万级
方程豹	豹 8	2024 下半年	硬派 SUV	40-70 万
	豹 3	2024 下半年	硬派 SUV	20 万起

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1 月电池装机量环降 36%，预计 2024 年电池产量维持 35%-40%增速。根据比亚迪产销快报，2024 年 1 月动力和储能电池装机 11.30GWh，同环比+39%/-36%。受益于电动车高增长且全球大电站项目需求高增，我们预计 2023 年公司电池产量约 175gwh，同比增长 90%，其中储能电池出货约 25gwh，同比增长约 80%，贡献明显增量我们预计 2024 年电池产量 240gwh，同增 37%。

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: 考虑新能源车单车盈利下滑, 我们维持 2023-2025 年归母净利润预测 303/369/447 亿元, 同比增长 83%/22%/21%, 对应 PE 分别为 17/14/12x, 我们给予公司 2024 年 20xPE, 目标价 253.4 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期, 行业竞争加剧。

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	395,148	496,806	575,299	营业总收入	424,061	590,010	780,262	916,088
货币资金及交易性金融资产	72,098	165,282	196,484	223,988	营业成本(含金融类)	351,816	474,424	629,828	742,956
经营性应收款项	59,946	84,387	111,626	131,127	税金及附加	7,267	10,111	13,371	15,699
存货	79,107	106,583	141,496	166,911	销售费用	15,061	22,420	29,650	32,979
合同资产	13,553	20,650	27,309	32,063	管理费用	10,007	13,570	17,166	19,238
其他流动资产	16,099	18,245	19,892	21,210	研发费用	18,654	29,500	39,013	43,972
非流动资产	253,057	350,157	421,960	476,428	财务费用	(1,618)	83	1,774	1,444
长期股权投资	15,485	20,485	25,485	30,485	加:其他收益	1,721	2,360	2,731	2,931
固定资产及使用权资产	135,018	218,169	276,025	321,545	投资净收益	(792)	(885)	(1,170)	(1,374)
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)	59	78	92
长期待摊费用	458	458	457	456	营业利润	21,542	37,608	45,884	55,206
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	745,304	918,767	1,051,727	利润总额	21,080	37,100	45,325	54,591
流动负债	333,345	552,789	689,693	778,625	减:所得税	3,367	5,194	6,345	7,643
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	31,906	38,979	46,948
经营性应付款项	143,766	193,868	257,372	303,601	减:少数股东损益	1,091	1,562	2,083	2,291
合同负债	35,517	37,954	50,386	59,436	归属母公司净利润	16,622	30,344	36,897	44,657
其他流动负债	142,444	169,036	223,415	263,109	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	10.42	12.67	15.34
非流动负债	39,126	39,126	39,126	39,126	EBIT	21,153	39,983	51,234	61,244
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	EBITDA	41,523	68,759	93,988	113,283
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.04	19.59	19.28	18.90
租赁负债	2,617	2,617	2,617	2,617	归母净利率(%)	3.92	5.14	4.73	4.87
其他非流动负债	28,915	28,915	28,915	28,915	收入增长率(%)	96.20	39.13	32.25	17.41
负债合计	372,471	591,916	728,820	817,751	归母净利润增长率(%)	445.86	82.55	21.60	21.03
归属母公司股东权益	111,029	141,466	175,942	217,680					
少数股东权益	10,361	11,923	14,006	16,297					
所有者权益合计	121,390	153,388	189,947	233,976					
负债和股东权益	493,861	745,304	918,767	1,051,727					

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	82,398	147,579	149,409	每股净资产(元)	38.14	48.59	60.44	74.77
投资活动现金流	(120,596)	(127,209)	(116,210)	(108,404)	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	(176)	(13,511)	ROIC(%)	12.57	14.99	13.07	13.95
现金净增加额	1,363	93,184	31,192	27,494	ROE-摊薄(%)	14.97	21.45	20.97	20.52
折旧和摊销	20,370	28,776	42,755	52,039	资产负债率(%)	75.42	79.42	79.33	77.75
资本开支	(97,189)	(121,322)	(110,040)	(102,030)	P/E(现价&最新股本摊薄)	31.25	17.12	14.08	11.63
营运资本变动	98,812	14,645	55,535	38,831	P/B(现价)	4.68	3.67	2.95	2.39

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>