

比亚迪 (002594)

销量点评: 3月销量表现亮眼, 高端车型持续上量

买入 (维持)

2024年04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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	424,061	602,315	706,676	822,414	912,060
同比	96.20%	42.04%	17.33%	16.38%	10.90%
归母净利润 (百万元)	16,622	30,041	32,275	38,781	46,846
同比	445.86%	80.72%	7.44%	20.16%	20.79%
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.71	10.32	11.09	13.32	16.09
P/E (现价&最新摊薄)	37.13	20.55	19.12	15.91	13.18

投资要点

- **比亚迪3月新能源汽车销量30.3万辆, 环增147%, 销量表现亮眼。**比亚迪3月电动车销量30.25万辆, 同环比+46%/+147%, 其中新能源乘用车出口38434辆, 同环比+189%/+65%。24Q1累计销量为62.63万辆, 同比增加13%, 24Q1累计出口约9.8万辆, 同比增长153%。其中, 新能源乘用车3月销量为30.16万辆, 同环比+46%/+148%, 24Q1累计销量为62.44万辆; 新能源商用车3月销量为828辆, 同环比-16%/+47%, 24Q1累计销量为1865辆。
- **纯电份额环比提升, 高端车型持续上量。**2024年3月比亚迪插混乘用车销量为16.17万辆, 同环比+56%/+142%, 占比54%, 同比增长3.4pct, 环比下降1.3pct; 24Q1累计销量32.43万辆, 累计同比增长15%。纯电乘用车销量为13.99万辆, 同环比+36%/+155%, 占比46%, 同比下滑3.4pct, 环比增长1.3pct; 24Q1累计销量30.01万辆, 累计同比增长13%。3月王朝、海洋网车型销28.67万辆, 同环比+47%/+151%; 腾势品牌销10279辆, 同环比-1%/+124%。新车型中, 仰望品牌销1090辆, 环增40%; 方程豹销3550辆, 环增54%。
- **出口及高端车型放量, 预计24年销量360-390万辆。**公司产品矩阵完备, 仰望、方程豹补足高端车型。2024年2月、3月分别推出纯电性能超跑仰望U9、新车型元UP, 年内还将推出腾势3款、方程豹8及豹3、仰望U7。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30万元以上车型高阶智驾标配, Q3上市20万以上的车型高阶智驾选配, 我们预计24年比亚迪电动车销量360-390万辆, 同增25%。结构来看, 高端车型迅速上量, 预计24年方程豹10万+、腾势10万+、仰望2万辆左右, 上述三款车占比亚迪销量比约7%, 提升3pct, 预计出口45万辆, 同增80%。
- **3月电池装机量环增76%, 预计2024年电池产量维持35%-40%增速。**3月动力和储能电池装机11.76GWh, 同环比+19%/+76%, 24Q1累计装机29.74GWh。受益于全球大电站项目需求高增, 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:** 考虑高端车型持续上量, 我们维持2024-2026年归母净利润预期为323/388/468亿元, 同增7%/20%/21%, 对应PE分别为19/16/13x, 给予24年28xPE, 目标价310.52元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 电动车销量不及预期、车企价格战持续。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	212.01
一年最低/最高价	162.77/276.58
市净率(倍)	4.45
流通A股市值(百万元)	246,835.20
总市值(百万元)	617,191.40

基础数据

每股净资产(元,LF)	47.68
资产负债率(% ,LF)	77.86
总股本(百万股)	2,911.14
流通A股(百万股)	1,164.26

相关研究

《比亚迪(002594): 2023年年报点评: Q4业绩符合预期, 出口及高端化增厚利润》

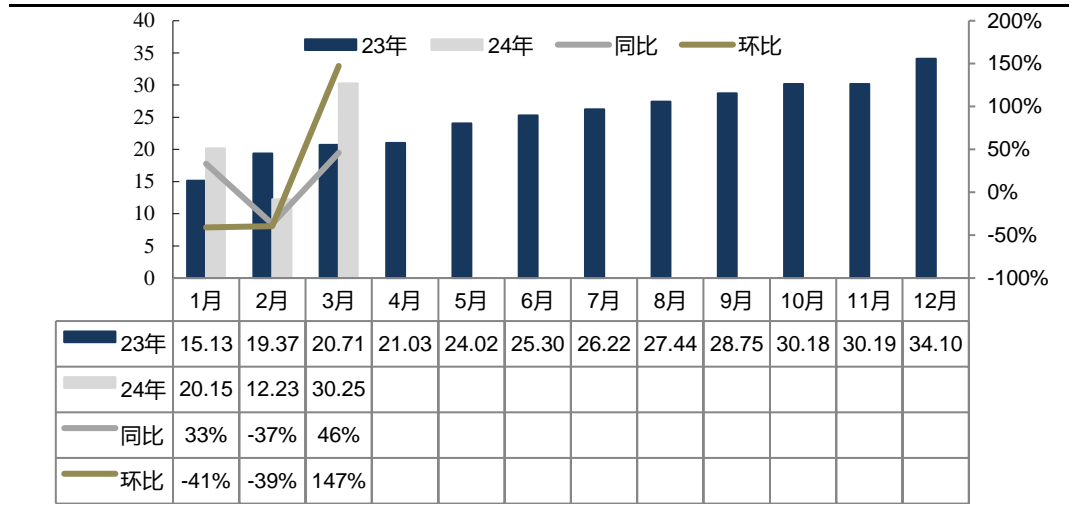
2024-03-27

《比亚迪(002594): 2月销量符合预期, 多款车降价加速电动化》

2024-03-05

比亚迪 3 月新能源汽车销量 30.3 万辆，环增 147%，表现亮眼。根据公司产销快报，比亚迪 2024 年 3 月新能源汽车销量 30.25 万辆，同环比+46%/+147%，其中新能源乘用车出口 38434 辆，同环比+189%/+65%。24Q1 累计销量为 62.63 万辆，同比增加 13%，24Q1 累计出口约 9.8 万辆，同比增长 153%。3 月产量为 29.63 万辆，同环比+41%/+168%。

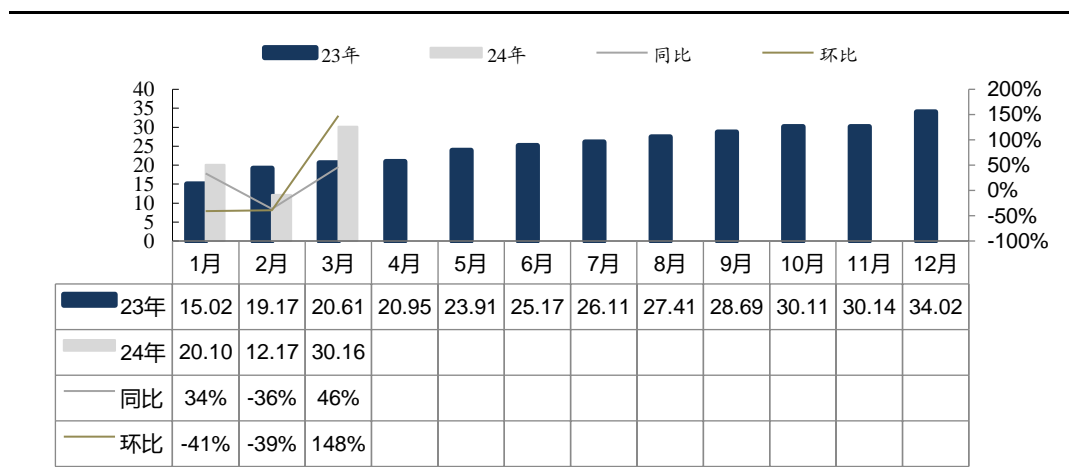
图1: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

新能源乘用车销量同环比上升，商用车销量环比增长。新能源乘用车 3 月销量为 30.16 万辆，同环比+46%/+148%，24Q1 累计销量为 62.44 万辆，累计同比增长 14%；3 月产量为 29.54 万辆，同环比+41%/+169%，24Q1 累计产量为 61.05 万辆，累计同比增加 8%。新能源商用车 3 月产销量 828 辆，同环比-16%/+47%，24Q1 累计产销量 1865 辆。

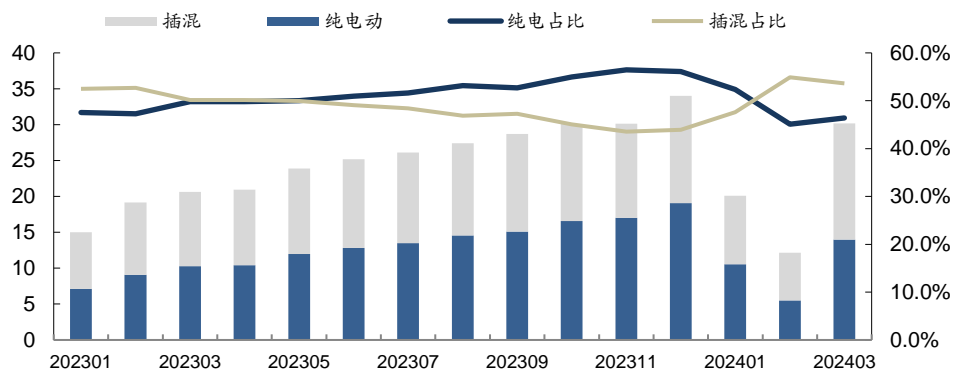
图2: 比亚迪新能源乘用车销量 (万辆)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

纯电份额环比提升, 高端车型持续上量。2024年3月比亚迪插混乘用车销量为16.17万辆, 同环比+56%/+142%, 占比54%, 同比增长3.4pct, 环比下降1.3pct; 24Q1累计销量32.43万辆, 累计同比增长15%。纯电乘用车销量为13.99万辆, 同环比+36%/+155%, 占比46%, 同比下滑3.4pct, 环比增长1.3pct; 24Q1累计销量30.01万辆, 累计同比增长13%。3月王朝、海洋网车型销28.67万辆, 同环比+47%/+151%; 腾势品牌销10279辆, 同环比-1%/+124%。新车型中, 仰望品牌销1090辆, 环增40%; 方程豹销3550辆, 环增54%。

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	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q5	2023Q6	2023Q7	2023Q8	2023Q9	2023Q10	2023Q11	2023Q12	2024Q1	2024Q2	同比	环比	2024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	201,019	121,748	-36%	-39%	322,767
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	18,071	8,583	-74%	-53%	26,654
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	18,905	13,725	-40%	-27%	32,630
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	5,281	4,171	-64%	-21%	9,452
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	2,601	2,378	-58%	-9%	4,979
比亚迪海豹				1,500	14,300	23,005	28,001	34,841	40,092	43,350	44,603	50,525	36,447	13,492		-63%	49,939
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	4,327	2,247	-71%	-48%	6,574
比亚迪e2				2,095	4,723	3,572	2,550	1,760	199	1,007	1,290	1,936	700	430		-39%	1,130
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	17,362	9,197	27%	-47%	26,559
腾势D9	223	310	1,007	1,010	968	867	915	301	313	317	707	629	471	203	-35%	-57%	674
腾势N7								1,480	1,810	1,079	1,033	1,035	320	294		-8%	614
比亚迪唐	1,192	1,246	1,296	649	605	642	219	1,422	1,522	1,638	1,692	1,051	811	188	-85%	-77%	999
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	105,296	54,908	-39%	-48%	160,204
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	42,152	26,076	-42%	-38%	68,228
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	16,486	12,020	-37%	-27%	28,506
比亚迪汉	7,698	10,783	10,837	11,110	11,266	12,015	12,443	10,820	8,887	8,935	8,951	10,265	4,400	5,169	-52%	17%	9,569
比亚迪海豹	6,639	6,643	6,805	6,573	10,150	12,173	13,603	12,355	12,382	10,977	11,035	12,546	8,500	5,300	-20%	-38%	13,800
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	6,150	3,450	7,110	43%	106%	10,560
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	8,030	4,016	-43%	-50%	12,046
插混	78,826	101,025	103,419	105,103	119,489	123,489	126,322	128,459	135,710	135,590	131,228	149,424	95,715	66,840	-34%	-30%	162,555
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	1,575	774	-88%	-51%	2,349
腾势N8									1,097	358	364	402	247	85		-66%	332
豹5											626	5,086	5,203	2,310		-56%	7,513
海豹								7,444	11,488	12,011	12,103	4,020	3,200		-20%	7,220	
仰望U8										408	1,593	1,652	780			-53%	2,432

数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

出口及高端车型放量，预计 24 年销量 360-390 万辆。公司产品矩阵完备，仰望、方程豹补足高端车型。2024 年 2 月、3 月分别推出纯电性能超跑仰望 U9、新车型元 UP，年内还将推出腾势 3 款、方程豹 8 及豹 3、仰望 U7。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 30 万元以上车型高阶智驾标配，Q3 上市 20 万以上的车型高阶智驾选配，我们预计 24 年比亚迪电动车销量 360-390 万辆，同增 25%。结构来看，高端车型迅速上量，预计 24 年方程豹 10 万+、腾势 10 万+、仰望 2 万辆左右，上述三款车占比比亚迪销量比约 7%，提升 3pct，预计出口 45 万辆，同增 80%。

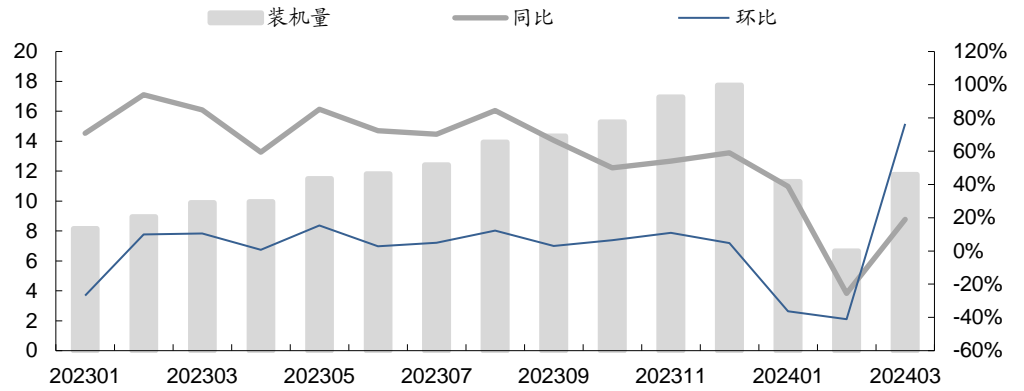
图5：2024 年比亚迪新车规划

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	2024.03.27	A0级SUV	10万级
	海狮07	2024	SUV（搭载[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	2024.02.25	纯电性能超跑	168万
	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

3月电池装机量环增 76%，预计 2024 年电池产量维持 35%-40%增速。3月动力和储能电池装机 11.76GWh，同环比+19%/+76%，24Q1 累计装机 29.74GWh。受益于全球大电站项目需求高增，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: 考虑公司高端车型持续上量, 我们维持 2024-2026 年归母净利润预期为 323/388/468 亿元, 同增 7%/20%/21%, 对应 PE 分别为 19/16/13x, 给予 24 年 28xPE, 目标价 310.52 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期、车企价格战持续。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302,121	478,856	562,891	633,522	营业总收入	602,315	706,676	822,414	912,060
货币资金及交易性金融资产	118,657	199,372	240,462	277,866	营业成本(含金融类)	480,558	570,423	664,542	736,772
经营性应收款项	69,646	101,118	117,670	130,492	税金及附加	10,350	12,143	14,132	15,672
存货	87,677	128,150	149,294	165,521	销售费用	25,211	26,854	29,607	31,010
合同资产	2,660	24,734	28,784	31,922	管理费用	13,462	14,840	16,448	17,329
其他流动资产	23,481	25,483	26,680	27,721	研发费用	39,575	44,521	50,167	53,812
非流动资产	377,426	432,412	472,324	502,077	财务费用	(1,475)	24	1,864	1,495
长期股权投资	17,647	22,647	27,647	32,647	加:其他收益	5,253	4,947	4,934	4,560
固定资产及使用权资产	240,583	280,307	304,958	324,450	投资净收益	1,635	1,413	2,056	2,280
在建工程	34,726	39,726	44,726	44,726	公允价值变动	258	0	10	10
无形资产	37,236	42,498	47,760	53,022	减值损失	(3,768)	(3,391)	(3,675)	(4,017)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	90	70	82	91
长期待摊费用	4,063	4,063	4,062	4,061	营业利润	38,103	40,910	49,061	58,896
其他非流动资产	38,744	38,744	38,744	38,744	营业外净收支	(834)	(918)	(1,010)	(1,111)
资产总计	679,548	911,268	1,035,214	1,135,599	利润总额	37,269	39,993	48,051	57,785
流动负债	453,667	651,976	738,569	794,052	减:所得税	5,925	5,999	7,208	8,668
短期借款及一年内到期的非流动负债	26,064	165,101	171,690	165,648	净利润	31,344	33,994	40,844	49,117
经营性应付款项	198,483	235,600	274,473	304,306	减:少数股东损益	1,303	1,719	2,063	2,272
合同负债	34,699	45,634	53,163	58,942	归属母公司净利润	30,041	32,275	38,781	46,846
其他流动负债	194,421	205,641	239,242	265,156	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.32	11.09	13.32	16.09
非流动负债	75,419	75,419	75,419	75,419	EBIT	34,588	37,895	47,518	57,465
长期借款	11,975	11,975	11,975	11,975	EBITDA	78,141	77,212	96,906	114,012
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.21	19.28	19.20	19.22
租赁负债	8,847	8,847	8,847	8,847	归母净利率(%)	4.99	4.57	4.72	5.14
其他非流动负债	54,597	54,597	54,597	54,597	收入增长率(%)	42.04	17.33	16.38	10.90
负债合计	529,086	727,395	813,988	869,471	归母净利润增长率(%)	80.72	7.44	20.16	20.79
归属母公司股东权益	138,810	170,502	205,793	248,423					
少数股东权益	11,652	13,371	15,433	17,705					
所有者权益合计	150,462	183,873	221,227	266,128					
负债和股东权益	679,548	911,268	1,035,214	1,135,599					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169,725	38,369	130,057	136,601	每股净资产(元)	47.68	58.57	70.69	85.34
投资活动现金流	(125,664)	(93,737)	(88,171)	(85,039)	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	12,817	136,083	(807)	(14,168)	ROIC(%)	17.08	11.36	10.31	11.28
现金净增加额	57,329	80,715	41,079	37,394	ROE-摊薄(%)	21.64	18.93	18.84	18.86
折旧和摊销	43,553	39,316	49,388	56,547	资产负债率(%)	77.86	79.82	78.63	76.56
资本开支	(121,623)	(90,148)	(85,227)	(82,319)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.55	19.12	15.91	13.18
营运资本变动	92,770	(40,139)	33,384	24,281	P/B (现价)	4.45	3.62	3.00	2.48

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>