



# 比亚迪 (002594.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 比亚迪秦 L/海豹 06 DM-i 发布：定价大超预期，龙头地位稳固

### 公司事件：

5月28日晚，比亚迪召开发布会，正式发布比亚迪 DM-i 5.0 技术，及比亚迪秦 L/海豹 06 DM-i 两款新车，定价超预期：

**1、DM-i 5.0 技术：**搭载 1.5L 插混专用发动机，功率 74kw，热效率提升至 46.06% 全球最高，并配备插混专用功率型刀片电池，能量密度 115wh/kg，带电量分别为 10.08/15.87kwh。NEDC 亏电油耗 2.9L/100km，CLTC 电耗 10.7kwh/100km，百公里加速 7.5s，满油满电情形下续航 2100km，实测最长超 2500km。

DM-i 5.0 体现插混技术新趋势：相较 DM-i 4.0，新技术发动机进一步轻量化，功率降低但通过提高压缩比实现热效率的突破；峰值扭矩降低但电机功率提升；同时，油箱容量从 48L 提升至 65L。

**2、新车型：**其中，秦 L 车身尺寸 4830/1900/1495mm，轴距 2790mm，均高于秦 PLUS；海豹 06 DM-i 车身尺寸 4770/1900/1660mm，轴距 2810mm。两款新车纯电续航均为 80-120km，定价均为 9.98-13.98 万元，定价大超预期。

### 事件点评：

**1、公司优势地位愈发稳固。**本次新车定价超预期，凸显公司优秀的成本控制能力。目前比亚迪在中低端市场表现强势，2月降价后公司定价权凸显，3/4月销量连续破 30 万。

我们认为，新车主要竞争对手为五菱星光 PHEV/长安启源 A07/吉利银河 L6 等；油车则主要为日产轩逸/大众朗逸/丰田卡罗拉等。新车定价/尺寸/空间/智能化相对传统油车/电车竞品均占优，将成下一代爆款，进一步巩固公司在细分市场中的优势地位。

**2、新车周期引领车型结构优化，毛利有望持续改善。**2月起秦 PLUS 等荣耀版新车上市，降价后公司在部分价格带出现空缺，本次秦 L/海豹 06 DM-i 上市开启了公司在中低端市场的新一轮新车周期，填补原有价格区间，引领公司单车 ASP 及毛利率持续向上。

**3、展望 24 年，公司仍将保持强势。**1) 公司正处新车周期，腾势/仰望/方程豹新车在北京车展亮相，将带动公司持续冲击高端市场，伴随规模效应提升&车型结构优化，公司净利在 Q2-Q3 有望迎来拐点。2) 公司海外表现强势，24 年新进入墨西哥市场，在泰国/巴西/以色列等国持续放量，24 年出口存在超预期可能。伴随车型供给增加&海外工厂投产，26 年起在海外有望大规模放量。目前海外车企电动化实力薄弱，公司海外市场空间广阔。

### 盈利预测、估值和评级

比亚迪作为全球电车龙头，24 年公司产品周期向上、海外市场加速、智能化厚积薄发，规模效应下成本优势明显。结合公司新车周期及出海战略的持续推进，我们维持公司 24-26 年净利 355.3/440.6/530.9 亿元的预测，对应 18.1/14.6/12.1 倍 PE。维持“买入”评级。

### 风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

### 汽车组

分析师：陈传红 (执业 S1130522030001)

chenchuanhong@gjzq.com.cn

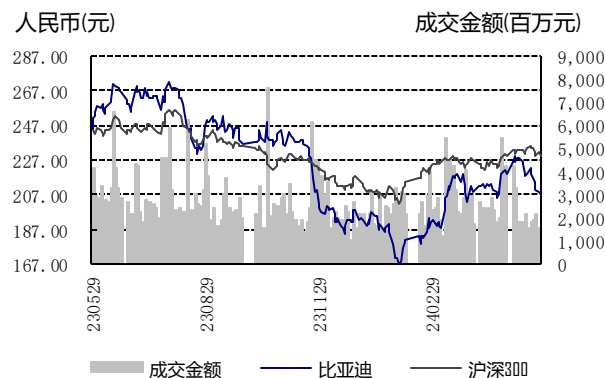
分析师：苏晨 (执业 S1130522010001)

suchen@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：207.38 元

### 相关报告：

- 《比亚迪 24Q1 业绩点评：价格战下经营强势，毛利水平超预期》，2024.4.30
- 《比亚迪 23 年财报点评：新车周期&国际化带动公司跨越式发展》，2024.3.27
- 《比亚迪三季报点评：23Q3 业绩超预期，盈利能力大幅提升》，2023.10.31



### 公司基本情况 (人民币)

| 项目             | 2022    | 2023    | 2024E   | 2025E   | 2026E     |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业收入(百万元)      | 424,061 | 602,315 | 739,541 | 875,308 | 1,005,176 |
| 营业收入增长率        | 96.20%  | 42.04%  | 22.78%  | 18.36%  | 14.84%    |
| 归母净利润(百万元)     | 16,622  | 30,041  | 35,525  | 44,063  | 53,090    |
| 归母净利润增长率       | 445.86% | 80.72%  | 18.26%  | 24.03%  | 20.49%    |
| 摊薄每股收益(元)      | 5.710   | 10.319  | 12.203  | 15.136  | 18.237    |
| 每股经营性现金流净额     | 48.38   | 58.30   | 60.56   | 65.35   | 70.31     |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 14.97%  | 21.64%  | 24.78%  | 27.40%  | 26.13%    |
| P/E            | 45.00   | 19.19   | 18.14   | 14.63   | 12.14     |
| P/B            | 6.74    | 4.17    | 4.50    | 4.01    | 3.17      |

来源：比亚迪年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|                   | 2021           | 2022           | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E            |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|
| <b>主营业务收入</b>     | <b>216,142</b> | <b>424,061</b> | <b>602,315</b> | <b>739,541</b> | <b>875,308</b> | <b>1,005,176</b> |
| 增长率               | 38.0%          | 96.2%          | 42.0%          | 22.8%          | 18.4%          | 14.8%            |
| 主营业务成本            | -187,998       | -351,816       | -480,558       | -596,851       | -701,476       | -804,493         |
| %销售收入             | 87.0%          | 83.0%          | 79.8%          | 80.7%          | 80.1%          | 80.0%            |
| 毛利                | 28,145         | 72,245         | 121,757        | 142,690        | 173,832        | 200,683          |
| %销售收入             | 13.0%          | 17.0%          | 20.2%          | 19.3%          | 19.9%          | 20.0%            |
| 营业税金及附加           | -3,035         | -7,267         | -10,350        | -12,572        | -14,880        | -17,088          |
| %销售收入             | 1.4%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%           | 1.7%             |
| 营业费用              | -6,082         | -15,061        | -25,211        | -30,321        | -35,888        | -41,212          |
| %销售收入             | 2.8%           | 3.6%           | 4.2%           | 4.1%           | 4.1%           | 4.1%             |
| 管理费用              | -5,710         | -10,007        | -13,462        | -15,530        | -22,809        | -20,104          |
| %销售收入             | 2.6%           | 2.4%           | 2.2%           | 2.1%           | 2.0%           | 2.0%             |
| 研发费用              | -7,991         | -18,654        | -39,575        | -46,591        | -53,394        | -65,336          |
| %销售收入             | 3.7%           | 4.4%           | 6.6%           | 6.3%           | 6.1%           | 6.5%             |
| 息税前利润 (EBIT)      | 5,327          | 21,255         | 33,159         | 37,675         | 46,862         | 56,943           |
| %销售收入             | 2.5%           | 5.0%           | 5.5%           | 5.1%           | 5.4%           | 5.7%             |
| 财务费用              | -1,787         | 1,618          | -2,251         | 1,479          | 1,751          | 2,010            |
| %销售收入             | 0.8%           | -0.4%          | 0.4%           | -0.2%          | -0.2%          | -0.2%            |
| 资产减值损失            | -1,246         | -2,376         | -2,188         | -3,000         | -2,700         | -2,700           |
| 公允价值变动收益          | 47             | 126            | 258            | 300            | 350            | 400              |
| 投资收益              | -146           | -815           | 1,635          | 2,500          | 2,500          | 2,500            |
| %税前利润             | n.a            | n.a            | 4.4%           | 5.7%           | 4.6%           | 3.8%             |
| 营业利润              | 4,632          | 21,542         | 38,103         | 44,654         | 54,912         | 65,753           |
| 营业利润率             | 2.1%           | 5.1%           | 6.3%           | 6.0%           | 6.3%           | 6.5%             |
| 营业外收支             | -114           | -462           | -834           | -800           | -800           | -800             |
| 税前利润              | 4,518          | 21,080         | 37,269         | 43,854         | 54,112         | 64,953           |
| 利润率               | 2.1%           | 5.0%           | 6.2%           | 5.9%           | 6.2%           | 6.5%             |
| 所得税               | -551           | -3,367         | -5,925         | -6,929         | -8,550         | -10,263          |
| 所得税率              | 12.2%          | 16.0%          | 15.9%          | 15.8%          | 15.8%          | 15.8%            |
| 净利润               | 3,967          | 17,713         | 31,344         | 36,925         | 45,563         | 54,690           |
| 少数股东损益            | 922            | 1,091          | 1,303          | 1,400          | 1,500          | 1,600            |
| <b>归属于母公司的净利润</b> | <b>3,045</b>   | <b>16,622</b>  | <b>30,041</b>  | <b>35,525</b>  | <b>44,063</b>  | <b>53,090</b>    |
| 净利率               | 1.4%           | 3.9%           | 5.0%           | 4.8%           | 5.0%           | 5.3%             |

资产负债表 (人民币百万元)

|                 | 2021           | 2022           | 2023           | 2024E          | 2025E          | 2026E          |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金            | 50,457         | 51,471         | 109,094        | 141,823        | 184,370        | 239,680        |
| 应收款项            | 46,405         | 53,633         | 61,866         | 105,581        | 129,609        | 137,535        |
| 存货              | 43,355         | 79,107         | 87,677         | 98,113         | 109,545        | 121,225        |
| 其他流动资产          | 25,893         | 56,592         | 13,215         | 54,593         | 62,191         | 71,300         |
| 流动资产            | 166,110        | 240,804        | 302,121        | 400,109        | 485,715        | 569,740        |
| %总资产            | 56.2%          | 48.8%          | 44.5%          | 56.3%          | 59.5%          | 59.9%          |
| 长期投资            | 12,310         | 23,255         | 17,647         | 24,805         | 25,305         | 25,805         |
| 固定资产            | 81,499         | 176,502        | 230,904        | 193,880        | 228,880        | 303,080        |
| %总资产            | 27.6%          | 35.7%          | 34.0%          | 27.3%          | 28.0%          | 31.9%          |
| 无形资产            | 19,853         | 25,431         | 37,236         | 24,272         | 24,464         | 24,656         |
| 非流动资产           | 129,670        | 253,057        | 377,426        | 310,529        | 330,384        | 381,215        |
| %总资产            | 43.8%          | 51.2%          | 55.5%          | 43.7%          | 40.5%          | 40.1%          |
| <b>资产总计</b>     | <b>295,780</b> | <b>493,861</b> | <b>679,548</b> | <b>710,639</b> | <b>816,099</b> | <b>950,955</b> |
| 短期借款            | 23,188         | 11,618         | 18,323         | 23,684         | 23,684         | 23,684         |
| 应付款项            | 121,840        | 265,890        | 394,101        | 405,423        | 473,897        | 546,908        |
| 其他流动负债          | 26,276         | 55,837         | 41,242         | 55,033         | 62,836         | 70,467         |
| 流动负债            | 171,304        | 333,345        | 453,667        | 484,140        | 560,416        | 641,059        |
| 长期贷款            | 8,744          | 7,594          | 8,847          | 14,094         | 16,587         | 22,974         |
| 其他长期负债          | 11,488         | 31,533         | 66,572         | 56,036         | 63,890         | 67,938         |
| 负债              | 191,536        | 372,471        | 529,086        | 554,270        | 640,893        | 731,972        |
| <b>普通股股东权益</b>  | <b>95,070</b>  | <b>111,029</b> | <b>138,810</b> | <b>143,358</b> | <b>160,796</b> | <b>203,173</b> |
| 其中：股本           | 2,911          | 2,911          | 2,911          | 2,911          | 2,911          | 2,911          |
| 未分配利润           | 26,456         | 40,943         | 67,124         | 71,474         | 88,912         | 131,289        |
| 少数股东权益          | 9,175          | 10,361         | 11,652         | 13,011         | 14,411         | 15,811         |
| <b>负债股东权益合计</b> | <b>295,780</b> | <b>493,861</b> | <b>679,548</b> | <b>710,639</b> | <b>816,099</b> | <b>950,955</b> |

比率分析

|               | 2021    | 2022    | 2023   | 2024E   | 2025E   | 2026E   |
|---------------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>每股指标</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 每股收益          | 1.046   | 5.710   | 10.319 | 12.203  | 15.136  | 18.237  |
| 每股净资产         | 32.657  | 38.139  | 47.682 | 49.244  | 55.235  | 69.791  |
| 每股经营现金净流      | 22.488  | 48.379  | 58.302 | 60.561  | 65.352  | 70.312  |
| 每股股利          | 0.105   | 0.575   | 1.039  | 1.239   | 1.536   | 1.850   |
| <b>回报率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 净资产收益率        | 3.20%   | 14.97%  | 21.64% | 24.78%  | 27.40%  | 26.13%  |
| 总资产收益率        | 1.03%   | 3.37%   | 4.42%  | 5.00%   | 5.40%   | 5.58%   |
| 投入资本收益率       | 3.37%   | 12.52%  | 14.99% | 17.45%  | 20.73%  | 23.44%  |
| <b>增长率</b>    |         |         |        |         |         |         |
| 主营业务收入增长率     | 38.02%  | 96.20%  | 42.04% | 22.78%  | 18.36%  | 14.84%  |
| EBIT 增长率      | -53.07% | 299.01% | 56.00% | 13.62%  | 24.38%  | 21.51%  |
| 净利润增长率        | -28.08% | 445.86% | 76.95% | 18.26%  | 24.03%  | 20.49%  |
| 总资产增长率        | 47.14%  | 66.97%  | 37.60% | 4.58%   | 14.84%  | 16.52%  |
| <b>资产管理能力</b> |         |         |        |         |         |         |
| 应收账款周转天数      | 65.4    | 32.3    | 59.0   | 34.0    | 35.0    | 36.0    |
| 存货周转天数        | 72.6    | 63.5    | 75.0   | 60.0    | 57.0    | 55.0    |
| 应付账款周转天数      | 112.7   | 110.8   | 112.0  | 120.0   | 120.0   | 120.0   |
| 固定资产周转天数      | 103.4   | 113.5   | 76.6   | 65.1    | 52.5    | 53.9    |
| <b>偿债能力</b>   |         |         |        |         |         |         |
| 净负债/股东权益      | -21.19% | -43.57% | 0.58%  | -11.53% | -14.63% | -17.79% |
| EBIT 利息保障倍数   | 3.0     | -13.1   | -15.2  | -10.9   | -34.5   | 13.7    |
| 资产负债率         | 64.76%  | 75.42%  | 77.86% | 78.00%  | 78.53%  | 76.97%  |

来源：比亚迪年报、国金证券研究所



**投资评级的说明：**

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                                | 北京                               | 深圳                                     |
|-----------------------------------|----------------------------------|--|
| 电话：021-80234211                   | 电话：010-85950438                  | 电话：0755-86695353                       |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn         | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn        | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn              |
| 邮编：201204                         | 邮编：100005                        | 邮编：518000                              |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号<br>紫竹国际大厦 5 楼 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号<br>新闻大厦 8 层南侧 | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心<br>18 楼 1806 |



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究