

汽车	收盘价 港元 226.00	目标价 港元 306.48	潜在涨幅 +35.6%
----	------------------	------------------	----------------

2024 年 8 月 29 日

比亚迪股份 (1211 HK)

2Q24 汽车毛利率低于预期，DM5.0 放量和海外收入增长有望改善

④ 汽车毛利率低于预期，但费用控制推动净利润环比回升。比亚迪 2Q24 归母净利润同/环比+32.8%/+98.4%至 90.6 亿元（人民币，下同），扣非净利润 85.6 亿元，同/环比+39.7%/+128.2%。2Q24 收入 1761.8 亿元，同/环比+25.9%/+41.0%；其中汽车及电池业务收入 1340.8 亿元，同/环比+21.7%/+51.6%。我们估算 2Q24 ASP 约 13.5 万元，环比-4.0%。毛利率方面，2Q24 毛利率 18.7%，低于我们和市场预期，环比-3.2 个百分点，主要因为汽车业务毛利率下滑较大。其中汽车业务毛利率从 1Q24 的 28.1% 下滑到 2Q24 22.4%，我们认为主要是受产品结构高端化进程受阻和 2Q24 出口比例较低所影响，同时 DM5.0 车型受制于上市时间和销量爬坡，尚未充分体现在 2Q24 上。费用率方面，2Q24 销售/管理/研发支出环比分别+10.4%/+4.2%/-15.1%，支出较为克制，三项费用共占收入比例由 1Q24 的 17% 下降至 2Q24 的 11.6%，费用控制带来净利润环比回升。

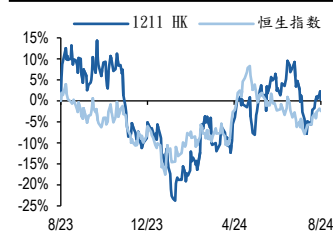
④ 海外收入增长随着新建产能开始投产，预计下半年和明年将会加快。2Q24 比亚迪出口销量占比相比 1Q24 环比降 2.2 个百分点至 19%，7 月出口占比降至 17.9%。我们认为主要是受欧盟关税政策影响和比亚迪自身出海布局有关。今年比亚迪海外产能投产约 30 万辆，其中包括泰国、巴西和乌兹别克斯坦等国家。2H24 海外收入将会加快。比亚迪今年海外销量目标为 50 万辆，管理层最近也表示海外市场将成为未来销售增长的重要引擎，随着海外本土化生产落地，预计未来近一半销售将源自海外。

④ 维持买入，下半年 DM5.0 放量和海外收入加快。虽然 2Q24 汽车业务毛利率低于预期，但我们认为还没有反映 DM5.0 车型的上量，同时 1H24 受产品结构高端化进程受阻和 2Q24 出口比例较低所影响。展望 2H24，随着 DM5.0 车型的规模上量，和海外收入比例的回升，有望支持盈利按季改善。我们维持买入评级，目标价维持 306.48 港元。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	257.40
52周低位 (港元)	171.70
市值 (百万港元)	549,062.01
日均成交量 (百万)	4.85
年初至今变化 (%)	5.41
200天平均价 (港元)	217.08

资料来源: FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	424,061	602,315	764,807	905,383	1,056,896
同比增长 (%)	96.2	42.0	27.0	18.4	16.7
净利润 (百万人民币)	16,622	30,041	36,063	43,896	52,308
每股盈利 (人民币)	7.38	13.33	16.01	19.48	23.22
同比增长 (%)	445.9	80.7	20.0	21.7	19.2
市盈率 (倍)	28.0	15.5	12.9	10.6	8.9
每股账面净值 (人民币)	49.28	61.61	78.46	98.97	123.41
市账率 (倍)	4.19	3.35	2.63	2.09	1.67
股息率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 比亚迪业绩概览

百万人民币	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	环比	同比	1H23	1H24	半年同比
营业收入	120,174	139,951	162,151	180,041	124,944	176,182	41.0%	25.9%	260,124	301,127	15.8%
成本	(98,707)	(113,745)	(126,275)	(141,832)	(97,603)	(143,257)	46.8%	25.9%	(212,452)	(240,860)	13.4%
毛利	21,467	26,206	35,876	38,209	27,341	32,926	20.4%	25.6%	47,673	60,267	26.4%
税金及附加	(2,245)	(2,404)	(2,847)	(2,854)	(2,141)	(3,153)	47.3%	31.2%	(4,648)	(5,294)	13.9%
销售费用	(4,648)	(6,190)	(6,389)	(7,984)	(6,804)	(7,513)	10.4%	21.4%	(10,838)	(14,317)	32.1%
管理费用	(3,366)	(3,453)	(3,462)	(3,182)	(3,769)	(3,926)	4.2%	13.7%	(6,819)	(7,695)	12.9%
研发费用	(6,238)	(7,597)	(11,104)	(14,637)	(10,611)	(9,010)	-15.1%	18.6%	(13,835)	(19,621)	41.8%
财务费用	(6)	1,109	169	203	194	(263)	-235.6%	-123.7%	1,103	(69)	-106.3%
其他收益	688	1,170	962	2,434	1,796	3,028	68.6%	158.8%	1,858	4,824	159.7%
投资收益	245	345	384	660	622	587	-5.6%	70.1%	591	1,209	104.7%
公允价值变动收益	81	6	180	(9)	143	205	43.6%	3186.2%	87	348	300.2%
资产减值损失	(492)	(413)	(500)	(783)	(643)	(888)	38.2%	115.2%	(905)	(1,531)	69.1%
信用减值损失	(230)	(381)	(411)	(558)	(326)	(463)	41.9%	21.6%	(611)	(790)	29.3%
资产处置收益	42	34	47	(33)	(4)	(4)	-4.1%	-112.2%	76	(8)	-111.1%
营业利润	5,299	8,433	12,906	11,466	5,798	11,525	98.8%	36.7%	13,731	17,323	26.2%
营业外收入	142	164	183	222	247	229	-7.5%	39.5%	306	477	55.7%
营业外支出	(223)	(414)	(423)	(485)	(329)	(243)	-26.0%	-41.3%	(637)	(572)	-10.3%
税前利润	5,217	8,183	12,665	11,203	5,717	11,511	101.3%	40.7%	13,400	17,228	28.6%
所得税费用	(847)	(1,113)	(1,779)	(2,186)	(946)	(2,168)	129.1%	94.8%	(1,960)	(3,115)	58.9%
净利润	4,370	7,070	10,887	9,018	4,771	9,342	95.8%	32.1%	11,440	14,113	23.4%
少数股东损益	(240)	(246)	(474)	(344)	(202)	(280)	38.5%	13.9%	(486)	(482)	-0.7%
归母净利润	4,130	6,824	10,413	8,674	4,569	9,062	98.4%	32.8%	10,954	13,631	24.4%
扣非归母净利润	3,565	6,130	9,654	9,114	3,752	8,563	128.2%	39.7%	9,695	12,315	27.0%
费用率											
销售费用	3.9%	4.4%	3.9%	4.4%	5.4%	4.3%			4.2%	4.8%	
管理费用	2.8%	2.5%	2.1%	1.8%	3.0%	2.2%			2.6%	2.6%	
研发费用	5.2%	5.4%	6.8%	8.1%	8.5%	5.1%			5.3%	6.5%	
利润率											
毛利	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	18.7%			18.3%	20.0%	
营业利润	4.4%	6.0%	8.0%	6.4%	4.6%	6.5%			5.3%	5.8%	
归母净利润	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%	5.1%			4.2%	4.5%	
扣非归母净利润	3.0%	4.4%	6.0%	5.1%	3.0%	4.9%			3.7%	4.1%	

资料来源: 公司资料

图表 2: 比亚迪股份 (1211 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际汽车行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
1585 HK	雅迪控股	买入	10.22	13.55	32.5%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	46.10	51.47	11.7%	2024 年 08 月 07 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.85	6.24	-8.9%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	19.58	26.49	35.3%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.80	18.60	57.6%	2024 年 03 月 14 日	重卡
9868 HK	小鹏汽车	买入	30.95	39.29	26.9%	2024 年 08 月 27 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	10.36	16.30	57.3%	2024 年 07 月 11 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	81.05	120.34	48.5%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	31.60	59.88	89.5%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
1211 HK	比亚迪股份	买入	226.00	306.48	35.6%	2024 年 03 月 27 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	8.58	12.50	45.7%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.45	3.34	36.3%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 8 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	424,061	602,315	764,807	905,383	1,056,896
主营业务成本	(351,816)	(480,558)	(614,566)	(726,017)	(846,178)
毛利	72,245	121,757	150,241	179,366	210,717
销售及管理费用	(25,068)	(38,673)	(48,948)	(57,945)	(67,641)
研发费用	(18,654)	(39,575)	(42,064)	(49,796)	(58,129)
其他经营净收入/费用	(5,546)	(5,096)	(10,847)	(12,841)	(14,990)
经营利润	22,976	38,413	48,382	58,785	69,957
财务成本净额	1,618	1,475	1,873	2,217	2,588
应占联营公司利润及亏损	(792)	1,635	765	905	1,057
其他非经营净收入/费用	(2,723)	(4,254)	(5,844)	(6,918)	(8,076)
税前利润	21,080	37,269	45,176	54,989	65,526
税费	(3,367)	(5,925)	(7,215)	(8,782)	(10,465)
非控股权益	(1,091)	(1,303)	(1,898)	(2,310)	(2,753)
净利润	16,622	30,041	36,063	43,896	52,308
作每股收益计算的净利润	16,622	30,041	36,063	43,896	52,308

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51,471	109,094	128,279	170,935	229,208
有价证券	20,627	9,563	9,563	9,563	9,563
应收账款及票据	48,962	66,839	67,834	79,388	94,737
存货	79,107	87,677	106,646	125,987	146,839
其他流动资产	40,636	28,948	29,609	30,303	31,031
总流动资产	240,804	302,121	341,931	416,176	511,378
物业、厂房及设备	131,880	230,904	259,291	281,616	298,144
无形资产	25,431	46,267	46,681	47,099	47,522
合资企业/联营公司投资	15,485	17,647	18,530	19,456	20,429
长期应收收入	1,119	8,238	8,650	9,083	9,537
其他长期资产	79,142	74,370	74,636	74,916	75,209
总长期资产	253,057	377,426	407,788	432,170	450,841
总资产	493,861	679,548	749,720	848,346	962,219
短期贷款	5,153	18,323	19,386	20,510	21,700
应付账款	143,766	198,483	218,886	258,581	303,697
其他短期负债	184,426	236,860	245,109	253,770	262,864
总流动负债	333,345	453,667	483,381	532,862	588,261
长期贷款	7,594	11,975	12,574	13,203	13,863
其他长期负债	31,533	63,444	63,444	63,444	63,444
总长期负债	39,126	75,419	76,018	76,646	77,306
总负债	372,471	529,086	559,399	609,508	665,567
股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
储备及其他资本项目	108,118	135,899	173,860	220,066	275,127
股东权益	111,029	138,810	176,771	222,977	278,038
非控股权益	10,361	11,652	13,550	15,860	18,613
总权益	121,390	150,462	190,321	238,838	296,652

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	17,713	31,344	37,961	46,207	55,061
折旧及摊销	19,704	41,890	27,840	31,934	35,897
营运资本变动	98,618	89,459	8,275	17,029	17,555
其他经营活动现金流	4,802	7,032	(661)	(694)	(728)
经营活动现金流	140,838	169,725	73,416	94,476	107,785
资本开支	(108,030)	(124,178)	(55,626)	(53,293)	(51,067)
投资活动	36,450	12,598	1,296	1,345	1,396
其他投资活动现金流	(49,016)	(14,083)	(1,562)	(1,624)	(1,689)
投资活动现金流	(120,596)	(125,664)	(55,893)	(53,573)	(51,361)
负债净变动	(16,413)	18,073	1,662	1,753	1,850
其他融资活动现金流	(3,076)	(5,256)	0	0	0
融资活动现金流	(19,489)	12,817	1,662	1,753	1,850
汇率收益/损失	610	451	0	0	0
年初现金	49,820	51,182	109,094	128,279	170,935
年末现金	51,471	109,094	128,279	170,935	229,208

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	7.378	13.333	16.006	19.483	23.216
全面摊薄每股收益	7.378	13.333	16.006	19.483	23.216
每股股息	0.114	0.310	0.288	0.350	0.417
每股账面值	49.280	61.610	78.458	98.967	123.405
利润率分析(%)					
毛利率	17.0	20.2	19.6	19.8	19.9
EBIT利润率	5.3	6.3	6.1	6.2	6.4
净利率	3.9	5.0	4.7	4.8	4.9
盈利能力(%)					
ROA	4.2	5.1	5.0	5.5	5.8
ROE	14.7	22.1	21.2	20.5	19.5
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	0.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。