

比亚迪 (002594.SZ)

销量持续攀升，二季度单车利润逆势增长

优于大市

核心观点

销量持续攀升，二季度净利润同比增长33%。比亚迪24Q2实现营收1762亿元，同比+25.9%，环比+41%，Q2比亚迪汽车销量98.7万辆，同比+40%，环比+58%，其中出口销量10.6万辆，同比+198%，环比+3%（出口占比10.7%，同比+5.6pct，环比-5.7pct），归母净利润90.6亿元，同比+32.8%，环比+98.3%，扣非净利润85.6亿元，同比+39.7%，环比+128.2%。整体来看，得益于公司销量的提升以及费用端的管控，公司业绩持续释放。

费用管控叠加规模效应释放，单车净利润环比提升。24Q2公司毛利率18.7%，同比持平，环比-3.2pct（主要系荣耀版车型推出+高端与出口车型占比降低所致）；费用率层面，24Q2比亚迪销售费率4.3%，同比-0.2pct，环比-1.2pct；管理费率2.2%，环比-0.2pct，环比-0.8pct；研发费率5.1%，同比-0.3pct，环比-3.4pct（预计主要系今年Q1多款新车上市拉高研发费用）；整体看，三费率合计11.6%，同比-0.7pct，环比-5.3pct，费用管控能力凸显。剔除电影影响后，测算24Q2公司ASP为13.6万元，同比-2.1万元，环比-0.5万元，单车归母0.86万元，同比-2%，环比+29%（24Q1为0.67万元），单车扣非0.81万元，同比+4%，环比+51%；可大概拆解Q2单车利润环比提升驱动因素：1）荣耀版+产品结构变化拉低ASP；2）毛利率环比下滑；3）单车三费降低；3）其他因素：减值略增、政府补贴略增等因素；比亚迪24Q2经营性现金流净额39.5亿元，同环比有所下滑，主要系库存商品增多影响。

展望后市，荣耀+DM5.0战术稳定基本盘，高端化+出口战略持续推进。1) **基本盘：**2024年以来公司施行下沉（荣耀版车型）+DM5新品战术，销量基本盘有望稳中有升；**高端化方面，**腾势（Z9&Z9 GT上市），方程豹（豹8搭载华为智驾）后续均有重点产品推出；同时公司加大对汽车智能化的投入；**出海方面：**23年公司出口25.2万辆，同比+458%，2024年1-7月累计出口23.3万辆，同比+152.5%；**盈利能力层面：**出口及高端化车型占比提升+基本盘稳固保障规模效应+供应链降本，公司盈利能力有望持续提升。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

投资建议：全球电动车龙头，维持“优于大市”评级。

看好比亚迪基盘业务稳定成长，以及公司高端、出海进程提速，考虑到国内汽车行业竞争逐步加剧，下调盈利预测，预计24/25/26年归母净利润分别为378/465/559亿元（原382/503/620亿元），EPS为13.00/15.98/19.20元（13.13/17.27/21.28元），维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	757,835	907,886	1,054,963
(+/-%)	96.2%	42.0%	25.8%	19.8%	16.2%
净利润(百万元)	16622	30041	37844	46528	55898
(+/-%)	445.9%	80.7%	26.0%	22.9%	20.1%
每股收益(元)	5.71	10.32	13.00	15.98	19.20
EBIT Margin	5.0%	5.5%	5.5%	5.6%	5.8%
净资产收益率 (ROE)	14.97%	21.64%	22.07%	21.98%	21.51%
市盈率 (PE)	41.5	23.0	18.2	14.8	12.3
EV/EBITDA	25.9	16.2	20.0	18.4	17.1
市净率 (PB)	6.21	4.97	4.02	3.26	2.65

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

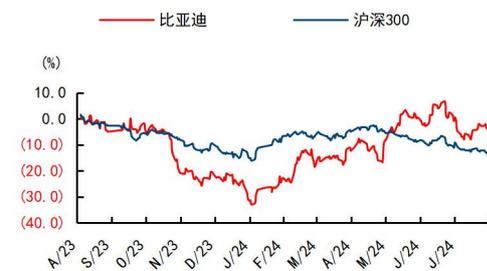
证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

证券分析师：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn
S0980524070005

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	236.85元
总市值/流通市值	689060/535389百万元
52周最高价/最低价	270.10/162.77元
近3个月日均成交额	3065.90百万元

市场走势



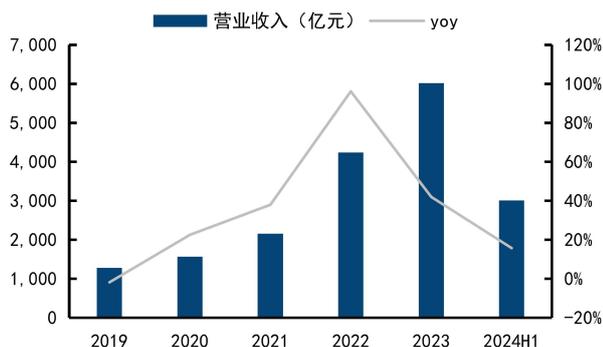
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《比亚迪(002594.SZ)-规模化、全球化、高端化，电车龙头进入新上行周期》——2024-07-10
- 《比亚迪(002594.SZ)-一季度毛利率环比提升，出海与高端化进程持续推进》——2024-05-04
- 《比亚迪(002594.SZ)-2023年净利润同比增长81%，出口与高端化打开新空间》——2024-03-31
- 《比亚迪(002594.SZ)-前三季度归母净利润同比增长129%，品牌高端化及出口贡献增量》——2023-11-03
- 《比亚迪(002594.SZ)-业绩稳健增长，品牌高端化布局持续推进》——2023-08-30

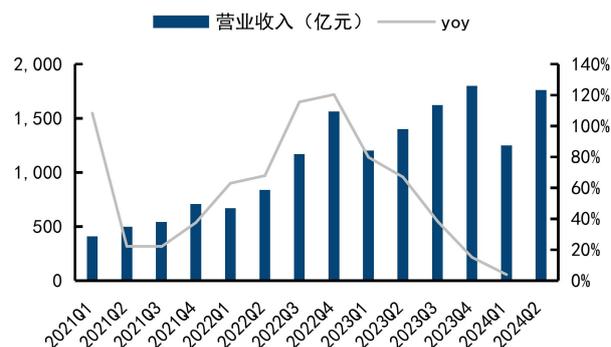
比亚迪 24Q2 实现营收 1762 亿元,同比+25.9%,环比+41%,Q2 比亚迪汽车销量 98.7 万辆,同比+40%,环比+58%,其中出口销量 10.6 万辆,同比+198%,环比+3% (出口占比 10.7%,同比+5.6pct,环比-5.7pct),归母净利润 90.6 亿元,同比+32.8%,环比+98.3%,扣非净利润 85.6 亿元,同比+39.7%,环比+128.2%。得益于公司销量的提升以及费用端的管控,公司业绩持续释放。整体看比亚迪凭借多方位布局品牌力、持续扩大规模优势和强大产业链控本能力,二季度盈利能力优异。

图1: 比亚迪营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



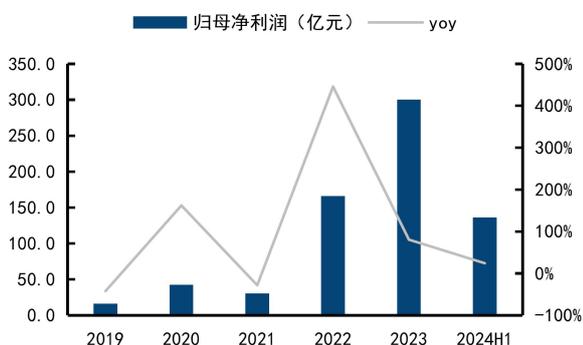
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 比亚迪单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



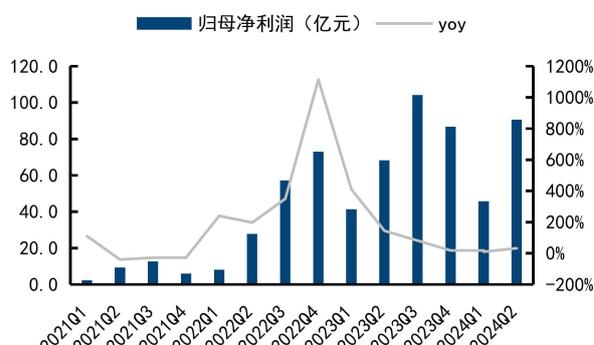
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 比亚迪归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

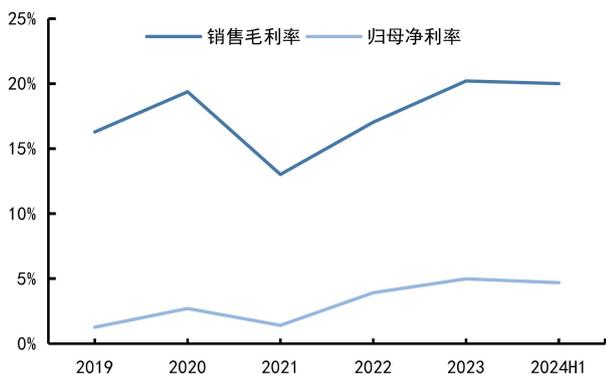
图4: 比亚迪单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

24Q2 公司毛利率 18.7%，同比持平，环比-3.2pct (主要系荣耀版低价车型推出+高端与出口车型占比降低所致)；费用率层面，24Q2 比亚迪销售费用率 4.3%，同比-0.2pct，环比-1.2pct；管理费用率 2.2%，环比-0.2pct，环比-0.8pct；研发费用 5.1%，同比-0.3pct，环比-3.4pct (预计主要系今年 Q1 多款新车上市拉高研发费用)；整体看，三费率合计 11.6%，同比-0.7pct，环比-5.3pct，费用管控能力扎实。剔除比电影响后，24Q2 公司 ASP 为 13.6 万元，同比-2.1 万元，环比-0.5 万元，单车归母 0.86 万元，同比-2%，环比+29% (24Q1 为 0.67 万元)，单车扣非 0.81 万元，同比+4%，环比+51%；可大概拆解 Q2 单车利润环比提升驱动因素：1) 荣耀版+产品结构变化拉低 ASP；2) 毛利率环比下滑；3) 单车三费降低；3) 其他因素：减值略增、政府补贴略增等因素；比亚迪 24Q2 经营性现金流净额 39.5 亿元，同环比有所下滑，主要系库存商品增多原因。

图5: 比亚迪毛利率及净利率情况 (单位: %)



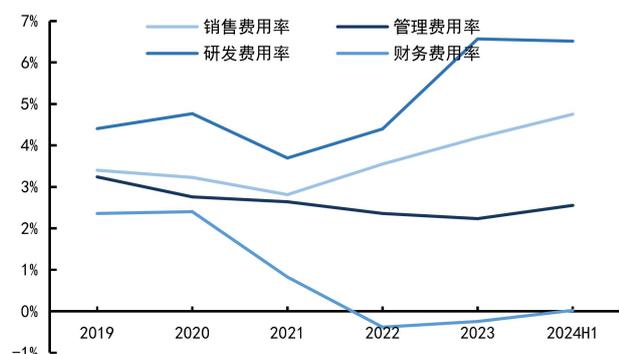
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 比亚迪单季毛利率及净利率情况 (单位: %)



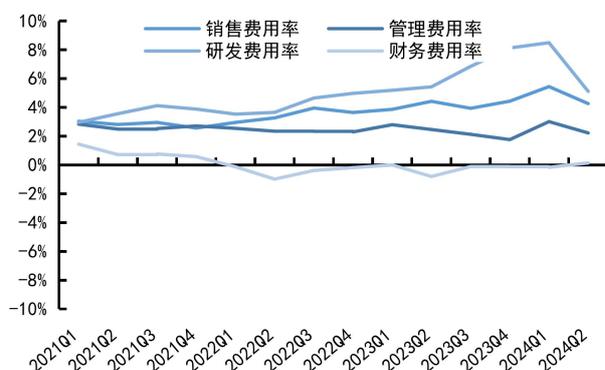
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 比亚迪四项费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 比亚迪单季四项费用率情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2024Q2 比亚迪乘用车销量 98.3 万辆, 同比+40.3%, 环比+57.4%, 其中纯电车型销量 42.6 万辆, 同比+21.0%, 环比+42.0%, 插混车型销量 55. 万辆, 同比+59.9%, 环比+71.7%, 其中出口销量 10.6 万辆, 同比+198%, 环比+3% (出口占比 10.7%, 同比+5.6pct, 环比-5.7pct)。整体看, 比亚迪凭借精准战略布局、领先的技术实力、深刻的市场洞察、全面的产业布局, 稳步推进品牌力提升及出海战略布局。

图9: 比亚迪整体汽车销量



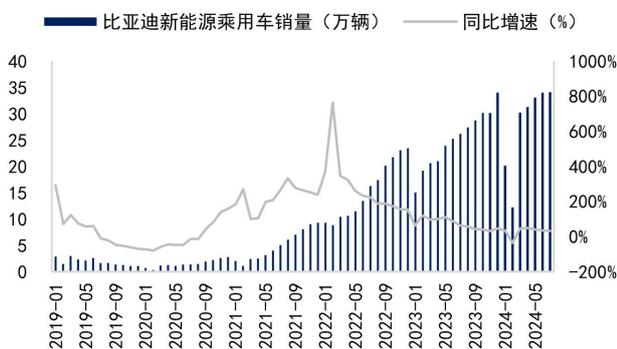
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 比亚迪整体汽车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 比亚迪新能源乘用车销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 比亚迪新能源乘用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 比亚迪纯电动乘用车销量



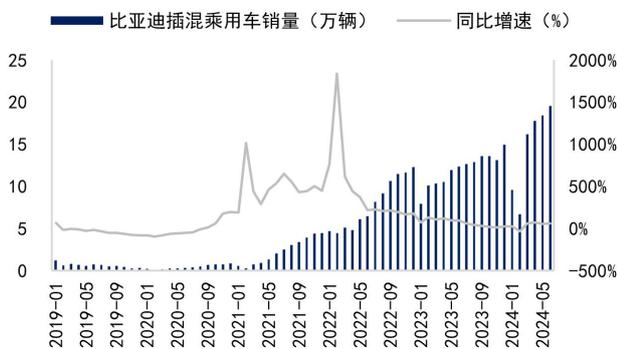
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 比亚迪纯电动乘用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 比亚迪插混乘用车销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 比亚迪插混乘用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 比亚迪新能源商用车销量



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 比亚迪新能源商用车市占率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 全球电动车龙头, 维持“优于大市”评级

从主线逻辑看, 比亚迪深度布局三电技术, 新能源汽车技术实力强、市场份额优势大, 加速开启高端化进程与品牌出海进程, 进一步提高公司的发展上限; 从支线逻辑看, 比亚迪刀片电池能量密度高、安全性能好, 外供客户不断扩展, 有望贡献业绩增量。但考虑到 2024 年以来, 行业终端竞争愈演愈烈, 多家主机厂推出降价促销策略进行稳固销量基本盘, 比亚迪也在年初推出荣耀版本车型 (海洋、王朝网等) 进行稳固基本盘销量, 下调盈利预测, 预计 24/25/26 年归母净利润分别为 378/465/559 亿元 (原 382/503/620 亿元), EPS 分布为 13.00/15.98/19.20 元 (13.13/17.27/21.28 元), 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表 (20240828)

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
601633.SH	长城汽车	优于大市	21.83	1865	0.83	1.05	1.26	26	21	17
2015.HK	理想汽车-W	无评级	81.05	1720	5.55	4.36	7.07	15	19	11
000625.SZ	长安汽车	优于大市	11.52	1142	1.14	0.92	1.18	10	13	10
601127.SH	赛力斯	优于大市	71.36	1077	-1.62	2.14	4.00		33	18
	平均							17	21	14
002594.SZ	比亚迪	优于大市	236.85	6891	10.32	13.00	15.98	23	18	15

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 理想汽车采用 wind 一致预期

风险提示: 行业销量下滑风险, 技术拓展不达预期风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51471	109094	235607	333169	466033	营业收入	424061	602315	757835	907886	1054963
应收款项	40739	64624	81310	97409	113190	营业成本	351816	480558	611516	732596	851276
存货净额	79107	87677	115841	138987	161816	营业税金及附加	7267	10350	13022	15600	18128
其他流动资产	47807	23655	29763	35656	41433	销售费用	15061	25211	31829	38131	43253
流动资产合计	240804	302121	479592	622293	799542	管理费用	10007	13462	12857	15108	17314
固定资产	176502	265630	291789	312035	328951	研发费用	18654	39575	46607	55835	63298
无形资产及其他	23223	37236	35748	34259	32771	财务费用	(1618)	(1475)	(1545)	(4407)	(7333)
投资性房地产	37846	56913	56913	56913	56913	投资收益	(792)	1635	1600	1600	50
长期股权投资	15485	17647	17647	17647	17647	资产减值及公允价值变动	1513	2446	2400	200	70
资产总计	493861	679548	881689	1043147	1235824	其他收入	(20707)	(40187)	(46607)	(55835)	(63298)
短期借款及交易性金融负债	11618	26064	26064	1200	1200	营业利润	21542	38103	47549	56823	69148
应付款项	143766	198483	262242	314639	366319	营业外净收支	(462)	(834)	(600)	900	200
其他流动负债	177961	229120	301600	361824	420704	利润总额	21080	37269	46949	57723	69348
流动负债合计	333345	453667	589906	677663	788223	所得税费用	3367	5925	7463	9176	11024
长期借款及应付债券	7594	11975	11975	11975	11975	少数股东损益	1091	1303	1642	2019	2425
其他长期负债	31533	63444	95355	127266	159177	归属于母公司净利润	16622	30041	37844	46528	55898
长期负债合计	39126	75419	107330	139241	171152	现金流量表 (百万元)					
负债合计	372471	529086	697236	816904	959375	净利润	16622	30041	37844	46528	55898
少数股东权益	10361	11652	12965	14580	16520	资产减值准备	529	802	473	163	154
股东权益	111029	138810	171487	211663	259929	折旧摊销	19704	41892	27258	31281	34489
负债和股东权益总计	493861	679548	881689	1043147	1235824	公允价值变动损失	(1513)	(2446)	(2400)	(200)	(70)
关键财务与估值指标						财务费用	(1618)	(1475)	(1545)	(4407)	(7333)
每股收益	5.71	10.32	13.00	15.98	19.20	营运资本变动	122708	111219	117665	99556	98239
每股红利	0.56	1.41	1.77	2.18	2.62	其它	455	324	840	1452	1786
每股净资产	38.14	47.68	58.91	72.71	89.29	经营活动现金流	158506	181831	181680	178780	190497
ROIC	20.72%	25%	35%	227%	-98%	资本开支	0	(130093)	(50001)	(50001)	(50001)
ROE	14.97%	22%	22%	22%	22%	其它投资现金流	(14842)	4609	0	0	0
毛利率	17%	20%	19.31%	19.31%	19.31%	投资活动现金流	(22422)	(127647)	(50001)	(50001)	(50001)
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	6%	权益性融资	610	98	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	9%	9%	9%	负债净变化	(1150)	4382	0	0	0
收入增长	96%	42%	26%	20%	16%	支付股利、利息	(1633)	(4102)	(5167)	(6353)	(7632)
净利润增长率	446%	81%	26%	23%	20%	其它融资现金流	(130113)	2781	0	(24864)	0
资产负债率	78%	80%	81%	80%	79%	融资活动现金流	(135069)	3438	(5167)	(31216)	(7632)
股息率	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.1%	现金净变动	1014	57623	126512	97563	132864
P/E	41.5	23.0	18.2	14.8	12.3	货币资金的期初余额	50457	51471	109094	235607	333169
P/B	6.2	5.0	4.0	3.3	2.7	货币资金的期末余额	51471	109094	235607	333169	466033
EV/EBITDA	25.9	16.2	20.0	18.4	17.1	企业自由现金流	0	50906	130249	123405	134614
						权益自由现金流	0	58068	131548	102248	140782

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032