

汽车	收盘价 港元 295.00	目标价 港元 379.22个	潜在涨幅 +28.5%
----	------------------	-------------------	----------------

2024年10月31日

## 比亚迪股份 (1211 HK)

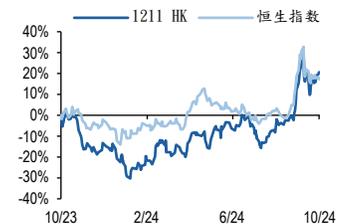
### 3Q24 汽车毛利率超预期，但三费环比高增；静待高端车型和出口贡献

- 3Q24 汽车毛利率超预期，但三费环比呈现高增。**比亚迪 3Q24 归母净利润同/环比+11.5%/+28.1%至 116.0 亿元（人民币，下同），扣非净利润 108.8 亿元，同/环比+12.7%/+27.0%。3Q24 收入 2,011.3 亿元，同/环比+24.0%/+14.2%。3Q24 毛利率 21.9%，超我们和市场预期，环比+3.2 个百分点，主要因为汽车业务毛利率环比改善明显。期内碳酸锂价格下跌，规模效应和 DMI 5.0 车型开始放量等多重因素推动下，汽车业务毛利率超预期。同时 3Q 价格更高的插混主力车型秦 L/海豹 06 的贡献，也带动 ASP 的上升。3Q24 三费支出均环比大幅增长，销售/管理/研发支出环比分别+27.8%/+20.1%/52.0%，都创历史新高，我们认为主要是由于高端化车型和智能化的支出有明显增长，以及 3Q DMI 5.0 的车型投放较多。受三费上升影响，3Q 单车净利~0.93 万元，略低于预期。
- 国内依靠垂直供应链和规模效应稳住市场份额，静待高端车型和海外贡献。**我们认为随着 4 季度旺季的到来，叠加 DMI 5.0 车型的持续放量，销量按季将持续上升至 130-150 万辆的水平（3Q24 113 万辆）。规模效应下毛利或有进一步改善空间。在明年 20 万元以下的乘用车市场，比亚迪依然会依靠垂直供应链和高毛利的优势稳住市场份额。3 季度的业绩还没看到高端车型和出口的明显贡献。3 季度只有腾势 Z9 GT 上市，而腾势 Z9 GT 在 9 月才开始交付。另外，方程豹品牌在智驾上与华为展开合作的豹 8 还未上市。出口方面，3 季度受到欧盟关税政策的影响，出口占比环比有所下滑。3 季度新进入越南、巴基斯坦、突尼斯等国家和地区。随着海外工厂陆续开始投产，海外销量有望上升。
- 维持买入，上调盈利预测和目标价。**我们上调 2024-26 年盈利预测 14%/19.4%/23.3%，主要反映较高的销量预测，和高端车型和海外销量贡献增长，带动利润率改善。根据 SOTP，目标价上调至 379.22 港元（原 306.48 港元）。维持买入。

#### 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)	319.60
52周低位 (港元)	171.70
市值 (百万港元)	1,245,854.02
日均成交量 (百万)	5.30
年初至今变化 (%)	37.59
200天平均价 (港元)	237.41

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	41,124	52,407	64,504
每股盈利 (人民币)	7.38	13.33	18.25	23.26	28.63
同比增长 (%)	445.9	80.7	36.9	27.4	23.1
前EPS预测值 (人民币)			16.01	19.48	23.22
调整幅度 (%)			14.0	19.4	23.3
市盈率 (倍)	36.6	20.3	14.8	11.6	9.4
每股账面净值 (人民币)	49.28	61.61	80.82	105.31	135.44
市账率 (倍)	5.49	4.39	3.34	2.57	2.00
股息率 (%)	0.0	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。

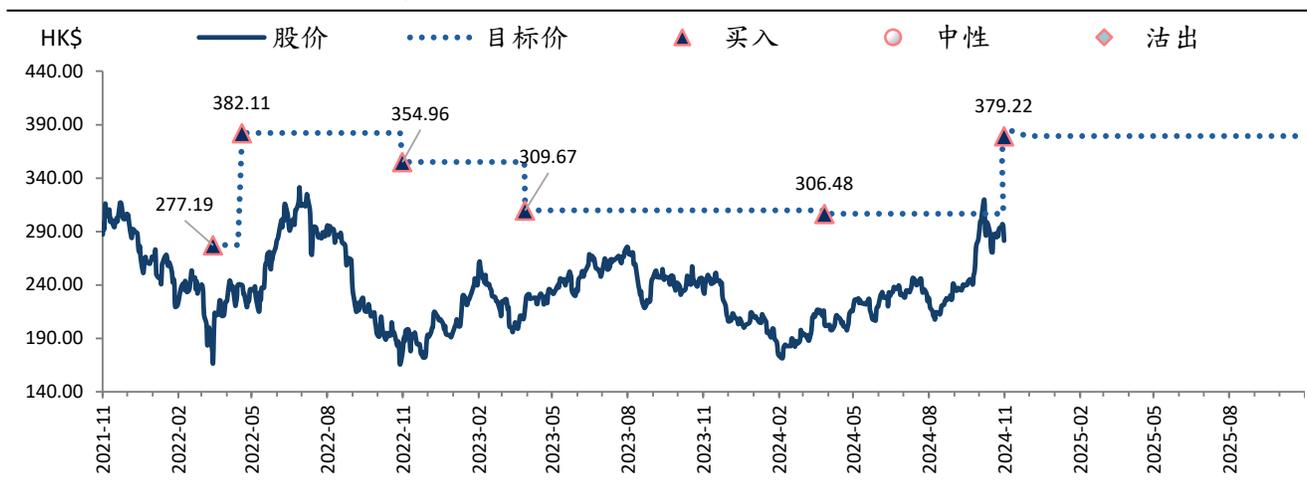
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 比亚迪 3 季度业绩

人民币百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	QoQ	YoY	9M23	9M24	YoY
营业收入	120,174	139,951	162,151	180,041	124,944	176,182	201,125	14.2%	24.0%	422,275	502,251	18.9%
营业成本	(98,707)	(113,745)	(126,275)	(141,832)	(97,603)	(143,257)	(157,094)	9.7%	24.4%	(338,727)	(397,954)	17.5%
毛利	21,467	26,206	35,876	38,209	27,341	32,926	44,031	33.7%	22.7%	83,548	104,298	24.8%
销售费用	(4,648)	(6,190)	(6,389)	(7,984)	(6,804)	(7,513)	(9,604)	27.8%	50.3%	(17,227)	(23,921)	38.9%
管理费用	(3,366)	(3,453)	(3,462)	(3,182)	(3,769)	(3,926)	(4,715)	20.1%	36.2%	(10,280)	(12,409)	20.7%
研发费用	(6,238)	(7,597)	(11,104)	(14,637)	(10,611)	(9,010)	(13,698)	52.0%	23.4%	(24,938)	(33,319)	33.6%
财务费用	(6)	1,109	169	203	194	(263)	(958)	264.4%	-666.7%	1,272	(1,027)	-180.7%
税金及附加	(2,245)	(2,404)	(2,847)	(2,854)	(2,141)	(3,153)	(4,105)	30.2%	44.2%	(7,496)	(9,399)	25.4%
其他收益	688	1,170	962	2,434	1,796	3,028	4,228	39.6%	339.4%	2,820	9,052	221.0%
投资收益	245	345	384	660	622	587	650	10.7%	69.1%	975	1,859	90.7%
资产减值损失	(492)	(413)	(500)	(783)	(643)	(888)	(968)	9.0%	93.6%	(1,405)	(2,499)	77.8%
信用减值损失	(230)	(381)	(411)	(558)	(326)	(463)	(457)	-1.3%	11.3%	(1,021)	(1,247)	22.1%
公允价值变动收益	81	6	180	(9)	143	205	48	-76.5%	-73.2%	267	396	48.4%
资产处置收益	42	34	47	(33)	(4)	(4)	(29)	606.9%	-161.4%	123	(38)	-130.5%
营业利润	5,299	8,433	12,906	11,466	5,798	11,525	14,423	25.2%	11.8%	26,637	31,747	19.2%
营业外收入	142	164	183	222	247	229	256	12.0%	40.2%	489	733	49.9%
营业外支出	(223)	(414)	(423)	(485)	(329)	(243)	(588)	142.1%	38.9%	(1,061)	(1,160)	9.4%
利润总额	5,217	8,183	12,665	11,203	5,717	11,511	14,091	22.4%	11.3%	26,065	31,320	20.2%
所得税	(847)	(1,113)	(1,779)	(2,186)	(946)	(2,168)	(1,957)	-9.7%	10.0%	(3,739)	(5,072)	35.7%
净利润	4,370	7,070	10,887	9,018	4,771	9,342	12,134	29.9%	11.5%	22,326	26,248	17.6%
少数股东损益	(240)	(246)	(474)	(344)	(202)	(280)	(527)	88.5%	11.3%	(960)	(1,009)	5.2%
归母净利润	4,130	6,824	10,413	8,674	4,569	9,062	11,607	28.1%	11.5%	21,367	25,238	18.1%
扣非归母净利润	3,565	6,130	9,654	9,114	3,752	8,563	10,877	27.0%	12.7%	19,349	23,192	19.9%
费用%												
销售费用	-3.9%	-4.4%	-3.9%	-4.4%	-5.4%	-4.3%	-4.8%			-4.1%	-4.8%	
管理费用	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-1.8%	-3.0%	-2.2%	-2.3%			-2.4%	-2.5%	
研发费用	-5.2%	-5.4%	-6.8%	-8.1%	-8.5%	-5.1%	-6.8%			-5.9%	-6.6%	
利润率%												
毛利	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	18.7%	21.9%	3.2%		19.8%	20.8%	
营业利润	4.4%	6.0%	8.0%	6.4%	4.6%	6.5%	7.2%			6.3%	6.3%	
归母净利润	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%	5.1%	5.8%			5.1%	5.0%	
扣非归母净利润	3.0%	4.4%	6.0%	5.1%	3.0%	4.9%	5.4%			4.6%	4.6%	

资料来源: 公司资料

图表 2: 比亚迪 (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
689009 CH	九号公司	买入	44.59	53.74	20.5%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	13.50	13.55	0.3%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.37	6.24	-2.1%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	20.95	26.49	26.4%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	11.88	18.60	56.6%	2024 年 03 月 14 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	295.00	379.22	28.5%	2024 年 10 月 31 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	12.86	17.36	35.0%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	44.15	77.36	75.2%	2024 年 10 月 14 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	买入	108.60	120.34	10.8%	2024 年 05 月 24 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	42.60	59.88	40.6%	2024 年 05 月 16 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	14.42	12.50	-13.3%	2023 年 08 月 23 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	2.85	3.34	17.2%	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 10 月 30 日

## 财务数据

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)	(608,225)	(715,355)	(830,901)
<b>毛利</b>	<b>72,245</b>	<b>121,757</b>	<b>156,582</b>	<b>190,028</b>	<b>225,995</b>
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)
<b>经营利润</b>	<b>22,976</b>	<b>38,413</b>	<b>54,722</b>	<b>69,446</b>	<b>85,234</b>
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)
<b>税前利润</b>	<b>21,080</b>	<b>37,269</b>	<b>51,516</b>	<b>65,651</b>	<b>80,804</b>
税费	(3,367)	(5,925)	(8,228)	(10,485)	(12,905)
非控股权益	(1,091)	(1,303)	(2,164)	(2,758)	(3,395)
<b>净利润</b>	<b>16,622</b>	<b>30,041</b>	<b>41,124</b>	<b>52,407</b>	<b>64,504</b>
作每股收益计算的净利润	16,622	30,041	41,124	52,407	64,504

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51,471	109,094	132,715	183,989	254,857
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	105,546	124,137	144,187
其他流动资产	40,636	28,948	29,609	30,303	31,031
<b>总流动资产</b>	<b>240,804</b>	<b>302,121</b>	<b>345,268</b>	<b>427,380</b>	<b>534,376</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>253,057</b>	<b>377,426</b>	<b>407,788</b>	<b>432,170</b>	<b>450,841</b>
<b>总资产</b>	<b>493,861</b>	<b>679,548</b>	<b>753,056</b>	<b>859,550</b>	<b>985,217</b>
短期贷款	5,153	18,323	19,386	20,510	21,700
应付账款	143,766	198,483	216,628	254,784	298,214
其他短期负债	184,426	236,860	245,109	253,770	262,864
<b>总流动负债</b>	<b>333,345</b>	<b>453,667</b>	<b>481,123</b>	<b>529,064</b>	<b>582,778</b>
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
<b>总长期负债</b>	<b>39,126</b>	<b>75,419</b>	<b>76,018</b>	<b>76,646</b>	<b>77,306</b>
<b>总负债</b>	<b>372,471</b>	<b>529,086</b>	<b>557,141</b>	<b>605,711</b>	<b>660,084</b>
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	179,187	234,353	302,252
<b>股东权益</b>	<b>111,029</b>	<b>138,810</b>	<b>182,099</b>	<b>237,264</b>	<b>305,163</b>
非控股权益	10,361	11,652	13,816	16,575	19,970
<b>总权益</b>	<b>121,390</b>	<b>150,462</b>	<b>195,915</b>	<b>253,839</b>	<b>325,133</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	17,713	31,344	43,289	55,166	67,899
折旧及摊销	19,704	41,890	28,107	32,382	36,539
营运资本变动	98,618	89,459	7,117	16,240	16,670
其他经营活动现金流	4,802	7,032	(661)	(694)	(728)
<b>经营活动现金流</b>	<b>140,838</b>	<b>169,725</b>	<b>77,852</b>	<b>103,094</b>	<b>120,379</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(120,596)</b>	<b>(125,664)</b>	<b>(55,893)</b>	<b>(53,573)</b>	<b>(51,361)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>(19,489)</b>	<b>12,817</b>	<b>1,662</b>	<b>1,753</b>	<b>1,850</b>
汇率收益/损失	610	451	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>49,820</b>	<b>51,182</b>	<b>109,094</b>	<b>132,715</b>	<b>183,989</b>
<b>年末现金</b>	<b>51,471</b>	<b>109,094</b>	<b>132,715</b>	<b>183,989</b>	<b>254,857</b>

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标(人民币)</b>					
核心每股收益	7.378	13.333	18.253	23.261	28.629
全面摊薄每股收益	7.378	13.333	18.253	23.261	28.629
每股股息	0.114	0.310	0.328	0.418	0.514
每股账面值	49.280	61.610	80.823	105.308	135.444
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	17.0	20.2	20.5	21.0	21.4
EBIT利润率	5.3	6.3	6.9	7.4	7.8
净利率	3.9	5.0	5.4	5.8	6.1
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	4.2	5.1	5.7	6.5	7.0
ROE	14.7	22.1	23.7	23.3	22.3
<b>其他</b>					
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

香港中环德辅道中 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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

## 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、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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。