

11月销量再创新高，龙头地位稳固

华泰研究

2024年12月04日 | 中国内地

公告点评

汽车

公司发布11月产销快报，公司11月新能源车销量约50.7万辆，同/环比增长+68%/+1%，已连续两个月销量突破50万辆。24年1-11月累计销量375.8万辆，同比增长40.0%，全年400万辆的目标已完成93.9%。11月王朝+海洋销售48.30万辆，环比+0.4%，占总销量95.3%。根据乘联会，24年1-10月比亚迪在国内新能源狭义乘用车零售销量中份额已提升至34.8%，主要系DM5.0车型放量。11月18日，比亚迪第1000万辆新能源汽车下线，成为全球首家新能源汽车达到千万级销量的车企。公司稳居行业龙头地位，持续布局高端化和出海业务，打开营收天花板，我们维持“买入”评级。

高端品牌销量稳健，新车型持续发布

11月公司高端品牌中，腾势汽车销售10002辆，同/环比-16%/-7%；方程豹汽车销售8521辆，同/环比+1261%/+41%，均处于同价格带车型中销量较为领先水平。新车型方面，11月13日，方程豹豹8上市；11月14日，搭载DM5.0技术的MPV夏内饰发布；11月15日，腾势Z9上市，11月28日，腾势Z9内饰发布，我们预计将于25年一季度上市。随着公司高端品牌产品相继发布，我们认为公司有望在高端市场站稳脚跟，打开公司销量天花板。

出海顺利推进，海外布局多点开花

11月公司乘用车出口28141辆，同环比+0.5%/-8.1%；目前已进入日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等多个国家和地区；24年1-11月累计出口35.4万辆，同比+71%，实现高增长。11月12日，比亚迪在面向欧洲发布海狮07EV，11月5日，比亚迪在墨西哥上市纯电SUV元UP。高端品牌腾势也在11月宣布进入泰国市场，推出Premium-AWD版。比亚迪持续推进出海战略，产品相继进入海外多国，我们认为公司未来出海业务有望保持高速增长。

上修新能源车销量预测假设，维持“买入”评级

我们预计公司12月新能源车销量将至少与11月环比持平，全年销量有望超420万辆。我们上修公司新能源车销量假设，预计24-26年归母净利润分别为394.63/559.53/689.22亿元（前值370.92/472.24/582.96亿元，调整+6%/+18%/+18%）。采用分部估值法为其估值，考虑到公司稳居龙头地位，持续布局高端化和出海业务，给予公司汽车业务相对可比公司30%溢价，对应21.68倍PE，手机零件及部件业务参考可比公司给予21.12倍PE，对应总市值12099.06亿元，目标价415.88元（较上次调整估值方法），维持“买入”评级。

风险提示：全球贸易政策风险；行业竞争加剧；上游原材料大幅涨价。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	424,061	602,315	712,148	910,046	1,075,404
+/-%	96.20	42.04	18.24	27.79	18.17
归属母公司净利润 (人民币百万)	16,622	30,041	39,463	55,953	68,922
+/-%	445.86	80.72	31.37	41.78	23.18
EPS (人民币，最新摊薄)	5.71	10.33	13.56	19.23	23.69
ROE (%)	16.13	24.05	25.62	28.68	27.20
PE (倍)	49.47	27.37	20.84	14.70	11.93
PB (倍)	7.41	5.92	4.86	3.72	2.88
EV EBITDA (倍)	19.71	10.07	9.18	5.68	4.93

资料来源：公司公告、华泰研究预测

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

415.88

研究员

SAC No. S0570522020002
SFC No. BSK177

申建国

shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570522110001
SFC No. BTK945

宋亭亭

songtingting021619@htsc.com
+(86) 755 8297 2228

研究员

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

边文姣

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

联系人

SAC No. S0570124030024

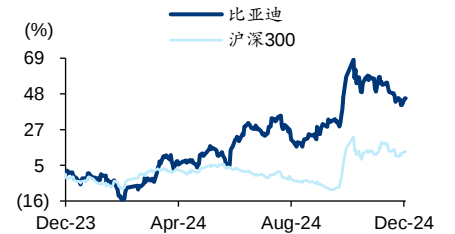
邵梓洋

shaoyizyang@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价 (人民币)	415.88
收盘价 (人民币 截至 12月3日)	282.65
市值 (人民币百万)	822,304
6个月平均日均成交额 (人民币百万)	3,611
52周价格范围 (人民币)	167.00-327.38
BVPS (人民币)	53.44

股价走势图



资料来源：Wind

采用分部估值法为其估值。以 2025 年归母净利润预测为基础, 对应总市值 12099.06 亿元, 目标价 415.88 元 (前值为 424.94 元), 维持“买入”评级。

汽车业务我们选取长城汽车、理想汽车、赛力斯作为可比公司, 可比公司 25 年平均预期 PE 为 16.68x, 考虑到比亚迪稳居龙头地位, 持续布局高端化和出海业务, 公司在核心技术、产品战略、渠道布局具备比较优势, 给予相对可比公司 30%溢价, 对应汽车业务 21.68xPE, 对应汽车业务 10831.16 亿元市值。

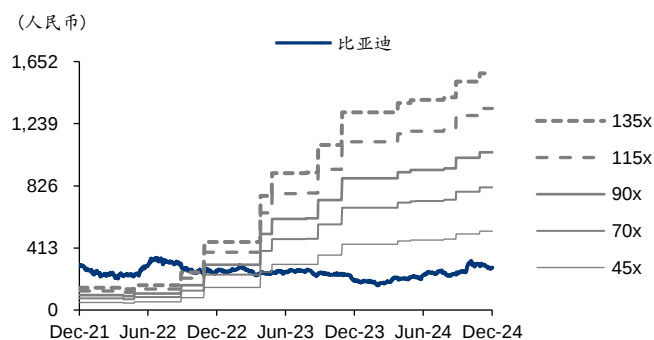
比亚迪手机部件及组装+其他业务营收稳定, 参考可比公司平均 PE 21.12x, 给予比亚迪 2025E 21.12x PE 估值, 对应手机部件及组装业务市值 1267.90 亿元。

图表1: 比亚迪分部估值

	归母净利润 (亿元)	2025E	2025E P/E(x)	目标估值 (亿元)
汽车	长城汽车	153.33	15.04	
	理想汽车	131.15	13.26	
	赛力斯	92.86	21.75	
	平均		16.68	
	比亚迪	499.50	21.68	10,831.16
手机部件及组装+其他	长盈精密	8.66	26.43	
	立讯精密	171.80	17.07	
	蓝思科技	54.45	19.87	
	平均		21.12	
	比亚迪	60.03	21.12	1267.90
估值总计				12,099.06

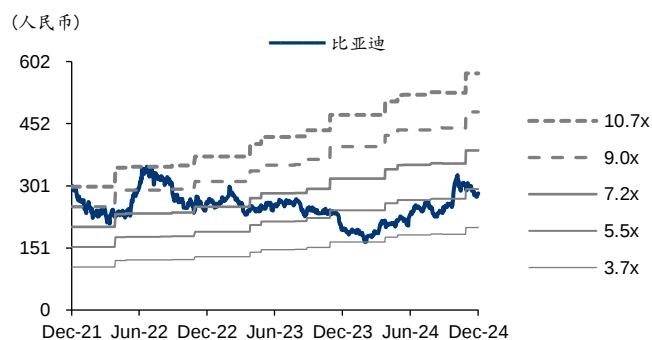
注: 可比公司数据来自 Wind 一致预期, 数据截至 2024 年 12 月 3 日。比亚迪数据来自我们预期
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 比亚迪 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 比亚迪 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	240,804	302,121	337,648	482,221	476,153
现金	51,471	109,094	111,841	193,540	170,128
应收账款	38,828	61,866	57,190	94,950	84,835
其他应收账款	1,910	2,758	2,761	4,292	4,043
预付账款	8,224	2,215	10,127	5,645	12,993
存货	79,107	87,677	103,368	139,956	147,343
其他流动资产	61,263	38,511	52,360	43,838	56,811
非流动资产	253,057	377,426	433,296	492,814	549,835
长期投资	15,485	17,647	21,340	26,021	30,821
固定投资	131,880	230,904	283,352	335,278	385,423
无形资产	23,223	37,236	35,735	33,490	31,982
其他非流动资产	82,468	91,639	92,870	98,026	101,610
资产总计	493,861	679,548	770,944	975,035	1,025,987
流动负债	333,345	453,667	518,294	668,403	652,411
短期借款	5,153	18,323	82,892	18,323	31,763
应付账款	140,437	194,430	189,149	299,396	277,440
其他流动负债	187,754	240,914	246,253	350,684	343,209
非流动负债	39,126	75,419	70,031	69,846	69,091
长期借款	7,594	11,975	11,141	9,997	8,363
其他非流动负债	31,533	63,444	58,890	59,849	60,728
负债合计	372,471	529,086	588,325	738,249	721,502
少数股东权益	10,361	11,652	13,364	15,791	18,782
股本	2,911	2,911	2,909	2,909	2,909
资本公积	61,706	62,042	62,042	62,042	62,042
留存公积	47,782	74,498	111,277	165,262	232,778
归属母公司股东权益	111,029	138,810	169,255	220,995	285,704
负债和股东权益	493,861	679,548	770,944	975,035	1,025,987

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	140,838	169,725	59,751	268,205	94,939
净利润	17,713	31,344	41,175	58,380	71,912
折旧摊销	20,370	43,553	45,046	58,604	72,245
财务费用	(1,618)	(1,475)	2,002	1,023	(1,102)
投资损失	791.90	(1,635)	(405.79)	(896.62)	(651.20)
营运资金变动	98,418	92,494	(25,630)	154,124	(43,939)
其他经营现金	5,163	5,444	(2,436)	(3,030)	(3,526)
投资活动现金	(120,596)	(125,664)	(100,210)	(116,925)	(128,314)
资本支出	(97,457)	(122,094)	(99,633)	(110,110)	(120,798)
长期投资	(10,559)	(2,085)	(3,693)	(4,681)	(4,800)
其他投资现金	(12,580)	(1,485)	3,115	(2,134)	(2,717)
筹资活动现金	(19,489)	12,817	43,206	(69,581)	9,964
短期借款	(5,051)	13,170	64,569	(64,569)	13,439
长期借款	(1,150)	4,382	(833.95)	(1,145)	(1,633)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	898.67	335.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(14,186)	(5,070)	(20,529)	(3,867)	(1,842)
现金净增加额	1,363	57,329	2,746	81,699	(23,411)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	424,061	602,315	712,148	910,046	1,075,404
营业成本	351,816	480,558	550,463	701,097	827,801
营业税金及附加	7,267	10,350	13,317	17,018	20,110
营业费用	15,061	25,211	33,898	41,407	48,393
管理费用	10,007	13,462	17,590	21,841	25,272
财务费用	(1,618)	(1,475)	2,002	1,023	(1,102)
资产减值损失	(1,386)	(2,188)	(3,561)	(4,550)	(5,377)
公允价值变动收益	126.10	257.74	250.00	250.00	250.00
投资净收益	(791.90)	1,635	405.79	896.62	651.20
营业利润	21,542	38,103	48,504	68,684	84,555
营业外收入	526.97	711.37	487.00	487.00	487.00
营业外支出	989.06	1,546	697.35	697.35	697.35
利润总额	21,080	37,269	48,294	68,473	84,345
所得税	3,367	5,925	7,119	10,093	12,432
净利润	17,713	31,344	41,175	58,380	71,912
少数股东损益	1,091	1,303	1,712	2,427	2,990
归属母公司净利润	16,622	30,041	39,463	55,953	68,922
EBITDA	40,936	79,853	93,918	126,281	153,337
EPS (人民币，基本)	5.71	10.32	13.56	19.23	23.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	96.20	42.04	18.24	27.79	18.17
营业利润	365.07	76.88	27.30	41.60	23.11
归属母公司净利润	445.86	80.72	31.37	41.78	23.18
获利能力 (%)					
毛利率	17.04	20.21	22.70	22.96	23.02
净利率	4.18	5.20	5.78	6.42	6.69
ROE	16.13	24.05	25.62	28.68	27.20
ROIC	43.83	43.04	27.11	107.30	46.31
偿债能力					
资产负债率 (%)	75.42	77.86	76.31	75.72	70.32
净负债比率 (%)	(4.37)	(13.56)	19.51	(47.03)	(24.88)
流动比率	0.72	0.67	0.65	0.72	0.73
速动比率	0.42	0.42	0.39	0.47	0.45
营运能力					
总资产周转率	1.07	1.03	0.98	1.04	1.07
应收账款周转率	11.30	11.96	11.96	11.96	11.96
应付账款周转率	3.29	2.87	2.87	2.87	2.87
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	5.71	10.33	13.56	19.23	23.69
每股经营现金流(最新摊薄)	48.41	58.34	20.54	92.19	32.63
每股净资产(最新摊薄)	38.16	47.71	58.18	75.96	98.20
估值比率					
PE (倍)	49.47	27.37	20.84	14.70	11.93
PB (倍)	7.41	5.92	4.86	3.72	2.88
EV EBITDA (倍)	19.71	10.07	9.18	5.68	4.93

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、宋亭亭、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 比亚迪（002594 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、宋亭亭、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 比亚迪（002594 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司