

配股募资大力发展海外市场，扶摇直上

2025 年 3 月 4 日

核心观点

● 事件：

公司 3 月 3 日晚发布公告，公司和配售代理于 2025 年 3 月 3 日（收市时间后）订立了配售协议，公司同意按配售价发行配售股份。配售所得款项总额预计约为 435.09 亿港元，扣除佣金和估计费用后，配售所得款项净额预计约为 433.83 亿港元。每股配售股份的配售价 335.2 港元，较 3 月 3 日前最近连续 10 个交易日的平均收市价（380.1 港元）折让约 11.8%。

配售所得款项净额拟用作集团研发投入、海外业务发展、补充营运资金以及一般企业用途。配售股份相当于现有已发行 1,098,000,000 股 H 股的约 11.82%。股权结构影响方面，A 股占比：从 62.26%降至 59.60%，H 股占比：从 37.74%升至 40.40%。

● 点评：

- **港股募资预计主要用于海外市场拓展。公司 2023、2024、2025E、2026E 海外销量分别为 24 万辆、41 万辆、120 万辆、200 万辆（2025-2026 为预计），产能及供应链配套出海布局带来资金投入需求。**在由产品出海到产能出海、供应链配套出海的发展中，制造生产、销售渠道等多环节需要资金支持，海外募资海外用途，可以提升资金使用效率，简化审批及合规流程，为公司争取更多时间窗口。此外，与海外的募资伙伴除财务支持外，预计也可以开展战略合作，助力公司在海外市场由起步到飞速发展。海外产能规划方面，巴西基地、匈牙利基地、印尼基地等都在建设中，将在 2025~2026 年陆续投产，丰富公司全球布局。

表：公司海外产能规划布局

工厂地点	产能	竣工投产时间
泰国	15 万辆	2024 年 7 月 4 日
乌兹别克斯坦	第一阶段 5 万辆，未来三期建成后 30 万辆	2024 年 6 月 27 日
匈牙利	短、中、长期规划分别为 5、15、30 万辆	计划 2025 年 10 月
土耳其	年产能 15 万辆	2026 年底
印尼	年产能 15 万辆	预计 2026 年 1 月投运 (目前处于建设中)
巴西	年产能 15 万辆	预计 25 年初投产
墨西哥	年产能 15 万辆	尚在选址
合计	95 万辆	

资料来源：Marklines，IT 之家，中国银河证券研究院

比亚迪（股票代码：002594.SZ）

推荐 维持评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

研究助理

秦智坤

✉：qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

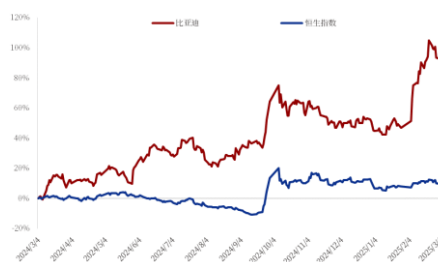
市场数据

2025-3-4

股票代码	002594.SZ
A 股收盘价(元)	344.84
上证指数	3,324.21
总股本（万股）	290,926.59
实际流通 A 股(万股)	116,245.75
流通 A 股市值(亿元)	4,008.62

相对沪深 300 表现图

2025-3-4



资料来源：同花顺 iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

- **市场担忧公司负债及现金流影响，但我们认为资产负债率偏高是由于近三年快速扩张，公司经营持续向好。**2024 年三季度末，公司的总负债为 5954.57 亿元，资产负债率 78%，引起部分投资者担忧。我们认为：

1) 公司过去处于快速扩张期，2023 年公司资本开支达到了 1200 亿元，随着产能布局的完善，投产强度节奏放缓，整体负债情况将得到改善；

2) 公司经营持续向好，2024 年三季度末，公司流动比率、速动比率分别为 0.71, 0.46，公司偿债能力稳健，无现金流担忧。近四年（2021~2024）前三季度营运对比，公司存货周转率分别为 3.37/3.78/3.94/3.75；总资产周转率分别为 0.64/0.74/0.76/0.70；根据汽车行业特性，Q4 为回款集中季度，可以有效缓解公司短期借款还款压力；

3) 汽车行业属性为高投入、重资产，与国际头部车企对比，公司财务状况属于正常水平。2023 年大众集团营收 2.53 万亿元（人民币），总负债为 3.23 万亿元；丰田营收 1.92 万亿元，总负债为 2.33 万亿元；通用汽车营收 1.22 万亿元，总负债为 1.45 万亿元。公司前三季度营收 5022.51 亿元，总负债 5954.57 亿元，在合理区间。

- **预计 2025 年公司持续产品升级，提升盈利能力，强化品牌认知。**在产品升级方面，1) 销量结构中，出口市场、混动比例将继续提升，带动公司平均售价稳步提升，2) 公司在 2 月推出“智驾平权”，高速 NOA 功能全面覆盖旗下全系车型，通过规模化推广天神之眼高阶智驾系统，增加选装引导消费者消费升级，3) 区别于 2024 年腾势、方程豹、仰望只有一款主销车型，2025 年高端品牌新车型丰富（腾势、方程豹预计 2025 年至少推出 2 款新车型），且将继续拓展三大高端品牌渠道端，增厚高端品牌销量。

图：公司 2025 年新车型规划



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

- **投资建议：**预计 2024 年-2026 年公司将分别实现营业收入 7673.72 亿元、9876.05 亿元、1156.50 亿元，实现归母净利润 388.76 亿元、520.11 亿元、646.29 亿元，摊薄 EPS 分别为 13.36 元、17.88 元、22.21 元，对应 PE 分别为 25.81 倍、19.29 倍、15.52 倍，维持“推荐”评级。

- **风险提示：**新能源汽车销量不及预期的风险；市场竞争加剧的风险；智能化技术研发不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	602,315.35	767,371.62	987,605.06	1,156,502.32
收入增长率%	42.04	27.40	28.70	17.10
归母净利润(百万元)	30,040.81	38,875.51	52,010.78	64,629.15
利润增速%	80.72	29.41	33.79	24.26
毛利率%	20.21	20.82	21.19	21.45
摊薄 EPS(元)	10.33	13.36	17.88	22.21
PE	33.40	25.81	19.29	15.52
PB	7.23	6.07	4.14	3.49
PS	1.67	1.31	1.02	0.87

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302121.45	381707.04	582302.66	731914.66
现金	109094.41	86396.86	218872.08	320714.14
应收账款	61866.02	79000.34	91517.16	98512.71
其它应收款	2757.91	3197.38	4115.02	4818.76
预付账款	2215.41	3038.05	3891.85	4542.11
存货	87676.75	130524.42	161309.09	181324.77
其他	38510.95	79549.99	102597.46	122002.17
非流动资产	377426.22	401730.34	415336.43	418136.92
长期投资	17647.21	19647.21	19647.21	19647.21
固定资产	230903.82	268313.52	278991.35	275994.62
无形资产	37236.26	34896.41	38056.56	45466.71
其他	91638.93	78873.20	78641.30	77028.38
资产总计	679547.67	783437.38	997639.09	1150051.58
流动负债	453666.67	533861.98	670025.68	772204.89
短期借款	18323.22	20323.22	22823.22	25823.22
应付账款	194429.82	253170.79	315672.49	360845.41
其他	240913.64	260367.98	331529.97	385536.26
非流动负债	75418.89	71122.86	69522.86	71822.86
长期借款	11975.14	9975.14	7975.14	9975.14
其他	63443.75	61147.72	61547.72	61847.72
负债合计	529085.56	604984.84	739548.54	844027.74
少数股东权益	11652.05	13229.72	15566.67	18259.56
归属母公司股东权益	138810.07	165222.82	242523.88	287764.28
负债和股东权益	679547.67	783437.38	997639.09	1150051.58

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169725.03	102238.11	209417.33	213087.28
净利润	31344.07	40453.18	54347.73	67322.04
折旧摊销	43552.72	71927.88	80593.92	87899.50
财务费用	529.61	1467.97	1541.72	1687.97
投资损失	-1635.14	-2654.86	-2962.82	-3469.51
营运资金变动	92770.11	-13969.43	68013.29	50389.26
其它	3163.66	5013.37	7883.49	9258.01
投资活动现金流	-125663.64	-111438.15	-101620.67	-95488.51
资本支出	-121622.72	-92501.58	-93383.49	-88258.01
长期投资	-16088.88	-21170.00	-13200.00	-11200.00
其他	12047.95	2233.43	4962.82	3969.51
筹资活动现金流	12817.13	-13134.11	24678.56	-15756.71
短期借款	13170.12	2000.00	2500.00	3000.00
长期借款	4381.54	-2000.00	-2000.00	2000.00
其他	-4734.53	-13134.11	24178.56	-20756.71
现金净增加额	57329.29	-22697.55	132475.22	101842.06

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	602315.35	767371.62	987605.06	1156502.32
营业成本	480558.35	607609.89	778370.52	908422.02
营业税金及附加	10349.63	13045.32	16789.29	19660.54
营业费用	25211.40	36513.74	46911.24	54586.91
管理费用	13461.71	18242.14	22912.44	26599.55
财务费用	-1474.89	1031.55	1645.77	4.89
资产减值损失	-2188.22	-4500.00	-5000.00	-6000.00
公允价值变动收益	257.74	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1635.14	2654.86	2962.82	3469.51
营业利润	38103.10	48728.01	64984.41	80287.64
营业外收入	711.37	977.23	488.61	244.31
营业外支出	1545.83	1546.68	773.34	386.67
利润总额	37268.64	48158.55	64699.68	80145.28
所得税	5924.57	7705.37	10351.95	12823.24
净利润	31344.07	40453.18	54347.73	67322.04
少数股东损益	1303.26	1577.67	2336.95	2692.88
归属母公司净利润	30040.81	38875.51	52010.78	64629.15
EBITDA	78141.04	121117.98	146939.36	168049.67
EPS (元)	10.33	13.36	17.88	22.21

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	42.04%	27.40%	28.70%	17.10%
营业利润	76.88%	27.88%	33.36%	23.55%
归属母公司净利润	80.72%	29.41%	33.79%	24.26%
毛利率	20.21%	20.82%	21.19%	21.45%
净利率	4.99%	5.07%	5.27%	5.59%
ROE	21.64%	23.53%	21.45%	22.46%
ROIC	14.74%	18.13%	18.07%	18.62%
资产负债率	77.86%	77.22%	74.13%	73.39%
净负债比率	-41.34%	-20.72%	-65.31%	-86.62%
流动比率	0.67	0.71	0.87	0.95
速动比率	0.42	0.41	0.57	0.65
总资产周转率	1.03	1.05	1.11	1.08
应收账款周转率	11.96	10.90	11.58	12.17
应付账款周转率	2.87	2.71	2.74	2.69
每股收益	10.33	13.36	17.88	22.21
每股经营现金	58.34	35.14	71.98	73.24
每股净资产	47.71	56.79	83.36	98.91
P/E	33.40	25.81	19.29	15.52
P/B	7.23	6.07	4.14	3.49
EV/EBITDA	6.58	7.98	5.68	4.39
P/S	1.67	1.31	1.02	0.87

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn