

汽车	收盘价	目标价	潜在涨幅
	港元 403.40	港元 503.25个	+24.8%

2025 年 3 月 25 日

比亚迪股份 (1211 HK)

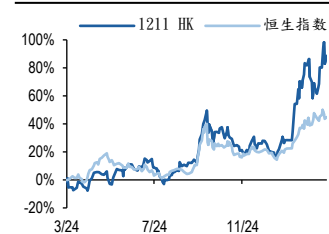
业绩符合预期，出口扩张+智驾平权双引擎驱动增长，维持买入

- 业绩符合预期。2024 年收入 7771 亿元（人民币，下同），同比+29%，归母净利润 402 亿元，同比+34%，扣非归母净利润 370 亿元，同比+29.9%。4Q24 收入 2748 亿元，同/环比+52.7%/+36.7%，归母净利润 150 亿元，同/环比+73.1%/29.4%，扣非归母净利润 138 亿元，同/环比+51.3%/26.8%，符合预期。新车+出口推动业绩持续向上。销量端，2024 年实现销售 427 万辆，同比+41.2%，对应新能源市占率 33.2%，同比+1.3ppt。全年汽车单价 14.5 万元，4Q24 汽车单价上升，环比由 3Q24 的 13.9 万元提升至 4Q24 的 14.4 万元，我们认为主因高价车型占比略有提升，同时 4Q24 行业未有大规模降价所致。
- 汽车毛利率同比-0.7ppt，销售/研发费用率提升。1) 公司 2024 年毛利率 19.4%，同比+0.9ppt，其中汽车业务毛利率 22.3%，同比-0.7ppt。4Q24 毛利率 17%，旧会计准则下大致稳定。2) 全年三费率合计 12.3%，同比+1ppt，销售/管理/研发费用率分别同比+0.5/+0.2/+0.3ppt。销售/研发费用率提升，受车型技术投入加大影响。4Q24 的销售/研发费用均创新高，旧会计准则下两项费用分别达 111 亿/200 亿元，环比增 25 亿/29 亿元，创历史新高，主要由于 4Q24 经销商返利，新车上市和智能化投入增加。
- “出口扩张+智驾平权”双引擎驱动增长：出口方面，依托自建滚装船队及加速落地的泰国、巴西、匈牙利等海外工厂，2025 年出口量有望持续高增，其中预计巴西市场迎来爆发式增长，东南亚和欧洲市场渗透加速；智驾领域，比亚迪推出“天神之眼”系统，高阶智驾下放至 7 万元级车型（如海鸥）及 15 万元内高快领航（如秦 PLUS），并通过“智驾版加量不加价+非智驾版降价”策略，加速新能源替代进程。我们预计在出口和智驾平权支持下，2025 年销量将达 523 万辆，同比+23%。
- 维持买入，上调目标价。我们上调收入预测，反映销量的持续增长。根据 SOTP 估值，目标价上调至 503 港元。比亚迪依然是板块最稳健和确定性较高的标的，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)	424.20
52周低位 (港元)	197.50
市值 (百万港元)	1,641,236.14
日均成交量 (百万)	16.24
年初至今变化 (%)	51.31
200天平均价 (港元)	294.22

资料来源: FactSet

陈庆

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

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	602,315	777,102	977,249	1,142,681	1,316,089
同比增长 (%)	42.0	29.0	25.8	16.9	15.2
净利润 (百万人民币)	30,041	40,254	52,460	61,703	67,468
每股盈利 (人民币)	13.33	17.87	23.28	27.39	29.95
同比增长 (%)	80.7	34.0	30.3	17.6	9.3
前EPS预测值 (人民币)			23.26	28.63	
调整幅度 (%)			0.1	-4.3	
市盈率 (倍)	28.2	21.1	16.2	13.7	12.6
每股账面净值 (人民币)	61.61	82.22	106.73	135.56	167.08
市账率 (倍)	6.11	4.58	3.53	2.78	2.25
股息率 (%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1

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。

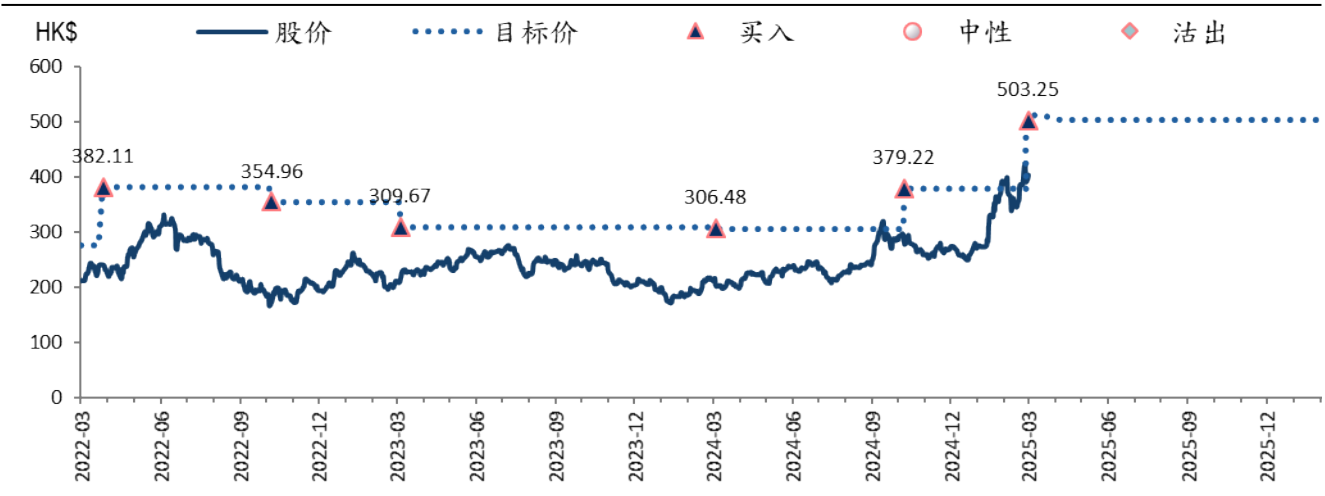
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 比亚迪业绩

人民币百万	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	同比	环比	2023	2024	同比
营业收入	120,174	139,951	162,151	180,041	124,944	176,182	201,125	274,851	36.7%	52.7%	602,315	777,102	29.0%
营业成本	(98,707)	(113,745)	(126,275)	(141,832)	(97,603)	(143,257)	(157,094)	(228,093)	45.2%	50.4%	(490,399)	(626,047)	27.7%
毛利	21,467	26,206	35,876	38,209	27,341	32,926	44,031	46,758	6.2%	64.8%	111,916	151,056	35.0%
销售费用	(4,648)	(6,190)	(6,389)	(7,984)	(6,804)	(7,513)	(9,604)	(165)	-98.3%	-108.9%	(15,371)	(24,085)	56.7%
管理费用	(3,366)	(3,453)	(3,462)	(3,182)	(3,769)	(3,926)	(4,715)	(6,235)	32.3%	96.0%	(13,462)	(18,645)	38.5%
研发费用	(6,238)	(7,597)	(11,104)	(14,637)	(10,611)	(9,010)	(13,698)	(19,876)	45.1%	35.8%	(39,575)	(53,195)	34.4%
财务费用	(6)	1,109	169	203	194	(263)	(958)	(189)	-80.3%	-193.2%	1,475	(1,216)	-182.5%
税金及附加	(2,245)	(2,404)	(2,847)	(2,854)	(2,141)	(3,153)	(4,105)	(5,354)	30.4%	87.6%	(10,350)	(14,752)	42.5%
其他收益	688	1,170	962	2,434	1,796	3,028	4,228	4,999	18.2%	105.4%	5,253	14,052	167.5%
投资收益	245	345	384	660	622	587	650	432	-33.6%	-34.5%	1,635	2,291	40.1%
资产减值损失	(492)	(413)	(500)	(783)	(643)	(888)	(968)	(1,372)	41.7%	75.3%	(2,188)	(3,872)	76.9%
信用减值损失	(230)	(381)	(411)	(558)	(326)	(463)	(457)	(307)	-32.9%	-45.1%	(1,580)	(1,553)	-1.7%
公允价值变动收益	81	6	180	(9)	143	205	48	136	182.4%	-1591.9%	258	532	106.4%
资产处置收益	42	34	47	(33)	(4)	(4)	(29)	(89)	205.9%	171.4%	90	(127)	-240.0%
营业利润	5,299	8,433	12,906	11,466	5,798	11,525	14,423	18,739	29.9%	63.4%	38,103	50,486	32.5%
营业外收入	142	164	183	222	247	229	256	519	102.3%	133.1%	711	1,252	75.9%
营业外支出	(223)	(414)	(423)	(485)	(329)	(243)	(588)	(897)	52.4%	84.9%	(1,546)	(2,057)	33.1%
利润总额	5,217	8,183	12,665	11,203	5,717	11,511	14,091	18,361	30.3%	63.9%	37,269	49,681	33.3%
所得税	(847)	(1,113)	(1,779)	(2,186)	(946)	(2,168)	(1,957)	(3,021)	54.4%	38.2%	(5,925)	(8,093)	36.6%
净利润	4,370	7,070	10,887	9,018	4,771	9,342	12,134	15,340	26.4%	70.1%	31,344	41,588	32.7%
少数股东损益	(240)	(246)	(474)	(344)	(202)	(280)	(527)	(324)	-38.5%	-5.7%	(1,303)	(1,334)	2.3%
归母净利润	4,130	6,824	10,413	8,674	4,569	9,062	11,607	15,016	29.4%	73.1%	30,041	40,254	34.0%
扣非归母净利润	3,565	6,130	9,654	9,114	3,752	8,563	10,877	13,791	26.8%	51.3%	28,462	36,983	29.9%
费用率													
销售费用	-3.9%	-4.4%	-3.9%	-4.4%	-5.4%	-4.3%	-4.8%	-0.1%			-2.6%	-3.1%	
管理费用	-2.8%	-2.5%	-2.1%	-1.8%	-3.0%	-2.2%	-2.3%	-2.3%			-2.2%	-2.4%	
研发费用	-5.2%	-5.4%	-6.8%	-8.1%	-8.5%	-5.1%	-6.8%	-7.2%			-6.6%	-6.8%	
利润率													
毛利	17.9%	18.7%	22.1%	21.2%	21.9%	18.7%	21.9%	17.0%			18.6%	19.4%	
营业利润	4.4%	6.0%	8.0%	6.4%	4.6%	6.5%	7.2%	6.8%			6.3%	6.5%	
归母净利润	3.4%	4.9%	6.4%	4.8%	3.7%	5.1%	5.8%	5.5%			5.0%	5.2%	
扣非归母净利润	3.0%	4.4%	6.0%	5.1%	3.0%	4.9%	5.4%	5.0%			4.7%	4.8%	

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
689009 CH	九号公司	买入	62.60	53.74	-14.2%	2024 年 10 月 29 日	电动两轮车
1585 HK	雅迪控股	买入	15.46	13.55	-12.4%	2024 年 08 月 26 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	6.95	6.24	-10.3%	2024 年 07 月 02 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	21.90	26.49	20.9%	2024 年 03 月 26 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	16.56	18.60	12.3%	2024 年 03 月 14 日	重卡
1211 HK	比亚迪股份	买入	403.40	503.25	24.8%	2025 年 03 月 25 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	34.70	48.96	41.1%	2025 年 03 月 24 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	17.66	22.50	27.4%	2025 年 03 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	86.25	134.69	56.2%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.74	17.36	10.3%	2024 年 10 月 28 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	105.20	93.62	-11.0%	2025 年 03 月 17 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.21	3.34	4.0%	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 2025 年 3 月 24 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	602,315	777,102	977,249	1,142,681	1,316,089
主营业务成本	(480,558)	(626,047)	(787,738)	(922,921)	(1,070,119)
毛利	121,757	151,056	189,511	219,760	245,970
销售及管理费用	(38,873)	(42,730)	(52,771)	(60,562)	(69,753)
研发费用	(39,575)	(53,195)	(63,521)	(73,132)	(81,598)
其他经营净收入/费用	(5,096)	(701)	16	18	21
经营利润	38,413	54,430	73,234	86,085	94,641
财务成本净额	1,475	(1,216)	(1,529)	(1,788)	(2,060)
应占联营公司利润及亏损	1,635	2,291	1,847	2,160	2,488
其他非经营净收入/费用	(4,254)	(5,825)	(7,835)	(9,161)	(10,552)
税前利润	37,269	49,681	65,717	77,295	84,517
税费	(5,925)	(8,093)	(10,496)	(12,345)	(13,498)
控股股权权益	(1,303)	(1,334)	(2,761)	(3,248)	(3,551)
净利润	30,041	40,254	52,460	61,703	67,468
作每股收益计算的净利润	30,041	40,254	52,460	61,703	67,468

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	109,094	102,739	149,945	219,011	301,812
有价证券	9,563	40,511	40,511	40,511	40,511
应收账款及票据	66,839	69,889	87,912	104,640	122,973
存货	87,677	116,036	128,163	150,157	174,106
其他流动资产	28,948	41,397	42,283	43,214	44,191
总流动资产	302,121	370,572	448,814	557,533	683,594
物业、厂房及设备	230,904	262,287	284,612	301,140	312,124
无形资产	46,267	48,366	48,793	49,225	49,661
合资企业/联营公司投资	17,647	19,082	20,037	21,038	22,090
长期应收收入	8,238	10,206	10,716	11,252	11,815
其他长期资产	74,370	72,841	73,266	73,713	74,181
总长期资产	377,426	412,784	437,425	456,368	469,872
总资产	679,548	783,356	886,239	1,013,901	1,153,466
短期贷款	18,323	12,103	12,805	13,548	14,334
应付账款	198,483	244,027	280,564	331,240	387,002
其他短期负债	236,860	239,854	247,104	254,716	262,708
总流动负债	453,667	495,985	540,473	599,504	664,044
长期贷款	11,975	8,258	8,671	9,104	9,559
其他长期负债	63,444	80,425	80,425	80,425	80,425
总长期负债	75,419	88,682	89,095	89,529	89,984
总负债	529,086	584,668	629,569	689,033	754,028
股本	2,911	2,909	2,909	2,909	2,909
储备及其他资本项目	135,899	182,342	237,563	302,513	373,532
股东权益	138,810	185,251	240,472	305,423	376,441
非控股权益	11,652	13,437	16,198	19,446	22,997
总权益	150,462	198,688	256,670	324,868	399,438

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	31,344	41,588	55,221	64,950	71,019
折旧及摊销	41,890	62,432	32,385	36,392	40,061
营运资本变动	89,459	67,560	13,126	19,030	20,909
其他经营活动现金流	7,032	(38,126)	(886)	(931)	(977)
经营活动现金流	169,725	133,454	99,846	119,441	131,012
资本开支	(124,178)	(101,026)	(53,330)	(51,105)	(48,983)
投资活动	12,598	46,997	1,381	1,434	1,488
其他投资活动现金流	(14,083)	(75,054)	(1,806)	(1,880)	(1,957)
投资活动现金流	(125,664)	(129,082)	(53,755)	(51,551)	(49,451)
负债净变动	18,073	(12,440)	1,115	1,176	1,241
其他融资活动现金流	(5,256)	2,172	0	0	0
融资活动现金流	12,817	(10,268)	1,115	1,176	1,241
汇率收益/损失	451	(359)	0	0	0
年初现金	51,182	108,512	102,257	149,945	219,011
年末现金	109,094	102,739	149,945	219,011	301,812

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	13.333	17.867	23.284	27.386	29.945
全面摊薄每股收益	13.333	17.867	23.284	27.386	29.945
每股股息	0.310	0.321	0.418	0.492	0.538
每股账面值	61.610	82.222	106.732	135.560	167.081
利润率分析(%)					
毛利率	20.2	19.4	19.4	19.2	18.7
EBIT利润率	6.3	6.9	7.3	7.3	7.0
净利率	5.0	5.2	5.4	5.4	5.1
盈利能力(%)					
ROA	5.1	5.5	6.3	6.5	6.2
ROE	22.1	23.1	23.0	21.2	18.6
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	0.8	0.9	1.0

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有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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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。