

2025 年 04 月 02 日

证券研究报告|公司研究|公司点评

比亚迪（002594）

2024 年业绩高增趋势不减，出海+智驾+10C 快充打开增长新动能

◆ 业绩表现亮眼，盈利能力持续向上

报告期内公司实现营收 7771.02 亿元、同比+29.0%，归母净利润 402.54 亿元、同比+34.0%，毛利率 19.4%、同比-0.8pcts，净利率 5.4%、同比+0.1pcts。其中 Q4 单季度营收 2748.51 亿元、同/环比+52.7%/+36.7%，归母净利润 150.16 亿元、同/环比+73.1%/+29.4%，毛利率 17.0%，净利率 5.6%、同比+0.6pcts。自 2021 年开始公司盈利能力逐年提升，主要系规模效应降本扩宽盈利空间、碳酸锂价格持续下行缓解原材料压力以及高端产品持续放量增厚利润。同时公司产业链议价能力增长，报告期内公司存货周转天数为 58.6 天（2023 年为 62.5 天）、应收账款周转天数为 28.8 天（2023 年为 30.1 天）。

◆ 全球汽车电动化趋势向上，以旧换新政策延长推动中国市场迎来乐观预期

全球电车增速仍处于快速发展阶段。根据 EV Sales 数据，2024 年全球新能源汽车销量 1752.9 万辆、同比+25.1%，渗透率达到 19.7%，渗透率有接近 20.0% 门槛。在电比油低和以旧换新等因素推动下，2024 年国内市场增速超出预期，根据中汽协数据，新能源汽车销量为 1286.6 万辆、同比+35.5%，渗透率达到 40.9%，突破 40% 大关。随着以旧换新政策的延长以及基础设施+快充技术等的进一步完善，我们维持对 2025 年中国电车市场的乐观预期。

◆ 持续加码海外市场夯实全球龙头地位，规模化降本+高端化溢价增厚利润

公司持续巩固全球第一地位。根据 Clean Technica 口径，2024 年公司全球新能源乘用车销量达到 408.7 万辆、同比+42.1%，全球市占率突破至 23.7%、同比+2.7pcts，蝉联全球新能源车第一位置。其中海外市场为公司重点发力领域，公司 2024 年海外收入达到 2218.9 亿元、同比+38.5%，收入占比为 28.6%、同比+2.0pcts。公司 2024 年新能源乘用车海外销量达到 41.7 万辆、同比+71.9%，市场份额达到 6.6%，其中 2024M12 单月市占率达到 9.1%。同时公司在报告期内泰国和乌兹别克斯坦工厂陆续量产，有望通过产能出海规避政策及贸易壁垒，进一步扩大增长空间。进入 2025 年以来，公司销量持续保持高增速，2025Q1 公司新能源汽车销量达到 100.1 万辆、同比+59.8%，其中海外新能源汽车销量达到 20.6 万辆、同比+110.5%。

受益于锂价下行与规模化共振，公司成本控制能力表现良好。根据公司年报，2024 年公司单车成本为 11.23 万元、同比-8.8%；受电车价格战影响，公司单车售价下滑至 14.45 万元、同比-9.6%。2024 年公司高端系列腾势、仰望、方程豹合计销量达 19.0 万辆、占总销量 4.5%，高端系列布局有望实现溢价。2024 年单车毛利为 3.2 万元、同比-12.4%，主要原因为会计准则调整后质保费用从销售费用转入营业成本，若同口径比较，2024 年汽车部分毛利率约 24%、同比提升。

◆ 坚定高端技术迭代，智驾平权&油电同速打开增长天花板

公司持续引领高端技术迭代。在电动化领域，公司发布 e 平台 3.0 Evo 技术和第五代 DM 技术，在智能快充、整车控制以及油耗效率方面实现进化，此外公司于年初发布兆瓦闪充技术，以 10C 超高倍率快充能力和 1000A 电流刷新行业新标准，开启油电同速新阶段。在智能化领域，公司于年初首发整车智能全新战略，在智驾领域持续加大投入，依托百万级体量优势推动技术应用上车，同时高阶智能驾驶辅助系统“天神之眼”亦于年内在全国范围内正式开通无图城市领航功能。公司文具高阶智驾第一梯队。

◆ 投资建议与盈利预测

全球电车增速有望平稳增长，以价换量叠加以旧换新双轮驱动国内市场二次发力，在海外政策及贸易壁垒扰动下汽车市场电动化仍呈现向上趋势。公司为全球电车龙头企业，2024 年蝉联全球第一宝座；高端化技术持续领先，智能化+快充技术持续领先；海外产能密集规划规避政策及贸易扰动因素，分享海外市场发展红利；规模效应下扩大市占率并降本修复盈利。综上，我们认为公司具备高壁垒及优于行业的增长预期，维持“买入”评级，预测公司 2025~2027 年归母净利润分别 535.1、700.7 和 842.6 亿元，对应 PE 值分别为 20、16 和 13 倍。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，电车汽车销量不及预期；电车政策转向；公司产能投放不及预期；贸易壁垒；原材料价格大幅波动。

财务数据与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	602315.35	777102.46	1016647.84	1252959.77	1457941.40
增长率（%）	42.04	29.02	30.83	23.24	16.36
归母净利润（百万元）	30040.81	40254.35	53507.63	70072.73	84257.86
增长率（%）	80.72	34.00	32.92	30.96	20.24
毛利率（%）	20.21	19.44	19.25	19.66	19.77
每股收益（元）	9.88	13.25	17.61	23.06	27.72
市盈率 PE	36.17	26.99	20.31	15.51	12.89
市净率 PB	7.83	6.38	4.98	3.86	3.05
净资产收益率 ROE（%）	21.64	21.73	22.94	23.67	22.68

资料来源：iFind，中航证券研究所

投资评级

买入

维持评级

2025 年 04 月 01 日

收盘价(元):

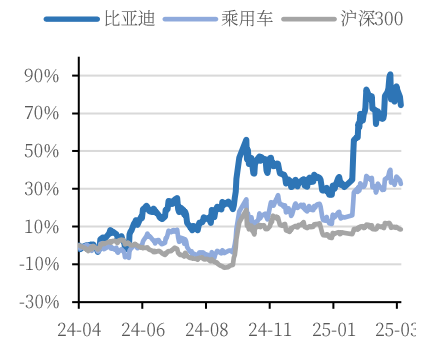
365.50

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	3,039.07
总市值(百万)	1,110,778.57
流通股本(百万股)	1,162.41
流通市值(百万)	424,862.30
12 月最高/最低价(元)	403.40/203.99
资产负债率(%)	74.64
每股净资产(元)	58.56
市盈率(TTM)	27.59
市净率(PB)	6.24
净资产收益率(%)	21.73

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC 执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

【中航新能源】比亚迪(002594)季报点盈利能力上行，全球电车龙头百尺竿头更进一步-20241102 —2024-11-05

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

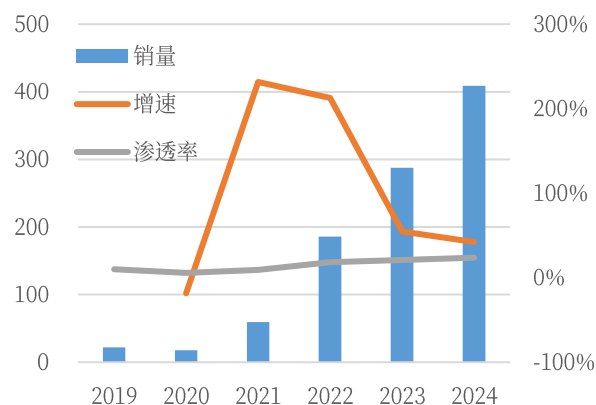
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

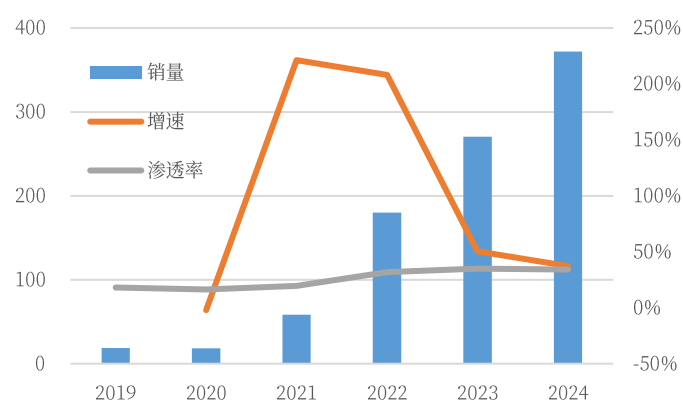
厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

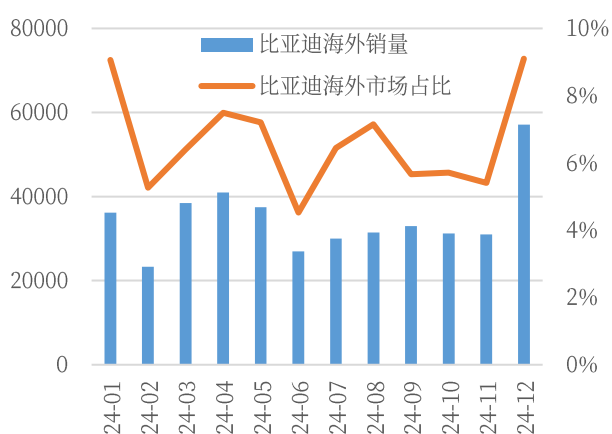
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 2024 年公司全球市占率达到 23.7%（万辆）


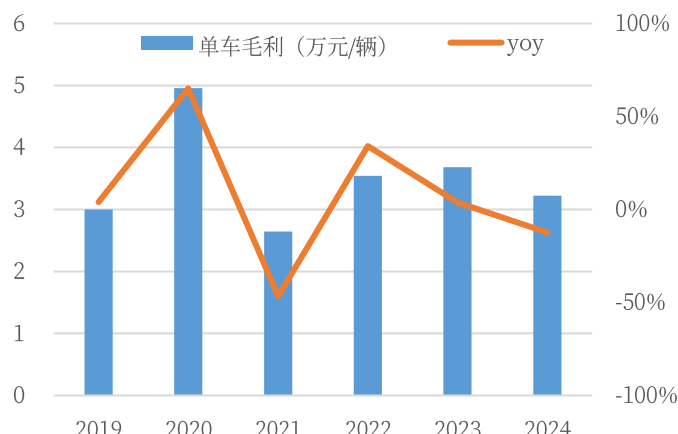
资料来源: Clean Technica, 中航证券研究所

图2 2024 年公司国内市占率升至 34.1%（万辆）


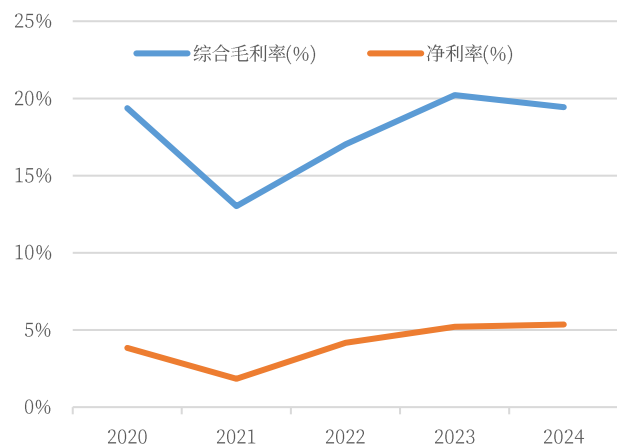
资料来源: 乘联会, 中航证券研究所

图3 2024 年比亚迪海外销量&市占率双升（辆）


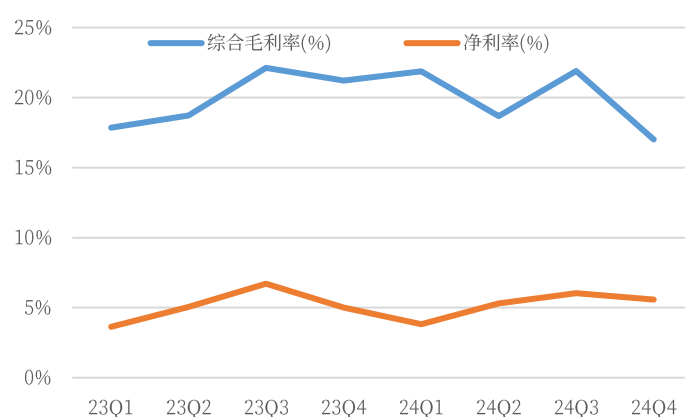
资料来源: Clean Technica, 中航证券研究所

图4 单车盈利情况企稳（万元/辆，不考虑会计准则变更）


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

图5 自 2021 年开始公司盈利能力逐年上升


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

图6 公司季度盈利呈稳步上升趋势（24Q4 会计准则变更）


资料来源: 公司公告, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	109094	102739	306002	483647	679844	营业收入	602315	777102	1016648	1252960	1457941
应收票据及账款	70091	74159	91916	109849	119831	营业成本	480558	626047	820898	1006678	1169709
预付账款	2215	3974	9551	11771	13697	税金及附加	10350	14752	18064	22263	25905
其他应收款	2758	3616	4655	5737	6676	销售费用	25211	24085	20333	25059	27701
存货	87677	116036	146187	173755	198690	管理费用	13462	18645	23383	28818	33533
其他流动资产	30286	70048	76370	84666	91862	研发费用	39575	53195	68115	83948	97682
流动资产总计	302121	370572	634682	869425	1110600	财务费用	-1475	1216	344	-772	-1647
长期股权投资	17647	19082	19769	20456	21143	资产减值损失	-2188	-3872	-4067	-4385	-4374
固定资产	240583	272862	294796	300541	290099	信用减值损失	-1580	-1553	-2033	-2506	-2916
在建工程	34726	19954	16629	13303	9977	其他经营损益	-0	0	0	0	0
无形资产	37236	38424	27238	16039	4825	投资收益	1635	2291	1045	1045	1045
长期待摊费用	4063	5007	2503	0	0	公允价值变动损益	258	532	0	0	0
其他非流动资产	43171	57454	53684	53599	53515	资产处置收益	90	-127	-16	-16	-16
非流动资产合计	377426	412784	414619	403938	379559	其他收益	5253	14052	7009	7009	7009
资产总计	679548	783356	1049301	1273363	1490159	营业利润	38103	50486	67449	88113	105808
短期借款	18323	12103	0	0	0	营业外收入	711	1252	830	830	830
应付票据及账款	198483	244027	331494	406515	472350	营业外支出	1546	2057	1531	1531	1531
其他流动负债	236860	239854	383385	470576	546891	其他非经营损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	453667	495985	714879	877092	1019242	利润总额	37269	49681	66748	87412	105107
长期借款	20822	18134	14705	10446	5602	所得税	5925	8093	10715	14032	16872
其他非流动负债	54597	70549	70549	70549	70549	净利润	31344	41588	56033	73380	88235
非流动负债合计	75419	88682	85254	80995	76150	少数股东损益	1303	1334	2526	3307	3977
负债合计	529086	584668	800133	958087	1095392	归属母公司净利润	30041	40254	53508	70073	84258
股本	2911	2909	2909	2909	2909	EBITDA	79344	117802	162258	198008	228526
资本公积	62042	60679	60679	60679	60679	NOPLAT	28776	39867	57039	73448	87569
留存收益	73857	121662	169617	232418	307931	EPS (元)	10	13	18	23	28
归属母公司权益	138810	185251	233206	296006	371520	主要财务比率					
少数股东权益	11652	13437	15963	19270	23247						
股东权益合计	150462	198688	249168	315276	394767	会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债和股东权益	679548	783356	1049301	1273363	1490159	成长能力					
现金流量表						营收增长率	42%	29%	31%	23%	16%
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营业利润增长率率	77%	32%	34%	31%	20%
税后经营利润	31344	41588	49874	67221	82075	EBIT 增长率	84%	42%	32%	29%	19%
折旧与摊销	43550	66905	95166	111368	125066	EBITDA 增长率	99%	48%	38%	22%	15%
财务费用	-1475	1216	344	-772	-1647	归母净利润增长率	81%	34%	33%	31%	20%
投资损失	-1635	-2291	-1045	-1045	-1045	经营现金流增长率	21%	-21%	144%	-11%	7%
营运资金变动	92494	21471	169889	105114	97172	盈利能力					
其他经营现金流	5444	4564	11038	7353	7353	毛利率	20%	19%	19%	20%	20%
经营性现金净流	169723	133452	325267	289239	308974	净利率	5%	5%	6%	6%	6%
资本支出	96412	81408	100000	100000	100000	营业利润率	6%	6%	7%	7%	7%
长期投资	-16163	-3663	0	0	0	ROE	22%	22%	23%	24%	23%
其他投资现金流	-13089	-44012	-574	-835	-835	ROA	4%	5%	5%	6%	6%
投资性现金净流	-125664	-129082	-100574	-100835	-100835	ROIC	29%	32%	37%	937%	-104%
短期借款	13170	-6220	-12103	0	0	估值倍数					
长期借款	10611	-2689	-3429	-4259	-4845	P/E	36	27	20	16	13
普通股增加	0	-2	0	0	0	P/S	2	1	1	1	1
资本公积增加	336	-1362	0	0	0	P/B	8	6	5	4	3
其他筹资现金流	-11300	5	-5897	-6500	-7097	股息率	0.5%	0.0%	0.5%	0.7%	0.8%
筹资性现金净流	12817	-10268	-21429	-10759	-11942	EV/EBIT	16	16	13	8	5
现金流量净额	57327	-6257	203264	177644	196197	EV/EBITDA	7	7	5	4	2
						EV/NOPLAT	19	20	15	10	6

数据来源: iFinD, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

增持: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 5%~10%之间。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~+5%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

陈艺丹, 18611188969, chenyd@avicsec.com, S0640125020003

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637