

比亚迪 (002594)

3月销量同比高增，腾势持续强劲增长

买入 (维持)

2023年04月03日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书: S0600121070056

liuxt@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	424,061	575,141	684,077	810,425
同比	96%	36%	19%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	16,622	25,743	33,694	44,478
同比	446%	55%	31%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	8.84	11.57	15.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	44.84	28.95	22.12	16.76

关键词: #产能扩张

投资要点

- **3月比亚迪新能源汽车销量同比高增，出口环比下滑。**根据产销快报，比亚迪3月新能源汽车销量为20.71万辆，同环比+97%/+7%，其中新能源乘用车出口13312辆，环比-11.3%，1-3月累计销量为55.21万辆，同比增长93%，1-3月累计出口约3.9万辆。3月产量为20.98万辆，同环比+97%/+3%，1-3月累计产量为56.72万辆，同比增长97%。
- **纯电份额环比提升，腾势品牌持续强劲增长。**3月比亚迪插混乘用车销量为10.34万辆，同环比+104%/+2%，占比50.2%，同比+2pct，环比-3pct，1-3月累计销量28.33万辆，累计同比增长100%；纯电乘用车销量为10.27万辆，同环比+91%/+13%，占比49.8%，同比-2pct，环比+3pct，1-3月累计销量26.46万辆，累计同比增长85%。王朝、海洋车型3月销19.57万辆，同比增长87.6%；腾势品牌3月销10398辆，环比增长42%。
- **23年新车型推出叠加出口贡献增量，预计销量300万辆左右，同增60%+。**23Q1公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌，年内有望推出海狮、腾势N7、宋PLUS改款等车型，预计2023年比亚迪将实现从十万元至百万元车型的全覆盖。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长，我们预计2023年比亚迪新能源车销量300万辆左右，同增60%+，其中出口约20万辆。
- **电池装机量同比高增，全年出货预计翻番以上增长。**2023年3月动力和储能电池装机9.89GWh，同环比+85%/+10%，1-3月累计装机26.99GWh，同比增长83%。受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计23年公司电池产量超200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货30gwh，同增150%，贡献显著增量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司销量持续高增，我们维持公司2023-2025年归母净利润预测257/337/445亿元，同增55%/31%/32%，对应PE29x/22x/17x，给予2023年35倍PE，目标价309元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	256.02
一年最低/最高价	218.81/358.86
市净率(倍)	6.71
流通A股市值(百万元)	298,203.03
总市值(百万元)	745,310.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	38.14
资产负债率(% ,LF)	75.42
总股本(百万股)	2,911.14
流通A股(百万股)	1,164.76

相关研究

《比亚迪(002594): 2022年报点评: 业绩符合市场预期, 单车盈利同比高增》

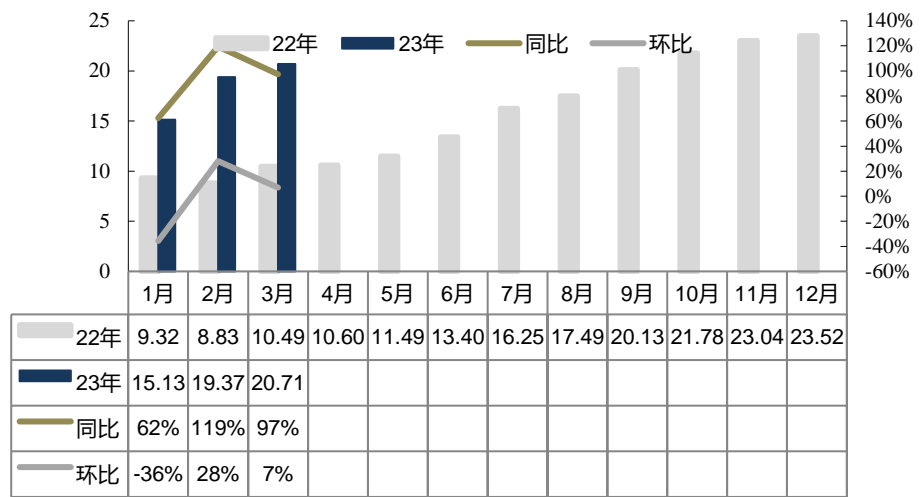
2023-03-29

《比亚迪(002594): 2月销量显著恢复, 出口再创新高》

2023-03-02

3月比亚迪新能源汽车销量同比高增，出口环比下滑。根据公司产销快报，比亚迪3月新能源汽车销量为20.71万辆，同环比+97%/+7%，其中新能源乘用车出口13312辆，环比-11.3%，1-3月累计销量为55.21万辆，同比增长93%，1-3月累计出口约3.9万辆。3月产量为20.98万辆，同环比+97%/+3%，1-3月累计产量为56.72万辆，同比增长97%。

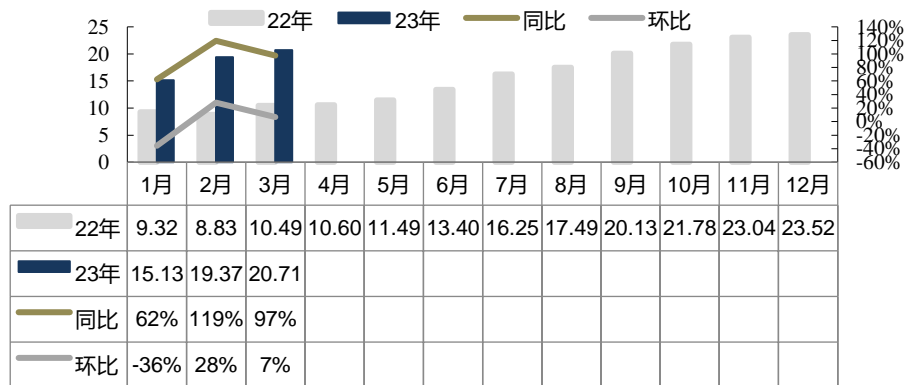
图1: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源: 公司产销快报, 东吴证券研究所

公司新能源乘用车实现同比高增，商用车环比显著下滑。新能源乘用车3月销量为20.61万辆，同环比+98%/+8%，1-3月累计销量54.79万辆，累计同比增长92%；3月产量为20.88万辆，同环比+97%/+4%，1-3月累计产量为56.29万辆，累计同比增长97%。新能源商用车3月销量为991辆，同环比+84%/-50%，1-3月累计销量为4159辆，累计同比增长161%。

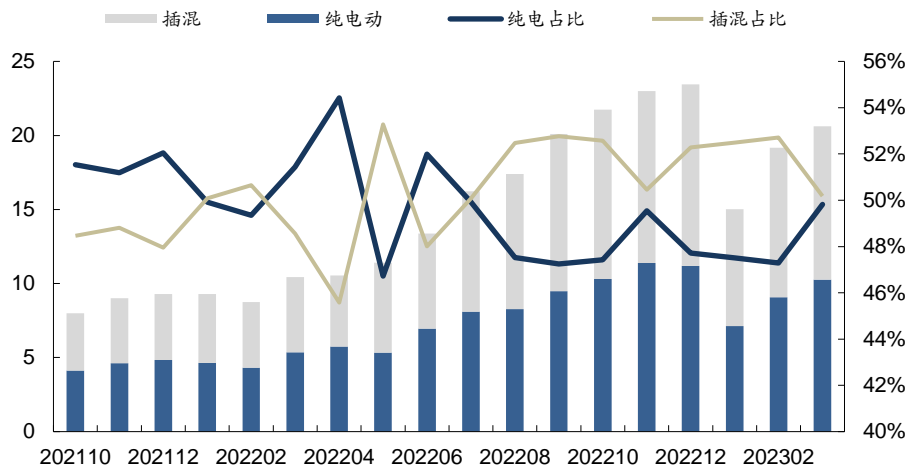
图2: 比亚迪新能源乘用车销量 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

纯电份额环比提升，腾势品牌持续强劲增长。3月比亚迪插混乘用车销量为10.34万辆，同环比+104%/+2%，占比50.2%，同比+2pct，环比-3pct，1-3月累计销量28.33万辆，累计同比增长100%；纯电乘用车销量为10.27万辆，同环比+91%/+13%，占比49.8%，同比-2pct，环比+3pct，1-3月累计销量26.46万辆，累计同比增长85%。王朝、海洋车型3月销19.57万辆，同比增长87.6%；腾势品牌3月销10398辆，环比增长42%。

图3: 比亚迪新能源乘用车动力结构 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 比亚迪主要车型销量 (辆)

车型	202207	202208	202209	202210	202211	202212	202301	202302	同比	环比	2023年累计
合计	162214	173977	200973	217518	226151	150164	150164	191664	119%	28%	341828
纯电车型	比亚迪汉	13106	13191	13230	13293	13383	13438	5761	-36%	2%	11277
	比亚迪秦	15297	15270	15063	14664	15692	13626	9098	12%	27%	20638
	比亚迪元	22172	18265	23503	27548	29402	29468	23231	275%	45%	56843
	比亚迪海豚	21005	23469	24956	25336	26063	26074	17629	167%	30%	40490
	比亚迪宋	5625	5688	5951	6066	6999	8391	7181	95%	1%	14403
	比亚迪唐	3180	2668	2750	2863	3249	3322	1192	212%	5%	2438
	比亚迪海豹		1726	7473	11267	15336	15378	6618		17%	14372
EV合计	80991	82678	94941	103157	110124	111939	71338	90639	110%	27%	161977
插混车型	比亚迪宋	33072	36812	40524	50777	57146	61688	42684	137%	6%	87862
	比亚迪秦	18817	24242	24452	20006	12628	12580	5087	33%	274%	24087
	比亚迪唐	8608	8147	12308	14298	16771	16843	7698	8%	40%	18481
	比亚迪汉	12743	12812	18267	18321	18403	16605	6639	1803%	0%	13282
	宋MAX	435	561	1380	1498	1596	1029	493	61%	104%	1500
	驱逐舰05	7548	8725	9101	9111	6032	6107	4966		0%	9936
	腾势D9				350	3451	6002	6216	7015		13%
PHEV合计	81223	91299	106032	114361	116027	122659	78826	101025	128%	28%	179851

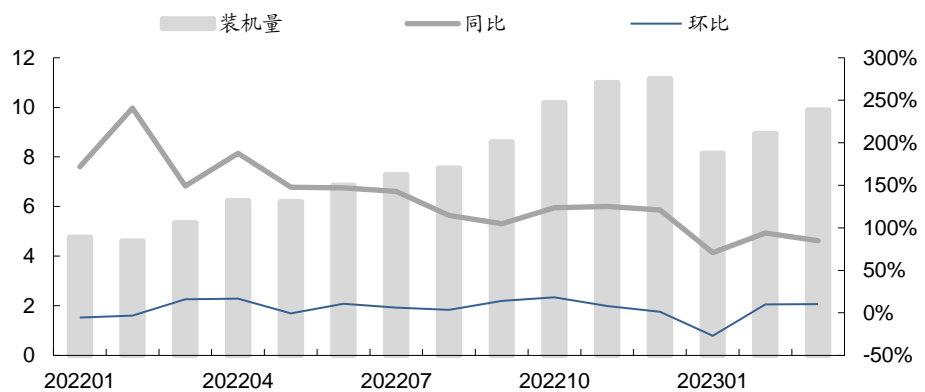
数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

23年新车型推出叠加出口贡献增量, 预计销量300万辆左右, 同增60%+。既有

车型中,腾势 D9 于 2022 年 8 月上市,年内累计获得超 5 万辆订单,销量表现亮眼;2022 年 7 月推出基于 e 平台 3.0 的比亚迪海豹车型,迅速放量, Q4 销量达 4.20 万辆。展望 2023 年, 23Q1 公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌,年内有望推出海狮、腾势 N7、宋 PLUS 改款等车型,预计 2023 年比亚迪将实现从十万元至百万元车型的全覆盖。此外,公司积极推进海外市场布局,比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场,同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国,海外市场放量助力销量增长,我们预计 2023 年比亚迪新能源车销量 300 万辆左右,同增 60%+,其中出口约 20 万辆。

电池装机量同比高增, 23 年出货预计翻番以上增长。根据比亚迪产销快报,2023 年 3 月动力和储能电池装机 9.89GWh, 同环比+85%/+10%, 1-3 月累计装机 26.99GWh, 同比增长 83%; 受益于欧洲户储及全球大电站项目, 预计 23 年公司电池产量超 200gwh, 同比翻倍以上增长, 其中储能电池出货 30gwh, 同增 150%, 贡献明显增量。

图5: 公司动力及储能电池月度装机电量 (gwh)



数据来源: 公司产销快报, 东吴证券研究所

刀片电池产能顺利释放, 电池外供持续推进。公司刀片电池具备显著优势, 第二代刀片成组后能量密度达到 150Wh/kg, 公司预计 2025 年可实现能量密度大于 180Wh/kg, 比亚迪纯电动全系已换装刀片电池。公司电池产能加速扩张, 随着盐城、济南、无为等基地陆续投产, 我们预计 2022 年底公司电池产能超 200gwh。此外, 公司加速动力业务开放, 已成功配套长安一款纯电、金康两款插电、北汽一款插电和多款专用车。同时, 与北美大客户合作顺利, 后续放量可期; 与丰田成立比亚迪丰田电动车科技有限公司, 加大新能源乘用车领域合作, 并与日野自动车株式会社签订战略商业联盟协议, 拟成立合资公司共同开发纯电动商用车及电动车零部件, 我们预计公司在海外客户上将实现进一步的突破。

投资建议: 考虑公司销量持续高增, 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测

257/337/445 亿元,同增 55%/31%/32%,对应 PE29x/22x/17x,给予 2023 年 35 倍 PE,目标价 309 元,维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期、原材料价格波动等。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	240,804	385,647	452,917	531,034	营业总收入	424,061	575,141	684,077	810,425
货币资金及交易性金融资产	72,098	106,898	123,248	142,211	营业成本(含金融类)	351,816	478,933	571,298	679,041
经营性应收款项	59,946	122,370	145,546	172,450	税金及附加	7,267	9,856	11,723	13,888
存货	79,107	118,093	140,868	167,435	销售费用	15,061	17,254	17,102	19,045
合同资产	13,553	20,130	23,943	28,365	管理费用	10,007	12,653	14,366	16,208
其他流动资产	16,099	18,155	19,312	20,574	研发费用	18,654	23,006	23,943	24,313
非流动资产	253,057	283,099	319,111	356,811	财务费用	-1,618	3,274	6,252	6,304
长期股权投资	15,485	16,485	17,485	18,485	加:其他收益	1,721	4,601	5,473	6,483
固定资产及使用权资产	135,018	159,111	184,124	215,825	投资净收益	-792	-1,074	-1,277	-1,513
在建工程	44,622	49,622	54,622	54,622	公允价值变动	126	0	10	10
无形资产	23,223	23,172	28,172	33,172	减值损失	-2,376	-1,800	-2,050	-2,300
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	-11	58	68	81
长期待摊费用	458	458	457	456	营业利润	21,542	31,949	41,617	54,387
其他非流动资产	34,185	34,185	34,185	34,185	营业外净收支	-462	100	110	121
资产总计	493,861	668,745	772,028	887,845	利润总额	21,080	32,049	41,727	54,508
流动负债	333,345	480,895	551,142	623,931	减:所得税	3,367	4,807	6,259	8,176
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,618	153,108	160,519	160,101	净利润	17,713	27,241	35,468	46,332
经营性应付款项	143,766	195,711	233,455	277,483	减:少数股东损益	1,091	1,498	1,773	1,853
合同负债	35,517	33,525	39,991	47,533	归属母公司净利润	16,622	25,743	33,694	44,478
其他流动负债	142,444	98,551	117,177	138,814	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	8.84	11.57	15.28
非流动负债	39,126	39,126	39,126	39,126	EBIT	21,153	33,439	45,645	57,929
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	EBITDA	41,523	51,699	62,933	78,529
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.04	16.73	16.49	16.21
租赁负债	2,617	2,617	2,617	2,617	归母净利率(%)	3.92	4.48	4.93	5.49
其他非流动负债	28,915	28,915	28,915	28,915	收入增长率(%)	96.20	35.63	18.94	18.47
负债合计	372,471	520,021	590,268	663,057	归母净利润增长率(%)	445.86	54.87	30.89	32.00
归属母公司股东权益	111,029	136,865	168,127	209,302					
少数股东权益	10,361	11,859	13,632	15,485					
所有者权益合计	121,390	148,724	181,759	224,788					
负债和股东权益	493,861	668,745	772,028	887,845					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	140,838	-53,446	73,085	89,849	每股净资产(元)	38.14	47.01	57.75	71.90
投资活动现金流	-120,596	-49,219	-54,399	-59,611	最新发行在外股份(百万股)	2,911	2,911	2,911	2,911
筹资活动现金流	-19,489	137,464	-2,346	-11,285	ROIC(%)	12.57	12.49	11.68	13.17
现金净增加额	1,363	34,800	16,340	18,952	ROE-摊薄(%)	14.97	18.81	20.04	21.25
折旧和摊销	20,370	18,260	17,288	20,600	资产负债率(%)	75.42	77.76	76.46	74.68
资本开支	-97,189	-47,142	-52,122	-57,098	P/E(现价&最新股本摊薄)	44.84	28.95	22.12	16.76
营运资本变动	98,418	-59,333	-7,004	-7,923	P/B(现价)	6.71	5.45	4.43	3.56

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

