

# 比亚迪 (002594)

## 2023 年一季报点评：业绩略好于市场预期， 单车盈利高位维持

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 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 阮巧燕

执业证书：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@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

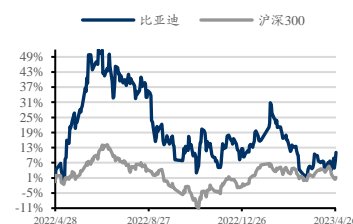
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	424,061	575,141	684,077	810,425
同比	96%	36%	19%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	16,622	28,386	36,058	45,185
同比	446%	71%	27%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	9.75	12.39	15.52
P/E (现价&最新股本摊薄)	45.35	26.55	20.90	16.68

关键词：#业绩超预期

### 投资要点

- **23Q1 归母净利 41 亿元，略好于市场预期。**公司 Q1 营收 1202 亿元，同环比+80%/-23%；归母净利润 41 亿元，同环+411%/-44%，扣非归母 36 亿元，同环比+594%/-51%，毛利率 17.9%，同环比+5.5/-1.1pct，归母净利率 3.4%，同环比+2.2/-1.2pct，略好于市场预期。
- **Q1 电车销量同比高增，出口表现亮眼。**Q1 公司电动车销 55.2 万辆，同增 93.5%，环降 19.2%，其中出口 3.9 万辆。Q1 纯电动销 27 万辆，同环比+86%/-19%；插混销 28 万辆，同环比+101%/-20%。23 年推出仰望 U8/U9、海狮、腾势 N7、宋 PLUS 改款等新车型，且海外市场贡献增量，我们预计 2023 年比亚迪电动车销量 300 万辆左右，同增 60%+，其中出口预计 20 万辆。
- **Q1 单车盈利好于预期，23 年有望维持 8000 元左右。**23Q1 单车利润约 7500 元，环降 30%，系 2 月、3 月两次降价叠加补贴退坡所致。看 23 年，我们测算补贴退坡预计影响单车盈利 8000 元左右，老产线折旧年限缩短预计增加近 1000 元的单车成本，同时供应商降价 3-5%，碳酸锂后续跌价将持续推动电池成本下降，有效对冲补贴退坡及售价下降，综合考虑，我们预计 23 年单车盈利有望达 8000 元左右。
- **Q1 电池装机量同比高增，23 年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。**Q1 动力和储能电池装机 27GWh，同环比+83%/-17%。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 30-40GWh，同增 150%+。
- **需求增速放缓致存货显著增长，经营活动现金流亮眼。**Q1 期间费用合计 143 亿元，同环比+139%/-15%，期间费用率为 11.9%，同环比+3.0/-1.1pct，计提资产减值损失 4.9 亿元。Q1 末公司存货 883 亿元，较年初增长 104%，系需求增速放缓后库存增加所致；经营活动净现金流净额 145 亿元，同增 21%；账面现金为 563 亿元，较年初增长 11.6%，短期借款 157 亿元，较年初增长 53.9%
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司销量持续高增，我们上调 2023-2025 年归母净利润至 284/361/452 亿元 (原预测值为 257/337/445 亿元)，同增 71%/27%/25%，对应 PE27/21/17x，给予 23 年 35 倍 PE，目标价 341 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧、电动车销量不及预期

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	258.92
一年最低/最高价	222.28/358.86
市净率(倍)	6.52
流通 A 股市值(百万元)	301,580.85
总市值(百万元)	753,753.11

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	39.70
资产负债率(% LF)	76.95
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): 3 月销量同比高增，腾势持续强劲增长》

2023-04-03

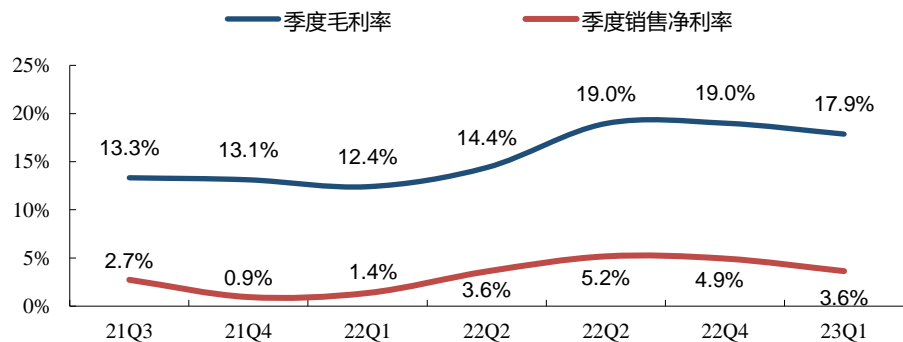
2023年Q1公司实现归母净利润41.3亿元，略好于市场预期。23年Q1公司实现营收1201.74亿元，同比增加79.83%，环比减少23.15%；归母净利润41.3亿元，同比增长410.89%，环比减少43.51%，扣非归母净利润35.65亿元，同比增长593.68%，环比增长-50.98%。盈利能力方面，Q1毛利率为17.86%，同比增长5.46pct，环比减少1.13pct；归母净利率3.44%，同比增长2.23pct，环比减少1.24pct；Q1扣非净利率2.97%，同比提升2.2pct，环比减少1.68pct，略好于市场预期。

图1: 分季度业绩情况

	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1
营业收入(百万)	120,173.6	156,372.8	117,080.6	83,782.1	66,825.2
-同比	79.83%	120.40%	115.59%	67.92%	63.02%
毛利率	17.86%	19.00%	18.96%	14.39%	12.40%
归母净利润(百万)	4,130.1	7,311.0	5,716.2	2,786.9	808.4
-同比	410.89%	1114.30%	350.26%	197.67%	240.59%
归母净利率	3.44%	4.68%	4.88%	3.33%	1.21%
扣非归母净利润(百万)	3,565.1	7,273.2	5,335.22	2,515.47	513.94
-同比	593.68%	1875.25%	930.48%	458.60%	729.44%
扣非归母净利率	2.97%	4.65%	4.56%	3.00%	0.77%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

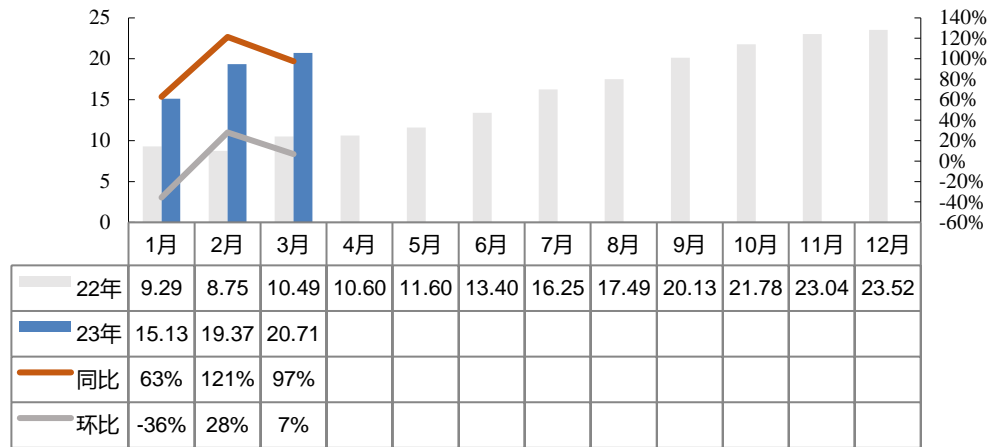
图2: 分季度毛利率和销售净利率(%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q1公司电动车销量同比高增，出口表现亮眼。Q1公司电动车销55.2万辆，同增93.5%，环比22Q4的68.3万辆减少19.2%，销量维持强劲动力，出口持续增长，Q1出口3.87万辆。Q1纯电动乘用车销26.65万辆，同比增长86%，环比下降19%；插混乘用车销28.42万辆，同比增长101%，环比下降20%。

图3: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 比亚迪分类别销量

	2023年3月	月度同比	月度环比	23年一季度	季度同比	季度环比
新能源汽车	209823	100.06%	8.35%	554819	93.77%	-18.82%
—乘用车	208832	100.15%	8.96%	550660	93.39%	-19.27%
纯电动	104476	94.69%	15.27%	266453	86.04%	-19.01%
插混	104356	105.94%	3.30%	284207	100.83%	-19.50%
—商用车	991	83.52%	-50.23%	4159	161.24%	200.94%
—客车	349	-14.88%	48.51%	743	-39.94%	-18.35%
—其他	642	393.85%	-63.44%	3416	862.25%	623.73%

数据来源: 公司公告, 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%+。23Q1 公司发布基于易四方技术的“仰望”品牌, 23 年推出仰望 U8/U9、海狮、腾势 N7、宋 PLUS 改款等新车型, 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。

图5: 比亚迪新车型规划

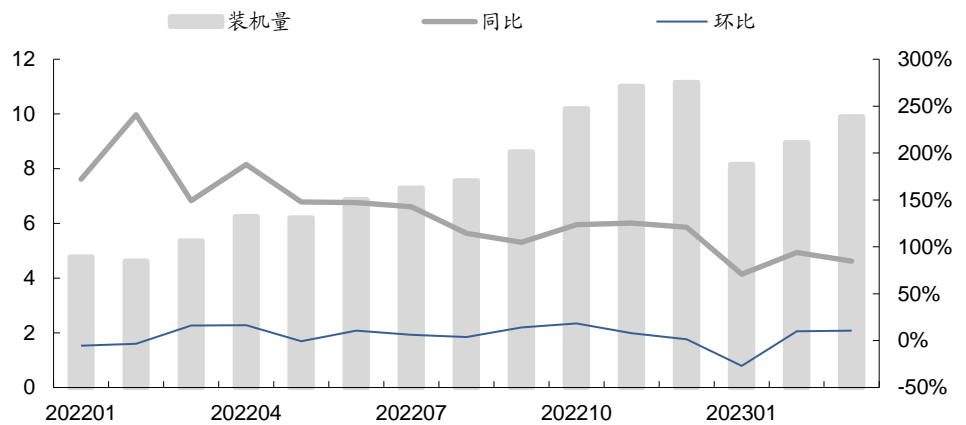
车型	动力类型	价格	类型	上市时间
海狮	EV	20-25万	SUV	2023年
仰望U8/U9	EV/PHEV	百万级	越野SUV	2023年H2
腾势N7	EV/PHEV	30-45万	-	2023年
海鸥	EV	6-8万	A00级微型车	已于23年4月上市
宋L	PHEV	-	SUV	2023年
夏	PHEV	待定	MPV	2023年H2
驱逐舰07	PHEV	20-20万	B+级轿车	2023Q3

数据来源: 工信部申报目录, 东吴证券研究所

**Q1 单车盈利好于预期，23 年有望维持 8000 元左右。**23Q1 单车利润约 7500 元，环降 30%，系 2 月、3 月两次降价叠加补贴退坡所致。看 23 年，我们测算补贴退坡预计影响单车盈利 8000 元左右，老产线折旧年限缩短预计增加近 1000 元的单车成本，同时供应商降价 3-5%，碳酸锂后续跌价将持续推动电池成本下降，有效对冲补贴退坡及售价下降，综合考虑，我们预计 23 年单车盈利有望达 8000 元左右。

**Q1 电池装机量同比高增，23 年出货预计翻番以上增长，储能贡献显著增量。**Q1 动力和储能电池装机 27GWh，同环比+83%/+17%。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 30-40GWh，同增 150%+。

图6：比亚迪动力电池装机量（单位：GWh）



数据来源：比亚迪产销快报，东吴证券研究所

**费用率同比提升，研发费用率同环比增长。**2023Q1 期间费用合计 142.58 亿元，同增 139.23%，环减 15.18%，期间费用率为 11.86%，同增 2.95pct，环减 1.12pct；销售费用 46.48 亿元，销售费用率 3.87%，同增 0.91pct，环增 0.22pct；管理费用 33.66 亿元，管理费用率 2.8%，同增 0.25pct，环增 0.5pct；财务费用 0.06 亿元，财务费用率 0%，同增 0.13pct，环增 0.18pct；研发费用 62.38 亿元，研发费用率 5.19%，同增 1.66pct，环增 0.21pct。公司 23Q1 计提资产减值损失 4.92 亿元，计提信用减值损失 2.3 亿元。

图7：分季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
销售费用	1,978	2,744	4,633	5,705	4,648
-销售费用率	2.96%	3.28%	3.96%	3.65%	3.87%
管理费用	1,702	1,969	2,739	3,598	3,366
-管理费用率	2.55%	2.35%	2.34%	2.30%	2.80%
研发费用	2,361	3,064	5,446	7,784	6,238
-研发费用率	3.53%	3.66%	4.65%	4.98%	5.19%
财务费用	-81	-817	-441	-278	6
-财务费用率	-0.12%	-0.98%	-0.38%	-0.18%	0.00%
期间费用	5,960	6,959	12,377	16,809	14,258
-期间费用率	8.92%	8.31%	10.57%	10.75%	11.86%
资产减值损失	-233	-199	-467	-488	-492
信用减值损失	-37	-191	-320	-441	-230

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**需求增速放缓致存货显著增长，经营活动现金流亮眼。**2023年Q1公司存货为882.79亿元，较年初增长103.62%，系需求增速放缓后库存增加所致；应收账款390.31亿元，较年初增长7.67%；期末公司合同负债253.05亿元，较年初增长69.46%。23年Q1公司经营活动净现金流净额为144.66亿元，同比上升21.22%；投资活动净现金流净额为-226.97亿元，同比下降80.19%；账面现金为562.83亿元，较年初增长11.55%，短期借款157.01亿元，较年初增长53.87%。

**盈利预测和投资评级：**考虑公司销量持续高增，我们上调2023-2025年归母净利润至284/361/452亿元（原预测值为257/337/445亿元），同增71%/27%/25%，对应PE27/21/17x，给予23年35倍PE，目标价341元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、电动车销量不及预期。

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
<b>流动资产</b>	<b>240,804</b>	<b>384,810</b>	<b>452,194</b>	<b>530,860</b>	<b>营业总收入</b>	<b>424,061</b>	<b>575,141</b>	<b>684,077</b>	<b>810,425</b>
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	475,672	568,479	678,363
经营性应收款项	59,946	122,338	145,518	172,443	税金及附加	7,267	9,856	11,723	13,888
存货	79,107	117,289	140,173	167,268	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
<b>非流动资产</b>	<b>253,057</b>	<b>283,099</b>	<b>319,111</b>	<b>356,811</b>	财务费用	-1,618	3,245	6,144	6,116
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	<b>营业利润</b>	<b>21,542</b>	<b>35,239</b>	<b>44,544</b>	<b>55,253</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>493,861</b>	<b>667,909</b>	<b>771,304</b>	<b>887,671</b>	<b>利润总额</b>	<b>21,080</b>	<b>35,339</b>	<b>44,654</b>	<b>55,374</b>
<b>流动负债</b>	<b>333,345</b>	<b>477,262</b>	<b>545,347</b>	<b>618,013</b>	减:所得税	3,367	5,301	6,698	8,306
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,618	151,636	156,593	154,632	<b>净利润</b>	<b>17,713</b>	<b>30,038</b>	<b>37,956</b>	<b>47,068</b>
经营性应付款项	143,766	194,378	232,303	277,206	减:少数股东损益	1,091	1,652	1,898	1,883
合同负债	35,517	33,297	39,794	47,485	<b>归属母公司净利润</b>	<b>16,622</b>	<b>28,386</b>	<b>36,058</b>	<b>45,185</b>
其他流动负债	142,444	97,950	116,658	138,689	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	9.75	12.39	15.52
非流动负债	39,126	39,126	39,126	39,126	EBIT	21,153	36,699	48,464	58,607
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	EBITDA	41,523	54,959	65,752	79,207
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.04	17.29	16.90	16.30
租赁负债	2,617	2,617	2,617	2,617	归母净利率(%)	3.92	4.94	5.27	5.58
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
<b>负债合计</b>	<b>372,471</b>	<b>516,388</b>	<b>584,473</b>	<b>657,139</b>	归母净利润增长率(%)	445.86	70.77	27.03	25.31
归属母公司股东权益	111,029	139,508	172,921	214,739					
少数股东权益	10,361	12,013	13,910	15,793					
<b>所有者权益合计</b>	<b>121,390</b>	<b>151,521</b>	<b>186,831</b>	<b>230,532</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>493,861</b>	<b>667,909</b>	<b>771,304</b>	<b>887,671</b>					

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	-52,003	75,644	91,267	每股净资产(元)	38.14	47.92	59.40	73.76
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	136,022	-4,905	-12,703	ROIC(%)	12.57	13.66	12.35	13.30
现金净增加额	1,363	34,800	16,340	18,952	ROE-摊薄(%)	14.97	20.35	20.85	21.04
折旧和摊销	20,370	18,260	17,288	20,600	资产负债率(%)	75.42	77.31	75.78	74.03
资本开支	-97,189	-47,142	-52,122	-57,098	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.35	26.55	20.90	16.68
营运资本变动	98,418	-60,057	-6,906	-7,448	P/B(现价)	6.79	5.40	4.36	3.51

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>

