

23Q2 盈利超预期 高端化加速

比亚迪(002594)系列点评六十三

事件概述

公司发布 2023 年半年度业绩预告：预计 2023 上半年公司归母净利润 105-117 亿元，同比+192.1%-225.4%；扣非净利润为 93-103 亿元，同比+207.0%-240.0%。

其中，2023Q2 公司归母净利润为 64-76 亿元，同比+128.6%-171.6%；扣非净利润为 57-67 亿元，同比+128.0%-167.7%。

分析判断：

► 业绩高增 单车盈利再突破

Q2 盈利高增，汽车业绩加速兑现。公司 Q2 批发 70.4 万辆，其中乘用车 70.0 万辆，同比+98.1%，环比+27.8%。按照半年度业绩预告中枢值计算，23Q2 实现归母净利润 69.7 亿元，同比+150.1%，环比+68.8%；23Q2 实现扣非净利润 62.3 亿元，同比+147.9%，环比+74.9%，业绩高增。

规模效应及高端化共振，单车盈利弹性彰显。根据比亚迪电子(0285.HK)公告，比亚迪电子 23H2 净利润为 13.6-15.6 亿元，按照半年度业绩预告中枢值计算，公司汽车业务 Q2 单车净利润达 0.90 万元，同比/环比分别+0.2/+0.2 万元。汽车业务量价齐升，业绩加速兑现。规模方面，整车重资产属性明显，随着销量快速提升，单车折旧及研发费用有望快速下降；高端化方面，腾势 D9、汉、唐、海豹等高价价值量车型持续放量，预计从结构端带动盈利提升。

► 自主基盘持续稳固 高端化持续发力

主力改款焕新，自主基盘持续稳固：秦 PLUS、汉 DMi/Dmp、宋 Pro Dmi、宋 PLUS、海豹等主力车型完成改款，展望下半年，海狮、海豹 DM-i 等新车有望上市，看好下半年海洋网发力，新能源乘用车加速上量，基盘持续稳固。

腾势 N7 开启交付，高端市场加速扩张：腾势 D9 今年 1-6 月销量 5.7 万辆，销售均价超 42 万，连续半年成为 30 万以上豪华 MPV 市场销量第一。N7 于 7 月中旬开始正式交付，根据新浪财经，预计 Q4 交付量稳定在 1 万辆左右，我们判断 2023 年全年腾势销量有望达 19-20 万辆，加速抢夺高端市场份额。

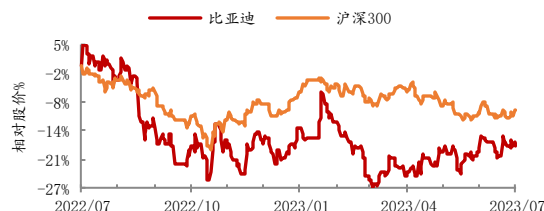
技术赋能高端，高端品牌矩阵完善：公司通过技术赋能高端化，后续方程豹（预计售价 40-60 万元）、仰望 U8 有望于 8 月上市，公司将形成腾势+方程豹+仰望的高端品牌矩阵，价格盈利双重向上。

► 乘用车加速出海 拓展全球化布局

海外市场持续推进，出口空间广阔。公司 2022 年加速开拓欧

评级及分析师信息

| | |
|--------------|---------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 264.41 |
| 股票代码： | 002594 |
| 52 周最高价/最低价： | 349.89/233.03 |
| 总市值(亿) | 7,697.35 |
| 自由流通市值(亿) | 3,079.75 |
| 自由流通股数(百万) | 1,164.76 |



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080006
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ)：腾势 N7 上市 强势发力高端
2023.07.04
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 6 月：销量再创新高 腾势 N7 上市在即
2023.07.03
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 5 月：销量再创新高 技术赋能高端
2023.06.02

洲、亚太、美洲等多个地区，2023年1-6月新能源乘用车出口74,289辆，占比5.9%。根据新华网，中证网，IT之家报道，目前，公司在全球多地有投资建厂规划：东南亚地区，泰国工厂将于2024年投产，计划产能15万辆；南美地区，公司今年7月宣布将投资约45亿元人民币在巴西建厂，计划乘用车年产能15万辆；欧洲地区，比亚迪在匈牙利有纯电大巴卡车工厂，并计划建立电池组装厂，投资超过2亿元人民币。考虑到公司产品力优势明显，我们判断公司出口新能源有望在欧洲、东南亚、南美迎来快速发展，2023年公司出口有望突破30万辆。

投资建议

公司依托 DM-i、E3.0 两大先进技术平台，技术升级驱动产品量价齐升，高端化路径清晰。同时公司垂直一体化供应链优势最大化抵御行业不可抗力影响。我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上。维持盈利预测，预计公司2023-2025年营收为6,511.8/7,987.4/9,067.8亿元，归母净利润为250.8/326.1/410.1亿元，对应的EPS为8.61/11.20/14.09元，对应2023年7月14日264.41元/股收盘价，PE分别为31/24/19倍，维持“买入”评级。

风险提示

产能扩张低于预期；车市下行风险；新车型销量不及预期。

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 216,142 | 424,061 | 651,180 | 798,742 | 906,775 |
| YoY (%) | 38.0% | 96.2% | 53.6% | 22.7% | 13.5% |
| 归母净利润(百万元) | 3,045 | 16,622 | 25,078 | 32,609 | 41,011 |
| YoY (%) | -28.1% | 445.9% | 50.9% | 30.0% | 25.8% |
| 毛利率 (%) | 13.0% | 17.0% | 16.1% | 16.7% | 17.4% |
| 每股收益(元) | 1.05 | 5.71 | 8.61 | 11.20 | 14.09 |
| ROE | 3.2% | 15.0% | 18.0% | 18.6% | 18.5% |
| 市盈率 | 252.77 | 46.31 | 30.69 | 23.61 | 18.77 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 1 比亚迪季度财务数据

| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
| 总营收 (亿元) | 668.3 | 837.8 | 1,170.8 | 1,563.7 | 1,201.7 | |
| YoY | 63.0% | 67.9% | 115.6% | 120.4% | 79.8% | |
| 汽车+电池 (亿元) | 458.9 | 610.2 | 896.2 | 1,203.4 | 938.0 | |
| YoY | 117.5% | 141.6% | 172.4% | 151.6% | 104.4% | |
| 比亚迪电子 (亿元) | 209.3 | 227.6 | 274.6 | 360.3 | 263.7 | |
| YoY | 5.2% | -7.6% | 28.3% | 55.8% | 26.0% | |
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
| 营业成本 (亿元) | 585.4 | 717.3 | 948.8 | 1,266.7 | 987.1 | |
| YoY | 63.4% | 65.1% | 101.6% | 105.5% | 68.6% | |
| 汽车+电池 (亿元) | 387.5 | 501.5 | 692.2 | 928.6 | 743.6 | |
| YoY | 125.0% | 143.5% | 154.4% | 132.5% | 91.9% | |
| 比亚迪电子 (亿元) | 197.9 | 215.8 | 256.7 | 338.0 | 243.4 | |
| YoY | 6.3% | -5.6% | 29.2% | 55.8% | 23.0% | |
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
| 毛利率 (%) | 12.4% | 14.4% | 19.0% | 19.0% | 17.9% | |
| YoY | -0.2pct | 1.5pct | 5.6pct | 5.9pct | 5.5pct | |
| 汽车+电池 (%) | 15.6% | 17.8% | 22.8% | 22.8% | 20.7% | |
| YoY | -2.8pct | -0.6pct | 5.5pct | 6.4pct | 5.2pct | |
| 比亚迪电子 (%) | 5.5% | 5.2% | 6.5% | 6.2% | 7.7% | |
| YoY | -1.0pct | -2.0pct | -0.7pct | 0.0pct | 2.2pct | |
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
| 归母净利润 (亿元) | 8.1 | 27.9 | 57.2 | 73.1 | 41.3 | 69.7 |
| YoY | 240.6% | 197.7% | 350.3% | 1114.3% | 410.9% | 150.1% |
| 汽车+电池 (亿元) | 6.9 | 24.9 | 53.2 | 69.0 | 38.3 | 63.1 |
| YoY | 334.7% | 542.9% | 471.0% | 1276.7% | 454.8% | 153.6% |
| 比亚迪电子 (归母口径, 亿元) | 1.2 | 3.0 | 4.0 | 4.1 | 3.0 | 6.6 |
| YoY | -77.7% | -45.7% | 17.4% | 305.5% | 154.9% | 120.8% |
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
| 净利润率 (%) | 1.2% | 3.3% | 4.9% | 4.7% | 3.4% | |
| YoY | 0.6pct | 1.4pct | 2.5pct | 3.8pct | 2.2pct | |
| 汽车+电池 (%) | 1.5% | 4.1% | 5.9% | 5.7% | 4.1% | |
| YoY | 2.9pct | 2.5pct | 3.1pct | 4.7pct | 2.6pct | |
| 比亚迪电子 (归母口径, %) | 0.6% | 1.3% | 1.4% | 1.1% | 1.1% | |
| YoY | -2.1pct | -0.9pct | -0.1pct | 0.7pct | 0.6pct | |
| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 2022Q4 | 2023Q1 | 2023Q2 |
| *单车 ASP (万元) | 15.84 | 17.27 | 16.68 | 17.64 | 17.12 | |
| YoY | -22.9% | -4.6% | 3.3% | 4.8% | 8.1% | |
| *单车净利润 (万元) | 0.24 | 0.70 | 0.99 | 1.01 | 0.70 | 0.90 |
| YoY | 183.2% | 153.8% | 116.5% | 473.5% | 193.4% | 28.0% |
| *单车扣非净利润 (万元) | 0.14 | 0.63 | 0.92 | 1.01 | 0.60 | 0.80 |
| YoY | 122.9% | -986.0% | 940.9% | 968.9% | 336.4% | 26.9% |
| *单车折旧及摊销 (万元) | | 1.20 | | 0.80 | | |
| YoY | | -43.1% | | -39.5% | 280.10 | |
| *单车研发费用 (万元) | | 0.61 | | 0.88 | | |
| YoY | | -2.1% | | 35.7% | | |

资料来源：懂车帝，汽车之家，华西证券研究所

注：单车指标包含电池、光伏、云轨等业务影响，单车数据为公司披露数据/销量计算得出，如有出入，以公司口径为准，2023Q2 数据根据业绩预告中极值计算

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 424,061 | 651,180 | 798,742 | 906,775 | 净利润 | 17,713 | 28,825 | 35,444 | 43,169 |
| YoY (%) | 96.2% | 53.6% | 22.7% | 13.5% | 折旧和摊销 | 20,370 | 15,407 | 19,614 | 22,471 |
| 营业成本 | 351,816 | 546,098 | 665,743 | 748,578 | 营运资金变动 | 98,812 | 79,034 | 65,134 | 42,650 |
| 营业税金及附加 | 7,267 | 9,117 | 11,582 | 16,775 | 经营活动现金流 | 140,838 | 127,096 | 123,514 | 112,859 |
| 销售费用 | 15,061 | 22,778 | 29,455 | 31,547 | 资本开支 | -97,189 | -90,112 | -98,606 | -95,910 |
| 管理费用 | 10,007 | 17,452 | 20,852 | 23,219 | 投资 | -10,463 | -13,200 | -11,047 | -10,329 |
| 财务费用 | -1,618 | -852 | -663 | -394 | 投资活动现金流 | -120,596 | -104,794 | -110,013 | -106,893 |
| 研发费用 | 18,654 | 26,373 | 32,974 | 36,981 | 股权募资 | 508 | 133 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -1,386 | -1,138 | -1,704 | -2,176 | 债务募资 | 27,636 | 12,347 | 1,000 | 6,000 |
| 投资收益 | -792 | -1,302 | -160 | -453 | 筹资活动现金流 | -19,489 | 11,131 | -936 | 3,684 |
| 营业利润 | 21,542 | 34,287 | 41,728 | 51,067 | 现金净流量 | 1,363 | 33,432 | 12,565 | 9,650 |
| 营业外收支 | -462 | -375 | -29 | -280 | 主要财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润总额 | 21,080 | 33,912 | 41,699 | 50,787 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 3,367 | 5,087 | 6,255 | 7,618 | 营业收入增长率 | 96.2% | 53.6% | 22.7% | 13.5% |
| 净利润 | 17,713 | 28,825 | 35,444 | 43,169 | 净利润增长率 | 445.9% | 50.9% | 30.0% | 25.8% |
| 归属于母公司净利润 | 16,622 | 25,078 | 32,609 | 41,011 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | 445.9% | 50.9% | 30.0% | 25.8% | 毛利率 | 17.0% | 16.1% | 16.7% | 17.4% |
| 每股收益 | 5.71 | 8.61 | 11.20 | 14.09 | 净利率 | 4.2% | 4.4% | 4.4% | 4.8% |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 总资产收益率 ROA | 3.4% | 3.6% | 3.9% | 4.2% |
| 货币资金 | 51,471 | 84,903 | 97,468 | 107,118 | 净资产收益率 ROE | 15.0% | 18.0% | 18.6% | 18.5% |
| 预付款项 | 8,224 | 9,340 | 13,474 | 13,977 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 79,107 | 123,841 | 150,547 | 169,438 | 流动比率 | 0.72 | 0.73 | 0.71 | 0.70 |
| 其他流动资产 | 102,001 | 140,225 | 167,182 | 183,392 | 速动比率 | 0.42 | 0.41 | 0.39 | 0.38 |
| 流动资产合计 | 240,804 | 358,309 | 428,671 | 473,926 | 现金比率 | 0.15 | 0.17 | 0.16 | 0.16 |
| 长期股权投资 | 15,485 | 15,485 | 15,485 | 15,485 | 资产负债率 | 75.4% | 77.8% | 77.2% | 75.1% |
| 固定资产 | 131,880 | 182,477 | 238,959 | 291,932 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 23,223 | 28,831 | 33,518 | 37,053 | 总资产周转率 | 0.86 | 0.94 | 0.95 | 0.94 |
| 非流动资产合计 | 253,057 | 330,899 | 414,084 | 492,147 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 493,861 | 689,208 | 842,755 | 966,073 | 每股收益 | 5.71 | 8.61 | 11.20 | 14.09 |
| 短期借款 | 5,153 | 12,000 | 15,000 | 18,000 | 每股净资产 | 38.14 | 47.80 | 60.33 | 76.06 |
| 应付账款及票据 | 143,766 | 226,709 | 274,936 | 309,685 | 每股经营现金流 | 48.38 | 43.66 | 42.43 | 38.77 |
| 其他流动负债 | 184,426 | 252,621 | 317,635 | 352,226 | 每股股利 | 0.00 | 0.12 | 0.17 | 0.22 |
| 流动负债合计 | 333,345 | 491,330 | 607,571 | 679,911 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 7,594 | 13,094 | 11,094 | 14,094 | PE | 46.31 | 30.69 | 23.61 | 18.77 |
| 其他长期负债 | 31,533 | 31,533 | 31,533 | 31,533 | PB | 6.74 | 5.53 | 4.38 | 3.48 |
| 非流动负债合计 | 39,126 | 44,626 | 42,626 | 45,626 | | | | | |
| 负债合计 | 372,471 | 535,956 | 650,197 | 725,538 | | | | | |
| 股本 | 2,911 | 3,044 | 3,044 | 3,044 | | | | | |
| 少数股东权益 | 10,361 | 14,108 | 16,943 | 19,102 | | | | | |
| 股东权益合计 | 121,390 | 153,251 | 192,559 | 240,536 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 493,861 | 689,208 | 842,755 | 966,073 | | | | | |

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。