

单车毛利大幅提升，出口稳步向上支撑业绩增长

核心观点：

● 事件

公司发布2023年中报，Q2公司实现营收1399.51亿元人民币，同/环比增速分别为67%/16%，归母净利润68.24亿元，同/环比增速分别为145%/65%。Q2公司毛利率为18.72%，净利率为4.88%。上半年公司总营收2601.24亿元，同比增长72.7%；归母净利润109.54亿元，同比增长204.7%，扣非归母净利润为96.95亿元，同比增长220.0%，实现基本每股收益3.77元。

● 我们的分析与判断

(一) 规模效应叠加原材料成本下行推动公司单车毛利大幅提升，销量端维持公司全年国内销量300万辆预期不变。2023年上半年，公司总销量为125.56万辆，同比+94.25%，其中新能源乘用车销售124.82万辆，同比+95.59%，Q2单季公司销售新能源乘用车70.02万辆，同比+98.13%，环比+27.80%。销量大幅提升是带动公司营收增长的核心动力，上半年公司汽车、汽车相关产品及其他产品实现营收2088.24亿元，同比增长91.11%，占总营收的比重同比提升7.73pct至80.28%。

2023年上半年，公司单车销售均价为16.63万元，同比微降1.62%，主要是由于公司为应对激烈的市场竞争，在王朝冠军版改款系列车型中大幅调低售价，同时公司高端车型腾势D9销量向好，对冲了部分产品降价影响。上半年公司汽车业务毛利率为20.67%，同比+4.37pct，受益于规模效应与碳酸锂价格下行，毛利率大幅提升。公司于近期成都车展发布唐家族冠军版车型与海豹DM-i版，产品延续了过往的综合性价比优势，有望复刻上半年秦、宋、汉改款车型销量佳绩，接力老款车型继续推动公司销量稳步提升，我们维持对公司全年国内销量300万辆的预测。

(二) 盈利能力强于特斯拉，彰显全球龙头风范。特斯拉Q1/Q2毛利率分别为19.3%/18.2%，上半年公司汽车业务毛利率20.67%，实现逆袭。公司上半年研发费用超越特斯拉，达到138.35亿元，同比+154.61%，截止2023年6月末，公司经营活动净现金流为819亿，同比+89%。公司各项财务指标在Q2均反超特斯拉，夯实龙头地位。

(三) 加速筹备海外建厂，出口连续9月保持万辆之上，全年出口有望突破20万辆。2023年是公司新能源乘用车出口元年，上半年公司累计出口7.43万辆，截止7月，公司单月出口销量已连续9个月维持在万辆之上，公司产品目前已进入澳大利亚、日本、欧洲等发达国家市场，并在泰国、巴西等地取得初步的市场拓展成果。近期，公司宣布拟投资45亿元在巴西建设乘用车和电池工厂，有望在海外市场继续复刻公司垂直供应链优势，自供电池等关键原材料以维持自身盈利水平，考虑到公司目前在全球多个新能源潜力市场所具备的市场影响力，预期公司全年出口有望突破20万辆。

(四) 高端车型收获市场认可，“仰望”&“方程豹”为公司形象升级再添助力。据汽车之家数据，2023年6月，腾势D9销量再破万至1.11万辆，首次成为MPV市场销量冠军。2023年1-7月，腾势D9累计销售6.73万辆，自3月以来连续5个月销量稳定在万辆之上，已成为MPV市场明星产品。得益于公司前

比亚迪 (002594.SZ)

推荐 维持评级

分析师

石金漫

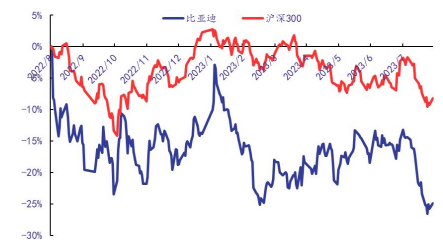
☎: 010-80927689

✉: shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030002

市场数据	2023/8/28
A股收盘价	235.53
股票代码	002594.SZ
A股一年内最高价	318.50
A股一年内最低价	230.03
上证指数	3,098.64
市盈率(TTM)	34.38
总股本(万股)	291,114.29
流通市值(亿元)	4270.50
总市值(亿元)	6535.56

相对沪深300表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

期积累的坚实品牌基础与自身出色制造能力，规模效应的发挥助力腾势品牌快速实现单车盈利，为公司品牌形象和盈利能力的提升提供双重助力。7月，腾势发布首款猎跑SU腾势N7，继续布局高端消费市场，上市24小时订单破万，爆款潜力十足。基于腾势获得的市场认可，公司继续推出百万级豪华品牌“仰望”和硬派越野品牌“方程豹”，持续提升公司在豪华车市场的竞争力，助力公司成长为全球新能源龙头车企。

- **投资建议：**我们预计公司2023~2025年营业收入分别为7240.77/9452.44/11567.43亿元，归母净利润分别为298.60/421.25/561.53亿元，对应EPS分别为10.26元、14.47元、19.29元，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1、新能源车产品销量不及预期的风险；2、芯片短缺带来产能瓶颈的风险；3、原材料价格上涨的风险。

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	424060.64	724077.02	945243.95	1156742.90
增长率(%)	96.20	70.75	30.54	22.38
归母净利润(百万)	16622.45	29859.77	42124.76	56152.73
增长率(%)	445.86	79.64	41.08	33.30
摊薄EPS(元)	5.71	10.26	14.47	19.29
PE	41.25	22.96	16.28	12.21

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：公司主要财务指标预测(百万元)

资产负债表					损益表				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	51,471	104,502	137,544	192,948	营业总收入	424,061	724,077	945,244	1,156,743
应收票据	0	0	0	0	%增长率	96.2%	70.7%	30.5%	22.4%
应收账款	38,828	60,538	73,297	90,288	营业成本	351,816	588,211	762,031	926,051
其他应收款	1,910	5,048	3,195	7,407	%销售收入	83.0%	81.2%	80.6%	80.1%
存货	79,107	98,624	145,424	156,760	毛利	72,245	135,866	183,213	230,692
其他流动资产	69,487	55,358	65,143	71,241	%销售收入	17.0%	18.8%	19.4%	19.9%
流动资产	240,804	324,070	424,603	518,643	税金及附加	7,267	12,309	16,134	19,704
长期股权投资	15,485	20,495	26,790	32,443	%销售收入	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
固定资产	131,880	159,551	196,841	222,321	销售费用	15,061	28,963	37,810	46,270
在建工程	44,622	63,877	85,677	106,204	%销售收入	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	23,223	28,933	34,847	40,659	管理费用	10,007	18,826	24,576	30,075
商誉	66	66	66	66	%销售收入	2.4%	2.6%	2.6%	2.6%
其他非流动资产	37,780	43,721	45,048	46,256	研发费用	18,654	36,204	49,153	61,307
非流动资产	253,057	316,644	389,269	447,950	%销售收入	4.4%	5.0%	5.2%	5.3%
资产总计	493,861	640,714	813,872	966,593	财务费用	-1,618	-420	-769	-1,140
短期借款	5,153	9,153	12,153	14,153	%销售收入	-0.4%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
应付票据	3,328	6,475	7,072	10,934	息税前利润 (EBIT)	21,153	43,660	60,821	79,962
应付账款	140,437	186,346	215,837	247,189	%销售收入	5.0%	6.0%	6.4%	6.9%
其他应付款	122,124	166,777	240,290	277,287	其他收益	1,721	2,896	3,781	4,627
其他流动负债	62,302	83,667	106,345	126,361	投资收益	-792	-2,172	-2,836	-3,470
流动负债	333,345	452,418	581,696	675,925	净敞口套期收益	0	0	0	0
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	公允价值变动收益	126	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	信用减值损失	-990	-1,200	-1,500	-2,000
长期应付款	0	0	0	0	资产减值损失	-1,386	-1,817	-2,954	-3,386
其他长期负债	31,533	31,533	31,533	31,533	资产处置收益	-11	0	0	0
负债	372,471	491,544	620,823	715,051	营业利润	21,542	37,691	52,800	70,246
股本	2,911	2,911	2,911	2,911	%增长率	365.1%	75.0%	40.1%	33.0%
资本公积	61,706	61,706	61,706	61,706	营业外收支	-462	-663	-562	-613
其他综合收益	428	428	428	428	利润总额	21,080	37,028	52,238	69,634
归母所有者权益	111,029	137,565	179,689	235,842	%增长率	366.6%	75.7%	41.1%	33.3%
少数股东权益	10,361	11,605	13,360	15,700	所得税	3,367	5,925	8,358	11,141
所有者权益合计	121,390	149,169	193,049	251,542	所得税率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
负债股东权益合	493,861	640,714	813,872	966,593	合并报表的净利润	17,713	31,104	43,880	58,492
					少数股东损益	1,091	1,244	1,755	2,340
					归属于母公司的净利润	16,622	29,860	42,125	56,153
					净利率	3.9%	4.1%	4.5%	4.9%
比率分析	2022A	2023E	2024E	2025E					
盈利能力					现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净资产收益率	15.0%	21.7%	23.4%	23.8%	净利润	16,622	29,860	42,125	56,153
总资产收益率	3.4%	4.7%	5.2%	5.8%	少数股东损益	1,091	1,244	1,755	2,340
投入资本收益率	12.4%	21.0%	23.0%	23.8%	非现金支出	22,746	26,502	36,322	40,062
成长能力					非经营收益	1,567	3,959	4,197	5,006
营业总收入增长	96.2%	70.7%	30.5%	22.4%	营运资金变动	98,812	73,638	54,286	48,092
EBIT 增长率	225.4%	106.4%	39.3%	31.5%	经营活动现金净流量	140,838	135,203	138,685	151,653
归母净利润增长	445.9%	79.6%	41.1%	33.3%	资本开支	-97,189	-77,667	-98,687	-88,177
总资产增长率	67.0%	29.7%	27.0%	18.8%	投资	-10,463	-1,534	-6,321	-5,678
资产管理能力					其他	-12,944	-2,522	-2,836	-3,470
应收账款周转天	32	25	26	26	投资活动现金净流量	-120,596	-81,724	-107,844	-97,325
存货周转天数	63	55	59	60	股权融资	508	0	0	0
应付账款周转天	109	100	95	90	债权融资	-16,413	4,000	3,000	2,000
总资产周转天数	335	282	277	277	其他	-3,583	-4,449	-798	-923
偿债能力					筹资活动现金净流量	-19,489	-449	2,202	1,077
资产负债率	75.4%	76.7%	76.3%	74.0%	现金净流量	1,363	53,031	33,042	55,404
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.8	期初现金	49,820	51,182	104,213	137,255
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	期末现金	51,182	104,213	137,255	192,659
EBIT 利息保障倍	16.1	38.8	76.2	86.6					

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

分析师：石金漫，汽车行业首席分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、II上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn