

比亚迪 (002594)

2023 年半年报点评：业绩符合市场预期，单车盈利持续提升

买入 (维持)

2023 年 08 月 29 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

证券分析师 刘晓恬

执业证书: S0600523070005

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	615,056	868,907	1,064,034
同比	96%	45%	41%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	16,622	29,570	41,983	52,532
同比	446%	78%	42%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	5.71	10.16	14.42	18.05
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.25	23.19	16.33	13.05

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **Q2 业绩符合预期，盈利能力显著提升。**23 年 H1 营收 2601 亿，同增 73%，归母净利 110 亿，同增 205%；23Q2 营收 1400 亿，同环比 +67%/+16%，归母净利 68 亿，同环比 +145%/+65%。23Q2 毛利率 18.7%，同环比 +4.3/+0.9pct，归母净利率 4.9%，同环比 +1.6/+1.4pct，接近预告中值，符合市场预期。
- **Q2 销量创新高，单车盈利持续提升。**H1 汽车业务实现营收 2088 亿元，同增 91%，毛利率 21%，同增 4.4pct，均价约 16.6 万元。Q2 公司电动车销 70 万辆，同环比 +98%/27%，H1 公司销 125.6 万辆，同增 96%，其中出口累计 7.4 万辆。盈利端，若扣除比亚迪电子利润 (Q2 约 7 亿元，权益 4.6 亿)、汇兑损益约 12 亿元，预计 23Q2 单车利润 0.74 万元，环比提升 8%，系腾势占比环比提升 0.3pct 至 4.7%，贡献利润增量，同时规模效应降低单车成本，且碳酸锂及材料降价对盈利有正向贡献。
- **H2 新车型陆续交付，高端车上市+出口支撑销量盈利高增长。**23H2 多款新车型推出，腾势 N7 (30 万+)、N8、仰望 U8 (百万)、海豹 DM-i (预计 20 万左右) 均有望在下半年开启交付，方程豹 (30-40 万) 8 月正式发布，叠加海外贡献增量，预计 23 年销量 300 万辆+，同增 60%+，其中出口预计 20 万辆。H2 高端车型及出口的高毛利车型逐步放量，叠加材料成本下降、规模效应进一步体现，H2 单车盈利有望小幅提升，预计 23 年单车盈利近 0.8 万元，2024 年随着高端车占比提升单车利润将进一步提升。
- **Q2 电池装机量同比高增、23 年出货预计翻番以上增长。**H1 动储电池装机 60GWh，同增 77%，其中 Q2 装机 33GWh，同环比 +72%/23%。受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量近 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货约 30GWh，同增 150%+。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司销量创新高，新车型密集推出，我们维持 2023-2025 年归母净利润预期为 295.70/419.83/525.32 亿元，同比增长 78%/42%/25%，对应 PE 为 23/16/13x，给予 23 年 35xPE，目标价 354.6 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动，车企竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	235.53
一年最低/最高价	230.03/318.50
市净率(倍)	5.73
流通 A 股市值(百万元)	274,337.01
总市值(百万元)	685,661.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	41.11
资产负债率(% ,LF)	77.94
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): 7 月销量再创新高，出口表现亮眼》
2023-08-02
- 《比亚迪(002594): 2023 年中报业绩预告点评: 单车盈利环比提升，业绩超市场预期》
2023-07-17

2023年H1公司实现归母净利润109.54亿元，同比增长204.68%，符合市场预期。2023年H1公司营收2601.24亿元，同比增长72.72%；归母净利润109.54亿元，同比增长204.68%；扣非净利润96.95亿元，同比增长220.02%；23年H1毛利率为18.33%，同比增加4.82pct；净利率为4.40%，同比增加1.79pct。此前公司预告2023H1归母净利润为105-117亿元，实际业绩位于预告中值偏下，符合市场预期。

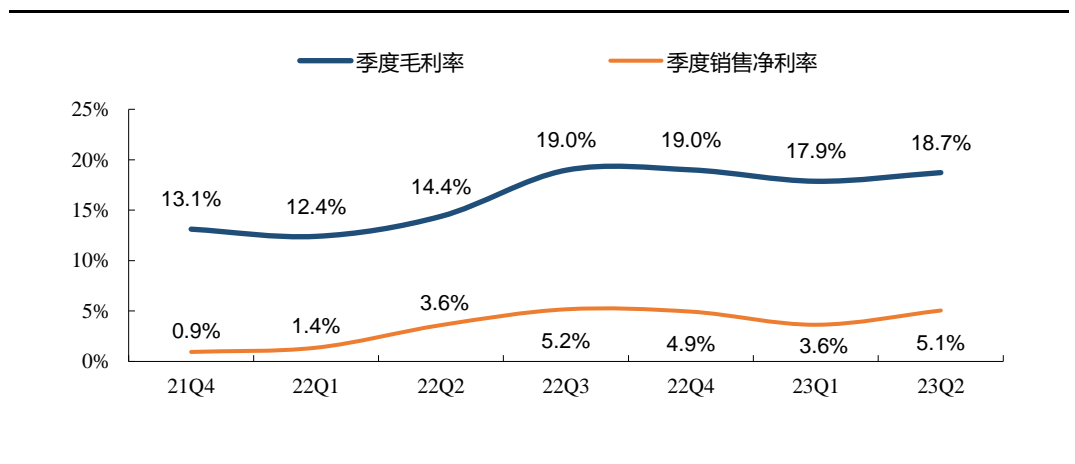
2023年Q2公司实现归母净利润68.24亿元，环比增长65.23%。2023年Q2公司实现营收1399.51亿元，同比增加67.04%，环比增长16.46%；归母净利润68.24亿元，同比增长144.87%，环比增长65.23%，扣非归母净利润61.3亿元，同比增长144%，环比增长72%。盈利能力方面，Q2毛利率为18.7%，同比增长4.3pct，环比增长0.9pct；归母净利率4.9%，同比增长1.6pct，环比增长1.4pct；Q2扣非净利率4.4%，同比提升1.4pct，环比提升1.41pct。

表1: 公司分季度经营情况

	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2
营业收入(百万)	139,950.5	120,173.6	156,372.8	117,080.6	83,782.1
-同比	67.04%	79.83%	120.40%	115.59%	67.92%
毛利率	18.72%	17.86%	19.00%	18.96%	14.39%
归母净利润(百万)	6,824.1	4,130.1	7,311.0	5,716.2	2,786.9
-同比	144.87%	410.89%	1114.30%	350.26%	197.67%
归母净利率	4.88%	3.44%	4.68%	4.88%	3.33%
扣非归母净利润(百万)	6,129.7	3,565.1	7,273.17	5,335.22	2,515.47
-同比	143.68%	593.68%	1875.25%	930.48%	458.60%
扣非归母净利率	4.38%	2.97%	4.65%	4.56%	3.00%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1: 公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2销量强劲收入高增，单车盈利持续提升。2023H1汽车业务及相关产品实现营收

2088.24 亿元，同比增长 91.11%，毛利率 20.67%，同比增长 4.36pct，均价约 16.6 万元。销量方面，2023H1 公司累计销 126 万辆，同比高增 96%，出口累计 7.4 万辆，其中 Q2 公司新能源汽车销 70.4 万辆，同增 98%，环比 Q1 的 55.2 万辆增长 27%。其中纯电动乘用车销 35 万辆，同增 95%，环比增长 33%；插混乘用车销 34.8 万辆，同增 101%，环比增长 23%。盈利端，若扣除比亚迪电子利润（Q2 约 7 亿元，权益 4.6 亿）、汇兑损益约 12 亿元，预计 23Q2 单车利润 0.74 万元，环比提升 8%，系腾势占比提升 0.3pct 至 4.7%，贡献利润增量，同时规模效应降低单车成本，且碳酸锂及材料降价对盈利有正向贡献。

表2：公司分业务拆分

	2023H1				2022		2022H2		2022H1	
	营业收入 (亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入 (亿元)	同比	营业收入 (亿元)	毛利率	营业收入 (亿元)	毛利率
手机部件、组装及其他产品	510.90	24.4%	8.8%	2.70pct	988.15	14.3%	577.45	6.1%	410.70	6.1%
汽车、汽车相关产品及其他产品	2088.24	91.1%	20.7%	4.36pct	3246.91	151.8%	2,154.24	22.5%	1092.67	16.3%
其他	2.10	-22.1%			5.54		2.84		2.70	
合计	2,601.24	72.7%			4240.60	65.7%	2,734.53		1,506.07	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表3：比亚迪分车类别销量（辆）

项目类别	2023年7月	同比	环比	23Q2	季度同比	季度环比	2023年1-7月	累计同比
新能源汽车	262161	61%	4%	703561	98%	27%	1517798	89%
乘用车	261105	61%	4%	700424	98%	28%	1509446	89%
—纯电动	134783	66%	5%	352163	95%	33%	751593	86%
—插混	126322	56%	2%	348081	101%	23%	757673	91%
商用车	1056	234%	-22%	3317	107%	-20%	8532	143%
—客车	280	1%	3%	1182	-14%	59%	2205	-24%
—其他	776	1942%	-29%	2135	820%	-38%	6327	912%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4: 比亚迪分车型销量 (辆)

车型	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q5	2023Q6	23Q1	23Q2	Q2同比	Q2环比	
合计	150164	191664	206089	209467	239092	251685	547917	700244	98%	28%	
纯电车型	比亚迪元	23231	33612	40400	39160	35815	33935	97243	108910	126%	12%
	比亚迪海豚	17629	22861	30077	30462	30679	31140	70567	92281	220%	31%
	比亚迪秦	9098	11540	10429	10917	13166	13573	31067	37656	7%	21%
	比亚迪汉	5576	5701	6745	7756	10237	11033	18022	29026	-19%	61%
	比亚迪海鸥				1500	14300	23005	0	38805		
	比亚迪海豹	6618	7754	6000	6212	8079	8134	20372	22425		10%
	比亚迪e2				2095	4723	3572	0	10390	20%	
	比亚迪宋	7181	7222	6704	4600	1031	2203	21107	7834	-51%	-63%
	腾势D9	223	310	1007	1010	968	867	1540	2845		85%
	比亚迪唐	1192	1246	1296	649	605	642	3734	1896	-68%	-49%
EV合计	71338	90639	102670	104364	119603	128196	264647	352163	95%	33%	
插混车型	比亚迪宋	42684	45178	33806	31236	36799	40185	121668	108220	48%	-11%
	比亚迪秦	5087	19000	30421	31285	30591	30666	54508	92542	159%	70%
	比亚迪唐	7698	10783	10837	11110	11266	12015	29318	34391	65%	17%
	比亚迪汉	6639	6643	6805	6573	10150	12173	20087	28896	7%	44%
	宋MAX	493	1007	98		184	0	1598	184	-93%	-88%
	驱逐舰05	4966	4970	3911	5380	10457	10222	13847	26059	85%	88%
	腾势D9	6216	7015	9391	9516	10037	10191	22622	29744		31%
	护卫舰07	5043	6429	8150	10003	10005	8037	19622	28045		43%
PHEV合计	78826	101025	103419	105103	119489	123489	283270	348081	101%	23%	

数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所

H2 新车型陆续交付、高端车上市+出口支撑销量盈利高增长。 23H2 多款新车型推出, 腾势 N7 (30 万+)、N8、仰望 U8 (百万级)、海豹 DM-i (预计 20 万左右) 均有望在下半年开启交付, 方程豹 (30-40 万) 8 月正式发布, 叠加海外贡献增量, 预计 23 年销量 300 万辆+, 同增 60%+, 其中出口预计 20 万辆。H2 高端车型及出口的高毛利车型逐步放量, 叠加材料成本下降、规模效应体现, H2 单车盈利有望小幅提升, 预计 23 年单车盈利近 0.8 万元, 24 年随着高端车占比提升单车利润将进一步提升。

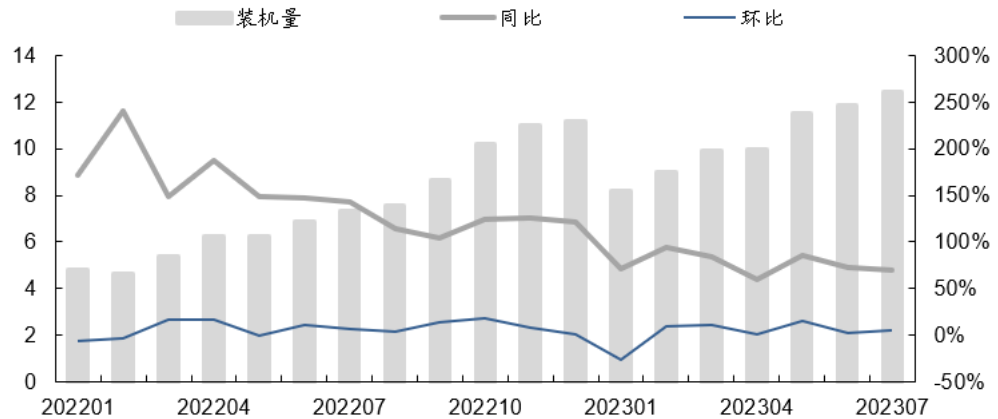
表5: 比亚迪新车规划

车型	动力类型	价格 (万元)	类型	预计上市时间
宋L	EV	15-21	中型SUV	23H2
海狮	EV	20-30	SUV	2024年上市
仰望U8	EV/PHEV	109.8	越野SUV	8月上市, 9月交付
仰望U9	EV	100万+	轿跑	23H2
腾势N8	EV/PHEV	30万级别	中大型SUV	最早7月底
海豹DMI	PHEV	20-25	B+轿车	23Q3
方程豹-豹5	--	40-60	越野SUV	年内交付

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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。根据比亚迪产销快报，Q2 动力和储能电池装机 33.3GWh，同环比+72%/+23%；H1 累计装机 60.25GWh，同比增长 77%。受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量近 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货约 30gwh，同增 150%+，贡献明显增量。

图2：比亚迪动力电池及储能电池装机量（gwh）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q2 费用率环比下降，规模效应进一步体现。2023 年 H1 公司期间费用合计 303.88 亿元，同比增长 135.22%，费用率为 11.68%，同比增长 3.1pct。2023Q2 期间费用合计 161.31 亿元，同比增长 131.79%，环比增 13.14%，期间费用率为 11.53%，同比增 3.22pct，环比减少 0.34pct；销售费用 61.9 亿元，销售费用率 4.42%，同比增 1.15pct，环比增 0.55pct；管理费用 34.53 亿元，管理费用率 2.47%，同比增 0.12pct，环比减少 0.33pct；财务费用-11.09 亿元，财务费用率-0.79%，同比增 0.18pct，环比减少 0.8pct；研发费用 75.97 亿元，研发费用率 5.43%，同比增 1.77pct，环比增 0.24pct。

表6：公司季度费用情况

单位：百万元	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用	1,978.29	2,744.37	4,633.31	5,704.70	4,648.26	6,189.79
-销售费用率	2.96%	3.28%	3.96%	3.65%	3.87%	4.42%
管理费用	1,701.84	1,968.67	2,739.09	3,597.77	3,365.70	3,452.94
-管理费用率	2.55%	2.35%	2.34%	2.30%	2.80%	2.47%
研发费用	2,360.67	3,063.59	5,445.76	7,784.44	6,237.91	7,596.74
-研发费用率	3.53%	3.66%	4.65%	4.98%	5.19%	5.43%
财务费用	-81.00	-817.44	-441.23	-278.28	5.91	-1,108.86
-财务费用率	-0.12%	-0.98%	-0.38%	-0.18%	0.00%	-0.79%
期间费用	5,959.80	6,959.19	12,376.93	16,808.63	14,257.78	16,130.60
-期间费用率	8.92%	8.31%	10.57%	10.75%	11.86%	11.53%
资产减值损失	-232.62	-199.37	-466.70	-487.77	-492.29	-412.86
信用减值损失	-36.72	-191.44	-320.37	-441.00	-229.62	-380.90

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营活动现金流同比高增，合同负债较 Q1 显著增长。2023 年 H1 公司存货为 869 亿元，较年初增长 9.85%；应收账款 490.59 亿元，较年初增长 26.35%；期末公司合同负债 350.85 亿元，较年初减少 1.22%。2023 年 H1 公司经营活动净现金流为 819.71 亿元，同比上升 89.91%；投资活动净现金流为-585.36 亿元，同比上升 36.74%；资本开支 6.59 亿元，同比增长 83%，账面现金为 798.11 亿元，较年初增长 55.06%，短期借款 98.35 亿元，较年初增长 90.86%。

盈利预测与投资评级：考虑公司销量创新高，新车型密集推出，我们维持 2023-2025 年归母净利润预期为 295.70/419.83/525.32 亿元，同比增长 78%/42%/25%，对应 PE 为 23/16/13x，给予 2023 年 35xPE，目标价 354.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动，车企竞争加剧。

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	411,771	551,817	674,002	营业总收入	424,061	615,056	868,907	1,064,034
货币资金及交易性金融资产	72,098	172,581	221,573	272,082	营业成本(含金融类)	351,816	495,342	691,277	848,252
经营性应收款项	59,946	87,985	124,105	152,010	税金及附加	7,267	10,540	14,890	18,234
存货	79,107	111,282	155,301	190,566	销售费用	15,061	22,142	35,625	42,561
合同资产	13,553	21,527	30,412	37,241	管理费用	10,007	15,745	23,634	28,729
其他流动资产	16,099	18,396	20,426	22,102	研发费用	18,654	31,368	46,921	56,607
非流动资产	253,057	350,157	421,960	476,428	财务费用	(1,618)	1,064	1,653	1,145
长期股权投资	15,485	20,485	25,485	30,485	加:其他收益	1,721	2,460	3,041	3,405
固定资产及使用权资产	135,018	218,169	276,025	321,545	投资净收益	(792)	(923)	(1,303)	(1,596)
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	27,172	31,120	35,069	减值损失	(2,376)	(3,826)	(5,224)	(6,253)
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	(11)	62	87	106
长期待摊费用	458	458	457	456	营业利润	21,542	36,626	51,517	64,178
其他非流动资产	34,185	34,185	34,185	34,185	营业外净收支	(462)	(508)	(559)	(615)
资产总计	493,861	761,928	973,777	1,150,430	利润总额	21,080	36,118	50,958	63,563
流动负债	333,345	570,257	741,161	866,778	减:所得税	3,367	5,056	7,134	8,899
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,618	151,931	158,520	152,478	净利润	17,713	31,061	43,824	54,664
经营性应付款项	143,766	202,416	282,483	346,629	减:少数股东损益	1,091	1,491	1,841	2,132
合同负债	35,517	39,627	55,302	67,860	归属母公司净利润	16,622	29,570	41,983	52,532
其他流动负债	142,444	176,282	244,856	299,810	每股收益-最新股本摊薄(元)	5.71	10.16	14.42	18.05
非流动负债	39,126	39,126	39,126	39,126	EBIT	21,153	39,918	56,560	69,651
长期借款	7,594	7,594	7,594	7,594	EBITDA	41,523	68,693	99,314	121,689
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	17.04	19.46	20.44	20.28
租赁负债	2,617	2,617	2,617	2,617	归母净利率(%)	3.92	4.81	4.83	4.94
其他非流动负债	28,915	28,915	28,915	28,915	收入增长率(%)	96.20	45.04	41.27	22.46
负债合计	372,471	609,384	780,287	905,904	归母净利润增长率(%)	445.86	77.89	41.98	25.13
归属母公司股东权益	111,029	140,693	179,798	228,702					
少数股东权益	10,361	11,851	13,692	15,824					
所有者权益合计	121,390	152,544	193,490	244,526					
负债和股东权益	493,861	761,928	973,777	1,150,430					

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	89,732	165,950	173,330	每股净资产(元)	38.14	48.33	61.76	78.56
投资活动现金流	(120,596)	(127,244)	(116,334)	(108,611)	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)	137,995	(634)	(14,219)	ROIC(%)	12.57	14.99	14.37	15.57
现金净增加额	1,363	100,482	48,982	50,499	ROE-摊薄(%)	14.97	21.02	23.35	22.97
折旧和摊销	20,370	28,776	42,755	52,039	资产负债率(%)	75.42	79.98	80.13	78.74
资本开支	(97,189)	(121,320)	(110,031)	(102,015)	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.25	23.19	16.33	13.05
营运资本变动	98,418	(8,753)	2,394	1,552	P/B(现价)	6.18	4.87	3.81	3.00

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>