

盈利表现强劲 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 年半年度报告：2023 上半年公司营收 2,601.24 亿元，同比+72.7%；归母净利润 109.54 亿元，同比+204.7%；扣非净利润为 96.95 亿元，同比+220.0%。

其中，2023Q2 公司营收 1,399.51 亿元，同比+67.0%，环比+16.5%；归母净利润为 68.2 亿元，同比+144.9%，环比+65.2%；扣非净利润为 61.30 亿元，同比+143.7%，环比+71.9%。

分析判断：

► 业绩高增 高端化布局加速

ASP 稳健，高端化持续突破。受益二季度需求回暖及公司销量爬坡（公司 23Q2 批发 70.4 万辆，同比+98.1%，环比+27.8%），23Q2 汽车+电池业务总营收 1,101.5 亿元，同比+80.5%，环比+17.4%。23Q2 单车 ASP 达 15.7 万元，同比-8.9%，环比-3.0%，我们判断主要受到海鸥、海豚等小车销量占比提升影响。

Q2 盈利高增，汽车业绩加速兑现。2023Q2 公司归母净利润为 68.2 亿元，同比+144.9%，环比+65.2%；单车净利润/扣非单车净利润分别为 0.88/0.78 万元，考虑到今年 Q2 整体行业折扣加大、公司推出冠军版车型减价增配、纯电小车占比提升等因素，公司盈利表现仍然坚挺，我们预计腾势等高端车型销量占比提升、出口销量增加对盈利的促进作用有望在下半年进一步体现，驱动净利向上。

规模效应驱动费用率下降，研发持续加码。公司 2023Q2 毛利率为 18.7%，同比+4.3pct，环比+0.9pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.4%/2.5%/5.4%/-0.8%，环比分别+0.6pct/-0.3pct/+0.2pct/-0.8pct。考虑到规模增长，整体费用率呈边际下降，其中销售费用增加主要受行业竞争影响，研发方面，公司持续加码，通过技术构建核心壁垒。

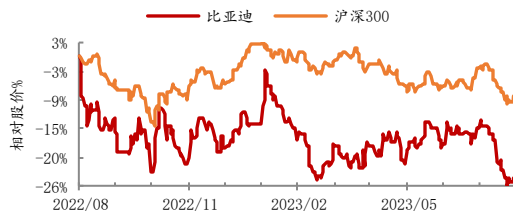
展望 2023H2，公司增量主要来源于高端化+出海，高端车型方面，海豹 DM-i、腾势、方程豹新车有望于下半年放量，高端化持续推进；出海方面，公司加速布局东南亚、南美、欧洲市场。我们预计 2023 年公司销量有望突破 300 万辆，23H2 ASP 有望环比向上。

► 自主底盘稳固 多品牌发力高端化

腾势 N7 开启交付，高端市场加速拓张：腾势 D9 今年 1-7 月销量 6.8 万辆，销量表现强劲。N7、N8 及 D9 短续航版本（98km 纯电续航版）三款新车践行“标配豪华”，产品力驱动需求向上。智驾方面，腾势 N7 今年四季度通过 OTA 升级可实现高速

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：	235.53
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	318.5/230.03
总市值(亿)	6,856.61
自由流通市值(亿)	2,743.37
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)7月：销量持续创新高 高端化、出海加速发力
2023.08.02
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ)业绩预告点评：23Q2 盈利超预期 高端化加速
2023.07.16
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ)：腾势 N7 上市 强势发力高端
2023.07.04

NOA 辅助驾驶，高速超车、加塞、变道处理能力增强，明年一季度可实现城市 NOA 辅助驾驶功能，有望促进购买率提升，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，定位硬派越野的方程豹豹 5 预售价格为 30-40 万元，具备强竞争力；仰望 U8 有望于 9 月下旬上市，技术赋能高端化，公司将形成腾势+方程豹+仰望的高端品牌矩阵，全面冲击各价格带，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 年加速开拓欧洲、亚太、美洲等多个地区，2023 年 1-7 月新能源乘用车海外销量 92,458 辆，占比 6.1%。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 8 月 28 日 235.53 元/股收盘价，PE 分别为 27/21/17 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	225.16	41.25	27.34	21.03	16.72

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	1,399.5
YoY	63.0%	67.9%	115.6%	120.4%	79.8%	67.0%
汽车+电池 (亿元)	458.9	610.2	896.2	1,203.4	938.0	1,101.5
YoY	117.5%	141.6%	172.4%	151.6%	104.4%	80.5%
比亚迪电子 (亿元)	209.3	227.6	274.6	360.3	263.7	298.1
YoY	5.2%	-7.6%	28.3%	55.8%	26.0%	30.9%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
营业成本 (亿元)	585.4	717.3	948.8	1,266.7	987.1	1,137.4
YoY	63.4%	65.1%	101.6%	105.5%	68.6%	58.6%
汽车+电池 (亿元)	387.5	501.5	692.2	928.6	743.6	863.2
YoY	125.0%	143.5%	154.4%	132.5%	91.9%	72.1%
比亚迪电子 (亿元)	197.9	215.8	256.7	338.0	243.4	274.3
YoY	6.3%	-5.6%	29.2%	55.8%	23.0%	27.1%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
毛利率 (%)	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	17.9%	18.7%
YoY	-0.2pct	1.5pct	5.6pct	5.9pct	5.5pct	4.3pct
汽车+电池 (%)	15.6%	17.8%	22.8%	22.8%	20.7%	21.6%
YoY	-2.8pct	-0.6pct	5.5pct	6.4pct	5.2pct	3.8pct
比亚迪电子 (%)	5.5%	5.2%	6.5%	6.2%	7.7%	8.0%
YoY	-1.0pct	-2.0pct	-0.7pct	0.0pct	2.2pct	2.8pct
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
销售费用率 (%)	3.0%	3.3%	4.0%	3.6%	3.9%	4.4%
管理费用率 (%)	2.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.8%	2.5%
研发费用率 (%)	3.5%	3.7%	4.7%	5.0%	5.2%	5.4%
财务费用率 (%)	-0.1%	-1.0%	-0.4%	-0.2%	0.0%	-0.8%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
归母净利润 (亿元)	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2
YoY	240.6%	197.7%	350.3%	1114.3%	410.9%	144.9%
汽车+电池 (亿元)	6.9	24.9	53.2	69.0	38.3	61.3
YoY	334.7%	542.9%	471.0%	1276.7%	454.8%	146.3%
比亚迪电子 (归母口径, 亿元)	1.2	3.0	4.0	4.1	3.0	6.9
YoY	-77.7%	-45.7%	17.4%	305.5%	154.9%	132.9%
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
净利润率 (%)	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%	3.4%	4.9%
YoY	0.6pct	1.4pct	2.5pct	3.8pct	2.2pct	1.7pct
汽车+电池 (%)	1.5%	4.1%	5.9%	5.7%	4.1%	5.6%
YoY	2.9pct	2.5pct	3.1pct	4.7pct	2.6pct	1.6pct
比亚迪电子 (归母口径, %)	0.6%	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	2.3%
YoY	-2.1pct	-0.9pct	-0.1pct	0.7pct	0.6pct	1.0pct
	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2
*单车 ASP (万元)	15.84	17.27	16.68	17.64	17.12	15.73
YoY	-22.9%	-4.6%	3.3%	4.8%	8.1%	-8.9%
*单车净利润 (万元)	0.24	0.70	0.99	1.01	0.70	0.88
YoY	183.2%	153.8%	116.5%	473.5%	193.4%	24.3%
*单车扣非净利润 (万元)	0.14	0.63	0.92	1.01	0.60	0.78
YoY	122.9%	-986.0%	940.9%	968.9%	336.4%	23.7%
*单车折旧及摊销 (万元)		1.20		0.80		1.26
YoY		-43.1%		-39.5%		4.5%
*单车研发费用 (万元)		0.61		0.88		0.91
YoY		-2.1%		35.7%		49.9%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

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

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	41.25	27.34	21.03	16.72
其他长期负债	31,533	31,533	31,533	31,533	PB	6.74	4.93	3.90	3.10
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。