

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

买入 (维持)

2023 年 07 月 17 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

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	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)	46.31	26.03	18.33	14.65

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件:** 公司 23H1 归母净利 105~117 亿元, 同增 192%-225%; 扣非归母 93~103 亿元, 同增 207%~240%。其中 23Q2 归母 63.7~75.7 亿元, 同增 229%~272%, 环增 54%~83%; 扣非 57.35~67.35 亿元, 同增 228%~268%, 环增 61%~89%, 预告中值为 69.7 亿元, 同环比+150%/+69%, 业绩超市场预期。

■ **Q2 销量创新高、单车盈利提升至 0.9 万超预期。** Q2 公司电动车销 70 万辆, 同增 98%, 环增 27%, 创单月新高, 上半年公司销 125.6 万辆, 同增 94%。盈利端看, 若扣除比亚迪电子利润 (Q2 中值 10 亿左右, 权益预计 6.5 亿), 预计 23Q2 单车利润 0.9 万元左右, 较 Q1 的 0.7 万元环增近 30%, 主要系 Q2 碳酸锂均价回落, 对应单车成本下降 3000 元左右, 中游材料降价也有贡献, 此外部分低价碳酸锂库存, 进一步贡献收益; 腾势开始稳定交付, 单车利润预计达至 5 万左右, 贡献利润增量, 对冲海鸥、冠军版等低价车型上量 (Q2 均价预计环比微降); Q2 规模效应进一步提升, 推动单车折旧、费用环比下降, 带来单车盈利提升。

■ **产品矩阵已全面覆盖、下半年高端车上市+出口支撑销量盈利高增长。** 公司产品矩阵完备, 23H1 国内市占率 35.2%, 较 22 年提升 6.6pct, 23H2 多款新车型推出, 叠加海外市场贡献增量, 预计 23 年销量 300 万辆+, 同增 60%+, 其中出口预计 30 万辆。下半年公司高端车型及出口的高毛利车型预计显著放量, 且规模效应进一步显现+碳酸锂及中游材料降价, H2 单车盈利有望进一步提升至 1 万左右, 预计 23 年单车盈利可提升至 0.9-1 万元, 24 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、储能贡献显著增量。** Q2 动储电池装机 33GWh, 同环比+126%/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 200gwh 左右, 同比翻倍以上增长, 其中储能电池出货 30-40GWh, 同增 150%+。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑单车盈利提升, 我们上调 2023-2025 年归母净利预测至 296/420/525 亿元 (原预测值为 284/361/452 亿元), 同增 78%/42%/25%, 对应 26x/18x/15xPE, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 355.6 元, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 电动车销量不及预期、海外市场存在不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	264.41
一年最低/最高价	233.03/346.00
市净率(倍)	6.66
流通 A 股市值(百万元)	307,975.41
总市值(百万元)	769,735.28

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): 6 月销量再创新高, 腾势推动品牌高端化发展》

2023-07-03

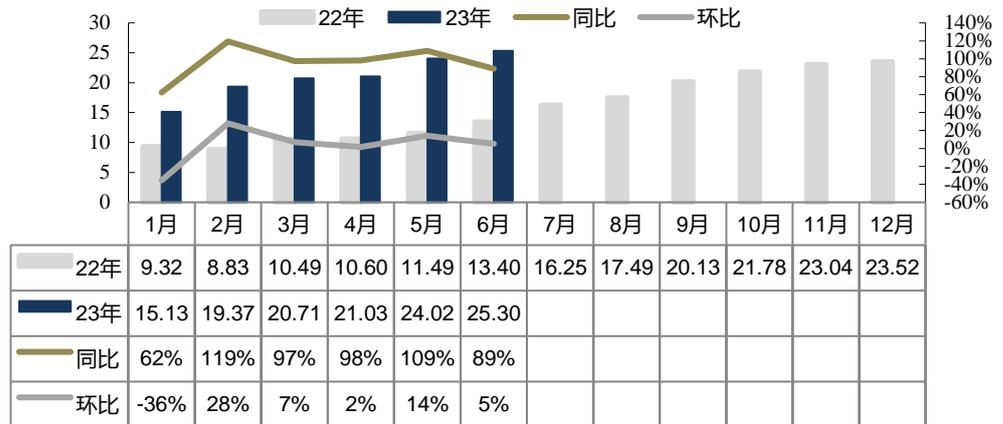
《比亚迪(002594): 5 月销量亮眼创历史新高, 腾势持续上量》

2023-06-02

事件：公司 23H1 归母净利润 105~117 亿元，同比增长 192%-225%；扣非归母净利润 93~103 亿元，同比增长 207%~240%。其中 23Q2 归母 63.7~75.7 亿元，同增 229%~272%，环增 54%~83%；扣非归母净利润 57.35~67.35 亿元，同比增长 228%~268%，环比增长 61%~89%，预告中值为 69.7 亿元，同环比+150%/+69%，业绩超市场预期。

Q2 销量创新高，单车盈利提升至 0.9 万超预期。 Q2 公司电动车销 70 万辆，同增 98%，环增 27%，创单月新高，上半年公司销 125.6 万辆，同增 94%。盈利端看，若扣除比亚迪电子利润（Q2 中值 10 亿左右，权益预计 6.5 亿），预计 23Q2 单车利润 0.9 万元左右，较 Q1 的 0.7 万元环增近 30%，其中主要系：1）Q2 碳酸锂均价由 Q1 的 40 万/吨回落至 25.7 万元/吨，单车带电量按照 35-40 度电计算，对应单车成本下降 3000 元左右，此外公司还有部分低价碳酸锂库存，进一步贡献收益；2）腾势开始稳定交付，Q2 腾势销量 3.3 万辆，单车利润预计达至 5 万左右，贡献利润增量，对冲海鸥、冠军版等低价车型上量（Q2 均价预计环比微降）；3）Q2 规模效应进一步提升，推动单车折旧、费用环比下降，带来单车盈利提升。

图1：比亚迪新能源汽车销量（万辆）



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

图2: 比亚迪新能源乘用车动力结构 (辆)

车型	202301	202302	202303	202304	202305	202306	23Q1	23Q2	Q2同比	Q2环比
合计	150164	191664	206089	209467	239092	251685	547917	700244	98%	28%
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%
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

产品矩阵已全面覆盖、下半年高端车上市+出口支撑销量盈利高增长。公司产品矩阵完备, 23H1 国内市占率 35.2%, 较 22 年提升 6.6pct, 23H2 多款新车型推出, 腾势 N7 (30 万+) 即将大规模交付, N8 预计年底前上市, 仰望 U8 (百万) 和海豹 DM-i (预计 20 万左右) 均有望在下半年上市并开启交付, 高端 SUV 方程豹 (40-60 万) 也有望于年底上市, 叠加海外市场贡献增量, 预计 23 年销量 300 万辆+, 同增 60%+, 其中出口预计 30 万辆。下半年公司高端车型及出口的高毛利车型预计显著放量, 且规模效应进一步显现, H2 单车盈利有望进一步提升至 1 万左右, 我们预计 23 年单车盈利可提升至 0.9-1 万元, 24 年随着高端车占比提升单车利润将进一步提升。

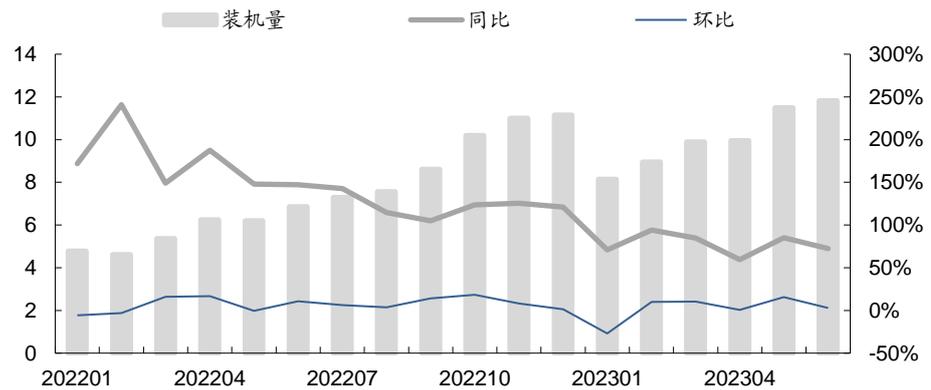
图3: 比亚迪新车型规划

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，2023 年 6 月动力和储能电池装机 11.82GWh，同环比+72%/+3%，1-6 月累计装机 60.3GWh，同比增长 77%；受益于欧洲户储及全球大电站项目，预计 23 年公司电池产量超 200gwh，同比翻倍以上增长，其中储能电池出货 30-40gwh，同增 150%+，贡献明显增量。

图4：公司动力及储能电池月度装机电量（gwh）



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：考虑公司销量增长具备持续性且单车盈利提升，我们上调2023-2025 年归母净利润预测至 296/420/525 亿元（原预测值为 284/361/452 亿元），同增 78%/42%/25%，对应 26x/18x/15xPE，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 355.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：电动车销量不及预期、海外市场存在不确定性。

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)	46.31	26.03	18.33	14.65
营运资本变动	98,418	(8,753)	2,394	1,552	P/B(现价)	6.93	5.47	4.28	3.37

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>