

➤ **事件概述:** 公司发布 2023 年 11 月产销快报, 11 月新能源乘用车批发销售 30.1 万辆, 同比+31.1%, 环比+0.1%; 1-11 月累计批发 267.3 万辆, 同比+64.7%。11 月纯电动乘用车销售 17.0 万辆, 同比+49.4%, 环比+2.8%; 2023 年 1-11 月累计批发 138.4 万辆, 同比+73.2%。11 月插混销售 13.1 万辆, 同比+13.1%, 环比-3.2%; 2023 年 1-11 月累计批发 128.9 万辆, 同比+56.5%。

➤ **纯电插混齐驱 月销再次突破 30 万辆。** 根据乘联会, 11 月 1-26 日总体乘用车市场批发 159.6 万辆, 同比+19%, 环比-9%; 新能源乘用车批发 67.9 万辆, 同比+42%, 环比持平。公司 10 月新能源乘用车批发销售 30.1 万辆, 同比+31.1%, 环比+0.1%, 同环比稳健增长, 月销再次突破 30 万辆。

➤ **宋 PLUS、海豹表现亮眼 高端品牌新车迎密集交付。** 11 月秦/汉/唐/宋/元家族销量分别为 4.2/2.0/1.1/6.1/4.2 万辆, 其中宋、元家族销量表现亮眼。海洋系列车型中, 海鸥/海豚/海豹/驱逐舰 05/护卫舰 07 销量分别为 4.5/3.5/2.0/0.6/0.3 万辆, 海鸥/海豹环比+0.2/+0.1 万辆, 其中海豹 Dm-i 上市后对销量促进作用明显, 9-11 月销量持续增长。高端品牌方面, 腾势延续热销, 实现月销 1.2 万辆; 仰望 U8、方程豹豹 5 首月交付实现 408/626 辆。临近年末, 比亚迪加大折扣力度, 推出千元-2 万元不等的优惠, 我们预计今年比亚迪有望实现 300 万销量目标。展望明年, 宋 L、海狮有望贡献增量, 同时公司将形成腾势+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。

➤ **乘用车海外销量加速提升 拓展全球化布局。** 2023 年 11 月公司新能源乘用车海外销量 30,629 辆, 占比 10.2%, 环比+0.4%; 1-11 月新能源乘用车海外销量 206,670 辆, 占比 7.7%。7 月, 比亚迪海豚在泰国、马来西亚、智利上市, 并宣布在巴西建厂, 整车计划年产能达 15 万辆; 9 月, 乌兹别克斯坦国有控股汽车集团将与比亚迪共同成立一家合资公司, 工厂一期/二期计划年产 50 万台, 三期竣工后产量达到 30 万台。公司加速布局海外市场, 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、澳新迎来快速发展, 助力销量加速增长。

➤ **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。调整盈利预测, 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 323.0/422.5/501.5 亿元, 对应的 EPS 11.10/14.51/17.23 元, 对应 2023 年 12 月 1 日 197.05 元/股收盘价, PE 分别为 18/14/11 倍, 维持“推荐”评级。

➤ **风险提示:** 与华为合作推进不及预期; 自主品牌销量不及预期; 自主新能源车型交付不及预期, 行业“价格战”加剧。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	424,061	651,180	798,742	906,775
增长率 (%)	96.2	53.6	22.7	13.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,622	32,302	42,251	50,147
增长率 (%)	445.9	94.3	30.8	18.7
每股收益 (元)	5.71	11.10	14.51	17.23
PE	35	18	14	11
PB	5.2	4.1	3.3	2.6

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 12 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

197.05 元


分析师 崔琰

执业证书: S0100523110002

邮箱: cuiyan@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	424,061	651,180	798,742	906,775
营业成本	351,816	526,154	646,981	734,488
营业税金及附加	7,267	11,070	13,738	15,415
销售费用	15,061	23,442	28,755	32,644
管理费用	10,007	15,628	19,170	21,309
研发费用	18,654	37,117	41,461	44,432
EBIT	21,153	40,377	51,209	60,446
财务费用	-1,618	-1,028	-1,636	-2,208
资产减值损失	-1,386	-3,222	-2,926	-3,325
投资收益	-792	1,302	1,597	1,814
营业利润	21,542	39,486	51,516	61,143
营业外收支	-462	-100	0	0
利润总额	21,080	39,386	51,516	61,143
所得税	3,367	5,632	7,367	8,744
净利润	17,713	33,754	44,149	52,400
归属于母公司净利润	16,622	32,302	42,251	50,147
EBITDA	41,523	67,981	89,692	106,109

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	51,471	53,213	141,811	208,558
应收账款及票据	38,828	46,789	53,297	50,905
预付款项	8,224	10,099	13,320	14,780
存货	79,107	116,096	143,378	162,924
其他流动资产	63,173	86,564	93,366	107,443
流动资产合计	240,804	312,762	445,172	544,611
长期股权投资	15,485	16,788	18,385	20,199
固定资产	131,880	244,080	263,815	287,255
无形资产	23,223	26,851	27,175	27,495
非流动资产合计	253,057	376,702	392,821	412,854
资产合计	493,861	689,464	837,992	957,465
短期借款	5,153	12,153	13,153	14,153
应付账款及票据	143,766	218,429	267,187	303,856
其他流动负债	184,426	244,723	304,305	341,159
流动负债合计	333,345	475,306	584,645	659,169
长期借款	7,594	9,261	10,761	11,761
其他长期负债	31,533	53,014	53,014	53,014
非流动负债合计	39,126	62,275	63,775	64,775
负债合计	372,471	537,581	648,420	723,944
股本	2,911	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	10,361	11,812	13,710	15,964
股东权益合计	121,390	151,883	189,572	233,522
负债和股东权益合计	493,861	689,464	837,992	957,465

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	96.20	53.56	22.66	13.53
EBIT 增长率	225.36	90.88	26.83	18.04
净利润增长率	445.86	94.33	30.80	18.69
盈利能力 (%)				
毛利率	17.04	19.20	19.00	19.00
净利润率	3.92	4.96	5.29	5.53
总资产收益率 ROA	3.37	4.69	5.04	5.24
净资产收益率 ROE	14.97	23.06	24.03	23.05
偿债能力				
流动比率	0.72	0.66	0.76	0.83
速动比率	0.38	0.30	0.41	0.47
现金比率	0.15	0.11	0.24	0.32
资产负债率 (%)	75.42	77.97	77.38	75.61
经营效率				
应收账款周转天数	33.42	27.32	25.37	21.34
存货周转天数	82.07	82.77	82.54	82.62
总资产周转率	1.07	1.10	1.05	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	11.10	14.51	17.23
每股净资产	38.14	48.12	60.41	74.73
每股经营现金流	48.38	42.81	50.71	47.97
每股股利	1.14	2.22	2.90	3.45
估值分析				
PE	35	18	14	11
PB	5.2	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	13.16	8.04	6.09	5.15
股息收益率 (%)	0.58	1.13	1.47	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,713	33,754	44,149	52,400
折旧和摊销	20,370	27,604	38,483	45,663
营运资金变动	98,812	59,842	60,437	36,855
经营活动现金流	140,838	124,629	147,621	139,644
资本开支	-97,189	-136,977	-51,977	-62,855
投资	-10,463	-902	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-120,596	-147,185	-47,609	-64,755
股权募资	508	0	0	0
债务募资	-16,413	8,167	-3,324	2,030
筹资活动现金流	-19,489	24,299	-11,415	-8,141
现金净流量	1,363	1,742	88,597	66,748

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026