

比亚迪 (002594.SZ)

营业收入同比增长 80%，优质龙头业绩坚韧

买入

核心观点

收入利润同比增长，业绩表现坚韧。2023 年一季度，公司实现营业收入 1202 亿元，同比增长 80%，环比下降 23.15%。其中，参考港股比亚迪电子 (0285.HK) 的数据，一季度电子业务收入 264 亿元，同比增长 26%，环比下降 27%；除电子业务外的收入为 938 亿元，同比增长 104%，环比下降 22%。归母净利润 41 亿元，同比增长 411%，环比下降 44%。我们测算，比亚迪一季度的单车净利润大约为 0.69 万元（去年一季度为 0.24 万元，去年四季度为 1.01 万元）。在新能源汽车销量增速放缓，补贴退坡，价格竞争激烈的背景下，比亚迪收入利润同比增长，业绩表现坚韧。

利润率提升，研发营销加大投入。2023 年一季度，公司的毛利率/净利率分别为 17.86%/3.64%，分别同比增长 5.46/2.28 个百分点，分别环比下降 1.14/1.30 个百分点；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.87%/2.80%/5.19%/0%，分别同比+0.91/+0.25/+1.66/+0.12pct，分别环比+0.22/+0.5/+0.21/+0.18pct。受益于汽车产品销量高速增长，规模效应分摊成本，公司毛利率与净利率同比均有明显改善。同时，云辇系统以及仰望 U8 等车型发布，腾势 N7 等高端车型储备，公司产品矩阵再升级，在研发与营销方面的投入持续加强。

纯电插混双轮驱动，新能源汽车销量领跑行业。2023 一季度，比亚迪汽车销量为 552,076 辆，同比增长 93%，环比下降 19%。其中，纯电乘用车销量为 264,648 辆，同比增长 85%，环比下降 20%；插混乘用车销量为 283,270 辆，同比增长 100%，环比下降 20%。根据乘联会的数据，2023 年一季度乘用车/BEV/PHEV 的销量分别为 505/107/43 万辆，比亚迪对应的市场份额分别为 11%/25%/67%。

风险提示：新能源汽车销量不及预期，汽车行业价格竞争激烈。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

从主线逻辑看，比亚迪深度布局三电技术，新能源汽车技术实力强、市场份额优势大，加速开启高端化进程与品牌出海进程，进一步提高了公司的发展上限；从支线逻辑看，比亚迪全新云辇智能车身控制系统发布，使产品矩阵再升级，进一步巩固了其新能源领域龙头车企的行业地位。我们维持盈利预测，预计公司 23/24/25 年公司的归母净利润为 281/367/511 亿元，对应 EPS 分别为 9.66/12.61/17.54 元，对应 PE 分别为 26/20/14 倍，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	216,142	424,061	619,205	731,595	835,023
(+/-%)	38.0%	96.2%	46.0%	18.2%	14.1%
净利润(百万元)	3045	16622	28119	36710	51064
(+/-%)	-28.1%	445.9%	69.2%	30.6%	39.1%
每股收益(元)	1.05	5.71	9.66	12.61	17.54
EBIT Margin	6.2%	9.4%	5.7%	6.3%	7.6%
净资产收益率 (ROE)	3.2%	15.0%	23.5%	28.1%	35.0%
市盈率 (PE)	238.8	43.8	25.9	19.8	14.2
EV/EBITDA	33.9	18.4	23.4	19.3	15.3
市净率 (PB)	7.65	6.55	6.09	5.57	4.99

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞

0755-81981814

tangxx@guosen.com.cn

S0980519080002

联系人：余晓飞

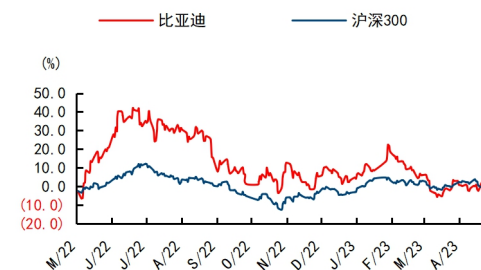
0755-81981306

yuxiaofei1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	258.92 元
总市值/流通市值	753753/585875 百万元
52 周最高价/最低价	358.86/222.28 元
近 3 个月日均成交额	3326.34 百万元

市场走势



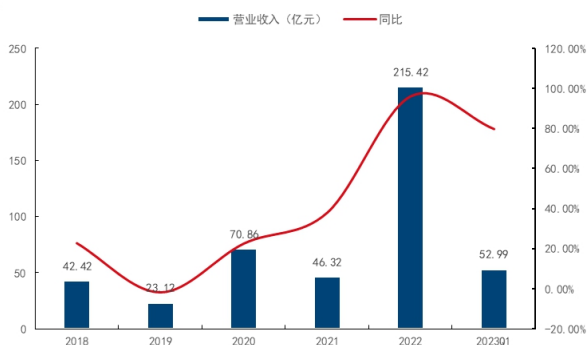
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《比亚迪 (002594.SZ) - 发布云辇智能车身控制系统，产品矩阵再升级》——2023-04-12
- 《比亚迪 (002594.SZ) - 创自主品牌净利润峰值，国产新能源汽车标杆》——2023-03-31
- 《比亚迪 (002594.SZ) - 12 月销量突破 23 万，走向全球的新能源汽车龙头》——2023-01-04
- 《比亚迪 (002594.SZ) - 10 月销量同比增长 142%，海外市场进展顺利》——2022-11-07
- 《比亚迪 (002594.SZ) - 盈利弹性持续释放，市场份额领跑行业》——2022-10-18

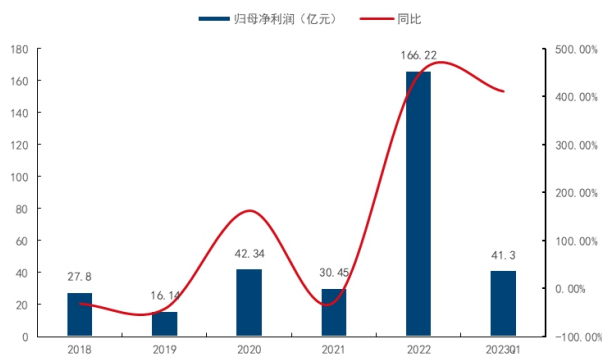
收入利润同比增长，业绩表现坚韧。2023 年一季度，公司实现营业收入 1202 亿元，同比增长 80%，环比下降 23.15%。其中，参考港股比亚迪电子（0285.HK）的数据，一季度电子业务收入 264 亿元，同比增长 26%，环比下降 27%；除电子业务外的收入 938 亿元，同比增长 104%，环比下降 22%。归母净利润 41 亿元，同比增长 411%，环比下降 44%。我们测算，比亚迪一季度的单车净利润大约为 0.69 万元（去年一季度为 0.24 万元，去年四季度为 1.01 万元）。

图1：比亚迪营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

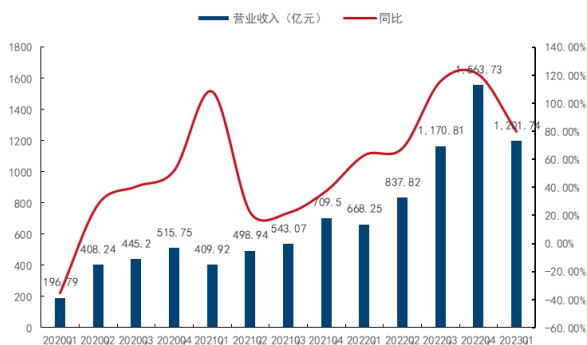
图2：比亚迪归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

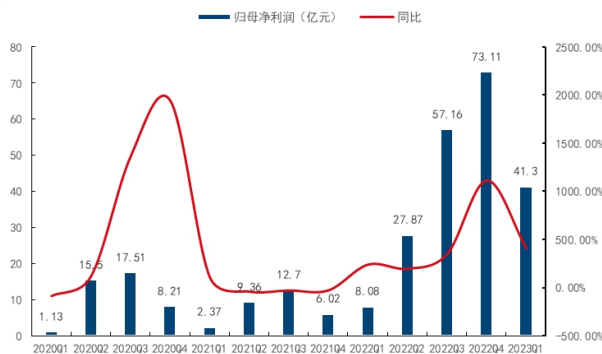
在新能源汽车销量增速放缓，补贴退坡，价格竞争激烈的背景下，比亚迪收入利润同比增长，业绩表现坚韧。

图3：比亚迪单季度营业收入及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：比亚迪单季度归母净利润及同比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

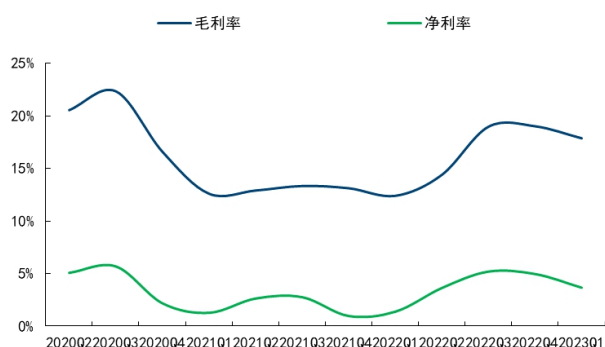
我们测算，比亚迪一季度的单车净利润大约为 0.69 万元（去年一季度为 0.24 万元，去年四季度为 1.01 万元）。在新能源汽车销量增速放缓，补贴退坡，价格竞争激烈的背景下，比亚迪收入利润同比增长，业绩表现坚韧。

表1：比亚迪业绩分拆

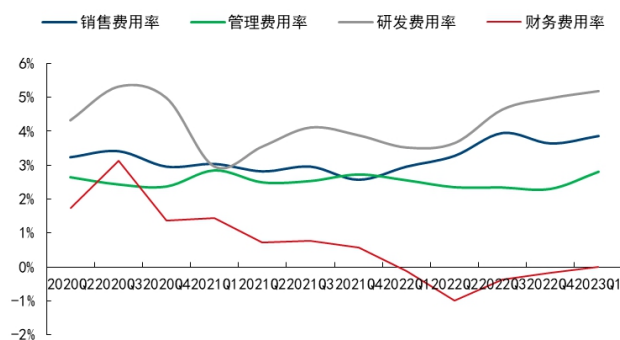
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1
比亚迪									
营业总收入（亿元）	409.92	498.94	543.07	709.50	668.25	837.82	1,170.81	1,563.73	1,201.74
毛利（亿元）	51.63	64.38	72.38	93.06	82.87	120.54	221.99	297.04	214.67
毛利率	12.59%	12.90%	13.33%	13.12%	12.40%	14.39%	18.96%	19.00%	17.86%
归母净利润（亿元）	2.37	9.36	12.70	6.02	8.08	27.87	57.16	73.11	41.30
净利率	1%	2%	2%	1%	1%	3%	5%	5%	3%
毛利（亿元）	51.63	64.38	72.38	93.06	82.87	120.54	221.99	297.04	214.67
毛利率	12.59%	12.90%	13.33%	13.12%	12.40%	14.39%	18.96%	19.00%	17.86%
比亚迪电子									
营业总收入（亿元）	198.90	246.40	214.00	231.20	209.33	227.61	274.62	360.30	263.75
毛利（亿元）	12.80	17.80	15.40	14.30	11.45	11.83	17.96	22.26	20.30
毛利率	6%	7%	7%	6%	5%	5%	7%	6%	8%
归母净利润（亿元）	8.10	8.40	5.10	1.50	1.80	4.54	6.03	6.21	4.59
净利率	4%	3%	2%	1%	1%	2%	2%	2%	2%
比亚迪剔除电子									
营业总收入（亿元）	211.02	252.54	329.07	478.30	458.92	610.21	896.19	1,203.43	937.99
毛利（亿元）	38.83	46.58	56.98	78.76	71.43	108.71	204.03	274.78	194.37
毛利率	18%	18%	17%	16%	16%	18%	23%	23%	21%
归母净利润（亿元）	-2.95	3.84	9.34	5.03	6.90	24.88	53.20	69.03	38.28
净利率	-1.40%	1.52%	2.84%	1.05%	1.50%	4.08%	5.94%	5.74%	4.08%
销量（万辆）	10.41	14.53	20.61	28.74	29.14	35.50	53.87	68.34	55.21
单车营收（万元）	20.26	17.38	15.97	16.64	15.75	17.19	16.64	17.61	16.99
单车毛利（万元）	3.73	3.21	2.77	2.74	2.45	3.06	3.79	4.02	3.52
单车净利（万元）	-0.28	0.26	0.45	0.18	0.24	0.70	0.99	1.01	0.69

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：单车利润的计算方法为，（比亚迪净利润-比亚迪电子净利润*65.76%）/销量。

利润率提升，研发营销加大投入。2023年一季度，公司的毛利率/净利率分别为17.86%/3.64%，分别同比增长5.46/2.28个百分点，分别环比下降1.14/1.30个百分点。

图5：比亚迪单季度毛利率及净利率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

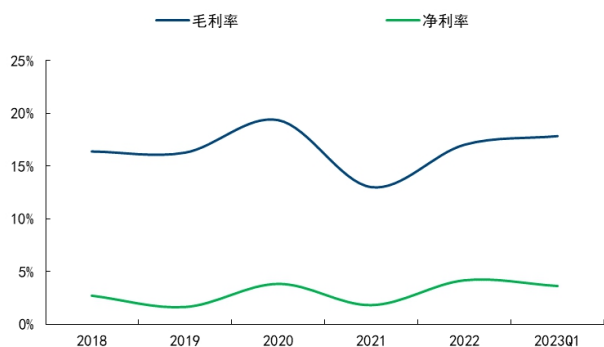
图6：比亚迪单季度销售/管理/研发/财务费用率


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司的销售/管理/研发/财务费用率分别为3.87%/2.80%/5.19%/0%，分别同比

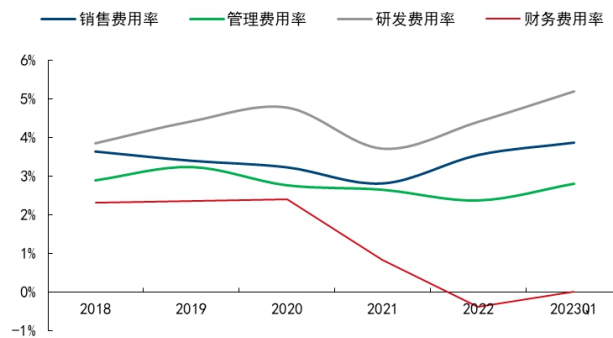
+0.91/+0.25/+1.66/+0.12pct，分别环比+0.22/+0.5/+0.21/+0.18pct。受益于汽车产品销量高速增长，规模效应分摊成本，公司毛利率与净利率同比均有明显改善。同时，云辇系统以及仰望 U8 等车型发布，腾势 N7 等高端车型储备，公司产品矩阵再升级，在研发与营销方面的投入持续加强。

图7：比亚迪毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

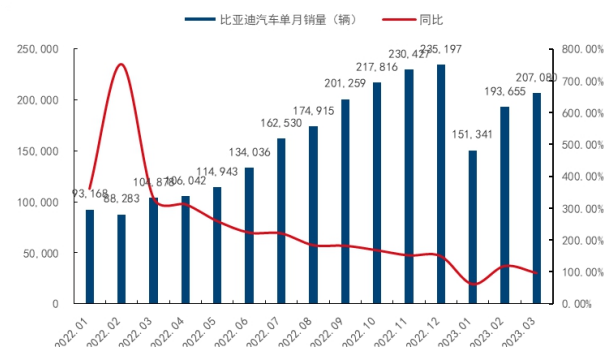
图8：比亚迪销售/管理/研发/财务费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

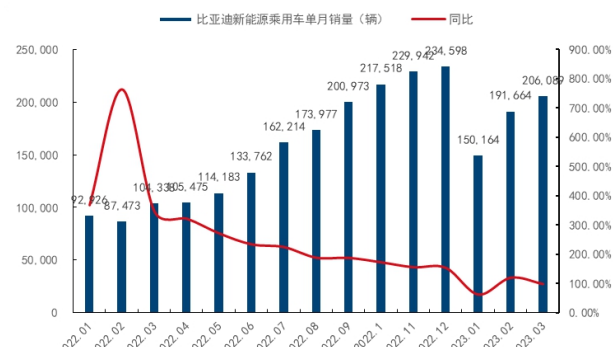
纯电插混双轮驱动，新能源汽车销量领跑行业。2023 一季度，比亚迪汽车销量为 552,076 辆，同比增长 93%，环比下降 19%。

图9：比亚迪汽车单月销量及同比



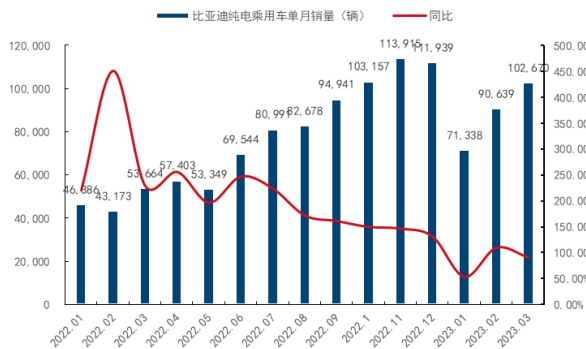
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图10：比亚迪新能源乘用车单月销量及同比

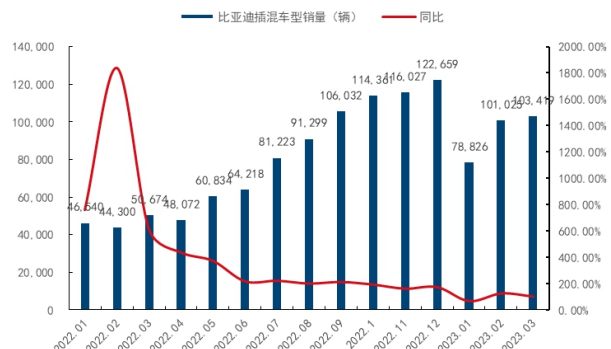


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

其中，纯电乘用车销量为 264,648 辆，同比增长 85%，环比下降 20%；插混乘用车销量为 283,270 辆，同比增长 100%，环比下降 20%。根据乘联会的数据，2023 年一季度乘用车/BEV/PHEV 的销量分别为 505/107/43 万辆，比亚迪对应的市场份额分别为 11%/25%/67%。

图 11：比亚迪纯电乘用车单月销量及同比


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图 12：比亚迪插电混乘用车单月销量及同比


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。从主线逻辑看，比亚迪深度布局三电技术，新能源汽车技术实力强、市场份额优势大，加速开启高端化进程与品牌出海进程，进一步提高了公司的发展上限；从支线逻辑看，比亚迪全新云辇智能车身控制系统发布，使产品矩阵再升级，进一步巩固了其新能源领域龙头车企的行业地位。我们维持盈利预测，预计公司 23/24/25 年公司的归母净利润为 281/367/511 亿元，对应 EPS 分别为 9.66/12.61/17.54 元，对应 PE 分别为 26/20/14 倍，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	公司简称	收盘价（元）	总市值 （亿元）	EPS			PE			投资评级
		20230427		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
601633	长城汽车	27.24	2,312	0.94	0.67	0.94	29	41	29	买入
603290	斯达半导	236.00	403	4.79	6.61	8.92	49	36	26	无评级
300750	宁德时代	231.00	10,155	7	10.47	13.97	34	22	17	无评级
	平均			4.19	5.92	7.94	37	33	24	
002594	比亚迪	258.92	7,538	5.71	9.66	12.61	45	26	20	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：无评级公司为 Wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	50457	51471	50000	50000	50000	营业收入	216142	424061	619205	731595	835023
应收款项	37525	40739	76340	90197	102948	营业成本	187998	351816	521431	611927	694302
存货净额	43355	79107	127880	150131	169660	营业税金及附加	3035	7267	12384	14632	12525
其他流动资产	27935	48860	92881	109739	125254	销售费用	6082	15061	21672	25606	25051
流动资产合计	166110	240804	353101	406067	453862	管理费用	5710	10007	28153	33516	39690
固定资产	81499	176502	181382	179166	170961	财务费用	1787	(1618)	1500	1500	1500
无形资产及其他	17105	23223	22295	21366	20437	投资收益	(57)	(792)	(200)	(200)	(200)
投资性房地产	23161	37846	37846	37846	37846	资产减值及公允价值变动	905	1513	500	500	500
长期股权投资	7905	15485	15885	16285	16685	其他收入	(7747)	(20707)	0	0	0
资产总计	295780	493861	610509	660730	699791	营业利润	4632	21542	34364	44714	62256
短期借款及交易性金融负债	23188	11618	113887	94906	67666	营业外净收支	(114)	(462)	0	150	150
应付款项	80492	143766	213133	250218	282767	利润总额	4518	21080	34364	44864	62406
其他流动负债	67625	177961	113504	133411	150375	所得税费用	551	3367	4467	5832	8113
流动负债合计	171304	333345	440524	478535	500808	少数股东损益	922	1091	1778	2321	3229
长期借款及应付债券	10790	7594	7594	7594	7594	归属于母公司净利润	3045	16622	28119	36710	51064
其他长期负债	9442	31533	32033	32533	33033						
长期负债合计	20232	39126	39626	40126	40626	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	191536	372471	480151	518661	541435	净利润	3045	16622	28119	36710	51064
少数股东权益	9175	10361	10894	11590	12559	资产减值准备	(49)	529	429	21	(57)
股东权益	95070	111029	119465	130478	145797	折旧摊销	13808	19704	16120	18624	19691
负债和股东权益总计	295780	493861	610509	660730	699791	公允价值变动损失	(905)	(1513)	(500)	(500)	(500)
						财务费用	1787	(1618)	1500	1500	1500
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	47763	121656	(122556)	4547	2161
每股收益	1.05	5.71	9.66	12.61	17.54	其它	178	455	104	675	1026
每股红利	0.90	0.56	6.76	8.83	12.28	经营活动现金流	63841	157453	(78284)	60078	73384
每股净资产	32.66	38.14	41.04	44.82	50.08	资本开支	0	(111650)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	12%	33%	19%	18%	26%	其它投资现金流	(5587)	(13789)	14627	0	0
ROE	3%	15%	24%	28%	35%	投资活动现金流	(8026)	(133020)	(5773)	(15400)	(10400)
毛利率	13%	17%	16%	16%	17%	权益性融资	(44)	508	0	0	0
EBIT Margin	6%	9%	6%	6%	8%	负债净变化	(6002)	(1150)	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	8%	9%	10%	支付股利、利息	(2619)	(1633)	(19683)	(25697)	(35745)
收入增长	38%	96%	46%	18%	14%	其它融资现金流	(2516)	(18361)	102269	(18981)	(27240)
净利润增长率	-28%	446%	69%	31%	39%	融资活动现金流	(19803)	(23419)	82586	(44678)	(62984)
资产负债率	68%	78%	80%	80%	79%	现金净变动	36012	1014	(1471)	0	0
息率	0.4%	0.2%	2.7%	3.5%	4.9%	货币资金的期初余额	14445	50457	51471	50000	50000
P/E	238.8	43.8	25.9	19.8	14.2	货币资金的期末余额	50457	51471	50000	50000	50000
P/B	7.7	6.6	6.1	5.6	5.0	企业自由现金流	0	63245	(95495)	48117	67058
EV/EBITDA	33.9	18.4	23.4	19.3	15.3	权益自由现金流	0	43734	5469	27831	38514

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032