

2023年06月02日
比亚迪(002594.SZ)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

乘用车 III

投资评级

买入-A
维持评级

12个月目标价

360元

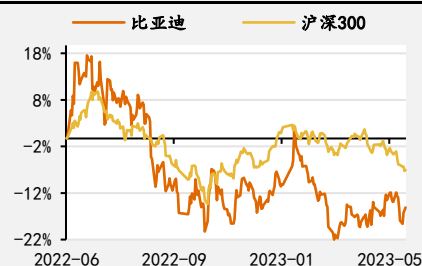
股价(2023-06-01)

255.45元

交易数据

总市值(百万元)	743,651.44
流通市值(百万元)	297,539.12
总股本(百万股)	2,911.14
流通股本(百万股)	1,164.76
12个月价格区间	234.79/353.5元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.4	4.0	-8.1
绝对收益	-0.2	-3.8	-14.8

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号: S1450520040002

xuhx@essence.com.cn

谷诚

联系人

gucheng@essence.com.cn

相关报告

四月销量表现优异, 腾势品牌持续向上	2023-05-03
一季度业绩符合预期, 表现优异	2023-04-28
3月销量表现亮眼, 腾势D9月销破万	2023-04-02
单车盈利创新高, 2023年品牌继续向上	2023-03-29
2月销量表现优异, 秦PLUS销量亮眼	2023-03-02

冠军版新车热销, 5月销量创年内新高

■事件: 6月1日比亚迪公布了2023年5月销售数据, 共计销售乘用车239092辆, 同比增长109.4%, 环比增长14.1%。

■5月销量创年内新高, 表现亮眼: 2023M5 比亚迪共计销售新能源乘用车239092辆, 同比增长109.4%, 环比增长14.1%; 其中DM车型销量为119489辆, 环比增长13.7%; EV车型销量为119603辆, 环比增长14.6%; 乘用车出口10203辆, 累计达到63753辆。整体看公司5月销量表现亮眼, 产量和销量均创下年内新高。具体分车型看:

1) 冠军版新车热销、焕发新生: 5.18日比亚迪发布了汉DM-i冠军版和DM-p战神版, 上市当日订单突破8051辆、72小时累计订单13695辆, 成交均价超过24万元, 收获了极高的热度, 拉动汉系列在2023M5销量达到20836辆, 环比增长42.3%, 重新突破2万大关。此外4.28日和5.10日驱逐舰05冠军版和海豹冠军版陆续亮相, 性价比较高的新款车型拉动二者在2023M5销量环比分别高增94.4%/30.1%, 分别达到10457/8079辆。

2) 主销车型稳步增长, 新车逐步放量: 2023M5 宋系列销量为38014辆(其中宋Plus为24329辆), 环比增长6.08%, 5.20日上市的宋Pro DM-i冠军版拉动了部分销量增长, 即将还会有宋Plus DM-i冠军版推出, 宋系列销量有望持续向好; 2023M5 秦/唐/海豚/护卫舰07的销量分别为43757/11871/30679/10005辆, 环比分别增长3.68%/0.95%/0.71%/0.02pct。新款e2和海鸥也在2023M5实现了完整交付, 分别交付4723/14300辆。

3) 腾势继续亮眼表现: 2023M5 腾势D9销量为11005辆, 环比增长4.55%, 继续亮眼表现。D9 5月新增订单超过1.3万, 并将在5-6月推送多项OTA升级, 还会推出一款纯电续航在50km-190km之间的DM-i版本, 进一步丰富用户选择, 2023Q3交付后有望拉动销量进一步提升。此外N7的订单数量已经破万, 并将在6月中旬开启试驾、下旬上市、7-8月开启交付。整体来说腾势品牌的势头良好, 比亚迪高端化转型进程持续加速。

4) 出口短期放缓, 未来依旧可期: 2023M5 比亚迪乘用车出口10203辆, 环比下滑31.2%, 我们预计可能是受到船期/运力等影响所导致的短期出口量波动。长期来看, 比亚迪的新能源车产品力强、且在海外布局推进顺利, 未来依旧可期。ATTO 3出口量的部分下滑也导致比亚迪元系列在2023M5的销量环比下滑8.54%, 为35815辆。5.31日元pro 2023款正式上市, 全车采用e平台3.0技术, 填补了10万元纯电SUV的市场, 有望热销, 叠加比亚迪出口量的恢复, 我们对元系列销量依旧保持乐观。

■我们持续看好公司的成长逻辑: 1) 多款新车上市: 2023年比亚迪预计会对秦、唐、汉、元、宋等老款车型做出改款升级, 且有海鸥、驱逐舰07、宋L等全新车型, 叠加腾势N7、N8、仰望U8、U9等高端车的逐一登场, 有望拉动公司销量稳步增长; 2) 高端化战略持续推进: 继腾势品牌的成功之后, 仰望U8的豪华版和越野玩家版预售价格达到了109.8万元, 并在上海车展获得了极高的关注度, 后续车型U9也蓄势待发; 此外比亚迪还会有一个主打越野的F品牌新车型推出, 助力公司高端化战略稳步推进, 销售结构不断优化, 有望带来更好的盈利能力; 3) 持续的降本增效: 公司通过产业链垂直整合的方式, 具备了较强的成本管控能力, 并依托规模效益获得了对上下游企业更强的议价能力, 在行业竞争加剧的背景下, 公司的优势愈发凸显, 盈利能力有望持续向好; 4) 行业出清有望

利好龙头企业：随着新能源车行业竞争的逐渐加剧，部分二、三线车企加速出清，行业集中度提升、竞争格局也在逐步改善，比亚迪有望从中充分受益，盈利能力有望进一步提升。

目 **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 277.5、373.8 以及 450.9 亿元，对应当前市值，PE 分别为 26.8、19.9 以及 16.5 倍，维持“买入-A”评级，给予 2024 年 28 倍 PE，6 个月目标价 360 元/股。

目 **风险提示：**新能源汽车行业竞争加剧；新品推进力度不及预期

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	2,161.4	4,240.6	5,980.1	8,125.2	9,750.2
净利润	30.5	166.2	277.5	373.8	450.9
每股收益(元)	1.05	5.71	9.53	12.84	15.49
每股净资产(元)	32.66	38.14	49.68	64.63	81.82

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	244.2	44.7	26.8	19.9	16.5
市净率(倍)	7.8	6.7	5.1	4.0	3.1
净利润率	1.4%	3.9%	4.6%	4.6%	4.6%
净资产收益率	3.2%	15.0%	19.2%	19.9%	18.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
ROIC	6.0%	27.7%	92.7%	93.4%	65.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,161.4	4,240.6	5,980.1	8,125.2	9,750.2	成长性					
减:营业成本	1,880.0	3,518.2	4,872.0	6,642.3	7,990.3	营业收入增长率	38.0%	96.2%	41.0%	35.9%	20.0%
营业税费	30.3	72.7	101.7	138.1	165.8	营业利润增长率	-34.6%	365.1%	62.4%	34.5%	20.5%
销售费用	60.8	150.6	221.3	296.6	346.1	净利润增长率	-28.1%	445.9%	67.0%	34.7%	20.6%
管理费用	57.1	100.1	143.5	190.9	224.3	EBITDA 增长率	-17.6%	108.6%	71.4%	50.9%	35.4%
研发费用	79.9	186.5	281.1	373.8	438.8	EBIT 增长率	-48.3%	255.9%	62.8%	34.8%	21.1%
财务费用	17.9	-16.2	8.0	12.0	17.0	NOPLAT 增长率	-40.5%	197.0%	79.5%	34.8%	21.1%
资产减值损失	-8.6	-13.9	8.0	8.0	8.0	投资资本增长率	-35.5%	-46.4%	34.0%	73.6%	58.9%
加:公允价值变动收益	0.5	1.3	2.2	4.0	4.0	净资产增长率	61.7%	16.4%	28.9%	29.1%	26.0%
投资和汇兑收益	-0.6	-7.9	3.0	3.0	3.0						
营业利润	46.3	215.4	349.8	470.4	567.0	利润率					
加:营业外净收支	-1.1	-4.6	-2.0	-2.0	-2.0	毛利率	13.0%	17.0%	18.5%	18.3%	18.1%
利润总额	45.2	210.8	347.8	468.4	565.0	营业利润率	2.1%	5.1%	5.8%	5.8%	5.8%
减:所得税	5.5	33.7	55.6	75.0	90.4	净利润率	1.4%	3.9%	4.6%	4.6%	4.6%
净利润	30.5	166.2	277.5	373.8	450.9	EBITDA/营业收入	9.2%	9.8%	11.9%	13.3%	15.0%
						EBIT/营业收入	2.9%	5.2%	6.0%	5.9%	6.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	96	82	99	101	104
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动资本周转天数	-18	-82	-113	-108	-103
货币资金	504.6	514.7	598.0	812.5	975.0	流动资产周转天数	231	173	162	149	150
交易性金融资产	56.1	206.3	400.0	500.0	600.0	应收账款周转天数	66	33	30	30	30
应收账款	375.3	407.4	589.3	764.9	860.1	存货周转天数	62	52	49	41	41
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	414	335	345	327	334
预付账款	20.4	82.2	27.1	46.7	42.0	投资资本周转天数	128	39	23	26	36
存货	433.5	791.1	832.9	1,012.2	1,207.4						
其他流动资产	271.3	406.4	512.0	614.0	716.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.2%	15.0%	19.2%	19.9%	18.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	1.3%	3.6%	4.5%	4.8%	4.8%
长期股权投资	79.1	154.9	254.9	404.9	604.9	ROIC	6.0%	27.7%	92.7%	93.4%	65.1%
投资性房地产	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	费用率					
固定资产	612.2	1,318.8	1,980.8	2,562.4	3,046.9	销售费用率	2.8%	3.6%	3.7%	3.7%	3.6%
在建工程	142.5	372.6	498.1	638.5	830.8	管理费用率	2.6%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%
无形资产	197.1	249.1	253.8	255.8	273.4	研发费用率	3.7%	4.4%	4.7%	4.6%	4.5%
其他非流动资产	265.0	434.4	568.7	638.4	687.8	财务费用率	0.8%	-0.4%	0.1%	0.1%	0.2%
资产总额	2,957.8	4,938.6	6,516.5	8,251.0	9,845.2	四费/营业收入	10.0%	9.9%	10.9%	10.7%	10.5%
短期债务	102.0	51.5	153.7	397.4	636.1	偿债能力					
应付账款	1,145.1	1,404.4	2,385.0	3,371.7	4,085.9	资产负债率	64.8%	75.4%	76.0%	75.5%	74.2%
应付票据	73.3	33.3	183.2	296.5	369.4	负债权益比	183.7%	306.8%	316.5%	308.6%	287.1%
其他流动负债	392.6	1,844.3	1,700.1	1,490.1	1,390.1	流动比率	0.97	0.72	0.67	0.68	0.68
长期借款	87.4	75.9	109.8	155.9	200.1	速动比率	0.72	0.49	0.48	0.49	0.49
其他非流动负债	114.9	315.3	420.0	520.0	620.0	利息保障倍数	3.46	-13.58	44.72	40.20	34.35
负债总额	1,915.4	3,724.7	4,951.9	6,231.6	7,301.6	分红指标					
少数股东权益	91.7	103.6	118.2	137.9	161.6	DPS(元)	0.11	-	0.95	1.28	1.55
股本	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1	分红比率	10.0%	0.0%	10.0%	10.0%	10.0%
留存收益	922.7	1,094.9	1,417.3	1,852.4	2,352.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%
股东权益	1,042.4	1,213.9	1,564.6	2,019.4	2,543.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.05	5.71	9.53	12.84	15.49
净利润	39.7	177.1	277.5	373.8	450.9	BVPS(元)	32.66	38.14	49.68	64.63	81.82
加:折旧和摊销	138.4	197.9	356.5	595.1	874.7	PE(X)	244.2	44.7	26.8	19.9	16.5
资产减值准备	8.6	13.9	-	-	-	PB(X)	7.8	6.7	5.1	4.0	3.1
公允价值变动损失	-0.5	-1.3	2.2	4.0	4.0	P/FCF	39.5	24.9	20.7	22.3	25.7
财务费用	19.1	6.2	8.0	12.0	17.0	P/S	3.4	1.8	1.2	0.9	0.8
投资收益	-0.3	7.7	-3.0	-3.0	-3.0	EV/EBITDA	37.3	16.1	9.0	5.9	4.3
少数股东损益	9.2	10.9	14.6	19.7	23.7	CAGR(%)	114.9%	38.9%	69.4%	114.9%	38.9%
营运资金的变动	371.6	2,421.7	630.9	426.9	302.7	PEG	2.1	1.2	0.4	0.2	0.4
经营活动产生现金流量	654.7	1,408.4	1,286.7	1,428.4	1,670.0	ROIC/WACC	0.6	2.7	9.0	9.0	6.3
投资活动产生现金流量	-454.0	-1,206.0	-1,445.5	-1,543.0	-1,823.0	REP	21.2	7.7	1.6	0.9	0.8
融资活动产生现金流量	160.6	-194.9	242.1	329.1	315.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034