

业绩加速兑现 迪王需求向上

比亚迪(002594)系列点评五十六

事件概述

公司发布 2022 年年报：2022 年公司归母净利润 166.2 亿元，同比+445.9%；扣非净利润为 156.4 亿元，同比+1146.4%。

其中，2022Q4 归母净利 73.1 亿元，同比+1114.3%，环比+27.9%；扣非归母净利润 72.7 亿元，同比+1875.3%，环比+36.3%。

分析判断：

业绩超预期 高端化布局加速

ASP 加速上行，高端化持续推进。2022 年公司汽车相关产品业务收入 3246.9 亿元，同比+151.78%；根据我们测算，Q4 单车 ASP 达 17.6 万元，同比+4.8%。年内腾势+仰望品牌高端产品加速导入，王朝网+海洋网新车驱动品牌销量攀升。公司全年销售汽车 186.9 万辆，同比+152.5%；Q4 销售 68.3 万辆，同比+137.8%，环比+26.9%。

盈利快速释放，规模效应显著。2022 年公司归母净利润 166.2 亿元，同比+445.9%；Q4 归母净利 73.1 亿元，同比+1114.3%，环比+27.9%。公司产品规模效应显现，单车折旧费用快速下降，根据我们测算，2022H2 公司单车折旧及摊销为 0.8 万元，同比-39.5%。

加码研发，2022Q4 费用率小幅提升。2022 年公司汽车业务毛利率达 20.4%，同比+3.7pct。单季度毛利率稳健，2022Q4 毛利率达 19.0%，同比+5.9pct，环比持平；净利率为 4.7%，同比+3.8pct，环比下降 0.2pct，主要因 Q4 研发加码，销售/管理/财务/研发费用率分别为 3.6%/2.3%/-0.2%/5.0%，同比分别+1.1pct/-0.4pct/-0.8pct/+1.1pct，环比分别-0.3pct/持平/+0.2pct/+0.3pct。我们判断销售费用率同比提升主要因职工薪酬及售后费用增长；管理费用率在规模效应下稳步下降；公司立足研发创新，保持较高研发投入，考虑到规模增长，我们判断整体费用率有望边际下行。

展望 2023 年，公司份额及 ASP 有望快速提升。公司今年增量主要源于海洋网新车（海鸥、海狮、护卫舰 07 等）、王朝网改款以及腾势新车（D9、N7、N8 等），有望持续驱动需求向上。此外，公司海洋网+王朝网基本覆盖 10-30 万元产品线，高端化持续推进：全新专业个性化品牌“F”将于年内推出，腾势、仰望迈入高端化市场。我们预计 2023 年公司销量有望突破 300 万辆，出口及海洋网新车型导入有望成为两大核心增长极，ASP 有望持续向上。

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：	245.01
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	358.86/218.81
总市值(亿)	7,132.59
自由流通市值(亿)	2,853.79
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：

分析师：胡惠民
邮箱：huhm@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522120003
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ)：汉唐双旗舰焕新 迪王旗舰再亮剑
2023.03.17
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 2月：迪“王”需求向上 出口“海”阔天空
2023.03.01
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 1月：产销高增长 2023再“腾”飞
2023.02.02

► 价格上攻下探 新品刺激需求提振

秦 PLUS 价格下探，海洋网新车型将快速导入。秦 PLUS DM-i 2023 冠军版于 2 月 10 日上市，NEDC 纯电续航达 55km/120km，售价区间为 9.98-14.58 万元，起步价下探至 10 万内，上市 7 天订单破 3.2 万辆，我们判断有望进一步替代 A 级合资燃油车。海洋网新品提速，海鸥即将上市，定位 A00 级电动车，CLTC 综合续航里程达 305km/405km，前置驱动电机最大功率 55kW，有望补齐公司小微车谱系的空缺，加速需求的释放。

全新专业个性化品牌上攻高端化，腾势汽车表现亮眼。2 月底，比亚迪官方确认全新专业个性化品牌“F”将于年内推出，定位高端序列，聚焦越野领域，公司将形成王朝+海洋网+腾势+新品牌+仰望的品牌架构，全面覆盖主流到高端价格带。此外，3 月 1 日起腾势 D9 EV 车型上涨 6,000 元，侧面彰显旺盛需求。我们判断随生产提速，腾势有望稳步爬坡。

► 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 2021 年 5 月开启新能源出口，2022 年加速开拓欧洲、亚太、美洲等多个地区，2022 年出口达 5.6 万辆，同比+307.2%。2023 年出口边际提速，2023 年 2 月出口新能源乘用车 1.5 万辆，环比+44.1%。公司加速布局海外市场，考虑到海外新能源补贴持续及公司产品力的优势，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，2023 年公司出口有望突破 30 万辆。

投资建议

公司依托 DM-i 及 E3.0 两大先进技术平台，技术驱动产品量价齐升，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。考虑行业竞争加剧，调整盈利预测，将公司 2023-2024 年营收由 6,645.41/8,280.4 亿元调整为 6,511.8/7,987.4 亿元，归母净利润由 264.9/374.0 亿元调整为 250.8/326.1 亿元，对应的 EPS 由 9.10/12.85 元调整为 8.61/11.20 元，新增预测 2025 年收入和归母净利分别为 9,067.8 亿元和 410.1 亿元，对应 EPS 为 14.09 元，对应 2023 年 3 月 28 日 245.01 元/股收盘价，PE 为 28/22/17 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	234.22	42.91	28.44	21.87	17.39

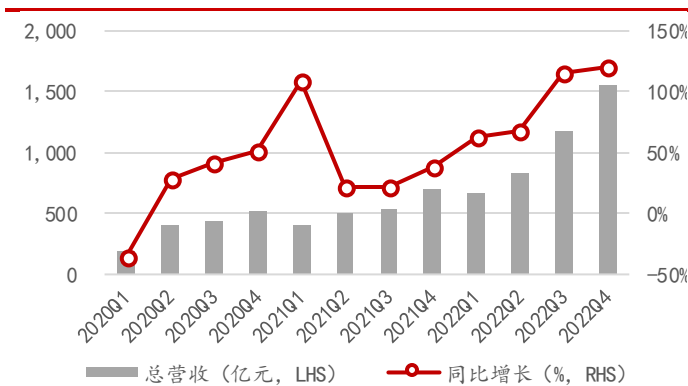
资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 1 比亚迪单季度财务数据

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4
总营收 (亿元)	196.8	408.2	445.2	515.8	409.9	498.9	543.1	709.5	668.3	837.8	1,170.8	1,563.7
YoY	-35.1%	28.1%	40.7%	52.1%	108.3%	22.2%	22.0%	37.6%	63.0%	67.9%	115.6%	120.4%
汽车+电池 (亿元)	111.1	180.0	243.9	299.7	211.0	252.5	329.0	478.3	458.9	610.2	896.2	1,203.4
YoY	-44.2%	-5.2%	47.6%	55.4%	89.9%	40.3%	34.9%	59.6%	117.5%	141.6%	172.4%	151.6%
比亚迪电子 (亿元)	85.6	228.2	201.3	216.0	198.9	246.4	214.0	231.2	209.3	227.6	274.6	360.3
YoY	-17.6%	77.1%	368.7%	47.7%	132.2%	8.0%	6.3%	7.0%	5.2%	-7.6%	28.3%	55.8%
营业成本 (亿元)	162.0	324.4	345.8	430.2	358.3	434.6	470.7	616.4	585.4	717.3	948.8	1,266.7
YoY	-33.9%	20.2%	26.9%	52.8%	121.1%	33.9%	36.1%	43.3%	63.4%	65.1%	101.6%	105.5%
汽车+电池 (亿元)	87.0	126.6	178.4	235.6	172.2	205.9	272.1	399.5	387.5	501.5	692.2	928.6
YoY	-41.9%	-14.6%	35.2%	58.5%	97.8%	62.7%	52.5%	69.6%	125.0%	143.5%	154.4%	132.5%
比亚迪电子 (亿元)	75.0	197.9	167.5	194.6	186.1	228.6	198.6	217.0	197.9	215.8	256.7	338.0
YoY	-21.5%	62.5%	19.1%	46.5%	148.1%	15.5%	18.6%	11.5%	6.3%	-5.6%	29.2%	55.8%
毛利率 (%)	17.7%	20.5%	22.3%	16.6%	12.6%	12.9%	13.3%	13.1%	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%
YoY	-1.4pct	5.2pct	8.5pct	-0.4pct	-5.1pct	-7.6pct	-9.0pct	-3.5pct	-0.2pct	1.5pct	5.6pct	5.9pct
汽车+电池 (%)	21.7%	29.7%	26.9%	21.4%	18.4%	18.4%	17.3%	16.5%	15.6%	17.8%	22.8%	22.8%
YoY	-3.1pct	7.7pct	6.7pct	-1.5pct	-3.3pct	-11.2pct	-9.5pct	-4.9pct	-2.8pct	-0.6pct	5.5pct	6.4pct
比亚迪电子 (%)	12.4%	13.3%	16.8%	9.9%	6.4%	7.2%	7.2%	6.2%	5.5%	5.2%	6.5%	6.2%
YoY	4.4pct	7.8pct	9.8pct	0.7pct	-6.0pct	-6.1pct	-9.6pct	-3.8pct	-1.0pct	-2.0pct	-0.7pct	0.0pct
归母净利润 (亿元)	1.1	15.5	17.5	8.2	2.4	9.4	12.7	6.0	8.1	27.9	57.2	73.1
YoY	-85.0%	119.9%	1362.7%	1943.9%	110.7%	-39.6%	-27.5%	-26.6%	240.6%	197.7%	350.3%	1114.3%
汽车+电池 (亿元)	-3.2	3.6	5.3	0.9	-2.9	3.9	9.3	5.0	6.9	24.9	53.2	69.0
YoY	-210.1%	-26.4%	-227.0%	-114.6%	8.0%	8.8%	76.7%	440.9%	334.7%	542.9%	471.0%	1276.7%
比亚迪电子 (归母口径, 亿元)	4.3	11.9	12.2	7.3	5.3	5.5	3.4	1.0	1.2	3.0	4.0	4.1
YoY	-5.9%	439.0%	128.9%	7.6%	22.9%	-54.0%	-72.4%	-86.2%	-77.7%	-45.7%	17.4%	305.5%
净利润率 (%)	0.6%	3.8%	3.9%	1.6%	0.6%	1.9%	2.3%	0.8%	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%
YoY	-1.9pct	1.6pct	3.6pct	1.5pct	0.0pct	-1.9pct	-1.6pct	-0.7pct	0.6pct	1.4pct	2.5pct	3.8pct
汽车+电池 (%)	-2.9%	2.0%	2.2%	0.3%	-1.4%	1.5%	2.8%	1.0%	1.5%	4.1%	5.9%	5.7%
YoY	-4.3pct	-0.6pct	4.7pct	3.6pct	1.5pct	-0.4pct	0.7pct	0.7pct	2.9pct	2.5pct	3.1pct	4.7pct
比亚迪电子 (归母口径, %)	5.0%	5.2%	6.1%	3.4%	2.7%	2.2%	1.6%	0.4%	0.6%	1.3%	1.4%	1.1%
YoY	0.6pct	3.5pct	2.5pct	-1.3pct	-2.4pct	-3.0pct	-4.5pct	-2.9pct	-2.1pct	-0.9pct	-0.1pct	0.7pct
*单车ASP (万元)	18.34	18.99	22.90	19.41	20.53	18.10	16.16	16.83	15.84	17.27	16.68	17.64
YoY	6.5%	7.5%	46.8%	22.1%	12.0%	-4.7%	-29.4%	-13.3%	-22.9%	-4.6%	3.3%	4.8%
*单车净利润 (万元)	-0.53	0.38	0.49	0.06	-0.29	0.28	0.46	0.18	0.24	0.70	0.99	1.01
YoY	310.0%	-16.5%	226.3%	111.4%	45.8%	-26.1%	-7.6%	194.0%	183.2%	153.8%	116.5%	473.5%

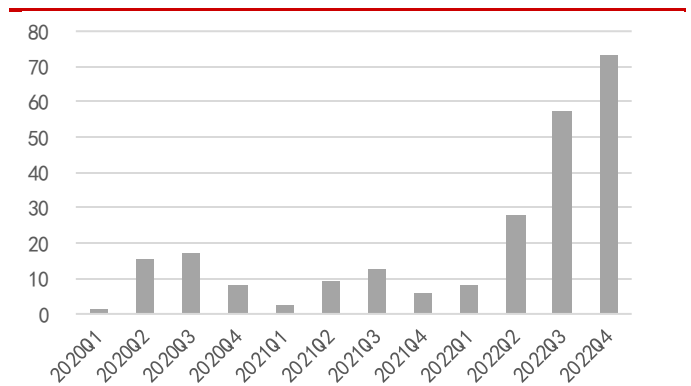
资料来源：公司公告，Wind，华西证券研究所

图 1 20-22 年公司单季总营收及增速 (亿元, %)



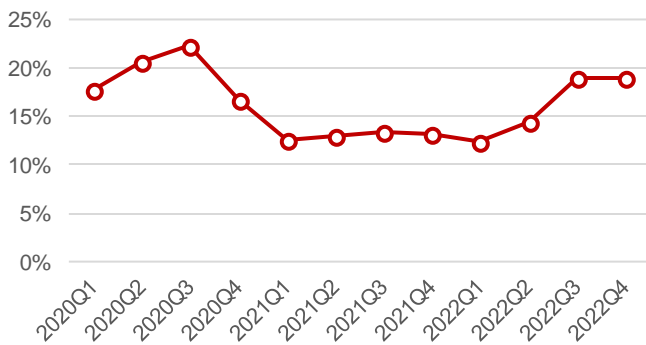
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 2 20-22 年公司单季归母净利润 (亿元)



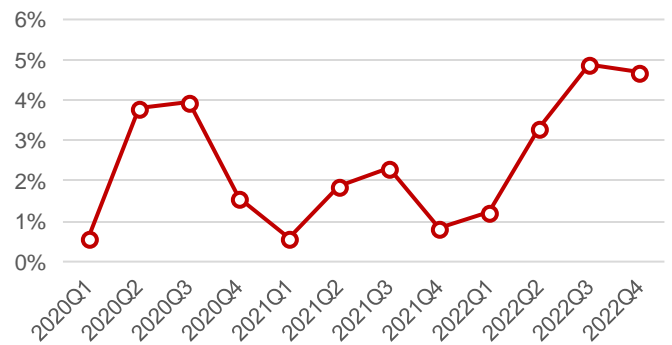
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 20-22 年公司单季毛利率 (%)



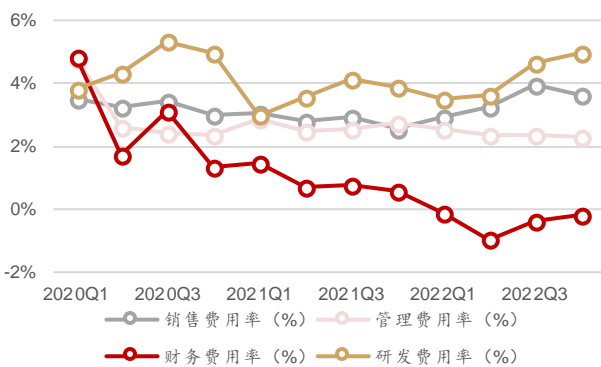
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 4 20-22 年公司单季净利率 (%)



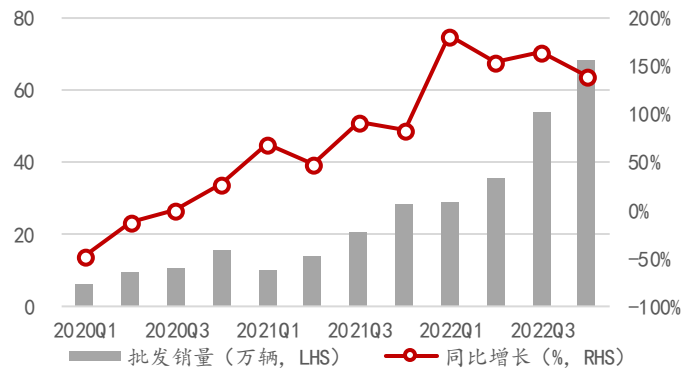
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 5 20-22 年公司单季费用率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 6 20-22 年公司单季批发销量及增速 (万辆, %)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	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	42.91	28.44	21.87	17.39
其他长期负债	31,533	31,533	31,533	31,533	PB	6.74	5.13	4.06	3.22
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。