

比亚迪 (002594)

电车爆单见规模效应，高端+出海定估值弹性

◆ 核心逻辑：持续高强度研发铸造优质产品+销量暴增带来规模效应+海外销量决定估值弹性

◆ 业绩持续高增，盈利能力修复

2022年公司实现营收4240.61亿元、同比+9.2%，归母净利润166.22亿元、同比+445.9%，毛利率17.0%、同比+4.0pcts，净利率4.2%、同比+2.3pcts。其中Q4单季度营收1563.73亿元、同/环比+120.4%/+33.6%，归母净利润73.11亿元、同/环比+1114.3%/+27.9%，毛利率19.0%、同比+5.88pcts，净利率4.9%、同比+4.0pcts。

全年汽车板块业务收入达3246.91亿元、同比+151.78%，营收占比升至76.6%，毛利率升至20.4%，平均单车售价17.4万元、同比+14.3%，单车毛利3.5万元、同比+34.0%。受益于全年电车需求旺盛及市占率的持续提升，公司全年实现量利齐升，叠加销量快速增长带来的规模效应提升，盈利能力逐季上行。

◆ 全球电动化大趋势，锂价下行对抗燃油车反扑

据乘联会口径，2022年中国国内新能源乘用车零售销量为567.4万台、同比+89.8%，渗透率达27.6%。受到一季度燃油车降价清库A库存的扰动，2023Q1中国新能源乘用车零售销量131.6万、同比+23.0%，低于EV Sales全年30%的预期值、但Q1渗透率仍上升至30.8%，预计Q3全面实施国六B后新能源车将回到销量与渗透率持续提升的轨道。

欧洲方面，根据EVSales数据，2022年欧洲新能源乘用车销量260.2万、同比+23.8%，渗透率由2020年的8.2%提升至为2022年的17.3%，仍处于汽车电动化早期阶段。同时近期欧洲燃油车禁售时间表正式生效，提升欧洲电车市场的预期。根据EVSales预测，2023年欧洲电车销量预计约340万辆，同比增速约30%，欧洲电车市场有望触底反弹。同时欧七标准颁布，进一步对汽车碳排放提出限制，加速电车；美国市场在IRA法案落地后电车销量有望迅速增长，但贸易壁垒及相关原材料来源地的限制使其对中国电车销量增量助力有限。

随着锂价由去年年底高位60万/吨降至近期20万/吨以下，电车降价空间拓宽，刺激下游需求，最终实现以价换量，提升全球的行业渗透率。由此头部新能源车企将通过规模效应提升/维持盈利能力，保持对同行的优势。

◆ 巩固全球第一，技术引领+渠道建设+产能布局助推海外市场持续放量、提升估值

2022年公司共销售汽车186.9万辆、同比+152.5%，其中新能源乘用车销量达185.7万辆、同比+212.8%，由此反超特斯拉、登顶全球新能源车第一位置，市占率达到18.4%。国内市场一骑绝尘，零售销量157.6万辆、市占率达31.7%，大幅领先第二名五菱(7.8%)。今年以来领先优势拉大，1+2月国内/全球市占率分别突破至41%和22%，巩固龙一地位。海外市场持续放量打开增长天花板。公司新能源乘用车海外月销量由去年7月的4026辆上升至今年3月的13312辆，全球除中国市占率由1.4%上升至今年2月的4.0%。自2021年首次出海挪威后，公司陆续开辟日本、德国、英国和澳大利亚等传统车企布局市场。除在终端销售布局，公司首个海外乘用车工厂去年正式落地泰国，规划产能15万辆，预计于2024年运营。销售渠道+产能规划双双出海打造第二增长曲线。

自2021年和2022年相继推出DM-i/DM-p技术以来，公司PHEV销量显著增长，2021/2022年分别销售27.3万辆/94.6万辆、同比+467.6%/+246.7%，销量占比上升至50.9%。自研核心三电系统、刀片电池等奠定核心技术竞争力，同时公司已形成比亚迪品牌(王朝和海洋)、腾势、仰望等品牌组成的多梯度产品矩阵，伴随高端车型腾势3月销量破万、仰望U8上海车展订单超3万，公司品牌价值快速提升、未来价格中枢有望上移。

◆ 投资建议与盈利预测

锂价下跌拓宽车企降价空间，以价换量提振国内终端需求，欧洲销量有望修复，电车板块有望迎来结构性机遇。公司为全球电车龙头企业，积极完善产品结构，持续加码海外市场，在扩大市占率的同时推动品牌力的建设。综上，我们认为公司具备高壁垒及优于行业的增长预期，首次覆盖，给予“买入”评级，预测公司2023~2025年归母净利润分别291.1、432.8和579.6亿元，对应PE值分别为25、17和13倍。

◆ 风险提示

宏观经济不景气，电车汽车销量不及预期；电车政策转向；公司产能投放不及预期；贸易壁垒；原材料价格大幅波动。

财务数据与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	216142.40	424060.64	682128.69	897177.45	1072664.63
增长率(%)	38.02	96.20	60.86	31.53	19.56
归母净利润(百万元)	3045.19	16622.45	29110.76	43281.34	57955.28
增长率(%)	(28.08)	445.86	75.13	48.68	33.90
毛利率(%)	13.02	17.04	18.63	19.48	20.13
每股收益(元)	1.05	5.71	10.00	14.87	19.91
市盈率 PE	239.95	43.96	25.10	16.88	12.61
市净率 PB	7.69	6.58	5.26	4.05	3.10
净资产收益率 ROE(%)	3.20	14.97	20.96	23.99	24.57

资料来源：iFind，中航证券研究所

投资评级

买入

首次评级

2023年04月26日

收盘价(元):

251.00

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)

2,911.14

总市值(百万)

730,696.86

流通股本(百万股)

1,164.76

流通市值(百万)

292,355.92

12月最高/最低价(元)

358.86/218.81

资产负债率(%)

75.42

每股净资产(元)

38.14

市盈率(TTM)

43.96

市净率(PB)

6.58

净资产收益率(%)

14.97

股价走势图



作者

曾帅

分析师

SAC执业证书: S0640522050001

联系电话:

邮箱: zengshuai@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

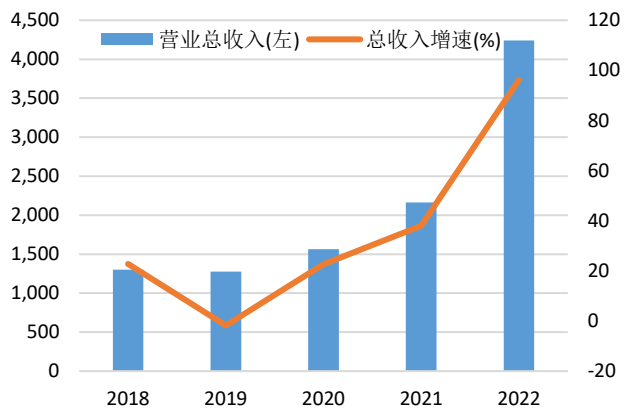
请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

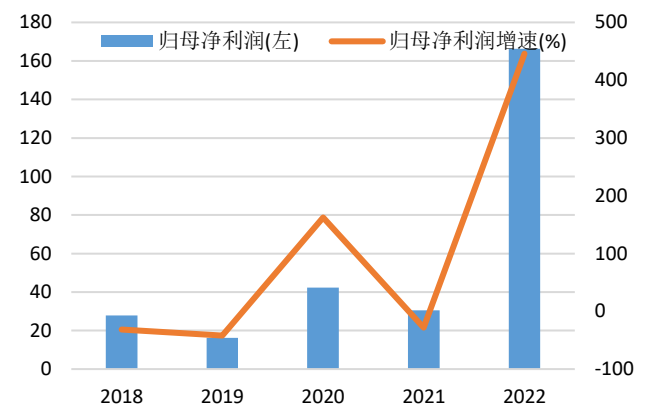
中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

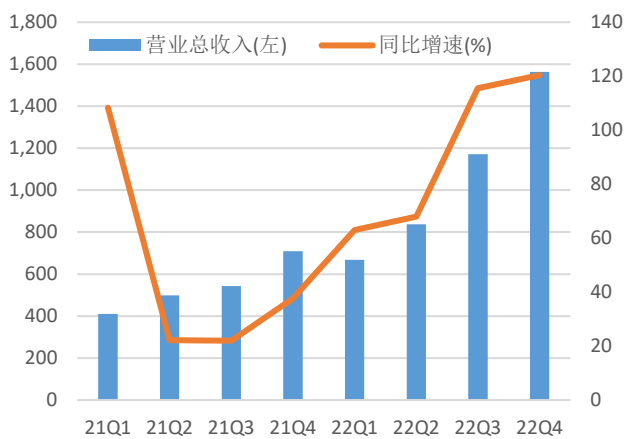
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

图1 公司营收逐年高增（亿元）


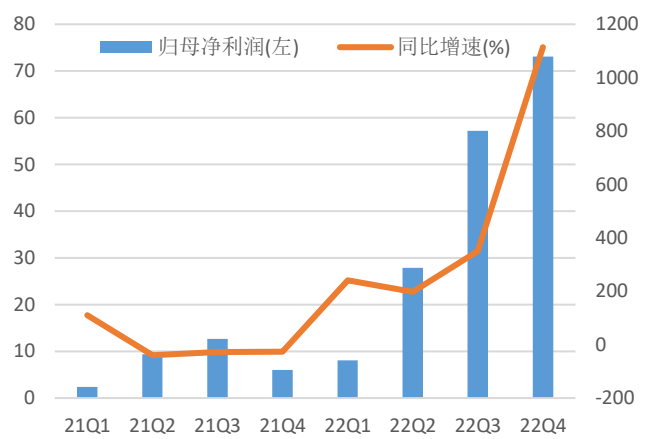
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图2 2022年公司归母净利润实现触底反弹（亿元）


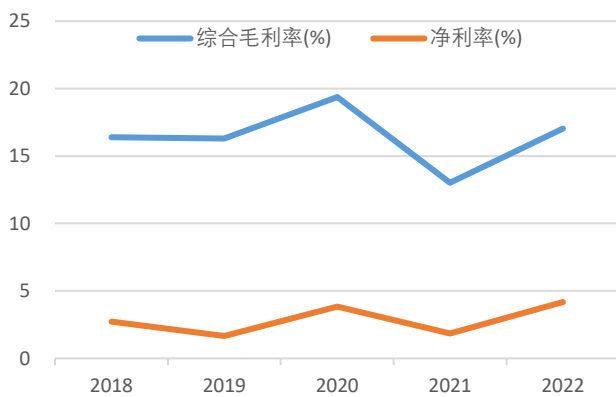
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图3 2021Q2开始营收逐季高增（亿元）


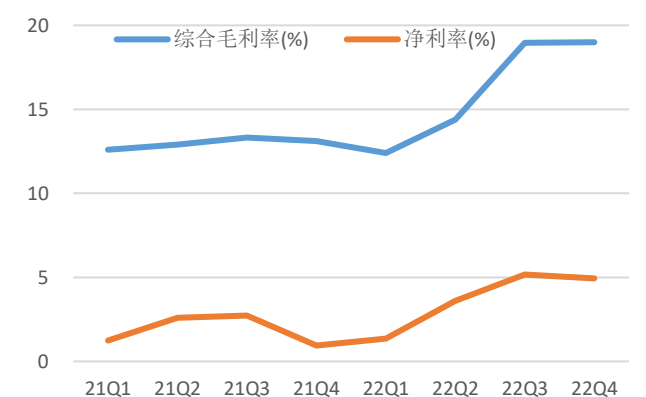
资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图4 2021Q4开始归母净利润快速提升（亿元）


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图5 2022年公司盈利能力实现修复


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

图6 2022Q1开始公司盈利能力逐季提升


资料来源：公司公告，Wind，中航证券研究所

表1 公司分业务拆分 (亿元)

		2022	2023E	2024E	2025E
汽车及相关产品	营收	3246.91	5728.50	7770.00	9405.00
	增速	188.6%	76.4%	35.6%	21.0%
	毛利率	20.4%	21.0%	21.5%	22.0%
	毛利润	661.92	1202.99	1670.55	2069.10
手机部件、 组装及其他产品	营收	988.15	1086.97	1195.66	1315.23
	增速	14.3%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	6.1%	6.20%	6.40%	6.80%
	毛利润	59.86	67.39	76.52	89.44
其他业务	营收	5.54	5.82	6.11	6.42
	增速	-23.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	12.0%	12%	12%	12%
	毛利润	0.66	0.70	0.73	0.77
合计	营收	4240.61	6821.29	8971.77	10726.65
	增速	96.2%	60.9%	31.5%	19.6%
	毛利率	17.0%	18.6%	19.5%	20.1%
	毛利润	722.45	1271.08	1747.81	2159.31

资料来源：iFind，中航证券研究所

表2 可比公司估值(汽车行业)

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
长城汽车	26.92	2257.38	0.94	0.75	1.06	1.23	28.54	35.98	25.41	21.80
长安汽车	11.17	1090.41	0.79	0.90	1.00	1.12	14.21	12.45	11.12	9.96
可比公司平均							21.38	24.21	18.27	15.88
比亚迪	251.00	7111.92	5.71	9.13	12.93	17.12	43.96	27.49	19.41	14.66

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：采用 4 月 26 日收盘价，以上预测来源为 Wind 一致预测

表3 可比公司估值 (锂电行业)

股票名称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
宁德时代	224.50	9425.16	12.58	10.47	13.90	18.05	17.84	21.44	16.15	12.44
亿纬锂能	66.79	1235.21	1.72	3.01	4.60	5.84	38.86	22.22	14.52	11.43
可比公司平均							28.35	21.83	15.33	11.94
比亚迪	251.00	7111.92	5.71	9.13	12.93	17.12	43.96	27.49	19.41	14.66

资料来源：Wind，中航证券研究所

注：采用 4 月 26 日收盘价，以上预测来源为 Wind 一致预测

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新能源团队: 团队首席曾帅, 从业 8 年余, 曾作为团队核心成员获得 2017 年新财富最佳分析师(团队)机械行业第一名, 先后职于航天、医疗器械、钢铁等行业, 对科技和周期均有深入研究, 在锂电装备、光伏装备、机器人与自动化等领域持续深度研究, 建立了“中国制造业投资周期”研究框架。团队以光伏、氢能、风电、锂电与储能等领域为重点研究方向, 将有限的精力投入在符合国家需要、产业蓬勃、人民有信仰的地方, 服务更多一、二级市场客户。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637