

比亚迪 (002594) \ 汽车

CTB 加持海豹发布, 看好优质平台持续孵化能力

事件:

5月20日, 比亚迪发布了基于e平台3.0打造的新车型“海豹”, 及其搭载的CTB电池车身一体化技术。海豹提供4款车型和3种动力组合, 标准续航版起售价21.28万元, CLTC续航550km; 长续航后驱版售价26.28万元, CLTC续航700km; 四驱性能版售价28.98万元, 百公里能耗12.7kWh, CLTC续航650km。海豹除首次搭载CTB技术以外, 还首次配备了iTAC智能扭矩控制系统, 以提高操控上限; 同时通过高电压平台可实现15分钟充电300km里程以上。

➤ CTB可在降本的同时实现性能、续航、安全多重升级

比亚迪CTB技术将刀片电池集成到车身结构上, 以电池上壳体直接作为车内地板, 使得车身重量得以减轻, 并提升了扭转刚度, 实现更优异的操控性能; 另外由于铝制结构件的使用减少, 容纳电芯的空间相对提升, 可以同时实现整车的降本以及电池能量密度的提升。CTB结构还可实现安全性的进化, 正碰结构安全可提升50%, 侧碰结构安全提升45%。

➤ e平台3.0新成员发布, 看好优质平台的长期孵化能力

海豹的价格带与小鹏P7的主力车型基本重合, 并且有望凭借出色的性价比对同级别售价更高的特斯拉Model 3 (售价27.8-36.8万元, CLTC续航556-675km) 以及蔚来ET5 (售价32.8-38.6万元, CLTC续航550-700km) 等车型形成竞争, 在20万以上市场继续扩大品牌影响力。此前同样基于e平台3.0打造的海豹网车型海豚上市以来, 月销迅速攀升至一万辆以上, 充分体现了e平台3.0自身“安全、高效、智能、美学”的强大产品力, 以及海洋网年轻化营销模式带来的市场高度关注与认可。我们认为随着海豹以及后续海狮等车型的上市, 带来公司产品销量持续高增的同时, 标准化架构带来的降本效益还将提升公司的整体盈利能力。

➤ 4月份销量逆势上涨, 强力彰显龙头α

根据乘联会数据, 4月份我国乘用车市场零售销量同比-35.5%, 环比-34.0%; 新能源乘用车零售销量同比+78.4%, 环比-36.5%。比亚迪凭借完善的供应链整合能力以及强大的产品力, 4月份乘用车销量达10.5万辆, 实现了同比+136.5%, 环比+1.1%的增长, 占据10%左右的市场份额, 位居各厂商首位。公司长期以来对于供应链自主可控的坚持, 在复杂外部环境影响下更显价值, 对于全年业绩的逐步兑现提供了有力支撑。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-2024年营收分别入为3727.34/4990.64/ 6486.61亿元, 归母净利润分别为73.63/120.75/180.72亿元, EPS分别为2.53/4.15/6.21元/股, 对应三年CAGR约81.05%, 对应PE分别为114x/69x/46x。采用分部估值法, 我们认为公司2022年合理市值为9974.74亿元左右, 对应目标价为369.1元, 相比当前有较大提升空间。考虑到公司高速增长的业绩和良好竞争力, 维持“买入”评级。

- **风险提示:** 1) 新车型交付不及预期风险; 2) 行业竞争加剧风险; 3) 上游原材料涨价风险; 4) 扩产不及预期风险。

投资评级:

行 业: 汽车

投资建议: 买入 (维持评级)

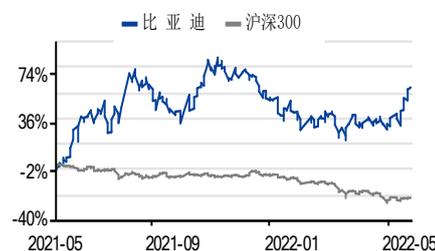
当前价格: 287.70元

目标价格: 369.1元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,813/1,155
流通A股市值 (百万元)	331,387
每股净资产 (元)	32.66
资产负债率 (%)	64.76
一年内最高/最低 (元)	333.33/159.88

股价相对走势



分析师 贺朝晖

执业证书编号: S0590521100002

邮箱: hezh@glsc.com.cn

联系人 黄程保

邮箱: huangcb@glsc.com.cn

联系人 梁丰钰

邮箱: liangfs@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《比亚迪 (002594): 舆图已成 乘势而行》
(2022.04.29)

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	156598	216142	372734.4	499064	648661
增长率 (%)	22.59%	38.02%	72.45%	33.89%	29.98%
EBITDA (百万元)	23164	20413	19180	29305	40019
净利润 (百万元)	4234	3045	7363	12075	18072
增长率 (%)	162.27%	-28.08%	141.85%	63.96%	49.67%
EPS (元/股)	1.45	1.05	2.53	4.15	6.21
市盈率 (P/E)	197.80	275.04	113.75	69.36	46.34
市净率 (P/B)	15.02	8.81	8.20	7.37	6.40
EV/EBITDA	24.9	38.3	38.5	25.6	18.9

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2022年5月20日收盘价

本研究报告仅供
 ybjieshou@eastmoney.com
 邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14445	50457	48455	64878	84326	营业收入	156598	216142	372734	499064	648661
应收账款+票据	55425	53488	92239	123501	160521	营业成本	126251	187998	315470	419298	541415
预付账款	724	2037	2098	2809	3651	营业税金及附加	2154	3035	4972	6657	8652
存货	31396	43355	72752	96696	124858	营业费用	5056	6082	11741	14972	19460
其他	9615	16774	24865	31392	39122	管理费用	11786	13701	26762	35434	46055
流动资产合计	111605	166110	240409	319277	412478	财务费用	3763	1787	1473	2230	2297
长期股权投资	5466	7905	8939	10073	11207	资产减值损失	-907	-857	-1367	-1830	-2379
固定资产	55530	62795	77858	102046	123569	公允价值变动收益	-51	47	2	2	2
在建工程	6112	20277	24368	16759	9000	投资净收益	-273	-57	-66	-36	-6
无形资产	11804	17105	16047	15880	15105	其他	729	1959	492	3	-576
其他非流动资产	10500	21588	23231	22590	21937	营业利润	7086	4632	11378	18612	27824
非流动资产合计	89412	129670	150443	167348	180818	营业外净收益	-203	-114	-66	-66	-66
资产总计	201017	295780	390852	486625	593296	利润总额	6883	4518	11312	18546	27758
短期借款	16401	10204	36996	45441	45473	所得税	869	551	1420	2328	3484
应付账款+票据	51908	80492	111174	147764	190799	净利润	6014	3967	9892	16218	24274
其他	38122	80608	107514	143011	184928	少数股东损益	1780	922	2527	4143	6201
流动负债合计	106431	171304	255684	336215	421199	归属于母公司净利润	4234	3045	7363	12075	18072
长期带息负债	24469	12205	13327	12875	11077	主要财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
其他	5663	8027	8027	8027	8027	成长能力					
非流动负债合计	30133	20232	21353	20902	19104	营业收入	22.59%	38.02%	72.45%	33.89%	29.98%
负债合计	136563	191536	277037	357118	440303	EBIT	95.50%	-40.77%	102.77%	62.51%	44.66%
少数股东权益	7580	9175	11702	15845	22046	EBITDA	51.54%	-11.87%	-6.04%	52.79%	36.56%
股本	2728	2911	2911	2911	2911	归属于母公司净利润	162.27%	-28.08%	141.85%	63.96%	49.67%
资本公积	24699	60807	60807	60807	60807	获利能力					
留存收益	29447	31351	38395	49944	67229	毛利率	19.38%	13.02%	15.36%	15.98%	16.53%
股东权益合计	64454	104244	113815	129507	152993	净利率	3.84%	1.84%	2.65%	3.25%	3.74%
负债和股东权益总计	201017	295780	390852	486625	593296	ROE	7.44%	3.20%	7.21%	10.62%	13.80%
						ROIC	7.75%	5.33%	11.73%	11.71%	14.69%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债	67.94%	64.76%	70.88%	73.39%	74.21%
净利润	6014	3967	9892	16218	24274	流动比率	1.0	1.0	0.9	0.9	1.0
折旧摊销	12519	14108	6396	8529	9964	速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
财务费用	3763	1787	1473	2230	2297	营运能力					
存货减少	-5825	-11958	-29397	-23944	-28162	应收账款周转率	2.8	4.0	4.0	4.0	4.0
营运资金变动	21363	44085	-18712	9642	11198	存货周转率	4.0	4.3	4.3	4.3	4.3
其它	7559	13477	29414	24170	28362	总资产周转率	0.8	0.7	1.0	1.0	1.1
经营活动现金流	45393	65467	-934	36846	47933	每股指标(元)					
资本支出	-8657	-34980	-25900	-24300	-22300	每股收益	1.5	1.0	2.5	4.1	6.2
长期投资	-1837	-3527	-1200	-1300	-1300	每股经营现金流	15.6	22.5	(0.3)	12.7	16.5
其他	-3951	-6897	-87	-60	-34	每股净资产	19.2	32.7	35.1	39.0	45.0
投资活动现金流	-14444	-45404	-27187	-25660	-23634	估值比率					
债权融资	-21928	-18460	27913	7994	-1766	市盈率	197.80	275.04	113.75	69.36	46.34
股权融资	0	183	0	0	0	市净率	15.02	8.81	8.20	7.37	6.40
其他	-6980	34340	-1794	-2756	-3085	EV/EBITDA	24.9	38.3	38.5	25.6	18.9
筹资活动现金流	-28907	16063	26119	5237	-4851	EV/EBIT	54.2	123.9	57.8	36.1	25.1
现金净增加额	2064	36081	-2002	16423	19448						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2022 年 5 月 20 日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695