

比亚迪 (002594.SZ)/ 比亚迪股份 (01211.HK)

业绩超预期，利润弹性有望进一步释放

核心观点:

- **汽车板块驱动业绩高增，涨价叠加规模效应提升单车盈利能力。**公司披露 22 年半年度业绩预告，22 年 1H 归母净利润 28.0~36.0 亿元，同比增长 138.59%~206.76%，对应二季度归母净利润 19.92~27.92 亿元，环比增长 146.53%~245.54%，主要系汽车销量强劲放大规模优势，叠加一季度车型涨价提升单车盈利能力。据太平洋汽车，一季度比亚迪纯电动车型平均涨价 6000 元，插电混动车型平均涨价 3000 元，按照销售结构 50/50 测算，整体平均涨价 4500 元，有望提升单车盈利至 5500~7500 元（一季度单车约盈利 3000 元）。据公司产销快报披露，二季度公司汽车整体销量 35.5 万辆，同比+149.1%，环比+21.8%。
- **下半年量价齐升有望进一步释放利润弹性。**（1）量：我们维持公司全年整车销售 180 万辆预期：1Q 29.1 万辆/2Q 35.5 万辆/3Q 50.0 万辆/4Q 65.3 万辆。（2）价：一季度车型涨价有望持续提升下半年盈利。（3）产品结构：随着汉 DM-i/DM-p、海豹、护卫舰 07、腾势 D9 等新车型放量，持续改善公司产品组合，有望实现量价齐升。（4）碳酸锂价格变动影响：根据鑫椏锂电，电池级碳酸锂单吨均价 1Q 44.1 万元，2Q 47.7 万元，经测算带来磷酸铁锂电池成本上升 20 元/kWh，对应平均 50kWh 电池包，带来单车电池成本上升约 1000 元。考虑到 B 级高价值车型开始放量，单车盈利有望进一步提升。
- **盈利预测与投资建议。**考虑公司新能源车型销量扩大及刀片电池产能外供提速，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 3.76/5.64/9.44 元/股，给予 2022 年 100 倍 PE，对应 A 股合理价值 375.60 元人民币/股，以 AH 溢价对应 H 股合理价值 314.30 港币/股。维持 A/H 股“买入”评级。

- **风险提示。**新能源汽车销量不及预期；技术升级不及预期。

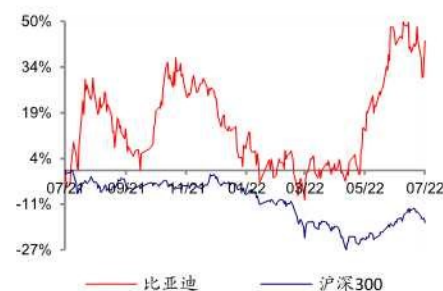
盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	156,598	216,142	425,682	572,869	801,552
增长率 (%)	22.6	38.0	96.9	34.6	39.9
EBITDA (百万元)	24,113	20,610	30,271	39,002	54,477
归母净利润 (百万元)	4,234	3,045	10,934	16,433	27,487
增长率 (%)	162.3	-28.1	259.1	50.3	67.3
EPS (元/股)	1.55	1.05	3.76	5.64	9.44
市盈率 (x)	125.19	256.32	90.04	59.91	35.82
ROE (%)	7.4	3.2	10.3	13.4	18.3
EV/EBITDA (x)	23.55	37.14	33.41	25.77	18.09

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	338.19 元/294.20 港元
合理价值	375.60 元/314.30 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-07-16

相对市场表现



分析师：陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136690



chenzikun@gf.com.cn

分析师：纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

请注意：陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

比亚迪(002594.SZ)/比亚迪股份(01211.HK):一季度业绩超预期，盈利质量持续优化	2022-04-29
比亚迪(002594.SZ)/比亚迪股份(01211.HK):四季度毛利率持稳，车型周期上行销量提速	2022-04-03
比亚迪(002594.SZ)/比亚迪股份(01211.HK):前三季度营收高增，新车型放量助推景气周期	2021-10-31

一、盈利预测与投资建议

公司盈利预测假设如下：

(1) 汽车业务：公司2022年车型迭代加速。根据乘联会乘用车排名数据，王朝网DM-i车型销量持续位列前茅。下半年海洋网产品逐渐丰富有望打开销量。比亚迪充分受益磷酸铁锂+GCTP技术，凭借高性价比提升10~20万元主力价格带市场销量，推出汉DM-i/DM-p新车型开拓20万元以上市场，驱动2022年新能源汽车销量显著增长。长期来看，公司依托垂直一体化优势持续推进成本下探，叠加高价值车型放量有助于打开盈利空间。我们预测2022-2024年汽车销量有望达到180万辆、259万辆和390万辆，对应汽车业务营业收入为3058、4394、6530亿元。

(2) 手机部件及组装业务：5G商用推动智能手机出货量回升，公司安卓客户销售份额稳健，北美大客户有望释放增量，受益于新能源汽车行业高景气，长期来看汽车智能系统产品有望实现突破。考虑到2022年疫情造成手机需求扰动，我们预测2022-2024年手机部件及组装业务收入增速为15%、10%、10%，毛利率维持7.5%。

(3) 二次充电电池：随着光伏市场的预期增长和消费电子市场的逐渐复苏，我们预计营收增速分别为20%、18%、18%，毛利率维持11.0%。

表1：公司盈利预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
汽车业务						
收入	63265.70	83993.33	112489.24	305759.26	439439.19	652979.40
YOY	-16.76%	32.76%	33.93%	171.81%	43.72%	48.59%
成本	49420.36	62829.22	92926.61	255727.99	367282.12	543245.00
毛利	13845.35	21164.10	19562.63	50031.27	72157.06	109734.40
毛利率	21.88%	25.20%	17.39%	16.36%	16.42%	16.81%
手机部件及组装						
收入	53380.01	60042.97	86454.45	99422.62	109364.88	120301.37
YOY	26.40%	12.48%	43.99%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	48386.67	53319.56	79906.53	91965.92	101162.52	111278.77
毛利	4993.34	6723.40	6547.92	7456.70	8202.37	9022.60
毛利率	9.35%	11.20%	7.57%	7.50%	7.50%	7.50%
二次充电电池						
收入	10505.66	12087.53	16471.21	19765.45	23323.23	27521.41
YOY	17.38%	15.06%	36.27%	20.0%	18.0%	18.0%
成本	8548.22	9650.67	14504.79	17591.25	20757.67	24494.05
毛利	1957.43	2436.86	1966.42	2174.20	2565.56	3027.35
毛利率	18.63%	20.16%	11.94%	11.00%	11.00%	11.00%
其他业务						
收入	587.16	473.87	727.49	734.77	742.12	749.54
YOY	-79.53%	-19.29%	53.52%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	569.04	451.93	659.76	666.35	673.02	679.75
毛利	18.12	21.94	67.74	68.42	69.10	69.79

毛利率	3.09%	4.63%	9.31%	9.31%	9.31%	9.31%
合计						
收入	127738.52	156597.69	216142.40	425682.09	572869.41	801551.72
YOY	-1.78%	22.59%	38.02%	96.95%	34.58%	39.92%
成本	106924.29	126251.38	187997.69	365951.51	489875.33	679697.57
毛利	20814.24	30346.31	28144.71	59730.58	82994.08	121854.15
毛利率	16.29%	19.38%	13.02%	14.03%	14.49%	15.20%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 可比公司估值表

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS(元/股)					P/E				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
整车业务可比公司												
00175.HK	吉利汽车	16.60	0.66	0.54	0.72	0.97	1.31	36.69	32.78	19.86	14.72	10.93
601633.SH	长城汽车	34.50	0.45	0.84	0.98	1.35	1.74	83.27	58.07	35.30	25.62	19.82
600104.SH	上汽集团	16.13	1.84	2.07	2.19	2.46	2.68	13.31	9.99	7.38	6.56	6.02
601238.SH	广汽集团	16.07	0.51	0.60	0.98	1.17	1.38	26.00	25.18	16.37	13.71	11.61
000625.SZ	长安汽车	17.93	0.65	0.37	0.78	0.85	0.99	33.52	40.96	23.05	21.19	18.19
TSLA.O	特斯拉	714.94	0.59	3.45	11.65	18.75	28.05	1203.07	306.02	61.38	38.12	25.49
600733.SH	蔚来	21.05	(4.49)	(6.21)	-	-	0.51	(73.97)	(33.06)	-	-	279.11
动力电池业务可比公司												
300750.SZ	宁德时代	533.00	1.91	4.28	10.43	16.39	22.26	183.68	137.36	51.09	32.52	23.94
002074.SZ	国轩高科	45.88	(0.34)	0.08	0.37	0.87	1.29	(113.39)	645.17	122.58	52.71	35.54
半导体业务可比公司												
603290.SH	斯达半导	383.50	1.04	1.84	3.94	5.48	7.50	232.49	207.61	97.44	70.01	51.10
603986.SH	兆易创新	126.30	1.76	2.78	4.52	5.68	6.94	112.20	63.24	27.95	22.25	18.20
300782.SZ	卓胜微	103.80	4.96	5.64	4.28	5.43	6.73	115.13	57.91	24.24	19.11	15.43
688981.SH	中芯国际	41.02	0.48	1.08	1.56	1.72	1.97	119.36	48.87	26.36	23.88	20.84
消费电子业务可比公司												
002475.SZ	立讯精密	33.00	0.93	1.03	1.41	1.88	2.35	60.38	47.94	23.35	17.57	14.06
002241.SZ	歌尔股份	31.73	0.71	1.22	1.71	2.17	2.60	52.87	44.38	18.53	14.64	12.21
300433.SZ	蓝思科技	10.68	1.09	0.96	0.80	1.04	1.37	28.00	24.01	13.32	10.29	7.81
300115.SZ	长盈精密	10.05	0.31	0.29	0.37	0.57	0.00	80.01	69.25	26.94	17.55	0.00
600745.SH	闻泰科技	72.48	2.40	1.76	3.13	4.25	5.43	41.33	73.30	23.18	17.06	13.35

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 收盘价截至 2022 年 7 月 15 日, 特斯拉及蔚来收盘价和 EPS 单位为美元。

公司纵向布局产业链、新车型迭代加速打开成长上限。随着公司强化一体化优势扩大, 全面受益磷酸铁锂+CTP带来市场格局的持续强化。考虑公司新能源车型销量扩大及刀片电池产能外供提速, 预计公司2022-2024年EPS为3.76/5.64/9.44元/股, 给予2022年100倍PE, 对应A股合理价值375.60元人民币/股, 以AH溢价对应H股合理价值314.30港币/股。维持A/H股“买入”评级。

二、风险提示

（一）新能源汽车产销量不及预期

相对于传统燃油车，新能源汽车仍然属于新生事物，考虑产品稳定性、使用便利性等因素，对消费者接受度仍然较低，因而带来新能源汽车销量增长的不确定性。

（二）技术升级进度不及预期

新能源汽车新车型产品开发需要较长开发周期，新型锂盐等新技术应用进度尚存不确定性，如果商业化应用延后，当年新能源汽车销量和盈利情况将存在低于预期可能性。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	111,605	166,110	235,962	302,857	426,986	经营活动现金流	45,393	65,467	-11,066	37,142	50,338
货币资金	14,445	50,457	22,312	21,279	40,530	净利润	6,014	3,967	12,425	18,674	31,236
应收及预付	41,941	38,288	73,635	99,069	138,559	折旧摊销	12,519	14,108	14,386	15,586	16,786
存货	31,396	43,355	85,222	114,081	158,286	营运资金变动	21,441	44,206	-39,892	676	235
其他流动资产	23,823	34,010	54,794	68,428	89,611	其它	5,419	3,185	2,014	2,206	2,080
非流动资产	89,412	129,670	143,984	157,098	169,011	投资活动现金流	-14,444	-45,404	-29,306	-29,356	-29,435
长期股权投资	5,466	7,905	7,905	7,905	7,905	资本支出	-11,515	-36,517	-29,178	-29,185	-29,195
固定资产	54,585	61,221	60,535	58,649	55,563	投资变动	-1,739	-3,304	0	0	0
在建工程	6,112	20,277	32,277	44,277	56,277	其他	-1,190	-5,582	-128	-172	-240
无形资产	11,804	17,105	20,105	23,105	26,105	筹资活动现金流	-28,907	16,063	12,227	-8,818	-1,651
其他长期资产	11,446	23,161	23,161	23,161	23,161	银行借款	40,634	32,872	12,935	-7,769	-806
资产总计	201,017	295,780	379,946	459,955	595,997	股权融资	2,800	37,314	0	0	0
流动负债	106,431	171,304	242,345	303,179	407,486	其他	-72,341	-54,124	-708	-1,050	-845
短期借款	16,401	10,204	23,140	15,371	14,565	现金净增加额	2,064	36,081	-28,145	-1,033	19,251
应付及预收	51,916	80,493	116,337	155,732	216,077	期初现金余额	11,674	13,738	50,457	22,312	21,279
其他流动负债	38,114	80,607	102,868	132,076	176,844	期末现金余额	13,738	49,820	22,312	21,279	40,530
非流动负债	30,133	20,232	20,932	21,432	21,932						
长期借款	14,745	8,744	8,744	8,744	8,744						
应付债券	8,880	2,046	2,046	2,046	2,046						
其他非流动负债	6,507	9,442	10,142	10,642	11,142						
负债合计	136,563	191,536	263,277	324,611	429,418						
股本	2,728	2,911	2,911	2,911	2,911						
资本公积	24,699	60,807	60,807	60,807	60,807						
留存收益	28,905	31,465	42,399	58,832	86,320						
归属母公司股东权益	56,874	95,070	106,004	122,437	149,924						
少数股东权益	7,580	9,175	10,666	12,906	16,655						
负债和股东权益	201,017	295,780	379,946	459,955	595,997						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	156,598	216,142	425,682	572,869	801,552
营业成本	126,251	187,998	365,952	489,875	679,698
营业税金及附加	2,154	3,035	5,960	8,020	11,222
销售费用	5,056	6,082	13,196	18,332	26,451
管理费用	4,321	5,710	11,493	15,467	21,642
研发费用	7,465	7,991	13,196	17,759	24,848
财务费用	3,763	1,787	1,045	1,332	1,036
资产减值损失	-907	-857	-300	-300	-300
公允价值变动收益	-51	47	0	0	0
投资净收益	-273	-57	-128	-172	-240
营业利润	7,086	4,632	14,607	21,873	36,480
营业外收支	-203	-114	-159	-159	-159
利润总额	6,883	4,518	14,448	21,714	36,321
所得税	869	551	2,023	3,040	5,085
净利润	6,014	3,967	12,425	18,674	31,236
少数股东损益	1,780	922	1,491	2,241	3,748
归属母公司净利润	4,234	3,045	10,934	16,433	27,487
EBITDA	24,113	20,610	30,271	39,002	54,477
EPS (元)	1.55	1.05	3.76	5.64	9.44

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	22.6%	38.0%	96.9%	34.6%	39.9%
营业利润增长	206.4%	-34.6%	215.3%	49.7%	66.8%
归母净利润增长	162.3%	-28.1%	259.1%	50.3%	67.3%
获利能力					
毛利率	19.4%	13.0%	14.0%	14.5%	15.2%
净利率	3.8%	1.8%	2.9%	3.3%	3.9%
ROE	7.4%	3.2%	10.3%	13.4%	18.3%
ROIC	8.7%	4.1%	8.2%	11.4%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	67.9%	64.8%	69.3%	70.6%	72.1%
净负债比率	211.9%	183.7%	225.7%	239.8%	257.8%
流动比率	1.05	0.97	0.97	1.00	1.05
速动比率	0.68	0.65	0.54	0.53	0.57
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.73	1.12	1.25	1.34
应收账款周转率	3.80	5.96	6.08	6.08	6.08
存货周转率	4.99	4.99	5.00	5.02	5.06
每股指标 (元)					
每股收益	1.55	1.05	3.76	5.64	9.44
每股经营现金流	17	22	-4	13	17
每股净资产	20.85	32.66	36.41	42.06	51.50
估值比率					
P/E	125.19	256.32	90.04	59.91	35.82
P/B	9.32	8.21	9.29	8.04	6.57
EV/EBITDA	23.55	37.14	33.41	25.77	18.09

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：联席首席分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：资深分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：高级分析师，毕业于美国西北大学、华中科技大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 张玲：高级研究员，毕业于加拿大英属哥伦比亚大学，曾就职于银河证券、工银瑞信，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 陈昕：高级研究员，毕业于清华大学、北京大学，曾就职于国家电网公司、信达证券，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：高级研究员，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈思宇：高级研究员，毕业于西安交通大学，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 朱北岑：高级研究员，毕业于华东政法大学，2022年加入广发证券发展研究中心。
- 张芷菡：研究员，毕业于新加坡南洋理工大学、中山大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 高翔：研究员，硕士，毕业于新加坡国立大学，理学硕士，2022年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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