

龙头地位稳固，看好下半年增长

华泰研究

2022年8月31日 | 中国内地

中报点评

乘用车

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

402.57

研究员

SAC No. S0570522020002
SFC No. BSK177

申建国

shenjianguo@htsc.com
+(86) 755 8249 2388

研究员

SAC No. S0570518110004
SFC No. BSJ399

边文姣

bianwenjiao@htsc.com
+(86) 755 8277 6411

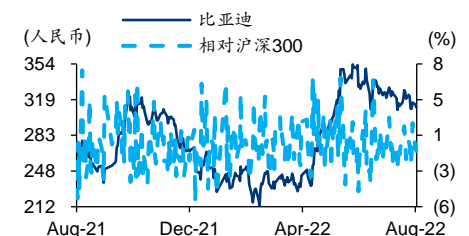
点击查阅华泰证券研究团队介绍和观点



基本数据

目标价(人民币)	402.57
收盘价(人民币 截至8月30日)	310.85
市值(人民币百万)	904,929
6个月平均日成交额(人民币百万)	5,901
52周价格范围(人民币)	212.80-353.50
BVPS(人民币)	33.19

股价走势图



资料来源: Wind

22年上半年业绩亮眼，看好下半年量利齐升

公司22H1实现收入1506.07亿元，同比+65.71%；归母净利润35.95亿元，同比206.35%，业绩亮眼。考虑截至7月的新能源车销量好于我们预期，我们上调了比亚迪汽车的预期销售量，因此上调22-24年收入预期为3729.36/5459.27/6646.65亿元（前值为3367.16/4484.44/5293.37亿元），归母净利润分别为99.34/185.98/280.87亿元（前值为85.26/144.98/218.32亿元），对应摊薄后EPS分别为3.41/6.39/9.65元（前值为2.93/4.98/7.50元）。采用分部估值法为其估值，以2022年营收和归母净利润预测为基础，对公司汽车业务给予4倍PS，给予二次充电电池业务给予3.72倍PS，给予电子业务29.51倍PE，对应总市值11719.43亿元，对应目标价402.57元（前值为405.29元），维持“买入”评级。

22H1收入及利润创新高，毛利率及净利率恢复增长

上半年整体收入和归母利润创新高，归母利润达到预告上限。22H1毛利率和净利率也恢复了同比增长趋势，达到13.51%和2.61%。其中，22Q2收入为837.7亿元，同环比+67.91%/25.35%；净利润为27.9亿元，同环比+197.76%/244.93%；毛利率是21Q1以来最高水平，达到了14.4%，增长主要系1) Q1两次产品提价；2) 高端车型开始放量；3) 销量快速增长的规模效应。

电池供应稳定叠加新车型密集推出，整车销售龙头地位稳固

据动力电池产业创新联盟，7月比亚迪磷酸铁锂电池以近42%的市场份额排名第一。截至3月，比亚迪纯电车型已全面替换为刀片电池。得益于刀片电池产品力以及强大的供应链能力，公司整车销量稳固。同时，新车型持续推出完善了产品矩阵，产品结构也在不断优化，高单价车型销量开始增长。供应和需求端双重推动下，龙头优势显著，22H1销量为64.14万辆，同比+315%，成为全球新能源车销量第一。

看好公司下半年增长，盈利空间具潜力

今年比亚迪还将陆续推出驱逐舰05、海豹、唐汉DM-i/DM-p、新款唐EV、腾势D9等车型，涵盖了轿车、SUV、MPV；新的高端品牌也已经在规划之中。另外，Q1的产品提价将会在下半年的业绩得到更充分地反映。目前未交付订单已经超过70万辆。我们认为量价齐升趋势将维持，看好下半年收入持续增长。同时，规模效应有望伴随销量提升继续扩大，叠加议价能力的提升，我们认为利润有较大的增长空间。

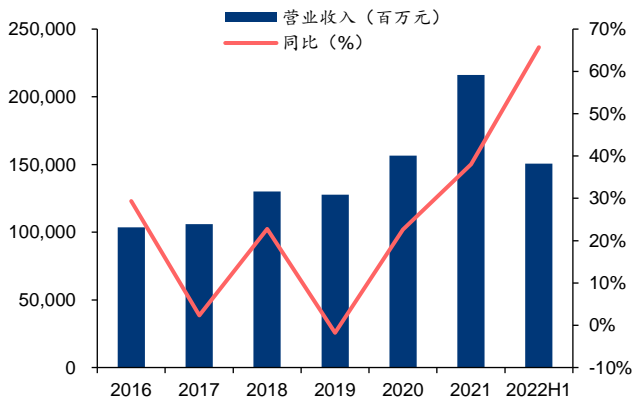
风险提示：全球宏观环境的不确定性或影响收入；未来行业竞争加剧订单量不及预期；上游材料价格波动导致成本大幅上升。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	156,598	216,142	372,936	545,927	664,665
+/-%	22.59	38.02	72.54	46.39	21.75
归属母公司净利润(人民币百万)	4,234	3,045	9,934	18,598	28,087
+/-%	162.27	(28.08)	226.22	87.21	51.02
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.45	1.05	3.41	6.39	9.65
ROE(%)	7.45	4.01	9.93	16.27	20.41
PE(倍)	213.72	297.17	91.09	48.66	32.22
PB(倍)	15.91	9.52	8.62	7.32	5.97
EV EBITDA(倍)	42.80	45.19	31.99	17.73	13.04

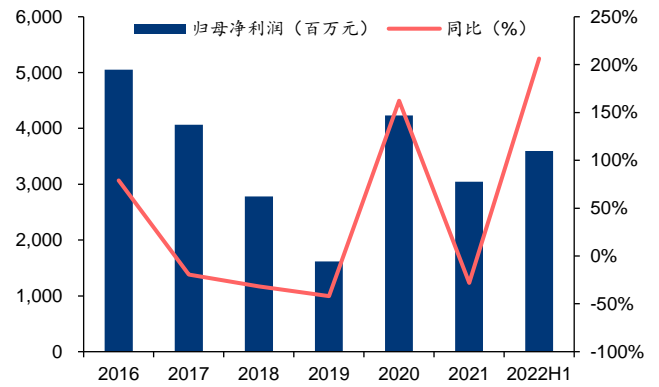
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 营业收入及同比增速



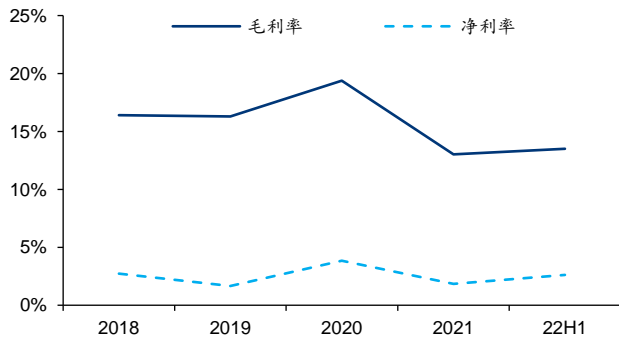
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: 归母净利润及同比增速



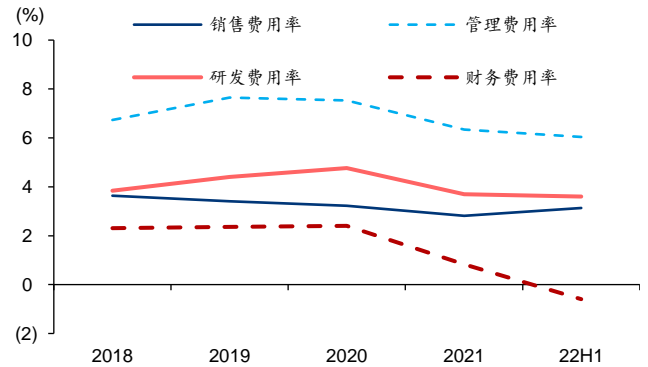
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 综合毛利率与净利率变化



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 各项费用率变化



资料来源: Wind, 华泰研究

采用分部估值法为其估值。以 2022 年营收和归母净利润预测为基础, 对应总市值 11719.43 亿元, 目标价 402.57 元 (前值为 405.29 元), 维持“买入”评级。

考虑截至 7 月的新能源车销量情况好于我们预期, 我们上修了汽车业务的 22-24 年销售量, 因此上调 22-24 年汽车业务收入预期为 2535.30/4062.11/4992.23 亿元 (前值为 2173.1, 3087.28 和 3638.95 亿元)。由于汽车业务尚处于高速发展期, 且部分同业可比公司尚未实现盈利, 故采用 P/S 估值法对该部分业务进行估值。可比公司 22 年平均预期 PS 为 2.67x, 考虑到比亚迪在核心技术、产品战略、渠道布局方面的优势, 给予公司 50% 的估值溢价, 对应 PS 为 4.00x, 对应汽车业务 10135.0 亿元市值。

考虑比亚迪动力电池外供业务初期起步, 光伏储能尚在市场开拓, 盈利情况不清, 故二次充电电池业务采用 P/S 估值对标。选取行业龙头宁德时代、亿纬锂能、国轩高科作为可比公司, 结合比亚迪电池业务尚未成熟现状, 给予公司 10% 的估值折价, 对应 3.72x 2022E PS, 对应业务估值 871.81 亿元。

比亚迪电子业务营收稳定, 故采用 P/E 估值法, 参考可比公司平均 PE, 给予比亚迪 2022E 29.51x PE 估值, 对应电子业务市值 712.62 亿元。

图表5: 比亚迪分部估值

	营收 (亿元)	2022E	2023E	2024E	2022E P/S(x)	目标估值 (亿元)
汽车	长城汽车	1762.58	2213.03	2674.91	1.38	
	蔚来	606.45	1074.75	1445.95	3.75	
	小鹏	382.26	684.43	1015.54	2.86	
	平均				2.67	
	比亚迪	2535.30	4062.11	4992.23	4.00	10135.00
二次充电电池	宁德时代	2939.88	3936.10	5057.36	4.08	
	亿纬锂能	345.64	574.87	800.99	5.52	
	国轩高科	229.32	351.68	481.18	2.79	
	平均				4.13	
	比亚迪	234.50	311.55	423.12	3.72	871.81
比亚迪电子	归母净利润 (亿元)	2022E	2023E	2024E	2022E P/E	
	长盈精密	4.34	8.22		39.95	
	立讯精密	100.63	131.54	166.29	26.64	
	蓝思科技	24.82	37.21	49.24	21.94	
	平均				29.51	
	比亚迪	24.15	32.91	41.92	29.51	712.62

估值总计

11719.43

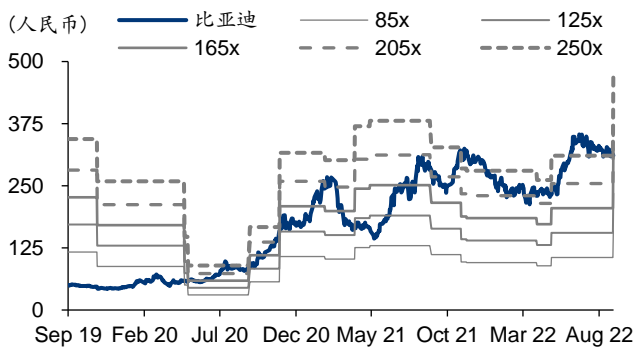
注: 可比公司数据来自彭博一致预期, 数据截至 2022 年 8 月 30 日, 美元汇率以 2022 年 8 月 30 日 1: 6.9186 为基准。比亚迪数据来自我们预期。

资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

风险提示

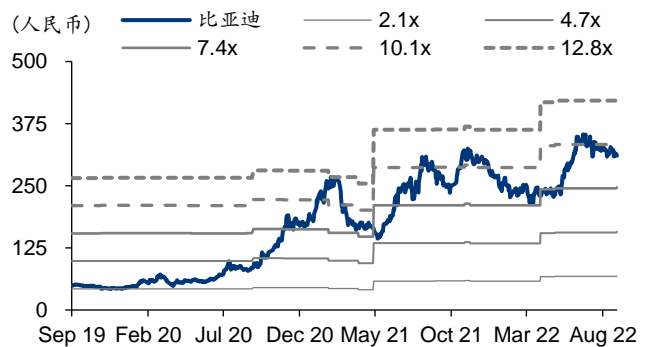
全球宏观环境的不确定性或影响收入; 未来行业竞争加剧订单量不及预期; 上游材料价格波动导致成本大幅上升。

图表6: 比亚迪 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表7: 比亚迪 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	111,605	166,110	312,296	375,562	471,541
现金	14,445	50,457	87,059	127,443	155,162
应收账款	41,216	36,251	97,413	98,253	139,970
其他应收账款	1,051	1,411	2,836	3,381	4,188
预付账款	724.35	2,037	2,727	4,246	4,244
存货	31,396	43,355	82,769	98,562	120,883
其他流动资产	22,772	32,600	39,492	43,676	47,095
非流动资产	89,412	129,670	183,585	234,856	258,758
长期投资	5,466	7,905	9,019	10,298	11,768
固定投资	54,585	61,221	110,774	157,712	179,775
无形资产	11,804	17,105	17,392	17,512	17,363
其他非流动资产	17,558	43,439	46,400	49,335	49,851
资产总计	201,017	295,780	495,881	610,417	730,299
流动负债	106,431	171,304	354,785	442,897	527,767
短期借款	16,401	10,204	129,332	138,185	195,292
应付账款	42,983	73,160	122,801	158,936	182,020
其他流动负债	47,047	87,939	102,651	145,776	150,455
非流动负债	30,133	20,232	23,684	25,807	23,931
长期借款	14,745	8,744	12,196	14,319	12,442
其他非流动负债	15,387	11,488	11,488	11,488	11,488
负债合计	136,563	191,536	378,469	468,704	551,698
少数股东权益	7,580	9,175	12,409	18,112	26,914
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
留存公积	28,905	31,465	44,633	68,934	105,822
归属母公司股东权益	56,874	95,070	105,004	123,601	151,688
负债和股东权益	201,017	295,780	495,881	610,417	730,299

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	45,393	65,467	(7,477)	104,170	28,647
净利润	6,014	3,967	13,168	24,301	36,888
折旧摊销	12,519	14,108	11,685	19,151	26,217
财务费用	3,763	1,787	3,000	5,673	6,685
投资损失	272.81	57.13	6.00	10.00	30.00
营运资金变动	21,363	44,085	(34,252)	56,723	(39,120)
其他经营现金	1,462	1,462	(1,084)	(1,688)	(2,054)
投资活动现金	(14,444)	(45,404)	(65,566)	(70,381)	(50,090)
资本支出	(11,774)	(37,344)	(64,194)	(68,786)	(48,213)
长期投资	(1,837)	(3,527)	(1,114)	(1,279)	(1,471)
其他投资现金	(833.34)	(4,534)	(257.98)	(316.27)	(406.32)
筹资活动现金	(28,907)	16,063	(9,483)	(2,257)	(7,945)
短期借款	(23,932)	(6,196)	119,128	8,853	57,107
长期借款	2,798	(6,002)	3,452	2,123	(1,876)
普通股增加	0.00	183.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	168.00	36,109	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(7,941)	(8,031)	(132,063)	(13,232)	(63,176)
现金净增加额	2,064	36,081	(82,526)	31,531	(29,388)

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	156,598	216,142	372,936	545,927	664,665
营业成本	126,251	187,998	317,199	456,043	551,898
营业税金及附加	2,154	3,035	5,236	7,916	9,638
营业费用	5,056	6,082	9,022	13,211	15,287
管理费用	4,321	5,710	9,137	13,375	14,773
财务费用	3,763	1,787	3,000	5,673	6,685
资产减值损失	(906.53)	(857.48)	(1,678)	(2,730)	(3,323)
公允价值变动收益	(51.27)	47.36	10.00	10.00	10.00
投资净收益	(272.81)	(57.13)	(6.00)	(10.00)	(30.00)
营业利润	7,086	4,632	16,039	29,312	43,476
营业外收入	281.66	337.65	351.00	392.00	487.00
营业外支出	484.85	451.64	481.24	597.31	697.35
利润总额	6,883	4,518	15,909	29,106	43,265
所得税	868.62	550.74	2,741	4,805	6,377
净利润	6,014	3,967	13,168	24,301	36,888
少数股东损益	1,780	922.08	3,234	5,703	8,801
归属母公司净利润	4,234	3,045	9,934	18,598	28,087
EBITDA	22,310	19,902	30,594	53,930	76,168
EPS (人民币, 基本)	1.47	1.06	3.41	6.39	9.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	22.59	38.02	72.54	46.39	21.75
营业利润	206.44	(34.63)	246.27	82.75	48.32
归属母公司净利润	162.27	(28.08)	226.22	87.21	51.02
获利能力 (%)					
毛利率	19.38	13.02	14.95	16.46	16.97
净利率	3.84	1.84	3.53	4.45	5.55
ROE	7.45	4.01	9.93	16.27	20.41
ROIC	9.94	9.93	11.50	23.17	23.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.94	64.76	76.32	76.78	75.54
净负债比率 (%)	65.66	(8.69)	57.05	27.43	37.51
流动比率	1.05	0.97	0.88	0.85	0.89
速动比率	0.67	0.65	0.61	0.59	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.79	0.87	0.94	0.99	0.99
应收账款周转率	3.68	5.58	5.58	5.58	5.58
应付账款周转率	3.85	3.24	3.24	3.24	3.24
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.45	1.05	3.41	6.39	9.65
每股经营现金流(最新摊薄)	15.59	22.49	(2.57)	35.78	9.84
每股净资产(最新摊薄)	19.54	32.66	36.07	42.46	52.11
估值比率					
PE (倍)	213.72	297.17	91.09	48.66	32.22
PB (倍)	15.91	9.52	8.62	7.32	5.97
EV EBITDA (倍)	42.80	45.19	31.99	17.73	13.04

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、边文姣, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰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。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。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, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师申建国、边文姣本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司