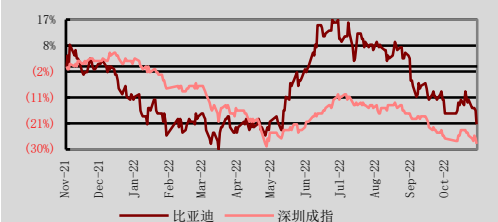


002594.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 239.89

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.4)	(9.7)	(26.2)	(22.0)
相对深证成指	18.3	(5.1)	(9.9)	5.0

发行股数(百万)	2,911
流通股(%)	40
总市值(人民币 百万)	698,354
3个月日均交易额(人民币 百万)	4,219
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
吕向阳	8

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2022年10月28日收市价为标准

相关研究报告

《比亚迪: 短期业绩承压, 技术及成本优势助力销量爆发》20220330

《比亚迪: 新能源销量高速增长, 2022年业绩有望爆发》20211101

《比亚迪: 业绩符合预期, 技术优势助力销量及盈利增长》20210330

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

汽车: 乘用车

证券分析师: 朱朋

(8621)20328314

peng.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517060001

比亚迪

Q3 业绩表现亮眼, 销量利润创新高

公司发布2022年三季报, 前三季度共实现营业收入2676.9亿元(+84.4%), 归母净利润93.1亿元(+281.1%), 其中Q3实现营业收入1170.8亿元(+115.6%), 归母净利润57.2亿元(+350.3%)。公司新能源技术领先, 垂直供应链成本优势显著, 车型周期强势且产品结构持续向上, 各大工厂陆续投产, 海外开拓顺利, 销量及业绩有望保持高速增长。我们预计公司2022-2024年每股收益分别为5.20元、9.30元和12.06元, 维持买入评级。

支撑评级的要点

■ **新能源汽车销量再创新高, Q3 业绩表现亮眼。**2022年1-9月公司实现新能源汽车销量118.0万辆, 累计同增249.6%, 其中9月突破20万辆。新能源汽车销量高增及规模效应推动营收和利润快速增长, 2022年前三季度实现营业收入2676.9亿元, 同增84.4%; 实现归母净利润93.1亿元, 同比增长281.1%。毛利率预计受原材料涨价影响同降0.4pct。公司四项费用率有所改善, 同降0.6pct, 其中管理费用率和财务费用率同比分别下降0.2pct和1.4pct, 主要由于管理效率提升以及利息收入与汇兑收益增加, 销售费用率和研发费用率同比分别增加0.6pct和0.5pct, 预计是售后服务费、职工薪酬及物料消耗增加。其中Q3公司汽车销售53.9万辆(+161.4%), 实现营业收入1170.8亿元, 同增115.6%, 归母净利润57.2亿元, 同增350.3%。考虑到公司销量快速提升、车型结构优化、原材料价格逐渐下降, 规模效应逐步体现, 未来盈利弹性较大。

■ **插混纯电车型周期强势, 产品结构优化推高ASP。**公司插混+纯电产品矩阵不断向上, 混动方面, 宋PLUS DM、秦PLUS DM、汉DM、唐DM、驱逐舰05等车型一经发布即供不应求, 汉和唐DM系列均为20万元以上; 纯电方面, 汉EV和海豹的热销使公司站稳20万元以上价格带。此外, 腾势于2022年8月发布价格区间35-45万元的腾势D9, 预售2个月获逾3万订单。2022年公司热销车型频出, 全年销量或将突破180万辆。展望2023年, 公司王朝网、海洋网、腾势以及新高端品牌将推出新车型, 新品周期有望延续, 而且各地产能陆续投产, 有望缓解交付压力, 叠加产品结构优化带来ASP提升, 有望推动业绩持续高速增长。

■ **海外布局加速, 或将成为新增长点。**2022年公司加速布局海外市场。2022年7月, 公司宣布进入日本乘用车市场。2022年9月, 与泰国WHA伟华集团大众有限公司签署土地认购、建厂相关协议, 首个海外乘用车工厂正式落地。同月宣布面向欧洲市场推出汉、唐及元PLUS, 并于10月在法国巴黎车展上市, 预计首批车辆将于第四季度在欧洲多国开启交付, 并且壳牌将为比亚迪车主开放欧洲境内约30万个充电终端。目前公司新能源乘用车已覆盖亚洲、欧洲、大洋洲及拉丁美洲主要国家, 2022Q3实现海外乘用车销量1.7万辆, 其中2022年9月实现0.8万辆。随着公司国际化新篇章全面开启, 海外销量有望成为新增长点。

估值

■ 公司销量高速增长且盈利能力大幅提升, 车型周期持续强势且新工厂投产有望提升交付速度, 我们上调盈利预测, 预计公司2022-2024年每股收益分别为5.20元、9.30元和12.06元, 业绩有望持续高速增长, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

■ 1) 汽车销量不及预期; 2) 供应链短缺; 3) 原材料价格上涨。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	156,598	216,142	408,024	644,779	816,499
变动(%)	23	38	89	58	27
净利润(人民币 百万)	4,234	3,045	15,152	27,086	35,117
全面摊薄每股收益(人民币)	1.455	1.046	5.205	9.304	12.063
变动(%)	162.3	(28.1)	397.6	78.8	29.6
先前预测每股收益(人民币)			2.926	4.221	5.654
调整幅度(%)			78	120	113
全面摊薄市盈率(倍)	164.9	229.3	46.1	25.8	19.9
价格/每股现金流量(倍)	15.4	15.4	26.6	12.5	13.8
每股现金流量(人民币)	15.59	15.59	9.00	19.24	17.42
企业价值/息税折旧前利润(倍)	32.8	37.3	17.1	10.6	8.2
每股股息(人民币)	0.155	0.105	0.520	0.930	1.206
股息率(%)	0.1	0.0	0.2	0.4	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2022 年前三季度业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022 前三季度	2021 前三季度	同比变动(%)
营业总收入	267,687.8	145,192.4	84.4
营业利润	12,085.4	3,868.8	212.4
净利润	9,988.4	3,296.5	203.0
归属于上市公司股东的净利润	9,311.5	2,443.1	281.1
扣非后归属于上市公司股东的净利润	8,364.6	886.4	843.7
营业成本	4,462.1	1,769.1	152.2
毛利润	263,225.7	143,423.3	83.5
销售费用	9,356.0	4,258.6	119.7
管理费用	6,409.6	3,783.5	69.4
研发费用	10,870.0	5,233.8	107.7
财务费用	(1,339.7)	1,371.9	(197.7)
资产+信用减值损失	(1,447.2)	(346.0)	318.3
销售费用率(%)	3.5	2.9	增加 0.6pct
管理费用率(%)	2.4	2.6	减少 0.2pct
研发费用率(%)	4.1	3.6	增加 0.5pct
财务费用率(%)	(0.5)	0.9	减少 1.4pct
毛利率(%)	98.3	98.8	减少 0.4pct
净利率(%)	3.7	2.3	增加 1.5pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2022Q3 业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022Q3	2021Q3	同比变动(%)
营业收入	117,080.6	54,307.0	115.6
营业利润	7,463.3	1,652.6	351.6
净利润	6,055.2	1,485.8	307.5
归属于上市公司股东的净利润	5,716.2	1,269.5	350.3
扣非后归属于上市公司股东的净利润	5,335.2	517.7	930.5
营业成本	94,881.5	47,068.8	101.6
毛利润	22,199.1	7,238.1	206.7
销售费用	4,633.3	1,606.4	188.4
管理费用	2,739.1	1,376.5	99.0
研发费用	5,445.8	2,238.1	143.3
财务费用	(441.2)	416.1	(206.0)
资产+信用减值损失	(787.1)	(74.1)	961.5
销售费用率(%)	4.0	3.0	增加 1.0pct
管理费用率(%)	2.3	2.5	减少 0.2pct
研发费用率(%)	4.7	4.1	增加 0.5pct
财务费用率(%)	(0.4)	0.8	减少 1.1pct
毛利率(%)	19.0	13.3	增加 5.6pct
净利率(%)	5.2	2.7	增加 2.4pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 公司汽车销量概况

	21Q4 销量(辆)	同比(%)	22Q1 销量(辆)	同比(%)	22Q2 销量(辆)	同比(%)	22Q3 销量(辆)	同比(%)
新能源车	266,204	238.0	286,329	423.0	355,021	255.6	538,704	194.4
-乘用车	262,947	249.7	284,737	433.4	353,420	265.0	537,164	197.5
-纯电动	135,686	157.9	143,223	271.1	180,296	228.8	258,610	182.1
-插混	127,261	463.8	141,514	857.4	173,124	312.3	278,554	213.3
-商用车	3,257	(8.4)	1,592	16.1	1,601	(46.6)	1,540	(36.2)
-客车	1,938	(36.5)	1,237	50.5	1,369	(23.8)	1,354	11.3
-其他	1,319	161.7	355	(35.3)	232	(80.7)	186	(84.5)
传统燃油车	21,183	(73.3)	5,049	(89.8)				
-轿车	4,044	(69.4)	1,544	(88.6)				
-SUV	15,604	(72.8)	3,505	(88.9)				
-MPV	1,535	(82.2)	0	(100.0)				
合计	287,387	81.9	291,378	179.8	355,021	149.1	538,704	161.4

资料来源：公司公告，中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	156,598	216,142	408,024	644,779	816,499
销售成本	(128,406)	(191,033)	(349,497)	(545,019)	(685,414)
经营费用	(6,383)	(7,220)	(19,912)	(40,890)	(58,569)
息税折旧前利润	21,809	17,890	38,615	58,870	72,516
折旧及摊销	(12,318)	(13,808)	(15,158)	(16,915)	(18,692)
经营利润(息税前利润)	9,491	4,081	23,458	41,955	53,824
净利息收入/(费用)	(3,763)	(1,787)	(1,396)	(1,709)	(1,408)
其他收益/(损失)	(527)	(124)	(71)	(133)	(108)
税前利润	5,202	2,171	21,990	40,113	52,308
所得税	(869)	(551)	(2,807)	(5,018)	(6,506)
少数股东权益	(1,780)	(922)	(5,051)	(9,029)	(11,706)
净利润	4,234	3,045	15,152	27,086	35,117
核心净利润	2,519	669	14,124	26,050	34,084
每股收益(人民币)	1.455	1.046	5.205	9.304	12.063
核心每股收益(人民币)	0.865	0.230	4.852	8.948	11.708
每股股息(人民币)	0.155	0.105	0.520	0.930	1.206
收入增长(%)	23	38	89	58	27
息税前利润增长(%)	111	(57)	475	79	28
息税折旧前利润增长(%)	55	(18)	116	52	23
每股收益增长(%)	162	(28)	398	79	30
核心每股收益增长(%)	6,802	(73)	2,011	84	31

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14,445	50,457	74,943	108,249	135,204
应收帐款	42,259	37,525	91,682	112,498	146,060
库存	31,396	43,355	82,700	134,469	131,380
其他流动资产	23,505	34,773	33,172	35,950	40,330
流动资产总计	111,605	166,110	282,496	391,165	452,974
固定资产	60,696	81,499	84,834	86,733	87,178
无形资产	16,690	19,710	18,217	16,402	14,266
其他长期资产	11,893	28,318	19,813	22,486	25,539
长期资产总计	89,279	129,527	122,864	125,621	126,982
总资产	201,017	295,780	405,475	516,872	580,023
应付帐款	51,908	80,492	186,896	195,834	272,210
短期债务	16,401	10,204	20,000	20,000	20,000
其他流动负债	38,122	80,608	47,219	116,190	60,317
流动负债总计	106,431	171,304	254,116	332,023	352,528
长期借款	23,626	10,790	21,965	20,964	19,992
其他长期负债	6,507	9,442	6,348	7,432	7,741
股本	2,728	2,911	2,911	2,911	2,911
储备	53,604	92,272	105,909	130,287	161,892
股东权益	56,332	95,183	108,820	133,198	164,803
少数股东权益	7,580	9,175	14,225	23,254	34,960
总负债及权益	201,017	295,780	405,475	516,872	580,023
每股帐面价值(人民币)	20.65	32.70	37.38	45.75	56.61
每股有形资产(人民币)	14.53	25.93	31.12	40.12	51.71
每股净负债/(现金)(人民币)	6.12	(10.82)	(13.72)	(25.16)	(34.42)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	5,202	2,171	21,990	40,113	52,308
折旧与摊销	12,318	13,808	15,158	16,915	18,692
净利息费用	3,763	1,787	1,396	1,709	1,408
运营资本变动	28,065	28,065	25,595	52,769	(18,150)
税金	2,592	5,623	(1,787)	(3,998)	(5,486)
其他经营现金流	(6,546)	(6,061)	(36,141)	(51,488)	1,951
经营活动产生的现金流	45,393	45,393	26,211	56,020	50,724
购买固定资产净值	(1,708)	3,020	17,000	17,000	17,000
投资减少/增加	(1,678)	(2,497)	(1,020)	(1,020)	(1,020)
其他投资现金流	(11,058)	(45,928)	(33,949)	(34,040)	(33,990)
投资活动产生的现金流	(14,444)	(45,404)	(17,969)	(18,060)	(18,010)
净增权益	(423)	(306)	(1,515)	(2,709)	(3,512)
净增债务	(18,469)	(10,627)	14,116	767	134
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(10,015)	26,969	3,590	(2,814)	(2,603)
融资活动产生的现金流	(28,907)	16,063	16,244	(4,653)	(5,759)
现金变动	2,041	16,051	24,486	33,307	26,954
期初现金	12,650	14,445	50,457	74,943	108,249
公司自由现金流	30,948	(11)	8,241	37,960	32,713
权益自由现金流	16,242	(8,852)	23,754	40,436	34,255

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	13.9	8.3	9.5	9.1	8.9
息税前利润率(%)	6.1	1.9	5.7	6.5	6.6
税前利润率(%)	3.3	1.0	5.4	6.2	6.4
净利率(%)	1.6	0.3	3.5	4.0	4.2
流动性					
流动比率(倍)	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
利息覆盖率(倍)	8.9	27.6	41.1	40.8	49.4
净权益负债率(%)	105.9	7.9	(29.0)	(36.7)	(45.5)
速动比率(倍)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
估值					
市盈率(倍)	164.9	229.3	46.1	25.8	19.9
核心业务市盈率(倍)	277.2	1043.9	49.4	26.8	20.5
市净率(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
价格/现金流(倍)	11.6	7.3	6.4	5.2	4.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	15.4	26.6	12.5	13.8
周转率	32.8	37.3	17.1	10.6	8.2
存货周转天数					
应收帐款周转天数	81.0	71.4	65.8	72.7	70.8
应付帐款周转天数	102.3	67.4	57.8	57.8	57.8
回报率	102.6	111.8	119.6	108.3	104.6
股息支付率(%)					
净资产收益率(%)	16.6	43.8	10.7	10.4	10.3
资产收益率(%)	4.7	0.9	13.9	21.5	22.9
已运用资本收益率(%)	4.0	1.2	5.8	8.0	8.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371