

比亚迪 (002594)

2022 年三季度报点评：业绩符合市场预期，盈利能力大幅提升

买入 (维持)

2022 年 10 月 30 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

研究助理 刘晓恬

执业证书：S0600121070056

liuxt@dwzq.com.cn

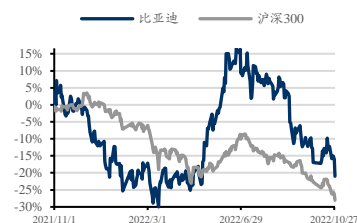
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	216,142	420,393	588,714	717,411
同比	38%	94%	40%	22%
归属母公司净利润 (百万元)	3,045	16,251	30,209	39,489
同比	-28%	434%	86%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.05	5.58	10.38	13.56
P/E (现价&最新股本摊薄)	229.33	42.97	23.12	17.68

#业绩符合预期

投资要点

- **2022 年 Q3 归母净利润 57.16 亿元，环增 105%，符合市场预期。**2022 年前三季度公司营收 2676.88 亿元，同比增长 84.37%；归母净利润 93.11 亿元，同比增长 281.13%；单 Q3 公司实现营收 1170.81 亿元，同比增加 115.59%，环比增长 39.74%；归母净利润 57.16 亿元，同比增长 350.26%，环比增长 105.11%，扣非归母净利润 53.35 亿元，同比增长 930.48%，环比增长 112.1%。Q3 公司盈利能力大幅提升，Q3 毛利率为 18.96%，同比增长 5.63pct；归母净利率 4.88%，同比增长 2.54pct。
- **Q3 公司新能源车销量持续强劲增长，再创历史新高。**Q3 公司电动车销 53.9 万辆，同增 194%，环比增长 52%；Q1-3 累计销量为 118.01 万辆，同比增长 250%。其中纯电动乘用车销 25.86 万辆，同增 182%；插混乘用车销 27.86 万辆，同增 213%。海洋网络纯电车型及海洋军舰系列护卫舰 07 有望于 Q4 上市贡献增量，预计 Q4 总销量超 70 万辆，预计 2022 年比亚迪电动车销量 190 万辆+，同增 2 倍以上，2023 年比亚迪新能源车销量有望超 300 万辆，同增近 60%，其中出口预计超 30 万辆。
- **销量高增规模效应显著，盈利能力大幅提升。**Q3 交付更多涨价后的车型，且销量高增提升产能利用率，规模效应显著，Q3 汽车板块盈利大幅提升，毛利率 18.96%，环比大幅提升 4.57pct，我们预计单车盈利约 1 万元左右，预计 Q4 仍有小幅提升空间，全年单车利润约 7000 元，同增近 2 倍+，释放盈利弹性。23 年虽然存在补贴退坡风险，但公司规模降本空间较大，预计 2023 年单车利润仍可维持 1 万元。
- **Q3 电池装机量同比高增，随着外供开启及储能释放爆发，全年出货预计翻番以上增长。**Q3 动力和储能电池装机 23.5GWh，同环比 +119%/+21%；1-9 月累计装机 57GWh，同比增长 145%。预计 2022 年底公司电池产能 160gwh，23 年国内产能预计再投产 100gwh，年底产能有望达 260gwh。随着外供开启及储能需求爆发，我们预计比亚迪 2022 年电池产量为 80GWh+，同比翻番以上增长。其中储能预计贡献 10GWh，同比翻倍，受益于欧洲户储及全球大电站项目。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司销量高增，单车盈利提升，我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预期为 162.51/302.09/394.89 亿元，同增 434%/86%/31%，对应 PE43x/23x/18x，给予 2023 年 35 倍 PE，目标价 363.3 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**电动车销量不及预期，上游原材料价格大幅波动。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	239.89
一年最低/最高价	209.43/358.86
市净率(倍)	6.81
流通 A 股市值(百万元)	279,415.38
总市值(百万元)	698,354.06

基础数据

每股净资产(元,LF)	35.21
资产负债率(%，LF)	73.59
总股本(百万股)	2,911.14
流通 A 股(百万股)	1,164.76

相关研究

《比亚迪(002594): 2022 年三季度报点评：业绩大超市场预期，单车盈利显著提升》

2022-10-18

《比亚迪(002594): 9 月销量再创新高超预期，新车型逐渐放量》

2022-10-07

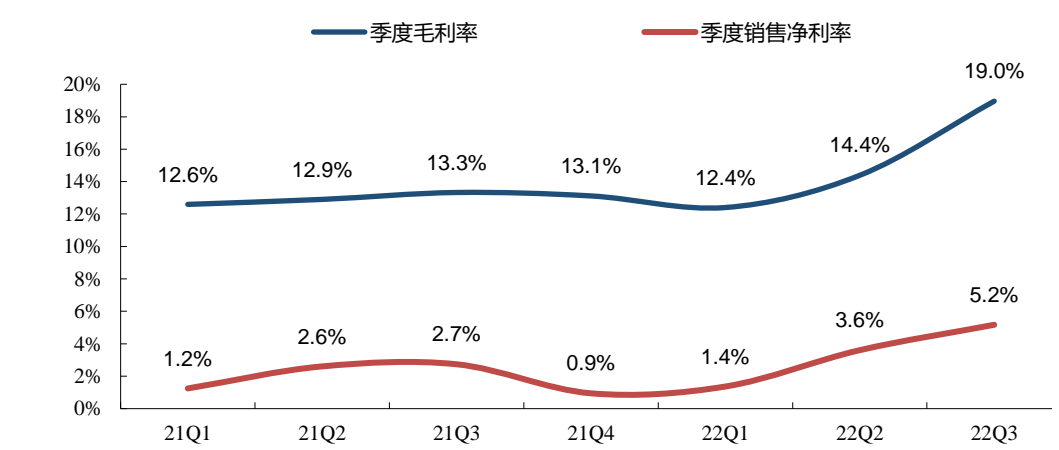
2022年Q3归母净利润57.16亿元，环增105%，处于业绩预告中值，符合市场预期。2022年前三季度公司营收2676.88亿元，同比增长84.37%；归母净利润93.11亿元，同比增长281.13%；扣非净利润83.65亿元，同比增长843.66%；22年前三季度毛利率为15.89%，同比增加2.92pct；净利率为3.73%，同比增加1.46pct。单Q3公司实现营收1170.81亿元，同比增加115.59%，环比增长39.74%；归母净利润57.16亿元，同比增长350.26%，环比增长105.11%，扣非归母净利润53.35亿元，同比增长930.48%，环比增长112.1%。Q3公司盈利能力大幅提升，Q3毛利率为18.96%，同比增长5.63pct，环比增长4.57pct；归母净利率4.88%，同比增长2.54pct，环比增长1.56pct；Q3扣非净利率4.56%，同比提升3.6pct，环比提升1.55pct。此前公司预告2022年Q3归母净利润为55-59亿元，实际业绩位于业绩预告中值，符合市场预期。

图1: 公司分季度经营情况

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3
营业收入(百万)	117,080.6	83,782.1	66,825.2	70,950.0	54,307.0
-同比	115.59%	67.92%	63.02%	37.57%	21.98%
毛利率	18.96%	14.39%	12.40%	13.12%	13.33%
归母净利润(百万)	5,716.2	2,786.9	808.4	602.1	1269.5
-同比	350.26%	197.67%	240.59%	-26.64%	-27.50%
归母净利率	4.88%	3.33%	1.21%	0.85%	2.34%
扣非归母净利润(百万)	5,335.2	2,515.5	513.94	368.21	517.74
-同比	930.48%	458.60%	-729.44%	-20.09%	-67.17%
扣非归母净利率	4.56%	3.00%	0.77%	0.52%	0.95%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2: 公司季度盈利能力

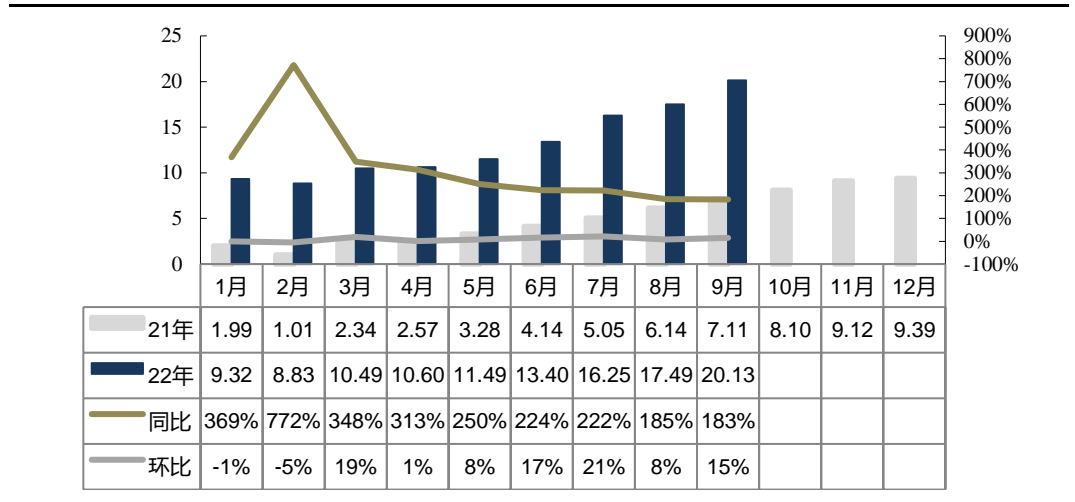


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3公司新能源车销量持续强劲增长，再创历史新高。Q3公司电动车销53.9万辆，同增194%，环比Q2的35.5万辆增长52%，销量保持强劲增长，创历史新高，Q1-3累

计销量为 118.01 万辆，同比增长 250%，且出口持续增长，Q3 出口 1.7 万辆。其中纯电动乘用车销 25.86 万辆，同增 182%，环增 43%；插混乘用车销 27.86 万辆，同增 213%，环比增长 61%。公司在手订单饱满，我们预计可达约 80 万辆，Q4 海豹/宋 pro/驱逐舰 05 DM-i 等已上市新车逐步放量，此外海洋网络纯电车型及海洋军舰系列护卫舰 07 有望于 Q4 上市贡献增量，预计 Q4 总销量超 70 万辆，我们预计 2022 年比亚迪电动车销量 190 万辆+，同增 2 倍以上。

图3: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 1: 比亚迪分车类别销量 (辆)

项目类别	202209	月度同比	月度环比	22Q1	22Q2	22Q3	季度同比	季度环比
新能源汽车	201259	183%	15%	286329	355021	538704	194%	52%
—乘用车	200973	187%	16%	284737	353420	537164	197%	52%
纯电动	94941	162%	15%	143223	180296	258610	182%	43%
插混	106032	214%	16%	141514	173124	278554	213%	61%
—商用车	286	-73%	-70%	1592	1601	1540	-36%	-4%
—客车	217	-57%	-75%	1237	1369	1354	11%	-1%
—其他	69	-88%	-13%	355	232	186	-84%	-20%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 比亚迪分车型销量 (辆)

车型	2021年	202201	202202	202203	202204	202205	202206	202207	202208	202209	同比	环比	2022年累计	
合计	598528	93101	87473	104338	105475	114183	133762	162214	171847	193500	175%	13%	1165893	
纯电车型	比亚迪汉	87189	10051	8941	10178	10225	12684	12945	13106	13230	70%	0%	104551	
	比亚迪秦	75930	8092	10259	10537	11055	9658	14512	15297	15270	53%	-1%	109743	
	比亚迪元	41402	8596	8953	12881	15168	13333	19731	22172	18265	338%	29%	142602	
	比亚迪e2	34265	3535	680	2736	1500	3851	3280	479	1783	91	-98%	-95%	17935
	比亚迪海豚	29598	10602	8565	10501	12040	6430	10376	21005	23469	24956	732%	6%	127944
	比亚迪唐	29340	4311	3699	4348	4927	5529	5560	5625	5688	5951	32%	5%	45638
	比亚迪唐E6	5062	213	400	569	1313	1535	3083	3180	2668	2750	537%	3%	15711
	比亚迪海豹	2219	90	397	486	1020	280	57	127	214	896	350%	319%	3567
	比亚迪海豹								1726	7473			333%	9199
EV合计	320885	46387	43173	53664	57403	53349	69544	80991	80548	87468	141%	9%	572527	
插混车型	比亚迪宋	79508	16411	19057	22381	20181	26460	26517	33072	36812	40524	294%	10%	241415
	比亚迪秦	53253	18449	14244	14260	12465	11095	12111	18817	24242	24452		1%	150135
	比亚迪唐	48152	8847	10026	9056	8818	6914	5051	8608	8147	12308	111%	51%	77775
	比亚迪汉	30476	2730	349	2181	3196	11250	12494	12743	12812	18267	645%	43%	76022
	宋MAX	733	102	624	1320	1372	557	581	435	561	1380		146%	6932
	驱逐舰05				1476	2040	4558	7464	7548	8725	9101		4%	40912
	PHEV合计	277643	46714	44300	50674	48072	60834	64218	81223	91299	106032	211%	16%	593366

数据来源: 乘联会, 东吴证券研究所 (备注: 所列车型为主要车型)

2023 年新车型密集上市助力销量高增, 海外市场加速布局贡献出口增量。2023 年产品规划: 王朝网络车型精简向上, 海洋网络生物+军舰两大序列产品矩阵进一步丰富; 腾势及全新高端品牌全新车型有望发布上市。此外, 公司积极推进海外市场布局, 8 月比亚迪正式进入日本乘用车市场, 亮相 ATTO3、SEAL、DOLPHIN 三款车型, 预计 2023 年陆续发售, 同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国, 海外市场放量将进一步助力公司销量增长。我们预计 2023 年比亚迪新能源车销量超 300 万辆, 同增近 60%, 其中出口预计超 30 万辆。

表 3: 比亚迪新车型规划

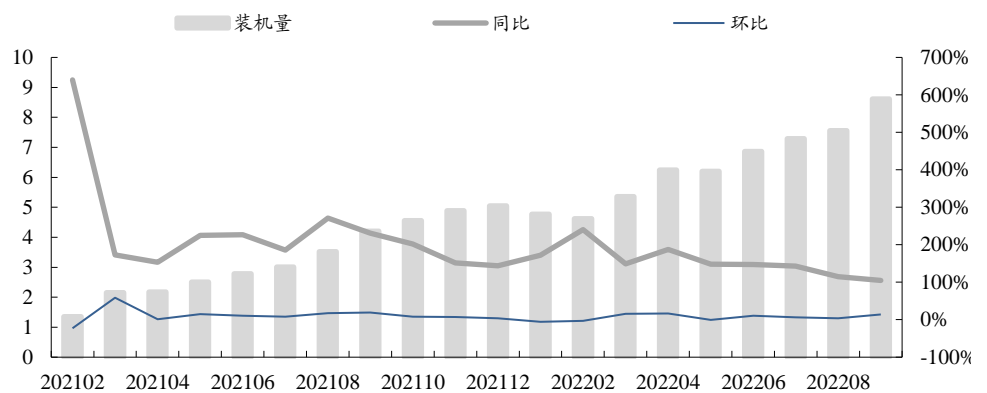
车型	动力类型	价格	类型	预计上市时间
海鸥	EV	5-10	轿车	2023年上市
海狮	EV	20-30	SUV	2023年上市
驱逐舰07	PHEV	待定	轿车	2023年上市
护卫舰07	PHEV	待定	中型SUV	2023年上市
登陆舰系列	PHEV	待定	A级轿车	2023年上市
夏	PHEV	待定	MPV	2023年上市
高端品牌	PHEV	待定	待定	2023年上市

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

销量高增规模效应显著, 盈利能力大幅提升。Q1 公司两次提价, 总体涨幅 7000-16000 元, 4 月针对部分网约车, 进一步提价传导成本压力, Q3 交付更多涨价后的车型, 且销量高增提升产能利用率, 规模效应显著, Q3 汽车板块盈利大幅提升, 毛利率 18.96%, 环比大幅提升 4.57pct, 我们预计单车盈利约 1 万元左右, 预计 Q4 仍有小幅提升空间, 全年单车利润约 7000 元, 同增近 2 倍+, 释放盈利弹性。23 年虽然存在补贴退坡风险, 但公司规模降本空间较大, 预计 2023 年单车利润仍可维持 1 万元。

Q3 电池装机量同比高增，随着外供开启及储能释放爆发，全年出货预计翻番以上增长。Q3 动力和储能电池装机 23.5GWh，同环比+119%/+21%；1-9 月累计装机 57GWh，同比增长 145%。公司电池产能加速扩张，随着盐城、济南、无为等基地陆续投产，预计 2022 年底公司电池产能 160gwh，23 年国内产能预计再投产 100gwh，年底产能有望达 260gwh。随着外供开启及储能需求爆发，我们预计比亚迪 2022 年电池产量为 80GWh+，同比翻番以上增长。其中储能预计贡献 10GWh，同比翻倍，受益于欧洲户储及全球大电站项目。

图 4：比亚迪动力电池及储能电池装机量（gwh）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 期间费用率环比提升 2pct，主要系研发投入增加所致。2022 年前三季度公司期间费用合计 252.96 亿元，同比增长 72.69%，费用率为 9.45%，同比减少 0.64pct。2022Q3 期间费用合计 123.77 亿元，同比增长 119.56%，环比增长 77.85%，期间费用率为 10.57%，同比增长 0.19pct，环比增长 2.26pct；其中，销售费用 46.33 亿元，销售费用率 3.96%，同比增长 1pct，环比增长 0.68pct，主要是售后服务费和员工薪酬增加所致；管理费用 27.39 亿元，管理费用率 2.34%，同比减少 0.2pct，环比减少 0.01pct；财务费用 -4.41 亿元，财务费用率 -0.38%，同比减少 1.14pct，环比增 0.6pct；研发费用 54.46 亿元，研发费用率 4.65%，同比增长 0.53pct，环比增长 0.99pct，主要是员工薪酬及物料消耗增加所致。公司 2022Q3 计提资产减值损失 4.67 亿元；计提信用减值损失 3.2 亿元，同比增长 565.71%，环比增长 67.34%。

表 4: 公司季度费用情况

单位: 百万元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
销售费用	1,247.47	1,404.74	1,606.36	1,823.11	1,978.29	2,744.37	4,633.31
-销售费用率	3.04%	2.82%	2.96%	2.57%	2.96%	3.28%	3.96%
管理费用	1,162.58	1,244.44	1,376.49	1,926.68	1,701.84	1,968.67	2,739.09
-管理费用率	2.84%	2.49%	2.53%	2.72%	2.55%	2.35%	2.34%
研发费用	1,217.20	1,778.48	2,238.09	2,757.20	2,360.67	3,063.59	5,445.76
-研发费用率	2.97%	3.56%	4.12%	3.89%	3.53%	3.66%	4.65%
财务费用	595.23	360.55	416.12	415.02	-81.00	-817.44	-441.23
-财务费用率	1.45%	0.72%	0.77%	0.58%	-0.12%	-0.98%	-0.38%
期间费用	4,222.48	4,788.22	5,637.06	6,922.01	5,959.80	6,959.19	12,376.93
-期间费用率	10.30%	9.60%	10.38%	9.76%	8.92%	8.31%	10.57%
资产减值损失	-130.72	-82.87	-26.02	-617.86	-232.62	-199.37	-466.70
信用减值损失	-12.18	-46.08	-48.12	-281.70	-36.72	-191.44	-320.37

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

经营现金流同比增长, 资本开支有所下降。2022 年前三季度公司存货为 734.35 亿元, 较年初增长 69.38%; 应收账款 369.68 亿元, 较年初增长 1.98%; 期末公司合同负债 335.22 亿元, 较年初增长 124.49%。2022 年 Q3 公司经营活动净现金流净额为 478.52 亿元, 同比上升 115.6%; 投资活动净现金流净额为 -408.5 亿元, 同比下降 336%; 资本开支为 281.5 亿元, 同比增长 173%; Q3 末账面现金为 449.32 亿元, 较年初减少 10.95%, 短期借款 95.13 亿元, 较年初减少 6.77%。

盈利预测与投资评级: 考虑公司销量高增, 单车盈利提升, 我们维持公司 2022-2024 年归母净利润预期为 162.51/302.09/394.89 亿元, 同增 434%/86%/31%, 对应 PE43x/23x/18x, 给予 2023 年 35 倍 PE, 目标价 363.3 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 电动车销量不及预期, 上游原材料价格大幅波动。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	166,110	274,232	376,643	456,125	营业总收入	216,142	420,393	588,714	717,411
货币资金及交易性金融资产	56,063	68,665	93,923	113,238	营业成本(含金融类)	187,998	359,029	496,813	606,255
经营性应收款项	47,031	89,535	125,308	152,709	税金及附加	3,035	5,903	8,266	10,073
存货	43,355	88,528	122,502	149,488	销售费用	6,082	10,930	14,718	16,859
合同资产	8,493	14,714	20,605	25,109	管理费用	5,710	10,089	13,540	15,066
其他流动资产	11,168	12,791	14,306	15,581	研发费用	7,991	14,293	18,839	22,240
非流动资产	129,670	166,952	207,858	250,453	财务费用	1,787	1,506	2,510	2,919
长期股权投资	7,905	8,905	9,905	10,905	加:其他收益	2,270	3,363	4,710	5,739
固定资产及使用权资产	62,795	91,782	121,690	158,285	投资净收益	-57	-111	-156	-190
在建工程	20,277	25,277	30,277	30,277	公允价值变动	47	0	10	10
无形资产	17,105	19,399	24,399	29,399	减值损失	-1,246	-1,800	-2,050	-2,300
商誉	66	66	66	66	资产处置收益	77	42	59	72
长期待摊费用	77	77	76	75	营业利润	4,632	20,135	36,601	47,331
其他非流动资产	21,445	21,445	21,445	21,445	营业外净收支	-114	-50	-50	-50
资产总计	295,780	441,184	584,502	706,578	利润总额	4,518	20,085	36,551	47,281
流动负债	171,304	298,588	412,225	496,022	减:所得税	551	2,611	4,752	6,146
短期借款及一年内到期的非流动负债	23,188	47,035	65,194	73,091	净利润	3,967	17,474	31,799	41,134
经营性应付款项	80,493	153,722	212,715	259,574	减:少数股东损益	922	1,223	1,590	1,645
合同负债	14,933	25,132	34,777	42,438	归属母公司净利润	3,045	16,251	30,209	39,489
其他流动负债	52,691	72,699	99,539	120,919	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.05	5.58	10.38	13.56
非流动负债	20,232	20,232	20,232	20,232	EBIT	6,501	20,148	36,538	46,919
长期借款	8,744	8,744	8,744	8,744	EBITDA	20,610	31,168	48,931	62,624
应付债券	2,046	2,046	2,046	2,046	毛利率(%)	13.02	14.60	15.61	15.49
租赁负债	1,415	1,415	1,415	1,415	归母净利率(%)	1.41	3.87	5.13	5.50
其他非流动负债	8,027	8,027	8,027	8,027	收入增长率(%)	38.02	94.50	40.04	21.86
负债合计	191,536	318,820	432,457	516,254	归母净利润增长率(%)	-28.08	433.66	85.89	30.72
归属母公司股东权益	95,070	111,966	140,056	176,691					
少数股东权益	9,175	10,398	11,988	13,633					
所有者权益合计	104,244	122,364	152,044	190,324					
负债和股东权益	295,780	441,184	584,502	706,578					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	65,467	38,820	66,143	76,839	每股净资产(元)	32.66	38.46	48.11	60.69
投资活动现金流	-45,404	-48,421	-53,447	-58,468	最新发行在外股份(百万股)	2,911	2,911	2,911	2,911
筹资活动现金流	16,063	22,203	12,552	933	ROIC(%)	4.45	10.91	15.47	16.16
现金净增加额	36,081	12,602	25,248	19,305	ROE-摊薄(%)	3.20	14.51	21.57	22.35
折旧和摊销	14,108	11,020	12,394	15,705	资产负债率(%)	64.76	72.26	73.99	73.06
资本开支	-36,517	-47,308	-52,291	-57,278	P/E(现价&最新股本摊薄)	229.33	42.97	23.12	17.68
营运资本变动	44,085	-11,769	-8,450	-5,972	P/B(现价)	7.35	6.24	4.99	3.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

