

销量持续突破 高端品牌发布

比亚迪(002594)系列点评四十九

事件概述

公司发布 2022 年 11 月产销快报。11 月公司新能源乘用车批发销售 23.0 万辆，同比+155.1%，环比+5.7%。

其中，纯电动乘用车销售 11.4 万辆，同比+146.9%，环比+10.4%；插电式混动销售 11.6 万辆，同比+163.8%，环比+1.5%。

同时，公司 11 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 11.003GWh，同比+125.3%，环比+8.0%。

分析判断：

▶ 产品矩阵强势 海豹表现亮眼

产品矩阵强势，海豹表现亮眼。公司王朝+海洋网产品全面覆盖 10-30 万元主流价格区间，**中高端贡献增量：**11 月汉家族销量为 3.2 万辆，同比+147.5%，环比+0.5%；唐家族销量为 2.0 万辆，同比+146.4%，环比+16.7%；宋家族销量为 6.4 万辆，同比+155.8%，环比+12.8%。**中低端表现稳健：**秦家族销量为 2.8 万辆，同比-5.8%，环比-18.3%；元家族销量为 2.9 万辆，同比+350.9%，环比+6.7%。海豚销量为 2.6 万辆，同比+195.9%，环比+2.9%。**新品车型海豹持续爬坡上量：**11 月销量达 1.5 万辆，环比+36.3%。全新中型 SUV 护卫舰 07 将于 12 月 9 日正式上市，提供三种续航里程版本，分别为搭载 DM-i 的 100KM 款型、205KM 款型以及搭载 DM-p 的 175KM 四驱款型。我们判断结构上，公司中高端车型仍将快速上升，高端化趋势明显。

▶ 销量持续突破 环比稳步向上

新能源需求强劲，产品力驱动销量持续增长。公司技术驱动产品力及品牌力提升，需求旺盛带动产销持续增长。1-11 月公司新能源乘用车累计批发销售 162.3 万辆，同比+224.0%。考虑新能源补贴退坡前的购买前置因素，我们预计 12 月销量有望快速提升，今年累计销量有望达到 190 万辆。

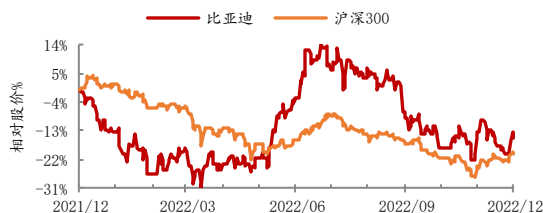
纯电+混动双轮驱动，环比持续增长。公司纯电+插混双轮驱动，今年 1-11 月，公司纯电乘用车累计销量为 79.9 万辆，同比+193.3%；插混乘用车累计销量为 82.4 万辆，同比+260.5%。其中 **DM-i 在下沉市场对燃油车替代明显：**根据上险数据，2022 年 1-10 月公司插混分布在二线及以下城市占比为 52.0%，相比去年同期提升 8.2pct。产品力持续撬动下沉市场需求，新能源替代空间广阔。

▶ 调价彰显底气 高端品牌发布

上调产品价格，侧面反映需求旺盛。受新能源补贴年底到期（单

评级及分析师信息

| | |
|--------------|---------------|
| 评级： | 买入 |
| 上次评级： | 买入 |
| 目标价格： | |
| 最新收盘价： | 262.08 |
| 股票代码： | 002594 |
| 52 周最高价/最低价： | 358.86/209.43 |
| 总市值(亿) | 7,629.52 |
| 自由流通市值(亿) | 3,052.62 |
| 自由流通股数(百万) | 1,164.76 |



分析师：崔琰
邮箱：cuiyan@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519080006
联系电话：

研究助理：胡惠民
邮箱：huhm@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 10 月销量点评：销量持续增长 结构加速向上
2022.11.06
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 2022Q3：毛利率亮眼 单车盈利再突破
2022.10.31
- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 业绩预告点评：单车盈利超预期 电动龙头持续向上
2022.10.18

车纯电 1.26 万元、插混 0.48 万元) 以及电池主要原材料涨价影响, 11 月 23 日, 比亚迪汽车官方微博宣布, 将对王朝、海洋及腾势相关新能源车型的官方指导价上调 2-6 千元不等, 2023 年 1 月 1 日之前付定金签约的客户不受此次调价影响。我们预计一方面, 本次调价实为与消费者共担退坡影响, 公司选择承担差额的一半, 并未全部转嫁给消费者; 另一方面, 此次调价侧面反映公司需求旺盛, 在手订单充足。

“仰望”发布, 高端化加速。11 月 8 日, 比亚迪正式公布旗下高端汽车品牌“仰望”, 入局百万级高端市场。仰望品牌首款车型定位新能源硬派越野, 将于 2023 年一季度正式发布亮相。此外, 公司明年还将发布专业个性化全新品牌, 构建包含王朝、海洋、腾势、仰望及专业个性化全新品牌的产品矩阵, 满足用户多方位的需求。

► 海外布局加速 长期空间广阔

海外市场持续推进, 助力公司长期增长。公司 11 月出口 12,318 辆, 环比+29.3%, 持续推进海外市场: 11 月, 比亚迪在巴西圣保罗正式宣布推出宋 PLUS DM-i 和元 PLUS 两款车型。11 月 29 日, 比亚迪在墨西哥首次亮相唐和汉两款新能源车型, 同时, 比亚迪还宣布与 Grupo Continental 等八家墨西哥经销商达成合作。11 月 30 日, 比亚迪携七款车型亮相泰国国际汽车博览会。公司加速市场拓展, 有望迎来出口的快速增长。

投资建议

公司依托 DM-i 及 E3.0 两大先进技术平台, 技术驱动产品量价齐升, 高端化路径清晰。同时公司垂直一体化供应链优势最大化抵御行业不可抗力影响。我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上。维持盈利预测, 预计公司 2022-2024 年营收为 4,265.2/6,645.4/8,280.4 亿元, 归母净利润为 161.3/264.9/374.0 亿元, 对应的 EPS 为 5.54/9.10/12.85 元, 对应 2022 年 12 月 3 日 262.08 元/股收盘价, PE 分别为 47/29/20 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

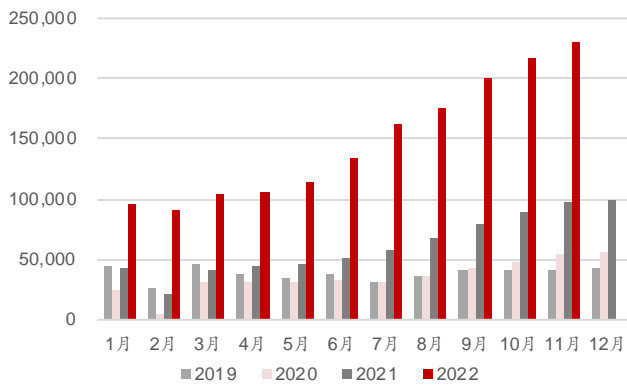
产能扩张低于预期; 车市下行风险; 新车型销量不及预期

盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 156,598 | 216,142 | 426,523 | 664,541 | 828,036 |
| YoY (%) | 22.6% | 38.0% | 97.3% | 55.8% | 24.6% |
| 归母净利润(百万元) | 4,234 | 3,045 | 16,133 | 26,494 | 37,402 |
| YoY (%) | 162.3% | -28.1% | 429.8% | 64.2% | 41.2% |
| 毛利率 (%) | 19.4% | 13.0% | 15.7% | 16.2% | 16.7% |
| 每股收益 (元) | 1.45 | 1.05 | 5.54 | 9.10 | 12.85 |
| ROE | 7.4% | 3.2% | 14.4% | 18.9% | 20.9% |
| 市盈率 | 180.19 | 250.54 | 47.29 | 28.80 | 20.40 |

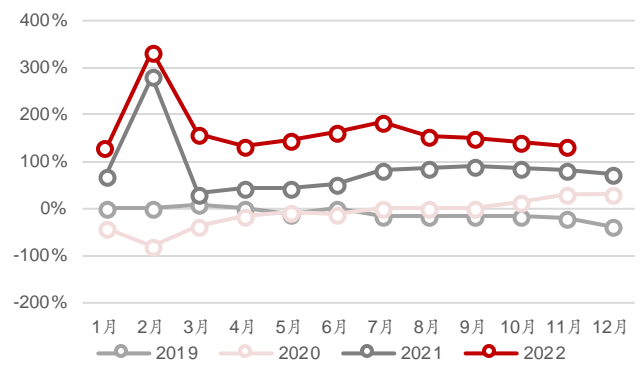
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 1 19-22 年公司汽车月度销量 (辆)



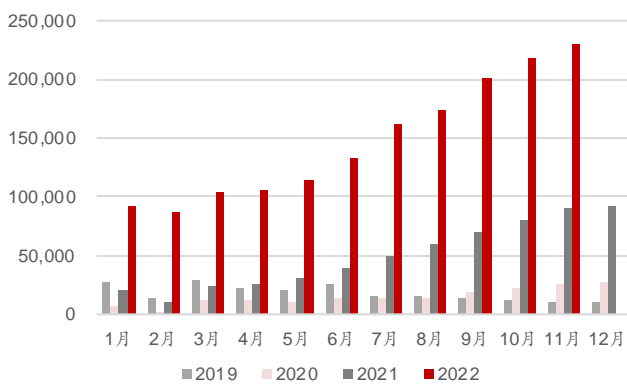
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-22 年公司汽车月度销量同比



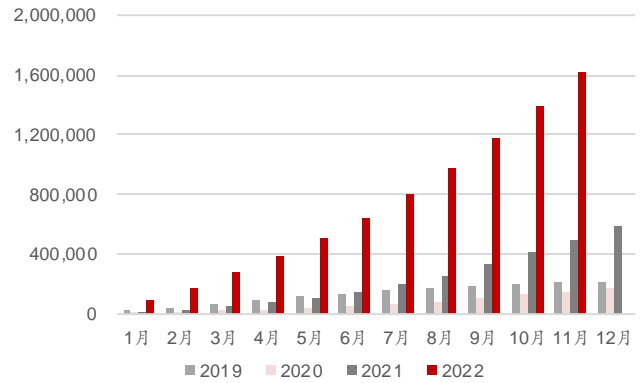
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-22 年公司新能源乘用车月度销量 (辆)



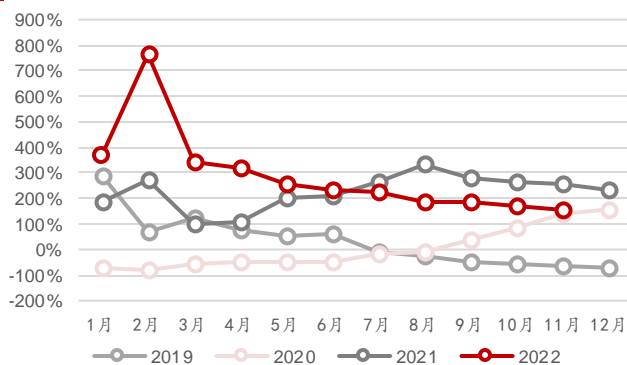
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-22 年公司新能源乘用车累计销量 (辆)



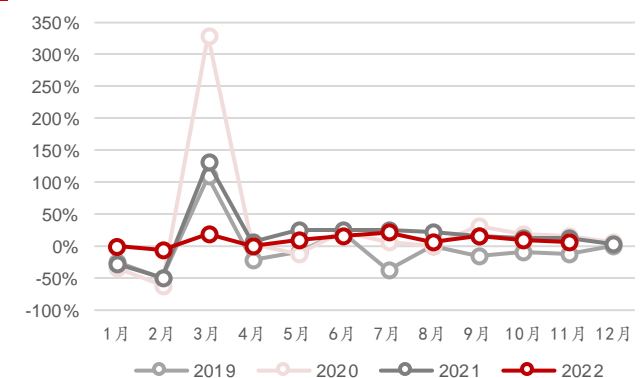
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 19-22 年公司新能源乘用车月度销量同比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 19-22 年公司新能源乘用车月度销量环比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业总收入 | 216,142 | 426,523 | 664,541 | 828,036 | 净利润 | 3,967 | 18,544 | 28,798 | 39,370 |
| YoY (%) | 38.0% | 97.3% | 55.8% | 24.6% | 折旧和摊销 | 14,108 | 10,526 | 13,655 | 16,441 |
| 营业成本 | 187,998 | 359,555 | 556,975 | 689,864 | 营运资金变动 | 44,206 | 27,362 | 59,468 | 34,267 |
| 营业税金及附加 | 3,035 | 5,971 | 9,636 | 15,319 | 经营活动现金流 | 65,467 | 59,643 | 104,884 | 94,434 |
| 销售费用 | 6,082 | 13,427 | 21,687 | 22,979 | 资本开支 | -36,517 | -26,688 | -28,121 | -27,779 |
| 管理费用 | 5,710 | 11,431 | 17,569 | 21,326 | 投资 | -3,304 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 1,787 | -580 | -1,401 | -2,377 | 投资活动现金流 | -45,404 | -27,721 | -28,454 | -28,393 |
| 研发费用 | 7,991 | 17,274 | 28,776 | 35,350 | 股权募资 | 37,314 | 133 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -857 | -665 | -1,244 | -1,876 | 债务募资 | 32,872 | 7,296 | 1,000 | 6,000 |
| 投资收益 | -57 | -853 | -133 | -414 | 筹资活动现金流 | 16,063 | 5,735 | -1,077 | 3,553 |
| 营业利润 | 4,632 | 22,191 | 33,909 | 46,598 | 现金净流量 | 36,081 | 37,658 | 75,354 | 69,595 |
| 营业外收支 | -114 | -375 | -29 | -280 | 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 利润总额 | 4,518 | 21,816 | 33,880 | 46,318 | 成长能力 | | | | |
| 所得税 | 551 | 3,272 | 5,082 | 6,948 | 营业收入增长率 | 38.0% | 97.3% | 55.8% | 24.6% |
| 净利润 | 3,967 | 18,544 | 28,798 | 39,370 | 净利润增长率 | -28.1% | 429.8% | 64.2% | 41.2% |
| 归属于母公司净利润 | 3,045 | 16,133 | 26,494 | 37,402 | 盈利能力 | | | | |
| YoY (%) | -28.1% | 429.8% | 64.2% | 41.2% | 毛利率 | 13.0% | 15.7% | 16.2% | 16.7% |
| 每股收益 | 1.05 | 5.54 | 9.10 | 12.85 | 净利率 | 1.8% | 4.3% | 4.3% | 4.8% |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 总资产收益率 ROA | 1.0% | 3.7% | 4.3% | 4.9% |
| 货币资金 | 50,457 | 88,115 | 163,469 | 233,064 | 净资产收益率 ROE | 3.2% | 14.4% | 18.9% | 20.9% |
| 预付款项 | 2,037 | 2,979 | 5,324 | 6,155 | 偿债能力 | | | | |
| 存货 | 43,355 | 85,084 | 130,682 | 162,323 | 流动比率 | 0.97 | 1.01 | 1.03 | 1.08 |
| 其他流动资产 | 70,262 | 111,471 | 153,832 | 178,463 | 速动比率 | 0.66 | 0.64 | 0.66 | 0.71 |
| 流动资产合计 | 166,110 | 287,648 | 453,307 | 580,006 | 现金比率 | 0.29 | 0.31 | 0.37 | 0.44 |
| 长期股权投资 | 7,905 | 7,905 | 7,905 | 7,905 | 资产负债率 | 64.8% | 71.5% | 75.0% | 74.2% |
| 固定资产 | 61,221 | 66,770 | 70,651 | 72,720 | 经营效率 | | | | |
| 无形资产 | 17,105 | 20,087 | 22,865 | 24,682 | 总资产周转率 | 0.73 | 0.98 | 1.08 | 1.09 |
| 非流动资产合计 | 129,670 | 147,063 | 163,672 | 177,053 | 每股指标 (元) | | | | |
| 资产合计 | 295,780 | 434,711 | 616,979 | 757,059 | 每股收益 | 1.05 | 5.54 | 9.10 | 12.85 |
| 短期借款 | 10,204 | 12,000 | 15,000 | 18,000 | 每股净资产 | 32.66 | 38.60 | 48.18 | 61.62 |
| 应付账款及票据 | 80,492 | 151,907 | 236,366 | 292,326 | 每股经营现金流 | 22.49 | 20.49 | 36.03 | 32.44 |
| 其他流动负债 | 80,608 | 121,116 | 187,737 | 224,771 | 每股股利 | 0.00 | 0.12 | 0.17 | 0.22 |
| 流动负债合计 | 171,304 | 285,023 | 439,103 | 535,097 | 估值分析 | | | | |
| 长期借款 | 8,744 | 14,244 | 12,244 | 15,244 | PE | 250.54 | 47.29 | 28.80 | 20.40 |
| 其他长期负债 | 11,488 | 11,488 | 11,488 | 11,488 | PB | 8.21 | 6.79 | 5.44 | 4.25 |
| 非流动负债合计 | 20,232 | 25,732 | 23,732 | 26,732 | | | | | |
| 负债合计 | 191,536 | 310,755 | 462,835 | 561,829 | | | | | |
| 股本 | 2,911 | 3,044 | 3,044 | 3,044 | | | | | |
| 少数股东权益 | 9,175 | 11,585 | 13,889 | 15,858 | | | | | |
| 股东权益合计 | 104,244 | 123,956 | 154,144 | 195,230 | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 295,780 | 434,711 | 616,979 | 757,059 | | | | | |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|----------------------------------|------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15% |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。