

# 比亚迪 (002594)

## 11月销量亮眼再创新高，腾势品牌逐渐放量 买入 (维持)

2022年12月04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)	250.54	46.95	25.26	19.32

关键词: #业绩超预期

### 投资要点

- **比亚迪11月新能源汽车销量为23.04万辆，同环比+153%/+6%，再创新高。**比亚迪11月电动车销量23.04万辆，同环比+153%/+6%，其中新能源乘用车出口12318辆，环增29%，1-11月累计出口4.46万辆。2022年1-11月累计销量为162.83万辆，同比增长219%。我们预计Q4总销量超70万辆，2022年比亚迪电动车销量190万辆+，同增2倍以上。
- **纯电车型份额环比提升、纯电插混各占比50%。**11月比亚迪插混乘用车销量为11.6万辆，同环比+164%/+1%，占比50%，同比提升2pct，环比下滑2pct，2022年1-11月累计销量82.36万辆，累计同比增长261%；纯电乘用车销量为11.39万辆，同环比+147%/+10%，占比50%，同比下滑2pct，环比提升2pct，2022年1-11月累计销量79.92万辆，累计同比增长193%。
- **王朝、海洋网销量同比高增，腾势品牌环比高增开始放量。**王朝、海洋网车型11月销22.65万辆，同环比+138%/+6%，腾势品牌11月销3451辆，环增+886%。新车型中，驱逐舰05 10月销9111辆，环增0.1%；海豚10月销25336辆，环增2%；海豹10月销11267辆，环增51%；护卫舰07已开启预售，将于12月9日上市销售。
- **23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。**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；腾势及仰望高端车型发布上市。此外，公司积极推进海外市场布局，比亚迪正式进入日本、墨西哥乘用车市场，同时纯电动大巴已正式进入印尼、毛里求斯等国，海外市场放量助力销量增长。我们预计2023年比亚迪新能源车销量超300万辆，同增近60%，其中出口超30万辆。
- **电池装机量同比高增，全年出货预计翻番以上增长。**2022年11月动力和储能电池装机11GWh，同环比+125%/+8%；1-11月累计装机78.68GWh，同比增长139%。随着外供开启及储能释放爆发，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PE47x/25x/19x，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、原材料价格波动等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	262.08
一年最低/最高价	209.43/358.86
市净率(倍)	7.44
流通A股市值(百万元)	305,261.51
总市值(百万元)	762,952.32

### 基础数据

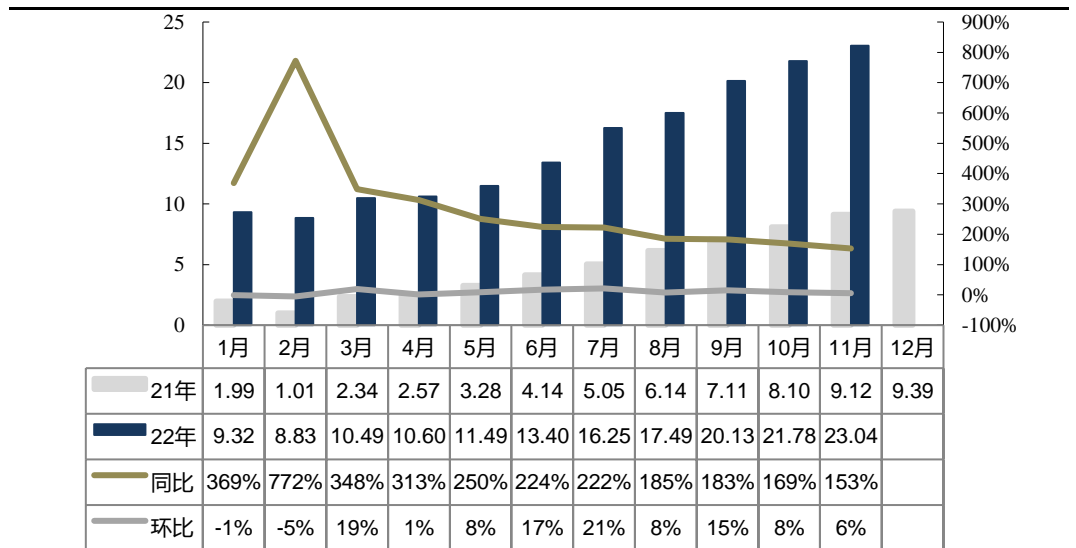
每股净资产(元,LF)	35.21
资产负债率(% ,LF)	73.59
总股本(百万股)	2,911.14
流通A股(百万股)	1,164.76

### 相关研究

- 《比亚迪(002594): 10月销量亮眼再创新高，新车型贡献增量》  
2022-11-04
- 《比亚迪(002594): 2022年三季报点评: 业绩符合市场预期，盈利能力大幅提升》  
2022-10-30

比亚迪 11 月新能源汽车销量为 23.04 万辆，同环比+153%/+6%，再创新高。根据公司产销快报，比亚迪 11 月新能源汽车销量为 23.04 万辆，同环比+153%/+6%，其中新能源乘用车出口 12318 辆，环比增长 29%，1-11 月累计出口 4.46 万辆。2022 年 1-11 月累计电动车销量为 162.83 万辆，同比增长 219%；11 月产量为 23.01 万辆，同环比+151%/+5%，2022 年 1-11 月累计产量为 164.18 万辆，同比增长 219%，我们预计 Q4 总销量超 70 万辆，2022 年全年比亚迪电动车销量 190 万辆+，同增 2 倍以上。

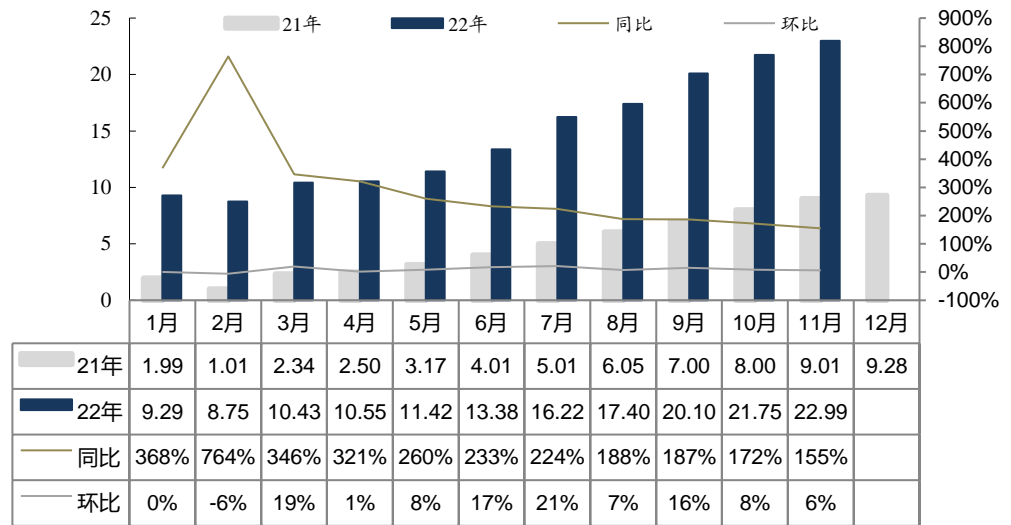
图1: 比亚迪新能源汽车销量 (万辆)



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

新能源乘用车销量同比高增，商用车销量同比显著下降。新能源乘用车 11 月销量为 22.99 万辆，同环比+155%/+6%，2022 年 1-11 月累计销量 162.28 万辆，累计同比增长 224%；11 月产量为 22.96 万辆，同环比+153%/+4%，2022 年 1-11 月累计产量为 163.63 万辆，累计同比增长 223%。新能源商用车 11 月产销量为 485 辆，同环比-56%/+63%，2022 年 1-11 月累计产销量为 5516 辆，累计同比-38%。

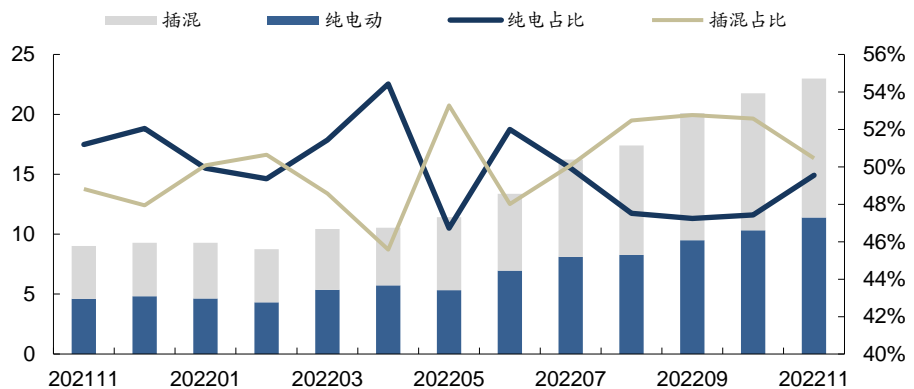
图2: 比亚迪新能源乘用车销量 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**11月纯电车型强势增长, 份额环比提升。**11月比亚迪插混乘用车销量为11.6万辆, 同环比+164%/+1%, 占比50%, 同比提升2pct, 环比下滑2pct, 2022年1-11月累计销量82.36万辆, 累计同比增长261%; 纯电乘用车销量为11.39万辆, 同环比+147%/+10%, 占比50%, 同比下滑2pct, 环比提升2pct, 2022年1-11月累计销量79.92万辆, 累计同比增长193%。

图3: 比亚迪新能源乘用车动力结构 (万辆)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**王朝、海洋网销量同比高增, 腾势品牌环比高增开始放量。**王朝、海洋车型11月销22.65万辆, 1-11月累计销量超160万辆。腾势品牌开始放量, 11月销3451辆, 环比高增886%。分车型看, 汉家族11月销3.18万辆, 同增148%, 其中汉EV销1.34万辆, 同增34%, 汉DM销1.84万辆, 同增553%; 宋DM销5.08万辆, 同增334%; 元10月销2.75万辆, 同增323%。新车型逐渐放量, 3月上市的驱逐舰05 10月销量9111

辆，环增 0.1%；海豚 10 月销 25336 辆，环比增长 2%；海豹 10 月销 11267 辆，环比增长 51%；超级混动 SUV 护卫舰 07 目前已开启预售，将于 12 月 9 日上市销售。

图4：比亚迪分车型销量（辆）

车型	2021年	202201	202202	202203	202204	202205	202206	202207	202208	202209	202210	同比	环比	2022年累计
<b>合计</b>	<b>598528</b>	<b>93101</b>	<b>87473</b>	<b>104338</b>	<b>105475</b>	<b>114183</b>	<b>133762</b>	<b>162214</b>	<b>173977</b>	<b>200973</b>	<b>217518</b>	<b>171%</b>	<b>8%</b>	<b>1393014</b>
比亚迪汉	87189	10051	8941	10178	10225	12684	12945	13106	13191	13230	13293	60%	0%	117844
比亚迪秦	75930	8092	10259	10537	11055	9658	14512	15297	15270	15063	14664	43%	-3%	124407
比亚迪元	41402	8596	8953	12881	15168	13333	19731	22172	18265	23503	27548	323%	17%	170150
比亚迪海豚	29598	10602	8565	10501	12040	6430	10376	21005	23469	24956	25336	321%	2%	153280
比亚迪宋	29340	4311	3699	4348	4927	5529	5560	5625	5688	5951	6066	32%	2%	51704
比亚迪唐	5062	213	400	569	1313	1535	3083	3180	2668	2750	2863	2763%	4%	18574
比亚迪海豹									1726	7473	11267		51%	20466
<b>EV合计</b>	<b>320885</b>	<b>46387</b>	<b>43173</b>	<b>53664</b>	<b>57403</b>	<b>53349</b>	<b>69544</b>	<b>80991</b>	<b>82678</b>	<b>94941</b>	<b>103157</b>	<b>150%</b>	<b>9%</b>	<b>685287</b>
比亚迪宋	79508	16411	19057	22381	20181	26460	26517	33072	36812	40524	50777	334%	25%	292192
比亚迪秦	53253	18449	14244	14260	12465	11095	12111	18817	24242	24452	20006	14%	-18%	170141
比亚迪唐	48152	8847	10026	9056	8818	6914	5051	8608	8147	12308	14298	111%	16%	92073
比亚迪汉	30476	2730	349	2181	3196	11250	12494	12743	12812	18267	18321	554%	0%	94343
宋MAX	733	102	624	1320	1372	557	581	435	561	1380	1498		9%	8430
驱逐舰05				1476	2040	4558	7464	7548	8725	9101	9111		0%	50023
腾势D9											350			350
<b>PHEV合计</b>	<b>277643</b>	<b>46714</b>	<b>44300</b>	<b>50674</b>	<b>48072</b>	<b>60834</b>	<b>64218</b>	<b>81223</b>	<b>91299</b>	<b>106032</b>	<b>114361</b>	<b>192%</b>	<b>8%</b>	<b>707727</b>

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

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；腾势及仰望高端车型发布上市，全新专业个性化品牌有望推出。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，11 月比亚迪在墨西哥亮相汉、唐两款车型并签约八家墨西哥经销商，预计 2023 年上市销售。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。

图5：2022-2023 年比亚迪新车规划

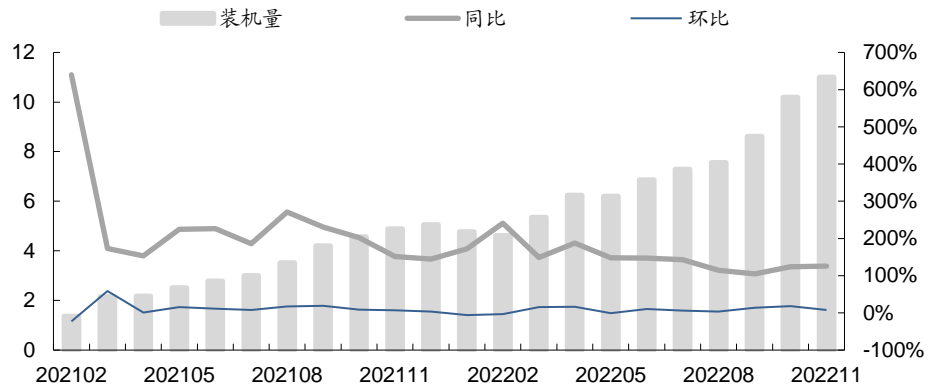
车型	动力类型	价格	类型	预计上市时间
护卫舰07	PHEV	21-29	中型SUV	2022年12月上市
海鸥	EV	5-10	轿车	2023年上市
海狮	EV	20-30	SUV	2023年上市
驱逐舰07	PHEV	待定	轿车	2023年上市
登陆舰系列	PHEV	待定	A级轿车	2023年上市
夏	PHEV	待定	MPV	2023年上市
仰望	EV/PHEV	80-150	越野SUV	2023年上市
个性化品牌	--	待定	待定	2023年上市

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

电池装机量同比高增、全年出货预计翻番以上增长。根据比亚迪产销快报，2022 年

11月动力和储能电池装机11GWh，同环比+125%/+8%；1-11月累计装机78.68GWh，同比增长139%。随着外供开启及储能释放爆发，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，同比翻倍增长，主要受益于欧洲户储及全球大电站项目。

图6：公司动力及储能电池月度装机电量（gwh）



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

**刀片电池产能顺利释放，电池外供加速推进。**公司刀片电池具备显著优势，第二代刀片成组后能量密度达到150Wh/kg，公司预计2025年可实现能量密度大于180Wh/kg，比亚迪纯电动全系已换装刀片电池。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，我们预计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。此外，公司加速动力业务开放，已成功配套长安一款纯电、金康两款插电、北汽一款插电和多款专用车。同时，与北美大客户合作顺利，后续放量可期；与丰田成立比亚迪丰田电动车科技有限公司，加大新能源乘用车领域合作，并与日野自动车株式会社签订战略商业联盟协议，拟成立合资公司共同开发纯电动商用车及电动车零部件，我们预计公司在海外客户上将实现进一步的突破。

**投资建议：**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PE47x/25x/19x，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、原材料价格波动等。

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
<b>流动资产</b>	<b>166,110</b>	<b>274,232</b>	<b>376,643</b>	<b>456,125</b>	<b>营业总收入</b>	<b>216,142</b>	<b>420,393</b>	<b>588,714</b>	<b>717,411</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>129,670</b>	<b>166,952</b>	<b>207,858</b>	<b>250,453</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>4,632</b>	<b>20,135</b>	<b>36,601</b>	<b>47,331</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>295,780</b>	<b>441,184</b>	<b>584,502</b>	<b>706,578</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,518</b>	<b>20,085</b>	<b>36,551</b>	<b>47,281</b>
<b>流动负债</b>	<b>171,304</b>	<b>298,588</b>	<b>412,225</b>	<b>496,022</b>	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	<b>净利润</b>	<b>3,967</b>	<b>17,474</b>	<b>31,799</b>	<b>41,134</b>
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	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,045</b>	<b>16,251</b>	<b>30,209</b>	<b>39,489</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>191,536</b>	<b>318,820</b>	<b>432,457</b>	<b>516,254</b>	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					
<b>所有者权益合计</b>	<b>104,244</b>	<b>122,364</b>	<b>152,044</b>	<b>190,324</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>295,780</b>	<b>441,184</b>	<b>584,502</b>	<b>706,578</b>					

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)	250.54	46.95	25.26	19.32
营运资本变动	44,085	-11,769	-8,450	-5,972	P/B(现价)	8.03	6.81	5.45	4.32

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>

