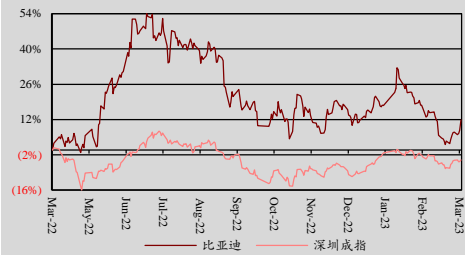


002594.SZ
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 257.20

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	(1.3)	(1.4)	0.1	8.5
相对深圳成指	(6.1)	(0.3)	(5.7)	13.5

发行股数 (百万)	2,911.14
流通股 (百万)	2,262.76
总市值 (人民币 百万)	748,745.94
3个月日均交易额 (人民币 百万)	3,359.84
主要股东	
香港中央结算(代理人)有限公司	37.7

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年3月30日收市价为标准

相关研究报告
《比亚迪: Q3 业绩表现亮眼, 销量利润创新高》20221031
《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

 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

业绩高速增长, 看好高端化及出口前景

公司发布 2022 年报, 全年共实现营业收入 4240.6 亿元, 同比增长 96.2%, 归属于上市公司股东的净利润 166.2 亿元, 同比增长 445.9%, 每股收益 5.71 元, 拟每 10 股派发现金红利 11.4 元 (含税)。公司销量持续攀升, 新产品的推出利于产品矩阵逐渐完善, 高端化及全产业链布局等战略顺利推进, 预计盈利将维持较高水平。公司海外拓展持续深入, 出口销量有望大幅提升, 推动业绩进一步增长。我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 9.30 元、12.06 元、15.27 元, 维持买入评级, 持续推荐。

支撑评级的要点

- **销量持续攀升, 业绩实现高速增长。**2022 年公司新能源汽车累计销量达 180.2 万辆, 同比增长 149.9%, 推动公司实现营收 4240.6 亿元, 同比增长 96.2%。全年毛利率 17.0%, 同比提升 4.0pct, 预计主要是公司销量提升规模效应凸显所致。全年销售费用率同比增长 147.6%, 主要是售后服务费及职工薪酬增加所致; 管理费用和研发费用分别同比增长 75.3%、133.4%, 主要是职工薪酬和物料消耗增加所致; 财务费用同比下降 190.5%, 主要是汇兑收益与利息收入增加所致; 四项费用率同比下降 0.1pct。收入大幅增长、毛利率增长及费用率下降, 全年归母净利润同比增长 445.9%。其中 Q4 公司销售 68.3 万辆, 同比增长 137.8%, 实现营收 1563.7 亿元, 同比增长 120.4%, 毛利率同比提升 5.9pct, 归母净利润同比增长 1114.3%。国内新能源渗透率快速提升, 公司产品结构不断完善, 2023 年全年销量有望超过 300 万辆, 推动收入及业绩持续高增长。
- **产品结构不断优化, 盈利能力持续改善。**公司持续推出新车型, 产品矩阵逐渐完善, 产品结构不断优化。腾势高端 MPV D9 上市后持续热销, 后续高端 SUV N7/N8 等新车型将陆续上市; 百万级新能源硬派越野仰望 U8 和纯电动性能超跑仰望 U9 已于一月亮相。腾势及仰望等高端品牌新车持续推出, 公司产品毛利率水平有望持续提升。公司新车型持续推出, 产业链全面布局, 预计有效缓解行业价格战导致价格下降及补贴退坡产生的影响。加之销量提升规模效应凸显、部分上游原材料价格回落等因素, 预计公司盈利将持续改善。
- **积极拓展海外市场, 市占率有望持续提升。**从全球新能源汽车产业链来看, 国内新能源汽车具有较强的竞争力, 出口有望成为新的蓝海市场, 利润率也相对较高。公司保持国内领先地位的同时, 加快布局海外市场, 拓展欧洲、亚太、美洲等地区。公司 2022 年出口乘用车 5.6 万辆, 同比增长 307.2%。2022 年 9 月, 公司全资投建的首个海外乘用车工厂在泰国正式落地。公司全球化布局不断深入, 推动产品国际化进程加速, 稳步扎根全球市场, 市占率有望持续提升。

估值

- 23、24 年基本维持此前盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 9.30 元、12.06 元、15.27 元, 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) 市场竞争加剧; 3) 原材料上涨压力。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	216,142	424,061	644,775	816,493	966,595
增长率(%)	38.0	96.2	52.0	26.6	18.4
EBITDA(人民币 百万)	18,190	39,244	65,160	82,998	101,938
归母净利润(人民币 百万)	3,045	16,622	27,086	35,118	44,461
增长率(%)	(28.1)	445.9	63.0	29.7	26.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.05	5.71	9.30	12.06	15.27
原先预测摊薄每股收益(人民币)			9.30	12.06	
调整幅度(%)			0.0	0.0	
市盈率(倍)	245.9	45.0	27.6	21.3	16.8
市净率(倍)	7.9	6.7	5.6	4.7	3.8
EV/EBITDA(倍)	42.1	17.8	10.9	7.8	6.3
每股股息 (人民币)	0.1	1.1	1.9	2.4	3.1
股息率(%)	0.0	0.4	0.7	0.9	1.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1. 2022 年业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022 年	2021 年	同比变动(%)
营业总收入	424,060.6	216,142.4	96.2
营业利润	21,541.8	4,632.0	365.1
净利润	17,713.1	3,967.3	346.5
归属于上市公司股东的净利润	16,622.4	3,045.2	445.9
扣非后归属于上市公司股东的净利润	15,637.8	1,254.6	1,146.4
营业成本	351,815.7	187,997.7	87.1
毛利润	72,245.0	28,144.7	156.7
销售费用	15,060.7	6,081.7	147.6
管理费用	10,007.4	5,710.2	75.3
研发费用	18,654.5	7,991.0	133.4
财务费用	(1,618.0)	1,786.9	(190.5)
资产+信用减值损失	(2,376.0)	(1,245.5)	90.8
销售费用率(%)	3.6	2.8	增加 0.7pct
管理费用率(%)	2.4	2.6	减少 0.3pct
研发费用率(%)	4.4	3.7	增加 0.7pct
财务费用率(%)	(0.4)	0.8	减少 1.2pct
毛利率(%)	17.0	13.0	增加 4.0pct
净利率(%)	4.2	1.8	增加 2.3pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 2. 2022 年第四季度业绩摘要

(人民币, 百万元)	2022Q4	2021Q4	同比变动(%)
营业收入	156,372.8	70,950.0	120.4
营业利润	9,456.5	763.2	1,139.1
净利润	7,724.7	670.7	1,051.7
归属于上市公司股东的净利润	7,311.0	602.1	1,114.3
扣非后归属于上市公司股东的净利润	7,273.2	368.2	1,875.3
营业成本	126,668.7	61,644.0	105.5
毛利润	29,704.1	9,306.1	219.2
销售费用	5,704.7	1,823.1	212.9
管理费用	3,597.8	1,926.7	86.7
研发费用	7,784.4	2,757.2	182.3
财务费用	(278.3)	415.0	(167.1)
资产+信用减值损失	(928.8)	(899.6)	3.2
销售费用率(%)	3.6	2.6	增加 1.1pct
管理费用率(%)	2.3	2.7	减少 0.4pct
研发费用率(%)	5.0	3.9	增加 1.1pct
财务费用率(%)	(0.2)	0.6	减少 0.8pct
毛利率(%)	19.0	13.1	增加 5.9pct
净利率(%)	4.9	0.9	增加 4.0pct

资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 3. 2022 年汽车销量概况

	Q1 销量 (辆)	同比(%)	Q2 销量 (辆)	同比(%)	Q3 销量 (辆)	同比(%)	Q4 销量 (辆)	同比(%)
新能源车	286,329	423.0	355,021	255.6	538,704	194.4	683,440	156.7
-乘用车	284,737	433.4	353,420	265.0	537,164	197.5	682,058	159.4
-纯电动	143,223	271.1	180,296	228.8	258,610	182.1	329,011	142.5
-插混	141,514	857.4	173,124	312.3	278,554	213.3	353,047	177.4
-商用车	1,592	16.1	1,601	(46.6)	1,540	(36.2)	1,382	(57.6)
-客车	1,237	50.5	1,369	(23.8)	1,354	11.3	910	(53.0)
-其他	355	(35.3)	232	(80.7)	186	(84.5)	472	(64.2)
传统燃油车	5,049	(89.8)						
-轿车	1,544	(88.6)						
-SUV	3,505	(88.9)						
-MPV	0	(100.0)						
合计	291,378	179.8	355,021	149.1	538,704	161.4	683,440	137.8

资料来源：公司公告，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	216,142	424,061	644,775	816,493	966,595
营业收入	216,142	424,061	644,775	816,493	966,595
营业成本	187,998	351,816	535,372	673,950	794,837
营业税金及附加	3,035	7,267	9,672	12,247	14,499
销售费用	6,082	15,061	19,343	25,720	29,964
管理费用	5,710	10,007	13,669	17,595	21,265
研发费用	7,991	18,654	24,630	32,251	37,214
财务费用	1,787	(1,618)	223	312	(126)
其他收益	2,270	1,721	2,000	2,000	2,000
资产减值损失	(857)	(1,386)	(585)	(585)	(527)
信用减值损失	(388)	(990)	(425)	(425)	(298)
资产处置收益	77	(11)	20	50	50
公允价值变动收益	47	126	0	0	0
投资收益	(57)	(792)	(475)	(380)	(304)
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,632	21,542	42,399	55,077	69,864
营业外收入	338	527	500	400	476
营业外支出	452	989	411	390	597
利润总额	4,518	21,080	42,488	55,087	69,743
所得税	551	3,367	6,373	8,263	10,461
净利润	3,967	17,713	36,115	46,824	59,281
少数股东损益	922	1,091	9,029	11,706	14,820
归母净利润	3,045	16,622	27,086	35,118	44,461
EBITDA	18,190	39,244	65,160	82,998	101,938
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.05	5.71	9.30	12.06	15.27

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	166,110	240,804	387,462	451,579	594,266
货币资金	50,457	51,471	96,716	122,474	144,989
应收账款	36,251	38,828	104,455	86,060	182,438
应收票据	0	0	0	0	0
存货	43,355	79,107	99,350	144,020	151,835
预付账款	2,037	8,224	7,390	9,013	12,889
合同资产	8,493	13,553	19,164	25,766	36,055
其他流动资产	25,517	49,620	60,387	64,245	66,059
非流动资产	129,670	253,057	273,014	298,425	313,489
长期投资	11,053	22,051	26,551	31,051	35,551
固定资产	61,221	131,880	145,076	168,611	182,812
无形资产	17,105	23,223	21,688	19,382	16,397
其他长期资产	40,291	75,902	79,699	79,380	78,729
资产合计	295,780	493,861	660,476	750,003	907,755
流动负债	171,304	333,345	453,811	525,524	629,487
短期借款	10,204	5,153	31,365	40,330	53,544
应付账款	73,160	140,437	195,658	216,201	256,286
其他流动负债	87,939	187,754	226,788	268,992	319,657
非流动负债	20,232	39,126	54,578	32,592	35,991
长期借款	8,744	7,594	23,481	1,277	4,785
其他长期负债	11,488	31,533	31,097	31,315	31,206
负债合计	191,536	372,471	508,388	558,115	665,478
股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	9,175	10,361	19,389	31,095	45,916
归属母公司股东权益	95,070	111,029	132,698	160,793	196,361
负债和股东权益合计	295,780	493,861	660,476	750,003	907,755

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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3,967	17,713	36,115	46,824	59,281
折旧摊销	14,108	20,365	24,082	29,279	33,946
营运资金变动	56,650	113,666	(9,803)	25,710	(30,084)
其他	(9,259)	(10,906)	469	1,035	219
经营活动现金流	65,467	140,838	50,863	102,849	63,362
资本支出	(37,344)	(97,457)	(40,381)	(50,057)	(44,864)
投资变动	(9,492)	(25,836)	(4,498)	(4,498)	(4,498)
其他	1,431	2,697	(457)	(332)	(256)
投资活动现金流	(45,404)	(120,596)	(45,336)	(54,887)	(49,618)
银行借款	(12,198)	(6,201)	42,099	(13,238)	16,722
股权融资	35,163	(7,542)	(5,417)	(7,024)	(8,892)
其他	(6,902)	(5,745)	3,036	(1,942)	941
筹资活动现金流	16,063	(19,489)	39,718	(22,204)	8,771
净现金流	36,125	753	45,245	25,758	22,515

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	38.0	96.2	52.0	26.6	18.4
营业利润增长率(%)	(34.6)	365.1	96.8	29.9	26.8
归属于母公司净利润增长率(%)	(28.1)	445.9	63.0	29.7	26.6
息税前利润增长率(%)	(57.0)	362.6	117.6	30.8	26.6
息税折旧前利润增长率(%)	(17.4)	115.7	66.0	27.4	22.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(28.1)	445.9	63.0	29.7	26.6
获利能力					
息税前利润率(%)	1.9	4.5	6.4	6.6	7.0
营业利润率(%)	2.1	5.1	6.6	6.7	7.2
毛利率(%)	13.0	17.0	17.0	17.5	17.8
归母净利润率(%)	1.4	3.9	4.2	4.3	4.6
ROE(%)	3.2	15.0	20.4	21.8	22.6
ROIC(%)	4.0	22.5	30.3	52.8	43.9
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
净负债权益比	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.4)	(0.3)
流动比率	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.6	11.3	9.0	8.6	7.2
应付账款周转率	3.7	4.0	3.8	4.0	4.1
费用率					
销售费用率(%)	2.8	3.6	3.0	3.2	3.1
管理费用率(%)	2.6	2.4	2.1	2.2	2.2
研发费用率(%)	3.7	4.4	3.8	4.0	3.9
财务费用率(%)	0.8	(0.4)	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	5.7	9.3	12.1	15.3
每股经营现金流(最新摊薄)	22.5	48.4	17.5	35.3	21.8
每股净资产(最新摊薄)	32.7	38.1	45.6	55.2	67.5
每股股息	0.1	1.1	1.9	2.4	3.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	245.9	45.0	27.6	21.3	16.8
P/B(最新摊薄)	7.9	6.7	5.6	4.7	3.8
EV/EBITDA	42.1	17.8	10.9	7.8	6.3
价格/现金流(倍)	11.4	5.3	14.7	7.3	11.8

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任何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予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，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