

2022 年 10 月 18 日

比亚迪 (002594.SZ)

盈利能力稳步提升，三季报业绩大超预期

■事件：10 月 17 日晚，比亚迪发布业绩预告，预计今年前三季度归属上市公司股东的净利润为 91 亿元至 95 亿元，同比增长 272.48%至 288.85%；其中第三季度归属上市公司股东的净利润为 55 亿元至 59 亿元，同比增长 333.6%至 365.1%。

■三季度业绩大超预期：公司预计 2022Q3 扣非净利润为 50.7 至 57.7 亿元，若以中值计算，2022Q3 扣非净利润为 54.2 亿元，同比增长 946.97%，环比增长 115.49%，业绩大幅超出我们预期。我们认为，公司三季度业绩超预期的原因主要在于：

1) 新能源车销量持续亮眼表现：2022Q3 中，比亚迪克服了多重不利因素影响，累计销售新能源乘用车 53.87 万辆，同比增长 161.42%，成绩十分亮眼。

2) 高附加值车型销量占比持续提升：高端轿车汉在 2022M9 成为唯一一款销量突破三万的 C 级车，2022Q3 累计销售 83349 辆；高端 SUV 唐在 2022Q3 中累计销售 37661 辆；海豹也在 2022M9 正式开始销售，拉动公司高附加值车型的销量占比持续提升，带来了更高的单车价值量和更高的单车利润。

3) 2022Q1 涨价的效果开始显现：比亚迪在 2022 年 2 月 1 日和 3 月 16 日对旗下新能源车型进行了两次涨价，受到新车交付周期较长的影响，涨价后的订单在 2022Q3 集中交付，带来了单车利润的环比大幅提升，在业绩中得以明显体现。

4) 规模效应逐渐凸显带来成本的下降：随着比亚迪新能源汽车销量的持续增长，公司的规模优势正在逐渐凸显，单车的折旧摊销、费用摊薄持续下行，带来单车成本的持续下降，推动企业盈利能力持续改善、单车利润持续创下新高。

■2022Q4 业绩有望再起预期：我们认为公司四季度业绩有望持续高速增长：1) 目前在手订单依旧充足，叠加产能的持续扩张和年底汽车销售旺季带来的推动作用，2022Q4 中月销量有望持续创新高；2) 汉已经在高端车领域站稳脚跟、海豹和唐 DM-p 未来会持续稳定放量、腾势 D9 等高端车型也会陆续上市，2022Q4 中比亚迪销量结构有望进一步改善，带来更好的单车利润；3) 销量增长带来更明显的规模效应，预计未来费用率持续下行、盈利能力继续提升。

■看好公司业绩长期潜力：展望未来 3-5 年，三大要素有望持续驱动公司业绩高速增长：1) 品牌向上：从汉开始，公司一方面通过产品升级（众多定价 20 万以上的车型）实现品牌升级，另一方面通过精准营销、优质服务等措施实现品牌的持续向上。长期看，品牌的崛起有利于产品溢价的形成；2) 技术创新：不断的技术创新可使公司产品持续领先，也可降低现有产品成本，实现盈利的持续向上；3) 规模效应：随着总量以及收入的扩张，单车折旧摊销、费用率有望持续下行，进而实现较高的盈利弹性，因此我们对公司未来几年的业绩较为乐观。

■投资建议：继续维持买入-A 投资评级。我们预计公司 2022 年-2024 年的收入增速分别为 86.08%、44.05%、26.19%，归母净利润为 154.7、219.4、327.4 亿元，对应当前股价，PE 分别为 49.0、34.6、23.2 倍，6 个月目标价 360 元。

■风险提示：补贴大幅退坡；新品推进力度不及预期

公司快报

证券研究报告

乘用车

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价：360 元

股价 (2022-10-14) 264.54 元

交易数据

总市值 (百万元)	770,113.73
流通市值 (百万元)	308,126.83
总股本 (百万股)	2,911.14
流通股本 (百万股)	1,164.76
12 个月价格区间	212.80/353.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.09	-10.03	14.65
绝对收益	-0.54	-21.75	-6.6

徐慧雄

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520040002
xuhx@essence.com.cn

谷诚

报告联系人

gucheng@essence.com.cn

相关报告

比亚迪：高端车销量环比高增，9 月销售数据超预期	2022-10-04
徐慧雄	
比亚迪：8 月销售数据优异，e 平台 3.0 表现亮眼	2022-09-04
徐慧雄	
比亚迪：22H1 业绩超预期，量价齐升持续兑现	2022-08-30
徐慧雄	
比亚迪：7 月销量表现超预期，呈现 3 大亮点	2022-08-04
徐慧雄	
比亚迪：中期业绩超预期，新起点、新机遇	2022-07-17
徐慧雄	

100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	1,566.0	2,161.4	4,022.0	5,793.7	7,311.0
净利润	42.3	30.5	154.7	219.4	327.4
每股收益(元)	1.45	1.05	5.32	7.54	11.25
每股净资产(元)	19.54	32.66	37.48	44.26	54.38

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	179.2	249.2	49.0	34.6	23.2
市净率(倍)	13.3	8.0	7.0	5.9	4.8
净利润率	2.7%	1.4%	3.8%	3.8%	4.5%
净资产收益率	7.4%	3.2%	14.2%	17.0%	20.7%
股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%
ROIC	8.3%	6.0%	27.9%	19.8%	100.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E	100,000,000	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,566.0	2,161.4	4,022.0	5,793.7	7,311.0	成长性					
减:营业成本	1,262.5	1,880.0	3,430.7	4,918.2	6,141.3	营业收入增长率	22.6%	38.0%	86.1%	44.1%	26.2%
营业税费	21.5	30.3	60.3	86.9	109.7	营业利润增长率	206.4%	-34.6%	362.4%	40.1%	47.5%
销售费用	50.6	60.8	122.7	177.3	219.3	净利润增长率	162.3%	-28.1%	408.1%	41.8%	49.2%
管理费用	43.2	57.1	86.9	130.4	164.5	EBITDA 增长率	72.2%	-17.6%	81.0%	35.3%	34.4%
研发费用	74.6	79.9	129.9	181.9	226.6	EBIT 增长率	165.3%	-48.3%	218.0%	53.8%	49.9%
财务费用	37.6	17.9	-17.8	1.8	10.0	NOPLAT 增长率	104.2%	-40.5%	199.6%	53.8%	49.9%
资产减值损失	-9.1	-8.6	-6.0	-4.0	-4.0	投资资本增长率	-17.7%	-35.5%	116.8%	-70.3%	178.5%
加:公允价值变动收益	-0.5	0.5	0.9	1.0	1.0	净资产增长率	3.0%	61.7%	16.3%	19.5%	24.0%
投资和汇兑收益	-2.7	-0.6	-2.0	-2.0	-2.0						
营业利润	70.9	46.3	214.2	300.2	442.6	利润率					
加:营业外净收支	-2.0	-1.1	-	-	-	毛利率	19.4%	13.0%	14.7%	15.1%	16.0%
利润总额	68.8	45.2	214.2	300.2	442.6	营业利润率	4.5%	2.1%	5.3%	5.2%	6.1%
减:所得税	8.7	5.5	30.0	42.0	62.0	净利润率	2.7%	1.4%	3.8%	3.8%	4.5%
净利润	42.3	30.5	154.7	219.4	327.4	EBITDA/营业收入	15.5%	9.2%	9.0%	8.4%	9.0%
						EBIT/营业收入	7.6%	2.9%	4.9%	5.2%	6.2%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	120	96	56	38	27
货币资金	144.5	504.6	321.8	878.8	584.9	流动营业资本周转天数	59	-18	1	1	1
交易性金融资产	0.0	56.1	56.0	56.0	56.0	流动资产周转天数	251	231	196	187	181
应收帐款	422.6	375.3	965.4	965.8	1,471.2	应收帐款周转天数	101	66	60	60	60
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	65	62	68	68	67
预付帐款	7.2	20.4	17.8	36.9	31.3	总资产周转天数	456	414	308	259	233
存货	314.0	433.5	1,091.2	1,094.7	1,634.8	投资资本周转天数	239	128	86	53	36
其他流动资产	227.8	271.3	262.0	274.0	286.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.4%	3.2%	14.2%	17.0%	20.7%
长期股权投资	54.7	79.1	79.1	79.1	79.1	ROA	3.0%	1.3%	4.7%	5.9%	7.6%
投资性房地产	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	ROIC	8.3%	6.0%	27.9%	19.8%	100.2%
固定资产	545.8	612.2	636.7	592.6	508.6	费用率					
在建工程	35.5	142.5	76.2	43.1	26.6	销售费用率	3.2%	2.8%	3.1%	3.1%	3.0%
无形资产	166.9	197.1	173.8	148.8	122.3	管理费用率	2.8%	2.6%	2.2%	2.3%	2.3%
其他非流动资产	90.3	265.0	241.3	235.9	238.2	研发费用率	4.8%	3.7%	3.2%	3.1%	3.1%
资产总额	2,010.2	2,957.8	3,922.0	4,406.6	5,039.8	财务费用率	2.4%	0.8%	-0.4%	0.0%	0.1%
短期债务	164.0	102.0	310.2	-	42.7	四费/营业收入	13.2%	10.0%	8.0%	8.5%	8.5%
应付帐款	518.4	1,145.1	1,142.1	2,136.7	1,957.4	偿债能力					
应付票据	89.3	73.3	498.5	321.2	702.3	资产负债率	67.9%	64.8%	69.1%	67.1%	64.4%
其他流动负债	292.7	392.6	370.1	380.1	400.1	负债权益比	211.9%	183.7%	223.5%	204.2%	180.5%
长期借款	147.5	87.4	268.9	-	20.8	流动比率	1.05	0.97	1.17	1.16	1.31
其他非流动负债	153.9	114.9	120.0	120.0	120.0	速动比率	0.75	0.72	0.70	0.78	0.78
负债总额	1,365.6	1,915.4	2,709.7	2,958.1	3,243.4	利息保障倍数	3.17	3.46	-11.03	167.75	45.26
少数股东权益	75.8	91.7	121.2	159.9	213.2	分红指标					
股本	27.3	29.1	29.1	29.1	29.1	DPS(元)	0.15	0.11	0.53	0.75	1.12
留存收益	536.0	922.7	1,062.0	1,259.4	1,554.1	分红比率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
股东权益	644.5	1,042.4	1,212.3	1,448.5	1,796.4	股息收益率	0.1%	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	60.1	39.7	154.7	219.4	327.4	EPS(元)	1.45	1.05	5.32	7.54	11.25
加:折旧和摊销	123.5	138.4	165.3	187.2	204.6	BVPS(元)	19.54	32.66	37.48	44.26	54.38
资产减值准备	9.1	8.6	-	-	-	PE(X)	179.2	249.2	49.0	34.6	23.2
公允价值变动损失	0.5	-0.5	0.9	1.0	1.0	PB(X)	13.3	8.0	7.0	5.9	4.8
财务费用	31.2	19.1	-17.8	1.8	10.0	P/FCF	158.3	40.3	-39.5	13.7	-25.1
投资损失	-0.3	-0.3	2.0	2.0	2.0	P/S	4.8	3.5	1.9	1.3	1.0
少数股东损益	17.8	9.2	29.5	38.7	53.3	EV/EBITDA	23.4	37.3	21.6	13.7	10.8
营运资金的变动	258.0	371.6	-807.7	794.7	-838.0	CAGR(%)	62.5%	112.5%	105.6%	62.5%	112.5%
经营活动产生现金流量	453.9	654.7	-473.1	1,244.9	-239.7	PEG	2.9	2.2	0.5	0.6	0.2
投资活动产生现金流量	-144.4	-454.0	-72.6	-75.0	-75.0	ROIC/WACC	0.8	0.6	2.7	1.9	9.9
融资活动产生现金流量	-289.1	160.6	362.9	-612.8	20.8	REP	7.4	20.9	2.2	8.8	0.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034