



## 比亚迪股份 (1211.HK) / 比亚迪 (002594.CH): 中国新能源汽车渗透率“S”型曲线的助推器和受益者, 2022/2023 持续高增长 (含 4Q21 业绩回顾)

我们重申比亚迪的“买入”评级。上调比亚迪 2022 年和 2023 年收入预测 20% 和 30%。基本维持比亚迪股份 (1211.HK) 目标价为 307.2 港元, 潜在升幅 36.9%; 略微下调比亚迪 (002594.CH) 目标价至 311.4 人民币, 潜在升幅 35.5%。

- 中国新能源乘用车的助推器和受益者, 重申“买入”评级: 我们上调比亚迪 2022/2023 年收入 20%/30%, 主要上调公司今明两年汽车销量预测。比亚迪不仅在国内占据新能源汽车行业头部位置, 更是已将电动大巴、乘用车唐 EV 出口到美洲、欧洲等地。2021 年, 比亚迪新能源汽车在中国和全球的份额分别达到 17.2% 和 9.4%, 且今明两年依然有较大增长空间。同时, 我们期待比亚迪预计在 2023 年推出的更高端的品牌, 进一步扩张目标用户。目前, 我们给予比亚迪新能源汽车销售 4.0x 的目标市销率, 得到目标价有较大升幅空间, 重申“买入”评级。
- 2022 年和 2023 年高速增长: 我们预计比亚迪在 2022/2023 年新能源汽车销量将达到 137.2 万辆/206.6 万辆, 同比增长 127%/51%。比亚迪借助王朝系列和海洋系列的车型, 既会在插混新能源保持超高份额, 也会在纯电新能源汽车保持份额的增长。比亚迪的主力车型定价 10 万-20 万人民币, 处于中国新能源汽车行业相对薄弱、但是用户基数最大的价格段。因此, 比亚迪在转换燃油车用户的效率较高, 既是行业的推动者, 也是行业红利的受益者。同时, 公司管理层表示目前上游原料价格上升带来的两轮提价对于比亚迪需求的整体影响较小。

**估值:** 我们采用分部加总法估值。给予比亚迪 2022 年新能源汽车销售 4.0x 目标市销率, 与其他造车新势力目标估值接近。我们得到比亚迪股份 (1211.HK) 目标价为 307.2 港元, 以及比亚迪 (002594.CH) 目标价为 311.4 人民币。比亚迪股份的当前市销率为 1.8x, 较年初的 2.5x 有较大调整, 估值具有吸引力。

**投资风险:** 1) 新能源汽车行业需求减弱或供应短缺拖累销量增速; 2) 公司新系列车型的订单不及预期; 3) 上游成本压力严重拖累公司毛利率表现; 4) 公司高端车型进展较慢, 或者高端车型需求较弱; 5) 自动驾驶落地速度较慢, 或用户体验提升不明显。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2019-2023E)

人民币百万	2019	2020	2021	2022E	2023E
营收	127,739	156,598	216,142	345,713	453,886
营收同比增速	(2%)	23%	38%	60%	31%
毛利率	16.3%	19.4%	13.0%	12.6%	13.3%
净利润	1,614	4,234	3,045	5,713	10,200
净利润增速	(42%)	162%	(28%)	88%	79%
A 股综合市销率(x)			4.1	2.6	2.0
港股综合市销率(x)			3.3	2.1	1.6

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师  
 tony\_shen@spdbi.com  
 (852) 2808 6435

童钰枫

助理分析师  
 carrie\_tong@spdbi.com  
 (852) 2808 6447

2022 年 4 月 1 日

比亚迪股份 (1211.HK)

买入

目标价 (港元)	307.2
潜在升幅/降幅	+36.9%
目前股价 (港元)	224.4
52 周内股价区间 (港元)	138.4-324.6
总市值 (百万港元)	760,613
近 90 日均成交额 (百万港元)	1,768

注: 股价截至 2022 年 3 月 31 日收盘

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

比亚迪 (002594.CH)

买入

目标价 (人民币)	311.4
潜在升幅/降幅	+35.5%
目前股价 (人民币)	229.8
52 周内股价区间 (人民币)	141.0-333.3
总市值 (百万人民币)	616,291
近 90 日均成交额 (百万人民币)	4,572

注: 股价截至 2022 年 3 月 31 日收盘价

市场预期区间



▲ SPDB 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

## 财务报表分析与预测

利润表						资产负债表					
人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>127,739</b>	<b>156,598</b>	<b>216,142</b>	<b>345,713</b>	<b>453,886</b>	货币资金和受限制资金	12,650	14,445	50,457	54,411	48,517
销货成本	(106,924)	(126,251)	(187,998)	(302,047)	(393,493)	应收账款和应收票据	43,934	41,216	36,251	57,983	76,126
<b>毛利</b>	<b>20,814</b>	<b>30,346</b>	<b>28,145</b>	<b>43,666</b>	<b>60,393</b>	存货	25,572	31,396	43,355	69,656	90,745
<b>经营支出</b>	<b>(14,116)</b>	<b>(16,842)</b>	<b>(19,783)</b>	<b>(32,120)</b>	<b>(43,182)</b>	其他流动负债	24,811	24,547	36,047	57,656	75,697
销售费用	(4,346)	(5,056)	(6,082)	(9,759)	(13,365)	<b>流动资产合计</b>	<b>106,967</b>	<b>111,605</b>	<b>166,110</b>	<b>239,706</b>	<b>291,084</b>
管理费用	(4,141)	(4,321)	(5,710)	(9,139)	(12,001)	物业、厂房及设备	60,118	60,696	81,499	126,620	182,342
研发费用	(5,629)	(7,465)	(7,991)	(13,222)	(17,816)	无形资产	12,716	11,870	17,171	12,935	9,744
<b>经营利润</b>	<b>6,698</b>	<b>13,504</b>	<b>8,362</b>	<b>11,546</b>	<b>17,211</b>	其他非流动资产	15,841	16,846	31,000	31,000	31,000
<b>非经营收入</b>	<b>(4,267)</b>	<b>(6,622)</b>	<b>(3,844)</b>	<b>(3,759)</b>	<b>(3,819)</b>	<b>总资产</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>295,780</b>	<b>410,262</b>	<b>514,171</b>
财务费用	(3,014)	(3,763)	(1,787)	(1,579)	(1,550)	短期借贷	40,332	16,401	10,204	16,322	21,429
投资收益	(809)	(273)	(57)	(57)	(57)	应付账款和应付票据	36,168	51,908	80,492	135,788	185,744
公允价值变动损益	10	(51)	47	-	-	其他流动负债	31,528	38,122	80,608	128,930	169,272
政府补助及补贴	1,708	1,708	1,709	-	-	<b>流动负债合计</b>	<b>108,029</b>	<b>106,431</b>	<b>171,304</b>	<b>281,040</b>	<b>376,444</b>
其他	(2,162)	(4,243)	(3,756)	(2,123)	(2,211)	短期借款	21,916	23,626	10,790	11,329	11,896
<b>税前利润</b>	<b>2,431</b>	<b>6,883</b>	<b>4,518</b>	<b>7,787</b>	<b>13,392</b>	其他负债	3,095	6,507	9,442	9,442	9,442
税务费用	(312)	(869)	(551)	(1,290)	(2,174)	<b>总负债</b>	<b>133,040</b>	<b>136,563</b>	<b>191,536</b>	<b>301,811</b>	<b>397,782</b>
<b>税后利润含少数股东权益</b>	<b>2,119</b>	<b>6,014</b>	<b>3,967</b>	<b>6,497</b>	<b>11,218</b>	股本	2,728	2,728	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	504	1,780	922	784	1,018	储备	28,630	29,147	65,816	70,022	77,961
<b>净利润</b>	<b>1,614</b>	<b>4,234</b>	<b>3,045</b>	<b>5,713</b>	<b>10,200</b>	未分配利润	21,056	24,457	26,456	26,456	26,456
基本股数 (百万)	<b>2,728</b>	<b>2,728</b>	<b>2,854</b>	<b>2,854</b>	<b>2,854</b>	少数股东权益	5,839	7,580	9,175	9,175	9,175
摊销股数 (百万)	<b>2,728</b>	<b>2,728</b>	<b>2,854</b>	<b>2,854</b>	<b>2,854</b>	其他综合收益	4,348	543	(114)	(114)	(114)
<b>基本每股收益 (元)</b>	<b>0.50</b>	<b>1.47</b>	<b>1.06</b>	<b>2.00</b>	<b>3.57</b>	<b>股东权益总额</b>	<b>62,601</b>	<b>64,454</b>	<b>104,244</b>	<b>108,450</b>	<b>116,389</b>
<b>摊销每股收益 (元)</b>	<b>0.50</b>	<b>1.47</b>	<b>1.06</b>	<b>2.00</b>	<b>3.57</b>	<b>负债和股东权益总计</b>	<b>195,642</b>	<b>201,017</b>	<b>295,780</b>	<b>410,262</b>	<b>514,171</b>

现金流量表						主要财务比率					
人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E		2019	2020	2021	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,741</b>	<b>45,393</b>	<b>65,467</b>	<b>58,534</b>	<b>69,113</b>	<b>营运指标增速</b>					
税前利润	2,431	6,883	4,518	7,787	13,392	营业收入增速	(2%)	23%	38%	60%	31%
折旧	8,107	9,245	10,880	14,609	22,697	毛利增速	(2%)	46%	(7%)	55%	38%
摊销	1,477	3,073	2,928	4,236	3,191	营业利润增速	(15%)	102%	(38%)	38%	49%
其他经营活动现金流	9,294	11,334	(3,098)	794	533	净利润增速	(42%)	162%	(28%)	88%	79%
<b>营运资金变动</b>	<b>(3,241)</b>	<b>19,490</b>	<b>52,577</b>	<b>33,977</b>	<b>33,025</b>	<b>盈利能力</b>					
应收账款减少 (增加)	5,350	2,717	4,965	(21,732)	(18,143)	净资产收益率 (平均)	2.6%	6.7%	3.6%	5.4%	9.1%
库存减少 (增加)	759	(5,825)	(11,958)	(26,301)	(21,089)	总资产报酬率	0.8%	2.1%	1.2%	1.6%	2.2%
应付账款增加 (减少)	(10,115)	15,740	28,583	55,297	49,955	投入资本回报率	6.8%	17.8%	7.8%	10.3%	14.1%
其他经营资金变动	765	6,857	30,987	26,713	22,301	<b>利润率</b>					
税务费用	(312)	(869)	(551)	(1,290)	(2,174)	毛利率	16.3%	19.4%	13.0%	12.6%	13.3%
利息收入 (支出)	(3,014)	(3,763)	(1,787)	(1,579)	(1,550)	营业利润率	5.2%	8.6%	3.9%	3.3%	3.8%
<b>投资活动现金流</b>	<b>(20,881)</b>	<b>(14,444)</b>	<b>(45,404)</b>	<b>(59,730)</b>	<b>(78,419)</b>	净利润率	1.3%	2.7%	1.4%	1.7%	2.2%
资本支出	(20,627)	(11,774)	(37,344)	(59,730)	(78,419)	<b>营运能力</b>					
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-	现金循环周期	81	54	9	(13)	(21)
其他投资活动现金流	(254)	(2,670)	(8,060)	-	-	应收账款周转天数	133	99	65	50	54
<b>融资活动现金流</b>	<b>6,610</b>	<b>(28,907)</b>	<b>16,063</b>	<b>5,150</b>	<b>3,412</b>	存货周转天数	89	82	73	68	74
借款	9,879	(24,490)	(17,006)	6,657	5,673	应付账款周转天数	141	127	129	131	149
发行股份	-	-	-	-	-	净债务 (净现金)	27,682	1,956	(40,253)	(38,090)	(27,088)
股息	(4,389)	(3,686)	(2,619)	(1,507)	(2,262)	自由现金流	(7,899)	32,669	36,852	3,348	(4,469)
其他融资活动现金流	1,120	(731)	35,688	-	-						
外汇损益	53	23	(44)	637	-						
<b>现金及现金等价物净流量</b>	<b>523</b>	<b>2,064</b>	<b>36,081</b>	<b>4,591</b>	<b>(5,894)</b>						
期初现金及现金等价物	11,151	11,674	13,738	49,820	54,411						
期末现金及现金等价物	11,674	13,738	49,820	54,411	48,517						

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

## ● 业绩回顾及预测调整

### 4Q21 财务表现

- 收入录得 709.5 亿人民币，同比增长 38%，环比增长 31%，收入增长主要来自新能源汽车交付量的上升，以及手机业务中北美的体量增加；
- 毛利率为 13.1%，同比下降 3.5 个百分点，环比下降 0.2 个百分点，汽车业务受到上游原材料涨价以及手机业务部分产品线产能利用率较低让公司毛利率承受压力；
- 营业利润同比下降 13%，环比增长 39%。营业费用率同比下降 1.1 个百分点，环比下降 0.4 个百分点，这主要由营收成长较快带来的；
- 净利润为 6.0 亿人民币，同比下降 27%，环比下降 53%。

### 2021 财务表现

- 收入录得 2,161.4 亿人民币，同比增长 38%，低于市场一致预测；其中，汽车、手机、电池业务分别占比 52%、40%、7.6%。
- 毛利率为 13.0%，同比下降 6.4 个百分点，低于市场一致预期；其中，汽车、手机、电池毛利率分别为 17.4%、7.6%、11.9%。
- 营业利润同比下降 38%，营业费用率同比下降 1.6 个百分点；
- 净利润为 30.4 亿人民币，同比下降 28%。

### 汽车营运情况

- 4Q21 新能源汽车销量为 26.6 万辆，同比增长 238%，环比增长 45%。
- 2021 新能源汽车销量为 60.4 万辆，同比增长 218%。

图表 2: 比亚迪 4Q21 业务详情

人民币百万	4Q21	4Q20	同比	3Q21	环比
营业收入	70,950	51,575	38%	54,307	31%
毛利润	9,306	8,555	9%	7,238	29%
经营利润	2,799	3,234	(13%)	2,017	39%
净利润	602	821	(27%)	1,270	(53%)
基本每股收益 (元)	0.21	0.29	(28%)	0.44	(52%)

利润率	4Q21	4Q20	同比 百分点	3Q21	环比 百分点
毛利率	13.1%	16.6%	(3.5)	13.3%	(0.2)
营业费用率	9.2%	10.3%	(1.1)	9.6%	(0.4)
营业利润率	3.9%	6.3%	(2.3)	3.7%	0.2
净利率	0.8%	1.6%	(0.7)	2.3%	(1.5)

资料来源：公司公告、浦银国际

## ● 上调 2022 和 2023 年收入预测

我们上调比亚迪 2022 年和 2023 年收入预测至同比增长 60%和 31%，比亚迪作为中国新能源汽车龙头仍将保持高速发展。

- 我们预计中国新能源乘用车在 2022 年和 2023 年销量将达到 511 万辆和 657 万辆，同比增长 53%和 29%，应对渗透率分别为 22.7%和 30.1%；
- 我们预计比亚迪在中国新能源汽车中的份额也会稳步提升，因而预计公司在 2022 年和 2023 年的新能源汽车销量将分别达到 137.2 万辆和 206.6 万辆，同比增长 127%与 51%；

我们上调比亚迪的毛利率和费用率：

- 比亚迪汽车毛利率存在一定压力，我们认为这是公司在平衡市场份额和利润中，对于市场份额有一定倾斜，因而下调比亚迪的毛利率预测；
- 随着新能源汽车的快速放量和规模增加，比亚迪汽车收入快速提升，因而经营性杠杆作用开始凸显，费用率下降。

总结而言，我们看好比亚迪新能源汽车快速放量的能力。即使是在与国内造车新势力（蔚来、小鹏、理想）的比较中，比亚迪新能源汽车的销量绝对值、增速、份额，也都具有一定优势。这是我们对于比亚迪毛利率宽容度更高的原因，也是我们用目标市销率的估值方法对比亚迪汽车进行估值的基础。

图表 3：比亚迪财务预测：新预测 vs 前预测

人民币百万	2022E			2023E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	345,713	288,201	20%	453,886	349,970	30%
毛利润	43,666	43,838	(0%)	60,393	56,069	8%
营业利润（损失）	11,546	14,033	(18%)	17,211	19,876	(13%)
净利润（损失）	5,713	6,947	(18%)	10,200	10,293	(1%)
基本每股收益（人民币）	2.00	2.43	(18%)	3.57	3.60	(1%)
<b>利润率</b>	<b>百分点</b>			<b>百分点</b>		
毛利率	12.6%	15.2%	(2.6)	13.3%	16.0%	(2.7)
营业费用率	9.3%	10.3%	(1.1)	9.5%	10.3%	(0.8)
营业利润率	3.3%	4.9%	(1.5)	3.8%	5.7%	(1.9)
净利率	1.7%	2.4%	(0.8)	2.2%	2.9%	(0.7)

注：前预测时间为 2021 年 9 月 6 日；

资料来源：浦银国际预测

图表 4: 比亚迪、蔚来、小鹏、理想新能源乘用车销量及预测

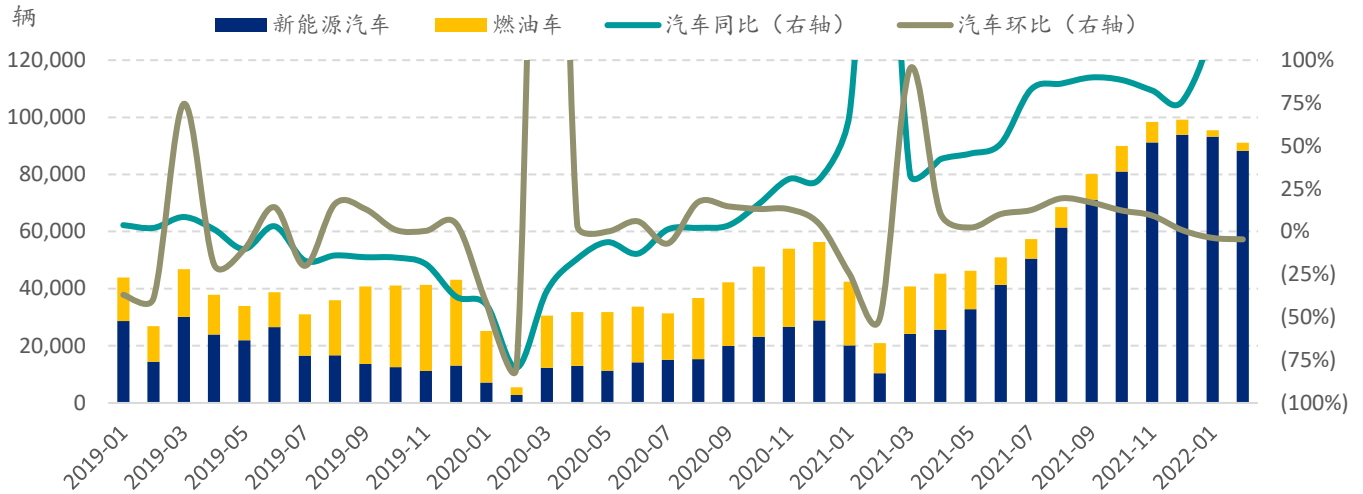
	2020	2021	2022E	2023E
<b>中国新能源乘用车销量 (万辆)</b>	<b>125.6</b>	<b>333.4</b>	<b>511.1</b>	<b>657.3</b>
同比增速		165%	53%	29%
<b>比亚迪</b>				
新能源乘用车销量 (辆)	179,054	593,745	1,361,183	2,054,926
新能源乘用车销量同比增速		232%	129%	51%
在中国新能源乘用车份额	14.3%	17.8%	26.6%	31.3%
<b>蔚来</b>				
新能源乘用车销量 (辆)	43,728	91,429	145,876	215,284
新能源乘用车销量同比增速		109%	60%	48%
在中国新能源乘用车份额	3.5%	2.7%	2.9%	3.3%
<b>小鹏</b>				
新能源乘用车销量 (辆)	27,041	98,155	175,583	267,054
新能源乘用车销量同比增速		263%	79%	52%
在中国新能源乘用车份额	2.2%	2.9%	3.4%	4.1%
<b>理想</b>				
新能源乘用车销量 (辆)	32,624	90,491	161,500	245,016
新能源乘用车销量同比增速		177%	78%	52%
在中国新能源乘用车份额	2.6%	2.7%	3.2%	3.7%

E=浦银国际预测;

资料来源:公司公告、浦银国际

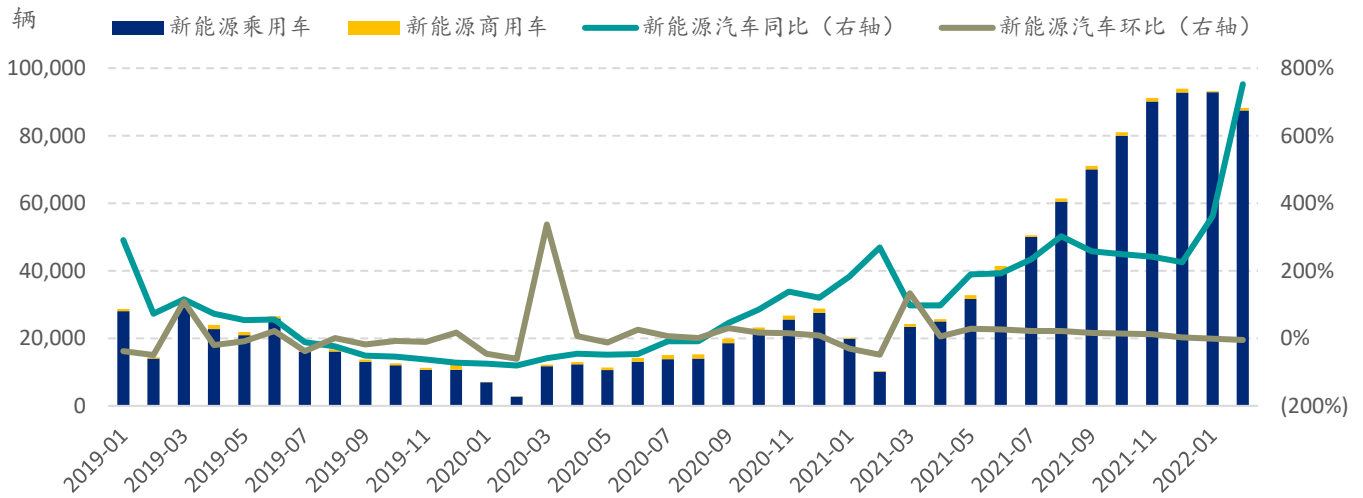
## ● 汽车月度交付量

图表 5: 比亚迪汽车月度销量: 2月交付 91,078 辆, 环比下降 5%, 同比增长 335%



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 6: 比亚迪新能源汽车月度销量: 2月交付 88,283 辆, 环比下降 5%, 同比增长 753%



资料来源: 公司公告、浦银国际

## ● 两轮汽车零售价格上调不改整体需求

我们认为年初至今的各家车企对汽车售价的提升不会显著改变新能源汽车行业需求的快速增长。（详情参考[新能源汽车行新势力 4Q21 业绩回顾](#)）

年初至今包括比亚迪在内的多家车企对多款車型进行价格上调，其中最主要的原因是上游原材料价格的快速上升。我们认为比亚迪价格的调整包含一定的未来上游原料价格的预判，因而在上游原料价格变动缓和后，再次调价的可能性并不高。

虽然短期的订单会受到调价影响，既有调价前的激增，也有调价后的快速回落。但是，从中长期看，我们认为调价之后对于新能源汽车行业需求的影响是有限的。本次新能源汽车零售价格的调整是行业的普遍性行为。从行业整体看，消费者选择新能源汽车，价格并不是唯一的原因。新能源汽车更低的能源使用成本、更好的驾驶感、更智能化的互动体验，都会是消费者选择新能源汽车的原因。因而，我们认为从行业整体看，短期的价格调整，不会对用户对新能源汽车的选择产生重大的影响，整体需求快速上升的基本趋势可以维持。

同时，比亚迪比较强势和热卖的 DM-i 车型，在与合资燃油车比较时，价格接近，但是性能、使用成本更低。所以，虽然比亚迪调升部分车型价格（图表 7），但是与合资燃油车的比较优势并没有明显减弱。油价的上升，甚至使得新能源车型对用户的吸引力增加。因而，我们认为比亚迪受到车型提价带来的需求影响较小。

图表 7：小鹏、理想、比亚迪、特斯拉中国地区涨价情况梳理

品牌	车型	涨价前售价 (万元)	第一次涨价 (万元)	第二次涨价 (万元)	累计涨价 (万元)	第一次涨幅	第二次涨幅	累计涨幅
小鹏	P7	21.99-40.99	0.43-0.59	1.01-3.26	1.60-3.80	1%-3%	2%-15%	5%-14%
小鹏	P5	15.79-22.39	0.48-0.54	1.32-1.56	1.36-2.10	2%-3%	6%-10%	6%-13%
小鹏	G3i	14.98-18.78	0.48-0.54	1.07-1.43	1.61-1.91	3%-4%	6%-9%	9%-13%
理想	ONE	33.80	NA	1.18	1.18	NA	3%	3%
比亚迪	海豚	9.38-12.18	0.30	0.60	0.90	2%-3%	5%-6%	7%-10%
比亚迪	汉 DM	21.78-23.78	0.50	NA	0.50	2%	NA	2%
比亚迪	汉 EV	20.98-27.95	0.50	NA	0.50	2%	NA	2%
比亚迪	秦 Plus DM-i	10.58-14.58	0.30	0.30	0.60	2%-3%	2%-3%	4%-6%
比亚迪	宋 Plus DM-i	14.68-19.98	0.30	0.30	0.60	2%	1%-2%	3%-4%
比亚迪	元 Pro	7.98-9.98	0.70	0.60	1.30	7%-9%	6%-7%	13%-16%
特斯拉	Model 3	25.56-34.99	1.00	1.00-1.43	1.00-2.42	4%	3%-5%	3%-9%
特斯拉	Model Y	28.08-39.79	2.11	1.00-2.00	1.00-3.61	8%	3%-5%	3%-13%

注：特斯拉 Model3 统计范围涵盖 Model3 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 ModelY 统计范围涵盖 ModelY 电驱版/高性能版/长续航版，特斯拉 ModelS 统计范围涵盖 ModelS 高性能版/长续航版，特斯拉 Model X 统计范围涵盖 Model X 高性能版/长续航版；资料来源：公司公告、浦银国际

图表 8: 比亚迪主要假设

	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
<b>汽车销售经营数据</b>						
新能源汽车销量 (辆)	189,689	603,783	1,372,199	2,066,299	2,579,676	3,020,425
新能源汽车单价 (人民币)	350,147	172,091	154,470	147,265	153,515	160,715
新能源汽车收入 (人民币百万)	66,419	103,905	211,964	304,294	396,018	485,426
<b>汽车销售经营数据增速</b>						
新能源汽车销量	(17%)	218%	127%	51%	25%	17%
新能源汽车单价		(51%)	(10%)	(5%)	4%	5%
新能源汽车收入		56%	104%	44%	30%	23%
<b>营业收入 (人民币百万)</b>						
汽车及部件	83,993	112,489	215,885	306,738	397,179	485,978
手机部件及组装	60,043	86,454	111,733	128,108	140,081	158,133
二次充电电池	12,088	16,471	17,295	18,160	20,883	22,972
其他	474	727	800	880	880	880
<b>合并营收</b>	<b>156,598</b>	<b>216,142</b>	<b>345,713</b>	<b>453,886</b>	<b>559,024</b>	<b>667,963</b>
<b>营收增长</b>						
汽车及部件	33%	34%	92%	42%	29%	22%
手机部件及组装	12%	44%	29%	15%	9%	13%
二次充电电池	15%	36%	5%	5%	15%	10%
其他	(19%)	54%	10%	10%	0%	0%
<b>合并增长</b>	<b>23%</b>	<b>38%</b>	<b>60%</b>	<b>31%</b>	<b>23%</b>	<b>19%</b>
<b>营收占比</b>						
汽车及部件	53.6%	52.0%	62.4%	67.6%	71.0%	72.8%
手机部件及组装	38.3%	40.0%	32.3%	28.2%	25.1%	23.7%
二次充电电池	7.7%	7.6%	5.0%	4.0%	3.7%	3.4%
其他	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%
<b>毛利率</b>						
营收占比	25.2%	17.4%	15.3%	15.6%	15.8%	16.0%
汽车及部件	11.2%	7.6%	7.5%	7.9%	8.3%	8.4%
手机部件及组装	20.2%	11.9%	12.5%	12.7%	12.7%	12.7%
二次充电电池	4.6%	9.3%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
<b>合并毛利率</b>	<b>19.4%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>13.3%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.1%</b>

E=浦银国际预测；资料来源：公司资料、浦银国际



## ● 分部加总估值

我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 对比亚迪进行估值预测。我们预测比亚迪 2022 年的新能源汽车销售收入为 2,120 亿人民币, 给予 4.0x 市销率, 较之前的目标市销率下调, 以匹配目前的市场预期, 这与蔚来、小鹏、理想的新能源汽车业务目标市销率接近; 传统汽车销售收入为 40 亿人民币, 给予 0.7x 市销率。我们预计 2022 年手机业务利润 20 亿, 给予 15.0x 市盈率。结合电池 (25.0x 市盈率) 和其他业务板块 (10.0x 市盈率), 我们得到比亚迪 (002594.CH) 2022 年目标价为 311.4 人民币, 潜在升幅 35.5%, 维持“买入”评级。

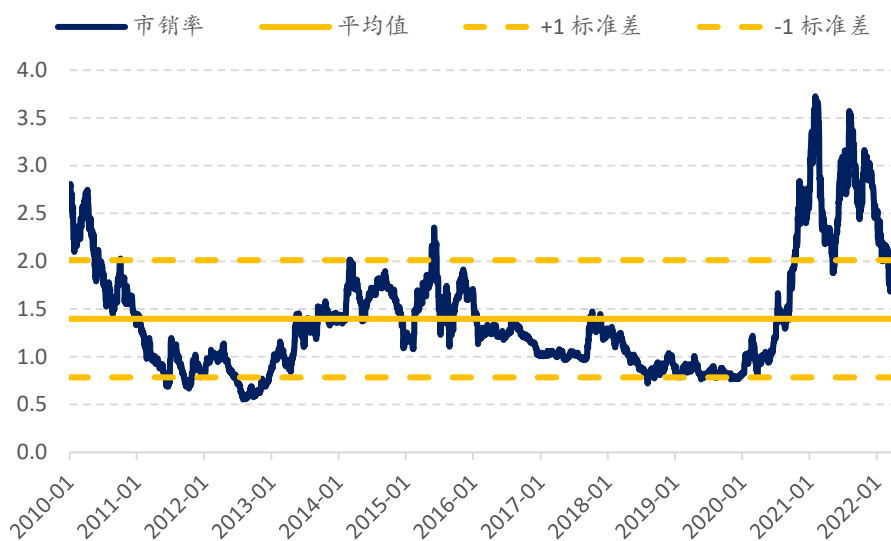
同时, 我们假设港股相对于 A 股有 20% 的折价, 且港元/人民币汇率为 0.8110, 得到比亚迪股份 (1211.HK) 2022 年目标价为 307.2 港元, 潜在升幅 36.9%, 维持“买入”评级。

**图表 9: 比亚迪分部加总估值法: 2022 年目标价**

人民币百万	收入	收入增速	市销率	估值
汽车 (新能源)	211,964	104%	4.0	847,857
汽车 (传统)	3,921	(54%)	0.7	2,745
人民币百万	净利润	利润增速	市盈率	估值
手机	1,970	45%	15.0	29,549
电池	346	10%	25.0	8,647
其他	8	(17%)	10.0	80
<b>合计 (含汽车)</b>	<b>5,713</b>	<b>88%</b>	<b>155.6</b>	<b>888,878</b>
股数 (百万)				2,854
<b>002594.CH 目标价 (人民币)</b>				<b>311.4</b>
H 股较 A 股的估值折价				20%
<b>1211.HK 目标价 (港元)</b>				<b>307.2</b>

资料来源: 浦银国际预测

图表 10：比亚迪股份历史市销率：当前估值 1.8 vs 2010 年以来均值 1.4x



注：截至 2022 年 3 月 31 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：比亚迪股份历史市盈率：当前估值 63.4x vs 2010 年以来均值 39.1x



注：截至 2022 年 3 月 31 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 12: 比亚迪股份、比亚迪可比公司估值比较

股票代码	公司名称	市值 (美元百万)	股价 (当地货币)	股价变动 年初至今 (%)	EPS同比增长			P/E (市盈率)			P/S (市销率)		
					2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
<b>新能源汽车</b>													
1211 HK Equity	比亚迪股份	97,161	224.4	(16%)	(12%)	75%	50%	124.9	71.3	47.6	2.8	2.0	1.6
002594 CH Equity	比亚迪	97,161	229.8	(14%)	(11%)	92%	44%	157.7	82.3	57.3	2.9	2.0	1.6
TSLA US Equity	特斯拉	1,130,647	1,094.0	4%	183%	62%	31%	167.3	103.2	78.7	21.5	13.5	10.5
9866 HK Equity	蔚来-SW	37,348	175.2	0%	N/A	(64%)	(137%)	N/A	N/A	177.4	6.6	3.6	2.4
NIO US Equity	蔚来	37,002	22.2	(30%)	(0%)	(18%)	(91%)	N/A	N/A	N/A	6.6	3.7	2.2
LI US Equity	理想汽车	28,021	27.1	(15%)	(84%)	(340%)	731%	N/A	569.8	68.5	6.7	3.5	2.0
2015 HK Equity	理想汽车-W	27,783	105.3	(14%)	N/A	(135%)	1274%	N/A	804.8	58.6	6.8	3.3	1.9
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	24,440	112.5	(40%)	N/A	14%	(42%)	N/A	N/A	N/A	7.6	3.7	2.3
XPEV US Equity	小鹏汽车	24,187	28.4	(43%)	24%	13%	(49%)	N/A	N/A	N/A	7.4	3.7	2.2
平均								150.0	326.3	81.4	7.6	4.3	3.0
<b>豪华汽车</b>													
MBG GR Equity	戴姆勒	76,635	64.3	(5%)	230%	(9%)	1%	5.5	6.0	5.9	0.4	0.5	0.5
BMW GR Equity	宝马	57,982	79.8	(10%)	196%	(2%)	(11%)	4.7	4.8	5.4	0.5	0.4	0.4
RACE US Equity	法拉利	40,664	221.2	(15%)	53%	10%	20%	45.6	41.6	34.7	8.5	7.6	6.9
平均								18.6	17.5	15.4	3.1	2.8	2.6
<b>海外品牌汽车</b>													
7203 JP Equity	丰田	297,604	2,222.5	6%	(5%)	45%	7%	15.4	10.6	10.0	1.3	1.2	1.1
VOW GR Equity	大众	111,763	229.6	(11%)	88%	12%	8%	8.2	7.4	6.8	0.4	0.4	0.4
F US Equity	福特	69,405	17.3	(17%)	(9330%)	7%	15%	9.4	8.8	7.7	0.5	0.5	0.4
GM US Equity	通用	65,706	45.2	(23%)	50%	1%	4%	6.6	6.6	6.3	0.5	0.4	0.4
7267 JP Equity	本田	51,842	3,487.0	8%	(8%)	40%	12%	12.2	8.7	7.8	0.5	0.4	0.4
005380 KS Equity	现代	31,768	180,500	(14%)	231%	7%	8%	7.7	7.2	6.7	0.3	0.3	0.3
平均								9.9	8.2	7.5	0.6	0.5	0.5
<b>国产品牌汽车</b>													
600104 CH Equity	上汽	31,314	17.0	(18%)	16%	14%	30%	7.7	6.8	5.2	0.2	0.2	0.2
2333 HK Equity	长城	31,480	12.6	(53%)	43%	38%	33%	13.0	9.4	7.0	1.5	1.1	0.9
2238 HK Equity	广汽集团	15,629	6.5	(15%)	6%	31%	20%	7.7	5.9	4.9	1.3	1.1	1.0
200625 CH Equity	长安汽车	11,868	3.0	(30%)	(19%)	22%	19%	4.0	3.3	2.8	0.7	0.6	0.6
平均								8.1	6.3	5.0	0.9	0.8	0.7
<b>动力电池</b>													
300750 CH Equity	宁德时代	188,260	512.3	(13%)	156%	72%	43%	89.3	51.8	36.3	9.9	5.3	3.8
051910 KS Equity	LG化学	30,934	532,000	(13%)	173%	(34%)	29%	10.4	15.6	12.1	0.9	0.8	0.7
6752 JP Equity	松下	23,936	1,188.5	(6%)	(19%)	55%	5%	17.5	11.3	10.8	0.4	0.4	0.4
002074 CH Equity	国轩高科	9,031	34.4	(33%)	11%	138%	39%	152.9	64.3	46.4	5.8	3.8	2.7
平均								67.5	35.8	26.4	4.3	2.6	1.9
<b>软件公司</b>													
MSFT US Equity	微软	2,352,966	313.9	(7%)	37%	22%	13%	40.3	33.2	29.2	14.2	11.8	10.4
ORCL US Equity	甲骨文	222,418	83.4	(4%)	17%	7%	10%	18.7	17.5	15.9	5.5	5.3	5.0
SAP US Equity	SAP	139,005	113.2	(19%)	28%	(19%)	14%	15.9	19.5	17.1	4.6	4.2	4.0
688111 CH Equity	金山办公	13,639	187.7	(29%)	31%	24%	36%	75.8	60.9	44.9	25.9	19.7	14.8
600588 CH Equity	用友	12,406	22.9	(36%)	15%	(4%)	27%	80.6	83.9	66.0	8.1	7.1	5.7
268 HK Equity	金蝶	7,729	17.4	(27%)	78%	(22%)	(87%)	N/A	N/A	N/A	11.6	9.4	7.4
平均								46.3	43.0	34.6	11.6	9.6	7.9
<b>功率半导体</b>													
IFX GR Equity	英飞凌	45,400	31.2	(23%)	83%	52%	9%	27.9	18.3	16.8	3.7	3.1	2.9
ON US Equity	安森美	27,866	64.4	(5%)	257%	48%	7%	22.8	15.4	14.4	4.2	3.6	3.5
600745 CH Equity	闻泰科技	15,974	81.3	(37%)	13%	52%	35%	32.0	21.1	15.6	1.7	1.3	1.0
688396 CH Equity	华润微电子	11,399	54.8	(15%)	115%	10%	15%	31.9	28.9	25.1	7.7	6.5	5.6
603290 CH Equity	斯达半导	10,399	386.6	1%	94%	53%	40%	168.5	109.9	78.4	38.8	25.0	17.8
平均								56.6	38.7	30.0	11.2	7.9	6.1
<b>海外科技公司</b>													
AAPL US Equity	苹果	2,901,107	177.8	0%	72%	10%	7%	31.9	28.9	27.1	7.9	7.3	6.9
GOOG US Equity	谷歌	1,881,117	2,852.9	(1%)	100%	9%	18%	24.9	22.9	19.3	9.0	7.5	6.4
AMZN US Equity	亚马逊	1,692,427	3,326.0	(0%)	19%	16%	38%	57.9	50.0	36.4	3.6	3.1	2.7
FB US Equity	Facebook	620,194	227.9	(32%)	44%	(8%)	16%	15.2	16.5	14.2	5.3	4.7	4.0
NFLX US Equity	奈飞	169,359	381.5	(37%)	65%	3%	27%	34.4	33.4	26.2	5.7	5.1	4.5
平均								32.8	30.3	24.6	6.3	5.5	4.9
<b>中国科技互联网公司</b>													
700 HK Equity	腾讯	459,422	374.2	(16%)	2%	2%	20%	22.9	22.5	18.6	5.2	4.7	4.1
9988 HK Equity	阿里巴巴	310,519	112.1	(6%)	32%	(28%)	15%	11.1	15.4	13.4	2.8	2.3	2.0
3690 HK Equity	美团	122,856	155.6	(31%)	(540%)	(54%)	(206%)	N/A	N/A	84.3	4.3	3.4	2.6
1810 HK Equity	小米	44,477	13.9	(26%)	64%	3%	17%	13.2	12.8	11.0	0.9	0.7	0.6
002230 CH Equity	科大讯飞	17,066	46.6	(11%)	37%	36%	32%	60.4	44.5	33.7	6.1	4.7	3.6
平均								26.9	23.8	32.2	3.9	3.2	2.6

注: E=Bloomberg 一致预测, 美股数据截至 2022 年 3 月 30 日, 其余数据截至 2022 年 3 月 31 日;

资料来源: Bloomberg、公司资料、浦银国际

图表 13: 浦银国际目标价: 比亚迪股份 (1211.HK)



注: 截至 2022 年 3 月 31 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

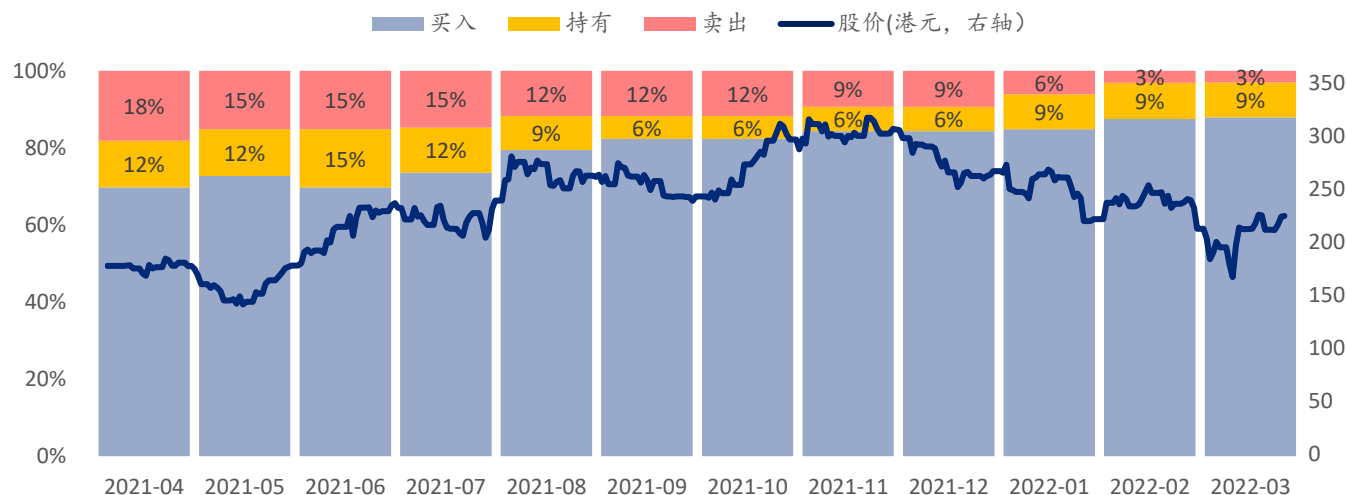
图表 14: 浦银国际目标价: 比亚迪 (002594.CH)



注: 截至 2021 年 3 月 31 日收盘价;  
资料来源: Bloomberg、浦银国际

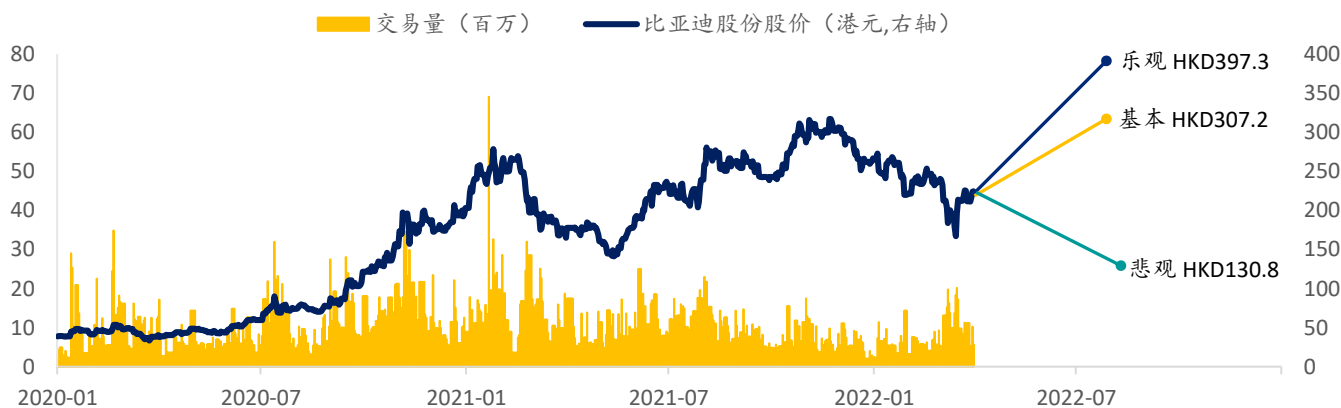
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 15: 比亚迪股份 (1211.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 16: 比亚迪股份 (1211.HK) SPDBI 情景假设



### 乐观情景 (10%)

目标价: 397.3 港元, 对应 4.3x 的 2022 年新能源汽车市销率

- 中国新能源市场需求增速较快, 推动比亚迪收入增速较快;
- 比亚迪推出高端纯电车型, 显著提升其汽车平均售价;
- 手机、电池、IGBT 等其他业务利润贡献增长较大;
- 比亚迪汽车毛利率和净利率提升明显。

### 悲观情景 (15%)

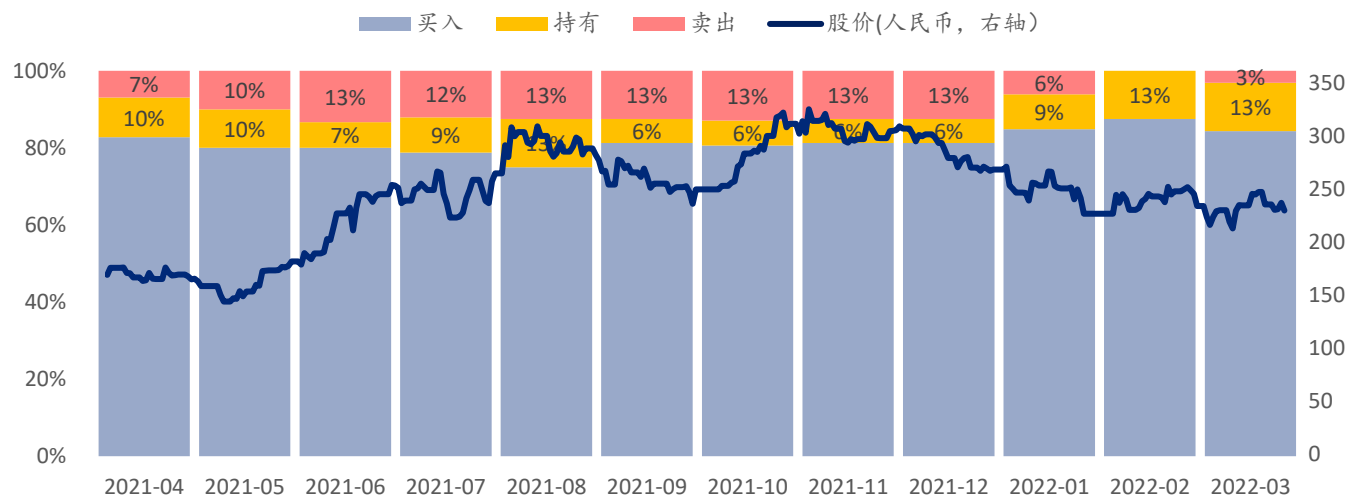
目标价: 130.8 港元, 对应 2.1x 的 2022 年新能源汽车市销率

- 比亚迪的新能源汽车销量受到半导体、电池产能限制, 增速较慢;
- 由于上游原材料涨价, 新能源汽车销量增速不及基本假设, 或导致毛利率下降;
- 手机、电池、IGBT 等业务拓展低于基本假设情景;
- 推广销售费用快速增加, 拖累利润改善。

资料来源: 浦银国际

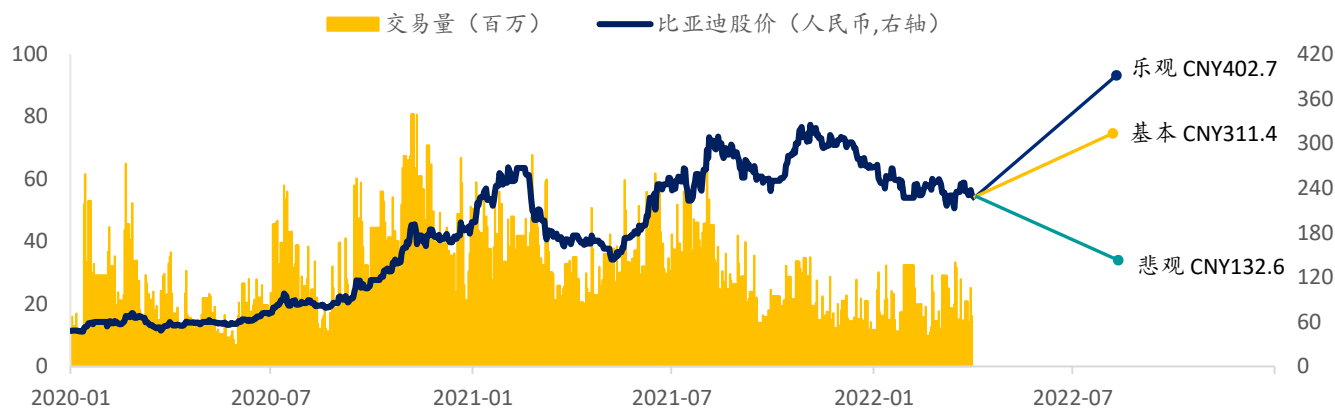
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 17: 比亚迪 (002594.CH) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 比亚迪 (002594.CH) SPDBI 情景假设



### 乐观情景 (10%)

目标价: 402.7 人民币, 对应 4.3x 的 2022 年新能源汽车市销率

- 中国新能源市场需求增速较快, 推动比亚迪收入增速较快;
- 比亚迪推出高端纯电车型, 显著提升其汽车平均售价;
- 手机、电池、IGBT 等其他业务利润贡献增长较大;
- 比亚迪汽车毛利率和净利率提升明显。

### 悲观情景 (15%)

目标价: 132.6 人民币, 对应 2.1x 的 2022 年新能源汽车市销率

- 比亚迪的新能源汽车销量受到半导体、电池产能限制, 增速较慢;
- 由于上游原材料涨价, 新能源汽车销量增速不及基本假设, 或导致毛利率下降;
- 手机、电池、IGBT 等业务拓展低于基本假设情景;
- 推广销售费用快速增加, 拖累利润改善。

资料来源: 浦银国际

图表 19：浦银国际科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	13.9	买入	29.0	2021/8/31	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	95.6	买入	179.1	2021/8/31	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	15.8	买入	36.0	2021/12/16	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	81.3	买入	146.9	2022/1/19	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	31.7	买入	43.7	2022/3/17	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.7	买入	28.0	2021/12/16	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	19.0	买入	38.2	2021/12/16	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	126.1	买入	187.2	2022/3/24	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	6.1	买入	7.4	2022/3/24	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	193.4	买入	305.9	2021/8/31	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	22.2	买入	26.4	2022/3/30	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	175.2	买入	207.0	2022/3/30	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	28.4	买入	37.4	2022/3/30	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	112.5	买入	146.2	2022/3/30	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	27.1	买入	37.7	2022/2/28	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	105.3	买入	150.4	2022/2/28	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	1,094.0	卖出	638.3	2021/9/6	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	224.4	买入	307.2	2022/4/1	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	229.8	买入	311.4	2022/4/1	新能源汽车

资料来源：Bloomberg、浦银国际，美股收盘价截至 3 月 30 日，其余股票收盘价截至 3 月 31 日

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。



## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明:(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写;(ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关;(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票;(ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah\_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel\_chen@spdbi.com

852-2808 6475

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

