

刀片电池、DM-i 助力新能源车龙头两翼齐飞

——比亚迪公司跟踪系列 3

公司跟踪

观点更新: 公司 1 月发布了比亚迪 DM-i 车型, 我们认为 DM-i 系列车型的性能与经济性在同价位中更优, 极具竞争力, 我们预计将带动公司插混销量超 30 万辆。同时也将推动公司的整车业务市值提升。

● 国内插混车价格主要在 20 万元以上

从供给端来看, 国内插混车在售车型价格较高, 在 12 万元以上。插混销量市场主要是由 20 万元以上的 B 级车构成。目前国内插混车型销量占新能源车的比例约在 20% 左右。在节能减排的背景下, 插混汽车市场还有较大提升空间。

● DM-i 性能和经济性更优, 预计带动公司插混销量超 30 万辆

从潜在市场空间来看, 比亚迪 DM-i 车型价格最低下探到 10 万元级别, 创插混车售价新低。DM-i 10~23 万元的价格带对应着乘用车 60% 左右的市场, 潜在市场广阔。从产品竞争力来看, DM-i 车型比同价格级别的竞品车型在动力性能和经济性上更优。细分来看, 在 10~13 万元和 18~23 万元价格区间内 DM-i 车型尚无直接的竞争对手; 在 13~18 万元区间内, DM-i 车型比其他插混车型的经济性表现更佳。我们预计在保守、中性和乐观情形下, 21 年公司插混汽车合计销量分别为 26、32 和 40 万辆, 其中 DM-i 车型分别为 20、26 和 34 万辆。

● DM-i 系统优化, 凸显高效和经济性

DM-i 车型优化配置: 发动机搭载高效的骁云-插混专用发动机, 变速箱变为单档减速器, 电池则由三元电池变为刀片 LFP, 电机和电控也做了深度的集成优化。根据我们的测算, DM-i 车型在材料成本方面进一步向燃油车靠拢, 比燃油车只多出了 0.6~2 万元。

● 盈利预测及投资建议

DM-i 竞争力强, 我们预计将会带动公司汽车业务向上。我们调高 2020~2022 年汽车业务的业绩预测, 预计营收有望分别达到 595、1068 和 1222 亿元, 同比-6%、+80%和+14%。公司整体营收分别为 1508、2305 和 2795 亿元, 归母净利润分别为 55、79、88 亿元, EPS 分别为 1.93、2.75 和 3.06 元, 当前股价对应的 PE 分别为 129、91 和 81 倍, 维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示: 宏观经济波动风险, 原材料价格波动风险, 疫情波动风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	130,055	127,739	150,764	230,468	279,458
增长率(%)	22.8	-1.8	18.0	52.9	21.3
净利润(百万元)	2,780	1,614	5,526	7,876	8,762
增长率(%)	-31.6	-41.9	242.3	42.5	11.3
毛利率(%)	16.4	16.3	18.7	18.5	18.2
净利率(%)	2.1	1.3	3.7	3.4	3.1
ROE(%)	5.9	3.4	9.9	12.6	12.5
EPS(摊薄/元)	0.97	0.56	1.93	2.75	3.06
P/E(倍)	256.2	441.3	128.9	90.5	81.3
P/B(倍)	13.9	13.6	12.3	11.1	10.0

强烈推荐(维持评级)

开文明(分析师)

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号: S0280517100002

王璠(联系人)

wangjin3@xsdzq.cn

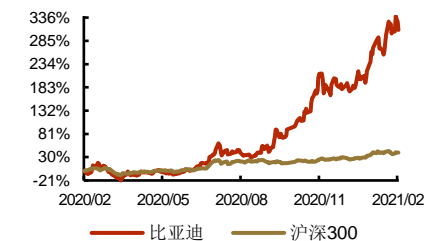
证书编号: S0280119120005

市场数据

时间 2021.02.05

收盘价(元):	249.0
一年最低/最高(元):	47.39/273.37
总股本(亿股):	18.13
总市值(亿元):	4,514.73
流通股本(亿股):	11.46
流通市值(亿元):	2,852.71
近 3 月换手率:	248.04%

股价一年走势



相关报告

《300 亿港元融资, 新能源车龙头满电前行》2021-01-21

《整车、电子业务向好, 打开长期增长空间》2020-10-30

《寒冬已过, 龙头崛起正当时》2020-09-05

《业绩符合预期, 高增长将持续》2020-08-30

《各业务亮点频出, 长期逻辑逐步验证中》2020-06-21

目 录

1、国内插混车：量少价贵.....	3
2、DM-i 丰富了插混供给，助力公司插混销量腾飞.....	3
2.1、插混龙头销量下滑，高端车型占比提高.....	3
2.2、DM-i 性能与经济性优势明显，有望带动插混销量超 30 万辆.....	4
2.3、DM-i 成本下降，进一步向燃油车靠齐.....	7
3、盈利预测与投资建议.....	9
4、估值.....	11
5、风险提示.....	13
附：财务预测摘要.....	14

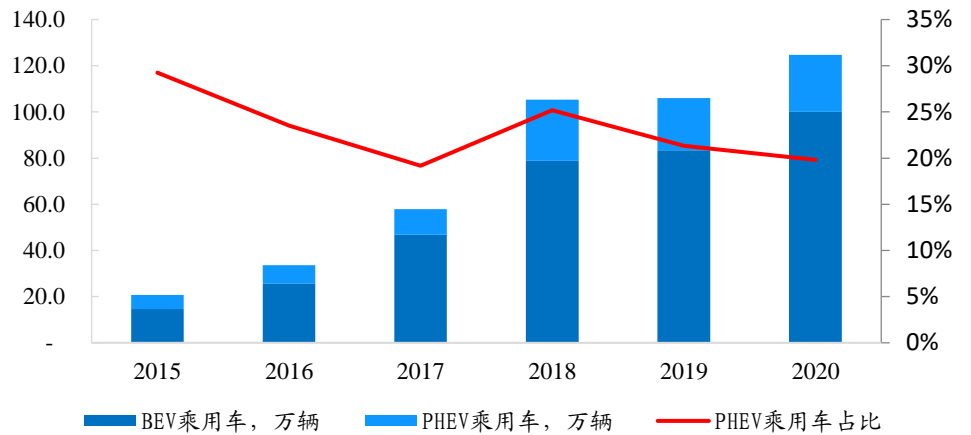
图表目录

图 1：插混汽车（包括增程式）占新能源车约 20%左右.....	3
图 2：插混车型最低指导价 $m > 20$ 万元有 40 款.....	3
图 3：插混销量市场主要由 20 万元以上的 B 级车构成.....	3
图 4：比亚迪引领插混汽车发展.....	4
图 5：近年公司插混销量接连下滑.....	4
图 6：公司插混汽车市占率约 22%.....	4
图 7：公司插混车销量以高端汉 DM、唐 DM 为主.....	4
图 8：DM-i 超级混动架构图.....	5
图 9：相比目前的插电混动，DM-i 版本售价再降 2~4 万元.....	5
图 10：DM-i 版本车型价格带覆盖 60% 乘用车市场.....	5
图 11：DM-i 超级混动是以电为主的混动技术.....	6
图 12：2020 年年末汉、唐插混稳态销量维持在 5500 辆以上.....	7
图 13：骁云插混专用 1.5L 发动机热效率为量产之最.....	8
图 14：DM-i 插混专用功率型的刀片 LFP 电池.....	8
图 15：高度集成的双电机双电控设计.....	8
图 16：电驱动器高效、集成化设计.....	8
表 1：DM-i 车型在经济性、动力性能上更优.....	6
表 2：不同情形假设下 2021 年 DM-i 车型销量预测.....	7
表 3：秦家族燃油车、插混车型成本差异.....	8
表 4：宋家族燃油车、插混车型成本差异.....	9
表 5：唐家族燃油车、插混车型成本差异.....	9
表 6：公司整车销量预测.....	10
表 7：公司单车售价预测.....	11
表 8：公司估值关键假设.....	12
表 9：中性假设下，公司市值还有 25% 的提升空间.....	12
表 10：基于交付量的整车市值预测.....	12

1、国内插混车：量少价贵

由于补贴政策向纯电动倾斜等因素的影响，国内新能源车结构中主要以纯电动为主，插电混动（包括增程式，2020年销量约3万辆）占比在20%左右。

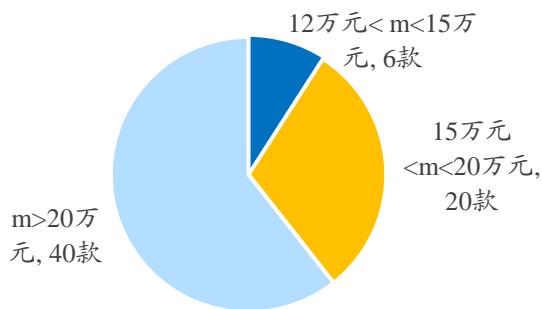
图1：插混汽车（包括增程式）占新能源车约20%左右



资料来源：中汽协，新时代证券研究所

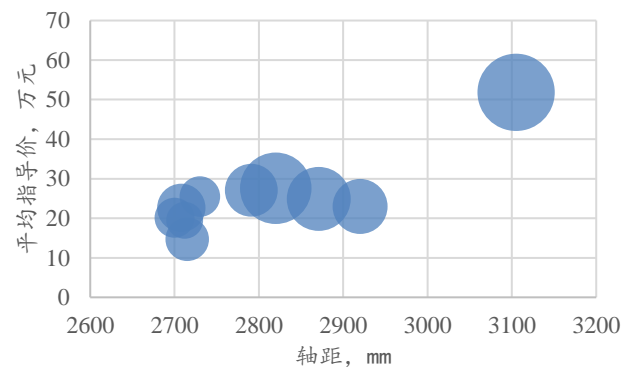
由于混动系统成本、技术等因素的限制，插混汽车单车价格较高。目前在售车型在12万元以上，且以20万元以上车型为主，销量市场主要也是由20万元以上的B级车构成。

图2：插混车型最低指导价 $m > 20$ 万元有40款



资料来源：汽车之家，新时代证券研究所

图3：插混销量市场主要由20万元以上的B级车构成



资料来源：汽车之家，车主之家，新时代证券研究所

在节能减排的背景下，传统燃油车必然会逐步向电动化转变。整车厂固有的产能再利用和目前消费者消费习惯的延续有望在供给端和需求端共同推动插混汽车的市场做大。

2、DM-i 丰富了插混供给，助力公司插混销量腾飞

2.1、插混龙头销量下滑，高端车型占比提高

公司从2008年推出第一代DM技术开始，耕耘插混市场13年，插混汽车累计

销量超 42 万辆，国内市场占有率超 44%。

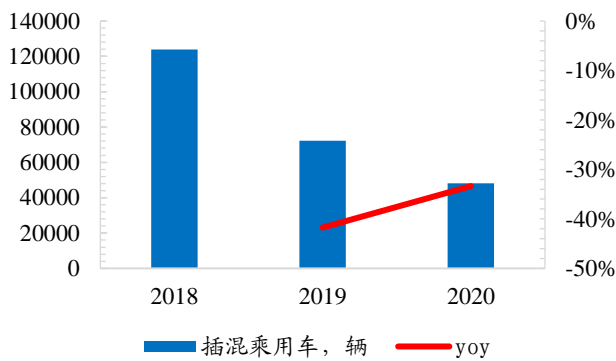
图4: 比亚迪引领插混汽车发展



资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

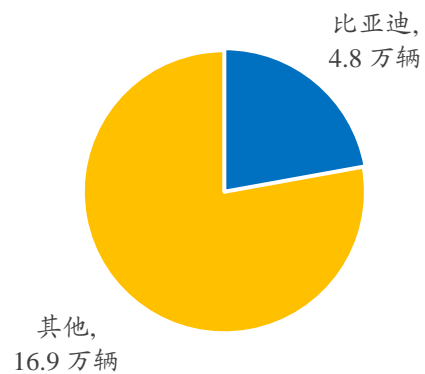
2018~2020 年插混汽车补贴下滑, 公司整体插混车型销量下滑明显。到 2020 年凭借汉、唐插电车型在高端车型领域的发力, 公司插混销量达到约 4.8 万辆, 约占国内插混市场的 22%。

图5: 近年公司插混销量接连下滑



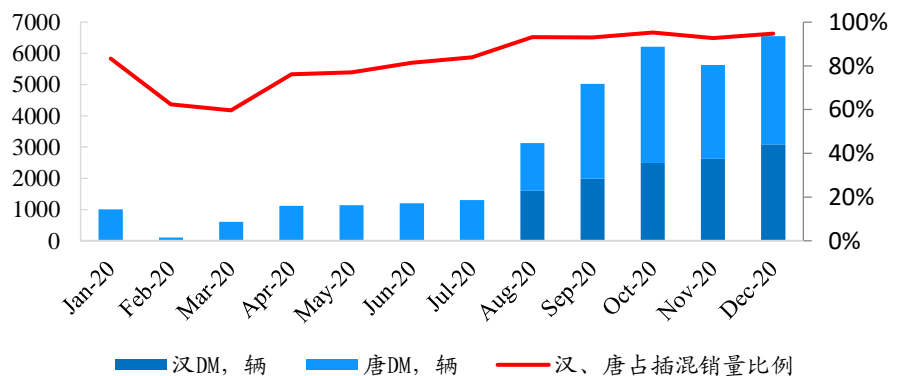
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 公司插混汽车市占率约 22%



资料来源: 公司公告, 中汽协, 新时代证券研究所

图7: 公司插混车销量以高端汉 DM、唐 DM 为主



资料来源: 公司公告, 搜狐, 新时代证券研究所

2.2、DM-i 性能与经济性优势明显, 有望带动插混销量超 30 万辆

公司 1 月 11 日发布在 DM 1.0 基础上升级改进的 DM-i 超级混动系统。并计划 21 年 3 月陆续上市秦 Plus、宋 Plus 和唐 Plus 的 DM-i 版本车型。

图8: DM-i 超级混动架构图



资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

相比目前插电混动车型, DM-i 版本单车售价下降 2~4 万元, 最低售价从 13 万元下探到 10 万元价格带, 创插混市场售价新低。根据目前的价格分布, DM-i 版本车型对应的潜在市场 (单车价格 10~23 万元) 覆盖整体乘用车市场的 60% 左右。

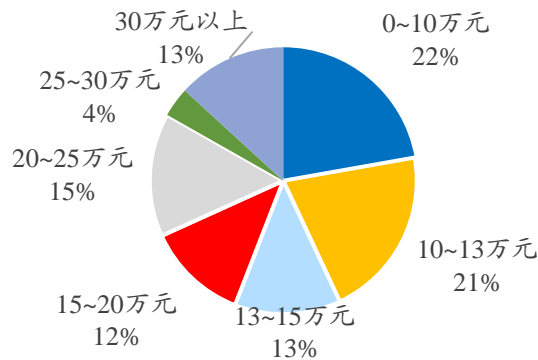
图9: 相比目前的插电混动, DM-i 版本售价再降 2~4 万元

指导价, 万元	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27
车型																		
秦 Pro 53km 续航				■	■	■	■	■	■	■	■	■						
秦 Pro 82km 续航								■	■									
宋 Pro 81km 续航								■	■	■	■							
唐 81km 续航														■	■	■	■	■
唐 100km 续航																	■	■
秦 Plus DM-i 55km 续航	■	■	■	■	■													
秦 Plus DM-i 120km 续航				■	■	■	■											
宋 Plus DM-i 51km 续航						■	■	■	■									
宋 Plus DM-i 112km 续航							■	■	■	■								
唐 Plus DM-i 52km 续航										■	■	■						
唐 Plus DM-i 112km 续航											■	■	■	■	■			

资料来源: 汽车之家, 新时代证券研究所

注: 这里的续航为纯电续航

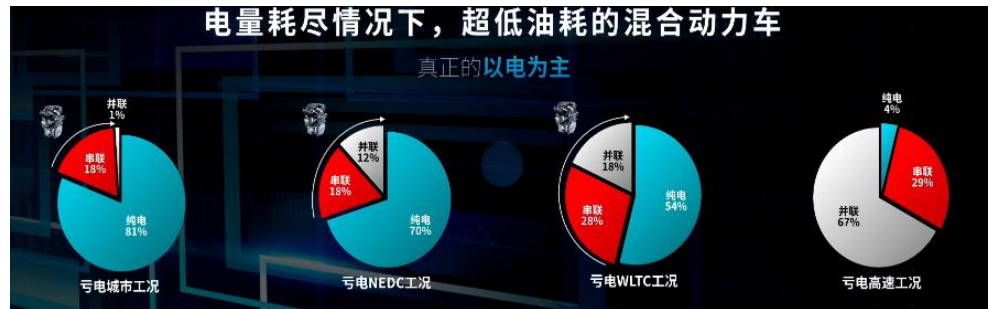
图10: DM-i 版本车型价格带覆盖 60% 乘用车市场



资料来源: 车主之家, 新时代证券研究所

DM-i 车型是以电为主的混动技术，在使用经济性上表现优异。同时，大功率电机的加入使得动力性能更优。在 10~13 万元和 18~23 万元价格带，55km 续航秦 Plus DM-i 和唐 Plus DM-i 在同等价格区间尚无直接的同等级插混竞争对手，在油耗、百公里加速等经济性与动力性能指标上比燃油车更优，该价格段预计将成为比亚迪 DM-i 混动车型的优势市场；13~18 万元价格区间内，DM-i 车型相比插电混动车型在经济性上表现更佳。

图11: DM-i 超级混动是以电为主的混动技术



资料来源：比亚迪 DM-i 发布会，新时代证券研究所

表1: DM-i 车型在经济性、动力性能上更优

价格区间	10~13 万元			13~15 万元			15~18 万元			18~23 万元			23~30 万元
	DM-i	燃油车	插混	DM-i	燃油车	插混	DM-i	燃油车	插混	DM-i	燃油车	插混	插混
车型	秦 Plus	轩逸		秦 Plus	朗逸	荣威 ei6 Max	宋 Plus	逍客	荣威 RX5	唐 Plus	本田 CR-V	卡罗拉双擎 E+	唐
2020 年销量, 万辆	/	53.9		41.7	0.7		16.1	0.9		2.5	0.6	2	
售价, 万元	10.78、12.38	9.98~14.3		13.38、14.78	9.99~16.19	13.68~15.68	15.38~17.58	15.49~17.38	15.28、16.28	19.78~22.48	16.98~21.78	18.98~21.28	23.68~28.68
车辆类别	轿车	轿车		轿车	轿车	轿车	SUV	SUV	SUV	SUV	SUV	轿车	SUV
级别	A	A		A	A	A	A	A	A	B	A	A	B
最大功率, kW	81+132	90~99		81+145	83~110	224	81+132/45	111	224	102+145/160	142	73+53	321
最大扭矩, N*m	135+316	155~159		135+325	145~250	480	135+316/325	194	480	231+316/325	243	142+207	650
0-100km/h 加速, s	7.9	12		7.3	8.3~14	7.2	7.9~8.5	11.2	7.5	8.5~8.7	9.3~9.5	11.7	4.3~5.1
轴距, mm	2718	2700~2715		2718	2688	2715	2765	2646	2708	2820	2661	2700	2820
综合油耗, L/100km	0.7	4.9~6.1		0.7	5.5	1.1	0.9	6.2	1.6	1.8	6.4~6.6	1.3	1.5~1.8
纯电续航, km	55	0		120		70	51、110		52	52、112		55	81

资料来源：汽车之家，比亚迪公众号，搜狐汽车，新时代证券研究所

DM-i 助力公司插混销量腾飞。我们预计，21 年公司 10~18 万元价格区间将主要由 DM-i 车型主导。参考可比车辆（表 1 中竞品车型）历史销量，在保守、中性和乐观情形下 DM-i 车型 21 年销量预计可达 20、26 和 34 万辆。同时，22 万元以上价格区间中汉、唐订单量稳定，预计 21 年月销量将维持在约 5000 辆。在保守、中性和乐观情形下，21 年公司插混汽车合计销量分别为 26、32 和 40 万辆。

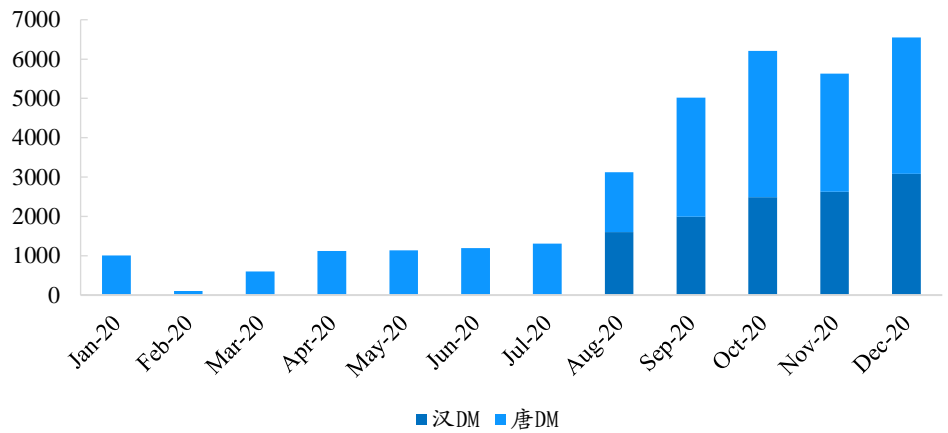
表2：不同情形假设下 2021 年 DM-i 车型销量预测

	10~15 万元（秦 Plus）	15~18 万元（宋 Plus）	18~23 万元（唐 Plus）
保守			
月销，万辆/月	1.0	0.8	0.5
年销，万辆/年	9.0	6.8	4.0
DM-i 年销合计，万辆/年	19.8		
中性			
月销，万辆/月	1.3	1.0	0.7
年销，万辆/年	11.7	8.5	5.6
年销合计，万辆/年	25.8		
乐观			
月销，万辆/月	1.5	1.5	1.0
年销，万辆/年	13.5	12.8	8.0
DM-i 年销合计，万辆/年	34.3		

资料来源：新时代证券研究所

注：秦 Plus、宋 Plus、唐 Plus DM-i 车型分别在 3 月上、中、下旬上市，预计分别在 4 月上、中、下旬放量，故年销量分别按照 9、8.5、8 个月计算

图12：2020 年年末汉、唐插混稳态销量维持在 5500 辆以上



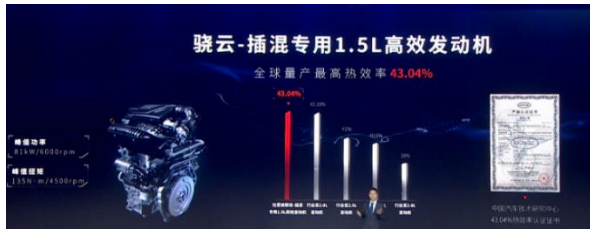
资料来源：搜狐汽车，新时代证券研究所

2.3、DM-i 成本下降，进一步向燃油车靠齐

DM-i 系统再优化，凸显高效、集成化。对比秦 Pro 插混车，秦 Plus DM-i 有诸多改进：1) 发动机从 1.5T 发动机换为骁云-插混专用 1.5L 高效发动机，2) 变速箱从干式 6 速 DCT 变为单档减速器，3) 电池由三元电池变为功率型刀片 LFP 电池，4) 电机从 BSG 电机、驱动电机分离结构变为集成式双电机结构，同时电机使

用油冷、扁线等高效电机技术。

图13: 骁云插混专用 1.5L 发动机热效率为量产之最



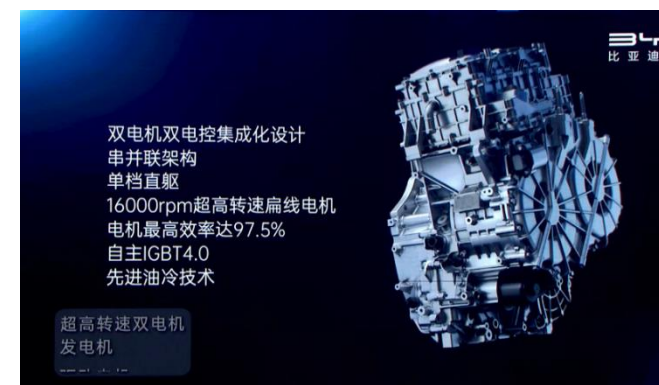
资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

图14: DM-i 插混专用功率型的刀片 LFP 电池



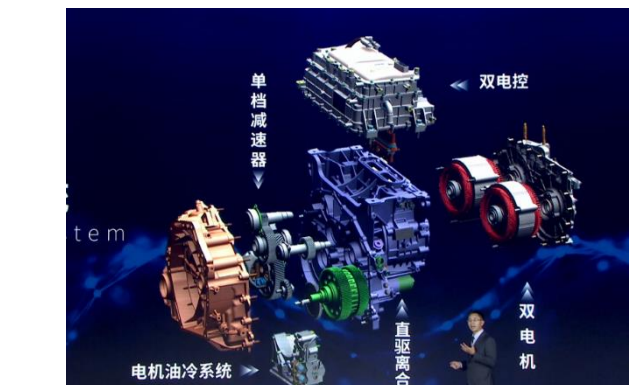
资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

图15: 高度集成的双电机双电控设计



资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

图16: 电驱动器高效、集成化设计



资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 新时代证券研究所

DM-i 物料成本进一步向燃油车靠齐。相较于 DM 3.0 的高成本, DM-i 比燃油车物料成本只多 0.6~2 万元。1) 发动机, 秦家族新能源 (1.5T 发动机)、宋家族 (1.5T 发动机) 和唐家族 (2.0T 发动机) 将分别配套骁云插混专用 1.5L、1.5T 发动机, 预计成本减少约 0.5 万元左右; 2) 变速箱, 单档减速器的设计将节省成本约 0.8 万元; 3) 电池, 刀片 LFP 电池替代三元电池, 成本大幅下降, 预计比燃油车多出 0.6~1.6 万元; 4) 其他方面, 线束等零部件合计比燃油车多 0.6~0.8 万元。

表3: 秦家族燃油车、插混车型成本差异

	DM3.0 (秦 Pro 53km)			DM-i (秦 Plus 55km)			燃油车 (秦 Pro)	
	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元
发动机	1.5T	12000	0	骁云 1.5L	7000	-5000	1.5T	12000
变速箱	干式 6DCT	7000	-1000	单档减速器	200	-7800	湿式 6DCT	8000
电池	9.03KWh 三元	8100	8100	8.32KWh 刀片 LFP	6225	6225		
电机	BSG 电机、前电驱动电机	3000	3000	集成式双电机	3000	3000		
电控	BSG、前驱动电机集成式双电控	4000	4000	集成式双电控	4000	4000		
其他	线束、电池热管理、OBC+DC 等	6500	6500	线束、电池热管理、OBC+DC 等	5700	5700		
合计		40600	20600		26125	6125		20000

资料来源: 新时代证券研究所测算

表4: 宋家族燃油车、插混车型成本差异

DM3.0 (宋 Pro DM 81km)				DM-i (宋 Plus DM 110km)			燃油车 (秦 Pro)	
	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元
发动机	1.5T	12000	0	骁云 1.5L	7000	-5000	1.5T	12000
变速箱	湿式 6DCT	8000	0	单档减速器	200	-7800	湿式 6DCT	8000
电池	15.7KWh 三元	14130	14130	18.3KWh 刀片 LFP	13725	13725		
电机	BSG 电机、前电驱动电机	3500	3500	集成式双电机	3000	3000		
电控	BSG、前驱动电机集成式双电控	4000	4000	集成式双电控	4000	4000		
其他	线束、电池热管理、OBC+DC 等	6900	6900	线束、电池热管理、OBC+DC 等	6100	6100		
合计		48530	28530		34025	14025		20000

资料来源: 新时代证券研究所测算

表5: 唐家族燃油车、插混车型成本差异

DM3.0 (唐 DM 100km)				DM-i (唐 Plus 112km)			燃油车 (唐)	
	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元	与燃油车价差, 元	名称	价格, 元
发动机	2.0T	15000	0	骁云 1.5T	11000	-4000	1.5T	12000
变速箱	湿式 6DCT	8000	0	单档减速器	200	-7800	湿式 6DCT	8000
电池	22.3KWh 三元	20070	20070	21.5KWh 刀片 LFP	16125	16125		
电机	BSG 电机、前电驱动电机、后电机+减速器	6000	6000	集成式双电机	3500	3500		
电控	BSG、前驱动电机集成式双电控、后电机电控	6000	6000	集成式双电控	4000	4000		
其他	线束、电池热管理、OBC+DC 等	11600	11600	线束、电池热管理、OBC+DC 等	8300	8300		
合计		66670	43670		43125	20125		20000

资料来源: 新时代证券研究所测算

3、盈利预测与投资建议

销量方面做出如下假设

- 1) 纯电动乘用车, 目前订单稳定, 销量维持在 1 万辆左右。随着 21 年全系换装刀片 LFP 电池, 性价比凸显, 销量有望提速。我们预计 2021、2022 年的销量增速分别为 50%、20%;
- 2) 插混乘用车, DM-i 兼顾性能与经济性, 性价比高。根据我们中性假设, 预计 2021 销量将达到 32 万辆。随着公司产能的释放, 我们预计到 2022 年销量有望超 41 万辆。我们假设 2021、2022 年销量增速分别为 560%、30%;
- 3) 燃油乘用车, 公司热销的传统车型为宋和宋 Pro, 与秦 Plus DM-i 在价格区间上有部分重叠。综合考虑 SUV 与轿车的消费人群有一定的差异, 我们

预计 2021、2022 年 SUV 销量同比-15%、-10%。受价格带接近的影响，我们预计轿车 2021、2022 年同比-10%。MPV 车型销量预计不变。

4) 商用车销量方面，受益于海外客车电动化渗透率逐步提升和国内存量替换等需求带动，预计 2021、2022 年客车销量增速分别为 40%、30%。

受插混销量提升等因素的影响，我们预计 2021、2022 年公司整体汽车销量分别为 73、85 万辆。

表6：公司整车销量预测

	2019	2020E	2021E	2022E
销量, 辆				
新能源汽车	229,506	189,689	528,094	666,424
乘用车	219,353	179,054	513,809	648,307
纯电	147,185	130,970	196,455	235,746
插电	72,168	48,084	317,354	412,561
商用车	10,153	10,635	14,285	18,118
客车	6,317	9,125	12,775	16,608
其他	3,836	1,510	1,510	1,510
燃油汽车	231,893	237,283	207,181	188,804
轿车	47,609	39,575	35,618	32,056
SUV	121,266	174,298	148,153	133,338
MPV	63,018	23,410	23,410	23,410
合计	461,399	426,972	735,275	855,228
销量 yoy				
新能源汽车				
乘用车				
纯电	43%	-11%	50%	20%
插电	-42%	-33%	560%	30%
商用车				
客车	-50%	44%	40%	30%
其他	-52%	-61%	0%	0%
燃油汽车				
轿车	-20%	-17%	-10%	-10%
SUV	67%	44%	-15%	-10%
MPV	-55%	-63%	0%	0%
合计	-11%	-7%	72%	16%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所预测

单车售价方面，我们做出如下假设

- 1) EV 乘用车，21 年刀片电池依旧紧俏，优先供货高端车型，汉等高端车型销量占比有望进一步提升；22 年产能释放，低价车型放量。我们预计单车售价同比分别为 5%、-10%；
- 2) PHEV 乘用车，21 年预计 DM-i 车型在 10~15、15~18、18~23 万元价位区间销量分别为 1.3、1.0 和 0.7 万辆)，DM-i 整体价格中枢在 15 万元左右。结合 21 年还有积累的汉 DM、唐 DM 订单（预计销量为 6 万辆，价格中

枢为 24 万元), 预计整体插混单价中枢在 16.7 万左右。22 年受 DM-i 口碑和渗透率提升影响, 预计销售占比进一步提升, 整体价格中枢进一步下降。我们预计单车售价同比分别为-30%、-3%;

3) 燃油车和商用车市场竞争相对成熟, 我们假设售价不变。

表7: 公司单车售价预测

	2019	2020E	2021E	2022E
单车价格, 万元				
新能源汽车				
乘用车				
纯电	13.9	14.9	15.6	14.0
插电	21.0	21.1	14.8	14.3
商用车				
客车	65.0	65.0	65.0	65.0
其他	50.0	50.0	50.0	50.0
燃油汽车				
轿车	7.26	7.23	7.2	7.2
SUV	10.36	10.21	10.2	10.2
MPV	9.29	10.98	11.0	11.0
单车价格 yoy				
新能源汽车				
乘用车				
纯电		7%	5%	-10%
插电		0%	-30%	-3%
商用车				
客车		0%	0%	0%
其他		0%	0%	0%
燃油汽车				
轿车		0%	0%	0%
SUV		-1%	0%	0%
MPV		18%	0%	0%

资料来源: 汽车之家, 新时代证券研究所预测

注: 单车价格由汽车之家在售车型均价与销量占比计算而得

DM-i 竞争力强, 我们预计将会带动公司汽车业务向上。我们调高 2020~2022 年汽车业务的业绩预测, 预计营收有望分别达到 595、1068 和 1222 亿元, 同比-6%、+80%和+14%。公司整体营收分别为 1508、2305 和 2795 亿元, 归母净利润分别为 55、79、88 亿元, EPS 分别为 1.93、2.75 和 3.06 元, 当前股价对应的 PE 分别为 129、91 和 81 倍, 维持“强烈推荐”评级。

4、估值

我们预计在保守、中性和乐观情形下, 公司的市值将分别达到 7397、8931 和 10464 亿元。在中性情形下, 相比目前市值还有 25%的提升空间。

表8: 公司估值关键假设

		关键假设			2021年市值, 亿元		
各业务估值							
新能源车	21年营收, 亿元	PS-保守	PS-中性	PS-乐观	保守	中性	乐观
	860	5.6	7.0	8.4	4,813	6,017	7,220
电池	宁德时代市值, 亿元	销量之比-保守	销量之比-中性	销量之比-乐观	保守	中性	乐观
	8,699	0.2	0.25	0.3	1,392	1,740	2,088
半导体	2025年营收, 亿元	PS-保守	PS-中性	PS-乐观	保守	中性	乐观
	90	6.4	8	9.6	392	490	588
电子	21年营收, 亿元	归母净利率	21年归母净利润, 亿元	PE			
	998	6%	60	25	1,497	1,497	1,497
弗迪系(除电池)	2025年营收, 亿元	归母净利率	21年归母净利润, 亿元	PE			
	845	4%	34	15	373	373	373
股权比例							
新能源车					100%	100%	100%
电池					74%	74%	74%
半导体					74%	74%	74%
电子					66%	66%	66%
弗迪系(除电池)					74%	74%	74%
公司合计					7,397	8,931	10,464

资料来源: 新时代证券研究所预测

注: 电池、半导体和弗迪系(除电池)的股权比例为我们假设

表9: 中性假设下, 公司市值还有 25%的提升空间

	市值, 亿元	提升空间
公司当前	7,124	
公司目标		
保守	7,397	4%
中性	8,931	25%
乐观	10,464	47%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

当前的汽车电动化是汽车发展的上半年, 智能化将是下半场。在以软件为主的智能化下半场中, 车辆将作为软件的载体。因此, 新能源车保有量、交付量将对估值有着重要的影响。目前新能源车处于初始快速发展阶段, 保有量受年度交付量的影响较大。我们选取了交付量、交付量+增速的两个角度来看比亚迪估值的情况。在中性条件下, 市值/交付量、市值/交付量/增速分别为 120 和 2.0, 公司对应的市值分别为 6166、6695 亿元。

表10: 基于交付量的整车市值预测

	交付量, 万辆				估值方法一		估值方法二	
	2018年	2019年	2020年	2021年	市值/交付量	市值, 亿元	市值/交付量/增速	市值, 亿元
特斯拉	24.5	36.8	50.0	100.0	525	52,509	11.7	52,509
蔚来	1.1	2.1	4.4	8.4	685	5,756	11.9	5,756
小鹏		1.7	2.7	7.2	332	2,388	5.4	2,388
理想		0.1	3.3	7.2	246	1,774	2.5	1,774

	交付量, 万辆				估值方法一		估值方法二	
比亚迪								
保守	22.7	21.9	17.9	51.4	96	4,933	1.6	5,356
中性	22.7	21.9	17.9	51.4	120	6,166	2.0	6,695
乐观	22.7	21.9	17.9	51.4	144	7,399	2.4	8,034

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所预测

注: 比亚迪交付量为批量销量

5、风险提示

1) 宏观经济波动风险: 国内外宏观环境存在不确定性, 会影响居民可支配收入水平, 进而影响公司业务发展;

2) 原材料价格波动风险: 公司所需主要原材料如钢材、塑胶和其他金属原材料如锂、钴等, 原材料价格的波动会直接影响集团主营业务的生产成本;

3) 疫情波动风险: 疫情反复会影响公司主要业务的生产 and 下游需求。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	115211	106967	181460	227714	272106	营业收入	130055	127739	150764	230468	279458
现金	13052	12650	30153	34570	41919	营业成本	108725	106924	122615	187776	228704
应收票据及应收账款合计	49284	43934	92510	109077	150261	营业税金及附加	2146	1561	1809	2766	3353
其他应收款	1010	1561	1474	3166	2460	营业费用	4729	4346	4975	7605	9222
预付账款	359	363	489	813	766	管理费用	3760	4141	4975	7375	8384
存货	26330	25572	33947	57201	53813	研发费用	4989	5629	6332	9449	11178
其他流动资产	25175	22887	22887	22887	22887	财务费用	2997	3014	3877	5912	7696
非流动资产	79361	88675	90701	111497	116758	资产减值损失	686	-159	0	0	0
长期投资	3561	4060	4359	4659	4958	公允价值变动收益	-5	10	0	0	0
固定资产	43679	49443	53181	75535	82085	其他收益	2328	1724	1846	1886	1845
无形资产	16698	18398	17996	17539	17185	投资净收益	248	-809	-100	-100	-100
其他非流动资产	15423	16773	15165	13764	12531	营业利润	4242	2312	7926	11370	12666
资产总计	194571	195642	272161	339211	388864	营业外收入	230	226	220	220	220
流动负债	116569	108029	182106	245060	289714	营业外支出	86	107	80	80	80
短期借款	37789	40332	87335	123122	156795	利润总额	4386	2431	8066	11510	12806
应付票据及应付账款合计	46283	36168	63528	85356	95761	所得税	829	312	1210	1726	1921
其他流动负债	32497	31528	31242	36583	37158	净利润	3556	2119	6856	9783	10885
非流动负债	17308	25011	20628	16245	11861	少数股东损益	776	504	1330	1908	2123
长期借款	13924	21916	17533	13150	8767	归属母公司净利润	2780	1614	5526	7876	8762
其他非流动负债	3384	3095	3095	3095	3095	EBITDA	16628	15566	21315	29922	36793
负债合计	133877	133040	202734	261305	301575	EPS(元)	0.97	0.56	1.93	2.75	3.06
少数股东权益	5496	5839	7169	9077	11200						
股本	2728	2728	2861	2861	2861						
资本公积	24524	24531	24531	24531	24531						
留存收益	24341	25156	30641	38467	47175						
归属母公司股东权益	55198	56762	62258	68829	76089						
负债和股东权益	194571	195642	272161	339211	388864						

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	12523	14741	-5347	13626	8910
净利润	3556	2119	6856	9783	10885
折旧摊销	9425	9624	9371	12500	16292
财务费用	2997	3014	3877	5912	7696
投资损失	-248	809	100	100	100
营运资金变动	-4473	-1631	-25552	-14669	-26063
其他经营现金流	1266	807	0	0	0
投资活动现金流	-14231	-20881	-11497	-33396	-21653
资本支出	17842	20627	1727	20497	4962
长期投资	-805	-1089	-299	-299	-299
其他投资现金流	2806	-1343	-10070	-13199	-16990
筹资活动现金流	3917	6610	-12655	-11600	-13582
短期借款	2014	2543	0	0	0
长期借款	3062	7992	-4383	-4383	-4383
普通股增加	0	0	133	0	0
资本公积增加	50	6	0	0	0
其他筹资现金流	-1210	-3931	-8405	-7216	-9198
现金净增加额	2215	523	-29500	-31369	-26325

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	22.8	-1.8	18.0	52.9	21.3
营业利润(%)	-21.6	-45.5	242.8	43.4	11.4
归属于母公司净利润(%)	-31.6	-41.9	242.3	42.5	11.3
获利能力					
毛利率(%)	16.4	16.3	18.7	18.5	18.2
净利率(%)	2.1	1.3	3.7	3.4	3.1
ROE(%)	5.9	3.4	9.9	12.6	12.5
ROIC(%)	5.9	4.7	7.4	8.7	8.8
偿债能力					
资产负债率(%)	68.8	68.0	74.5	77.0	77.6
净负债比率(%)	81.5	98.0	118.5	140.2	150.3
流动比率	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8
应收账款周转率	2.4	2.7	2.2	2.3	2.2
应付账款周转率	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.97	0.56	1.93	2.75	3.06
每股经营现金流(最新摊薄)	6.28	3.88	-1.87	4.76	3.11
每股净资产(最新摊薄)	17.93	18.30	20.18	22.47	25.01
估值比率					
P/E	256.2	441.3	128.9	90.5	81.3
P/B	13.9	13.6	12.3	11.1	10.0
EV/EBITDA	46.2	50.1	37.6	27.8	23.2

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>