

证券研究报告—动态报告/公司快评

汽车汽配

汽车

比亚迪 (002594)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2021年02月10日

1月新能源销量同比+183%，比亚迪汉持续热销

证券分析师：梁超 0755-22940097 liangchao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515080001
 证券分析师：唐旭霞 0755-81981814 tangxx@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519080002

事项：

- 2021年1月，比亚迪共售出汽车4.2万辆，同比+68%，环比-25%。新能源汽车共售出2.0万辆，同比+183%，环比-30%；燃油车共售出2.2万辆，同比+23%，环比-19%。我们认为，公司1月销量同比增长强劲，主要得益于国内疫情防控得力，汉、唐DM等高端车型热销；
- 2021年1月，比亚迪发布DMI超级混动系统，并宣布搭载DMI混动系统的三款新车型：秦PLUS DM-i、宋PLUS DM-i、唐DM-i开始预售。DMI超级混动系统搭载了比亚迪自研的“刀片电池”和热效率高达43.04%的骁云-插混专用1.5L高效发动机，NEDC续航里程超过1100KM；
- 比亚迪汉于2020年7月上市，2020年累计销售4.0万辆，2021年1月售出1.2万辆，连续第三个月单月销量破万。

国信汽车观点：尽管2020年受疫情影响，国内汽车行业产销分别同比下降2%/1.9%，但是疫情防控措施得力，汽车行业景气度稳健恢复，预计2021年国内汽车产销稳中有升。比亚迪作为国内自主品牌中的龙头车企，在新能源汽车领域发力时间早、技术积累雄厚，深度布局整车生产、动力电池、车规级半导体等核心业务，自主研发能力强，产业链垂直整合优势凸显。

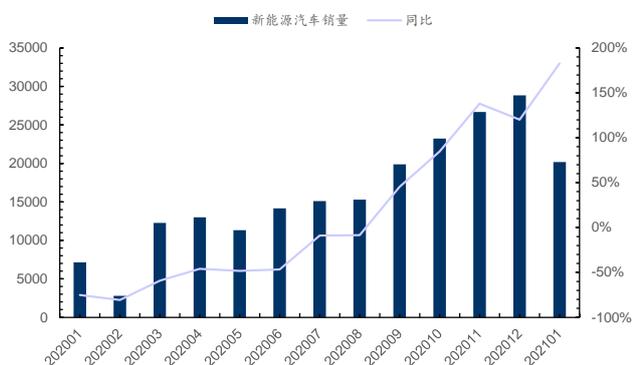
公司于2020年7月发布的高端爆款车型比亚迪汉持续热销，在20万元以上的中高端市场形成汉(轿车)+唐(SUV)双旗舰驱动的局面，有力提振了公司的产品力和品牌力；2021年1月公司发布DMI超级混动系统，并同步预售三款搭载车型，重点覆盖10-20万元价位段，3月上市有望再度引爆市场，DMP与DMI双平台持续发力。考虑到公司技术实力雄厚，刀片电池+DMP/DMI双技术平台+爆款车型(汉/DMI车型)的产业链垂直整合模式已初步成形，新能源汽车产品结构、销量与盈利能力优于预期，叠加供应链市场化持续推进，刀片电池加速外供，带来动力电池业务的收入与毛利上涨，我们上调盈利预期，预计公司20/21/22年的EPS分别为1.64/2.20/2.47元(原：1.55/2.06/2.44元)，对应PE为156/117/104X，维持“增持”评级。

评论：

■ 1月新能源销量同比+183%，纯电、插混双核驱动

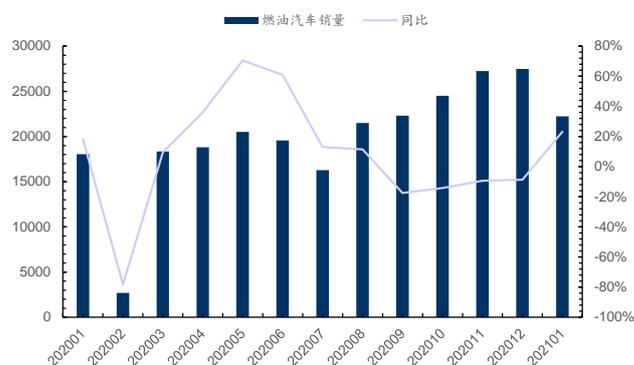
2021年1月，比亚迪共售出汽车4.2万辆，同比+68%，环比-25%。新能源汽车共售出2.0万辆，同比+183%，环比-30%；燃油车共售出2.2万辆，同比+23%，环比-19%。我们认为，公司1月销量同比增长强劲，主要得益于国内疫情防控得力，汉、唐DM等高端车型热销。

图 1: 2020-2021 比亚迪新能源单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 2020-2021 比亚迪燃油车单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

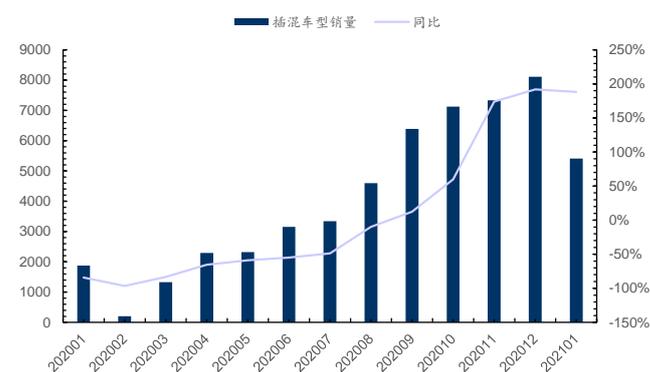
新能源方面, 比亚迪乘用车共售出 19871 辆, 同比+183%, 环比-28%; 商用车共售出 307 辆, 同比+172%, 环比-75%。在乘用车中, 纯电动车共售出 14463 辆, 同比+181%, 环比-26%; 插电混动车共售出 5408 辆, 同比+188%, 环比-33%。明星车型的销量增长带动了新能源销量的稳健上升, 汉 EV 售出 9298 辆 (2020 年 7 月上市); 唐 EV 售出 527 辆, 同比+1097.7%; 宋 MAX DM 售出 194 辆, 同比+312.8%; e3 售出 286 辆, 同比+60.7%。

图 3: 2019-2020 比亚迪纯电单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 2019-2020 比亚迪插混单月销量及同比



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

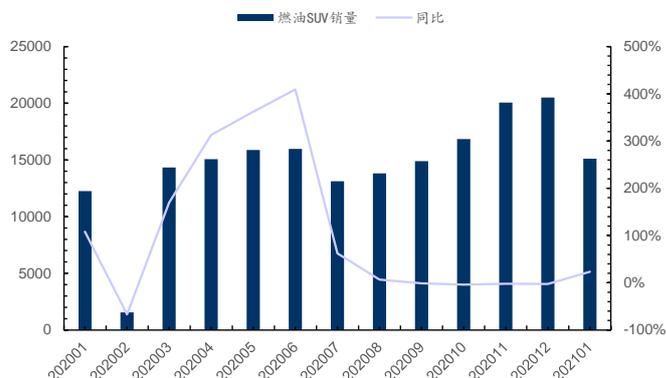
燃油车方面, 燃油车方面, 轿车/SUV/MPV 在 1 月的销量分别为 4507/20504/2470 辆, 分别同比+33%/+23%/-10%, 环比+32%/-26%/-52%。其中, 秦 PRO 燃油版共售出 1186 辆, 同比+139.6%, 领涨燃油轿车。

图 5: 2020-2021 比亚迪燃油轿车单月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 2020-2021 比亚迪燃油 SUV 单月销量



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

■ DMI 超级混动系统重磅发布, 三款新车型预计 3 月上市

2021 年 1 月, 比亚迪正式发布 DMI 超级混动系统, 该系统以电为主, 拥有快、省、静、顺等多重优势。DM-i 超级混动系统可实现亏电油耗 3.8L/百公里 (NEDC), 可油可电综合续航里程超过 1200 公里、百公里加速时间比同级别燃油车快 2-3 秒 (7 秒级), 操控平顺。

图 7: 比亚迪发布 DMI 超级混动



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

从工作原理来看, DM-i 超级混动技术以高安全性的刀片电池和高性能的大功率电机为设计基础, 主要依靠大功率高效电机进行驱动, 汽油发动机的主要职责是在高效转速区间发电, 并在合适的时机直接驱动车辆, 通过改变传统混动技术以发动机为主的设计, 从而大幅降低油耗。在纯电模式下, 专用刀片电池负责给驱动电机供电; 大部分混动模式下, 由发动机带动一台高功率发电机给驱动电机供电。中高速行驶工况中, 发动机适时直驱或和驱动电机一起并联输出动力。

比亚迪于 2020 年 3 月发布了新一代磷酸铁锂电池, “刀片电池”, 这款电池顺利通过了“针刺测试”, 具有极高的能量密度和安全性。DMI 超级混动系统搭载了专用的功率型刀片电池。在 DM-i 超级混动专用功率型刀片电池内, 包含有多个容纳腔, 每个容纳腔里都包含一个形状酷似饼干的极芯, 整个刀片就是由多个极芯串联而成, 这样使得 DM-i 超级混动专用功率型刀片电池散热面积大, 又使之在短路之后的回路更长, 热量不容易聚集。DM-i 超级混动专用功率型刀片电池的容量在 8.3-21.5kWh 之间, 纯电续航里程为 50-120KM。

图 8: DMI 专用刀片电池

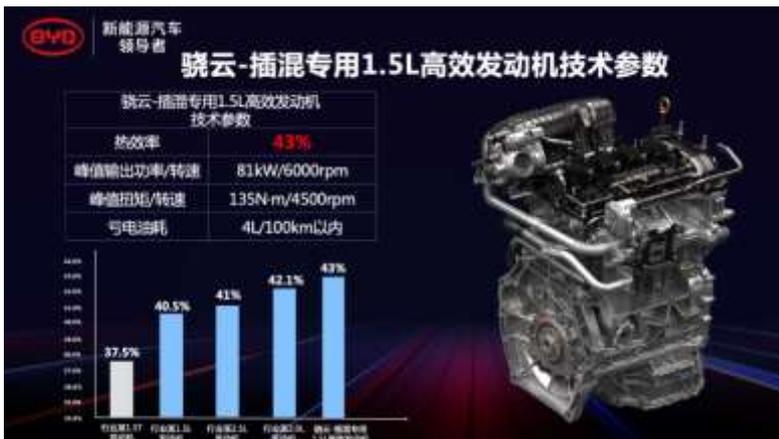


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

DMI 超级混动系统的另一个核心部件是骁云-插混专用 1.5L 高效发动机, 它以实现超低油耗为开发目标, 热效率高 达 43%, 创量产 1.5L 汽油发动机全球新高度。骁云-插混专用 1.5L 高效发动机拥有 15.5 的超高压压缩比, 增大了冲程-缸径比, 采用阿特金森循环, 配备 EGR 废气再循环系统, 采取一系列降摩擦措施, 并针对高热效率目标优化了发动机控制系统。在这款发动机上, 比亚迪首次启用了发动机分体冷却技术, 通过对缸盖和缸体的温度控制, 按需为缸盖和缸体精准提供冷却, 使缸盖和缸体都能处在最佳工作温度, 提升了发动机效率, 冷启动暖机过程缩短 15%-20% 的时间, 降低了暖机过程的油耗和排放。

此外, 这款发动机还充分利用插电电动车型的电动化优势, 将附件电气化, 取消了传统发动机前端轮系, 进一步降低了损耗, 提升了效率。而在中国用户关心的 NVH 性能方面, 这款发动机针对插电混动系统的工作特点, 对曲轴、轴承、缸体、进气歧管、油底壳、正时罩盖、缸盖罩盖等零部件进行了特殊的优化设计。

图 9: 骁云-插混专用 1.5L 高效发动机参数



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

率先搭载 DMI 超级混动系统的三款新车型, 秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI 预计将于 3 月上市, 预售价覆盖 10-23 万元价位段。

图 10: 搭载 DMI 超级混动系统的三款车型



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》中提到, 2025年我国新能源汽车要占到新车总销量的20%, 这其中, 插电混动技术路线大有可为。比亚迪率先进入DM混动技术的“双平台”战略时代, 将使插电混动车型对传统燃油车的“渗透”进一步增强。已经成熟应用于比亚迪车型的DM-p超强动力技术提供优于主流大排量燃油车的动力性能, 吸引对驾驶乐趣有较高需求, 也关注环保、向往绿色生活方式的消费群体; 全新推出的应用DM-i超级混动技术的车型, 相比传统燃油车, 油耗更低、起步更快、平顺更静音、电动更环保、不限购不限行, 产品力和使用体验全面超越。

图 11: 比亚迪 DMP 与 DMI 双平台战略



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

■ 比亚迪汉持续热销, 领跑自主品牌中大型轿车市场

比亚迪汉于2020年7月上市, 包括3款纯电动车型汉EV和1款插电混动车型汉DM, 搭载了比亚迪自研的磷酸铁锂“刀片电池”, 是全球首款搭载刀片电池的轿车, 售价位于21-28万元之间。汉整体基于比亚迪独有的Dragon Face打造, 内外饰设计考究。

图 12: 比亚迪汉的外形设计



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

图 13: 比亚迪汉的版本与价格

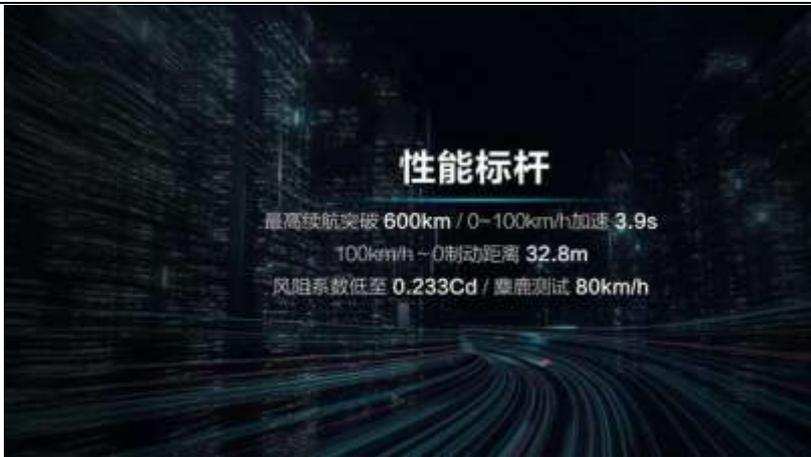
全球超安全智能新能源旗舰轿车		
EV 插电混动纯电轿车		DM 插电混动燃油轿车
四驱高性能旗舰型 (NEDC续航605km)	279,500 元	
超长续航标准型 (NEDC续航605km)	255,800 元	四驱性能豪华型 219,800 元
超长续航豪华型 (NEDC续航605km)	229,800 元	

资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

在性能方面, 汉 EV 将提供单电机两驱和双电机四驱车型, 其中单电机版本搭载最大功率 163kW (222PS), 最大扭矩 330N·m, NEDC 续航里程为 605km, 百公里耗电量 14.1kWh/100km; 双电机版前/后电机最大功率分别为 163kW (222PS) 和 200kW (272PS), 总功率达到 363kW, 最大扭矩 680N·m, NEDC 续航里程为 550km, 百公里耗电量 15.4kWh/100km, 百公里加速仅需 3.9 秒, 是中国加速最快的量产新能源轿车。

汉 DM 车型搭载由 2.0T 涡轮增压发动机和永磁同步电机组成的动力系统, 其中发动机最大功率 141kW (192PS), 电动机最大功率 180kW (245PS)。汉 DM 四驱性能版豪华型零百公里加速只需 4.7 秒, 提供 81 公里的 NEDC 综合工况纯电续航里程和超过 800 公里的综合续航里程, 并提供纯电、并联、串联、高速、能量回收五种动力模式选择。

图 14: 比亚迪汉性能优越



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

汉搭载的 DiPilot 智能驾驶辅助系统囊括了比亚迪最新的 DiDAS 驾驶辅助技术, 支持 L2+ 级别自动驾驶, 华为 HiCar、5G、手机 NFC 车钥匙等技术也将应用于汉系列上。

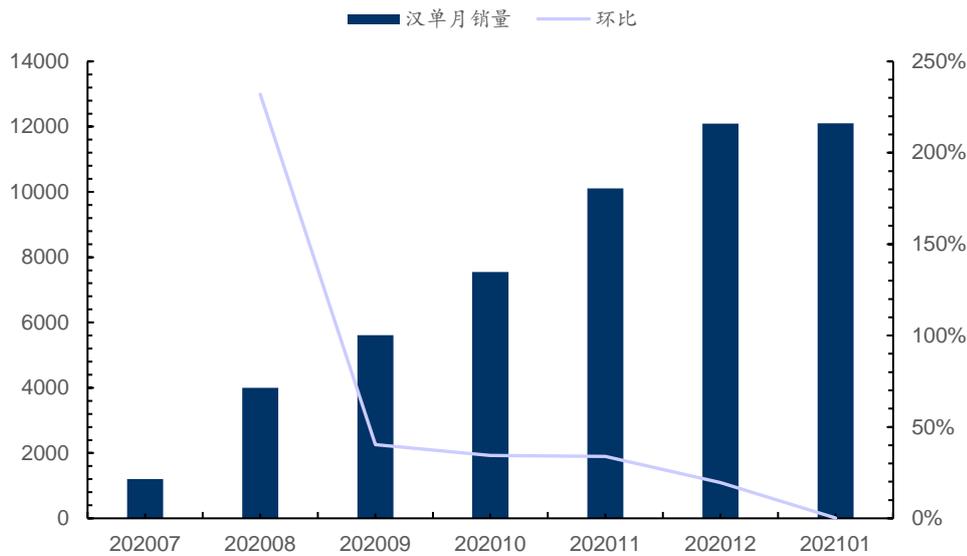
图 15: 华为 HiCar 生态应用



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

比亚迪汉上市后持续热销, 2021年1月售出12103辆, 已连续三个月单月销量破万。目前的产能情况大概是深圳地区20万辆, 西安30万辆, 长沙20-30万辆, 合计70-80万辆的产能。

图 16: 比亚迪汉单月销量及环比



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

截至2020年12月, 比亚迪在售的主力车型共有21款(王朝系列部分产品线有所合并), 宋家族/唐家族/秦家族/汉家族在2020年分别售出11/8/4/4万辆。

表 1: 2011-2020 比亚迪主力车型销量

车型	价位段	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
王朝系列											
秦 (Pro) DM				142	14747	31898	21868	20738	47425	16930	4704
秦 Pro 燃油									7919	18641	12638
秦 Pro EV									2676	15868	6622
秦燃油										7459	16599
秦 EV							10656	4886		3291	41621
宋 (PRO)						13769	100042	66610	40693	79466	79159
宋 (PRO) DM								30911	39318	9371	3118
宋 (PRO) EV								4013	4316	3214	3990
宋 MAX								30390	141068	63018	23410
宋 MAX DM										5157	1982
唐									24932	35796	13991
唐 EV										6931	1537
唐 DM						18375	31405	14592	37146	34014	21225
元							45838	23514			
元 EV									35699	61900	16074
汉 EV											28773
汉 DM											11783
其它系列											
比亚迪 F3		183391	124774	83358	110296	143453	130114	124000	47573	21390	10338
比亚迪 S6		60198	86851	93168	98720	18780					
比亚迪 L3		36901	77867	99450	55626						
比亚迪 G6		7668	41075	25556	8112			2776			
比亚迪 G3		54833	31964	7030	2794						
比亚迪 F0		82603	46956	52565	38179	15836	10865	10767			
比亚迪 G3R		6147	3222								
比亚迪 F3DM		613	1201								
比亚迪 F6		12894									
比亚迪 E6		401	1690	1544	3560	7029	20605	10215	6508		
比亚迪 M6		2835	1134	6521	6356	2382	1189				
速锐			38664	123643	73269	62683	33539	13358			
思锐				11132	7865						
比亚迪 S7					6549	110074	65360	23710			
比亚迪 G5					12687	17247	4562	512			
比亚迪 E5						1426	15639	23601	46213	29311	
比亚迪 e2										7319	19616
比亚迪 e1										7470	1771
比亚迪 D1											1201
比亚迪 e3										1649	2820
在售车型数量合计		11	11	11	13	12	13	16	13	19	21
销量合计		448484	455398	504109	438760	442952	491682	404593	481486	428195	322972

资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

投资建议：尽管 2020 年受疫情影响，国内汽车行业产销分别同比下降 2%/1.9%，但是疫情防控措施得力，汽车行业景气度稳健恢复，预计 2021 年国内汽车产销稳中有升。比亚迪作为国内自主品牌中的龙头车企，在新能源汽车领域发力时间早、技术积累雄厚，深度布局整车生产、动力电池、车规级半导体等核心业务，自主研发能力强，产业链垂直整合的优势凸显。

公司于 2020 年 7 月发布的高端爆款车型比亚迪汉持续热销，在 20 万元以上的中高端市场形成汉(轿车)+唐(SUV)双旗舰驱动的局面，有力提振了公司的产品力和品牌力；2021 年 1 月公司发布 DMI 超级混动系统，并同步预售三款搭载车型，重点覆盖 10-20 万元价位段，3 月上市有望再度引爆市场，DMP 与 DMI 双平台持续发力。考虑到公司技术实力雄厚，刀片电池+DMP/DMI 双技术平台+爆款车型(汉/DMI 车型)的产业链垂直整合模式已初步成形，新能源汽车产品结构、销量与盈利能力优于预期，叠加供应链市场化持续推进，刀片电池加速外供，带来动力电池业务的收入与毛利上涨，我们上调盈利预期，预计公司 20/21/22 年的 EPS 分别为 1.64/2.20/2.47 元(原：1.55/2.06/2.44 元)，对应 PE 为 156/117/104X，维持“增持”评级。

可比公司估值：我们选择自主品牌乘用车龙头长城汽车、长安汽车，国内大中型客车龙头宇通客车，和动力电池龙头宁德时代进行可比公司估值，考虑比亚迪作为国内新能源乘用车行业龙头，大空间、高增速背景下享有一定的估值溢价，维持“增持”评级。

表 2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS				PE			
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601633.SH	长城汽车	买入	40.90	3,753	0.49	0.53	0.84	1.02	83	77	49	40
000625.SZ	长安汽车	买入	19.00	1,019	-0.55	1.29	1.05	1.17	-	15	18	16
600066.SH	宇通客车	买入	12.95	287	0.88	0.22	0.70	1.08	15	59	19	12
300750.SZ	宁德时代	增持	410.20	9,556	2.07	2.33	4.05	5.60	199	176	101	73
	平均				0.72	1.09	1.66	2.22	99	82	47	35
002594.SZ	比亚迪	增持	257.00	7,353	0.59	1.64	2.20	2.47	434	156	117	104

资料来源:国信证券经济研究所预测

■ 风险提示：疫情拖累汽车销量，新车型销量不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	12650	9723	15157	22936	营业收入	127739	152194	180006	214963
应收款项	45495	6255	7398	8834	营业成本	106924	124023	147066	176985
存货净额	25572	6802	8079	9761	营业税金及附加	1561	5586	6606	7889
其他流动资产	22155	45658	54002	64489	销售费用	4346	6164	7290	8599
流动资产合计	106967	74438	90635	112020	管理费用	4141	6746	7886	9277
固定资产	60118	61463	62370	62876	财务费用	3014	2463	1361	1167
无形资产及其他	12650	12144	11638	11132	投资收益	(809)	150	150	150
投资性房地产	11846	11846	11846	11846	资产减值及公允价值变动	169	(150)	(150)	(150)
长期股权投资	4060	4060	4060	4060	其他收入	(4800)	0	0	0
资产总计	195642	163952	180549	201934	营业利润	2312	7212	9796	11047
短期借款及交易性金融负债	49080	6296	6000	6000	营业外净收支	119	230	150	150
应付款项	36168	47613	56550	68324	利润总额	2431	7442	9946	11197
其他流动负债	22781	19115	22694	27370	所得税费用	312	1414	1890	2127
流动负债合计	108029	73025	85244	101695	少数股东损益	504	1544	2064	2323
长期借款及应付债券	21916	21916	21916	21916	归属于母公司净利润	1614	4484	5993	6747
其他长期负债	3095	3395	3745	4145					
长期负债合计	25011	25311	25661	26061	现金流量表 (百万元)				
负债合计	133040	98336	110905	127756	净利润	1614	4484	5993	6747
少数股东权益	5839	6611	7643	8805	资产减值准备	(527)	31	4	2
股东权益	56762	59004	62001	65374	折旧摊销	9584	5979	6746	7248
负债和股东权益总计	195642	163952	180549	201934	公允价值变动损失	(169)	150	150	150
					财务费用	3014	2463	1361	1167
					营运资本变动	(7681)	42618	2106	3247
					其它	(339)	741	1028	1160
					经营活动现金流	2481	54004	16026	18553
					资本开支	(14504)	(7000)	(7300)	(7400)
					其它投资现金流	1636	(4905)	0	0
					投资活动现金流	(13367)	(11905)	(7300)	(7400)
					权益性融资	2	0	0	0
					负债净变化	5100	0	0	0
					支付股利、利息	(4389)	(2242)	(2996)	(3373)
					其它融资现金流	9059	(42784)	(296)	0
					融资活动现金流	10484	(45026)	(3293)	(3373)
					现金净变动	(402)	(2927)	5434	7780
					货币资金的期初余额	13052	12650	9723	15157
					货币资金的期末余额	12650	9723	15157	22936
					企业自由现金流	(3218)	49435	10589	12989
					权益自由现金流	10942	4656	9190	12043

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.59	1.64	2.20	2.47
每股红利	1.61	0.82	1.10	1.24
每股净资产	20.81	21.63	22.73	23.96
ROIC	9%	8%	11%	13%
ROE	3%	8%	10%	10%
毛利率	16%	19%	18%	18%
EBIT Margin	8%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	16%	10%	10%	9%
收入增长	-2%	19%	18%	19%
净利润增长率	-42%	178%	34%	13%
资产负债率	71%	64%	66%	68%
息率	0.6%	0.3%	0.4%	0.5%
P/E	434.3	156.4	117.0	103.9
P/B	12.4	11.9	11.3	10.7
EV/EBITDA	41.0	51.1	45.4	42.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

- 《比亚迪-002594-2020 三季报点评：新品周期持续向上，关注边际变化》 ——2020-11-02
- 《比亚迪-002594-2020 年 8 月产销点评：“汉”引领复苏，8 月销量同比增长 2.15%》 ——2020-09-09
- 《比亚迪-002594-2020 半年报点评：新品周期开启，业绩超预期》 ——2020-08-31
- 《比亚迪-002594-公司快评：高端车型汉上市，品牌力持续向上》 ——2020-07-14
- 《比亚迪-002594-2019 半年报点评：中报符合预期，新品投放保障持续增长》 ——2019-08-22

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032