

2020 纯电质变 2021 插混可期

比亚迪 (002594)

事件概述

公司发布 2020 年年报和 21Q1 业绩预告：营业收入 1,565.98 亿元，同比+22.59%；归母净利 42.34 亿元，同比+162.27%；扣非归母净利 29.54 亿元，同比+1,181.50%。预计 21Q1 归母净利为 2.00 至 3.00 亿元，同比+77.56%至+166.34%。

分析判断：

► 20Q4 创单季营收新高 新能源引领增长

据公司每月披露的销量快报，2020 年整车销量 42.70 万辆，同比-7.46%。而乘联会公布的 2020 年国内狭义乘用车销量同比为-6.8%，公司增速略低于行业。其中，公司 20Q4 营收 515.75 亿，同比+52.06%，归母净利 8.21 亿元，同比+1,943.87%，扣非归母净利 4.61 亿元，同比由-3.57 亿元转正。此外，20Q4 公司销售毛利率 16.59%，同比-0.42pct，销售净利率 2.16%，同比-1.50pct。主要业务表现及财务数据变化为：

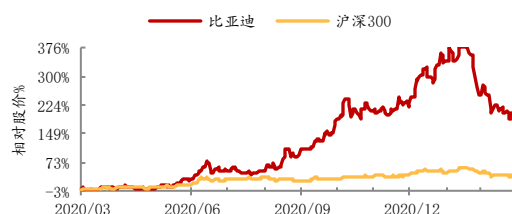
1) 20Q1 公司整车销量仅 6.13 万辆，但随疫情受控和车市回暖，Q2-Q4 销量分别达 9.73/11.03/15.8 万辆，同比分别为-11.89%/+2.44%/+25.79%。20Q4 公司新能源乘用车销量为 7.52 万辆，同比+124.90%，以汉、唐 DM 等新车型贡献主要增量；新能源商用车销量 0.36 万辆，同比+3.01%，与去年基本持平；燃油车销售 7.92 万辆，同比-10.67%，预计增速放缓一定程度受公司混动车型的竞争影响。20H2 公司汽车业务收入达 519.21 亿元，环比+61.89%，毛利率达 25.98%，环比+2.05pct，主因新品周期新旗舰车型投放带来产品结构改善，提振销量同时优化盈利。

2) 公司 20H2 手机部件及组装业务收入 366.63 亿元，环比+56.81%，毛利率 9.64%，环比-3.99pct。收入增长主因 5G 手机出货量的增长以及疫情催化的在线教育、远程办公、在线娱乐等新商业机会拉升了笔记本电脑、平板电脑的销量。此外，公司 20H2 二次充电电池及光伏业务收入为 72.97 亿元，环比+52.31%。

3) 20Q4 公司单季销售费用 15.27 亿元，同比+52.70%，销售费用率 2.96%，同比+0.01pct；管理费用 12.21 亿元，同比+24.46%，管理费用率 2.37%，同比-0.52pct；财务费用 7.04 亿元，同比-33.96%，财务费用率 1.37%，同比-1.78pct；研发费用 25.73 亿元，同比+43.74%，研发费用率 4.99%，同比-0.29pct。2020 全年公司销售费用同比+16.33%，主因广告展览费用增加所致；管理费用同比+4.36%，同去年基本持平；财务费用同比+24.84%，主要是汇兑损失增加所致；研发费用同比

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	增持
目标价格：	
最新收盘价：	169.00
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	273.37/54.15
总市值(亿)	4,809.58
自由流通市值(亿)	4,809.58
自由流通股数(百万)	2,861.14



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系人：吴迪

邮箱：wudi3@hx168.com.cn

相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ) 2021 年 2 月销量点评：2 月销量同比增长 DM-i 新车上市增量可期
2021.03.05
2. 比亚迪 (002594.SZ) 2021 年 1 月销量点评：新能源引领增长 纯电插混双驱并进
2021.02.04
3. 比亚迪 (002594.SZ)：超级混动首发 王朝家族亮相
2021.01.12

+32.61%，主因职工薪酬及物料消耗增加所致。

► 展望 2021：纯电新旗舰引领 插混增量可期

公司 2021 年 1-2 月整车累计销售 6.33 万辆，21Q1 销量增长趋势确定，公司预计 21Q1 归母净利为 2.00 至 3.00 亿元，同比+77.56%至+166.34%。

展望 2021 全年，新能源汽车市场将大概率维持高增长，去年下半年上市的新旗舰汉及唐 DM、D1EV 等新能源车型有望持续贡献增量，而 21Q1，搭载 DM-i 超级混动的秦 Plus（补贴后起售价 10.58 万元）、唐及宋 Plus（补贴后起售价 14.68 万元）陆续上市，将贡献新的增量。秦 Plus DM-i 补贴后起售价已与同级别燃油车无异，却具备亏电油耗 3.8L/百公里、零百加速 7.3s、续航里程 1,245km 等特性，显示出极强的产品竞争力，爆款可期。

► 零部件蓄势市场化 超级品牌开启未来

公司由技术驱动，在纯电及混动系统平台以及核心零部件领域均有独立的解决方案，正向开发积累深厚。同丰田成立合资公司显示公司综合能力获海外巨头认可。而零部件业务市场化改造（如成立弗迪系公司，半导体业务计划分拆上市等），或将打开更广阔的营收增长空间：1）刀片电池产能有序扩张，满足自身需要后，外供机会也随之打开：重庆工厂现有产能 20GWh，或将扩增至 35GWh，长沙工厂于 2020 年底投产，贵阳工厂或于今年底投产，蚌埠工厂已启动建设；2）半导体业务分拆上市，有利市场拓展。32 位车规级 MCU 率先国产化，功率半导体以 IGBT 和 SiC 为核心，逐步实现全产业链整合。公司在半导体领域的领先将随着市场拓展在业绩端逐步体现；3）公司纯电 e 平台及混动 DM 平台持续迭代日臻成熟，存在平台外供，分摊固定投入，优化成本，拓展额外营收的机会。

此外，公司在 2020 年报业绩交流会上公布计划在 2023 年 Q1 推出高端品牌，承接公司技术愿景。公司对新能源汽车核心零部件全面而深厚的技术积累将孕育强大的系统集成能力，助力公司以自主可控的超级技术打造超级品牌，开启可观的增量市场空间。

投资建议

公司对系统平台及核心零部件的掌握有利于新车型的正向开发，将驱动新品周期，贡献核心增量。此外，预计弗迪系的独立运营、半导体业务分拆上市、动力电池及新能源整车平台外供等零部件市场化运作以及承接公司技术愿景的高端品牌规划布局或将持续拓展市场增量空间。

维持 2021-2022 年的盈利预测不变，归母净利润为 60.8/73.9 元。预计公司 2023 年的归母净利润为 99.2 亿元。2021-203 年对应的 EPS 为 2.13/2.58/3.47 元，当前股价对应的 PE 为 79/65/49 倍。维持增持评级。

风险提示

新能源汽车行业景气度回升不及预期，市场竞争加剧导致新车型销量不及预期，市占率提升不及预期等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	127,739	156,598	175,853	199,013	228,268
YoY (%)	-1.8	22.6	12.3	13.2	14.7
归母净利润(百万元)	1,614	4,234	6,083	7,395	9,918
YoY (%)	-41.9	162.3	43.7	21.6	34.1
毛利率 (%)	16.3	19.4	19.8	20.0	21.3
每股收益 (元)	0.56	1.48	2.13	2.58	3.47
ROE (%)	2.8	7.4	9.6	10.4	12.2
市盈率	299.50	114.20	79.49	65.39	48.76

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	156,598	175,853	199,013	228,268	净利润	6,014	9,359	11,377	15,258
YoY(%)	22.6	12.3	13.2	14.7	折旧和摊销	12,519	8,330	8,670	8,500
营业成本	126,251	141,089	159,310	179,647	营运资金变动	21,441	-679	-691	-1,767
营业税金及附加	2,154	2,638	2,985	3,424	经营活动现金流	45,393	19,214	21,030	24,257
销售费用	5,056	6,331	7,164	8,446	资本开支	-11,515	-17,039	-13,177	-13,572
管理费用	4,321	5,627	6,567	7,761	投资	-1,739	0	0	0
财务费用	3,763	1,052	804	592	投资活动现金流	-14,444	-17,390	-13,575	-14,029
资产减值损失	-907	-29	-43	-36	股权募资	2,800	0	0	0
投资收益	-273	-352	-398	-457	债务募资	40,634	-13,401	3,000	3,000
营业利润	7,086	11,351	13,382	18,318	筹资活动现金流	-28,907	-13,708	2,963	2,823
营业外收支	-203	-340	2	-368	现金净流量	2,064	-11,884	10,419	13,051
利润总额	6,883	11,011	13,384	17,950	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	869	1,652	2,008	2,693	成长能力				
净利润	6,014	9,359	11,377	15,258	营业收入增长率	22.6%	12.3%	13.2%	14.7%
归属于母公司净利润	4,234	6,083	7,395	9,918	净利润增长率	162.3%	43.7%	21.6%	34.1%
YoY(%)	162.3	43.7	21.6	34.1	盈利能力				
每股收益	1.48	2.13	2.58	3.47	毛利率	19.4%	19.8%	20.0%	21.3%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利润率	3.8%	5.3%	5.7%	6.7%
货币资金	14,445	2,561	12,979	26,031	总资产收益率 ROA	2.1%	2.9%	3.2%	3.7%
预付款项	724	809	914	1,031	净资产收益率 ROE	7.4%	9.6%	10.4%	12.2%
存货	31,396	35,086	39,617	44,675	偿债能力				
其他流动资产	65,039	70,894	77,936	86,831	流动比率	1.05	1.10	1.20	1.30
流动资产合计	111,605	109,350	131,446	158,567	速动比率	0.70	0.68	0.76	0.86
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466	现金比率	0.14	0.03	0.12	0.21
固定资产	54,585	60,445	66,124	71,830	资产负债率	67.9%	64.2%	63.3%	61.8%
无形资产	11,804	12,049	11,749	11,721	经营效率				
非流动资产合计	89,412	97,983	102,632	107,403	总资产周转率	0.78	0.85	0.85	0.86
资产合计	201,017	207,334	234,078	265,970	每股指标 (元)				
短期借款	16,401	0	0	0	每股收益	1.48	2.13	2.58	3.47
应付账款及票据	51,908	58,009	65,500	73,862	每股净资产	19.88	22.15	24.86	28.45
其他流动负债	38,122	40,972	44,467	48,408	每股经营现金流	15.87	6.72	7.35	8.48
流动负债合计	106,431	98,981	109,967	122,269	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	14,745	17,745	20,745	23,745	估值分析				
其他长期负债	15,387	16,387	17,387	18,387	PE	114.20	79.49	65.39	48.76
非流动负债合计	30,133	34,133	38,133	42,133	PB	9.77	7.59	6.76	5.91
负债合计	136,563	133,113	148,100	164,402					
股本	2,728	2,728	2,728	2,728					
少数股东权益	7,580	10,855	14,837	20,177					
股东权益合计	64,454	74,220	85,979	101,568					
负债和股东权益合计	201,017	207,334	234,078	265,970					

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。