

公司研究

毛利提升带动业绩增长，超级混动放量可期

——比亚迪 (002594.SZ/1211.HK) 2020 年年报点评

要点

事件：公司发布 2020 年年报：2020 年公司实现营业收入 1565.98 亿元（同比+22.59%），实现归母净利润 42.34 亿元（同比+162.67%），归母扣非净利润 29.54 亿元（同比+1181.50%）。同时，公司预告 1Q21 实现归母净利润 2~3 亿元（同比+77.56%~+116.34%）。

点评：

手机和汽车相关业务板块毛利增厚是 2020 年业绩增长主源。2020 年公司归母净利润同比增长 26 亿元至 42.3 亿元。利润表科目同比变动较为显著的项目：毛利同比+95.3 亿元、研发费用同比+18.4 亿元、财务费用同比+7.5 亿元、减值损失同比+12.2 亿元。因此毛利大幅增长是公司业绩增长的主要因素。2020 年公司毛利率为 19.4%（同比+3.1pct），其中汽车及手机业务板块对毛利贡献显著：1) 汽车及相关产品业务受益于 2H20 新能源产品销量提升以及 1H20 医疗产品收入贡献，板块收入 839.9 亿元（同比+32.8%），毛利 211.6 亿元（同比+73.2 亿元），毛利率 25.2%（同比+3.3pct）；手机部件及组装业务受益北美大客户核心产品放量，板块收入 600.4 亿元（同比+12.5%），毛利 67.2 亿元（同比+17.3 亿元），毛利率 11.2%（同比+1.8pct）。

新品周期启动，维持高研发投入；新旧产品切换，折旧摊销和减值计提增加。2020 年公司研发费用 74.6 亿元（同比+32.6%，研发费用率为 4.8%，同比+0.4pct）。因公司开启产品换代升级，部分旧产品和产能逐步退出，因此折旧摊销以及减值计提增加。考虑到 2021 年公司新能源汽车产品将逐步切换至刀片电池，原有三元产品或有收缩，相关折旧减值短期或仍对业绩有一定影响。

展望未来，手机业务和新能源车双轮驱动业绩有望持续提升。手机部件及组装业务：北美大客户合作深化，收入贡献有望持续提升。电子雾化等新领域未来有望贡献百亿级收入；汽车业务：汉持续热销、DM-i 订单饱满，纯电和插混两条技术路线同时发力，全新产品周期有望与行业复苏共振，2021 年公司汽车整体销量增速有望大超行业水平。

小幅下调 21E 盈利预测，维持“增持”评级：考虑到 1H21 DM-i 处于产能爬坡阶段以及电池产能切换或产生的折摊减值，下调 21E 归母净利润至 50 亿元（下调 18%）。维持 22E 归母净利润 67 亿元的盈利预测，预测 23E 归母净利润为 91 亿元。21E~23E EPS 为 1.75/2.33/3.18 元，维持 A/H 股“增持”评级。

风险提示：1. 疫情反复等风险使车市恢复不及预期；2. 动力电池等零部件外供不及预期；3. 市场竞争加剧的风险；4. 汇率波动风险；5. 分拆上市不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	127,739	156,598	203,175	269,137	351,091
营业收入增长率	-1.78%	22.59%	29.74%	32.47%	30.45%
净利润 (百万元)	1,614	4,234	4,998	6,660	9,092
净利润增长率	-41.93%	162.27%	18.03%	33.25%	36.52%
EPS (元)	0.59	1.55	1.75	2.33	3.18
ROE (归属母公司) (摊薄)	2.84%	7.44%	5.76%	7.20%	9.07%
P/E	286	109	97	73	53
P/E (H 股)	243	93	82	62	45

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-30；汇率：按 1HKD=0.84437CNY 换算

A 股：增持（维持）

当前价：169.00 元

H 股：增持（维持）

当前价：170.40 港元

作者

分析师：杨耀先

执业证书编号：S0930520120001

021-52523656

yangyx@ebscn.com

分析师：邵将

执业证书编号：S0930518120001

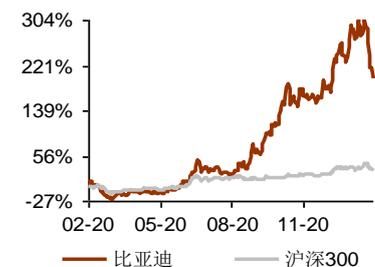
021-52523869

shaoj@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	28.61
总市值(亿元):	4835.33
一年最低/最高(元):	54.15/273.57
近 3 月换手率:	81.12%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-13.89	-12.65	143.34
绝对	-19.87	-13.02	182.00

资料来源：Wind

相关研报

全新插混系统发布，行业领导者再出发——比亚迪 (002594.SZ/1211.HK) 动态跟踪报告 (2021-01-12)

拓展融资渠道，加速业务扩张，挖掘潜在价值——比亚迪 (002594.SZ/1211.HK) 拟筹划比亚迪半导体分拆上市公告点评 (2020-12-31)

业绩继续向上突破，各块业务迎高速增长期——比亚迪 (002594.SZ/1211.HK) 2020 年三季度业绩点评 (2020-11-01)

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	127,739	156,598	203,175	269,137	351,091
营业成本	106,924	126,251	169,036	224,307	292,809
折旧和摊销	9,584	12,485	9,866	10,994	12,148
税金及附加	1,561	2,154	2,641	3,499	4,564
销售费用	4,346	5,056	6,705	8,882	11,586
管理费用	4,141	4,321	5,689	7,536	9,831
研发费用	5,629	7,465	9,143	12,111	15,799
财务费用	3,014	3,763	2,055	2,392	2,544
投资收益	-809	-273	-177	-169	-152
营业利润	2,312	7,086	7,168	10,140	13,475
利润总额	2,431	6,883	7,235	10,172	13,479
所得税	312	869	941	1,322	1,752
净利润	2,119	6,014	6,294	8,849	11,727
少数股东损益	504	1,780	1,297	2,190	2,635
归属母公司净利润	1,614	4,234	4,998	6,660	9,092
EPS(按最新股本计)	0.59	1.55	1.75	2.33	3.18

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14,741	45,393	23,261	22,307	29,007
净利润	1,614	4,234	4,998	6,660	9,092
折旧摊销	9,584	12,485	9,866	10,994	12,148
净营运资金增加	2,885	-3,583	11,940	-2,294	21,504
其他	657	32,256	-3,543	6,948	-13,736
投资活动产生现金流	-20,881	-14,444	-17,377	-16,693	-16,791
净资本支出	-20,214	-11,515	-15,509	-15,840	-15,872
长期投资变化	4,060	5,466	-666	-651	-731
其他资产变化	-4,728	-8,395	-1,202	-203	-188
融资活动现金流	6,610	-28,907	60,941	-6,143	12,370
股本变化	0	0	133	0	0
债务净变化	11,800	-19,557	34,838	-7,424	10,504
无息负债变化	-12,637	23,080	13,544	29,554	35,941
净现金流	523	2,064	66,825	-529	24,586

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	16.3%	19.4%	16.8%	16.7%	16.6%
EBITDA 率	13.0%	16.8%	11.2%	9.6%	8.8%
EBIT 率	5.5%	8.9%	6.3%	5.6%	5.3%
税前净利润率	1.9%	4.4%	3.6%	3.8%	3.8%
归母净利润率	1.3%	2.7%	2.5%	2.5%	2.6%
ROA	1.1%	3.0%	2.2%	2.8%	3.2%
ROE (摊薄)	2.8%	7.4%	5.8%	7.2%	9.1%
经营性 ROIC	3.8%	8.0%	6.6%	7.7%	8.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	68%	68%	66%	67%	69%
流动比率	0.99	1.05	1.26	1.27	1.28
速动比率	0.75	0.75	1.01	0.99	1.00
归母权益/有息债务	0.80	1.11	1.01	1.17	1.12
有形资产/有息债务	2.47	3.55	3.01	3.64	3.82

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	195,642	201,017	280,591	310,626	367,471
货币资金	12,650	14,445	81,270	80,741	105,327
交易性金融资产	34	0	0	0	0
应收帐款	43,934	41,216	37,790	47,505	58,646
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,561	1,051	1,434	1,896	2,468
存货	25,572	31,396	35,864	45,383	56,496
其他流动资产	14,806	16,175	18,504	21,802	25,900
流动资产合计	106,967	111,605	182,237	205,041	256,914
其他权益工具	1,922	1,420	1,448	1,477	1,507
长期股权投资	4,060	5,466	6,131	6,782	7,513
固定资产	49,443	54,585	56,587	58,265	59,129
在建工程	5,721	3,550	4,248	4,621	4,833
无形资产	12,650	11,804	13,903	15,880	17,598
商誉	66	66	66	66	66
其他非流动资产	1,080	1,054	1,986	1,986	1,986
非流动资产合计	88,675	89,412	98,355	105,586	110,556
总负债	133,040	136,563	184,945	207,075	253,520
短期借款	40,332	16,401	44,624	35,785	45,133
应付账款	22,521	42,983	42,259	56,077	73,202
应付票据	13,648	8,926	11,833	13,458	14,640
预收账款	2	8	2,032	5,383	10,533
其他流动负债	7,025	2,485	7,142	10,440	13,719
流动负债合计	108,029	106,431	145,048	161,257	200,921
长期借款	11,948	14,745	21,245	22,545	23,585
应付债券	9,969	8,880	8,880	8,880	8,880
其他非流动负债	2,992	6,114	9,374	13,991	19,728
非流动负债合计	25,011	30,133	39,897	45,818	52,599
股东权益	62,601	64,454	95,646	103,551	113,951
股本	2,728	2,728	2,861	2,861	2,861
公积金	28,630	29,147	54,316	54,316	54,316
未分配利润	21,056	24,457	29,051	34,766	42,531
归属母公司权益	56,762	56,874	86,770	92,485	100,250
少数股东权益	5,839	7,580	8,876	11,066	13,701

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.40%	3.23%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	3.24%	2.76%	2.80%	2.80%	2.80%
财务费用率	2.36%	2.40%	1.01%	0.89%	0.72%
研发费用率	4.41%	4.77%	4.50%	4.50%	4.50%
所得税率	13%	13%	13%	13%	13%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.06	0.15	0.33	0.46	0.61
每股经营现金流	5.40	16.64	8.13	7.80	10.14
每股净资产	20.81	20.85	30.33	32.32	35.04
每股销售收入	46.82	57.40	71.01	94.07	122.71

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE (A)	286	109	97	73	53
PB (A)	8.1	8.1	5.6	5.2	4.8
EV/EBITDA	34.8	21.6	25.6	22.3	19.3
股息率	0.0%	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE