

证券研究报告—动态报告

汽车汽配

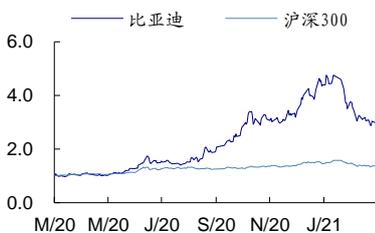
汽车

比亚迪(002594)
增持

2020 年报点评

(维持评级)

2021 年 03 月 31 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

| | |
|---------------|-----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 2,861/2,194 |
| 总市值/流通(百万元) | 483,533/193,673 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,457/13,888 |
| 12 个月最高/最低(元) | 273.37/54.15 |

相关研究报告:

《比亚迪-002594-重大事件快评: 1 月新能源销量同比+183%, 比亚迪汉持续热销》——2021-02-10

《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

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩符合预期, 2021 有望迎来产品强势周期

● 业绩符合预期, 下半年新能源乘用车销量同比+55%

公司 2020 年业绩基本符合预期, 实现营收 1565.98 亿元, 同比增加 22.59%, 归母净利润 42.34 亿元, 同比增加 162.27%, 归母扣非净利润 29.54 亿元, 同比增加 1181.50%。拆单季度看, 本财年 Q4 实现营收 515.75 亿元, 同比增加 52.06%, 归母净利润 8.21 亿元, 同比增加 1943.87%。公司汽车销量在上半年受疫情影响后, 于 7 月同比转正, 2020 年下半年新能源乘用车销量同比+55%。

● 研发投入持续加强, 旗舰车型带动毛利上升

报告期内, 四费占比 13.16%, 较去年同期下降 0.25pct, 其中销售费用率为 3.23%, 下降 0.17pct, 管理费用率为 2.76%, 下降 0.48pct, 财务费用率为 2.40%, 增加 0.04pct; 研发费用率为 4.77%, 增加 0.36pct。公司毛利率为 19.38%, 同比增加 3.08pct。旗舰车型比亚迪汉和唐(家族)分别于 2020 年贡献了 4.1/3.7 万辆, 有力拉动了公司毛利率的上涨。

● 短期看好产品强势周期, 长期看好供应链垂直整合

短期来看, 比亚迪汉于 2020 年 7 月上市, 连续 3 个月销量破万, 预计 2021 年持续强势表现, 中性测算 2021 年销量有望达到 10.7 万辆。秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI 将陆续于 3 月上市, 考虑到 DMI 平台的卓越性能与热烈的终端反馈, 预计 3 款车型 2021 年合计销量有望达到 13.5 万辆。长期来看, 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, 叠加供应链市场化持续推进, 刀片电池加速外供, 有望迎来高速增长期。

● 风险提示

车市销量不及预期; 旗舰车型产能不足。

● 业绩符合预期, 维持“增持”评级

业绩基本符合预期(原 2020 年利润预期 44.8 亿), 考虑公司 2021 年多款主力产品上市, 预计公司 21/22/23 年 EPS 分别为 2.34/2.76/3.23 元, 目前股价对应 PE 分别为 72/61/52 倍, 维持“增持”评级。

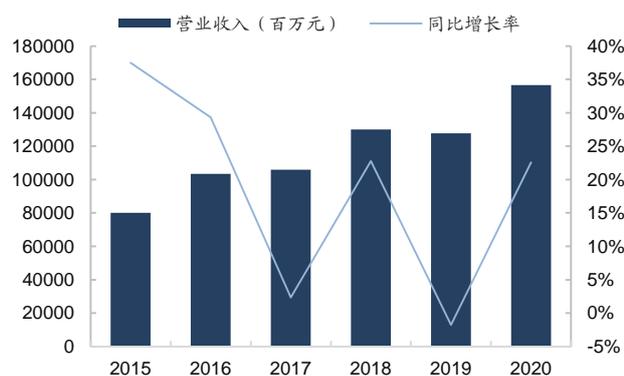
盈利预测和财务指标

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 156,598 | 190,134 | 228,247 | 269,310 |
| (+/-%) | 22.6% | 21.4% | 20.0% | 18.0% |
| 净利润(百万元) | 4234 | 6387 | 7525 | 8798 |
| (+/-%) | 162.3% | 50.8% | 17.8% | 16.9% |
| 摊薄每股收益(元) | 1.55 | 2.34 | 2.76 | 3.23 |
| EBIT Margin | 12.0% | 7.0% | 7.8% | 7.6% |
| 净资产收益率(ROE) | 7.4% | 10.9% | 12.2% | 13.5% |
| 市盈率(PE) | 108.9 | 72.2 | 61.3 | 52.4 |
| EV/EBITDA | 31.8 | 32.9 | 27.1 | 25.0 |
| 市净率(PB) | 8.11 | 7.84 | 7.46 | 7.06 |

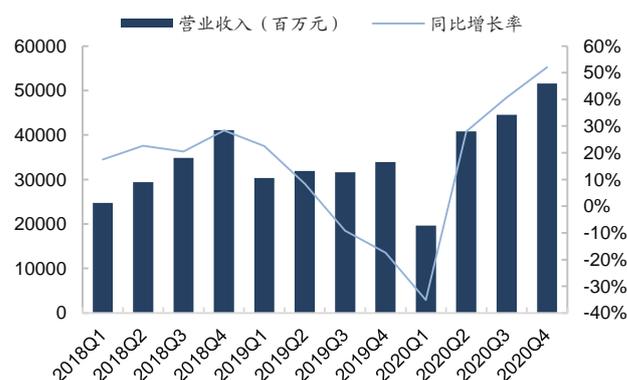
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收净利大幅增长，下半年新能源车用车销量同比+55%：公司 2020 年业绩略超预期，实现营收 1565.98 亿元，同比增加 22.59%，归母净利润 42.34 亿元，同比增加 162.27%，归母扣非净利润 29.54 亿元，同比增加 1181.50%。拆单季度看，本财年 Q4 实现营收 515.75 亿元，同比增加 52.06%，归母净利润 8.21 亿元，同比增加 1943.87%。公司汽车销量在上半年受疫情影响后，于 7 月同比转正，2020 年下半年同比+15%，单 Q4 同比+26%。

图 1：公司营业收入及增速


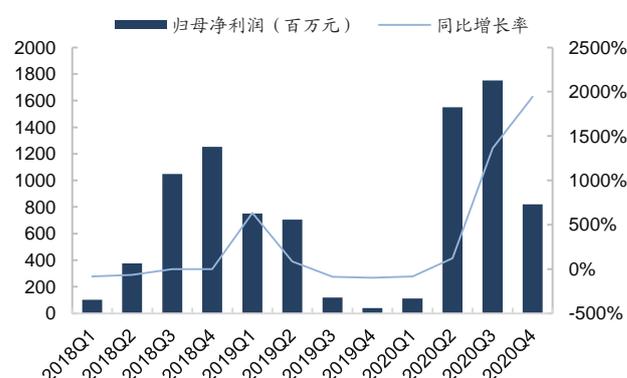
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营业收入及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司净利润及增速

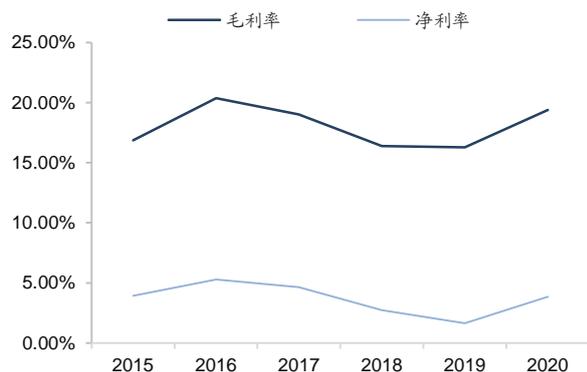

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度净利润及增速


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

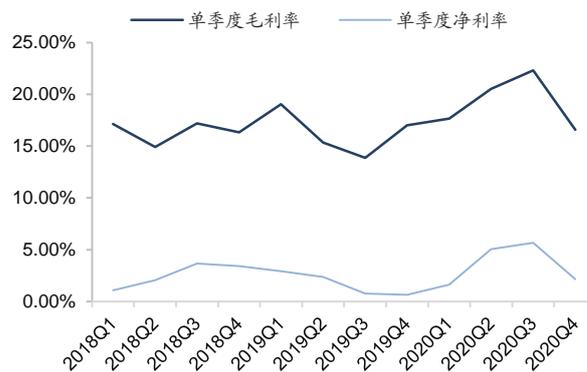
研发投入持续加强，旗舰车型带动毛利上升：报告期内，四费占比 13.16%，较去年同期下降 0.25pct，其中销售费用率为 3.23%，下降 0.17pct，管理费用率为 2.76%，下降 0.48pct，财务费用率为 2.40%，增加 0.04pct；研发费用率为 4.77%，增加 0.36pct。公司毛利率为 19.38%，同比增加 3.08pct。旗舰车型比亚迪汉和唐（家族）分别于 2020 年贡献了 4.1/3.7 万辆，有力拉动了公司毛利率的上涨。

图 5: 公司毛利率和净利率



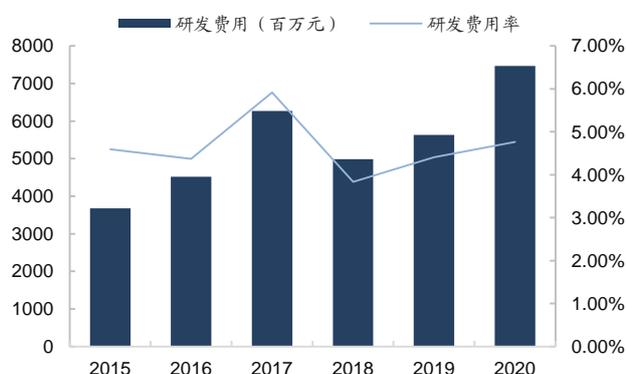
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司单季度毛利率和净利率



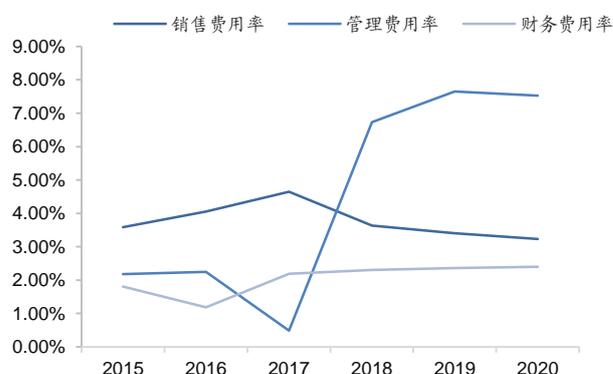
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 研发费用及费用率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8: 三项费用率变化情况



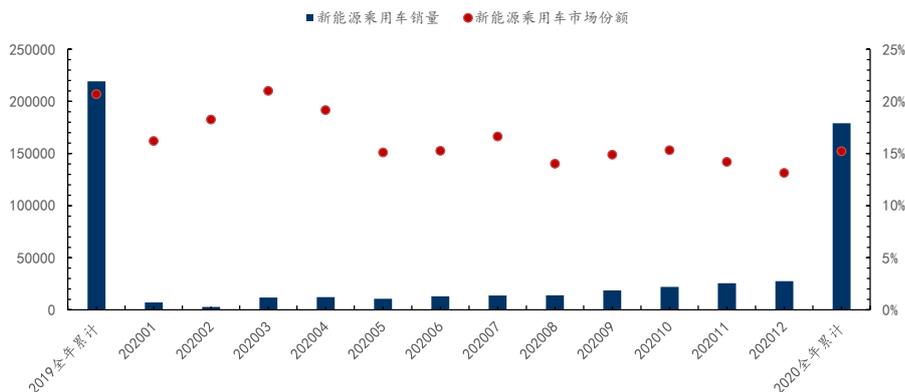
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

比亚迪汉开启强势产品周期, DMI 系列车型有望持续发力

回顾 2020: 产品周期相对弱势, 比亚迪汉吹响反击号角

2020 年对比亚迪的新能源乘用车业务来说是具有挑战性的一年, 首先从宏观经济环境来看, 上半年疫情对汽车行业施加了无差别打击, 汽车产销同比下滑 17%。其次从具体的市场格局来看, 理想 one 于 2019 年 10 月上市, 特斯拉 Model3 于 2020 年 1 月上市, 小鹏 P7 于 2020 年 4 月上市, 蔚来 ES6 于 2020 年 5 月上市, 国内外造车新势力的强势车型纷纷登陆国内市场。而比亚迪正处于相对弱势的产品周期, 新能源乘用车的销量和市场份额都受到一定程度的蚕食。2020 年全年, 比亚迪新能源乘用车销量为 17.9 万辆, 同比下降 18.37%; 市占率 15.2%, 较去年下降 5.5pct (此处依照销量快报数据)。

图 7: 比亚迪新能源乘用车销量及市占率



资料来源: 公司公告, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

备受瞩目的旗舰车型比亚迪汉于 2020 年 7 月上市, 首月销量 1205 台, 随后快速增长, 于 2020 年 11 月单月销量达到 1.01 万辆, 成为中国汽车工业首款月销破万的高端 C 级轿车。2020 年 2 月, 比亚迪汉的销量在连续 7 个月的环比增长后暂时回落, 主要原因是: 1) 春节假期减少了 2 月的有效销售天数, 就地过年政策影响了购车需求; 2) DMI 车型上市在即, 分流了部分客户。

表 1: 比亚迪汉销量

| 月份 | 汉单月销量 | 环比涨幅 | 汉当年累计销量 (辆) |
|--------|-------|------|-------------|
| 202007 | 1205 | | 1205 |
| 202008 | 4000 | 232% | 5205 |
| 202009 | 5612 | 40% | 10817 |
| 202010 | 7545 | 34% | 18362 |
| 202011 | 10105 | 34% | 28467 |
| 202012 | 12089 | 20% | 40556 |
| 202101 | 12103 | 0% | 12103 |
| 202002 | 5028 | -58% | 17131 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

比亚迪汉是比亚迪新一轮强势产品周期的前哨旗舰, 吹响了比亚迪 2021 年在新能源乘用车领域强势反击的号角。我们认为, 这款产品的突破性成功主要因为以下原因:

1) 酷炫的外形设计: 汉 EV 的前脸造型来自于 E-SEED GT 概念车首创的“EV Dragon Face”设计语言。由于纯电动车前舱内部结构的变化, 汉 EV 采用了更加简洁大气的跑车化曲面设计。整车的侧脸由清晰明快的车身线条、饱满富有张力的曲线、转折起伏律动良好的腰线组成, 为“汉”实现 0.233 的超低风阻系数提供了助力。汉 EV 的尾部设计多以横向线条组建, 整车造型轻快流畅, 在大面积的色块划分上, 比例拿捏的十分精准。整车侧围与车尾的过渡清晰明确, 让气流能够在拐角处果断分离, 有效降低空气阻力, 搭配上微微翘起的尾部, 显著增强车身的下压力, 足以看出“汉”在外观设计上的精准把控。

图 8: 比亚迪汉的前脸



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

图 9: 比亚迪汉的腰线



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

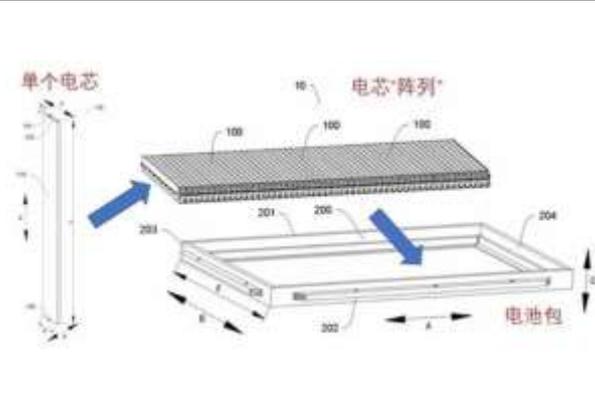
2) 刀片电池的优异性能: “刀片电池”通过结构创新, 在成组时可以跳过“模组”, 大幅提高了体积利用率, 最终达成在同样的空间内装入更多电芯的设计目标。相较传统电池包, “刀片电池”的体积利用率提升了 50%以上, 也就是说续航里程可提升 50%以上, 达到了高能量密度三元锂电池的同等水平。同时, 刀片电池在针刺实验中表现优秀, 基本杜绝了动力电池自燃的风险。

图 10: 针刺试验结果对比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 11: 刀片电池的基本结构



资料来源: 第一电动网, 国信证券经济研究所整理

3) 自主技术的营销优势: 在比亚迪汉的几项关键零部件中, 刀片电池和高性能 SIC 模块都是完全自主研发、自主生产, 作为自主品牌突破核心技术的代表性成果, 天然具备巨大的营销价值。更加锦上添花的是, 比亚迪汉还搭载了另一个掌握核心技术的龙头企业——华为的 5G 与车机互联技术, 并成功邀请到了华为高管参与比亚迪的发布会, 可以在现有的竞争对手中将自主品牌、自主技术的概念发挥到极致。

图 12: 比亚迪汉搭载华为 HiCar 生态应用



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

3) 产品布局避免了客户分流: 我们统计了 2020 年比亚迪在售主力车型的所有配置及售价, 每 5000 元划分一个价位段, 可以清晰地看到, 比亚迪汉只在 2 个价位段上分别与宋、唐重叠, 其余价位段都是由汉独享。而且, 宋和唐都是 SUV, 汉是轿车, 相互之间的直接竞争不会非常激烈。比亚迪在产品布局上给予了汉极大的优待, 避免了汉的目标客户被其它车型分流。

图 13: 比亚迪 2020 年产品布局 (汉标黄色)

| 价位段 (万元) | 3.5-4 | 4-4.5 | 4.5-5 | 5-5.5 | 5.5-6 | 6-6.5 | 6.5-7 | 7-7.5 | 7.5-8 | 8-8.5 | 8.5-9 | 9-9.5 | 9.5-10 | 10-10.5 | 10.5-11 | 11-11.5 | 11.5-12 |
|-----------|---------|---------------------------------------|-------------|-----------------------------|----------------------|-------------------|-------------|-------------------|---------|-----------------------------|--------------------------|-------------------|-------------|-------------------|------------|-------------------|----------------------|
| | | F3 | | | | 秦 (燃油版) | 宋 (燃油版) | 秦 (燃油版) | 宋 (燃油版) | 秦 (燃油版) | E2/宋 PRO (燃油版) / 元 (新能源) | 宋 (燃油版) | E2/元 (新能源) | | E2/元 (新能源) | | E2/宋 (燃油版) / 元 (新能源) |
| | 12-12.5 | 12.5-13 | 13-13.5 | 13.5-14 | 14-14.5 | 14.5-15 | 15-15.5 | 15.5-16 | 16-16.5 | 16.5-17 | 17-17.5 | 17.5-18 | 18-18.5 | 18.5-19 | 19-19.5 | 19.5-20 | 20-20.5 |
| | 宋 (燃油版) | 秦 (新能源) / 宋 (燃油版) / 宋 (燃油版) / 元 (新能源) | 宋 (燃油版) | 秦 (新能源) / 唐 (燃油版) / 元 (新能源) | E2/宋 (燃油版) / 唐 (燃油版) | 秦 (新能源) / 唐 (燃油版) | 唐 (燃油版) | 秦 (新能源) / 唐 (燃油版) | | 秦 (新能源) / 宋 (新能源) / 唐 (燃油版) | 秦 (新能源) | 秦 (新能源) / 宋 (新能源) | 秦 PRO (新能源) | 秦 (新能源) / 宋 (新能源) | | 秦 (新能源) / 宋 (新能源) | 秦 PRO (新能源) |
| 2020年产品布局 | 20.5-21 | 21-21.5 | 21.5-22 | 22-22.5 | 22.5-23 | 23-23.5 | 23.5-24 | 24-24.5 | 24.5-25 | 25-25.5 | 25.5-26 | 26-26.5 | 26.5-27 | 27-27.5 | 27.5-28 | 28-28.5 | 28.5-29 |
| | 宋 (新能源) | | 宋 (新能源) / 汉 | | 汉 | | 唐 (新能源) / 汉 | | | | | 唐 (新能源) | 唐 (新能源) | 唐 (新能源) | 汉 | 唐 (新能源) | 唐 (新能源) |
| | 29.5-30 | 30-30.5 | 30.5-31 | 31-31.5 | 31.5-32 | 32-32.5 | 32.5-33 | 33-33.5 | 33.5-34 | | | | | | | | |
| | 唐 (新能源) | | | | | | 唐 (新能源) | | 唐 (新能源) | | | | | | | | |

资料来源: 汽车之家, 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。宋 PRO、秦 EV 和汉 EV 分别以 7.9 万、4.2 万和 2.9 万的销量位列 2020 全年比亚迪内部销量前三名。

表 2: 比亚迪历年主力车型销量整理

| 车型 | 价 位 段 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|------------|------------|---------|---------|
| 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 |
| 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 |
| 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 |
| 当年的销量前三名 | 1 | 比亚迪 F3 | 比亚迪 F3 | 速锐 | 比亚迪 F3 | 比亚迪 F3 | 比亚迪 F3 | 比亚迪 F3 | 宋 MAX | 宋 (PRO) | 宋 (PRO) |
| | 2 | 比亚迪 F0 | 比亚迪 S6 | 比亚迪 L3 | 比亚迪 S6 | 比亚迪 S7 | 宋 (PRO) | 宋 (PRO) | 比亚迪 F3 | 宋 MAX | 秦 EV |
| | 3 | 比亚迪 S6 | 比亚迪 L3 | 比亚迪 S6 | 速锐 | 速锐 | 比亚迪 S7 | 宋 (PRO) DM | 秦 (Pro) DM | 元 EV | 汉 EV |

资料来源: 515 排行网, 汽车之家, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

展望 2021: 比亚迪汉延续强势表现, DMI 车型相继发力

2021 年比亚迪上市的 3 款 DMI 车型分别为秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI。这 3 款车型主打 10-20 万元价位段, 主要竞争对手是传统燃油车的高性价比车型。除唐 DMI 顶配版以外, 它们和汉的价位段基本没有重叠, 且有较大差距。

从之前比亚迪汉的销售走势中我们可以看到, 受限于产能等原因, 在春节假期前 (2021 年 1 月), 汉的单月销量达到 12000 辆时环比增速已经基本停滞, 因

此我们推算，月交付 12000 辆已经接近比亚迪的产能极限。即使通过产线调整等方式拉高产能，2021 年接下来的月份里比亚迪汉的平均单月销量很难超过 12000 辆。同时，2021 年 2 月受春节假期影响，比亚迪汉的单月销量仅 5028 辆，前两个月平均单月销量 8565 辆。2021 年剩下的年份中不会再有春节那么重大的节假日影响汉的销量，我们估计后续汉的单月销量不会低于 7000 辆。

表 3: 比亚迪汉销量预测

| | 2021 年前 2 个月销量 | 2021 年后 10 个月销量 (辆) | 全年销量 (辆) |
|------|----------------|---------------------|----------|
| 销量上限 | 17131 | 120000 | 137131 |
| 销量下限 | 17131 | 70000 | 87131 |
| 中性预计 | 17131 | 90000 | 107131 |

资料来源:汽车之家, 国信证券经济研究所预测

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。

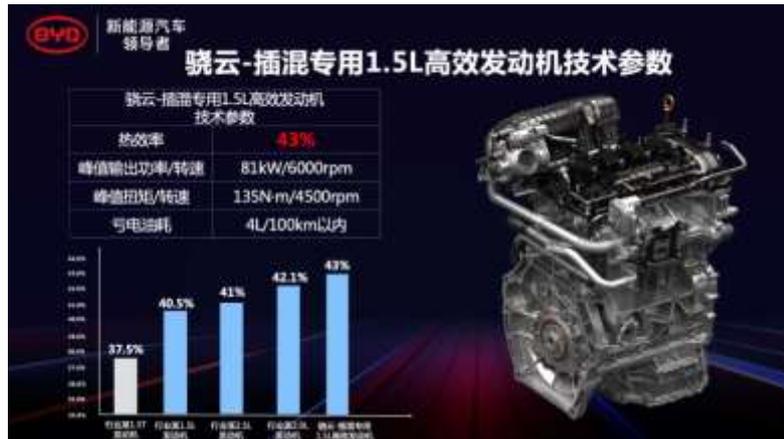
图 14: 比亚迪发布 DMI 超级混动


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。

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。

图 15: 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。其中秦 PLUS DMI 和宋 PLUS DMI 已经上市, 宋 PLUS DMI 的上市价格区间为 14.68 万-16.98 万元。

图 16: DMI 车型发布价格



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 17: 宋 PLUS DMI 上市价格



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

考虑到 DMI 车型卓越的产品力和积极的终端消费者反馈, 我们对 DMI 车型的销量总体持乐观态度。结合秦、宋、唐家族车型的历史销量数据, 我们预计秦 PLUS DMI 的销量有望突破 3.5 万辆, 宋 PLUS DMI 的销量有望突破 7 万辆, 唐 PLUS DMI 的销量有望突破 3 万辆, 3 款 DMI 车型的合计销量有望突破 13.5 万辆。

表 4: DMI 车型销量预计

| 车型 | 2021 预计销量 (万辆) |
|------------|----------------|
| 秦 PLUS DMI | 3.5 |
| 宋 PLUS DMI | 7 |
| 唐 PLUS DMI | 3 |
| 合计 | 13.5 |

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所预测

业绩符合预期, 维持“增持”评级

业绩基本符合预期 (原 2020 年利润预期 44.8 亿), 考虑公司 2021 年多款主力产品上市, 预计公司 21/22/23 年 EPS 分别为 2.34/2.76/3.23 元, 目前股价对应 PE 分别为 72/61/52 倍, 维持“增持”评级。

表 5: 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 | | | |
|-----------|----------|----------|------------|-------------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 601633.SH | 长城汽车 | 买入 | 29.69 | 2,724 | 0.49 | 0.58 | 0.84 | 1.02 | 60 | 51 | 35 | 29 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 买入 | 14.59 | 794 | -0.55 | 1.29 | 1.05 | 1.17 | - | 11 | 14 | 12 |
| 600066.SH | 宇通客车 | 买入 | 14.78 | 327 | 0.88 | 0.23 | 0.51 | 0.84 | 17 | 63 | 29 | 18 |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 增持 | 318.98 | 7,431 | 2.07 | 2.26 | 3.26 | 4.13 | 154 | 141 | 98 | 77 |
| 平均 | | | | | 0.72 | 1.09 | 1.42 | 1.79 | 77 | 67 | 44 | 34 |
| 002594.SZ | 比亚迪 | 增持 | 169.00 | 4,835 | 0.59 | 1.55 | 2.34 | 2.76 | 286 | 109 | 72 | 61 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 14445 | 9723 | 10000 | 11000 | 营业收入 | 156598 | 190134 | 228247 | 269310 |
| 应收款项 | 42259 | 52091 | 62533 | 73784 | 营业成本 | 126251 | 152979 | 181909 | 215138 |
| 存货净额 | 31396 | 36962 | 44044 | 52231 | 营业税金及附加 | 2154 | 2852 | 3424 | 4040 |
| 其他流动资产 | 22254 | 57040 | 68474 | 80793 | 销售费用 | 5056 | 6274 | 7532 | 8887 |
| 流动资产合计 | 111605 | 161817 | 191051 | 223808 | 管理费用 | 4321 | 14732 | 17591 | 20805 |
| 固定资产 | 60696 | 64618 | 67758 | 70258 | 财务费用 | 3763 | 2500 | 5283 | 5851 |
| 无形资产及其他 | 11804 | 11332 | 10860 | 10388 | 投资收益 | (273) | (200) | (200) | (200) |
| 投资性房地产 | 11446 | 11446 | 11446 | 11446 | 资产减值及公允价值变动 | 855 | (150) | (150) | (150) |
| 长期股权投资 | 5466 | 5866 | 6266 | 6666 | 其他收入 | (8549) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 201017 | 255078 | 287380 | 322565 | 营业利润 | 7086 | 10446 | 12158 | 14240 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 27813 | 75367 | 86955 | 98235 | 营业外净收支 | (203) | 0 | 150 | 150 |
| 应付款项 | 51908 | 57497 | 68513 | 81249 | 利润总额 | 6883 | 10446 | 12308 | 14390 |
| 其他流动负债 | 26709 | 23861 | 28458 | 33747 | 所得税费用 | 869 | 1358 | 1600 | 1871 |
| 流动负债合计 | 106431 | 156725 | 183926 | 213231 | 少数股东损益 | 1780 | 2701 | 3183 | 3721 |
| 长期借款及应付债券 | 23626 | 23626 | 23626 | 23626 | 归属于母公司净利润 | 4234 | 6387 | 7525 | 8798 |
| 其他长期负债 | 6507 | 7007 | 7507 | 8007 | | | | | |
| 长期负债合计 | 30133 | 30633 | 31133 | 31633 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 136563 | 187358 | 215059 | 244864 | 净利润 | 4234 | 6387 | 7525 | 8798 |
| 少数股东权益 | 7580 | 8930 | 10521 | 12382 | 资产减值准备 | (159) | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 56874 | 58790 | 61800 | 65320 | 折旧摊销 | 0 | 6401 | 7182 | 7822 |
| 负债和股东权益总计 | 201017 | 255078 | 287380 | 322565 | 公允价值变动损失 | (855) | 150 | 150 | 150 |
| | | | | | 财务费用 | 3763 | 2500 | 5283 | 5851 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | 20634 | (46944) | (12844) | (13232) |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | 389 | 1351 | 1591 | 1860 |
| 每股收益 | 1.55 | 2.34 | 2.76 | 3.23 | 经营活动现金流 | 24244 | (32656) | 3604 | 5399 |
| 每股红利 | 1.35 | 1.64 | 1.66 | 1.94 | 资本开支 | (1274) | (10000) | (10000) | (10000) |
| 每股净资产 | 20.85 | 21.55 | 22.65 | 23.94 | 其它投资现金流 | (156) | (4749) | 0 | 0 |
| ROIC | 14% | 9% | 10% | 10% | 投资活动现金流 | (2836) | (15149) | (10400) | (10400) |
| ROE | 7% | 11% | 12% | 13% | 权益性融资 | 2800 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 19% | 20% | 20% | 20% | 负债净变化 | 2798 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 12% | 7% | 8% | 8% | 支付股利、利息 | (3686) | (4471) | (4515) | (5279) |
| EBITDA Margin | 12% | 10% | 11% | 10% | 其它融资现金流 | (20636) | 47554 | 11588 | 11281 |
| 收入增长 | 23% | 21% | 20% | 18% | 融资活动现金流 | (19613) | 43083 | 7073 | 6001 |
| 净利润增长率 | 162% | 51% | 18% | 17% | 现金净变动 | 1795 | (4722) | 277 | 1000 |
| 资产负债率 | 72% | 77% | 78% | 80% | 货币资金的期初余额 | 12650 | 14445 | 9723 | 10000 |
| 息率 | 0.8% | 1.0% | 1.0% | 1.1% | 货币资金的期末余额 | 14445 | 9723 | 10000 | 11000 |
| P/E | 108.9 | 72.2 | 61.3 | 52.4 | 企业自由现金流 | 35800 | (38976) | (184) | 2373 |
| P/B | 8.1 | 7.8 | 7.5 | 7.1 | 权益自由现金流 | 17962 | 5339 | 6807 | 8564 |
| EV/EBITDA | 31.8 | 32.9 | 27.1 | 25.0 | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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，并向客户发布的行为。

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