

2021年04月07日

# 3月销量同比增长 DM-i 上市爆款可期

## 比亚迪(002594)

### 事件概述

公司发布产销快报：3月整车销量4.08万辆，同比+33.4%，Q1累计销量10.41万辆，累计同比+70.0%；3月整车产量3.90万辆，同比+26.4%，Q1累计产量10.82万辆，累计同比+75.7%。

### 分析判断：

#### ► 3月销量同比增长 插混引领贡献增量

公司3月整车销量4.08万辆，同比19年/20年分别为-12.8%/+33.4%（疫情导致同期基数低），环比21年1月/2月分别为-3.7%/+95.0%（春节因素导致2月基数低）。Q1销量总计为10.41万辆，同比19年/20年分别为-11.4%/+70.0%。整车销量相对20年呈向上态势，但比照19年仍存增长潜力。

分车型看：1) 新能源乘用车3月销量2.34万辆，同比19年/20年为-20.0%/+98.8%，环比21年1月/2月为+17.7%/+131.0%；2) 新能源商用车3月销量832辆，同比19年/20年为-2.5%/+68.8%，环比21年1月/2月为+171%/+258%；3) 燃油车3月销量1.66万辆，同比19年/20年为-0.9%/-9.5%，环比21年1月/2月为-25.3%/+57.0%。

相对20年，新能源乘用车贡献主要增量，其中：纯电动车型3月销量1.63万辆，同比+56.2%，Q3销量总计3.86万辆，同比+113.1%；插混车型3月销量0.71万辆，同比+432.7%，Q3销量总计1.48万辆，同比+333.2%。

#### ► 技术驱动供给质变 纯电质变插混可期

公司由技术驱动，积极同科技公司合作（如战略投资地平线），研发向纵深推进，前瞻布局智能驾驶、功率半导体等领域。正向开发的技术沉淀已从量变转向质变，逐渐转化为产品端的显著比较优势。

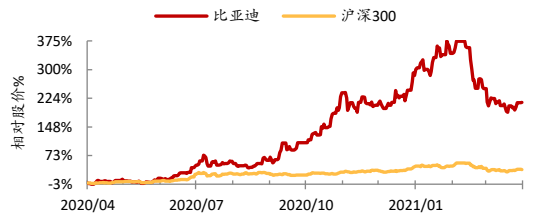
纯电动抢占换购需求：新旗舰汉零百加速3.9s（三电技术+超低风阻设计）+600公里续航（高安全性+高系统能量密度刀片电池）+智能配置（DiPilot智能驾驶辅助系统等），在20-30万价格带竞争优势突出，上市后渐成月销破万爆款车型，3月订单稳定，后续增量持续可期。

插混抢占首购需求：搭载超级混动DM-i的秦Plus、唐、宋Plus于3月后陆续上市，直面传统燃油车竞争，在手订单或已逾5万。秦Plus DM-i版具备超强产品力——以10.58万起售价（与同级别燃油车无异）+百公里亏电油耗3.8L+1,245km超长续航——替代传统燃油车的市场潜力巨大，爆款可期。

预计受益成熟纯电平台及智能化技术赋能的汉EV、D1、e9等纯电车型将汇同DM-i超级混动车型，合力贡献2021年整车

### 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：	176.09
股票代码：	002594
52周最高价/最低价：	273.37/54.15
总市值(亿)	5,038.19
自由流通市值(亿)	2,017.98
自由流通股数(百万)	1,145.99



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

- 【华西汽车】比亚迪(002594.SZ) 2020年财报点评：2020纯电质变 2021插混可期  
2021.03.30
- 【华西汽车】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
- 【华西汽车】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

销售增量。

### ▶ 零部件蓄势市场化 超级品牌开启未来

公司正向开发积累深厚，在纯电、混动系统平台及新能源汽车核心零部件领域有自主可控的解决方案，而同丰田成立合资公司也彰显能力已得认可。公司积极推动零部件业务市场化（如成立弗迪系公司，半导体业务计划分拆上市等），或将打开可观的业绩增量空间：1) 刀片电池产能有序扩张，满足内需后，外供时机也已近成熟：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，贵阳工厂或于今年年底投产，蚌埠工厂已启动建设；2) 半导体业务分拆上市利于拓展市场。32 位车规级 MCU 率先国产化，功率半导体以 IGBT 和 SiC 为核心，全产业链整合正逐步实现。半导体领域的领先优势将随市场开拓逐步在业绩端体现；3) 纯电 e 平台及混动 DM 平台持续迭代日臻成熟。一旦平台外供市场打开，则固定投入将被有效分摊，优化成本，拓展增量营收机会。

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的掌握和积累有利于培育出强大的系统集成能力，助力推动以超级技术打造超级品牌，开启可观增量市场空间。

### 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。

维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年的归母净利润依次为 60.8/74.0/99.2 亿元，对应的 EPS 为 2.13/2.58/3.47 元，当前股价对应的 PE 为 83/68/51 倍。维持增持评级。

### 风险提示

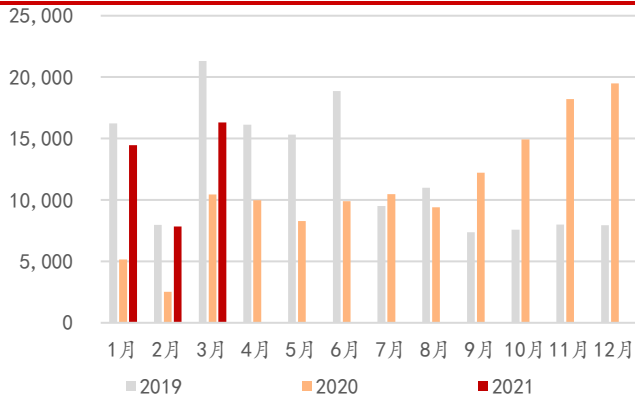
新能源汽车行业景气度回升不及预期，市场竞争加剧导致新车型销量不及预期，市占率提升不及预期等。

### 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	9.7	10.6	12.6
市盈率	312.07	118.99	82.83	68.13	50.80

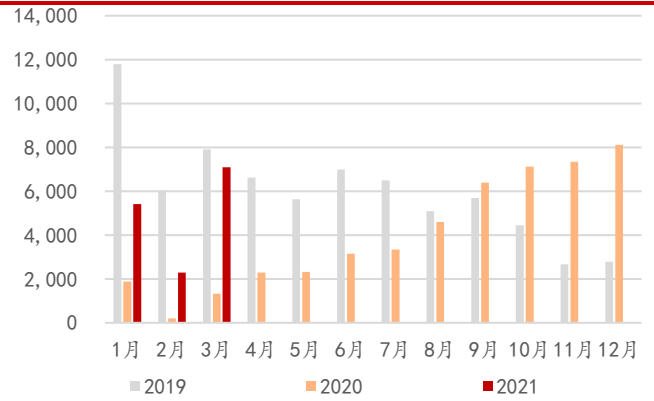
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 公司纯电动乘用车月销量（辆）



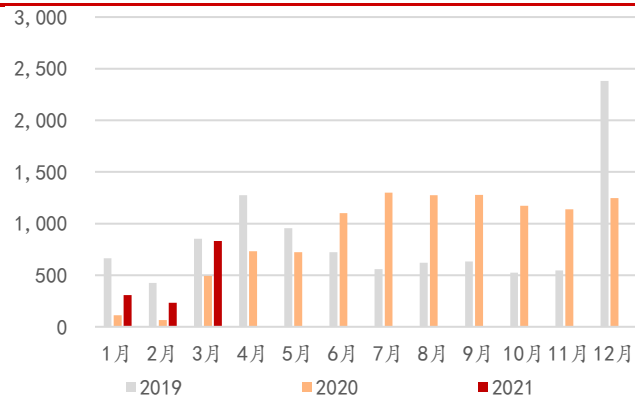
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 公司插电混动乘用车月销量（辆）



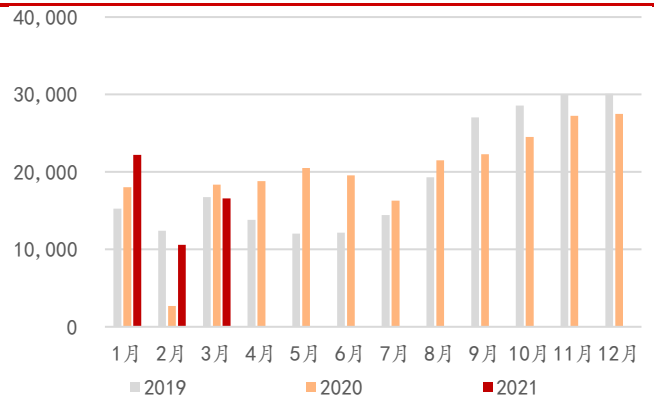
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 公司新能源商用车月销量（辆）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司燃油车月销量（辆）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	156,598	175,853	199,013	228,268	净利润	6,014	9,358	11,377	15,258
YoY(%)	22.6	12.3	13.2	14.7	折旧和摊销	12,519	8,557	8,707	8,657
营业成本	126,251	141,089	159,310	179,647	营运资金变动	21,441	-14,475	3,629	-6,549
营业税金及附加	2,154	2,638	2,985	3,424	经营活动现金流	45,393	6,542	26,431	20,093
销售费用	5,056	6,155	6,965	8,218	资本开支	-11,515	-11,949	-10,472	-11,137
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	1,394	1,223	743	投资活动现金流	-14,444	-12,481	-11,070	-11,793
资产减值损失	-907	-356	-389	-430	股权募资	2,800	0	0	0
投资收益	-273	-352	-398	-457	债务募资	40,634	9,213	-12,139	25
营业利润	7,086	11,385	13,413	18,230	筹资活动现金流	-28,907	6,994	-14,362	-1,967
营业外收支	-203	-375	-29	-280	现金净流量	2,064	1,055	1,000	6,333
利润总额	6,883	11,010	13,384	17,950	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	869	1,651	2,008	2,693	<b>成长能力</b>				
净利润	6,014	9,358	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	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.48	2.13	2.58	3.47	毛利率	19.4%	19.8%	20.0%	21.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利润率	3.8%	5.3%	5.7%	6.7%
货币资金	14,445	15,500	16,500	22,833	总资产收益率 ROA	2.1%	2.7%	3.2%	3.8%
预付款项	724	644	821	873	净资产收益率 ROE	7.4%	9.7%	10.6%	12.6%
存货	31,396	34,638	39,280	44,231	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	65,039	79,521	83,105	95,284	流动比率	1.05	1.14	1.27	1.40
流动资产合计	111,605	130,303	139,706	163,221	速动比率	0.70	0.77	0.83	0.93
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466	现金比率	0.14	0.14	0.15	0.20
固定资产	54,585	60,104	65,387	70,537	资产负债率	67.9%	67.0%	63.9%	61.9%
无形资产	11,804	11,646	11,255	10,941	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	89,412	92,526	94,191	96,134	总资产周转率	0.78	0.79	0.85	0.88
资产合计	201,017	222,829	233,897	259,355	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	16,401	21,114	4,475	0	每股收益	1.48	2.13	2.58	3.47
应付账款及票据	51,908	54,581	62,920	70,467	每股净资产	19.88	21.93	24.34	27.52
其他流动负债	38,122	38,895	42,902	46,342	每股经营现金流	15.87	2.29	9.24	7.02
流动负债合计	106,431	114,589	110,297	116,809	每股股利	0.00	0.14	0.19	0.24
长期借款	14,745	19,245	23,745	28,245	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	15,387	15,387	15,387	15,387	PE	118.99	82.83	68.13	50.80
非流动负债合计	30,133	34,633	39,133	43,633	PB	9.77	8.03	7.24	6.40
负债合计	136,563	149,222	149,429	160,442					
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	73,607	84,467	98,913					
负债和股东权益合计	201,017	222,829	233,897	259,355					

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。