

2021 年 07 月 06 日

DM-i 加速兑现 向全面新能源化进发

比亚迪 (002594)

事件概述:

7 月 6 日, 公司发布 2021 年 6 月汽车销量快报。6 月公司汽车销售 5.10 万辆, 同比+51.3%。其中, 新能源汽车 4.14 万辆, 同比+192.0%; 燃油车 9.65 万辆, 同比-50.7%。同时, 公司 6 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 2.777GWh, 同比+11%。

分析判断:

► 插混加速兑现 新能源全面转型实现在即

DM-i 产能快速爬坡, 插混占比显著提升。公司 6 月销量表现符合市场预期, 当月乘用车销量 49,765 辆, 同比+52.5%、环比+10.2%, 其中, 新能源车销量 40,116 辆, 同比+207.1%、环比+26.6%, 燃油车销量 9,649 辆, 同比-50.7%、环比-28.5%。新能源乘用车中, 公司纯电车型 6 月销售 20,016 辆, 同比+102.0%、环比+7.0%, 插混车型销售 20,100 辆, 同比+536.7%、环比+55.0%。从结构上看, 公司 6 月乘用车销量中, 燃油车型占比环比-10.5%, 取而代之的插混占比环比+11.7%至 40.4%, 与纯电车型合计占据公司 80.6%销量。在插混车型中, 秦 PLUS DM-i 以 10 万+的在手订单, 以及 67.3%的环比增长领跑, 为公司新能源化转型提供了核心驱动。

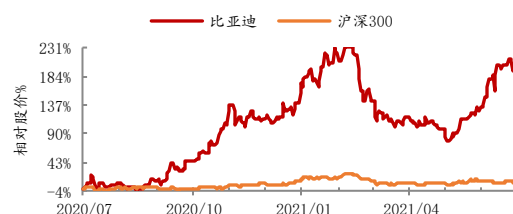
我们认为, 本月销量数据充分证明了公司对插混技术的前瞻精准布局, 以及商业化推广的成功落地, 公司向新能源汽车的全面转型即将实现。随着公司 7、8 月份 DM-i 专用刀片电池产能爬坡带来的 DM-i 订单交付加速, 以及 7 月改款汉 (车机系统、硬件、续航升级) 及年内汉 DM-i 的发布, 公司在有望凭借更智能、更经济的旗舰产品对 A/B 级轿车市场形成降维打击, 开启销量新周期。同时, 结构的优化以及产能利用率的快速提升, 有望为公司带来综合毛利和规模效应的拐点式改善, 并迎来量、利双升。

► 刀片产能多点布局 DM-i+外供双管齐下

内用+外供双轮驱动, 动力电池业务多点开花。得益于新能源汽车行业的持续景气以及刀片电池在安全、效率、成本等方面的综合优势, 公司于 2020、21 年加速对刀片电池产能的投入扩张。目前, 公司已于重庆、长沙、贵阳、蚌埠、青海等 10 余城市新增刀片电池产能, 并对部分旧有三元产能向刀片的切换, 并积极推动弗迪电池引战计划。同时, 针对 DM-i 独特的使用工况, 公司还推出了超级混动车型专用刀片电池 (即大容量功率型刀片电池), 其相比 EV 车型电池, 电量较小、比能量稍低、比功率较高、充放电频次较多, 同时保留刀片结构兼顾

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:	249.55
股票代码:	002594
52 周最高价/最低价:	273.37/77.41
总市值(亿)	7,139.98
自由流通市值(亿)	2,859.83
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

联系电话:

相关研究

1. 【华西汽车】比亚迪 (002594.SZ) 2021 年 3 月销量点评: 3 月销量同比增长 DM-i 上市爆款可期
2021.04.07
2. 【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
3. 【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

安全性的特点，相比普通混动电池具备较强优势和技术壁垒。公司依托于电池领域的领先优势，目前已与海内外众多知名整车厂、光伏、储能企业对接合作意向，以销定产。未来，随着公司电池产能的逐渐释放以及引战计划的推进，公司电池业务有望通过内供+外供的方式，实现销量快速增长。

► E3.0 平台携“海豚”首秀 剑指 A0 级电动市场

“海豚”发售在即，超高性价比实现燃油平价，A0 级纯电市场大有可为。公司基于 E3.0 平台打造的首款轿车，“海豚”已于亮相工信部第 345 申报目录，并有望于三季度上市。该车型定位为 A0 级两厢纯电动车型，预计售价十万元区间，低配版有望以 10 万以内的价格实现燃油车平价，成为丰田致炫、大众 POLO、本田飞度等燃油车型的有力竞品车型，有望打造最具性价比的入门级纯电代步车。具体来看，

1) 车身尺寸方面，新车长宽高分别为 4070/1770/1570mm，轴距为 2700mm，相比对标车型而言，车长更小，轴距更长，充分体现了 E3.0 平台在空间上的优势。

2) 动力方面，该车或将搭载最大功率为 70 千瓦的永磁同步电机，最高车速为 150km/h，并装配磷酸铁锂“刀片电池”。

3) 续航方面，由于该车有两个不同的版本整备质量（分别为 1285kg 和 1405kg），或将划分出两种续航里程，其中高质量版在续航里程上有望匹配甚至超越欧拉好猫、埃安 Y 等竞品，而低质量版有望带给消费者更低的购置门槛，收获政策补贴。

4) 智能化方面，海豚或将搭载比亚迪最新的 DiLink3.0 智能网联系统，在智能、娱乐体验方面，海豚也会有出色的表现。

5) 营销推广方面，该车主打年轻市场的产品，并有望提供丰富的选装件，如前后包围、天幕、轮毂、D 柱饰板等等，同时后视镜、车顶、前后保险杠饰条也可选择多种颜色拼接，以丰富运营活动加强用户链接，进而最大程度满足 Z 时代追求潮流、追求个性的消费画像。我们认为，“海豚”的推出，有望依托于 E3.0 的全新平台，对现有微型电动车形成降维打击，并凭借较高的性价比和燃油车平价（即便不考虑新能源牌照），成为年轻人首购市场的热门车型。

我们认为，公司 6 月销量数据表现充分体现了公司在插混技术的战略预判能力、综合技术实力，并得到消费者的充分认可。未来，随着公司产能的快速爬坡，以及新产品的加速迭代，公司将率先实现全面新能源化转型，并在智能化的渗透中占据先发优势，同时依托产品结构和产能利用率的优化实现销量和业绩的双重提升。

投资建议

公司 DM-i 车型销量持续兑现，E3.0 平台商用在即，电池业务多点开花，我们维持盈利预测，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 117/97/72 倍，维持增持评级。

风险提示

产能扩张低于预期；缺芯影响超预期；车市下行风险；新车型销量不及预期。

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	442.25	168.62	117.38	96.55	71.99

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	9,358	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	主要财务指标				
所得税	869	1,651	2,008	2,693	成长能力 (%)				
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%	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)					净利率	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	偿债能力 (%)				
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	经营效率 (%)				
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	每股指标 (元)				
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	估值分析				
其他长期负债	15,387	15,387	15,387	15,387	PE	168.62	117.38	96.55	71.99
非流动负债合计	30,133	34,633	39,133	43,633	PB	9.77	11.38	10.25	9.07
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：公司公告，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。