

降本控费强管理 硬核技术铸品牌

比亚迪 (002594)

事件概述

公司发布 2021 半年报：2021H1 实现营收 908.85 亿元，同比+50.22%；归母净利 11.74 亿元，同比-29.41%；扣非后归母净利 3.69 亿元，同比-59.76%。其中 2020Q2 实现营收 498.93 亿元，同比 22.21%，环比增长 22.71%，归母净利 9.36 亿元，同比下滑 39.58%

分析判断

▶ 降本控费能力突出 营业收入增长稳健

口罩业务大幅下降、原材料大幅上涨背景下，整车板块毛利率下降 4.4 pct，体现公司具备优秀成本控制能力。其中，口罩业务大幅下降导致 2021H1 整车毛利率下降、营业收入增长较少。2021H1 整车板块营业收入 391.56 亿元，同比增加 22.09%，占集团总营业收入 43.08%，毛利率 19.53%，同比减少 4.4 pct，主要由于疫情好转致高毛利口罩业务规模大幅下降。具体看，2020 年 H1 比亚迪电子口罩收入约为 86 亿元，被计入“汽车及相关产品”业务的口罩业务毛利率超过整车板块，并且 2020H1 公司整车业务毛利率创下 2017 年以来新高，达 23.93%，侧面反映 2020H1 毛利率受口罩业务带动。若从 2020H1 营业收入剔除口罩影响，2021H1 整车板块营业收入同比增速可达 45% 左右。新能源相关原材料涨幅较大同样导致比亚迪汽车的毛利率下降，国际铜价、铝价近一年涨幅约 50%，碳酸锂全年约上涨 90%，六氟磷酸锂从 20 年 7 月的不足 7 万元/吨上涨至 21 年 7 月的 40 万元/吨，期间涨幅近 470%。然而，公司通过积极降本控费，整车毛利仅同比下降 4.4pct，期间及研发费用率同比下降 3.7 pct 至 9.9%。此外，电子业务营业收入 428.22 亿同比增长 85.48%，主要受益于子公司比亚迪电子智能手机和电脑业务大幅增长，该业务受益于 5G 手机、物联网产品渗透率出现提升、各国经济复促使智能手机市场持续复苏，智能手机及营业收入达 375.81 亿元，同比增长 102.88%。组装业务大幅增长，该业务受益于比亚迪电子北美大客户战略持续深化，供应链地位不断提升，组装出货量持续增长、新项目不断导入，组装业务收入达 304.71 亿，同比增长 207.51%。二次充电电池及光伏业务营业收入 82.87 亿元，同比增长 72.97%。

▶ 品牌向上&电动化持续推进 新能源汽车市场领跑

销量持续引领国内新能源汽车市场，品牌向上、电动化进程持续推进。新能源销量增速大幅增加，市场占有率占据主导地位，即将完成电动转型。2021H1，公司整车销量合计

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：	288.15
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	317.3/84.85
总市值(亿)	8,244.38
自由流通市值(亿)	3,328.30
自由流通股数(百万)	1,155.06



分析师：崔琰

邮箱：cuiyan@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080006

联系电话：

相关研究

- 【华西汽车】比亚迪 (002594) 公司点评：海豚系列首发上市 燃油平价大有可为 2020 年 08 月 13 日
2021.08.15
- 【华西汽车】比亚迪 (002594) 公司点评：DM-i 稳步扩产 E3.0 首发在即 2020 年 08 月 5 日
2021.08.06
- 【华西汽车】比亚迪 (002594) 公司点评：DM-i 加速兑现 向全面新能源化进发 20200706
2021.07.06

24.67 万辆，同比增长 55.5%，其中新能源汽车销量 15.5 万辆，同比增长 154.8%，市场占有率超过 16%，较年初增长近 5 pct；新能源汽车占有所有集团整车销量 62.7%，同比增长 24.4%。具体来看，新能源纯电动乘用车销量 9.3 万辆，同比 102.0%，插混乘用车销量 5.7 万辆，同比增长 404.3%。

高端市场品牌向上初步成功，截止 2021 年 6 月底，公司高端车型汉，累计销量达到 9 万辆，实现高端新能源自主轿车销量第一；**DMi 技术实现燃油车购置成本平价，全面推动电动化发展**，凭借 DMi 混动技术的燃油车平价、平顺静谧特点，据乘联会数据，秦 plus DMi、宋 plus DMi 在 6 月新能源销量排名为第 4、11 名，并且在手订单超 10 万辆，加速公司电动化转型步伐。

► **整车业务加速兑现 电池外供放量在即**

混动平台：公司最新第 4 代混动拥有电动化体验、燃油车购置成本平价能力（补贴后），通过技术上以降本、增效为目标打造专门混动零部件，在行业内成本上首先达到燃油车购置平价水平。目前，比亚迪秦 Plus DMi、宋 DMi 车型已经实现爆款销量，其中秦 plus DM 稳态销量有望达 3 万辆，宋 plus DMi 有望达 1.5 万辆。未来，随下半年公司陆续在更多车型上搭载 DMi 混动技术，年内汉 DM-i 将发布，宋 pro DMi、F5DMi、宋 MAX DM-i 已进入工信部申报，除此之外更多 DMi 车型正计划推出，公司有望凭借更智能、更经济的 DMi 车型在不同市场对燃油车进行降维打击，伴随下半年 DMi 刀片电池产能释放，公司整车业务有望开启新一轮车型销售周期。

纯电平台：公司除了具备 E3.0 平台的硬核能力，还积极推动 2C 导向产品逆向开发，提升女性化、个性化元素，准确把握电动汽车核心消费群体消费画像。E3.0 平台通过三电系统、电子电气架构的高集成化，在自研的操作系统的集中控制下实现智能、高效、安全、美学四大优势。公司基于该平台发布了更具有新能源属性海洋系列车型，与现有纯电动车型客户目标人群重叠度低，可有效打开增量客户市场。首款车型海豚具备十分清晰等产品定位（城市短途用车续航 301、405km），女性元素增强，外观小巧（长宽高为 4070/1770/1570mm），车内空间大（轴距 2700mm），外观、内饰偏向可爱设计，上市后有望对现有微型电动车形成降维打击，并凭借较高的性价比和精准汽车定位，打入快速增长的女性市场。未来，海洋系列还将发售还海鸥、海豹、海狮等多款车型，覆盖紧凑经济、运动性能、舒适宽大等多款不同级别、不同类型的车型，随着海洋系列车型陆续上市，将为公司打开新的市场空间。此外，公司还将推出首款基于 E3.0 平台打造的紧凑型 SUV 元 plus EV，外观采用龙颜美学，设计简洁、大方，符合大众审美，叠加价格有望位于 13-16 万之间，打入纯电紧凑型 SUV 蓝海市场，作为年轻人首购车型拥有较大市场空间。

电池外供:刀片电池在公司内部车型快速渗透,并重塑行业对磷酸铁锂电池的认知,加速磷酸铁锂电池重回动力电池主流赛道。磷酸铁锂电池今年前5月增速远高于三元,产相比装机量磷酸铁锂产量率先且首次超过三元电池。在此背景下,公司凭借刀片电池高制造壁垒、性能优势,快速拓展外供市场目前已定点大量客户,据公开信息统计,2021-2023刀片电池新增产能达到164GWH,公开以定点国内外客户以达到15家公司。未来,随着刀片电池扩建节奏加速、以下游公司产品上市,公司动力电池业务将迎来快速增长。

投资建议

公司电动车型占比快速提升,电动化占比已位居行业头部。公司面对阶段性行业性缺芯的不可抗力以及核心原材料上涨的压力,积极降本控费并推动纵向一体化布局,管理能效和价值链地位显著增强。随着芯片及电池原材料价格的企稳,公司或将凭借卓越的管理能效提升取得更大的业绩弹性。我们下调2021年归母净利润,上调2021、2022、2023年营业收入及2022、2023年归母净利润,预计公司2021-2023年营业收入由1758.5/1990.1/2282.7亿元上调至2292.3/2789.4/3338.4亿元,归母净利润由60.8/74.0/99.2亿元上调至50.7/81.1/119.6亿元,对应的EPS为1.77/2.83/4.18元,当前股价对应的PE为163/102/69倍,维持增持评级。

风险提示

产能扩张低于预期;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	229,231	278,941	333,835
YoY (%)	-1.8%	22.6%	46.4%	21.7%	19.7%
归母净利润(百万元)	1,614	4,234	5,072	8,111	11,955
YoY (%)	-41.9%	162.3%	19.8%	59.9%	47.4%
毛利率 (%)	16.3%	19.4%	14.3%	15.7%	17.3%
每股收益 (元)	0.56	1.48	1.77	2.83	4.18
ROE	2.8%	7.4%	8.2%	11.7%	14.8%
市盈率	510.66	194.71	162.55	101.64	68.96

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)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	156,598	229,231	278,941	333,835	净利润	6,014	7,803	12,479	18,393
YoY(%)	22.6%	46.4%	21.7%	19.7%	折旧和摊销	12,519	8,557	8,707	8,657
营业成本	126,251	196,500	235,088	276,136	营运资金变动	21,441	-16,208	3,196	-9,992
营业税金及附加	2,154	3,438	4,184	5,008	经营活动现金流	45,393	3,522	27,490	20,292
销售费用	5,056	5,731	6,695	7,678	资本开支	-11,515	-12,003	-10,552	-11,242
管理费用	4,321	5,043	6,416	8,012	投资	-1,739	0	0	0
财务费用	3,763	1,394	1,269	776	投资活动现金流	-14,444	-12,641	-11,309	-12,110
资产减值损失	-907	-464	-539	-620	股权募资	2,800	133	0	0
投资收益	-273	-458	-558	-668	债务募资	40,634	9,213	-12,139	25
营业利润	7,086	9,555	14,710	21,919	筹资活动现金流	-28,907	7,127	-14,362	-1,967
营业外收支	-203	-375	-29	-280	现金净流量	2,064	-1,992	1,819	6,214
利润总额	6,883	9,180	14,681	21,639	主要财务指标				
所得税	869	1,377	2,202	3,246	成长能力 (%)				
净利润	6,014	7,803	12,479	18,393	营业收入增长率	22.6%	46.4%	21.7%	19.7%
归属于母公司净利润	4,234	5,072	8,111	11,955	净利润增长率	162.3%	19.8%	59.9%	47.4%
YoY(%)	162.3%	19.8%	59.9%	47.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.48	1.77	2.83	4.18	毛利率	19.4%	14.3%	15.7%	17.3%
资产负债表 (百万元)					净利率	3.8%	3.4%	4.5%	5.5%
货币资金	14,445	12,453	14,272	20,487	总资产收益率 ROA	2.1%	2.0%	2.9%	3.8%
预付款项	724	897	1,211	1,341	净资产收益率 ROE	7.4%	8.2%	11.7%	14.8%
存货	31,396	48,242	57,964	67,988	偿债能力 (%)				
其他流动资产	65,039	98,369	109,484	131,292	流动比率	1.05	1.10	1.19	1.29
流动资产合计	111,605	159,961	182,931	221,107	速动比率	0.70	0.70	0.73	0.81
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466	现金比率	0.14	0.09	0.09	0.12
固定资产	54,585	60,104	65,387	70,537	资产负债率	67.9%	71.4%	69.6%	67.9%
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	0.91	1.01	1.05
资产合计	201,017	252,487	277,122	317,241	每股指标 (元)				
短期借款	16,401	21,114	4,475	0	每股收益	1.48	1.77	2.83	4.18
应付账款及票据	51,908	76,017	92,849	108,315	每股净资产	19.88	21.63	24.28	28.17
其他流动负债	38,122	48,540	56,519	63,566	每股经营现金流	15.87	1.23	9.61	7.09
流动负债合计	106,431	145,670	153,842	171,881	每股股利	0.00	0.13	0.18	0.23
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	194.71	162.55	101.64	68.96
非流动负债合计	30,133	34,633	39,133	43,633	PB	9.77	13.32	11.87	10.23
负债合计	136,563	180,302	192,975	215,514					
股本	2,728	2,861	2,861	2,861					
少数股东权益	7,580	10,311	14,678	21,116					
股东权益合计	64,454	72,185	84,147	101,727					
负债和股东权益合计	201,017	252,487	277,122	317,241					

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。