

比亚迪 (002594)

公司研究/点评报告

混动车型持续放量，上半年业绩符合预期

—比亚迪 (002594) 2021 年半年报点评

点评报告/汽车行业

2021 年 08 月 30 日

一、事件概述

8 月 27 日晚间，比亚迪发布 2021 年半年度报告，2021H1 公司实现营收 908.85 亿元，同比+50.22%；归母净利润 11.74 亿元，同比-29.41%；扣非归母净利润 3.69 亿元，同比-59.76%。

二、分析与判断

三大业务齐头并进，2021H1 营收同比高增

2021H1，公司实现营收 908.85 亿元，同比+50.22%。其中，汽车业务实现营收 391.57 亿元，同比+22.09%；手机部件及组装业务实现营收 431.32 亿元，同比+84.48%；二次充电电池及光伏业务实现营收 82.87 亿元，同比+72.97%。从各业务占营收比重来看，汽车业务共享主要增长，营收占比 47.46%，较上年-9.93%；手机部件及组装业务占比 47.46%，+8.82%；二次充电电池及光伏业务占比 9.12%，较上年+1.2%。公司营收增长主要源于：1) 新能源汽车销量大幅增长，上半年公司新能源汽车销量 15.48 万辆，同比+154.76%，其中以秦 Plus MDi 为代表的插混车型销量同比增速超过 400%。2) 远程办公、在线教育等需求带动笔记本、平板销量增长。2021 年上半年，全球 PC 出货量同比增长 30.9%，平板计算机出货量同比增长 24.5%。

大宗商品价格上涨、产品结构变化导致利润端承压

2021H1，公司实现净利润 11.74 亿元，同比-29.41%。我们认为公司利润端承压主要原因在于原材料价格上涨以及产品结构的变化。由于大宗商品价格上涨，汽车业务及手机部件及组装业务毛利率分别下降 4.40%和 6.64%。相较于去年同期，毛利率较高的汽车业务占比下降也进一步影响了净利润。

比亚迪半导体分拆上市有序推进，智能化转型加速

比亚迪半导体主要从事功率半导体、智能控制 IC、智能传感器等产品的研发、生产和销售。自成立以来一直以车规级半导体为核心，推动多领域半导体业务同步发展。2021 年 6 月，深交所已受理比亚迪半导体上市申请，进程稳步推进。比亚迪半导体上市后，将进一步增强公司半导体业务的研发和生产能力，打通产业链上下游，并加速公司智能化转型。

DMi 车型持续放量，新车上市完善产品矩阵

7 月 DM 系列车型销量突破 2.5 万辆，环比+24.67%。下半年刀片电池产能释放将助力 DM i 车型销量持续提升。2021 年下半年，比亚迪或将推出 EA1、X DREAM 量产版、新款宋 Pro 等 5 款新车。随着比亚迪新车型上市，比亚迪新能源车型价格进一步下探，有望实现油电平价。预计下半年比亚迪新能源车型将持续向上，进一步贡献销量。

三、投资建议

公司本轮产品周期持续向上，下半年 DM i 混动车型销量有望继续增加。基于 e3.0 平台的新车型 EA1 有望于下半年上市，公司产品矩阵将进一步完善。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 56.84/72.57/84.50 亿元，对应当前股价 PE 分别为 140.20/111.38/95.66 倍。参考 wind 汽车行业市盈率 (TTM) 中位值为 33.63，考虑到公司本轮产品周期持续向上，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

汽车行业恢复不及预期；新车上市不及预期；芯片短缺风险

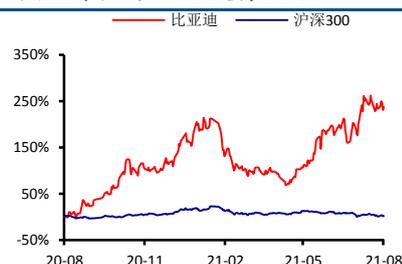
推荐 维持评级

当前价格： 288.15

交易数据 2021-08-27

| | |
|-----------------|-----------|
| 近 12 个月最高/最低(元) | 308.98/85 |
| 总股本 (百万股) | 2,861.14 |
| 流通股本 (百万股) | 1,155.06 |
| 流通股比例 (%) | 40.37% |
| 总市值 (亿元) | 7,224.19 |
| 流通市值 (亿元) | 5,224.57 |

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证 S0100520080001
电话：021-60876734
邮箱：yuxiao@mszq.com

分析师：庄延

执业证 S0100119030014
电话：021-60876707
邮箱：zhuangyan@mszq.com

相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ)：2 月产销快报点评，2 月销量同比大增，新车型蓄势待发销量可期
2. 比亚迪 (002594.SZ)：与地平线展开战略合作事件点评，与地平线强强联合，共拓智能驾驶市场

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 156,598 | 189,772 | 233,825 | 277,118 |
| 增长率 (%) | 22.6% | 21.2% | 23.2% | 18.5% |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 4,234 | 5,684 | 7,257 | 8,450 |
| 增长率 (%) | 162.3% | 34.2% | 27.7% | 16.4% |
| 每股收益 (元) | 1.47 | 1.99 | 2.54 | 2.95 |
| PE (现价) | 192.18 | 142.20 | 111.38 | 95.66 |
| PB | 9.77 | 12.89 | 11.56 | 10.31 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业总收入 | 156,598 | 189,772 | 233,825 | 277,118 |
| 营业成本 | 126,251 | 156,167 | 191,472 | 226,386 |
| 营业税金及附加 | 2,154 | 2,687 | 3,128 | 3,814 |
| 销售费用 | 5,056 | 6,495 | 7,835 | 9,239 |
| 管理费用 | 4,321 | 5,625 | 6,988 | 8,048 |
| 研发费用 | 7,465 | 9,489 | 12,860 | 16,627 |
| EBIT | 12,546 | 8,522 | 10,291 | 11,717 |
| 财务费用 | 3,763 | 1,521 | 1,511 | 1,445 |
| 资产减值损失 | -907 | -172 | -77 | -102 |
| 投资收益 | -273 | -566 | -862 | -777 |
| 营业利润 | 7,086 | 8,885 | 11,337 | 13,374 |
| 营业外收支 | -203 | 18 | 14 | 14 |
| 利润总额 | 6,883 | 8,903 | 11,351 | 13,388 |
| 所得税 | 869 | 1,317 | 1,523 | 1,822 |
| 净利润 | 6,014 | 7,586 | 9,828 | 11,565 |
| 归属于母公司净利润 | 4,234 | 5,684 | 7,257 | 8,450 |
| EBITDA | 24,895 | 28,635 | 32,277 | 35,790 |
| 资产负债表 (百万元) | | | | |
| 货币资金 | 14,445 | 7,922 | 20,732 | 45,225 |
| 应收账款及票据 | 41,216 | 62,377 | 72,940 | 83,490 |
| 预付款项 | 724 | 647 | 847 | 1,080 |
| 存货 | 31,396 | 38,001 | 46,666 | 55,521 |
| 其他流动资产 | 23,823 | 29,768 | 34,360 | 38,077 |
| 流动资产合计 | 111,605 | 138,715 | 175,546 | 223,391 |
| 长期股权投资 | 5,466 | 6,266 | 7,167 | 8,203 |
| 固定资产 | 54,585 | 46,137 | 37,244 | 26,150 |
| 无形资产 | 11,804 | 12,373 | 12,726 | 12,751 |
| 非流动资产合计 | 89,412 | 80,967 | 71,981 | 59,583 |
| 资产合计 | 201,017 | 219,682 | 247,527 | 282,974 |
| 短期借款 | 16,401 | 16,477 | 16,477 | 16,477 |
| 应付账款及票据 | 51,908 | 61,170 | 72,830 | 89,288 |
| 其他流动负债 | 38,122 | 39,729 | 46,086 | 53,510 |
| 流动负债合计 | 106,431 | 117,376 | 135,394 | 159,276 |
| 长期借款 | 14,745 | 14,745 | 14,745 | 14,745 |
| 其他长期负债 | 15,387 | 15,387 | 15,387 | 15,387 |
| 非流动负债合计 | 30,133 | 30,133 | 30,133 | 30,133 |
| 负债合计 | 136,563 | 147,509 | 165,526 | 189,408 |
| 股本 | 2,728 | 2,861 | 2,861 | 2,861 |
| 少数股东权益 | 7,580 | 9,482 | 12,052 | 15,168 |
| 股东权益合计 | 64,454 | 72,173 | 82,001 | 93,566 |
| 负债和股东权益合计 | 201,017 | 219,682 | 247,527 | 282,974 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

| 主要财务指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入增长率 | 22.6% | 21.2% | 23.2% | 18.5% |
| EBIT 增长率 | 87.0% | -32.1% | 20.8% | 13.9% |
| 净利润增长率 | 162.3% | 34.2% | 27.7% | 16.4% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 19.4% | 17.7% | 18.1% | 18.3% |
| 净利率 | 3.8% | 4.0% | 4.2% | 4.2% |
| 总资产收益率 ROA | 2.1% | 2.6% | 2.9% | 3.0% |
| 净资产收益率 ROE | 7.4% | 9.1% | 10.4% | 10.8% |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.05 | 1.18 | 1.30 | 1.40 |
| 速动比率 | 0.68 | 0.77 | 0.86 | 0.97 |
| 现金比率 | 0.14 | 0.07 | 0.15 | 0.28 |
| 资产负债率 | 67.9% | 67.1% | 66.9% | 66.9% |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 96.07 | 119.97 | 113.86 | 109.97 |
| 存货周转天数 | 90.77 | 88.82 | 88.96 | 89.52 |
| 总资产周转率 | 0.78 | 0.86 | 0.94 | 0.98 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 1.47 | 1.99 | 2.54 | 2.95 |
| 每股净资产 | 19.88 | 21.91 | 24.45 | 27.40 |
| 每股经营现金流 | 15.87 | 2.54 | 9.92 | 13.52 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 192.18 | 142.20 | 111.38 | 95.66 |
| PB | 9.77 | 12.89 | 11.56 | 10.31 |
| EV/EBITDA | 22.81 | 29.78 | 26.02 | 22.78 |
| 股息收益率 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 净利润 | 6,014 | 7,586 | 9,828 | 11,565 |
| 折旧和摊销 | 12,519 | 20,113 | 21,987 | 24,073 |
| 营运资金变动 | 21,441 | -22,764 | -6,003 | 529 |
| 经营活动现金流 | 45,393 | 7,279 | 28,391 | 38,670 |
| 资本开支 | -11,515 | -11,076 | -12,251 | -10,801 |
| 投资 | -1,739 | -809 | -906 | -1,039 |
| 投资活动现金流 | -14,444 | -12,451 | -14,019 | -12,617 |
| 股权募资 | 2,800 | 133 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -24,490 | 76 | -0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -28,907 | -1,350 | -1,561 | -1,561 |
| 现金净流量 | 2,064 | -6,523 | 12,811 | 24,492 |

分析师简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

庄延，伊利诺伊理工大学金融硕士，2019年加入民生证券。

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 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。