

公司点评
比亚迪 (002594)
汽车 | 汽车整车
上半年营收表现亮眼，利润同比有所下滑

2021年08月29日

评级 谨慎推荐

评级变动 维持

合理区间 300.59-332.05 元
交易数据

| | |
|------------|--------------|
| 当前价格(元) | 288.15 |
| 52周价格区间(元) | 84.85-308.98 |
| 总市值(百万) | 824438.33 |
| 流通市值(百万) | 632199.08 |
| 总股本(万股) | 286114.29 |
| 流通股(万股) | 219399.30 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|--------|
| 比亚迪 | 12.10 | 58.73 | 238.04 |
| 汽车整车 | 10.69 | 29.81 | 109.40 |

何晨

 执业证书编号: S0530513080001
 hechen@cfzq.com

分析师

0731-84779574

张科理

zhangkl@cfzq.com

研究助理
相关报告

 1 《比亚迪: 比亚迪(002594.SZ)公司点评: 7月产销表现亮眼, Dm-i 车型销量持续爬坡》
 2021-08-10

| 预测指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入(百万元) | 127739 | 156598 | 216307 | 263240 | 324614 |
| 净利润(百万元) | 1614 | 4234 | 5075 | 7874 | 9711 |
| 每股收益(元) | 0.56 | 1.48 | 1.77 | 2.75 | 3.39 |
| 每股净资产(元) | 19.84 | 19.88 | 21.46 | 23.87 | 26.73 |
| P/E | 510.66 | 194.71 | 162.45 | 104.71 | 84.89 |
| P/B | 14.52 | 14.50 | 13.43 | 12.07 | 10.78 |

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

> **上半年营收大幅上涨, 利润同比有所下滑。**公司发布 2021 年半年度报告, 上半年实现营业收入 908.85 亿元, 同比增长 50.22%; 实现归母净利润 11.74 亿元, 同比下滑 29.41%; 实现扣非归母净利润 3.69 亿元, 同比下滑 59.76%。报告期内, 公司营业收入实现大幅增长, 主要系汽车和手机业务大幅增长所致。受大宗商品等原材料大幅上涨的影响, 公司利润反而有所下滑。公司 2021 年二季度实现营业收入 498.94 亿元, 同比增长 22.22%, 环比增长 21.72%; 实现归母净利润 9.36 亿元, 同比下滑 39.61%, 环比增长 294.94%; 实现扣非归母净利润 4.50 亿元, 同比下滑 67.58%, 环比扭亏为盈。二季度销售毛利率为 12.90%, 同比减少 7.63pct, 环比增加 0.3pct; 销售净利率为 2.61%, 同比减少 2.44pct, 环比增加 1.36pct; 三费占营收比重合计为 8.87%, 同比减少 1.34pct, 环比增加 0.02pct。公司二季度业绩相比一季度表现较好, 然而与去年同期相比毛利率和净利率均有所下滑。

> **汽车业务短期利润有所扰动, 中长期单车折旧和摊销有望继续下降。**分产品来看, 二次充电及光伏业务实现营业收入 82.87 亿元, 同比增长 72.97%。手机业务实现营业收入 431.32 亿元, 同比增长 84.48%, 手机业务占总营收比重达到 47.46%, 比去年同期增加 8.82pct。由于手机业务毛利率较低, 所以手机业务占总营收比重的提升也拉低了公司整体的毛利率水平。汽车业务实现营业收入 391.57 亿元, 同比增长 22.09%。报告期内公司单车的折旧和摊销为 1.25 万元, 同比去年减少 0.58 万元, 然而公司单车利润同比却下滑明显, 主要因报告期内公司单车的平均售价有所下滑以及去年同期该业务中包含了部分防疫物资产品的利润。短期来看, 公司汽车业务的利润有所扰动, 但根据最新的 7 月销量数据, 公司新能源汽车销量增长迅猛, 7 月销量为 5.05 万辆, 同比增长 234.38%, 环比增长 22.06%, 新能源汽车销量占总体汽车销量占比达到 87.95%。中长期来看, 我们认为公司拥有比亚迪汉、秦 plus DM-i 和宋 plus DM-i 等多种爆款车型, 叠加新上市的海洋系列, 公司新能源汽车销量还有极大增长空间。随着新能源汽车销量的快速增长, 公司单车折旧和摊销将会进一步下降, 汽车业务利润有望逐步释放。

> **给予公司“谨慎推荐”评级。**预计 2021-2023 年公司营业收入分别为

2163.07 亿元、2632.40 亿元、3246.14 亿元，下调对应年份归母净利润分别为 50.75 亿元、78.74 亿元、97.11 亿元，EPS 分别为 1.77 元、2.75 元、3.39 元，对应当前股价 PE 倍数为 162.45 倍、104.71 倍、84.89 倍。公司主营业务除了新能源汽车，还有手机部件及组装等业务，以及未来即将拆分上市的比亚迪半导体业务，因此我们对公司进行分部估值。公司作为国内新能源汽车龙头，拥有完整的三电系统供应链，在新能源汽车市场具有明显优势，对标国产自主品牌汽车龙头长城汽车，给予公司该部分业务 4800 亿-5200 亿估值。公司目前的动力电池产能及装车量将近宁德时代的三分之一，随着后续产能的不断提升，有望实现大批量外供，对标宁德时代，给予公司该部分业务 3000 亿-3300 亿估值。对于分拆到港股上市的手机部件及组装等业务以及待拆分至 A 股上市的半导体业务，我们给与该部分业务 800 亿-1000 亿估值，加总后得公司合理价值为 8600 亿-9500 亿，合理价格区间在 300.59-332.05 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

- **风险提示: Dm-i 超级混动车型销量不及预期, 刀片电池产能不及预期, 原材料价格波动风险。**

财务预测摘要

| 利润表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 127738.52 | 156597.69 | 216307.24 | 263239.55 | 324613.77 | 收益率 | | | | | |
| 减:营业成本 | 106924.29 | 126251.38 | 175490.06 | 211512.98 | 259658.55 | 毛利率 | 16.29% | 19.38% | 18.87% | 19.65% | 20.01% |
| 营业税金及附加 | 1560.60 | 2154.42 | 3062.38 | 3726.83 | 4595.74 | 三费/销售收入 | 11.05% | 10.75% | 11.52% | 11.09% | 11.32% |
| 营业费用 | 4345.90 | 5055.61 | 7402.84 | 9009.04 | 11109.50 | EBIT/销售收入 | 4.26% | 6.80% | 9.30% | 10.22% | 10.21% |
| 管理费用 | 4141.00 | 4321.49 | 6445.96 | 7265.41 | 9770.87 | EBITDA/销售收入 | 11.80% | 14.68% | 15.76% | 16.14% | 15.56% |
| 研发费用 | 5629.37 | 7464.86 | 11074.93 | 12925.06 | 15873.61 | 销售净利率 | 1.66% | 3.84% | 3.13% | 3.99% | 3.99% |
| 财务费用 | 3014.03 | 3762.61 | 5095.30 | 6200.83 | 7646.55 | 资产获利率 | | | | | |
| 资产减值损失 | 159.00 | 906.53 | 583.98 | 583.98 | 583.98 | ROE | 2.84% | 7.44% | 8.27% | 11.53% | 12.70% |
| 加:投资收益 | -808.70 | -272.81 | -32.55 | 23.44 | 37.15 | ROA | 2.78% | 5.30% | 8.56% | 10.13% | 10.85% |
| 公允价值变动损益 | 9.75 | -51.27 | 23.57 | 54.67 | -25.77 | ROIC | 2.77% | 6.33% | 13.23% | 16.08% | 18.73% |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 增长率 | | | | | |
| 营业利润 | 1165.40 | 6356.71 | 7142.81 | 12093.53 | 15386.35 | 销售收入增长率 | -1.78% | 22.59% | 38.13% | 21.70% | 23.31% |
| 加:其他非经营损益 | 1742.77 | 1477.78 | 1891.45 | 1891.45 | 1891.45 | EBIT 增长率 | -26.24% | 95.50% | 88.90% | 33.82% | 23.19% |
| 利润总额 | 2908.16 | 7834.49 | 9034.26 | 13984.98 | 17277.80 | EBITDA 增长率 | -10.34% | 52.57% | 48.25% | 24.63% | 18.87% |
| 减:所得税 | 312.27 | 868.62 | 2260.81 | 3476.72 | 4316.60 | 净利润增长率 | -40.42% | 183.83% | 12.63% | 55.14% | 23.34% |
| 净利润 | 2595.89 | 6965.86 | 6773.45 | 10508.26 | 12961.19 | 总资产增长率 | 0.55% | 2.75% | 16.84% | 13.12% | 14.98% |
| 减:少数股东损益 | 504.41 | 1779.70 | 1698.32 | 2634.75 | 3249.78 | 股东权益增长率 | 2.83% | 0.20% | 7.96% | 11.21% | 11.98% |
| 归属母公司股东净利 | 1614.45 | 4234.27 | 5075.13 | 7873.51 | 9711.42 | 经营营运资本增长率 | 8.25% | -42.00% | 99.05% | 26.20% | 26.87% |
| 资产负债表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 资本结构 | | | | | |
| 货币资金 | 12650.08 | 14445.03 | 21630.72 | 26323.96 | 32461.38 | 资产负债率 | 68.00% | 67.94% | 65.09% | 63.78% | 62.69% |
| 应收和预付款项 | 51305.94 | 50803.12 | 70180.28 | 85395.56 | 105298.80 | 投资资本/总资产 | 62.83% | 51.30% | 49.59% | 47.17% | 44.46% |
| 其他应收款(合计) | 1010.38 | 1561.19 | 825.50 | 1010.38 | 1561.19 | 带息债务/总负债 | 46.79% | 29.31% | 30.85% | 27.42% | 23.77% |
| 存货 | 25571.56 | 31396.36 | 43641.10 | 52599.32 | 64572.23 | 流动比率 | 0.99 | 1.05 | 1.18 | 1.25 | 1.31 |
| 其他流动资产 | 8856.87 | 8563.79 | 8563.79 | 8563.79 | 8563.79 | 速动比率 | 0.67 | 0.67 | 0.75 | 0.81 | 0.86 |
| 长期股权投资 | 4060.18 | 5465.59 | 5465.59 | 5465.59 | 5465.59 | 股利支付率 | 34.47% | 3.87% | 10.77% | 12.56% | 15.76% |
| 金融资产投资 | 1922.30 | 1420.08 | 1420.08 | 1420.08 | 1420.08 | 收益留存率 | 0.66 | 0.96 | 0.89 | 0.87 | 0.84 |
| 投资性房地产 | 96.90 | 94.22 | 81.92 | 69.61 | 57.31 | 资产管理效率 | | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 60118.21 | 60696.39 | 58456.99 | 56307.24 | 54405.90 | 总资产周转率 | 0.65 | 0.78 | 0.92 | 0.99 | 1.06 |
| 无形资产和开发支出 | 18464.07 | 16755.80 | 20252.66 | 24074.08 | 27368.28 | 固定资产周转率 | 2.58 | 2.87 | 4.32 | 5.61 | 7.40 |
| 其他非流动资产 | 8073.50 | 10445.73 | 9181.49 | 9147.90 | 9147.90 | 应收账款周转率 | 2.51 | 3.13 | 3.13 | 3.13 | 3.13 |
| 资产总计 | 195641.59 | 201017.32 | 234860.36 | 265667.76 | 305473.67 | 存货周转率 | 4.18 | 4.02 | 4.02 | 4.02 | 4.02 |
| 短期借款 | 40332.37 | 16400.69 | 23528.35 | 22841.14 | 21904.28 | 业绩和估值指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBIT | 5445.16 | 10645.20 | 20109.19 | 26910.04 | 33151.41 |
| 应付和预收款项 | 51889.55 | 76075.36 | 99443.94 | 116710.34 | 139716.59 | EBITDA | 15071.43 | 22993.90 | 34088.33 | 42483.24 | 50497.83 |
| 长期借款 | 21916.49 | 23625.95 | 23625.95 | 23625.95 | 23625.95 | NOPLAT | 3062.56 | 7778.85 | 13637.49 | 18728.80 | 23473.58 |
| 其他负债 | 18901.77 | 20461.40 | 17581.34 | 22290.21 | 28596.06 | 净利润 | 1614.45 | 4234.27 | 5075.13 | 7873.51 | 9711.42 |
| 负债合计 | 133040.17 | 136563.41 | 164179.59 | 185467.64 | 213842.88 | EPS | 0.56 | 1.48 | 1.77 | 2.75 | 3.39 |
| 股本 | 2728.14 | 2728.14 | 2728.14 | 2728.14 | 2728.14 | BPS | 19.84 | 19.88 | 21.46 | 23.87 | 26.73 |
| 资本公积 | 24530.67 | 24698.66 | 24698.66 | 24698.66 | 24698.66 | PE | 510.66 | 194.71 | 162.45 | 104.71 | 84.89 |
| 留存收益 | 29503.48 | 29447.47 | 33976.01 | 40860.61 | 49041.51 | PEG | 7.34 | 6.11 | 8.18 | 1.90 | 3.64 |
| 归属母公司股东权益 | 56762.29 | 56874.27 | 61402.82 | 68287.42 | 76468.31 | PB | 14.52 | 14.50 | 13.43 | 12.07 | 10.78 |
| 少数股东权益 | 5839.13 | 7579.64 | 9277.95 | 11912.71 | 15162.48 | PS | 6.45 | 5.26 | 3.81 | 3.13 | 2.54 |
| 股东权益合计 | 62601.42 | 64453.91 | 70680.77 | 80200.12 | 91630.80 | PCF | 55.93 | 18.16 | 50.37 | 34.14 | 29.63 |
| 负债和股东权益合计 | 195641.59 | 201017.32 | 234860.36 | 265667.76 | 305473.67 | EV/EBIT | 156.52 | 78.19 | 41.83 | 31.33 | 25.50 |
| 现金流量表 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | EV/EBITDA | 56.55 | 36.20 | 24.68 | 19.85 | 16.74 |
| 经营性现金净流量 | 14741.01 | 45392.67 | 16368.32 | 24147.57 | 27826.49 | EV/NOPLAT | 278.29 | 107.00 | 61.68 | 45.02 | 36.02 |
| 投资性现金净流量 | -20881.45 | -14444.25 | -13748.57 | -15725.74 | -17334.18 | EV/IC | 6.93 | 8.07 | 7.22 | 6.73 | 6.23 |
| 筹资性现金净流量 | 6610.35 | -28907.42 | 4565.95 | -3728.60 | -4354.89 | ROIC-WACC | 2.77% | 6.33% | 13.23% | 16.08% | 18.73% |
| 现金流量净额 | 523.24 | 2064.20 | 7185.69 | 4693.23 | 6137.42 | 股息率 | 0.07% | 0.02% | 0.07% | 0.12% | 0.19% |

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 中性 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 回避 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438