

2021 年 09 月 01 日

## 利润有所下滑，盈利开始改善 买入（维持）

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001  
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证号：S0600517120002  
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

研究助理 岳斯瑶

yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	156,598	193,846	239,785	281,767
同比 (%)	23%	24%	24%	18%
归母净利润 (百万元)	4,234	5,102	7,747	10,983
同比 (%)	162%	21%	52%	42%
每股收益 (元/股)	1.48	1.87	2.84	4.03
P/E (倍)	187.17	148.10	97.54	68.80

### ■ 投资要点

■ **2021 年 H1 公司实现归母净利润 11.74 亿元，同比降低 29.41%，基本符合市场预期。**2021 年 H1 公司营收 908.85 亿元，同比增长 50.22%；归母净利润 11.74 亿元，同比减少 29.41%；扣非净利润 3.69 亿元，同比减少 59.76%；2021 年上半年毛利率为 12.76%，同比减少 6.83pct；2021 年上半年净利率为 1.99%，同比减少 1.95pct。

■ **2021 年 Q2 归母净利润 9.36 亿元，同比降低 39.59%，环比增长 294.43%，基本符合市场预期。**2021 年 Q2 公司实现营收 498.94 亿元，同比增加 22.21%，环比增长 21.72%；归母净利润 9.36 亿元，同比减少 39.59%，环比增长 294.43%，扣非归母净利润 4.5 亿元，同比减少 67.55%，环比减少 651.51%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 12.9%，同比减少 7.63pct，环比增长 0.31pct；归母净利率 1.88%，同比减少 1.92pct，环比增长 1.3pct；Q2 扣非净利率 0.9%，同比下降 2.5pct，环比提升 1.1pct。

■ **汽车业务：新能源乘用车强势增长，燃油车销量下滑。**2021H1 汽车业务及相关产品业务实现营收 391.57 亿元，同比增加 22.1%，毛利率 19.5%，同比下降 4.4pct。销量方面，根据比亚迪产销快报，2021 年上半年比亚迪汽车累计销售 24.67 万辆，同比增长 55.51%。新能源乘用车对比亚迪增量贡献最大，2021H1 比亚迪共销售 15.02 万辆新能源乘用车，同比大增 161.47%。

■ **刀片电池大放异彩，电池外供放量可期。**从国内装机看，2020H1 公司动力电池装机量 6.63GWh，同比高增 165.2%，市占率 15%，与 2020 年 H1 基本持平。其中 Q2 装机 3.99GWh，同比增长 167.79%，环比增长 99%，全年装机有望超 15gwh，出货量有望达到 20gwh。同时，储能市场需求爆发，我们估计公司 H1 储能出货有望超 2GWh，全年出货量有望达到 5GWh。

■ **投资建议：**由于公司新车型不断推出，电池产能积极扩产，我们维持 2021-2023 年归母净利润为 51.0/77.5/109.8 亿元，同比增长 21%/52%/42%，对应 148/98/69xPE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格波动、竞争加剧等

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	277.00
一年最低/最高价	84.85/317.30
市净率(倍)	9.75
流通 A 股市值(百万元)	319951.13

### 基础数据

每股净资产(元)	28.40
资产负债率(%)	59.94
总股本(百万股)	2861.14
流通 A 股(百万股)	1155.06

### 相关研究

- 1、《比亚迪 (002594) 2020 年年报点评：业绩符合市场预期，新车型周期开启》2021-04-01
- 2、《比亚迪 (002594)：爆款车型开启上行周期，新车放量+手机恢复提升盈利》2020-10-31
- 3、《比亚迪 (002594) 季报预告：汉唐开始发力和电子持续向好，业绩超预期》2020-10-13

2021年H1公司实现归母净利润11.74亿元，同比降低29.41%，基本符合市场预期。2021年H1公司营收908.85亿元，同比增长50.22%；归母净利润11.74亿元，同比减少29.41%；扣非净利润3.69亿元，同比减少59.76%；2021年上半年毛利率为12.76%，同比减少6.83pct；2021年上半年净利率为1.99%，同比减少1.95pct。

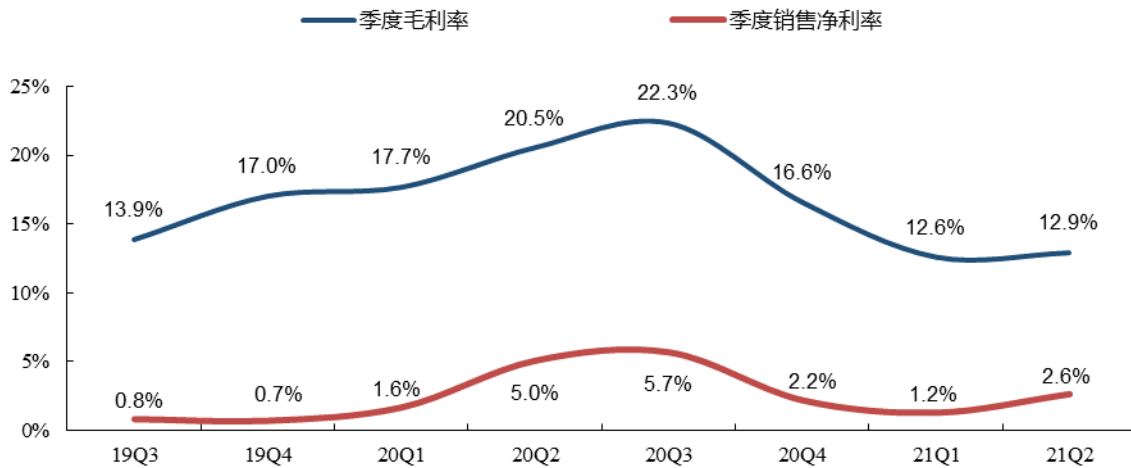
2021年Q2归母净利润9.36亿元，同比降低39.59%，环比增长294.43%，基本符合市场预期。2021年Q2公司实现营收498.94亿元，同比增加22.21%，环比增长21.72%；归母净利润9.36亿元，同比减少39.59%，环比增长294.43%，扣非归母净利润4.5亿元，同比减少67.55%，环比减少651.51%。盈利能力方面，Q2毛利率为12.9%，同比减少7.63pct，环比增长0.31pct；归母净利率1.88%，同比减少1.92pct，环比增长1.3pct；Q2扣非净利率0.9%，同比下降2.5pct，环比提升1.1pct。

表1：公司分季度经营情况

	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1
营业收入(百万)	49,893.5	40,991.9	51,575.1	44,519.6	40,824.4	19,678.5
-同比	22.21%	108.31%	52.06%	40.72%	28.06%	-35.06%
毛利率	12.90%	12.60%	16.59%	22.32%	20.53%	17.66%
归母净利润(百万)	936.2	237.4	820.7	1751.1	1549.8	112.6
-同比	-39.59%	110.73%	1943.87%	1362.66%	119.88%	-84.98%
归母净利率	1.88%	0.58%	1.59%	3.93%	3.80%	0.57%
扣非归母净利润(百万)	450.3	-81.7	460.78	1,576.92	1,387.93	-471.70
-同比	-67.55%	-82.69%	-229.14%	-1130.25%	322.63%	-214.50%
扣非归母净利率	0.90%	-0.20%	0.89%	3.54%	3.40%	-2.40%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图1：公司季度盈利能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**汽车业务：新能源乘用车强势增长，燃油车销量下滑。**2021H1 汽车业务及相关产品业务实现营收 391.57 亿元，同比增加 22.1%，毛利率 19.5%，同比下降 4.4pct。销量方面，根据比亚迪产销快报，2021 年上半年比亚迪汽车累计销售 24.67 万辆，同比增长 55.51%。其中，燃油车销量 9.21 万辆，同比下滑 5.96%；新能源汽车 2021H1 累计销量为 15.46 万辆，同比增长 154.76%。新能源乘用车对比亚迪增量贡献最大，2021H1 比亚迪共销售 15.02 万辆新能源乘用车，同比大增 161.47%。其中，纯电车型销量为 9.34 万辆，同比大增 101.98%；插电式混动车型销量为 5.68 万辆，同比大增 407.43%。高端爆款车型“汉”2021 年 H1 共销售 3.87 万辆，自上市以来截至 2021 年 6 月累计销售 9 万辆。

**新车型不断推出，海豚应用全新 e 平台 3.0。**公司新车型不断发布，2021 年以来基于 DM-i 超级混动平台打造的秦 PLUS DM-i、宋 PLUS DM-i 和唐 DM-i 相继上市。得益于 DM-i 车型的大热，比亚迪插电式混动车型 2021 年上半年累计销售 5.68 万辆，同比大增 407.43%，我们预计后续随着 DM-i 订单的持续释放，比亚迪 DM 车型销量将持续高增。2021 年 8 月，比亚迪海洋车系正式发布，首款车型海豚预售价格 9.68 万元-12.48 万元。新车共四款车型，分别为 401km 骑士版，405km 时尚版，405km 自由版，301km 活力版。该款车型搭载“刀片电池”，并应用全新 e 平台 3.0。

图 2：比亚迪新能源车销量



数据来源：比亚迪汽车，东吴证券研究所

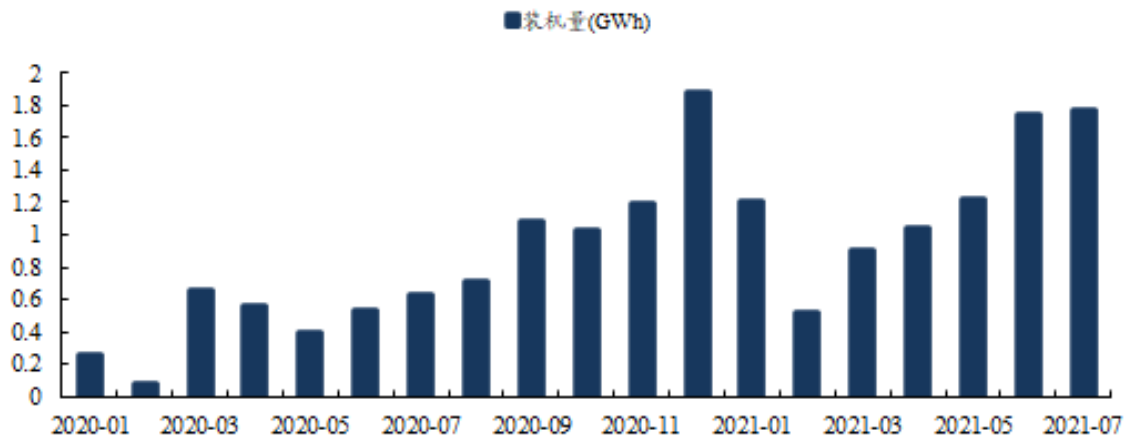
表 2: 比亚迪新能源车乘用车季度销量 (分车型, 辆)

	纯电动品牌	级别	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	同比	202107	同比
纯电	比亚迪D1	MPV	0	0	0	1,201	4,964	3,335	-	121	-
	比亚迪e1	B	425	345	431	570	229	14	-95.9%	0	-100.0%
	比亚迪e2	C	2,548	4,300	5,204	7,564	2,545	10,140	135.8%	2,939	91.6%
	比亚迪e3	C	224	594	911	1,091	427	43	-92.8%	526	80.1%
	比亚迪e5	D	103	0	0	0	0	0	-	0	-
	比亚迪e6	C	0	0	0	0	1,030	625	-	57	-
	比亚迪S2	SUV-C	0	0	0	0	0	0	-	0	-
	比亚迪T3		0	0	0	0	0	0	-	0	-
	比亚迪汉EV	E	0	0	7,229	21,544	21,354	17,325	-	5,907	390.2%
	比亚迪秦	D	758	1,447	1,801	2,616	160	9,238	538.4%	5,523	839.3%
	比亚迪秦EV	D	8,390	12,600	9,311	11,320	4,310	4,381	-65.2%	2,279	-33.0%
	比亚迪商	A	0	0	0	0	0	0	-	0	-
	比亚迪宋EV	SUV-C	502	0	859	3,131	379	5,026	-	2,605	-
	比亚迪宋Pro EV	SUV-D	1,180	3,113	2,047	0	0	0	-100.0%	0	-100.0%
	比亚迪唐EV	SUV-C	264	710	413	150	1,421	1,106	55.8%	784	171.3%
	秦Pro EV	D	758	1,447	1,801	2,616	160	142	-90.2%	-	-100.0%
	腾势	C	0	0	0	0	0	0	-	0	-
元EV	SUV-B	3,716	5,042	3,882	3,434	1,780	3,653	-27.5%	4,255	136.3%	
插混	汉DM	E	0	0	6,078	8,510	5,725	7,637	-	0	-100.0%
	秦	D	434	1,706	1,609	845	211	0	-100.0%	-	-
	秦PLUS DM-i	D	0	0	0	106	6,459	26,041	-	0	-
	宋ProDM	SUV-D	1,196	2,805	1,633	2,582	2,276	15,723	460.5%	0	-99.9%
	宋MAX	MPV	69	671	514	813	309	0	-100.0%	-	-
	唐DM	SUV-C	1,713	3,637	8,278	7,997	3,313	8,587	136.1%	0	-100.0%
腾势X DM	SUV-D	671	860	913	1,196	1,042	1,196	39.1%	0	-100.1%	

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

**刀片电池大放异彩，电池外供放量可期。**从国内装机看，2021H1 公司动力电池装机量 6.63GWh，同比高增 165.2%，市占率 15%，与 2020 年 H1 基本持平。其中 Q2 装机 3.99GWh，同比增长 167.79%，环比增长 99%，全年装机有望超 15gwh，出货量有望达到 20gwh。同时，储能市场需求爆发，我们估计公司 H1 储能出货有望超 2GWh，全年出货量有望达到 5GWh。叠加电动工具、外供部分，我们预计比亚迪电池全年出货可达 30-40GWh，同比翻番以上增长。技术上，公司刀片电池具备显著优势，其体积能量密度提升 50%，成组后能量密度达到 140Wh/kg，公司预计 2025 年可实现能量密度大于 180Wh/kg，截至 2021 年上半年，比亚迪纯电动全系已换装刀片电池。产能上，公司也加大刀片产能建设，20 年底刀片产能为 13GWh，21 年扩建重庆基地、并新增建设长沙、贵阳、蚌埠等基地，并将青海原有电池产能切换成功率型刀片电池，预计至年底刀片电池产能将超过 60gwh。此外，公司加速动力业务开放，已成功配套长安一款纯电、金康两款插电、北汽一款插电和多款专用车。同时，与北美大客户合作顺利，后续放量可期；与丰田成立比亚迪丰田电动车科技有限公司，加大新能源乘用车领域合作，并与日野自动车株式会社签订战略商业联盟协议，拟成立合资公司共同开发纯电动商用车及电动车零部件，我们预计公司在海外客户上将实现进一步的突破。

图 3：比亚迪动力电池装机量



数据来源：GGII，东吴证券研究所

手机业务规模持续扩大，二次电池、光伏业务稳定增长。2021年上半年手机业务营业收入431.32亿元，同比大幅增长84.5%，毛利率7.0%，同比下降6.64pct，手机业务的增长主要得益于安卓大客户份额持续提升以及北美大客户核心产品出货量持续增加，智能家居、游戏硬件、无人机等新型智能产品不断放量，业务规模持续扩张。二次充电电池及光伏业务2021年上半年营业收入82.87亿元，同比增长73.0%，其中传统电池业务稳定增长，光伏业务产品竞争力不断提升。

表 3：公司分业务营业收入

	2021H1				2020年		2020H2		2020H1	
	营业收入(亿元)	同比	毛利率	同比	营业收入(亿元)	毛利率	营业收入(亿元)	毛利率	营业收入(亿元)	毛利率
汽车	391.57	22.1%	19.5%	-4.40pct	839.93	25.2%	519.21	35.1%	320.72	23.9%
手机部件及组装等	431.32	84.5%	7.0%	-6.64pct	600.43	11.2%	366.63	10.7%	233.80	13.6%
二次充电电池及光伏	82.87	73.0%			120.88	20.2%	72.97		47.91	
其他	3.09	19.1%			4.74	4.6%	2.14		2.60	
合计	908.85	50.2%			1565.98	23.8%	960.95	23.8%	605.03	19.6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：公司子公司经营情况



公司名称	2021H1			2020年			2020H2			2020H1			
	营业收入 (亿元)	营收-同比	净利润 (亿元)	销售净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	销售净利率
惠州比亚迪电池	64.69		2.11	3%									
比亚迪汽车	149.38		3.50	2%									
惠州比亚迪电子	126.01	-0.13%	3.37	3%	306.65	15.51	5%	161.79	7.15	4%	144.86	8.36	6%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司费用控制良好，费用率同比下降显著。2021年H1公司期间费用合计90.11亿元，同比增长9.69%，费用率为9.91%，同比减少3.66pct。2021Q2期间费用合计47.88亿元，同比减少1.82%，环比增13.4%，期间费用率为9.6%，同比减少2.35pct，环比减少0.7pct；销售费用14.05亿元，销售费用率2.82%，同比减少0.42pct，环比减少0.23pct；管理费用12.44亿元，管理费用率2.49%，同比减少0.15pct，环比减少0.34pct；财务费用3.61亿元，财务费用率0.72%，同比减少1.01pct，环比减少0.73pct；研发费用17.78亿元，研发费用率3.56%，同比减少0.77pct，环比增0.6pct。

表5：公司季度费用情况（百万元）

单位：百万元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
销售费用	684.50	1,320.89	1,522.93	1,527.29	1,247.47	1,404.74
-销售费用率	3.48%	3.24%	3.42%	2.96%	3.04%	2.82%
管理费用	941.83	1,078.43	1,080.15	1,221.09	1,162.58	1,244.44
-管理费用率	4.79%	2.64%	2.43%	2.37%	2.84%	2.49%
研发费用	756.53	1,768.83	2,366.43	2,573.07	1,217.20	1,778.48
-研发费用率	3.84%	4.33%	5.32%	4.99%	2.97%	3.56%
财务费用	954.96	709.03	1,394.28	704.35	595.23	360.55
-财务费用率	4.85%	1.74%	3.13%	1.37%	1.45%	0.72%
期间费用	3,337.81	4,877.18	6,363.78	6,025.80	4,222.48	4,788.22
-期间费用率	16.96%	11.95%	14.29%	11.68%	10.30%	9.60%
资产减值损失	-63.91	-302.12	-75.31	-465.19	-130.72	-82.87
信用减值损失	43.67	-336.32	-131.19	-528.06	-12.18	-46.08

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

经营现金流同比减少，投资现金流同比上升，账面现金显著增加。2021年H1公司存货为396.86亿元，较年初增长26.4%；应收账款379.82亿元，较年初减少7.85%；期末公司预收账款103.95亿元，同比增长26.99%。2021年公司经营活动净现金流为96.77亿元，同比减少37.72%；投资活动净现金流为-129.19亿元，同比上升86.9%；资本开支为104.07亿元，同比上升60.22%；账面现金为217.89亿元，较年初增长50.84%，短

期借款 112.57 亿元，较年初减少 31.37%。

**投资建议：**由于公司新车型不断推出，电池产能积极扩产，我们维持 2021-2023 年归母净利润为 51.0/77.5/109.8 亿元，同比增长 21%/52%/42%，对应 148/98/69xPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及预期，原材料价格波动、竞争加剧等。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>111,605</b>	<b>125,968</b>	<b>150,114</b>	<b>172,275</b>	<b>营业收入</b>	<b>156,598</b>	<b>193,846</b>	<b>239,785</b>	<b>281,767</b>
现金	14,445	9,692	11,989	14,088	减:营业成本	126,251	160,780	198,121	232,370
应收账款	41,216	50,719	62,935	74,186	营业税金及附加	2,154	2,520	2,877	3,381
存货	31,396	40,811	50,230	58,844	营业费用	5,065	6,009	7,194	8,171
其他流动资产	22,780	22,780	22,780	22,780	管理费用	11,786	14,442	17,864	20,710
<b>非流动资产</b>	<b>89,412</b>	<b>86,997</b>	<b>85,502</b>	<b>83,124</b>	财务费用	3,763	2,675	2,730	1,858
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466	资产减值损失	1,858	668	669	551
固定资产	54,585	55,891	56,333	55,912	加:投资净收益	-273	2	2	2
在建工程	6,112	6,612	7,612	9,012	<b>营业利润</b>	<b>7,086</b>	<b>6,900</b>	<b>10,477</b>	<b>14,852</b>
无形资产	16,690	13,809	10,907	7,984	加:营业外净收支	-203	0	0	0
其他非流动资产	12,672	11,832	12,797	13,763	<b>利润总额</b>	<b>6,883</b>	<b>6,900</b>	<b>10,477</b>	<b>14,852</b>
<b>资产总计</b>	<b>201,017</b>	<b>212,964</b>	<b>235,617</b>	<b>255,398</b>	减:所得税费用	869	897	1,362	1,931
<b>流动负债</b>	<b>106,431</b>	<b>114,295</b>	<b>138,805</b>	<b>148,631</b>	少数股东损益	1,780	900	1,367	1,938
短期借款	27,813	30,195	37,575	31,507	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,234</b>	<b>5,102</b>	<b>7,747</b>	<b>10,983</b>
应付账款	42,983	54,738	67,451	79,111	EBIT	10,848	9,575	13,207	16,711
其他流动负债	35,635	29,162	33,779	38,013	EBITDA	23,197	21,385	25,901	30,289
<b>非流动负债</b>	<b>30,133</b>	<b>30,133</b>	<b>21,252</b>	<b>21,252</b>					
长期借款	14,745	14,745	14,745	14,745	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
其他非流动负债	15,387	15,387	6,507	6,507	每股收益(元)	1.48	1.87	2.84	4.03
<b>负债合计</b>	<b>136,563</b>	<b>144,428</b>	<b>160,057</b>	<b>169,883</b>	每股净资产(元)	20.85	22.01	24.09	27.03
少数股东权益	7,580	8,480	9,847	11,785	发行在外股份(百万股)	2,728	2,861	2,861	2,861
归属母公司股东权益	56,874	60,056	65,712	73,730	ROIC(%)	8.2%	6.8%	9.0%	11.0%
<b>负债和股东权益</b>	<b>201,017</b>	<b>212,964</b>	<b>235,617</b>	<b>255,398</b>	ROE(%)	7.4%	8.5%	11.8%	14.9%
					毛利率(%)	19.4%	17.1%	17.4%	17.5%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率(%)	3.8%	3.1%	3.8%	4.6%
经营活动现金流	45,393	6,653	20,018	24,188	资产负债率(%)	67.9%	67.8%	67.9%	66.5%
投资活动现金流	-14,444	-9,393	-2,098	-2,048	收入增长率(%)	22.6%	23.8%	23.7%	17.5%
筹资活动现金流	-28,907	-8,228	-11,198	-11,198	净利润增长率(%)	162.3%	20.5%	51.8%	41.8%
现金净增加额	2,041	-4,753	2,297	2,099	P/E	187.17	148.10	97.54	68.80
折旧和摊销	12,349	11,810	12,694	13,578	P/B	13.93	13.20	12.06	10.75
资本开支	11,515	11,200	11,200	11,200					



营运资本变动	22,975	-14,501	-5,189	-4,716	EV/EBITDA	37	40	33	28
--------	--------	---------	--------	--------	-----------	----	----	----	----

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 东吴证券投资评级标准:

#### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

#### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>