

逆势稳健增长 拐点爆发在即

比亚迪(002594)

事件概述:

9月3日,公司发布2021年8月汽车销量快报。8月公司汽车销售68,531辆,同比+86.3%。其中,新能源汽车61,409辆,同比301.8%;燃油车7,122辆,同比-66.9%。公司8月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为3.52GWh,同比+271%。

分析判断:

► 销量逆势上涨 DM-i 产能拐点在即

行业销量不景气背景下,DM-i 产能爬坡稳健, EV 加速迭代。8月行业新能源汽车销量171.1万辆,同比-21.8%,我们预计主要系缺芯所致。而公司基于全产业链布局,供应链保障能力较强,具备多品类车用芯片设计、自研、制造能力,不惧缺芯影响,叠加公司DM-i产品热销,在手订单充沛,带动8月销量逆势上涨。8月,公司乘用车销量67,630辆,同比+90.5%、环比+18.7%,其中,新能源车销量61,409辆,同比+301.8%、环比+21.6%,燃油车销量7,122辆,同比-66.9%、环比+2.9%。新能源乘用车中,公司纯电车型8月销售30382辆,同比+222.7%、环比+21.5%,插混车型销售30126辆,同比+555.6%、环比+20.2%。

从动力结构上看,公司8月乘用车销量中,燃油车型占比10.4%,新能源车型占比已高达89.6%,环比+1.7%。其中,纯电车型8月销售30382辆,同比+222.7%、环比+21.5%;插混车型销售30,126辆,同比+555.6%、环比+20.2%,总体增长速度保持稳定。然而,根据公司年底DM-i产能达到8万的规划,以及青海、西安等地区DM-i刀片电池电芯、PACK产线的陆续投产,我们预计制约公司DM-i产品放量的刀片电池产能将于9月呈现高于过往20%左右环比增长的非线性跃增,未来3个月DM-i刀片电池产能有望加速放量并带动DM-i车型加速放量。公司我们预计,主要系公司刀片电池安全性以及e3.0平台可为车型带来智能、安全、低成本高性能等优势,致纯电车型产品力提升,因此持续推动纯电车型销量上升。

我们认为,公司本月逆势稳增的销量数据充分体现了公司全产业链布局、自研芯片、以及多方案备份所形成的强大供应链安全保障能力。

► E3.0 平台初战告捷 海豚引领 2C 探索

“海豚”,超高性价比实现燃油平价,预定火爆, 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, 8 月 13 号上市预售,并于 8 月底上市,该车型 1 小时订单达 2000

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:	254.11
股票代码:	002594
52 周最高价/最低价:	317.3/84.85
总市值(亿)	7,270.45
自由流通市值(亿)	2,935.12
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:降本控费强管理 硬核技术铸品牌 2020年08月29日
2021.08.29
- 【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

辆，8月交付1,755辆。产品力方面，“海豚”具备超高性价比，低配版本补贴后不足10万元，实现A0级车的燃油平价，且相比同级别竞品，海豚基于E3.0平台的优势，具备车长更小，内部空间更大的独特优势（长宽高分别为4070/1770/1570mm，轴距为2700mm）；智能化方面，海豚搭载比亚迪最新的DiLink3.0智能网联系统，在智能、娱乐体验方面有着出色表现；个性化方面，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。同时，海豚还在产品定义、品牌营销、用户运营等方面融入大量女性化、年轻化元素，标志着公司研产销体系从2B技术到2C用户驱动的初步探索，我们预计随着后续海洋家族、高端品牌的陆续发布，公司有望凭借较好的2C运营能力，在高端化、品牌化、服务化上取得更好的表现。

投资建议

考虑到公司DM-i车型销量持续兑现、产能释放拐点在即，E3.0平台推动新车迭代周期加速，同时公司供应链安全保障能力屡经行业性不可抗力考验、并成功展现出极强的稳定性，随着新车型的陆续上市以及行业需求端旺季到来，公司正迎来销量增长的拐点。我们维持上次盈利预测不变，预计公司2021-2023年营收为2,292.3/2,789.4/3,338.4亿元，2021-2023年的归母净利润为50.7/81.1/119.6亿元，对应的EPS为1.77/2.83/4.18元，对应2021年9月3日254.11元收盘价，PE分别为143/90/61倍，维持增持评级。

风险提示

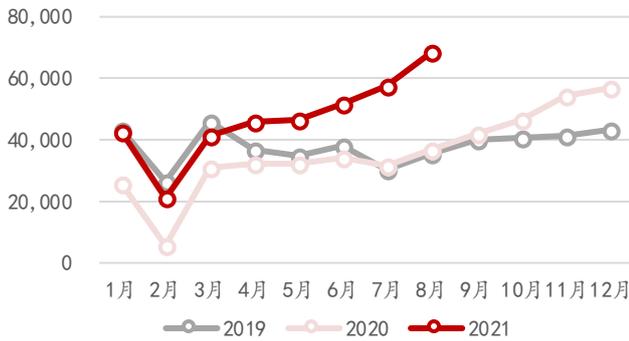
产能扩张低于预期；车市下行风险；新车型销量不及预期。

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	450.34	171.71	143.35	89.63	60.81

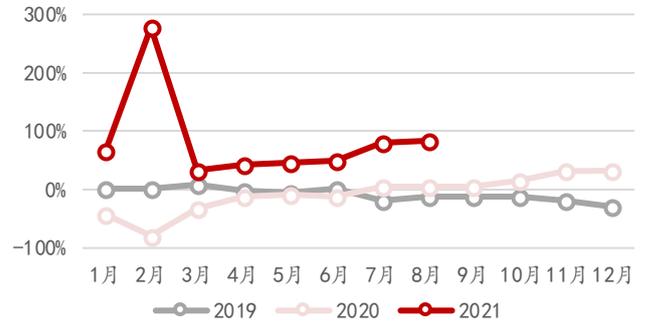
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 1 19-21 年公司汽车月度销量 (辆)



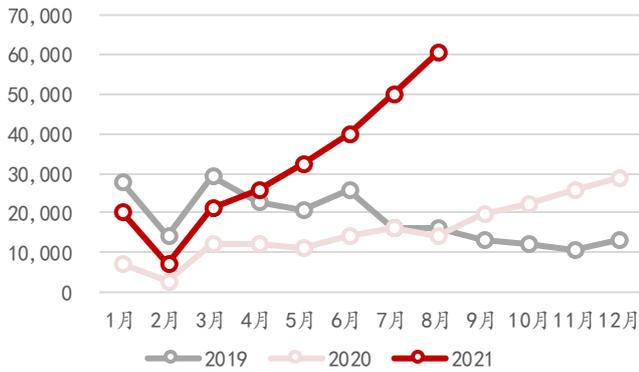
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年公司汽车月度销量同比



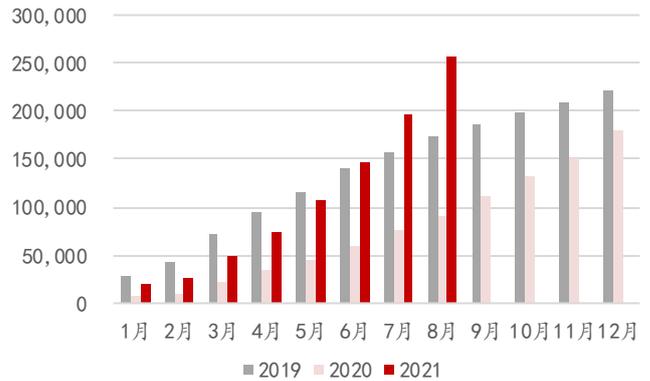
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-21 年公司新能源乘用车月度销量 (辆)



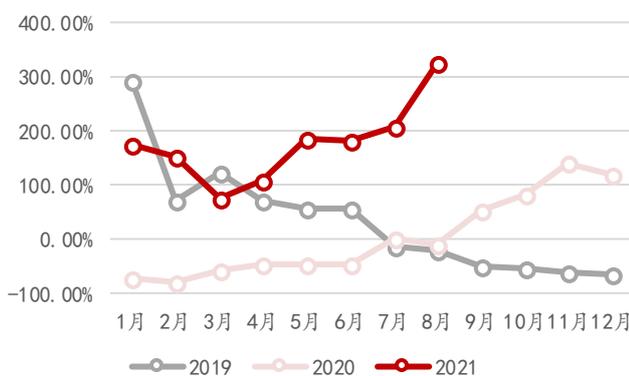
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-21 年公司新能源乘用车累计销量 (辆)



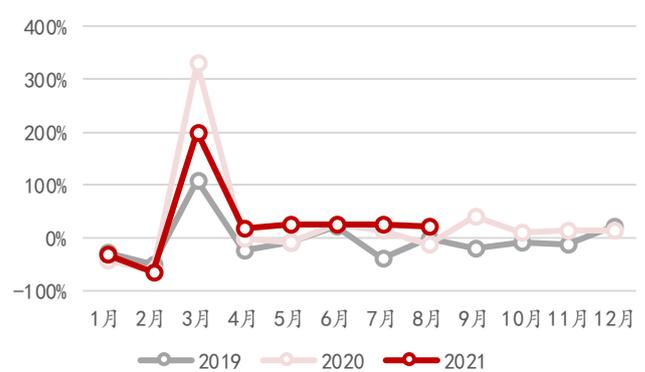
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 19-21 年公司新能源乘用车月度销量同比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 19-21 年公司新能源乘用车月度销量环比



资料来源：公司公告，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	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	2020A	2021E	2022E	2023E
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)	2020A	2021E	2022E	2023E	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	171.71	143.35	89.63	60.81
非流动负债合计	30,133	34,633	39,133	43,633	PB	9.77	11.75	10.47	9.02
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。