证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

2021 年 10 月 07 日

产销紧平衡 量利或双升

比亚迪(002594)

事件概述：

10 月 3 日，公司发布 2021 年 9 月汽车销量快报。9 月公司汽车销售 80,114 辆，同比+89.9%。其中，新能源汽车 71,099 辆，同比+257.6%；燃油车 9,015 辆，同比-59.6%。公司 9 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约为 4.204GWh，环比+19.4%。

分析判断：

▸ **产销紧平衡 量利将迎齐升**

公司 9 月产销增速稳健上行，环比增速略有下降。9 月，公司乘用车销量 79,037 辆，同比+93.2%、环比+16.9%，其中，新能源车销量 71,099 辆，同比+257.6%、环比+15.8%，燃油车销量 9,015 辆，同比-59.6%、环比+26.6%。**相比 8 月份乘用车+18.7%，新能源+21.6%的环比增速略有下滑，我们预计主要系上游原材料涨价，公司主动控制产能释放节奏所致。**

新能源车型热销，产销进入紧平衡阶段。新能源乘用车中，公司纯电车型 9 月销售 36,306 辆，同比+197.3%、环比+19.5%，插混车型销售 33,716 辆，同比+427.6%、环比+11.9%。**公司 9 月新能源乘用车产量仅多出销量 16 辆，已经进入接近“零库存”阶段，考虑到公司多达 16 万辆的在手订单，预计公司单车利润有望随着产销紧平衡以及销售优惠的下降而得到持续提升，预计年内交付量将达到 70~75 万辆规模，并实现月度产销量突破 10 万辆。**

燃油轿车产量创历史低点，新能源转型加速。从动力结构上看，公司 9 月乘用车销量中，燃油车型占比 11.3%，新能源车型占比已高达 88.7%，环比-0.9pct。同时，公司 9 月燃油轿车产量仅为 95 辆，远低于同期 798 辆的销量水平。**我们认为以上现象或表明公司正加速燃油车产线停产切换，集中交付在手燃油车订单，加速向新能源转型。**

缺芯少电恢复拐点在即，支撑Q4亮丽量利表现。随着公司青海、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 10 月呈现环比跃增，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。同时，据马来西亚半导体产业协会表示，目前该国半导体行业多达半数公司的产能利用率达 80%，并将在未来几个月有很大增长空间。我们预计公司电池产能及芯片供应不足的问题将在 Q4 得到显著改善，

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：	249.51
股票代码：	002594
52 周最高价/最低价：	317.3/119.2
总市值(亿)	7,138.84
自由流通市值(亿)	2,881.99
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

1.【华西汽车】比亚迪-技术引领产业化放量 转型推动高端化梦想 20210924 2021.09.27
2.【华西汽车】比亚迪（002594）公司点评：逆势稳健增长 拐点爆发在即 2020 年 09 月 5 日 2021.09.06
3.【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

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

支撑公司产销表现，若大宗物料价格保持稳定，公司有望实现量利同升。

▸ 海豚初战告捷 元 PLUS 未来可期

“海豚”，超高性价比实现燃油平价，销售火爆，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 辆，8 月交付 1,755 辆，9 月突破 3,000 辆，产能快速爬坡。

此外，基于 E3.0 平台的首款 SUV 轿车-元 PLUS 也有望于 11 月广州车展上市，或将延续海豚在续航、驱动、外观、营销等方面的卓越表现。

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，E 3.0 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 30 日 249.51 元收盘价，PE 分别为 141/88/60 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。

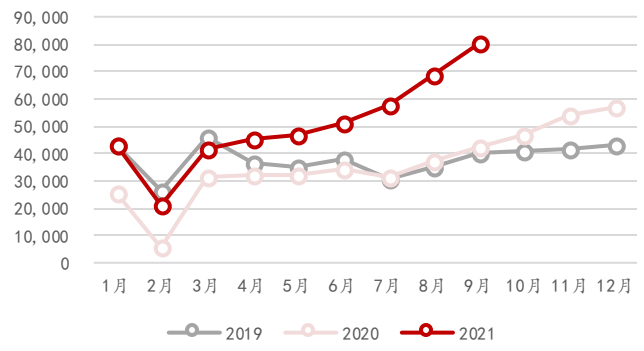
盈利预测与估值

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	442.18	168.60	140.76	88.01	59.71

资料来源：Wind，华西证券研究所

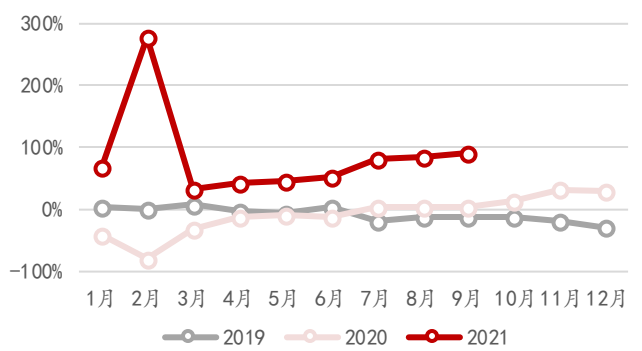
证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。 p

图 1 19-21 年公司汽车月度销量（辆）



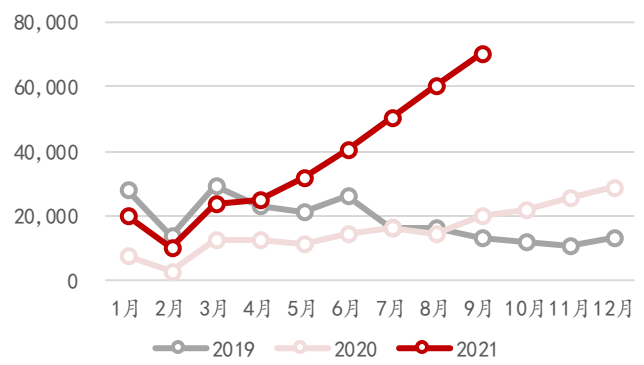
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 19-21 年公司汽车月度销量同比



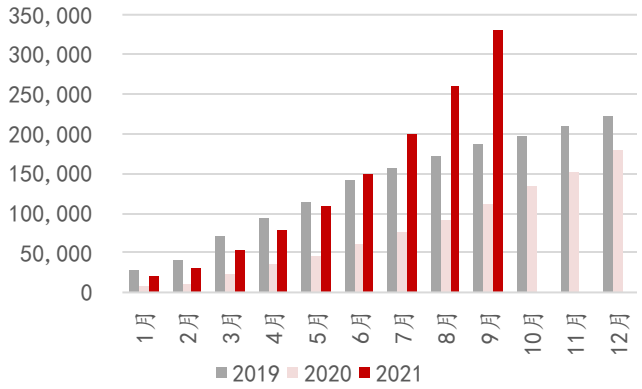
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 19-21 年公司新能源乘用车月度销量（辆）



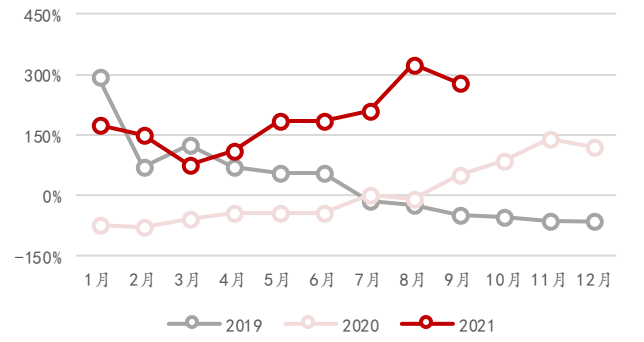
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 19-21 年公司新能源乘用车累计销量（辆）



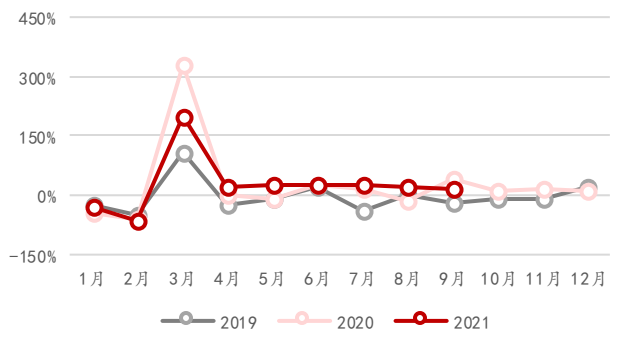
资料来源：公司公告，华西证券研究所

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

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	156,598	229,231	278,941	333,835
YoY(%)	22.6%	46.4%	21.7%	19.7%
营业成本	126,251	196,500	235,088	276,136
营业税金及附加	2,154	3,438	4,184	5,008
销售费用	5,056	5,731	6,695	7,678
管理费用	4,321	5,043	6,416	8,012
财务费用	3,763	1,394	1,269	776
资产减值损失	-907	-464	-539	-620
投资收益	-273	-458	-558	-668
营业利润	7,086	9,555	14,710	21,919
营业外收支	-203	-375	-29	-280
利润总额	6,883	9,180	14,681	21,639
所得税	869	1,377	2,202	3,246
净利润	6,014	7,803	12,479	18,393
归属于母公司净利润	4,234	5,072	8,111	11,955
YoY(%)	162.3%	19.8%	59.9%	47.4%
每股收益	1.48	1.77	2.83	4.18

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,445	12,453	14,272	20,487
预付款项	724	897	1,211	1,341
存货	31,396	48,242	57,964	67,988
其他流动资产	65,039	98,369	109,484	131,292
流动资产合计	111,605	159,961	182,931	221,107
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466
固定资产	54,585	60,104	65,387	70,537
无形资产	11,804	11,646	11,255	10,941
非流动资产合计	89,412	92,526	94,191	96,134
资产合计	201,017	252,487	277,122	317,241
短期借款	16,401	21,114	4,475	0
应付账款及票据	51,908	76,017	92,849	108,315
其他流动负债	38,122	48,540	56,519	63,566
流动负债合计	106,431	145,670	153,842	171,881
长期借款	14,745	19,245	23,745	28,245
其他长期负债	15,387	15,387	15,387	15,387
非流动负债合计	30,133	34,633	39,133	43,633
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

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	6,014	7,803	12,479	18,393
折旧和摊销	12,519	8,557	8,707	8,657
营运资金变动	21,441	-16,208	3,196	-9,992
经营活动现金流	45,393	3,522	27,490	20,292
资本开支	-11,515	-12,003	-10,552	-11,242
投资	-1,739	0	0	0
投资活动现金流	-14,444	-12,641	-11,309	-12,110
股权募资	2,800	133	0	0
债务募资	40,634	9,213	-12,139	25
筹资活动现金流	-28,907	7,127	-14,362	-1,967
现金净流量	2,064	-1,992	1,819	6,214

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力（%）				
营业收入增长率	22.6%	46.4%	21.7%	19.7%
净利润增长率	162.3%	19.8%	59.9%	47.4%
盈利能力（%）				
毛利率	19.4%	14.3%	15.7%	17.3%
净利润率	3.8%	3.4%	4.5%	5.5%
总资产收益率 ROA	2.1%	2.0%	2.9%	3.8%
净资产收益率 ROE	7.4%	8.2%	11.7%	14.8%
偿债能力（%）				
流动比率	**1.05**	**1.10**	**1.19**	**1.29**
速动比率	0.70	0.70	0.73	0.81
现金比率	0.14	0.09	0.09	0.12
资产负债率	67.9%	71.4%	69.6%	67.9%
经营效率（%）				
总资产周转率	0.78	0.91	1.01	1.05
每股指标（元）				
每股收益	1.48	1.77	2.83	4.18
每股净资产	19.88	21.63	24.28	28.17
每股经营现金流	15.87	1.23	9.61	7.09
每股股利	0.00	0.13	0.18	0.23
估值分析				
PE	168.60	140.76	88.01	59.71
PB	9.77	11.54	10.28	8.86

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。