

2021 年 10 月 31 日

# 纯电与混动齐发力，铁锂刀片电池提升竞争力

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	210,645	361,575	456,473
同比 (%)	22.6%	34.5%	71.7%	26.2%
归母净利润 (百万元)	4,234	4,346	10,397	15,407
同比 (%)	206.4%	-13.8%	142.9%	48.5%
每股收益 (元/股)	1.48	1.52	3.63	5.38
P/E (倍)	210.36	204.96	85.67	57.81

## ■ 投资要点

■ **公司 2021Q3 归母净利润 12.7 亿元，环比增长 35.6%，符合市场预期。** 2021 年前三季度公司营收 1451.92 亿元，同比增长 38.25%；归母净利润 24.43 亿元，同比下滑 28.43%。其中，2021 年 Q3 公司实现营收 543.07 亿元，同比增加 21.98%，环比增长 8.85%；归母净利润 12.7 亿元，同比下滑 27.5%，环比增长 35.6%，扣非归母净利润 5.18 亿元，同比下滑 67.17%，环比增长 14.97%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 13.33%，同比下滑 8.99pct，环比增长 0.43pct；归母净利率 2.34%，同比下滑 1.6pct，环比增长 0.46pct；Q3 扣非净利率 0.95%，同比降低 2.59pct，环比提升 0.05pct。

■ **2021Q3 电动车销量大增，新车型放量拉动销量增长。** 根据比亚迪产销快报，2021Q3 比亚迪新能源汽车销量为 20.6 万辆，同比增长 87%。其中，燃油车 2021Q3 销量 2.3 万辆，同比下滑 62%，环比下滑 46%。比亚迪新能源汽车大幅增长，贡献主要增量，2021Q3 销量为 18.3 万辆，同比增长 264%，环比增长 83%，主要受益于 DM-i 车型销量持续高增以及新车型“海豚”的推出；其中纯电动乘用车 9.2 万辆，同比增长 186%，插混销量 8.9 万辆，同比增长 520.61%。

■ **电池装机持续增长，全年出货有望翻番。** 2021Q3 比亚迪电池动力及储能装机合计 10.72GWh，同比增长 228%，环比增长 44%，我们预计动力电池装机 6.5GWh，市占率 19%，储能装机 4.2GWh。其中 9 月比亚迪动力电池及储能装机 4.2GWh，同比+231%，环比增长 20%。2021 年为储能开启高增长元年，储能市场需求强劲，我们预计公司全年储能出货有望达到 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，同增 100%+。我们预计比亚迪 2022 年电池产量为 70-80GWh，同比翻番以上增长，其中包含动力电池自用、外供及商用车和储能电池。

■ **第二代刀片电池能量密度再提升，电池外供放量可期。** 公司刀片电池具备显著优势，第二代刀片成组后能量密度达到 150Wh/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，我们预计至 2021 年底刀片电池产能将接近 60GWh。

■ **投资建议：** 由于上游材料价格上涨，影响公司汽车和光伏业务毛利率，我们调整 2021-2023 年归母净利润至 43.46/103.97/154.07 亿元(此前预期 51.0/77.5/109.8 亿元)，同比增长 -13.8%/142.9%/48.5%，对应 204.96/85.67/57.81xPE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：** 电动车销量不及市场预期、原材料价格波动、竞争加剧等

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	311.31
一年最低/最高价	140.97/333.33
市净率(倍)	10.80
流通 A 股市值(百万元)	359581.18

## 基础数据

每股净资产(元)	28.82
资产负债率(%)	63.80
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) 2021 年中报点评：利润有所下滑，盈利开始改善》2021-09-01
- 2、《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
- 3、《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

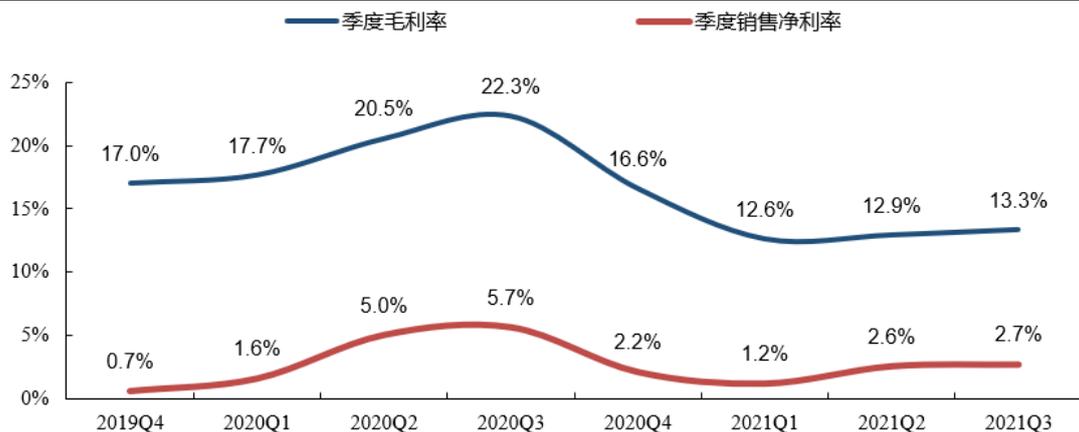
公司 2021Q3 归母净利润 12.7 亿元，环比增长 35.6%，符合市场预期。2021 年前三季度公司营收 1451.92 亿元，同比增长 38.25%；归母净利润 24.43 亿元，同比下滑 28.43%。其中，2021 年 Q3 公司实现营收 543.07 亿元，同比增加 21.98%，环比增长 8.85%；归母净利润 12.7 亿元，同比下滑 27.5%，环比增长 35.6%，扣非归母净利润 5.18 亿元，同比下滑 67.17%，环比增长 14.97%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 13.33%，同比下滑 8.99pct，环比增长 0.43pct；归母净利率 2.34%，同比下滑 1.6pct，环比增长 0.46pct；Q3 扣非净利率 0.95%，同比降低 2.59pct，环比提升 0.05pct。

表 1: 公司分季度经营情况

	2021Q3	2021Q2	2021Q1	2020Q4	2020Q3
营业收入(百万元)	54,307.0	49,893.5	40,991.9	51,575.1	44,519.6
-同比	21.98%	22.21%	108.31%	52.06%	40.72%
毛利率	13.33%	12.90%	12.60%	16.59%	22.32%
归母净利润(百万元)	1,269.5	936.2	237.4	820.7	1751.1
-同比	-27.50%	-39.59%	110.73%	1943.87%	1362.66%
归母净利率	2.34%	1.88%	0.58%	1.59%	3.93%
扣非归母净利润(百万元)	517.7	450.3	-81.65	460.78	1,576.92
-同比	-67.17%	-67.55%	-82.69%	-229.14%	1130.25%
扣非归母净利率	0.95%	0.90%	-0.20%	0.89%	3.54%

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

**2021Q3 电动车销量大增，新车型放量拉动销量增长。**根据比亚迪产销快报，2021Q3 比亚迪新能源汽车销量为 20.6 万辆，同比增长 87%。其中，燃油车 2021Q3 销量 2.3 万辆，同比下滑 62%，环比下滑 46%。比亚迪新能源汽车大幅增长，贡献主要增量，2021Q3

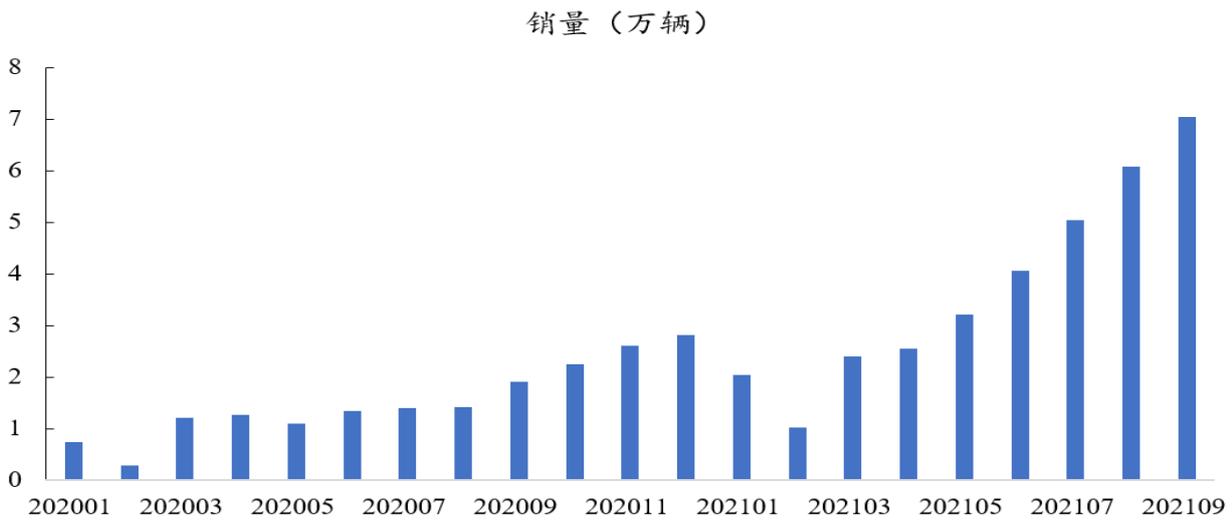
销量为 18.3 万辆，同比增长 264%，环比增长 83%，主要受益于 DM-i 车型销量持续高增以及新车型“海豚”的推出；其中纯电动乘用车 9.2 万辆，同比增长 186%，插混销量 8.9 万辆，同比增长 520.61%。

表 2: 比亚迪汽车销量情况 (辆)

项目类别	2021年9月	同比	环比	2021Q3	季度同比	季度环比	2021Q1-3	累计同比
新能源汽车	71099	257.62%	15.78%	183000	264.08%	83.32%	337579	204.29%
—乘用车	70022	276.40%	15.72%	180587	289.09%	86.50%	330798	218.50%
—纯电动	36306	197.30%	19.50%	91684	185.73%	67.18%	185124	136.28%
—插混	33716	427.55%	11.92%	88903	520.61%	111.72%	145674	470.98%
—商用车	1077	-15.73%	19.53%	2413	-37.34%	-19.49%	6781	-4.21%
—客车	502	-54.65%	-14.77%	1216	-61.87%	-32.29%	3834	-36.87%
—其他	575	236.26%	84.29%	1197	81.64%	-0.33%	2947	192.94%
燃油汽车	9015	-59.58%	26.58%	23055	-61.63%	-46.03%	115165	-27.13%
—轿车	1763	-54.70%	52.77%	4792	-53.87%	-56.33%	29357	11.44%
—SUV	6634	-55.47%	23.17%	16576	-60.37%	-43.28%	77408	-33.78%
—MPV	618	-82.40%	6.19%	1387	-82.37%	-44.94%	8400	-43.20%
合计	80114	89.92%	16.90%	206055	86.73%	44.56%	452744	68.32%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 比亚迪新能源车销量



数据来源：比亚迪公司公告，东吴证券研究所

插混车型销量同比大增，新车型海豚销量亮眼。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 Q1-Q3 累计销售 14.57 万辆，同比大增 471%，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。根据乘联会口径，“海豚”

上市以来累计销量 4755 辆，9 月销量 3000 辆，销量亮眼，后续高增长可期。随着新车型的放量，我们预计比亚迪全年电动车销量可达 55 万辆以上，同比增长 90%，我们预计 2022 年比亚迪电动车销量 120-150 万辆，同比增长 120%+。

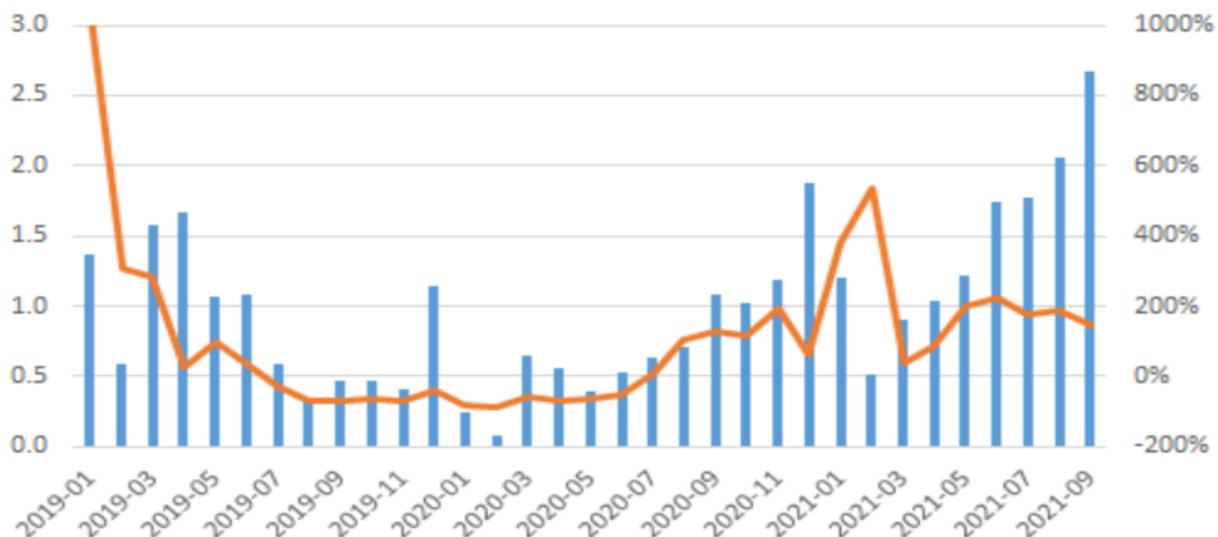
表 3: 比亚迪各车型销量 (辆)

纯电动品牌	级别	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	同比
比亚迪D1	MPV	0	0	0	1201	4964	3335	856	-
比亚迪e2	A0	2548	4300	5204	7564	2545	10140	10581	203.32%
比亚迪e3	A0	224	594	911	1091	427	43	1250	137.21%
比亚迪e6	A	0	0	0	0	1030	625	256	-
比亚迪秦 PLUS EV	D	758	1447	1801	2616	160	9238	21552	1096.67%
比亚迪秦EV	A	8390	12600	9311	11320	4310	4381	5415	58.16%
比亚迪唐EV	B	264	710	413	150	1421	1106	2023	489.83%
比亚迪汉EV	B	0	0	7229	21544	21354	17325	19901	275.29%
比亚迪宋EV	A	502	0	859	3131	379	5026	10686	1244.00%
元EV	SUV B	3716	5042	3882	3434	1780	3653	14409	271.17%
比亚迪海豚	A0	0	0	0	0	0	0	4755	-
比亚迪秦PLUS DM-i	A	0	0	0	0	2962	18414	39437	-
比亚迪宋DM	A	1196	2459	2149	2586	1416	9901	26268	1222.34%
比亚迪宋MAX	A	69	512	687	714	331	255	147	21.40%
比亚迪汉DM	B	0	0	3588	8195	6100	7452	7904	220.29%

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

**电池装机持续增长，全年出货有望翻番。**2021Q3 比亚迪电池动力及储能装机合计 10.72GWh，同比增长 228%，环比增长 44%，我们预计动力电池装机 6.5GWh，市占率 19%，储能装机 4.2GWh。其中 9 月比亚迪动力电池及储能装机 4.2GWh，同比+231%，环比增长 20%。2021 年为储能开启高速增长元年，储能市场需求强劲，我们预计公司全年储能出货有望达到 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，同增 100%+。我们预计比亚迪 2022 年电池产量为 70-80GWh，同比翻番以上增长，其中包含动力电池自用、外供及商用车和储能电池。

图 3: 比亚迪动力电池装机电量 (GWh)



数据来源：合格证，东吴证券研究所

**第二代刀片电池能量密度再提升，电池外供放量可期。**公司刀片电池具备显著优势，第二代刀片成组后能量密度达到 150Wh/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，2020 年底刀片产能为 13GWh，2021 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，我们预计至 2021 年底刀片电池产能将接近 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。

**2021Q3 期间费用率环比微增，研发费用率环比增长。**2021 年前三季度公司期间费用合计 146.48 亿元，同比增长 0.47%，费用率为 10.09%，同比下滑 3.79pct。其中，2021Q3 期间费用合计 56.37 亿元，同比下滑 11.42%，环比增 17.73%，期间费用率为 10.38%，同比下滑 3.91pct，环比增长 0.78pct；销售费用 16.06 亿元，销售费用率 2.96%，同比下滑 0.46pct，环比增长 0.14pct；管理费用 13.76 亿元，管理费用率 2.53%，同比增长 0.11pct，环比增长 0.04pct；财务费用 4.16 亿元，财务费用率 0.77%，同比下滑 2.37pct，环比增长 0.04pct；研发费用 22.38 亿元，研发费用率 4.12%，同比下滑 1.19pct，环比增长 0.56pct。公司 2021Q3 计提资产减值损失 0.26 亿元，同比下滑 65.44%，环比下滑 68.60%；计提信用减值损失 0.48 亿元，同比下滑 63.32%，环比增长 4.44%。

表 4：公司季度费用情况（百万元）

单位：百万元	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
销售费用	684.50	1,320.89	1,522.93	1,527.29	1,247.47	1,404.74	1,606.36
-销售费用率	3.48%	3.24%	3.42%	2.96%	3.04%	2.82%	2.96%
管理费用	941.83	1,078.43	1,080.15	1,221.09	1,162.58	1,244.44	1,376.49
-管理费用率	4.79%	2.64%	2.43%	2.37%	2.84%	2.49%	2.53%
研发费用	756.53	1,768.83	2,366.43	2,573.07	1,217.20	1,778.48	2,238.09
-研发费用率	3.84%	4.33%	5.32%	4.99%	2.97%	3.56%	4.12%
财务费用	954.96	709.03	1,394.28	704.35	595.23	360.55	416.12
-财务费用率	4.85%	1.74%	3.13%	1.37%	1.45%	0.72%	0.77%
期间费用	3,337.81	4,877.18	6,363.78	6,025.80	4,222.48	4,788.22	5,637.06
-期间费用率	16.96%	11.95%	14.29%	11.68%	10.30%	9.60%	10.38%
资产减值损失	-63.91	-302.12	-75.31	-465.19	-130.72	-82.87	-26.02
信用减值损失	43.67	-336.32	-131.19	-528.06	-12.18	-46.08	-48.12

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**在手现金充沛，资本开支显著提升。**2021 年前三季度公司存货为 406.99 亿元，较年初增长 29.63%；应收账款 371.99 亿元，较年初下滑 9.75%；期末公司合同负债 123.68 亿元，较年初增长 51.09%。2021 前三季度公司经营活动净现金流为 318.74 亿元，同比上升 11.2%；投资活动净现金流为-222.9 亿元，同比下降 122.47%；资本开支为 207.19 亿元，同比上升 125.77%；账面现金为 361.75 亿元，较年初增长 150.43%，短期借款 154.85 亿元，较年初下滑 5.59%。

**投资建议：**由于上游材料价格上涨，影响公司汽车和光伏业务毛利率，我们调整 2021-2023 年归母净利润至 43.46/103.97/154.07 亿元(此前预期 51.0/77.5/109.8 亿元)，同比增长-13.8%/142.9%/48.5%，对应 204.96/85.67/57.81xPE，维持“买入”评级。

**风险提示：**电动车销量不及市场预期、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>137,977</b>	<b>234,023</b>	<b>306,734</b>	<b>营业收入</b>	<b>156,598</b>	<b>210,645</b>	<b>361,575</b>	<b>456,473</b>
现金	14,445	31,597	54,236	68,471	减:营业成本	126,251	180,623	305,943	385,402
应收账款	41,216	43,168	84,698	119,433	营业税金及附加	2,154	2,738	4,700	5,934
存货	31,396	38,353	69,511	92,795	销售费用	5,056	5,898	10,124	12,325
其他流动资产	22,780	22,780	22,780	22,780	管理费用	11,786	13,692	22,779	27,845
<b>非流动资产</b>	<b>89,412</b>	<b>99,985</b>	<b>107,719</b>	<b>114,208</b>	财务费用	3,763	2,314	2,240	2,268
长期股权投资	5,466	5,466	5,466	5,466	资产减值损失	1,858	1,479	1,957	1,670
固定资产	54,585	59,879	63,739	61,354	加:投资净收益	-273	2	2	2
在建工程	6,112	16,112	23,112	35,112	其他收益	1,695	2,200	1,000	1,000
无形资产	16,690	13,809	10,718	7,626	资产处置收益	-14	0	0	0
其他非流动资产	12,672	20,832	27,797	39,763	<b>营业利润</b>	<b>7,086</b>	<b>6,108</b>	<b>14,839</b>	<b>22,037</b>
<b>资产总计</b>	<b>201,017</b>	<b>237,962</b>	<b>341,742</b>	<b>420,942</b>	加:营业外净收支	-203.19	100.00	100.00	100.00
<b>流动负债</b>	<b>106,431</b>	<b>113,654</b>	<b>213,692</b>	<b>274,187</b>	<b>利润总额</b>	<b>6,883</b>	<b>6,208</b>	<b>14,939</b>	<b>22,137</b>
短期借款	27,813	17,798	57,743	80,146	减:所得税费用	869	776	1,942	2,878
应付账款	42,983	64,331	108,966	137,266	少数股东损益	1,780	1,086	2,599	3,852
其他流动负债	35,635	31,525	46,983	56,775	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,234</b>	<b>4,346</b>	<b>10,397</b>	<b>15,407</b>
<b>非流动负债</b>	<b>30,133</b>	<b>30,133</b>	<b>21,252</b>	<b>21,252</b>	EBIT	10,848	8,422	17,079	24,305
长期借款	14,745	14,745	14,745	14,745	EBITDA	23,197	21,344	31,445	39,865
其他非流动负债	15,387	15,387	6,507	6,507					
<b>负债合计</b>	<b>136,563</b>	<b>143,787</b>	<b>234,944</b>	<b>295,440</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	7,580	8,666	11,265	15,117	每股收益(元)	1.48	1.52	3.63	5.38
归属母公司股东权益	56,874	85,509	95,532	110,385	每股净资产(元)	20.85	29.89	33.39	38.58
<b>负债和股东权益</b>	<b>201,017</b>	<b>237,962</b>	<b>341,742</b>	<b>420,942</b>	发行在外股份(百万股)	2,728	2,861	2,861	2,861
					ROIC(%)	8.2%	5.4%	8.3%	9.6%
					ROE(%)	7.4%	5.1%	10.9%	14.0%
					毛利率(%)	19.4%	14.3%	15.4%	15.6%
					销售净利率(%)	3.8%	2.6%	3.6%	4.2%
					资产负债率(%)	67.9%	60.4%	68.7%	70.2%
					收入增长率(%)	22.6%	34.5%	71.7%	26.2%
					净利润增长率(%)	206.4%	-13.8%	142.9%	48.5%
					P/E	210.36	204.96	85.67	57.81
					P/B	15.66	10.42	9.32	8.07
					EV/EBITDA	41	44	30	24

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>