开源证券

比亚迪（002594.SZ）

2021 年 10 月 31 日

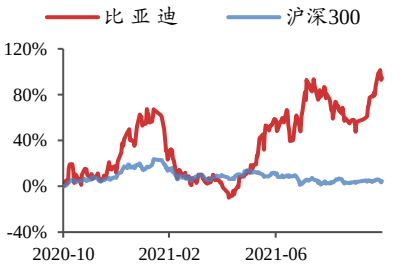
盈利拐点已现，整车、电池业务迎快速放量

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/10/29
当前股价(元)	311.31
一年最高最低(元)	333.33/140.97
总市值(亿元)	8,907.02
流通市值(亿元)	3,595.81
总股本(亿股)	28.61
流通股本(亿股)	11.55
近 3 个月换手率(%)	142.01

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-DM-i 与海豚系列引领新车型周期持续向上》-2021.8.30

《公司信息更新报告-海豚、DMi 双管齐下，强势进击经济型电动车市场》-2021.8.24

《公司信息更新报告-业绩符合预期，DM-i 系列车型放量在即》-2021.4.29

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

邓健全（分析师）
dengjianquan@kysec.cn
证书编号：S0790521040001

熊镐（联系人）
xionghao@kysec.cn
证书编号：S0790120090002

● 比亚迪公布三季报，利润率同环比明显改善，维持“买入”评级

比亚迪公布三季报，Q3 实现营收 543.07 亿元，同比+22.0%，环比+8.8%；归母净利润 12.70 亿元，同比-27.5%，环比+35.7%；毛利率 13.3%，同比-9pct，环比+0.4pct；净利率 2.7%，同比-2.9pct，环比+0.1pct。毛利率同比下降主要系 2021 年同期高毛利的口罩业务营收较高以及 Q3 原材料涨价所致，环比上升主要系公司车型放量摊薄折旧等固定成本。

我们预计 2022 年是比亚迪整车、电池业务放量大年。整车端受益于以 DM-i 为核心的新一轮产品周期，我们预计 2022-2023 年整车销量分别 138/164 万辆，其中新能源车销量分别 121.5/148.8 万辆，同比+123%/+22%；动力电池外供、储能电池出货加速推进，预计 2022-2023 年动力&储能电池出货量将达 62.4/88.8GWh，同比+69%/+42%。我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润为 43.64/90.04/117.32 亿元，EPS 为 1.53/3.15/4.10 元，当前股价对应 P/E 为 204.1/98.9/75.9 倍，看好以 DM-i 为核心的新一轮产品周期贡献业绩增长，维持“买入”评级。

● 整车销量大幅增长摊薄固定成本，贡献利润弹性

Q3 公司整车销量 20.61 万辆，同比+187%，环比+45%；其中 EV 乘用车销量 9.17 万辆，同比+286%，环比+67%；PHEV 乘用车销量 8.89 万辆，同比+621%，环比+112%。

盈利能力方面，我们用比亚迪营收、毛利润分别减去比亚迪电子营收、毛利润推算出 Q3 比亚迪汽车&电池业务毛利率 18.1%，环比大幅提升，预计贡献净利润 13.68 亿元。我们预计 Q3 单车折旧&摊销 0.82 万元，环比-0.3 万元，预计对整车业务利润率的贡献达 2pct。

● 风险提示： 相关车型销量不及预期、原材料涨价超预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	127,739	156,598	216,762	285,504	350,827
YOY(%)	-1.8	22.6	38.4	31.7	22.9
归母净利润(百万元)	1,614	4,234	4,364	9,004	11,732
YOY(%)	-41.9	162.3	3.1	106.3	30.3
毛利率(%)	16.3	19.4	13.9	16.2	16.3
净利率(%)	1.3	2.7	2.0	3.2	3.3
ROE(%)	3.4	9.3	8.0	14.3	15.8
EPS(摊薄/元)	0.56	1.48	1.53	3.15	4.10
P/E(倍)	551.7	210.4	204.1	98.9	75.9
P/B(倍)	17.0	16.0	14.9	13.0	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	106967	111605	228017	203880	313618
现金	12650	14445	32514	42826	52624
应收票据及应收账款	43934	41216	119286	78891	154971
其他应收款	1561	1051	2326	2341	3631
预付账款	363	724	914	1121	1243
存货	25572	31396	52182	55802	78819
其他流动资产	22887	22772	20795	22899	22330
非流动资产	88675	89412	98845	105600	108566
长期投资	4060	5466	6006	6533	7123
固定资产	49443	54585	66655	75545	81336
无形资产	18398	16690	13067	9391	5661
其他非流动资产	16773	12672	13117	14131	14445
资产总计	195642	201017	326862	309480	422183
流动负债	108029	106431	230555	206884	309787
短期借款	40332	16401	86769	76074	115365
应付票据及应付账款	36168	51908	93835	87867	132605
其他流动负债	31528	38122	49952	42943	61817
非流动负债	25011	30133	26528	21669	16822
长期借款	21916	23626	20021	15162	10315
其他非流动负债	3095	6507	6507	6507	6507
负债合计	133040	136563	257083	228553	326609
少数股东权益	5839	7580	8811	11350	14659
股本	2728	2728	2861	2861	2861
资本公积	24531	24699	24699	24699	24699
留存收益	25156	28905	33813	43857	57207
归属母公司股东权益	56762	56874	60968	69577	80915
负债和股东权益	195642	201017	326862	309480	422183

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	14741	45393	-18394	51107	56
净利润	2119	6014	5595	11544	15041
折旧摊销	9624	12346	10111	12656	15118
财务费用	3014	3763	3571	5172	5885
投资损失	809	273	260	273	404
营运资金变动	-1631	21363	-38179	21435	-36376
其他经营现金流	807	1634	247	26	-16
投资活动现金流	-20881	-14444	-20051	-19711	-18471
资本支出	20627	11774	9253	6010	2346
长期投资	-1089	-1837	-540	-719	-591
其他投资现金流	-1343	-4507	-11338	-14420	-16716
筹资活动现金流	6610	-28907	-10255	-10390	-11077
短期借款	2543	-23932	3599	0	0
长期借款	7992	1709	-3605	-4859	-4847
普通股增加	0	0	133	0	0
资本公积增加	6	168	0	0	0
其他筹资现金流	-3931	-6853	-10382	-5531	-6230
现金净增加额	523	2064	-48699	21006	-29492

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	127739	156598	216762	285504	350827
营业成本	106924	126251	186632	239252	293642
营业税金及附加	1561	2154	2384	3426	4210
营业费用	4346	5056	6503	8280	9999
管理费用	4141	4321	5744	7480	9122
研发费用	5629	7465	7262	10849	13331
财务费用	3014	3763	3571	5172	5885
资产减值损失	-159	-907	-217	-286	-351
其他收益	1724	1695	2200	2700	3000
公允价值变动收益	10	-51	-41	-22	-26
投资净收益	-809	-273	-260	-273	-404
资产处置收益	-100	-14	0	0	0
营业利润	2312	7086	6781	13735	17559
营业外收入	226	282	324	372	428
营业外支出	107	485	582	582	582
利润总额	2431	6883	6523	13526	17406
所得税	312	869	928	1982	2365
净利润	2119	6014	5595	11544	15041
少数股东损益	504	1780	1231	2540	3309
归母净利润	1614	4234	4364	9004	11732
EBITDA	15209	21115	19422	30058	36739
EPS(元)	0.56	1.48	1.53	3.15	4.10

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	-1.8	22.6	38.4	31.7	22.9
营业利润(%)	-45.5	206.4	-4.3	102.5	27.8
归属于母公司净利润(%)	-41.9	162.3	3.1	106.3	30.3
获利能力					
毛利率(%)	16.3	19.4	13.9	16.2	16.3
净利率(%)	1.3	2.7	2.0	3.2	3.3
ROE(%)	3.4	9.3	8.0	14.3	15.8
ROIC(%)	3.7	6.7	4.5	8.6	8.6
偿债能力					
资产负债率(%)	68.0	67.9	78.7	73.9	77.4
净负债比率(%)	98.0	66.9	122.6	73.7	88.3
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	2.7	3.7	2.7	2.9	3.0
应付账款周转率	2.6	2.9	2.6	2.6	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	1.48	1.53	3.15	4.10
每股经营现金流(最新摊薄)	5.15	15.87	-6.43	17.86	0.02
每股净资产(最新摊薄)	18.30	19.50	20.88	23.89	27.85
估值比率					
P/E	551.7	210.4	204.1	98.9	75.9
P/B	17.0	16.0	14.9	13.0	11.2
EV/EBITDA	63.0	44.6	50.7	32.0	26.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn