比亚迪（002594）三季报点评

爆款车型开启上行周期，新车放量+手机恢复提升盈利

2020 年 10 月 30 日

买入（维持）

证券分析师 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	127,739	150,898	184,458	220,572
同比（%）	-1.8%	18.1%	22.2%	19.6%
归母净利润（百万元）	1,614	4,529	6,543	8,047
同比（%）	-41.9%	180.5%	44.5%	23.0%
每股收益（元/股）	0.59	1.66	2.40	2.95
P/E（倍）	267.63	95.41	66.04	53.69

投资要点

- **Q3 计提减值 2.1 亿，利润接近预告下限，符合预期：**2020 年前三季度公司营收 1050.23 亿元，同比增长 11.9%；归母净利润 34.14 亿元，同比增长 116.8%（此前上修业绩预告，归母净利润预计为 34 亿-36 亿）；扣非净利润 24.93 亿元，同比增长 324.5%，其中非经常性损益主要为政府补助 10 亿元。20Q1-3 毛利率为 20.75%，同比增加 4.71pct；净利率为 4.67%，同比增加 2.65pct。

- **Q3 毛利率历史新高：**20Q3 公司实现营收 445.2 亿元，同比增加 40.72%，环比增长 9.05%；归母净利润 17.51 亿元，同比增长 1362.66%，环比增长 12.99%，扣非归母净利润 15.77 亿元，同比增长 1130.25%，环比增长 13.62%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 22.32%，同比增长 8.45pct，环比增长 1.78pct，基本为历史新高；净利率 5.66%，同比增长 4.88pct，环比增长 0.61pct；Q3 扣非净利率 3.54%，同比提升 4.03pct，环比提升 0.14pct。Q3 计提减值损失 2.1 亿元，同比增加 415%。

- **全年业绩预告 42-46 亿，预告较为谨慎，略低于预期：**公司预告 20 年全年归母净利润 42-46 亿，同比增长 160-185%，中值 44 亿。其中 20Q4 单季度归母净利润 7.86-11.86 亿元，同比增长 1859%-2855%，环比下降 32%~55%，预计 Q4 手机业务景气度持续改善，电动车新车型销量继续爬坡，但公司处于谨慎考虑，业绩预测仅包括主业，未考虑非主业的业绩贡献。

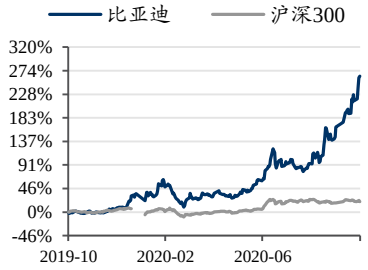
- **汉、唐发力，盈利能力好于预期：**分车型看，汉、唐销量表现强劲，汉 7 月上市，产能逐月爬坡，9 月销量 0.56 万辆，环比增长超过 40%，Q3 合计销量 1.08 万辆，以高配版本为主。预计比亚迪汉单车毛利率 30%左右，单车毛利 7-8 万。唐 DM 上市带来新增需求，9 月唐家族销量 5,085 辆，环比增长 211%，Q3 销量 8314 辆，环比翻番。新版唐采用 DM4.0 系统，预计单车毛利率 20%以上，单车毛利 4 万以上，带动整体盈利水平提升。

- **20 年电动车销量预期 20 万辆，21 年我们预计增速 50-100%：**Q1-3 累计电动车销量 11.1 万辆，预计 Q4 销量 8-9 万辆，市占率 20%，对应 20 年销量接近 20 万辆，同比下降 10%。21 年汉和唐继续发力 toC 端，预计两款车单月销量合计 1.5 万辆以上，全年贡献销量约 20 万辆。21 年我们预计销量增速 50-100%，对应销量 30-40 万辆。。

- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年净利润 45.3/65.4/80.5 亿元，同增 181%/45%/23%；对应 PE 95/66/54 倍。考虑到公司为国内电动车龙头，新技术新车型开启新周期，维持“买入”评级。

- **风险提示：**电动车销量不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	159.81
一年最低/最高价	42.27/170.30
市净率(倍)	7.30
流通 A 股市值(百万元)	183089.13

基础数据

每股净资产(元)	21.91
资产负债率(%)	65.52
总股本(百万股)	2728.14
流通 A 股(百万股)	1145.67

相关研究

1、《比亚迪（002594）三季报预告：汉唐开始发力和电子持续向好，业绩超预期》2020-10-13
2、《比亚迪（002594）中报点评：盈利持续回升，“汉”王朝开启》2020-09-01
3、《比亚迪（002594）：半导体引入战投，业务拆分再提速》2020-05-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

Q3 计提减值 2.1 亿，利润接近预告下限，符合预期。2020 年前三季度公司营收 1050.23 亿元，同比增长 11.9%；归母净利润 34.14 亿元，同比增长 116.8%（此前上修业绩预告，归母净利润预计为 34 亿-36 亿）；扣非净利润 24.93 亿元，同比增长 324.5%，其中非经常性损益主要为政府补助 10 亿元。20Q1-3 毛利率为 20.75%，同比增加 4.71pct；净利率为 4.67%，同比增加 2.65pct。

Q3 毛利率历史新高。20Q3 公司实现营收 445.2 亿元，同比增加 40.72%，环比增长 9.05%；归母净利润 17.51 亿元，同比增长 1362.66%，环比增长 12.99%，扣非归母净利润 15.77 亿元，同比增长 1130.25%，环比增长 13.62%。盈利能力方面，Q3 毛利率为 22.32%，同比增长 8.45pct，环比增长 1.78pct，基本为历史新高；净利率 5.66%，同比增长 4.88pct，环比增长 0.61pct；Q3 扣非净利率 3.54%，同比提升 4.03pct，环比提升 0.14pct。Q3 计提减值损失 2.1 亿元，同比增加 415%。

全年业绩预告 42-46 亿，预告较为谨慎，略低于预期：公司预告 20 年全年归母净利润 42-46 亿，同比增长 160-185%，中值 44 亿。其中 20Q4 单季度归母净利润 7.86-11.86 亿元，同比增长 1859%-2855%，环比下降 32%~55%，预计 Q4 手机业务景气度持续改善，电动车新车型销量继续爬坡，但公司处于谨慎考虑，业绩预测仅包括主业，未考虑非主业的业绩贡献。

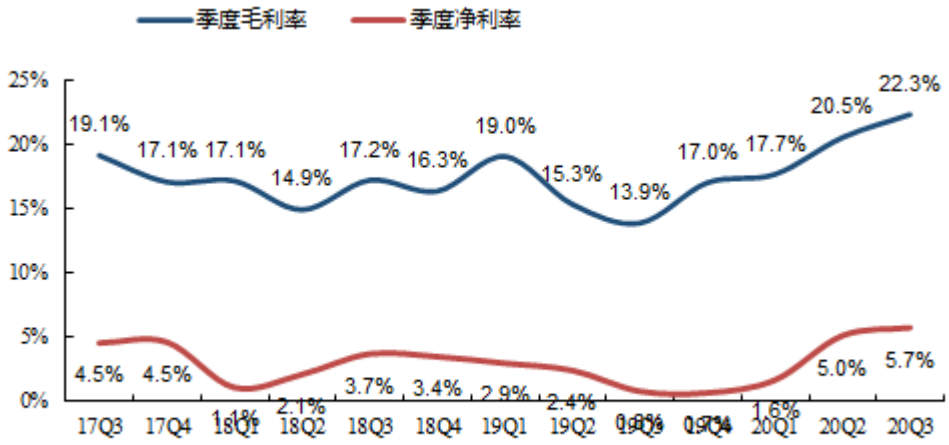
图 1：公司分季度经营情况

	2020Q4预计	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
营业收入(百万)		44,519.6	40,824.4	19,678.5	33,916.7	31,637.5	31,880.2	30,304.1
-同比		40.72%	28.06%	-35.06%	-17.42%	-9.17%	8.39%	22.50%
毛利率		22.32%	20.53%	17.66%	17.01%	13.86%	15.34%	19.05%
归母净利润(百万)	786.43-1186.43	1751.1	1549.8	112.6	40.2	119.7	704.8	749.7
-同比	1859%-2855%	1362.66%	119.88%	-84.98%	-96.80%	-88.58%	87.12%	631.98%
净利率		5.66%	5.05%	1.64%	0.66%	0.78%	2.38%	2.93%
扣非归母净利润（百万）		1,576.92	1,387.93	-471.70	-356.80	-153.06	328.41	411.97
-同比		1130.25%	322.63%	-214.50%	-147.53%	-130.12%	195.28%	225.40%
扣非归母净利率		3.54%	3.40%	-2.40%	-1.05%	-0.48%	1.03%	1.36%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：公司分季度盈利能力

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Q3 燃油车销量平稳，电动车贡献主要增长。燃油车 Q3 销量 6 万辆，同比下滑 1.1%，环比增长 2.1%，基本稳定，宋 Pro 为最大亮点。比亚迪新能源汽车环比明显恢复，Q3 销量为 5.03 万辆，同比增长 7.0%，环比增长 30.6%，主要受益于汉和唐 DM 的推出；其中纯电动乘用车 3.21 万辆，同比增长 15.1%，插混销量 1.43 万辆，同比下降 17.1%。

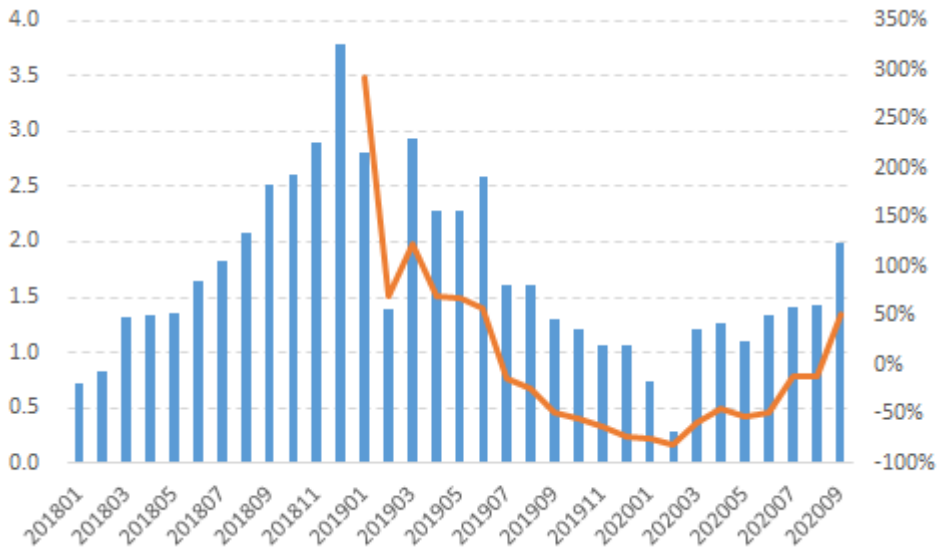
图 3：比亚迪销量情况（分类别，辆）

项目类别	20年9月	同比	环比	20Q3	季度同比	季度环比	20Q1-3	累计同比
新能源汽车	**19,881**	**45.3%**	**30.1%**	**50,264**	**7.0%**	**30.6%**	**110,941**	**-42.40%**
-乘用车	18,603	42.6%	32.8%	46,413	2.8%	29.2%	103,862	-44.14%
-纯电动	12,212	65.9%	29.7%	32,088	15.1%	14.0%	78,349	-36.64%
-插混式	6,391	12.3%	39.1%	14,325	-17.1%	84.2%	25,513	-59.02%
-商用车	1,278	101.9%	0.3%	3,851	112.9%	50.5%	7,079	5.64%
-客车	1,107	83.3%	5.3%	3,192	108.4%	41.6%	6,073	79.99%
-其他	171	489.7%	-23.3%	659	137.9%	116.8%	1,006	-69.76%
燃油汽车	**22,302**	**-17.5%**	**3.7%**	**60,083**	**-1.1%**	**2.1%**	**158,034**	**10.38%**
-轿车	3,892	-30.7%	-9.2%	10,388	3.2%	26.7%	26,343	-10.86%
-SUV	14,899	-1.0%	7.9%	41,827	15.9%	-10.9%	116,901	87.93%
-MPV	3,511	-45.0%	3.2%	7,868	-46.1%	110.9%	14,790	-71.24%
合计	**42,183**	**3.6%**	**14.7%**	**110,347**	**2.4%**	**13.3%**	**268,975**	**-19.90%**

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 4：2018-2020 年 9 月比亚迪电动车国内销量（单位：万辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：乘联会，公司官网，东吴证券研究所

汉、唐发力，盈利能力好于预期。分车型看，汉、唐销量表现强劲，汉 7 月上市，产能逐月爬坡，9 月销量 0.56 万辆，环比增长超过 40%，Q3 合计销量 1.08 万辆，以高配版本为主。预计比亚迪汉单车毛利率 30%左右，单车毛利 7-8 万，盈利能力好于预期。10 月汉排产预计 8000 辆，环比增长 25%。产能仍受限于刀片电池和碳化硅材料短缺，后续产能继续爬坡仍具备持续放量潜力。唐 DM 上市带来新增需求，9 月唐家族销量 5,085 辆，环比增长 211%，Q3 销量 8314 辆，环比翻番。新版唐采用 DM4.0 系统，预计单车毛利率 20%以上，单车毛利 4 万以上，带动整体盈利水平提升。

图 5：比亚迪销量情况（分车型，辆）

项目类别	20年7月	20年8月	20年9月	同比	环比	20Q1	20Q2	20Q3	季度同比	季度环比	20Q1-3	累计同比
e系列	1,981	2,011	2,554	-1.8%	27.0%	3,300	5,239	6,546	-5.3%	24.9%	15,085	-59.4%
元家族	1,801	1,015	1,066	-65.1%	5.0%	3,716	5,042	3,882	-66.2%	-23.0%	12,640	-77.0%
唐家族	1,594	1,635	5,085	129.6%	211.0%	1,977	4,164	8,314	17.2%	99.7%	14,455	-58.4%
秦家族	4,652	3,710	8,122	459.0%	118.9%	9,582	15,398	16,484	133.3%	7.1%	41,464	42.1%
宋家族	2,568	1,638	17,907	429.5%	993.2%	2,947	6,084	22,113	150.6%	263.5%	31,144	38.9%
汉	1,205	4,000	5,612	-	40.3%	-	-	10,817	-	-	-	-

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 6：比亚迪新能源乘用车季度销量（分车型，辆）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

	车型	级	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	同比
纯电	元EV	A0	24,446	19,038	11,498	6,918	3,716	5,042	3,882	-66.2%
	比亚迪e2	A0	0	0	2,078	5,241	2,548	4,300	5,204	150.4%
	比亚迪秦EV	A	1,798	2,936	0	3,758	8,390	12,600	9,311	-
	秦Pro EV	A	1,541	4,769	3,076	1,667	758	1,447	1,801	-41.4%
	比亚迪e3	A0	0	0	0	1,649	224	594	911	-
	宋Pro EV	A	0	0	1,305	1,144	1,180	3,113	2,047	56.9%
	比亚迪e5	A	14,527	11,568	2,310	906	103	0	0	-100.0%
	比亚迪e1	A00	0	4,168	2,521	781	425	345	431	-82.9%
	比亚迪宋EV	A	1,581	2,281	0	765	502	0	859	-
	比亚迪唐EV	B	0	3,471	1,323	543	264	710	413	-68.8%
	比亚迪S2	A0	0	2,061	3,768	155	0	0	0	-100.0%
	比亚迪e6	A	0	0	0	0	0	0	0	-
	腾势	B	123	1,966	0	0	0	0	0	-
	腾势X EV	B	0	0	0	0	127	962	853	-
	比亚迪汉EV	A	0	0	0	0	0	0	7,229	-
插混	比亚迪汉DM	B	0	0	0	0	0	0	3,588	-
	唐	B	14,887	9,287	5,770	4,070	1,713	3,454	5,862	1.6%
	比亚迪宋DM	A	4,272	2,424	6,092	3,279	1,196	3,286	2,149	-64.7%
	秦	A	6,520	4,552	3,991	1,867	434	1,351	2,039	-48.9%
	比亚迪宋MAX	A	66	2,974	1,426	691	69	512	687	-51.8%

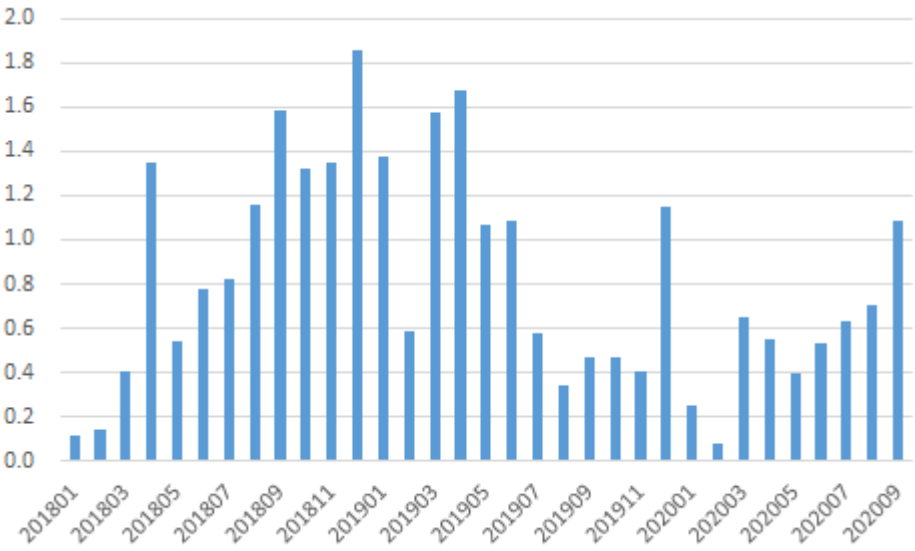
数据来源：乘联会，东吴证券研究所

20 年电动车销量预期 20 万辆，21 年我们预计增速 50-100%。Q1-3 累计电动车销量 11.1 万辆，预计 Q4 销量 8-9 万辆，市占率 20%，对应 20 年销量接近 20 万辆，同比下降 10%。21 年汉和唐继续发力 toC 端，预计两款车单月销量合计 1.5 万辆以上，全年贡献销量约 20 万辆。21 年我们预计销量增速 50-100%，对应销量 30-40 万辆。

电池装机持续增长，刀片产能扩张顺利。Q3 电池动力及储能装机合计 3.27gwh（预计动力装机 2.5gwh，储能 0.7-0.8gwh），同比增长 38%，环比增长 32%。其中 9 月比亚迪动力电池及储能装机 1.27gwh，同比+59%，环比增长 34%，持续明显恢复。目前刀片电池产能迅速投放满足汉的需求，预计下半年宋 Plus 和秦 EV 均会切换刀片铁锂电池，单车盈利改善约 3000 元。目前刀片电池成本 0.6-0.65 元/wh，且公司储备二代刀片电池，工艺进一步改进，成本有望继续下行，持续改善盈利。公司加速刀片产能扩张，预计刀片电池产能年底达 13gwh，明年再扩 13gwh。同时电池业务加速外供，国内已经配套北汽、长安等；海外丰田、戴姆勒、福特、奥迪等均有合作，预计海外 22 年开始放量。

图 7：比亚迪装机量（GWh）

请务必阅读正文之后的免责声明部分



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新机发布潮+新业务放量，电子业务利润逐步恢复。预计电子业务贡献 11-12 亿利润，环比提升 10%左右。三四季度为新机发布潮，行业需求逐步回暖，预计 Q4 行业景气度将进一步提升。同时今年苹果产业链突破新的产品线，三季度产线逐步投产开始放量，预计 21 年将成长为苹果核心供应商，预计 pad 产线供货份额 40%以上。公司专注行业中高端产品，盈利能力好于同行。

汇率变动拉高财务费用，研发投入创新高。2020 年前三季度公司三费合计 145.79 亿元，同比增长 18.59%，费用率为 13.88%，同比增长 0.78pct。20Q3 销售费用 15.2 亿元，销售费用率 3.4%，同比增 0.1pct；管理费用 10.8 亿元，管理费用率 2.4%，同比降 1pct；财务费用 13.9 亿元，财务费用率 3.1%，同比增 1.6pct，主要为汇率变动所致；研发费用 23.7 亿元，研发费用率 5.3%，同比增 1.1pct。公司前三季度计提资产减值损失 4.41 亿；计提信用减值损失 4.24 亿。20Q3 公司计提资产减值 0.75 亿；计提信用减值损失 1.31 亿，其中主要为坏账损失。

图 8：公司分季度费用情况（百万）

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售费用	1,063.09	1,237.44	1,045.16	1,000.21	684.50	1,320.89	1,522.93
-销售费用率	3.51%	3.88%	3.30%	2.95%	3.48%	3.24%	3.42%
管理费用	1,044.48	1,026.40	1,089.34	980.78	941.83	1,078.43	1,080.15
-管理费用率	3.45%	3.22%	3.44%	2.89%	4.79%	2.64%	2.43%
研发费用	1,293.33	1,201.90	1,343.89	1,790.26	756.53	1,768.83	2,366.43
-研发费用率	4.27%	3.77%	4.25%	5.28%	3.84%	4.33%	5.32%
财务费用	1,154.20	298.74	495.06	1,066.03	954.96	709.03	1,394.28
-财务费用率	3.81%	0.94%	1.56%	3.14%	4.85%	1.74%	3.13%
期间费用	4,555.10	3,764.48	3,973.45	4,837.27	3,337.81	4,877.18	6,363.78
-期间费用率	15.03%	11.81%	12.56%	14.26%	16.96%	11.95%	14.29%
资产减值损失	143.38	-37.50	23.56	-1.68	-63.91	-302.12	-75.31
信用减值损失	134.35	-73.65	16.40	-285.44	43.67	-336.32	-131.19

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

存货增加，Q3 经营性现金流改善。报告期末公司存货为 328.93 亿，较年初增加 28.63%，较上季度末增加 18%；应收账款 389.08 亿，较年初下价格 11.44%，较二季度末下降 11.39%；期末公司合同负债 74.2 亿元，较年初增长 65%，较二季度末下降 11%。20Q3 单季度公司经营活动净现金流为 131.25 亿，同比上升 122.56%，环比增长 23.94%；资本开支为 26.81 亿，同比下降 28.12%，环比增长 4.54%。账面现金为 131.82 亿，较年初增长 4.2%。在建工程 75.27 亿，较年初减少 29%，较二季度末减少 36%，固定资产 531.91 亿元，较年初增长 8%，主要系固定资产转固所致。

盈利预测与投资建议：预计 20-22 年净利润 45.3/65.4/80.5 亿元。同增 181%/45%/23%；对应 PE 95/66/54 倍。考虑到公司为国内电动车龙头，新技术新车型开启新周期，维持“买入”评级。。

风险提示：电动车销量不及预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比亚迪三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	106,967	136,799	136,799	176,256
现金	12,650	11,039	3,964	9,631
应收账款	43,934	69,698	67,024	97,760
存货	25,572	31,035	40,626	43,666
其他流动资产	24,811	25,027	25,184	25,200
非流动资产	88,675	85,752	83,314	84,677
长期股权投资	4,060	4,403	4,793	5,125
固定资产	49,443	47,304	45,391	46,458
在建工程	10,675	9,730	9,243	9,776
无形资产	18,398	17,996	17,539	17,185
其他非流动资产	6,098	6,319	6,348	6,133
资产总计	195,642	222,551	220,113	260,933
流动负债	108,029	133,139	125,188	158,056
短期借款	40,332	40,332	40,332	40,332
应付账款	22,521	33,160	34,989	46,548
其他流动负债	45,176	59,647	49,867	71,176
非流动负债	25,011	21,031	18,354	16,120
长期借款	21,916	18,928	16,051	13,597
其他非流动负债	3,095	2,103	2,303	2,523
负债合计	133,040	154,170	143,542	174,177
少数股东权益	5,839	7,254	9,298	11,812
归属母公司股东权益	56,762	61,127	67,272	74,944
负债和股东权益	195,642	222,551	220,113	260,933

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14,741	17,467	6,289	23,589
投资活动现金流	-20,881	-6,125	-7,406	-12,443
筹资活动现金流	6,610	-12,953	-5,959	-5,479
现金净增加额	523	-1,611	-7,075	5,667
折旧和摊销	9,624	8,819	9,670	10,875
资本开支	20,627	-2,489	-3,051	1,034
营运资本变动	-1,631	-350	-15,024	-960

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	127,739	150,898	184,458	220,572
减:营业成本	106,924	124,911	152,882	182,916
营业税金及附加	1,561	1,844	2,254	2,695
营业费用	4,346	4,980	6,087	7,279
管理费用	4,141	9,054	10,699	12,793
财务费用	3,014	2,801	2,885	2,910
资产减值损失	-159	1,358	553	551
加:投资净收益	-809	-205	-175	-173
其他收益	10	-17	-6	-7
营业利润	2,312	6,729	9,918	12,247
加:营业外净收支	119	264	184	178
利润总额	2,431	6,992	10,102	12,425
减:所得税费用	312	1,049	1,515	1,864
少数股东损益	504	1,415	2,044	2,514
归属母公司净利润	1,614	4,529	6,543	8,047
EBIT	5,701	9,643	12,802	15,114
EBITDA	15,325	18,462	22,472	25,990

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	0.59	1.66	2.40	2.95
每股净资产(元)	19.20	20.80	23.05	25.86
发行在外股份(百万股)	2728	2728	2728	2728
ROIC(%)	3.8%	6.6%	8.5%	9.6%
ROE(%)	3.4%	8.7%	11.2%	12.2%
毛利率(%)	16.3%	17.2%	17.1%	17.1%
销售净利率(%)	1.3%	3.0%	3.5%	3.6%
资产负债率(%)	68.0%	69.3%	65.2%	66.8%
收入增长率(%)	-1.8%	18.1%	22.2%	19.6%
净利润增长率(%)	-41.9%	180.5%	44.5%	23.0%
P/E	267.63	95.41	66.04	53.69
P/B	6.69	6.18	5.58	4.97
EV/EBITDA	27.26	22.25	18.57	15.85

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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