比亚迪（002594）中报点评

盈利持续回升，“汉”王朝开启

买入（维持）

2020 年 08 月 31 日

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	144,176	171,961	205,570
同比（%）	-1.8%	12.9%	19.3%	19.5%
归母净利润（百万元）	1,614	3,194	4,124	5,401
同比（%）	-41.9%	97.8%	29.2%	31.0%
每股收益（元/股）	0.59	1.17	1.51	1.98
P/E（倍）	144.29	72.95	56.48	43.13

投资要点

- **20H1 净利润 16.62 亿元，同比+14.3%，符合预期。**2020 年 H1 公司营收 605.03 亿元，同比减少 2.7%；归母净利润 16.62 亿元，同比增长 14.3%，略低于业绩预告中值（预计 16-18 亿），符合预期；扣非净利润 9.16 亿元，同比增长 23.8%；20H1 毛利率为 19.6%，同比增加 2.45pct；净利率为 3.94%，同比增加 1.29pct。20H1 合计计提减值 6.59 亿，同比增长 69%。
- **Q2 大幅计提减值，利润仍实现高增长。**20Q2 公司实现营收 408.24 亿元，同比增加 28.06%，环比增长 107.46%；归母净利润 15.5 亿元，同比增长 119.88%，环比增长 12 倍；扣非归母净利润 13.88 亿元，同比增长 322.63%，环比增长 394.07%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.53%，同比增长 5.19pct，环比增长 2.87pct；净利率 5.05%，同比增长 2.67pct，环比增长 3.4pct；Q2 扣非净利率 3.4%，同比提升 2.37pct，环比提升 5.8pct。20Q2 合计计提减值损失 6.38 亿，同比增长 474%。疫情期间，比亚迪迅速整合资源援产口罩，在短时间内成为全球最大的口罩生产商，既支援民众需要，又给企业经营带来增量正面贡献。
- **汽车业务：燃油车逆势增长，新能源车受疫情影响明显。**2020H1 汽车业务及相关产品业务实现营收 320.72 亿元，同比减少 5.62%，毛利率 23.93%，同比增长 0.71pct。销量方面，公司燃油车 20H1 销量 9.8 万辆，同比增长 18.85%，实现逆势增长，主要由于宋 pro 的销量支撑。新能源车上半年销量 6.1 万辆，同比下降 58.3%，其中新能源乘用车销量 5.7 万辆，同比下降 59%，市占率为 15%，受疫情影响明显，但仍处于行业前列。其中秦 EV 单季度销量 1.26 万辆，为热门爆款，另外元 EV 和宋 pro 表现较强。
- **新车型开启新周期，预计下半年销量高增。**车型方面，比亚迪汉 7 月开始交付，单月交付 1200 辆，跟随产能的增长，销量预计逐月提升，下半年销量有望达到 2 万辆。唐、e2、e3 在三季度陆续上市，宋 plus 预计 9 月上市，将进一步提振下半年销量。同时，“汉”所使用的设计理念、智能驾驶与智能座舱、刀片电池等将逐步应用到其他车型，带动公司产品综合竞争力持续进步，新产品大周期开启。我们预计比亚迪全年电动车销量预计 23 万辆左右，同比基本持平，国内市占率 18%左右。
- **Q2 经营现金流明显改善：**2020 年 H1 公司存货为 277.94 亿，较年初增加 8.69%，其中原材料 41.63 亿，在产品 94.02 亿，库存商品 134.74 亿，周转材料 7.56 亿。应收账款 439.09 亿，较年初减少 0.06%。期末预收款项与合同负债共 83.52 亿，较年初增长 85.44%。20H1 公司经营活动净现金流为 155.38 亿，去年同期为-20.65 亿；Q2 单季度为 105.9 亿，环比提升 114%；资本开支为 64.96 亿，同比下降 44.34%。期末固定资产为 485.39 亿，较年初减少 0.71%，在建工程为 117.24 亿，较年初增加 0.47%，账面现金为 132.41 亿，较年初增长 4.67%，短期借款 320.91 亿元，较年初减少 20.43%。
- **业务拆分提速，对外开放拉开帷幕。**5 月底控股子公司比亚迪半导体完成 A 轮融资，投后估值 94 亿元，本次引入战略投资者是分拆子公司上市的重要举措，后续将继续推进半导体分拆上市工作。另外公司启动电池业务的清算和划分工作，积极推动电池业务的拆分工作。我们预计电池业务的拆分上市将在 22 年初步完成，有利于扩充其资本实力实现产能扩张。
- **盈利预测与投资评级：**预计 20-22 年净利润 31.9/41.2/54.0 亿元，同增 98%/29%/31%；对应 PE 73/56/43 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，给予 21 年 70 倍 PE，目标价 105 元，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	85.39
一年最低/最高价	42.27/97.84
市净率(倍)	3.89
流通 A 股市值(百万元)	97828.55

基础数据

每股净资产(元)	20.28
资产负债率(%)	65.99
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）：半导体引入战投，业务拆分再提速》2020-05-30
2、《比亚迪（002594）年报点评：短期销量承压，刀片电池将开启“汉”王朝》2020-04-23
3、《比亚迪（002594）点评：收入逆势超预期，电池龙头优势突出》2019-11-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 净利润 16.62 亿元，同比+14.3%，符合预期。2020 年 H1 公司营收 605.03 亿元，同比减少 2.7%；归母净利润 16.62 亿元，同比增长 14.3%，略低于业绩预告中值(预计 16-18 亿)，符合预期；扣非净利润 9.16 亿元，同比增长 23.8%；20H1 毛利率为 19.6%，同比增加 2.45pct；净利率为 3.94%，同比增加 1.29pct。20H1 合计计提减值 6.59 亿，同比增长 69%。

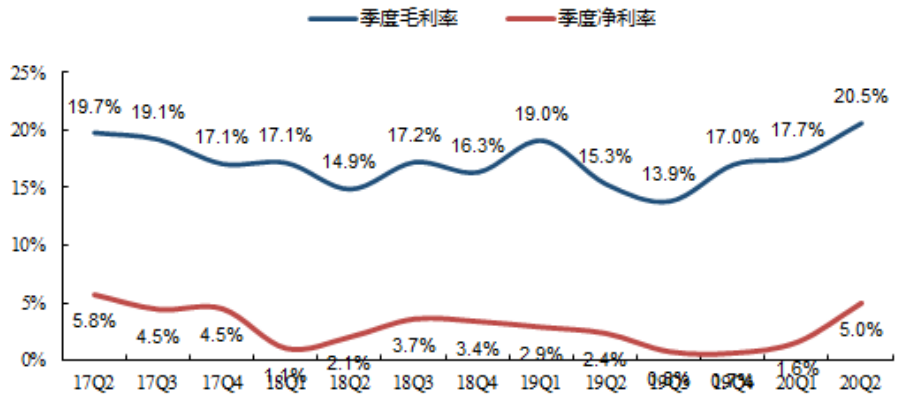
Q2 大幅计提减值，利润仍实现高增长。20Q2 公司实现营收 408.24 亿元，同比增加 28.06%，环比增长 107.46%；归母净利润 15.5 亿元，同比增长 119.88%，环比增长 12 倍；扣非归母净利润 13.88 亿元，同比增长 322.63%，环比增长 394.07%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 20.53%，同比增长 5.19pct，环比增长 2.87pct；净利率 5.05%，同比增长 2.67pct，环比增长 3.4pct；Q2 扣非净利率 3.4%，同比提升 2.37pct，环比提升 5.8pct。20Q2 合计计提减值损失 6.38 亿，同比增长 474%。疫情期间，比亚迪迅速整合资源援产口罩，在短时间内成为全球最大的口罩生产商，既支援民众需要，又给企业经营带来增量正面贡献。

表 1：比亚迪分季度经营情况

	2020Q2	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2
营业收入(百万)	40,824.4	19,678.5	33,916.7	31,637.5	31,880.2	30,304.1	41,073.4	34,830.4	29,413.4
-同比	28.06%	-35.06%	-17.42%	-9.17%	8.39%	22.50%	28.43%	20.54%	22.60%
毛利率	20.53%	17.66%	17.01%	13.86%	15.34%	19.05%	16.34%	17.21%	14.90%
归母净利润(百万)	1549.8	112.6	40.2	119.7	704.8	749.7	1253.1	1048.0	376.7
-同比	119.88%	-84.98%	-96.80%	-88.58%	87.12%	631.98%	-1.72%	-1.92%	-66.28%
净利率	5.05%	1.64%	0.66%	0.78%	2.38%	2.93%	3.43%	3.65%	2.07%
扣非归母净利润（百万）	1,387.93	-471.70	-356.80	-153.06	328.41	411.97	750.65	508.15	-344.67
-同比	322.63%	-214.50%	-147.53%	-130.12%	195.28%	225.40%	-26.26%	-40.46%	-151.51%
扣非归母净利率	3.40%	-2.40%	-1.05%	-0.48%	1.03%	1.36%	1.83%	1.46%	-1.17%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：比亚迪分季度盈利能力



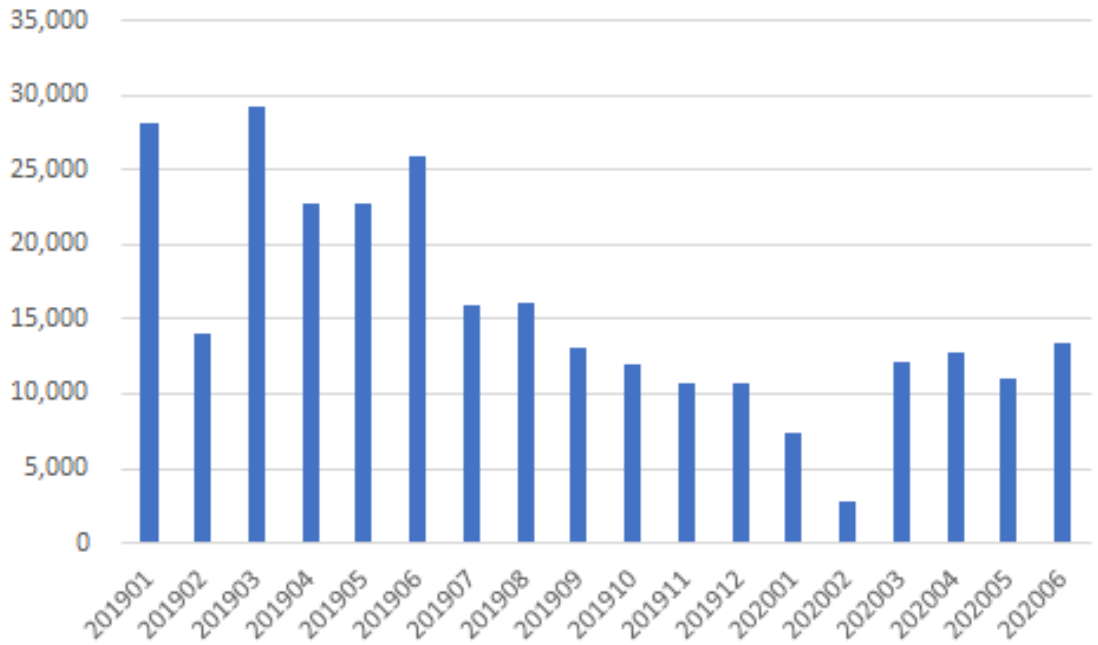
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

汽车业务：燃油车逆势增长，新能源车受疫情影响明显。2020H1 汽车业务及相关产品业务实现营收 320.72 亿元，同比减少 5.62%，毛利率 23.93%，同比增长 0.71pct。销

量方面，公司燃油车 20H1 销量 9.8 万辆，同比增长 18.85%，实现逆势增长，主要由于宋 pro 的销量支撑。新能源车上半年销量 6.1 万辆，同比下降 58.3%，其中新能源乘用车销量 5.7 万辆，同比下降 59%，市占率为 15%，受疫情影响明显，但仍处于行业前列。其中秦 EV 单季度销量 1.26 万辆，为热门爆款，另外元 EV 和宋 pro 表现较强。

新车型开启新周期，预计下半年销量高增。车型方面，比亚迪汉 7 月开始交付，单月交付 1200 辆，跟随产能的增长，销量预计逐月提升，下半年销量有望达到 2 万辆。唐、e2、e3 在三季度陆续上市，宋 plus 预计 9 月上市，将进一步提振下半年销量。同时，“汉”所使用的设计理念、智能驾驶与智能座舱、刀片电池等将逐步应用到其他车型，带动公司产品综合竞争力持续进步，新产品大周期开启。我们预计比亚迪全年电动车销量预计 23 万辆左右，同比基本持平，国内市占率 18%左右。

图 2：比亚迪新能源乘用车月度销量（辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图 3：比亚迪新能源乘用车月度销量（分车型，辆）

	车型	级	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	同比	20H1
纯电	元EV	A0	24,446	19,038	11,498	6,918	3,716	5,042	-73.5%	8,758
	比亚迪e2	A0	0	0	2,078	5,241	2,548	4,300		6,848
	比亚迪秦EV	A	1,798	2,936	0	3,758	8,390	12,600	329.2%	20,990
	秦Pro EV	A	1,541	4,769	3,076	1,667	758	1,447	-69.7%	2,205
	比亚迪e3	A0	0	0	0	1,649	224	594		818
	宋Pro EV	A	0	0	1,305	1,144	1,180	3,113		4,293
	比亚迪e5	A	14,527	11,568	2,310	906	103	0	-100.0%	103
	比亚迪e1	A00	0	4,168	2,521	781	425	345	-91.7%	770
	比亚迪宋EV	A	1,581	2,281	0	765	502	0	-100.0%	502
	比亚迪唐EV	B	0	3,471	1,323	543	264	710	-79.5%	974
	比亚迪S2	A0	0	2,061	3,768	155	0	0	-100.0%	0
	比亚迪e6	A	0	0	0	0	0	0		0
	腾势	B	123	1,966	0	0	0	0	-100.0%	0
	腾势X EV	B	0	0	0	0	127	962		1,089
插混	唐	B	14,887	9,287	5,770	4,070	1,713	3,454	-62.8%	5,167
	比亚迪宋DM	A	4,272	2,424	6,092	3,279	1,196	3,286	35.6%	4,482
	秦	A	6,520	4,552	3,991	1,867	434	1,351	-70.3%	1,785
	比亚迪宋MAX	A	66	2,974	1,426	691	69	512	-82.8%	581

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

电池 Q2 需求环比回升，刀片加速推进：电池方面：20H1 公司动力电池装机量 2.5GWh，同比下降 66.2%，市占率 14.2%，较 19 全年下滑 3pct。其中 Q2 装机 1.49GWh，同比下降 61.1%，环比增长 50.5%。20 年公司加速动力业务开放，已成功配套长安一款纯电、金康两款插电和多款专用车，并与丰田成立合资公司，代表公司 e 平台获认可，有望帮助丰田纯电弯道超车。公司刀片电池在汉上率先应用，我们预计刀片铁锂成本有望再降 10%，能量密度提升 15-20%。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。后续刀片电池有望加速推广，进一步推动车型降本，改善盈利。

手机业务盈利能力回升，预计下半年旺季；二次电池、光伏业务表现稳定。20H1 手机电子业务收入 233.8 亿，同比下降 8.1%，毛利率 13.6%，同比提升 5pct，环比提升 3.6pct。整体上半年全球智能手机出货 5.5 亿部，同比下降 13.9%，三四季度为新机发布潮，有望迎来旺季。公司二次充电电池及光伏业务 20H1 营收 47.9 亿元，同比增长 7.59%，表现稳定。

表 2：比亚迪分业务经营情况

	2020H1				2019H2		2019H1	
分产品	营业收入（亿）	同比	毛利率	同比	营业收入（亿）	毛利率	营业收入（亿）	毛利率
汽车	320.72	-5.6%	23.9%	0.7pct	292.84	30.3%	339.82	23.2%
手机部件及组装	233.80	-8.1%	13.6%	5pct	300.57	10.0%	254.48	8.6%
二次充电电池及光伏	47.91	7.59%			60.53		44.53	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 3：子公司经营情况

公司名称	2020H1				2019H2		2019H1	
	营业收入（亿元）	同比	净利润（亿元）	同比	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）
比亚迪汽车工业	252.64	8.4%	23.91	422.1%	262.71	(0.52)	233.11	4.58
惠州比亚迪电子	144.86	22.0%	8.36	185.3%	145.38	6.01	118.75	2.93

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q2 三费控制良好，大幅减值拖累利润：2020 年 H1 公司三费（包含研发费用）合计 82.15 亿元，同比减少 1.26%，费用率为 13.58%，同比增长 0.2pct；H1 销售费用 20.1 亿元，销售费用率 3.3%，同比下降 0.4pct；管理费用 20.2 亿元，管理费用率 3.3%，同比下降 4pct；财务费用 16.6 亿元，财务费用率 2.8%，同比增长 0.4pct；研发费用 25.3 亿元，研发费用率 4.2%，同比增长 0.2pct。公司 20H1 计提资产减值损失 3.66 亿，信用减值 2.93 亿，拖累利润。

表 4：比亚迪三费情况

单位：百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
销售费用	1,063.09	1,237.44	1,045.16	1,000.21	684.50	1,320.89
-销售费用率	3.51%	3.88%	3.30%	2.95%	3.48%	3.24%
管理费用	1,044.48	1,026.40	1,089.34	980.78	941.83	1,078.43
-管理费用率	3.45%	3.22%	3.44%	2.89%	4.79%	2.64%
研发费用	1,293.33	1,201.90	1,343.89	1,790.26	756.53	1,768.83
-研发费用率	4.27%	3.77%	4.25%	5.28%	3.84%	4.33%
财务费用	1,154.20	298.74	495.06	1,066.03	954.96	709.03
-财务费用率	3.81%	0.94%	1.56%	3.14%	4.85%	1.74%
期间费用	4,555.10	3,764.48	3,973.45	4,837.27	3,337.81	4,877.18
-期间费用率	15.03%	11.81%	12.56%	14.26%	16.96%	11.95%
资产减值损失	-143.38	-37.50	23.56	-1.68	-63.91	-302.12
信用减值损失	0.00	-73.65	16.40	-285.44	43.67	-336.32

数据来源：Wind，东吴证券研究所

Q2 经营现金流明显改善：2020 年 H1 公司存货为 277.94 亿，较年初增加 8.69%，其中原材料 41.63 亿，在产品 94.02 亿，库存商品 134.74 亿，周转材料 7.56 亿。应收账款 439.09 亿，较年初减少 0.06%。期末预收款项与合同负债共 83.52 亿，较年初增长 85.44%。20H1 公司经营活动净现金流为 155.38 亿，去年同期为-20.65 亿；Q2 单季度为 105.9 亿，环比提升 114%；资本开支为 64.96 亿，同比下降 44.34%。期末固定资产为 485.39 亿，较年初减少 0.71%，在建工程为 117.24 亿，较年初增加 0.47%，账面现金为

132.41 亿，较年初增长 4.67%，短期借款 320.91 亿元，较年初减少 20.43%。

业务拆分提速，对外开放拉开帷幕。5 月底控股子公司比亚迪半导体完成 A 轮融资，投后估值 94 亿元，本次引入战略投资者是分拆子公司上市的重要举措，后续将继续推进半导体分拆上市工作。另外公司启动电池业务的清算和划分工作，积极推动电池业务的拆分工作。我们预计电池业务的拆分上市将在 22 年初步完成，有利于扩充其资本实力实现产能扩张，同时加速产品外供。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年净利润 31.9/41.2/54.0 亿元，同增 98%/29%/31%；对应 PE 73/56/43 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，给予 21 年 70 倍 PE，目标价 105 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

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**	**132,238**	**129,134**	**163,994**
现金	12,650	13,584	3,008	7,499
应收账款	43,934	64,636	62,823	90,753
存货	25,572	29,034	38,168	40,597
其他流动资产	24,811	24,984	25,135	25,145
非流动资产	**88,675**	**84,859**	**81,751**	**82,659**
长期股权投资	4,060	4,403	4,793	5,125
固定资产	49,443	46,626	44,187	44,871
在建工程	10,675	9,515	8,884	9,346
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**	**217,097**	**210,885**	**246,654**
流动负债	**108,029**	**129,482**	**120,964**	**152,334**
短期借款	40,332	40,332	40,332	40,332
应付账款	22,521	31,191	32,716	43,474
其他流动负债	45,176	57,958	47,916	68,527
非流动负债	**25,011**	**20,986**	**18,276**	**15,963**
长期借款	21,916	18,883	15,973	13,440
其他非流动负债	3,095	2,103	2,303	2,523
负债合计	**133,040**	**150,468**	**139,241**	**168,296**
少数股东权益	5,839	6,837	8,125	9,813
归属母公司股东权益	56,762	59,792	63,519	68,544
负债和股东权益	**195,642**	**217,097**	**210,885**	**246,654**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14,741	19,069	1,974	21,851
投资活动现金流	-20,881	-5,183	-6,596	-11,763
筹资活动现金流	6,610	-12,953	-5,954	-5,597
现金净增加额	523	934	-10,576	4,491
折旧和摊销	9,624	8,771	9,529	10,650
资本开支	20,627	-3,382	-3,720	580
营运资本变动	-1,631	3,098	-15,987	973

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**127,739**	**144,176**	**171,961**	**205,570**
减：营业成本	106,924	120,495	143,366	170,921
营业税金及附加	1,561	1,761	2,101	2,511
营业费用	4,346	4,758	5,847	6,989
管理费用	9,770	10,092	12,037	14,390
财务费用	3,014	2,756	2,846	2,938
资产减值损失	-159	425	399	478
加：投资净收益	-809	-205	-175	-173
其他收益	10	-17	-6	-7
营业利润	**2,312**	**4,667**	**6,184**	**8,162**
加：营业外净收支	119	264	184	178
利润总额	**2,431**	**4,931**	**6,368**	**8,340**
减：所得税费用	312	740	955	1,251
少数股东损益	504	998	1,289	1,687
归属母公司净利润	**1,614**	**3,194**	**4,124**	**5,401**
EBIT	5,701	7,543	9,043	11,072
EBITDA	15,325	16,313	18,572	21,721

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益（元）	0.59	1.17	1.51	1.98
每股净资产（元）	19.20	20.31	21.67	23.51
发行在外股份（百万股）	2728	2728	2728	2728
ROIC（%）	3.8%	5.2%	6.2%	7.4%
ROE（%）	3.4%	6.3%	7.6%	9.0%
毛利率（%）	16.3%	16.4%	16.6%	16.9%
销售净利率（%）	1.3%	2.2%	2.4%	2.6%
资产负债率（%）	68.0%	69.3%	66.0%	68.2%
收入增长率（%）	-1.8%	12.9%	19.3%	19.5%
净利润增长率（%）	-41.9%	97.8%	29.2%	31.0%
P/E	144.29	72.95	56.48	43.13
P/B	4.45	4.21	3.94	3.63
EV/EBITDA	19.58	17.79	16.12	13.55

数据来源：贝格数据，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