

# 特斯拉+比亚迪，引领中国汽车强国之路

## ——中美新能源汽车工业对比

汽车行业

推荐

维持评级

### 核心观点：

- **特斯拉 VS 比亚迪：二者发展历程与中美汽车工业背景相契合。** 特斯拉背靠科技实力强劲的美国汽车工业，以超跑作为切入点，以科技手段开创汽车智能化先河；二十世纪初中国汽车工业发展仍处起步，比亚迪脚踏实地，以低价位燃油车入手，经过多年技术积累，布局平民价位新能源车型。
- **“小而精” VS “大而全”：特斯拉畅销全球，比亚迪以量取胜。** 特斯拉产品序列包含 Model 3/Y/X/S，其中 3/Y 价格区间为 30-40 万元，是核心规模量产产品，依靠单一车型下的高效率量产，特斯拉产品畅销全球，在中、欧、美地区占据较高市占率；比亚迪产品覆盖 A0-B 级车，包含轿车、SUV、MPV，动力形式覆盖纯电与插混，产品矩阵完善，依靠多产品线带来的消费群体扩充，比亚迪于 2021 年在国内销量超过特斯拉，并于 2022 年在全球销量中完成对后者的超越。
- **技术实力对比：特斯拉引领行业前沿技术，比亚迪技术实力稳步提升。** 特斯拉发布 4680 电芯，电池性能再上阶梯，智能驾驶系统性能领先全球，率先提出一体化压铸、CTC 技术，改善生产效率，降低生产成本，特斯拉自进入市场以来，依靠自身强大的科技创新能力走在行业最前端；比亚迪自研刀片电池，补足磷酸铁锂能量密度劣势，充分发挥安全性能，海豹车型量产搭载 CTB 技术，智能驾驶系统方面引入优秀外部供应商，并着力打造自研芯片与系统。
- **投资建议：** 特斯拉依靠高水平智能化系统带来的溢价实现了可观的盈利能力，利用前沿技术推动成本降低与效率提升；比亚迪在纯电车型外抓住插混市场机遇，布局中国市场主力消费群体，规模化量产贡献持续增长的盈利能力，二者为新能源车企业提供了盈利的先行经验，实现了产品量产与盈利的“殊途同归”。

我们认为特斯拉与比亚迪将继续在智能化技术与动力系统领域引领中国及世界汽车产业的发展，推动中国汽车工业实现弯道超车，成长为世界汽车工业强国。基于此我们推荐三条主线：一是新能源转型稳步推进的自主品牌比亚迪、广汽集团、长安汽车、长城汽车，有望在国内新能源渗透率继续提升的背景下成长为市场前列的主机厂；二是业务与特斯拉联系紧密的国内零部件厂商华域汽车、拓普集团、旭升股份、新泉股份，与特斯拉绑定的零部件厂商产品得到市场充分验证，有望以特斯拉为基础继续向外拓展客户，同时，与特斯拉的密切联系对公司的业绩稳定性支撑具有重要意义；三是优质新能源汽车零部件出口商伯特利、瑞可达、法拉电子、中熔电气，领先全球的新能源转型进程催化相关零部件出口商加速产品迭代与市场验证，有望继续扩大国际影响力。

**风险提示：** 1、新能源汽车销量不及预期的风险；2、汽车芯片短缺的产业链风险；3、原材料价格上涨导致成本抬升的风险；4、市场竞争加剧的风险。

### 分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编号：S0130522030002

### 行业数据

2023-07-21



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

## 目 录

<b>一、特斯拉 VS 比亚迪：全球两大新能源汽车领军者基本情况对比</b> .....	<b>6</b>
(一) 特斯拉“自上而下”与比亚迪“自下而上”的发展历程与两国经济发展情况相契合.....	6
(二) 股价复盘：股价是销量先行指标，在波动中上行，2020 年以来迎爆发.....	8
<b>二、财务对比：借政策红利走出经营困境，产品热销提升业绩景气度</b> .....	<b>12</b>
(一) 国家补贴政策缓解经营压力，助力公司成功过渡进入规模量产盈利期.....	12
(二) 高 ASP 与先进制造能力使得特斯拉在营销两端均保持领先优势，比亚迪受价格战影响较小.....	15
<b>三、销量对比：特斯拉“大单品”引领市场，比亚迪多产品策略利用中国本土化优势</b> .....	<b>17</b>
(一) 比亚迪多产品策略实现对特斯拉销量赶超.....	17
(二) 比亚迪前期专注国内市场，特斯拉海外龙头地位稳固.....	19
(三) 特斯拉单品销量引领市场，比亚迪多系列产品迎来爆发.....	20
<b>四、战略对比：定义垂直整合供应链，技术创新引领行业变革</b> .....	<b>23</b>
(一) 工厂产能布局有所差异，自主掌握核心科技.....	23
(二) 销售策略：比亚迪利用过往经销商渠道，特斯拉依靠直销渠道与创始人“明星效应”.....	25
(三) 核心技术对比：特斯拉软件技术全球领先，比亚迪硬件优势突出，软件奋起直追.....	27
<b>五、新能源车未来市场增量空间广阔，细分市场竞争走向白热化，两公司有望继续维持市场竞争优势地位</b> .....	<b>40</b>
(一) 中高端纯电与插混有望成为未来主要增量空间，两公司主力产品销量增长空间大.....	40
(二) 新能源车细分市场竞争逐渐白热化，两车企采取差异化举措提升综合竞争力.....	41
(三) 盈利能力支撑两公司保持竞争优势，未来销量有望保持高速增长.....	48
<b>六、总结与展望：特斯拉与比亚迪推动中国走向汽车强国</b> .....	<b>50</b>
<b>七、投资建议</b> .....	<b>52</b>
<b>八、风险提示</b> .....	<b>55</b>

## 插图目录

图 1 : 经过前期 10 余年积累, 特斯拉与比亚迪销量自 2021 年起进入爆发期 (台) .....	7
图 2 : 2022 年, 比亚迪和特斯拉在全球新能源乘用车市占率合计超 30%, 龙头地位显著 .....	7
图 3 : 特斯拉与比亚迪成型发布时间 .....	8
图 4 : 特斯拉与比亚迪股价在 2020 年迎来爆发 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴) .....	9
图 5 : 2013 年两公司股价正式开启波动上行 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴) .....	10
图 6 : 2017-2019 年新能源市场受政策驱动影响明显, 资本市场对公司股价博弈加剧 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴) .....	11
图 7 : 2020 年起两公司股价正式进入加速上涨期 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴) .....	12
图 8 : 自 2016 年起特斯拉研发费用率持续下降 (亿美元) .....	13
图 9 : 2022 年比亚迪研发费用率回升 (亿元) .....	13
图 10 : 两公司新能源积分在 2022 年继续上升 (万分) .....	14
图 11 : 特斯拉 2022 年营收同比+51.35% (亿美元) .....	15
图 12 : 比亚迪 2022 年营收同比+96.20% (亿元) .....	15
图 13 : 2016-2022 年特斯拉汽车业务基本覆盖全部营收 .....	15
图 14 : 2022 年比亚迪汽车业务占营收比重大幅提升 .....	15
图 15 : 2022 年特斯拉归母净利润同比+127.50% (亿美元) .....	16
图 16 : 2022 年比亚迪归母净利润同比+445.86% (亿元) .....	16
图 17 : 2022 年特斯拉单车盈利水平趋稳 (万美元/辆) .....	16
图 18 : 2021 年以来比亚迪单车盈利水平持续提升 (万元/辆) .....	16
图 19 : 2022 年特斯拉毛利率高于比亚迪 8.56pct .....	17
图 20 : 2022 年特斯拉净利率高于比亚迪 11.49pct .....	17
图 21 : 特斯拉产品“小而精”, 定价高于比亚迪产品 .....	18
图 22 : 比亚迪新能源车全球销量连续五个季度超越特斯拉 (台) .....	19
图 23 : 2022 年以来国内市场比亚迪全年保持对特斯拉的销量领先 (台) .....	19
图 24 : 特斯拉上海工厂自供/出口比例变换灵活 .....	20
图 25 : 特斯拉全球销量在产能优化后继续扩张 (台) .....	20
图 26 : Model 3/Y 单月销量波动较大 (台) .....	21
图 27 : Model 3/Y 累计销量排名市场前列 (台) .....	21
图 28 : 比亚迪新款纯电产品元 PLUS、海豚销量增长迅速 (台) .....	21
图 29 : 比亚迪全系插混产品销量快速上升 (台) .....	21
图 30 : 纯电市场累计销量 Model 3/Y 领先 (台) .....	22
图 31 : 插混市场比亚迪位居龙头 (台) .....	22
图 32 : Model 3 面临汉 EV、小鹏 P7 等竞争 (台) .....	22
图 33 : Model Y 销量处于绝对领先地位 (台) .....	22
图 34 : 比亚迪工厂集中于东南部汽车重镇 .....	23
图 35 : 比亚迪门店数量稳居前列 (家) .....	26
图 36 : 特斯拉门店数量不及众多新势力 (家) .....	26
图 37 : 比亚迪快速扩展门店数量 (家) .....	26
图 38 : 门店扩张下比亚迪销售费用率上行 (万元) .....	26
图 39 : 刀片电池采用长电芯扁平化设计 .....	27
图 40 : 刀片电池具有出色的安全性 .....	27
图 41 : 2022 年比亚迪电池装机量排名全国第二 (GWh) .....	28
图 42 : 2023 年 Q1 比亚迪电池装机量排名全国第二 (GWh) .....	28
图 43 : 2022 年国内新能源车乘用车功率模块配套企业比亚迪半导体排名第二 .....	28
图 44 : 4680 电芯大幅提升电池性能 .....	29
图 45 : 特斯拉圆柱电池历经两次迭代 .....	29

图 46 : 特斯拉 Transformer 技术实现图像二维到三维转化.....	31
图 47 : 特斯拉自动驾驶数据积累全球领先.....	31
图 48 : 特斯拉超级计算机 Dojo.....	32
图 49 : 特斯拉超级计算机提升神经网络训练速度.....	32
图 50 : 汉 EV 自动驾驶能力较弱.....	33
图 51 : 比亚迪引入英伟达外部合作.....	33
图 52 : 截止 2023 年 Q1, 我国车桩比仍未达到 2 的理想水平 (辆/台).....	34
图 53 : 特斯拉 Model Y 一体化压铸后底板.....	34
图 54 : 零跑 CTC 技术.....	34
图 55 : 特斯拉一体化压铸机.....	35
图 56 : 比亚迪多款车型近六个月的平均销量稳定在 1.5 万辆之上, 满足一体化压铸规模化量产要求 (台) ...	35
图 57 : CTB 技术提升电池体积利用率.....	36
图 58 : CTB 助力海豹驾驶测试能力提升.....	36
图 59 : 特斯拉 CTC 技术大幅提升车辆续航表现, 显著降低成本.....	36
图 60 : 比亚迪技术矩阵在不断迭代下趋于完善.....	37
图 61 : 比亚迪云辇系统大幅提升驾乘体验.....	37
图 62 : 2023 年 2 月以来新能源车渗透率再次突破 30%, 将进入加速上升期 (台).....	40
图 63 : 2022-2023 上半年插混占比逐渐提升.....	41
图 64 : 2022 年纯电、插混市场与燃油车市场结构有所差异.....	41
图 65 : Model 3 市占率自 2 月起下滑严重 (台).....	42
图 66 : Model Y 市占率较 2022 年高点下滑 (台).....	42
图 67 : 碳酸锂价格回落至 2021 年末水平 (万元/吨).....	44
图 68 : 2022 年特斯拉美国销量全面领先其他车企 (台).....	45
图 69 : 2022 年特斯拉欧洲销量排名第一 (台).....	45
图 70 : 特斯拉 Cybertruck 极具科技感.....	45
图 71 : 半挂车 Semi 开启交付.....	45
图 72 : 2023 年以来比亚迪纯电新品市占率上升较快.....	46
图 73 : 2022 年以来比亚迪插混产品市占率维持稳定高位.....	46
图 74 : 比亚迪批发均价比肩非豪华合资品牌.....	47
图 75 : 比亚迪折扣率大幅低于主流品牌.....	47
图 76 : 比亚迪先后进入新加坡、泰国、日本、欧洲等市场.....	48
图 77 : 特斯拉与比亚迪是 2022 年唯二实现正的净利润的新能源车企 (万美元).....	49
图 78 : 比亚迪 PHEV 车型油耗低于 6L/100KM, 具备良好的燃油经济性 (L/100KM).....	51
图 79 : 中国新能源渗透率提升速度显著高于欧美.....	52
图 80 : 2022 年比亚迪销量在国内领先 (辆).....	53
图 81 : 2022 年比亚迪单车均价处于较高水平 (万元/辆).....	53



## 表格目录

表 1：特斯拉与比亚迪分别采用“自上而下”与“自下而上”的发展路径	6
表 2：我国新能源补贴金额持续下滑，对续航里程要求提高（万元/辆）	13
表 3：2022 年美国新能源车补贴政策再加强	14
表 4：2022 年美国新能源车补贴政策再加强	23
表 5：比亚迪车型及产能规划	24
表 6：特斯拉聚焦动力系统与智能化系统自主掌握，比亚迪自主布局供应链更全面	25
表 7：特斯拉聚焦动力系统与智能化系统自主掌握，比亚迪自主布局供应链更全面	30
表 8：特斯拉专注纯视觉方案，传感器不包含激光雷达	31
表 9：特斯拉自动驾驶表现超越一众主流车企	32
表 10：特斯拉在车联网、OTA、自动驾驶系统中收取额外费用	33
表 11：特斯拉全球四大工厂已安装 18 台压铸机	35
表 12：比亚迪云辇系统有望率先搭载于高端车型	38
表 13：比亚迪云辇系统有望率先搭载于高端车型	39
表 14：Model 3 面临多款更具性价比的车型的竞争威胁	42
表 15：Model Y 未表现出明显的竞争劣势	43
表 16：特斯拉产品 2023 年初全系降价（万元）	44
表 17：比亚迪 PHEV 产品相较竞品更具性价比	47
表 18：特斯拉销量预估（万辆）	49
表 19：比亚迪销量预估（万辆）	50
表 20：中国汽车企业的智能化进程	50
表 21：比亚迪主要财务指标	52
表 22：可比公司 PE 估值表（截止 2023.7.21）	53
表 23：可比公司 PS 估值表（截止 2023.7.21）	53
表 24：推荐公司盈利预测表（截止 2023.7.21）	54

# 一：特斯拉 VS 比亚迪：全球两大新能源汽车领军者基本情况对比

## （一）特斯拉“自上而下”与比亚迪“自下而上”的发展历程与两国经济发展情况相契合

特斯拉与比亚迪均于 2003 年前后进入汽车市场，回顾二者发展，既有相似性，又有不同。相似处：1) 目前两家均已成为全球新能源汽车龙头；2) 从成立之初，二者均以电动化为主要研究方向和主推车型，深耕近二十年，经过辛苦坚守，厚积薄发，开花结果。不同点：1) 纵观二者的发展历程，中美两国的经济发展状况与二者的产品与发展策略密切相关：特斯拉依托美国科技强国基因，通过高端纯电动跑车引领行业变革；比亚迪顺应中国经济发展，从低端车型入手，主打高性价比，产品伴随中国经济腾飞不断升级迭代。2) 特斯拉远景是加速世界向可持续能源的转变，其产品包括纯电动汽车、太阳能面板、清洁能源存储等，比亚迪以科技制造为起点，产品包括比亚迪电子（遍布消费、汽车及军工领域）、汽车、云轨等。

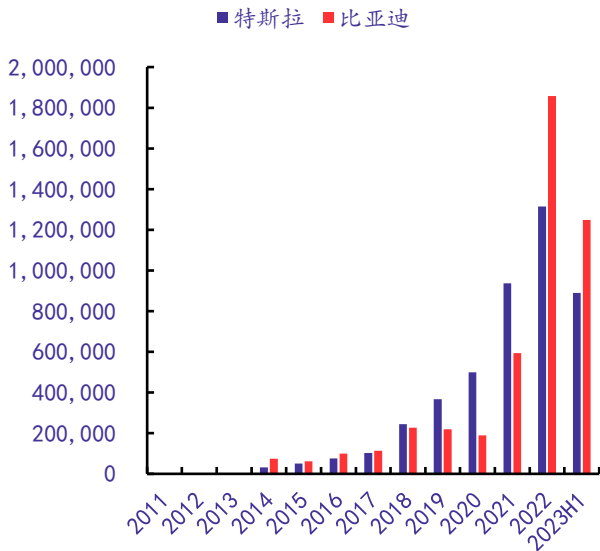
表 1：特斯拉与比亚迪分别采用“自上而下”与“自下而上”的发展路径

BYD	时间	TESLA
收购原西安秦川汽车有限责任公司，正式进军汽车业务 广州车展推出首款车型-F3	2003	艾伯哈德与塔彭宁共同创立 Tesla，将总部设在美国硅谷 马斯克向特斯拉投资 630 万美元，出任公司董事长，要求拥有所有事务的决定权
自主研发设计并生产的全球首款不依赖专业充电桩的双模汽车—F3DM 上市	2004	
	2008	马斯克出任特斯拉 CEO，公司首款产品 Roadster 量产
推出首款纯电动汽车 E6	2010	收购联合汽车制造工厂，于 6 月在纳斯达克挂牌交易，成为首个在美国上市的纯电动汽车独立制造商
发布腾势品牌；铁电池生产基地获得 ISO/TS16949 认证	2012	发布 Model S，获得加州能源部一项价值 1000 万美元的专款资金，用以生产特斯拉 Model X SUV，并进一步扩建其弗里蒙特（Fremont）工厂
商用车产品进入德国、加拿大等欧洲市场 提出“7+4”战略，全面布局新能源商用车	2013	第一季度财报实现首次盈利
全球首发跨座式单轨“云轨”，进军轨道交通业务；加速布局新能源乘用车，初步形成以秦、宋为主体的王朝系列车型	2015	交付第三款汽车产品 Model X 豪华纯电动 SUV
新能源车销量排名全国首位，唐、秦、宋等王朝系列销量破万	2016	在美发布 Model 3，收购美国太阳能发电系统供应商 SolarCity，向客户提供包括 Powerwall 能源墙、太阳能屋顶等端到端的清洁能源产品
	2017	交付首批 Model 3
继续打造王朝系列车型，发布车规级 IGBT4.0 技术	2018	上海超级工厂在临港地区实质性落地。将主要生产价格亲民的两款车型 Model 3 和 Model Y。
发布 e 平台 2.0，完善王朝系列产品序列；继续推进新能源商用车全球布局	2019	上海超级工厂奠基并完成首批交付，推出电动皮卡 Cybertruck
发布首款搭载公司最新电池技术——刀片电池的车型：比亚迪汉 EV	2020	开启交付第五款车型 Model Y，市值达创纪录的 860 亿美元
发布 DM-i/p 混动系统技术与纯电专属平台 e3.0，打造全新海洋系列车型，形成纯电、混动并行发展业务线路 宣布停产燃油车，聚焦新能源车业务	2021	Model Y 实现国产化；公司全年全球销量突破 94 万辆，位列新能源车首位 德州工厂建成投产，产能突破 150 万辆
垂直一体化产业链助力公司新能源车销量领跑全球，单月新能源车销量突破 20 万辆，提前完成 150 万辆年销目标 发布新款汉、海豹、腾势 D9 等高价车型，提升品牌形象	2022	发布人形机器人 Tesla Bot
发布海鸥、仰望等车型，将产品价格带扩展至 7-100 万元，覆盖面进一步扩大。	2023	国内单月销量首次突破 10 万辆 为面对激烈市场竞争大幅调低全系列产品的售价，提高产品性价比，在全行业销售承压的情况下，销量逆势增长。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院整理

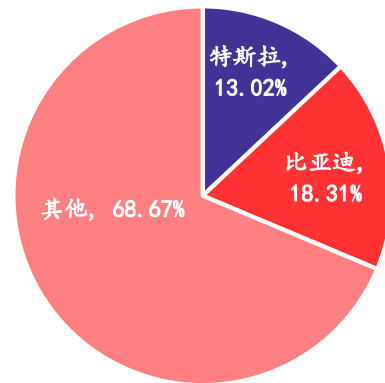
历经 10 余年车型迭代，跻身新能源车行业龙头。特斯拉与比亚迪的首款新能源车型均发布于 2008 年，特斯拉首款车型 Roadster 定位超跑，比亚迪首款 F3DM 采用双模混动技术，随后二者开启了 10 余年的车型迭代与积累。不同的是，特斯拉战略“自上而下”，后续上市 Model S/X 两款百万元级产品，2017 年后上市 Model 3/Y 两款放量车型，特斯拉的明星车型上市节奏快于比亚迪，依靠先进的技术和制造能力，高端品牌形象在市场快速建立；比亚迪作为新能源市场的追赶者，采用“自下而上”的战略，由于制造能力的相对落后，比亚迪新能源车产品经历了较长的迭代更新周期，先将产品定位于 10-30 万元价格区间，积累前期市场声誉和制造经验后，于 2020 年和 2021 年分别推出纯电与插混旗舰产品与技术-搭载刀片电池的汉 EV 和搭载 DM-i 混动系统的全新王朝系列车型，前期技术沉淀助力公司产品上市后取得热销，品牌形象不断上升，随后借此机会发布高端产品腾势 D9 与豪华越野 SUV 仰望 U8，着力打造全价格带产品矩阵，提升盈利能力。凭借成熟的产品与在平民价格带的定位，特斯拉与比亚迪销量于 2021 年起进入爆发期，2022 年全球新能源乘用车市场，二者市占率分别为 13.02% 和 18.31%，合计占比超 30%，龙头地位显著。

图 1: 经过前期 10 余年积累，特斯拉与比亚迪销量自 2021 年起进入爆发期（台）



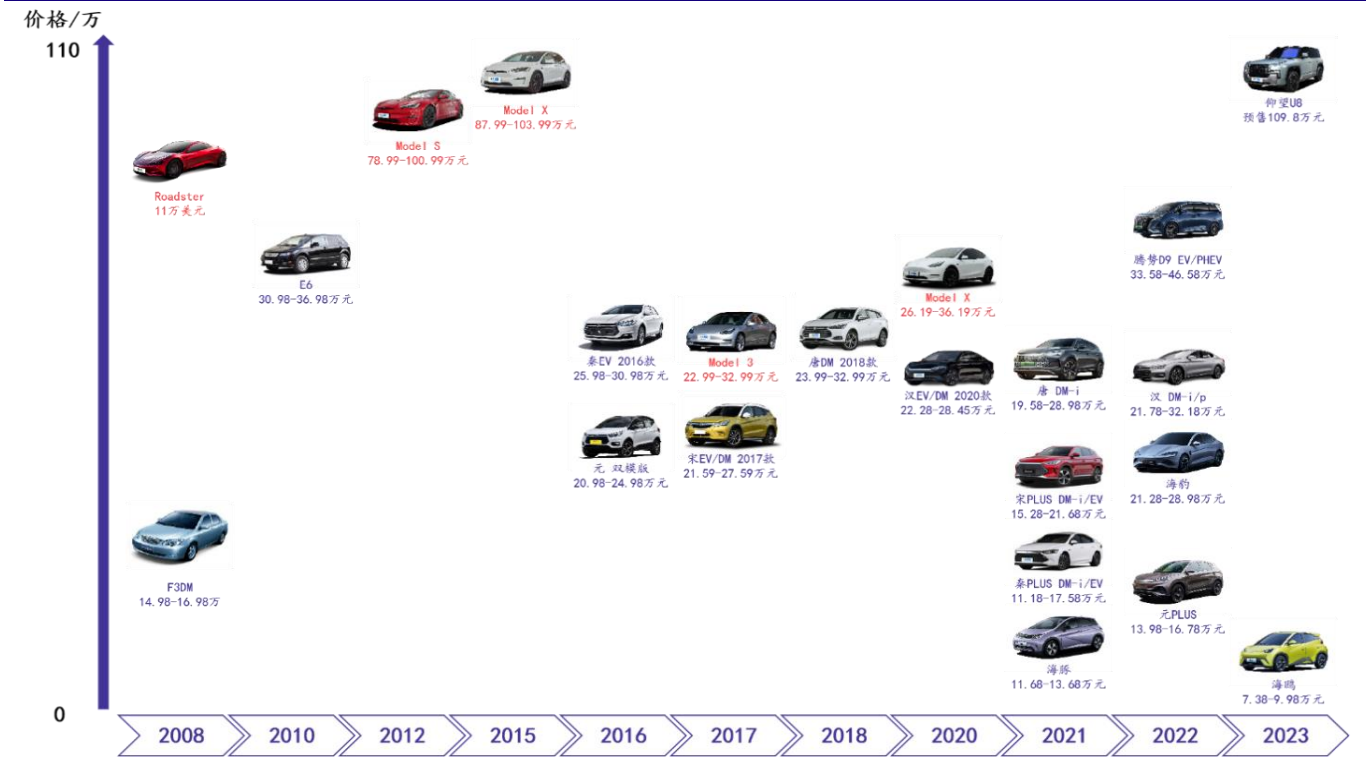
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理  
注：其中数据取自新能源乘用车销量，比亚迪部分包括纯电动与插电混动

图 2: 2022 年，比亚迪和特斯拉在全球新能源乘用车市占率合计超 30%，龙头地位显著



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

图 3: 特斯拉与比亚迪成型发布时间



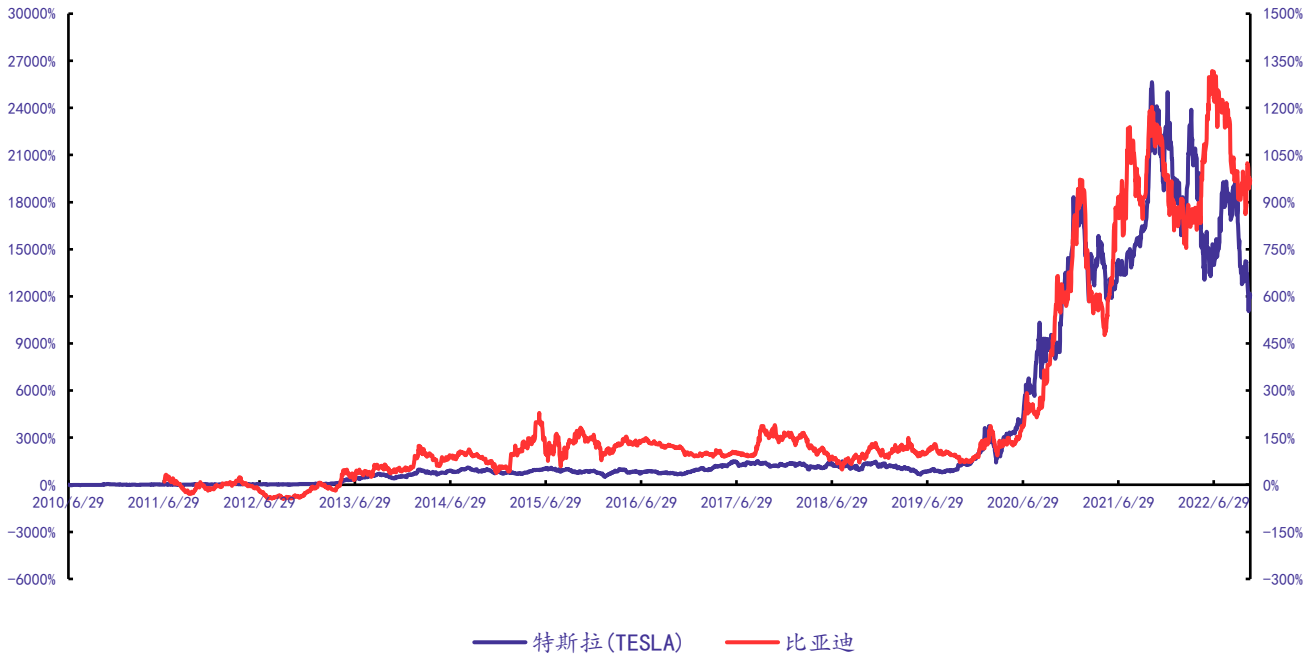
资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院整理

## (二) 股价复盘: 股价是销量先行指标, 在波动中上行, 2020 年以来迎爆发

上市至今, 特斯拉与比亚迪的股价走势具有相似性。二者均充分受益于 2020 年以来的全球新能源车浪潮, 股价进入飞速上涨阶段, 尽管期间伴随市场情绪转变与基本面因素扰动, 但总体仍走出明显的波动向上趋势, 直至 2022 年 4 月上海疫情, 新能源车产业受到沉重打击, 行业估值回落, 叠加市场对明年补贴退出造成的销量提前透支担忧, 二者近期股价有所回调。特斯拉与比亚迪的股价走势大致可分为三个阶段: 第一阶段是 2010-2016 年, 该阶段属于产品起步期, 产量相对局限; 第二阶段是 2017-2019 年, 该阶段产品受到政策强驱动有所放量, 但公司盈利能力仍较弱; 第三阶段是 2020 年至今, 在政策补贴逐渐退坡的背景下, 二者产品均进入强势放量阶段, 验证新能源车转向市场驱动, 股价在此阶段实现飞跃, 创造资本市场神话。



图 4: 特斯拉与比亚迪股价在 2020 年迎来爆发 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴)

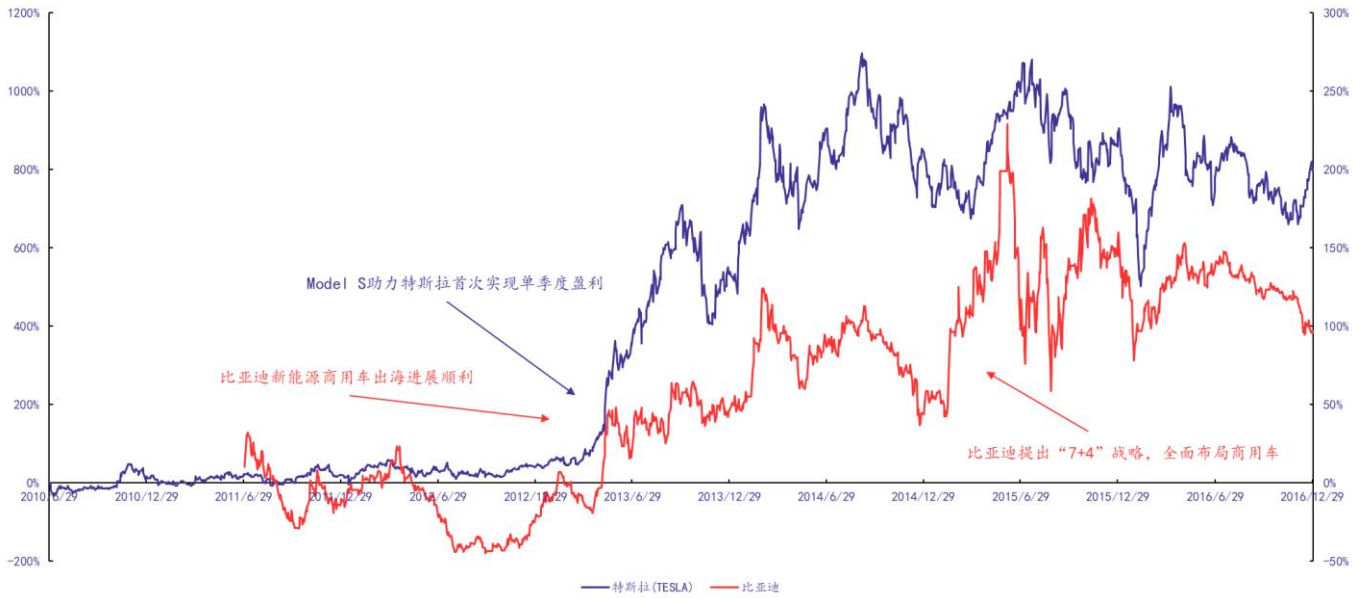


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理  
注: 为避免拆股、分红等对股价的影响, 采用累计收益率表示两公司股价走势

### 1) 2010-2016 年: 产品起步阶段, 稀缺性赢得市场青睐。

特斯拉与比亚迪股价的第一波上涨起始于 2013 年, 彼时特斯拉依靠 Model S 首次实现季度盈利, 比亚迪新能源商用车海外拓展初显成效, 投资者逐渐意识到新能源车未来发展潜力, 二者作为中美资本市场上稀缺性的新能源车厂标的, 受到资本市场青睐。在后续的波动中, 比亚迪几乎保持了与特斯拉一致的走势, 特斯拉在 2013-2016 年期间尚未有大规模量产车型发布, 其产品价格偏高, 销量波动明显, 其股价也在公司销量与盈利状况的影响下呈现了相应的波动。比亚迪在此期间同样尚未有明星产品的出现, 但其技术布局的前瞻性已经确立了其国内新能源车领军者的地位, 投资者对比亚迪的预期也与特斯拉保持了高度的一致性。

图 5: 2013 年两公司股价正式开启波动上行 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴)



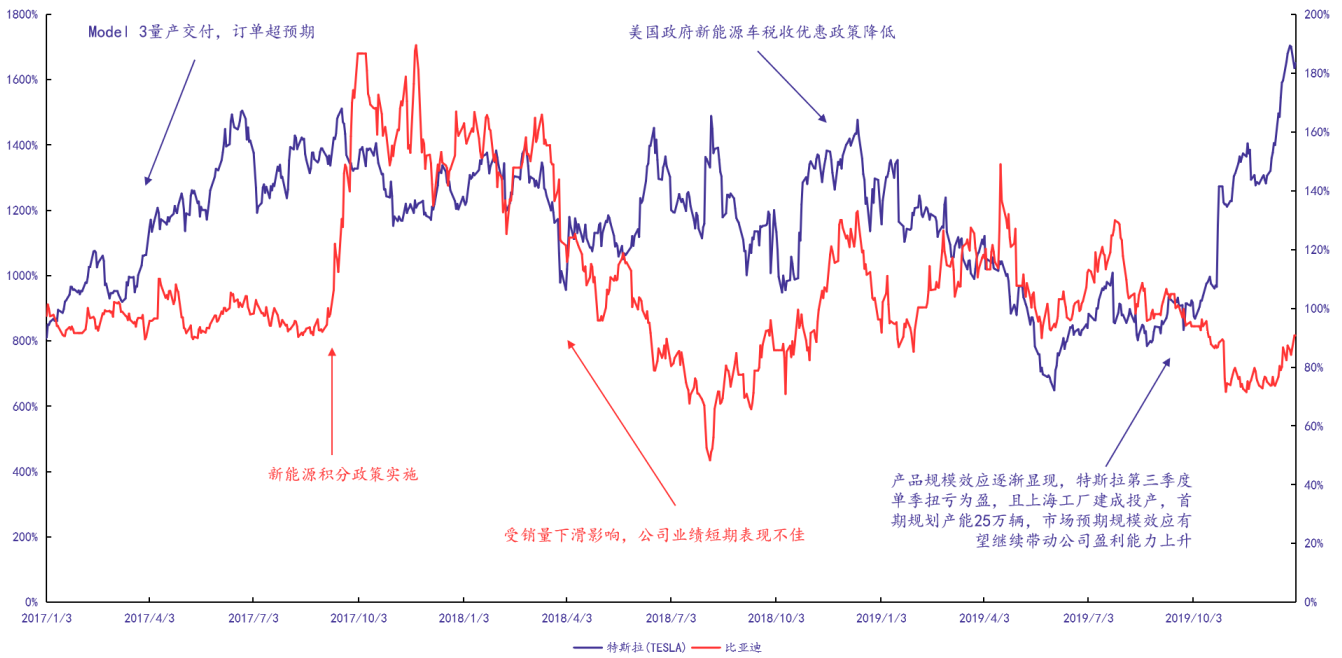
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 为避免拆股、分红等对股价的影响, 采用累计收益率表示两公司股价走势

## 2) 2017-2019 年: 政策驱动期, 政策刺激第一代量产产品逐渐放量

2017-2019 年, 特斯拉股价总体经历了小幅上涨-小幅下跌-开启上涨路线的三大阶段, 小幅上涨的驱动力来源于 Model 3 的量产交付与订单超预期, 震荡后的回调则是来源于产能受限与美国新能源车税收优惠下降, 2019 年第三季度特斯拉实现扭亏为盈, 叠加上海工厂初期 25 万规划产能建成投产, 产品强势放量下, 市场预期规模效应将继续带动公司盈利能力上行, 特斯拉正式开启飞速上涨路线。相比于特斯拉股价的相对平静, 比亚迪股价在该阶段表现出更强的波动性。2017 年下半年, 新能源积分政策的实施对公司股价产生了有效驱动, 但由于 2018 年销量短期不振引发业绩承压, 公司股价持续下跌, 直至 2019 年, 公司股价进入振荡期, 市场也在期待比亚迪未来的新产品。

图 6: 2017-2019 年新能源市场受政策驱动影响明显, 资本市场对公司股价博弈加剧 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 为避免拆股、分红等对股价的影响, 采用累计收益率表示两公司股价走势

### 3) 2020-2022 年: 产品强势周期, 股价与业绩共振

特斯拉与比亚迪股价几乎于 2020 年初同时开启加速上涨趋势, 本年特斯拉 Model 3、Model Y 进入放量期, 产品处于供不应求状态, 市场销售火爆, 与此同时, 比亚迪于 2020 年下半年陆续发布刀片电池与高端车型汉 EV, 正式进军高端车型市场, 产品的强势放量和明星产品的发布分别驱动两个公司股价进入加速上涨期。2021 年初, 受前期估值高位及全球经济发展预期下滑影响, 两公司估值短期调整, 但强劲的终端需求为投资者带来充足信心, 两公司股价在年后继续上涨, 2021 年 8 月 20 日, 特斯拉股价突破 2000 美元, 2021 年 8 月 4 日, 比亚迪 A 股价格突破 300 元, 均达到创纪录水平。2022 年全国疫情散点多发, 特斯拉与比亚迪股价走出差异性趋势, 主要源于上海疫情爆发对特斯拉上海工厂生产经营造成严重影响, 而比亚迪依靠自身垂直供应链体系优势, 成功抵御疫情影响, 销量持续攀升, 2022 年 6 月 14 日, 比亚迪市值突破万亿, 成为首个市值破万亿的国产汽车品牌。进入 2022 年下半年, 尽管政府继续保持高强度汽车消费政策支持, 但年末新能源车购置补贴政策退出依旧引发市场对 2023 年销量透支担忧, 两公司股价再度进入调整区间。2023 年初至今, 两公司股价又一次分化, 其中特斯拉股价回弹源于大幅降价对销量带来的明显刺激作用, 市场对公司销量预期扭转, 比亚迪股价调整主因市场对补贴政策带来的销量透支担忧逐渐开始显现, 尽管公司销量韧性远超同业竞对, 但难抵市场情绪转向带来的短期股价承压。

图 7: 2020 年起两公司股价正式进入加速上涨期 (特斯拉-左轴; 比亚迪-右轴)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 为避免拆股、分红等对股价的影响, 采用累计收益率表示两公司股价走势

**股价复盘总结:** 自两公司上市之日起, 其股价的上涨已然为投资者带来了可观的回报, 二者估值已进入资本市场第一梯队, 但由于一方面二者享有了新能源车高速发展带来的估值溢价, 股价处于相对较高位置, 市场频频出现做空声音, 另一方面, 进入 2023 年, 新能源车进一步转入市场驱动, 补贴退出叠加经济弱复苏造成新能源车销量增速明显放缓, 龙头企业首当其冲股价有所调整。但若以当前时点为起点, 我们依旧判断两公司目前市值尚不足以充分体现其未来发展潜力, 一方面, 以科技属性著称的特斯拉仍有半挂卡车 Semi、纯电动皮卡 Cybertruck、机器人 Tesla Bot 等变革性产品在研, 仍具备在未来引领产业变革的强势实力; 另一方面, 比亚迪“插混+纯电”两条腿走路的发展战略奠定了其稳定的市场地位, 国内新能源车渗透率仅过 30%, 未来市场空间巨大, 比亚迪产品有望继续引领市场新能源转型, 支撑公司业绩维持高景气度增长。因此我们在当前时点仍然看好特斯拉与比亚迪在未来的长期发展潜力。

## 二、财务对比: 借政策红利走出经营困境, 产品热销提升业绩景气度

### (一) 国家补贴政策缓解经营压力, 助力公司成功过渡进入规模量产盈利期

新能源车产业具备典型的重资产、高技术壁垒特征, 需要投入巨额研发资金。2012-2022 年, 特斯拉与比亚迪的研发费用基本保持了持续增长态势, 2015-2020 年间, 特斯拉研发费用占营收比重由 17.74%持续下降至 4.73%, 比亚迪研发费用占营收比重由 2.50%持续上升至 4.77%。2022 年, 特斯拉研发费用为 30.75 亿美元, 占营收比重的 3.77%, 较 2021 年下滑 1.05pct, 比亚迪研发费用为 186.54 亿元, 占营收比重的 4.40%, 较 2021 年上升 0.7pct。相



比较而言，尽管特斯拉研发费用占比逐年下滑，但其绝对数水平高，体现研发支出在公司产品起步阶段的重要作用，比亚迪更是完全展现了一个传统燃油车企向新能源车转型中的研发费用增长规律。结合新能源车在早期的规模不经济、盈利能力弱的特点，前期高强度的研发投入对企业经营造成严重压力，而国家政府的资金支持是保障两大公司得以延续至今的重要力量。

图 8: 自 2016 年起特斯拉研发费用率持续下降 (亿美元)

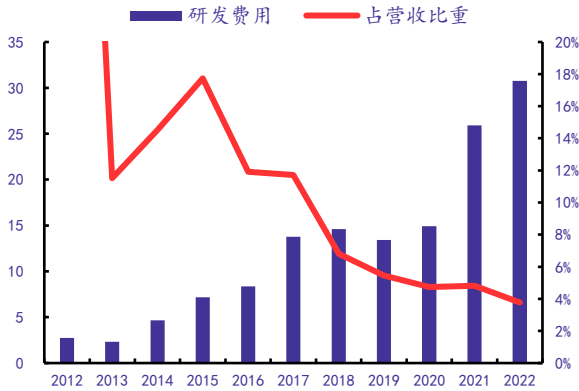
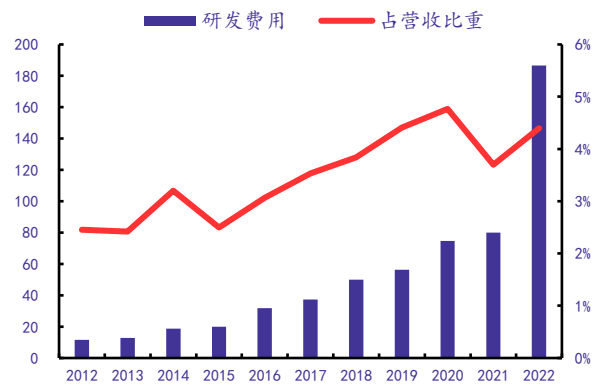


图 9: 2022 年比亚迪研发费用率回升 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相比燃油车，新能源车成本较高，对应销售价格也比同级别燃油车略有提升，为加快新能源车渗透率提升，中美两国政府采取了相似的购置补贴政策。

中国新能源车补贴兼顾纯电与插混，补贴金额呈现逐年退坡趋势。我国新能源车购置补贴政策自 2009 年开始，前期补贴力度由 3-6 万元不等，自 2020 年后，补贴政策延续并提高了对续航里程和价格的限制，规定纯电续航里程高于 300km 的纯电动汽车和高于 50km 的插电式混动汽车能够获得一定的政策补贴，该政策逐年退坡，于 2022 年底全面退出。目前新能源车仍享有免征购置税补贴。

表 2: 我国新能源补贴金额持续下滑，对续航里程要求提高 (万元/辆)

	BEV						PHEV	
	100≤R≤150	150≤R<200	200≤R<250	250≤R<300	300≤R<400	R≥400	R≥50	
2013	3.5	5		6			3.5	
2014	3.325	4.75		5.7			3.325	
2015	3.15	4.6		5.4			3.15	
2016	2.5	4.5		5.5			3	
2017	2	3.6		4.4			2.2	
2018	0	1.5	2.4	3.4	4.5	5	2.2	
2019	0		1.8			1.8	2.5	1
2020	0			1.62		2.25	0.85	
2021	0			1.3		1.8	0.68	
2022	0			0.91		1.26	0.48	

资料来源: 工信部, 中国银河证券研究院整理

美国补贴再加强，全力支持本国新能源产业发展。2007 年 5 月，美国国内收入局 (IRS) 规定对符合补贴标准的车型，以销量 6 万辆为界线，累计销量达 3 万辆后，消费者享受 50% 减税优惠;累计销量超过 4.5 万辆，享受 25% 的减税额;超过 6 万辆后，购车者不享受任何减税优惠。2010 年美国联邦政府发布新能源车购置个税抵免政策，根据电池容量实施上限为 7500

美元的税收抵免额度，并以 20 万辆的车企累计销量为指标设置退坡机制。2019 年，美国联邦政府颁布《2019 年可再生能源增加和能效法案》草案，提出将补贴的总销量限制从 20 万辆放宽至 60 万辆，补贴金额从 7500 美元降至 7000 美元；并首次提出对二手 EV 与 PHEV 进行补贴。2022 年 8 月，美国总统拜登签署《2022 年通胀削减法案》，取消 20 万辆补贴规模上限，向购买新电动车以及二手电动车的消费者分别提供 7500 美元、4000 美元的税收抵免，继续保持对国内新能源车产业的大力支持。

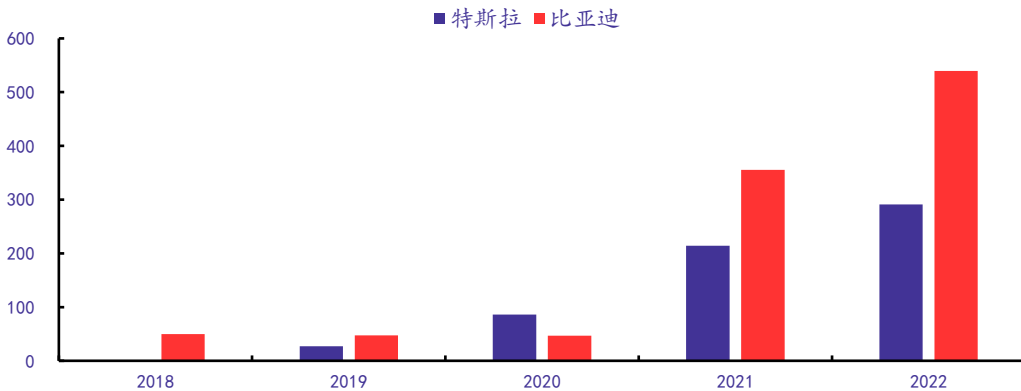
**表 3: 2022 年美国新能源车补贴政策再加强**

时间	法案/发布主体	主要内容
2007	美国国内收入局	对符合补贴标准的车型，以销量 6 万辆为界线，累计销量达 3 万辆后，消费者享受 50% 减税优惠；累计销量超过 4.5 万辆，享受 25% 的减税额；超过 6 万辆后，购车者不享受任何减税优惠。
2010	联邦政府	为电池容量不低于 4kWh 的 BEV 和 PHEV 设定了 2500 美元的税收抵免基础额度，高出 4kWh 的部分按 417 美元/kWh 的标准增加税收抵免额度，上限为 7500 美元。要求汽车制造商在累计销售 20 万辆后的第二个季度起，其产品的抵税优惠在一年内完成退坡，退坡结束后该汽车制造商车辆不再享受抵免优惠。
2019	《2019 年可再生能源增加和能效法案》	《2019 年可再生能源增加和能效法案》将补贴的总销量限制从 20 万辆放宽至 60 万辆，补贴金额从 7500 美元降至 7000 美元；并首次提出对二手 EV 与 PHEV 进行补贴。
2022	《2022 年通胀削减法案》	取消 20 万辆补贴规模上限，向购买新电动车以及二手电动车的消费者分别提供 7500 美元、4000 美元的税收抵免

资料来源：盖世汽车，国际能源网，中国银河证券研究院整理

**双积分政策为两公司贡献额外营收来源。**2017 年 9 月，工信部、财政部等部门联合出台《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，简称“双积分政策”，该政策分别按照燃油消耗量和续航里程赋予燃油车和新能源车积分，并规定新能源积分可用于交易弥补燃油车负积分，为新能源车企业提供额外收入来源，并推动新能源车加速替代燃油车。特斯拉与比亚迪作为国内市场两大领头羊，新能源车产品销量领先，获得可观双积分收益。2022 年，特斯拉与比亚迪新能源正积分分别达到 290.89 万分和 539.7 万分，其中比亚迪位列首位，特斯拉排名第三，落后于上汽通用五菱。

**图 10: 两公司新能源积分在 2022 年继续上升（万分）**

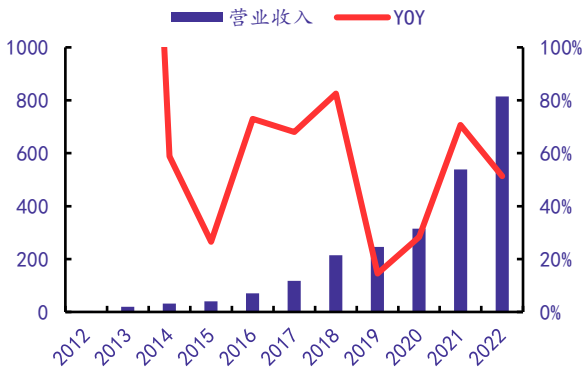


资料来源：工信部，中国银河证券研究院整理

## (二)高 ASP 与先进制造能力使得特斯拉在营利两端均保持领先优势，比亚迪受价格战影响较小

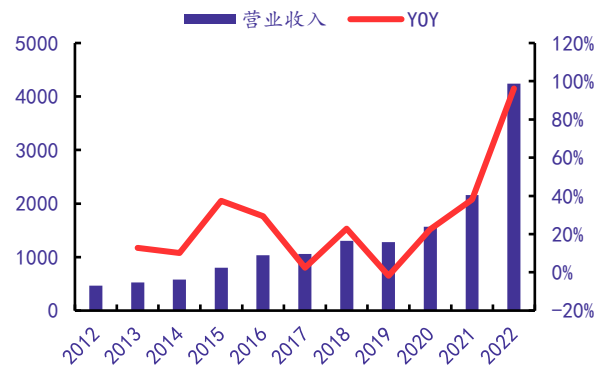
特斯拉高价位产品支撑营收保持领先。2022 年，特斯拉实现营业收入 814.62 亿美元，同比+51.35%，增幅较 2021 年有所下滑，主要系上海疫情对产能造成的打击，交付量减少所致，比亚迪实现营业收入 4240.61 亿元，同比+96.20%，增幅扩大明显，主要系销量提升明显，支撑营收高速增长。假设按照美元：人民币=7 的汇率计算，比亚迪 2022 年营收约为特斯拉的 75%，尽管比亚迪 2022 年累计销量已大幅超越特斯拉，但特斯拉以 Model 3、Model Y 为主体的产品结构单车均价约为 25 万元左右，比亚迪目前主力车型价位基本在 10-25 万元，因此营收较特斯拉仍有差距。

图 11: 特斯拉 2022 年营收同比+51.35% (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

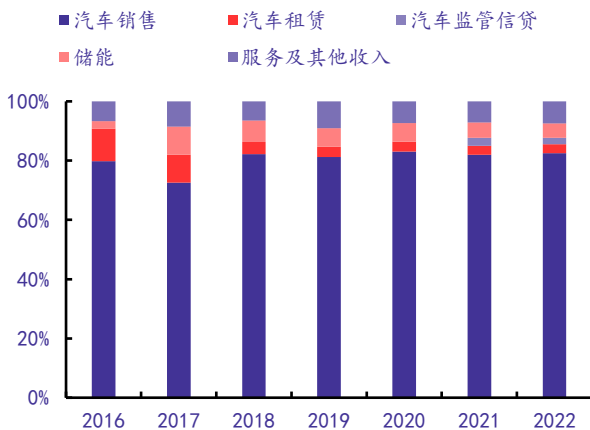
图 12: 比亚迪 2022 年营收同比+96.20% (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

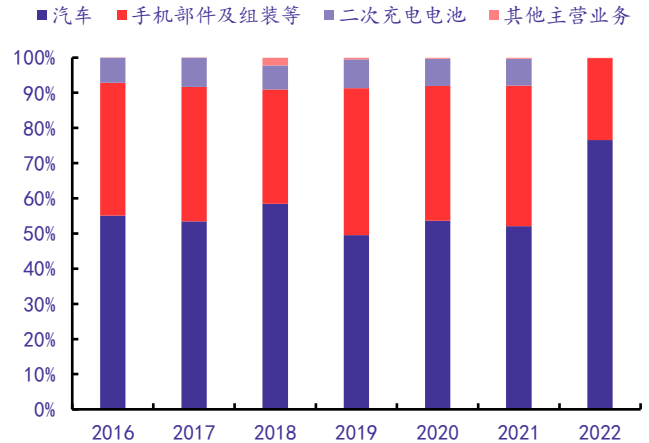
特斯拉汽车业务贡献营收主体，比亚迪汽车业务占比大幅提升。2022 年，特斯拉汽车销售业务实现营收 672.1 亿美元，占总营收的 82.50%，是公司营收的主要来源。2022 年，比亚迪汽车、手机部件及组装业务分别实现营收 3246.91 亿元、988.15 亿元，分别占比 76.57%、23.30%。特斯拉业务更加集中于汽车，包括汽车销售、租赁和监管信贷，而比亚迪除汽车业务外，手机业务作为比亚迪起家业务，目前也能够为公司贡献超过 20%的营收规模。总体来看，汽车相关业务在特斯拉营收比重中占比较为稳定，而在比亚迪营收比重中的占比正呈现加速上升趋势。

图 13: 2016-2022 年特斯拉汽车业务基本覆盖全部营收



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14: 2022 年比亚迪汽车业务占营收比重大幅提升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

特斯拉盈利能力较比亚迪领先优势明显。2022 年，特斯拉实现归属于母公司的净利润 125.56 亿美元，同比+127.50%，增速远高于营收，体现公司的高价位车型强劲的盈利能力，比亚迪实现归属于母公司的净利润 166.22 亿元，同比+445.86%，高价位车型销售占比的提升及产能增长带来的规模效应助力比亚迪盈利能力大幅提升。假设按照美元：人民币=7 的汇率计算，特斯拉归母净利润约为比亚迪的 5.3 倍，远超营收比例，主要源于特斯拉高价位车型带来的高毛利率以及公司在销售费用端的低支出为公司盈利能力的贡献。相比之下，比亚迪盈利能力仍有不小差距，未来增长空间十足。

图 15: 2022 年特斯拉归母净利润同比+127.50% (亿美元)

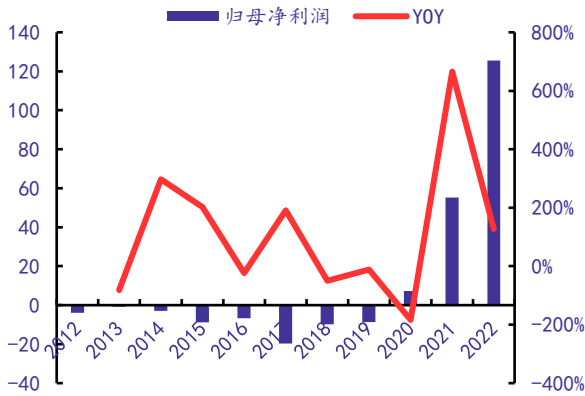
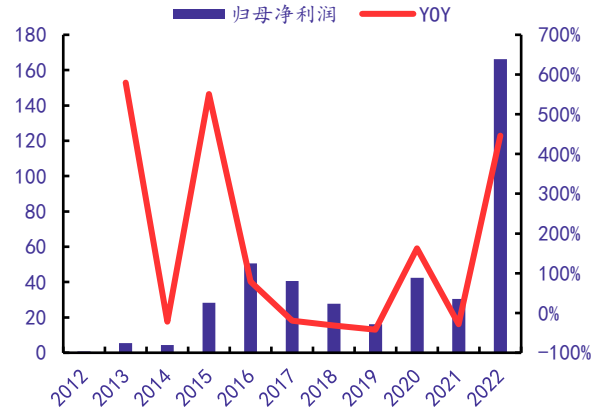


图 16: 2022 年比亚迪归母净利润同比+445.86% (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

比亚迪单车利润上升较快，受到价格战影响较小。2022 年，特斯拉单车利润约为 0.96 万美元，比亚迪单车利润约为 0.79 万元，2023 年 Q1，特斯拉单车利润约为 0.59 万美元，比亚迪单车利润约为 0.66 万元，从绝对值来看，比亚迪单车盈利能力较为落后，特斯拉高 ASP 贡献了更为可观的盈利能力，而比亚迪在 2022 年依靠高价值产品的放量与规模效应的发挥，单车盈利能力逐季提升。2023 年 Q1，为面对激烈的市场竞争，特斯拉开启大规模降价促销策略，使得单车盈利环比大幅下滑，比亚迪为应对“价格战”也采取了降价措施，但比亚迪产品在 10-20 万元价格带具备稳固的市场地位，所面临的市场竞争不强，因此并未采取激进措施提振销量，Q1 单车盈利环比下滑幅度较小，同比仍有显著提升，预计伴随行业价格战缓解，公司单车盈利能力仍有进一步上升空间。

图 17: 2022 年特斯拉单车盈利水平趋稳 (万美元/辆)

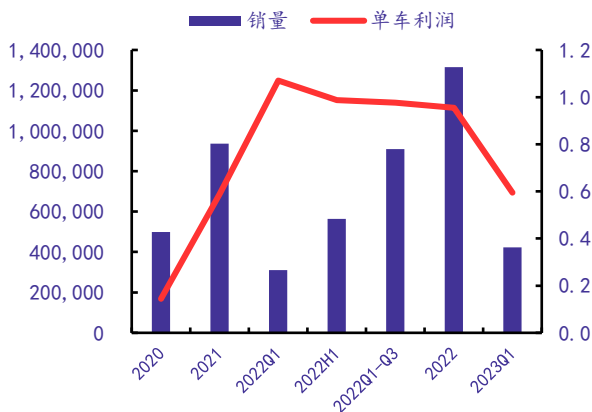
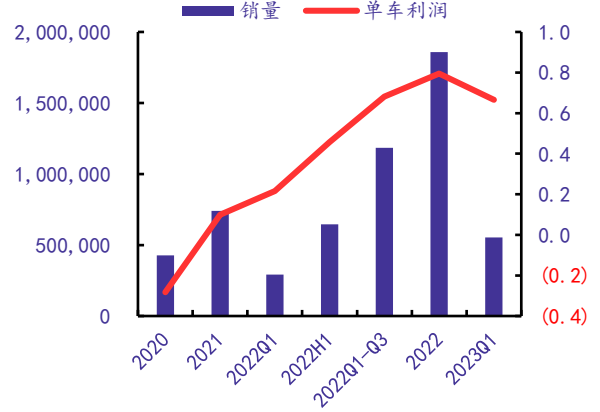


图 18: 2021 年以来比亚迪单车盈利水平持续提升 (万元/辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

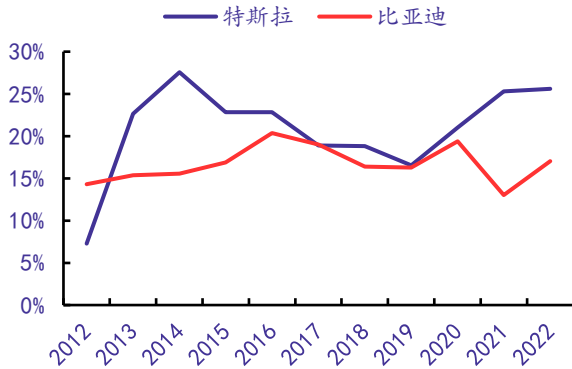
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



**特斯拉毛利率领先优势明显。**2022年，特斯拉毛利率为25.60%，同比+0.32pct，比亚迪毛利率为17.04%，同比+4.02pct，特斯拉毛利率高于比亚迪8.56pct，主要由于特斯拉车型价格高，盈利能力强，同时特斯拉在自动驾驶端采用低成本的视觉方案，同价位车型中具备更大的盈利空间。从增速来看，比亚迪增速快于特斯拉3.70pct，高价位车型销售占比的上升及产能优化带来的规模效应已经为公司毛利率带来了不错的改善，支撑盈利能力稳定。

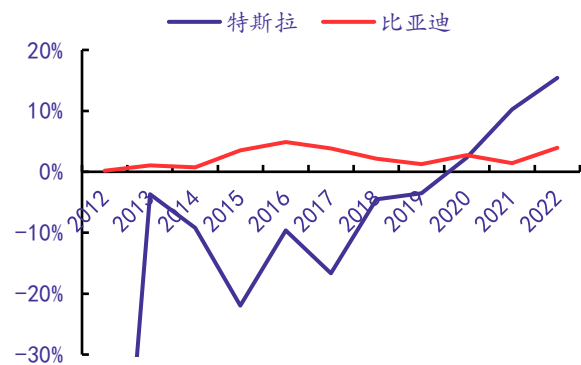
**特斯拉快速实现扭亏为盈，比亚迪净利率稳定提升。**2022年，特斯拉净利率为15.41%，同比+5.16pct，比亚迪净利率为3.92%，同比+2.51pct，不论是绝对水平还是增速，比亚迪在净利率方面全面落后特斯拉，特斯拉的销售模式坚持不做广告并采用直营店销售，节约了大量的销售费用支出，对公司盈利能力的提升具有明显贡献。另外，特斯拉在2020年之前净利率一直为负，转正后快速上扬，体现了公司出色的经营水平和盈利能力，而比亚迪受到前期燃油车影响，净利率始终处于低位，未来若想继续向特斯拉靠拢，比亚迪仍需在经营端做出巨大努力。

图 19: 2022 年特斯拉毛利率高于比亚迪 8.56pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 20: 2022 年特斯拉净利率高于比亚迪 11.49pct



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**财务对比总结:** 尽管比亚迪依靠更广的价位区间布局以及更具潜力的潜在产能在 2022 年实现了销量对特斯拉的超越，但从财务角度来看，高价位车型为特斯拉带来的营收规模仍显著超过比亚迪，盈利能力方面更是大幅度领先。特斯拉“自上而下”的产品策略为其带来了更高端的市场形象和更出色的盈利能力，助力公司成为全球新能源市场的标杆所在，而比亚迪“自下而上”的产品策略则是在新能源车市场前景尚不明确、竞争群雄割据的复杂形势为公司稳定了经营基本盘，使公司得以依靠十余年的技术积累一朝腾飞，成为国内新能源车领头羊。特斯拉作为全球标杆为比亚迪乃至整个国内新能源车主机厂树立了旗帜，其经验是国内新能源车主机厂未来发展方向的重要参考。

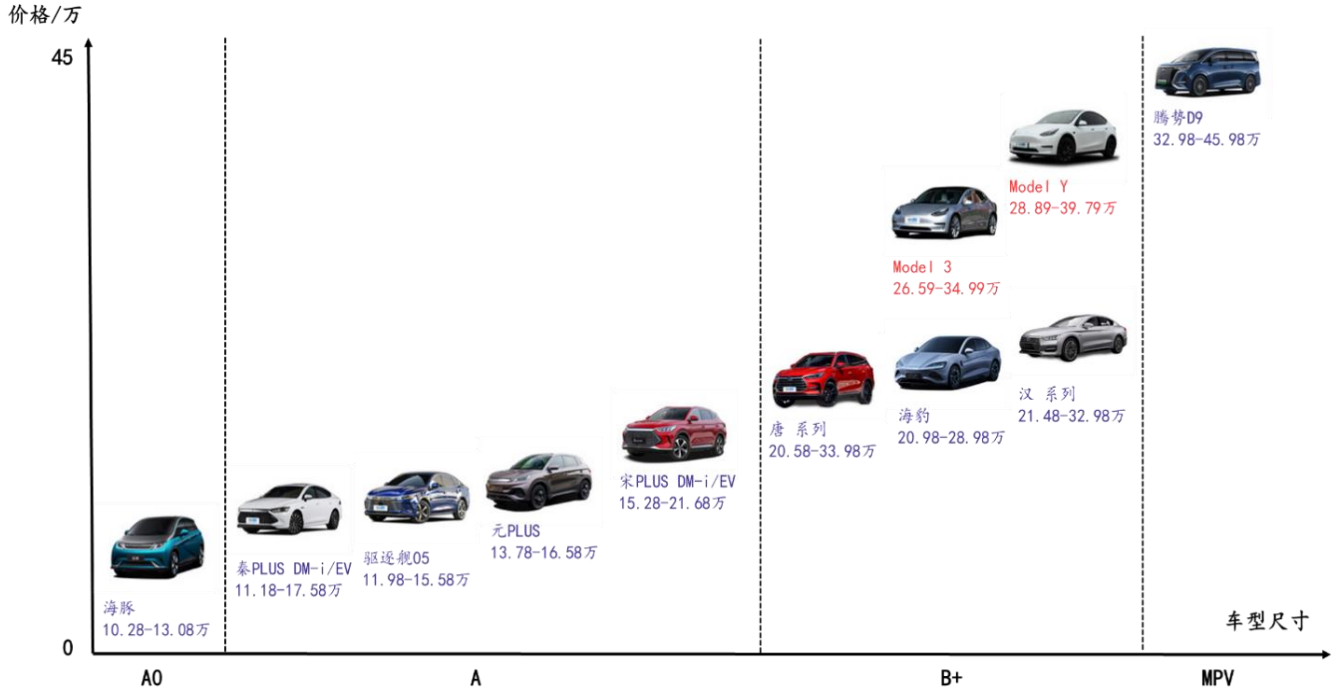
### 三、销量对比: 特斯拉“大单品”引领市场，比亚迪多产品策略利用中国本土化优势

#### (一) 比亚迪多产品策略实现对特斯拉销量赶超

**特斯拉“大单品”策略 VS 比亚迪“车海”战术。** 特斯拉与比亚迪采用了截然不同的产品策略，特斯拉采用了与苹果手机类似的“大单品”战略，除两款百万级别的跑车 Model S/X 外，其主要量产产品为 Model 3/Y，分别定位于中大型轿车和 SUV。比亚迪则与国内手机厂商类似，采用“车海”战术，通过造型各异、尺寸不同的多品类车型，覆盖 10-30 万元主流价格区

间，其核心产品包括轿车、SUV、MPV，车型尺寸覆盖 A0-B 级以上，产品矩阵全面。特斯拉的优势在于产能利用率更高，单一车型下的规模化量产效率远高于比亚迪丰富的产品线，而比亚迪的优势在于其丰富的产品线给了消费者更多的选择，其潜在消费群体得到扩充。

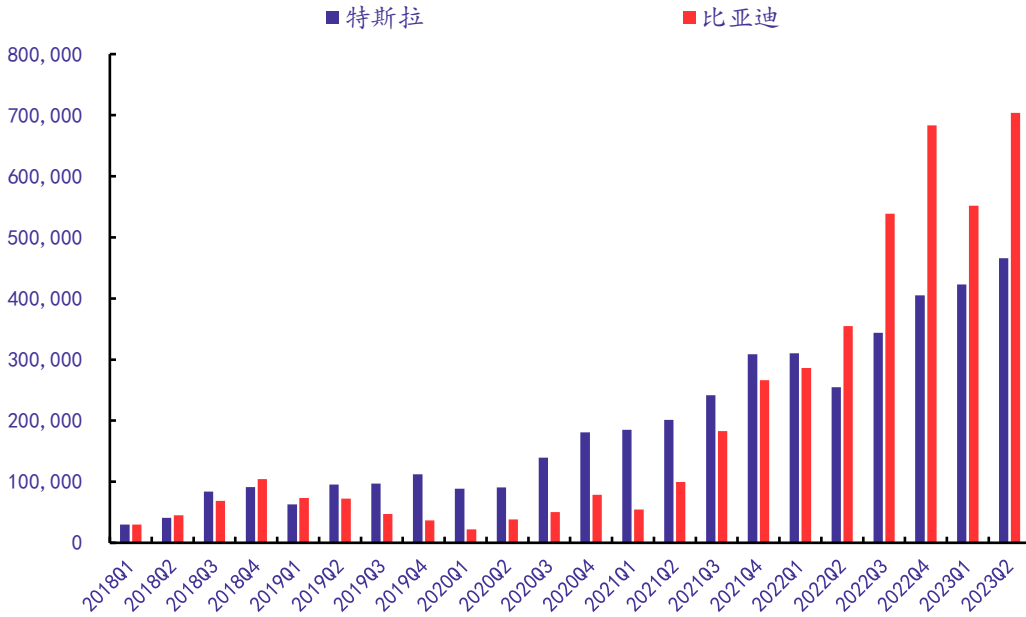
图 21: 特斯拉产品“小而精”，定价高于比亚迪产品



资料来源：中国汽车工业信息网，汽车之家，中国银河证券研究院整理

特斯拉前期规模化量产能力领先，比亚迪后期依靠多产品、多动力策略实现对特斯拉销量的赶超。特斯拉在自 2019Q2 起持续保持着对比亚迪的销量领先，主要源于其领先的规模化量产能力。2021 年后，比亚迪正式进入产品强势周期，DM-i 技术与海洋系列品牌的发布正式确定公司“插混+纯电”的多动力产品策略，覆盖车型尺寸更广的产品矩阵带动公司销量在 2021Q3 实现销量的大幅飞升，不断拉近与特斯拉的距离。自 2021 年至今，比亚迪与特斯拉产品持续处于供不应求状态，比亚迪在国内工厂众多，随着产品销量的集中，比亚迪将产能集中于销量过万车型，并不断优化生产流程，产能提升速度显著快于特斯拉。2022Q2，比亚迪正式实现对特斯拉的销量超越，一方面是由于上海疫情在 Q2 对特斯拉中国工厂产量造成的沉重影响，另一方面是由于比亚迪“大而全”的产品矩阵覆盖消费者群体更广，取得了比特斯拉“小而精”的产品矩阵更好的销量反馈。2022Q2 后，比亚迪产能提升继续加速，销量领先优势进一步扩大。2022 年，特斯拉累计全球销量 131.39 万辆，比亚迪累计全球销量 186.35 万辆。

图 22：比亚迪新能源车全球销量连续五个季度超越特斯拉（台）

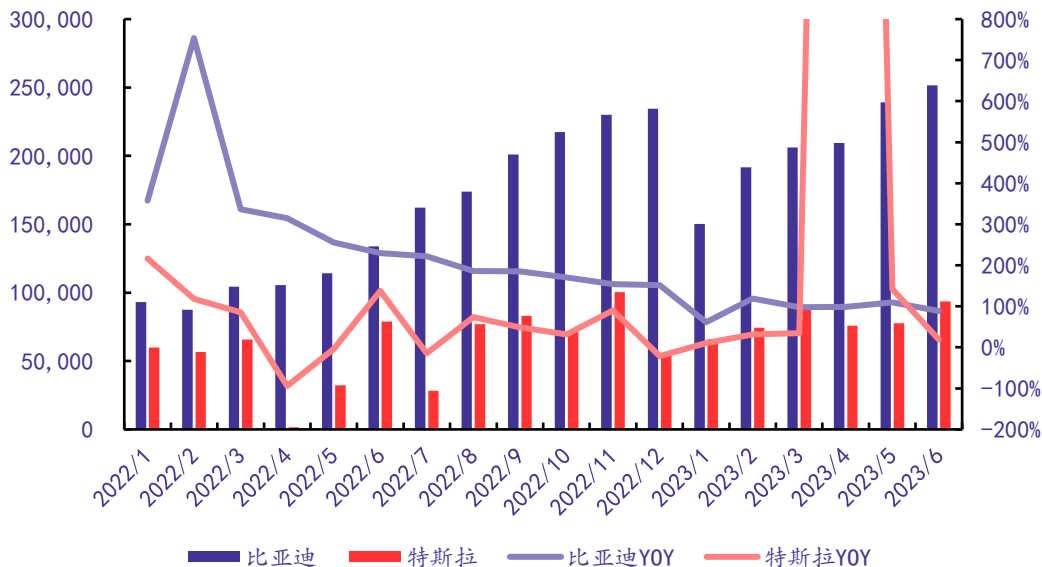


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## （二）比亚迪前期专注国内市场，特斯拉海外龙头地位稳固

比亚迪国内市场销量大幅领先特斯拉。2021年，特斯拉中国销量为47.15万辆，低于比亚迪59.37万辆的新能源乘用车销售数据。2022年，比亚迪延续了对特斯拉销量的全面领先，全年比亚迪累计销售新能源乘用车185.76万辆，同比大增210.35%，特斯拉累计销售71.09万辆，同比增长46.83%，比亚迪在总量及增速方面全面领先特斯拉。4、5月，特斯拉上海工厂受到疫情严重影响，几乎停产，而比亚迪工厂所在地受疫情影响较小，且垂直供应链体系优势明显，支撑产能持续扩张。尽管后续疫情影响减弱，但特斯拉产能扩充速度依旧大幅落后于比亚迪，比亚迪产能潜力开始在本年度显现。

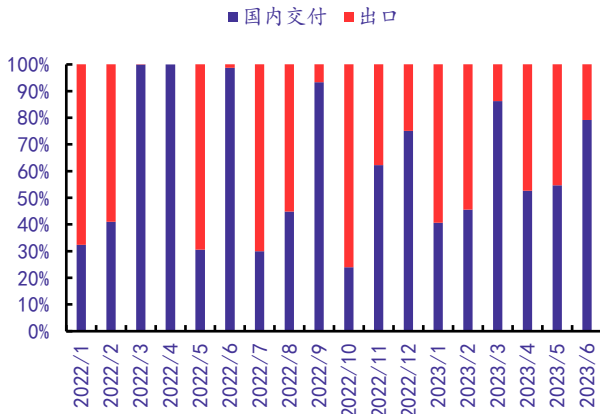
图 23：2022 年以来国内市场比亚迪全年保持对特斯拉的销量领先（台）



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

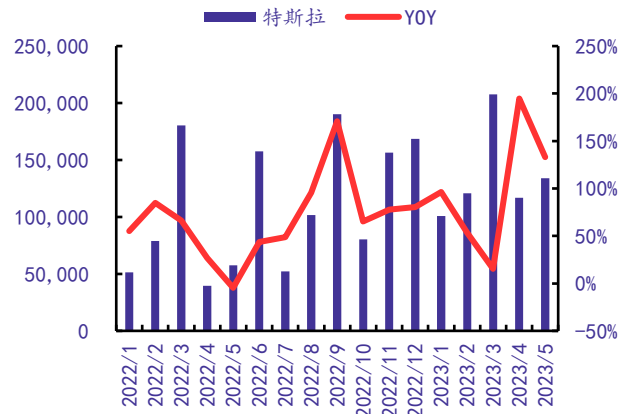
特斯拉调整能力强，上海工厂自供/出口比例灵活。2023 年上半年，特斯拉中国销量为 29.41 万辆，同比增长 48.86%，出口 18.24 万辆，占比 38.28%。特斯拉在上海工厂的自供/出口调整能力强，在 2022 年 Q4，国内竞争加剧，特斯拉销售有所受阻，上海工厂产能向出口倾斜，2023 年 Q1，特斯拉依靠大幅降价有效提升了产品市场竞争力，在车市因补贴退坡销量表现疲软之际实现逆势增长，上海工厂产能向自供倾斜。据 CleanTechnica 数据，2023 年 1-2 月，特斯拉全球销量达 68.03 万辆，同比+66.92%。特斯拉促销策略成功消除了产能过剩与市场竞争加剧对公司产能利用率的影响，去年 4 月，特斯拉德州超级工厂启动量产，7 月，上海工厂产线升级完成，特斯拉产能扩张进程继续与全球强劲新能源车需求匹配。

图 24：特斯拉上海工厂自供/出口比例变换灵活



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

图 25：特斯拉全球销量在产能优化后继续扩张（台）



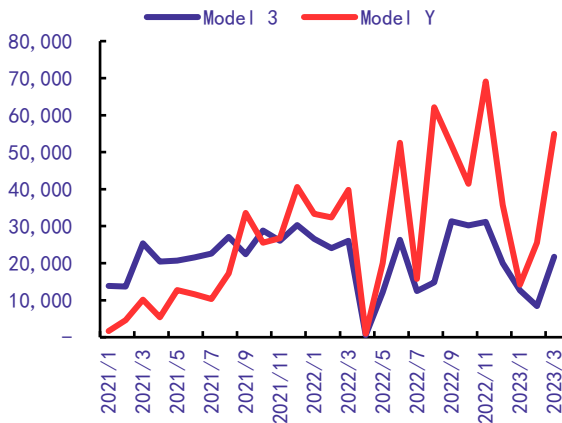
资料来源：CleanTechnica，中国银河证券研究院整理

### （三）特斯拉单品销量引领市场，比亚迪多系列产品迎来爆发

特斯拉核心产品销量依旧稳居市场前列，比亚迪形成快速追赶。特斯拉核心车型 Model3、ModelY 在 2022 年的销量受到产能爬坡与疫情停产的双重影响，单月销量波动性较大，从全年走势来看，Model 3 终端需求较为稳健，Model Y 市场热度则持续提升，单月销量于 11 月升至 6 万辆以上。2023 年初市场整体承压，Model 3/Y 销量环比下滑严重，但特斯拉迅速调整价格策略，产品需求逆势增长，3 月 Model Y 单月销量再度回升至 5 万辆以上，Model 3 单月销量回升至 2 万辆以上。2022 年初至 2023 年 Q1，新能源车累计销量排行中，Model Y 以 54.97 万辆位列第二，仅次于 A00 级纯电五菱宏光 mini EV，在 B 级车中表现尤为亮眼。Model 3 则以稳健的表现与高基数的前期需求位列第五位，累计销量达 29.86 万辆。对比来看，比亚迪核心产品的单车销量虽不及特斯拉，但其优势在于车型众多，宋、秦、海豚、元、汉唐等主力产品排名均进入前十，规模效应明显。

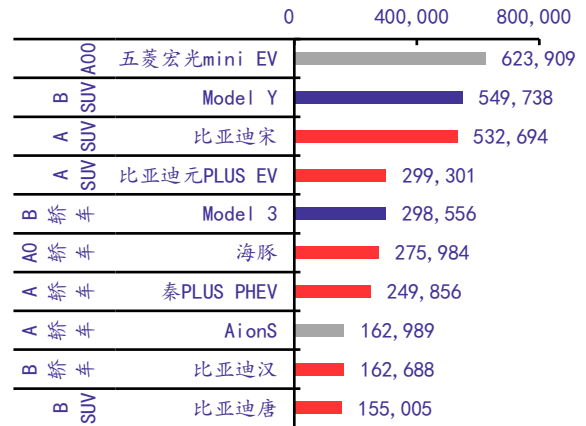


图 26: Model 3/Y 单月销量波动较大 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

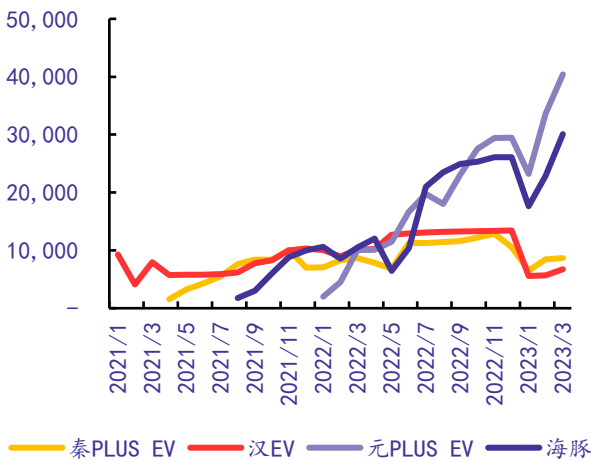
图 27: Model 3/Y 累计销量排名市场前列 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

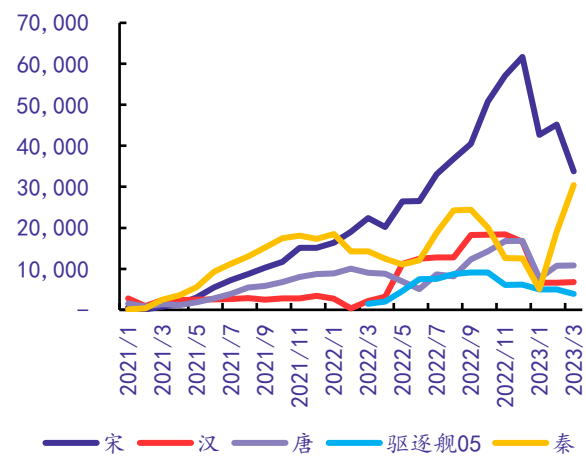
**比亚迪纯电和插混核心产品 2022 年快速放量, 2023 年延续强势表现。**全系产品的持续放量是比亚迪总体销量攀升的重要支撑。2021 年是比亚迪夯实品牌形象的关键性年份, 公司通过高端车型汉 EV 以及超级混动系统 DM-i 让市场见证了公司强有力的产品竞争力, 正式开启强产品周期。进入 2022 年, 比亚迪品牌效应充分发挥作用, 新产品迅速取得市场消费者认可, 纯电产品方面, 2021 年 7 月上市的海豚与 2022 年 3 月上市的元 PLUS EV 销量爬升迅速, 是公司纯电产品销量增量的主要来源, 插混产品方面, 受益于其混动系统在燃油经济性、性价比方面的竞争优势, 全系产品销量均取得显著的上升优势, 其中宋 PLUS DM-i 销量在快速上涨后经历短期回落, 秦 PLUS DM-i 在改款推出后销量再度提升。

图 28: 比亚迪新款纯电产品元 PLUS、海豚销量增长迅速 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

图 29: 比亚迪全系插混产品销量快速上升 (台)

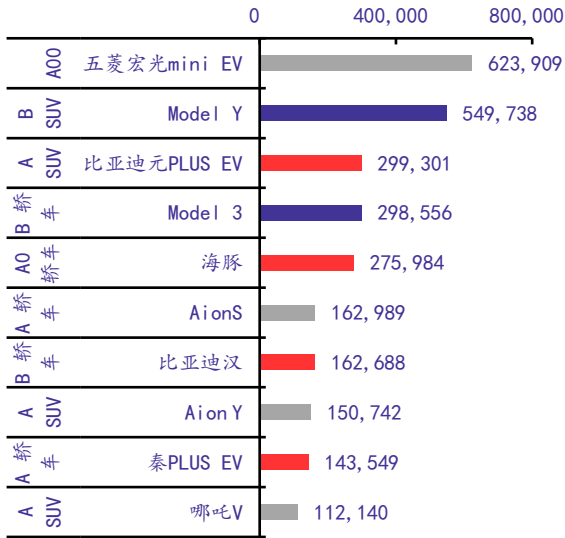


资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

**纯电市场比亚迪产品竞争力不及特斯拉, 插混产品比亚迪龙头地位显著。**纯电市场方面, 2022 年-2023 年 Q1, Model Y、Model 3 分别以 54.97 万辆和 29.86 万辆的累计销量位列第二、四名, 比亚迪元 PLUS、海豚、汉、秦 PLUS 分别以 29.93 万辆、27.60 万辆、16.27 万辆、14.35 万辆位列第三、五、七、九位, 相比于特斯拉, 比亚迪的纯电车型在价格与销量上均不具备优势, 特斯拉在纯电市场的领导地位稳固。插混市场方面, 比亚迪是绝对的领头羊, 其产品宋 PLUS、秦 PLUS、唐、汉、驱逐舰 05 分别以 53.27 万辆、24.99 万辆、15.50 万辆、

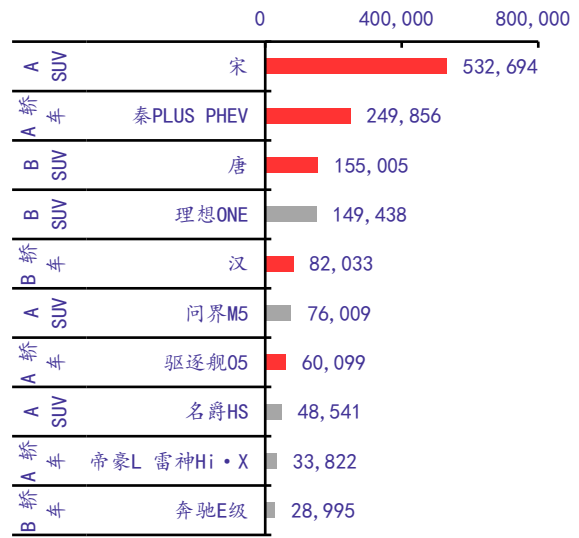
8.20 万辆和 6.01 万辆占据市场第一到第三位、第五位和第七位，在单车销量方面，仅理想 ONE 和问界 M5 能够分别接近唐、汉，在规模上尚无其他车企能够对比亚迪构成威胁。插混是比亚迪最为核心的市场，也是支撑公司销量持续领先于特斯拉的主要力量。

图 30: 纯电市场累计销量 Model 3/Y 领先 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

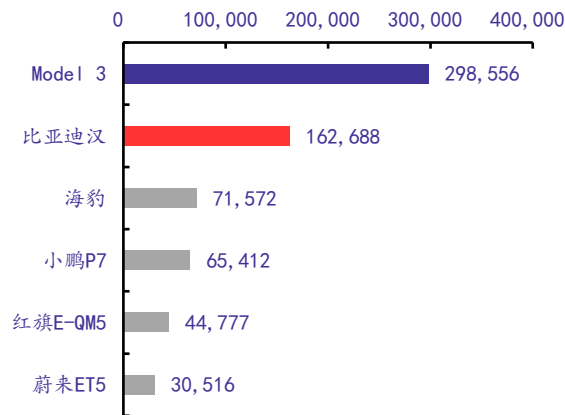
图 31: 插混市场比亚迪位居龙头 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

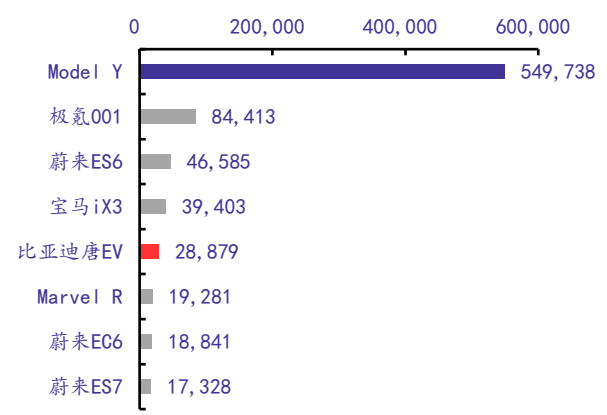
**Model 3 所在市场竞争趋强, Model Y 保持绝对领先优势。**特斯拉与比亚迪的产品仅在 B 级纯电市场形成竞争。在 B 级轿车市场上, 汉 EV 销量虽落后于 Model 3, 但已经能够形成有力竞争, 销量差距不大, 而在 B 级 SUV 市场中, Model Y 的领先优势明显, 其他车型因产能与市场需求问题尚无法对 Model Y 的领先地位构成威胁, 比亚迪仅有的 B 级 SUV 唐 EV 近 15 个月累计销量仅 2.89 万辆, 相比公司其他车型销量处于较低水平。

图 32: Model 3 面临汉 EV、小鹏 P7 等竞争 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

图 33: Model Y 销量处于绝对领先地位 (台)



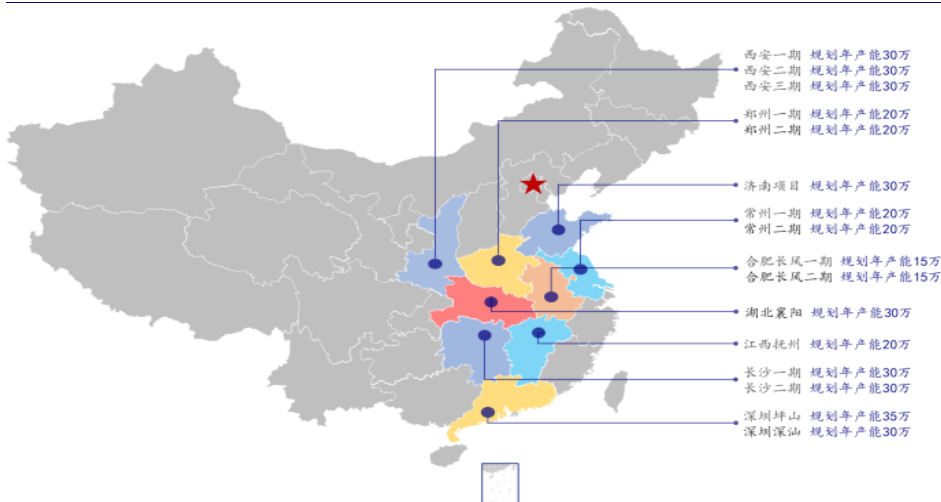
资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

## 四、战略对比：定义垂直整合供应链，技术创新引领行业变革

### （一）工厂产能布局有所差异，自主掌握核心科技

特斯拉工厂遍布全球，比亚迪工厂集中国内，服务于两公司主要消费市场。特斯拉在美国、德国和中国布局共有四大整车工厂，得益于三大汽车工业强国的产业优势与公司自身的高端智能能力，特斯拉单个工厂产能在全球处于领先地位，弗里蒙特与上海工厂在 2022 年产线升级后产能分别上升至 65/75 万辆，是目前特斯拉产品的主要供给来源，柏林与奥斯汀工厂于 2022 年 3、4 月相继投产，目前产能分别达到 5000 辆 Model Y/周和 3000 辆 Model Y/周，产能爬坡迅速。比亚迪工厂主要集中在我国东南部的汽车重镇，目前共有九大工厂，由于其建设时间早，单个工厂的占地、生产水平较特斯拉较为落后，产能不及后者，但目前合计产能已达到 300 万辆左右，预计 2023 年底产能可达 430 万辆。特斯拉与比亚迪工厂布局均契合于两公司当前的主力市场，特斯拉在中、美、欧三大主力市场均有超级工厂布局，其产品交付顺畅度高，比亚迪工厂则与主要集中于东南部的中国汽车零部件工业联系紧密，有助于供应链的顺畅运作。

图 34：比亚迪工厂集中于东南部汽车重镇



资料来源：中国银河证券研究院整理

表 4：2022 年美国新能源车补贴政策再加强

工厂名称	地理位置	当前产能/规划产能	主要车型
弗里蒙特工厂	美国 加利福尼亚	65/-万辆	Model 3/Y/S/X
上海超级工厂	中国上海	75/-万辆	Model 3/Y
柏林超级工厂	德国柏林	50/100 万辆	Model Y
奥斯汀超级工厂	美国 得克萨斯州	25/50 万辆	Model Y、Cybertruck
合计	-	215/290 万辆	-

资料来源：特斯拉官网，中国银河证券研究院整理

表 5: 比亚迪车型及产能规划

序号	基地	区域产能合计	规划产能	已投产	2023 年 在建产能	2024 年 在建产能	新建产能 投产时间	主要车型
1	深圳坪山	35 万	35 万辆	35				唐、汉等旗舰车型及战略车型
	西安 1 期		30 万辆	30				秦、宋
2	西安 2 期	90 万	30 万辆	30				秦+宋的 DM-I+EV 车系
	西安 3 期		30 万辆	30				秦+宋+DM-I+EV 车系
3	长沙 1 期	70 万	20 万辆	20				雨花基地 海洋生物系列产品
	长沙 2 期		20 万辆	20				雨花基地 秦 Plus Dmi/宋 Max DM-i
	星沙工厂		30 万辆	15	15			星沙工厂现有产能 15 万辆, 新增产能 15 万辆
	常州 1 期		20 万辆	20				海洋生物系列
	常州 2 期		20 万辆	20		20		海洋生物系列
4	常州 3 期	60 万	20 万辆	20	20	2023 年 Q4	常州基地 3 期在谈, 预计下半年签约	
5	江西抚州	20 万	改造	20			大乘江西工厂 50 万平方米, 原产能 25 万	
6	济南项目	30 万	30 万辆	30				半导体+零部件+整车
	合肥长丰 1 期		15 万辆	15				整车+高端零部件
7	合肥长丰 2 期	100 万	45 万辆		30	15	2023 年 Q3	秦 Plus DM-i/宋 Pro DM-i
	合肥长丰 3 期		40 万辆			20	2024 年 Q4	三期尚未正式签约
8	郑州 1 期	100 万	40 万辆	20	20		2023 年 Q1	电子+零部件+整车 (星 X 系列+皮卡系列)
	郑州 2 期		60 万辆		30	30	2023 年 Q3	5 月 16 日, 二期正式签约
9	深汕项目	30 万	30 万辆		30		2023 年 Q3	预计 1 期 23 年 Q1 投产-整车+零部件

资料来源: 中国银河证券研究院整理

**自主掌握核心技术, 垂直整合关键性供应量。**特斯拉与比亚迪是传统汽车供应链的颠覆者, 打破了 Tier2-Tier1-OEM 的汽车供应链条。新能源汽车电动化、智能化的特征将动力总成系统、电子电气系统等自研重要性明显提升, 一方面, 自研核心零部件能够降低成本, 提高生产效率, 另一方面, 自主掌握核心零部件对于产品的定制化开发具有重要作用, 因此两公司均在发展过程中重点布局了供应链的上下游整合, 但二者的供应链整合体系有所差异。特斯拉依靠其出色的创新研发能力实现了自动驾驶芯片的自主掌控, 智能化系统核心竞争力全球领先, 比亚迪在智能化系统方面的技术较为落后, 但其能够自研自产动力总成的核心零部件电芯, 对保障公司生产具有重要意义。另外, 比亚迪下设的弗迪系、比亚迪电子、比亚迪半导体等公司也助力公司在部分其他零部件中实现了自主掌控, 整体产业链自主广度较特斯拉领先。特斯拉在电芯与比亚迪在自研芯片的落后推动了两大公司在未来技术布局侧重点上的差异。



**表 6: 特斯拉聚焦动力系统与智能化系统自主掌握, 比亚迪自主布局供应链更全面**

	零部件	特斯拉供应商	比亚迪供应商
动力总成系统	电芯	松下/LG/宁德时代	自研(弗迪动力)
	电池管理系统(BMS)	自研	自研(弗迪动力)
	电驱系统	自研	自研(弗迪动力)
	电机控制器	自研	自研(比亚迪半导体)
	电池热管理系统	三花智控等	三花智控等
	自动驾驶芯片	自研	外部采购
中控系统	自动驾驶系统	自研	自研(未来可能采用外部供应商)
	人机交互	均胜电子	自研(比亚迪电子)
	中控屏	莱宝高科、晶瑞股份、天华超净等	自研(弗迪科技)、德赛西威
	空调系统	三花智控等	自研(弗迪科技)
底盘系统	制动	布雷博、自研	博世、自研(弗迪科技)
	电动助力转向	博世	采埃孚
	空气悬挂	大陆、保隆科技	-
	座椅	华域汽车	弗吉亚
	方向盘	均胜电子	自研(弗迪科技)
车身及内外饰	全车玻璃	福耀玻璃	福耀玻璃
	副车架	拓普集团	-
	内饰板	易德龙、日盈电子	-
	安全带	海利得	自研(弗迪科技)

资料来源: 腾讯汽车, 搜狐汽车, 中国银河证券研究院整理

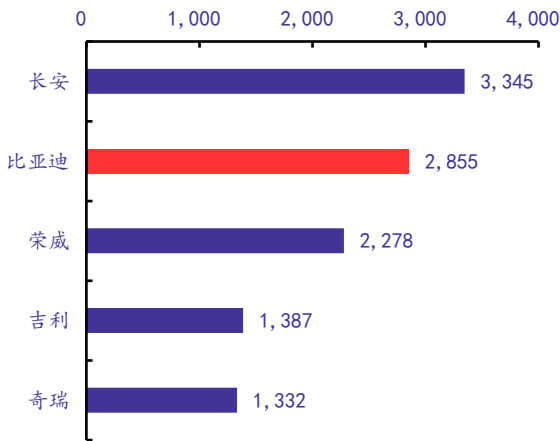
## (二) 销售策略: 比亚迪利用过往经销商渠道, 特斯拉依靠直销渠道与创始人“明星效应”

以销量为基础的品牌效应扩散是营销核心。比亚迪与特斯拉在营销策略上的相同点是依托产品在市场的热销形成庞大的用户群, 随着客户反馈与用车体验信息在市场快速扩散, 公司得以树立良好的品牌形象。二者销售策略的不同之处在于比亚迪以经销模式为主, 特斯拉则开创直销模式, 取得显著成果。

比亚迪门店数量位居前列, 特斯拉直销模式效果显著。根据 GeoQ Ana 和“杰兰路”咨询机构数据, 目前比亚迪门店数量接近 2900 家, 位列全国第二, 仅次于长安, 特斯拉门店数量 240 家左右, 相比问界、零跑、蔚小理等新势力企业较少。比亚迪成立近 20 年, 在燃油车时代积累了丰富的经销渠道资源, 在全面停止销售燃油车后, 原有渠道的转型相对容易, 因此公司并未放弃原有销售渠道, 而是以现有经销商渠道为基础, 线上线下并举进行品牌营销。特斯拉在门店数量上并不具备领先优势, 但特斯拉的一大品牌促销渠道来源于其创始人马斯克的公共社交平台, 马斯克以其传奇的人生经历成为汽车乃至科技产业明星, 其言行受到大众的广泛关注, 马斯克也经常于 Twitter 上对特斯拉产品进行宣传, 效果相比于广告和渠道销售人员的推销更为直接和显著, 因此网上销售成为特斯拉消费者的主要购买渠道, 也为特斯拉减少了

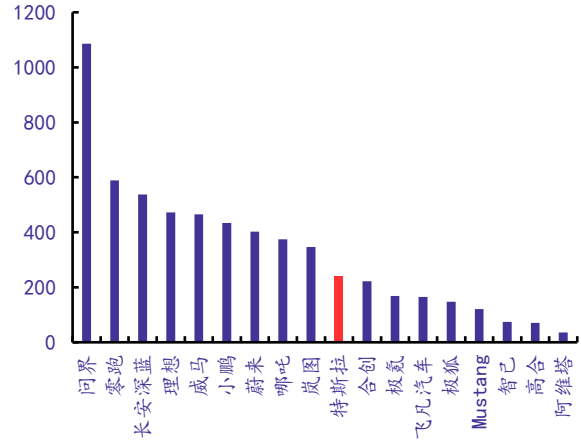
大量的销售费用开支。

图 35: 比亚迪门店数量稳居前列 (家)



资料来源: GeoQ Ana, 中国银河证券研究院整理

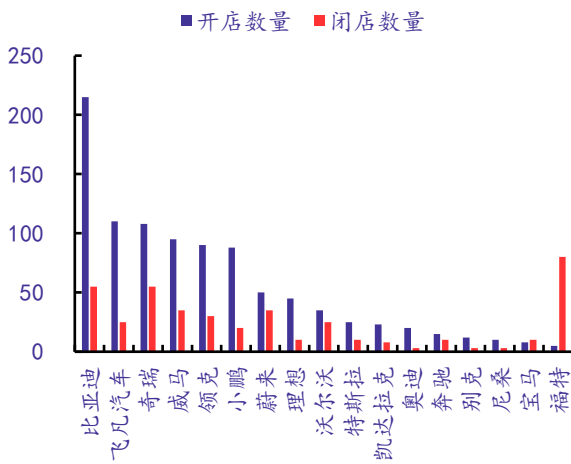
图 36: 特斯拉门店数量不及众多新势力 (家)



资料来源: 杰兰路, 中国银河证券研究院整理

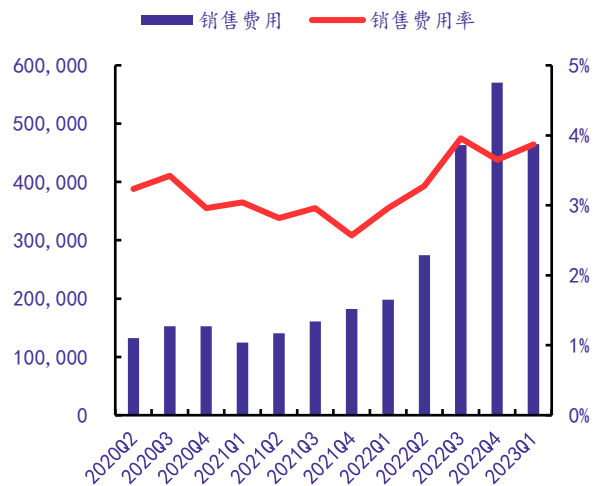
**比亚迪门店规模快速扩张, 加大客户触达力度。**2022 年上半年, 比亚迪门店扩张力度领先行业, 新开门店超过 200 家, 闭店约 50 家。比亚迪门店扩张的基础来源于其快速增长的终端需求, 公司有充足的信心在新开门店快速实现客流量的转化, 为公司贡献新增订单, 巩固市场领先地位。门店的扩张也带来了销售费用的快速增长, 2022 年 Q3-2023 年 Q1, 公司单季销售费用率分别为 3.96%、3.65%、3.87%, 较前几季度明显提升, 在公司销量带动营收快速增长的背景下, 销售费用率的提升足以体现公司对营销渠道拓展的重视程度。

图 37: 比亚迪快速扩展门店数量 (家)



资料来源: GeoQ Data, 中国银河证券研究院整理

图 38: 门店扩张下比亚迪销售费用率上行 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

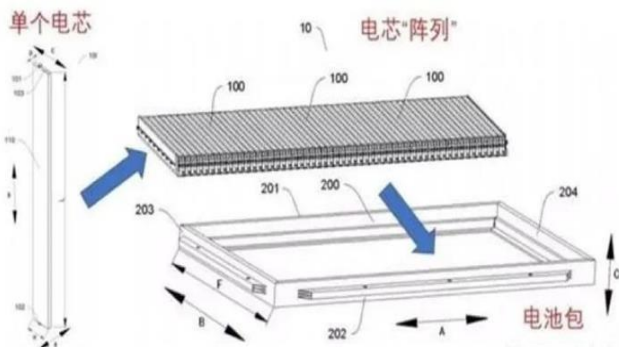
### （三）核心技术对比：特斯拉软件技术全球领先，比亚迪硬件优势突出，软件奋起直追

1) 三电技术：比亚迪具备三电技术自主研发与量产能力，特斯拉逐渐尝试摆脱电池外部依赖

① 比亚迪三电技术领先，自主掌握电池与 IGBT 芯片制造

自主研发刀片电池，创新设计发挥磷酸铁锂安全性特征，提升能量密度水平。2020 年 3 月，比亚迪发布其自主研发的“刀片电池”，该款电池采用磷酸铁锂，通过长电芯扁平化设计以及无模组结构设计（CTP 技术）大幅提升了电池包的空间利用率，重量比能量密度达到 180Wh/kg，较上一代电池提升 9%，体积比能量密度提升高达 50%，能量密度水平达到高级别三元锂电池等级。创新的设计在提升电池能量密度的同时充分发挥了磷酸铁锂的安全性特征，在针刺试验下，三元锂电池表面温度迅速超过 500℃ 并开始剧烈燃烧；传统磷酸铁锂块状电池无明火、有烟，表面温度达到 200℃~400℃；“刀片电池”在穿透后无明火、无烟，电池表面温度仅有 30℃-60℃ 左右。

图 39：刀片电池采用长电芯扁平化设计



资料来源：中国汽车工业信息网，中国银河证券研究院整理

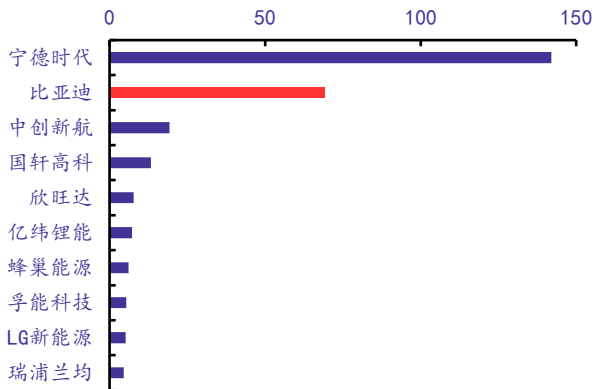
图 40：刀片电池具有出色的安全性



资料来源：第一电动网，中国银河证券研究院整理

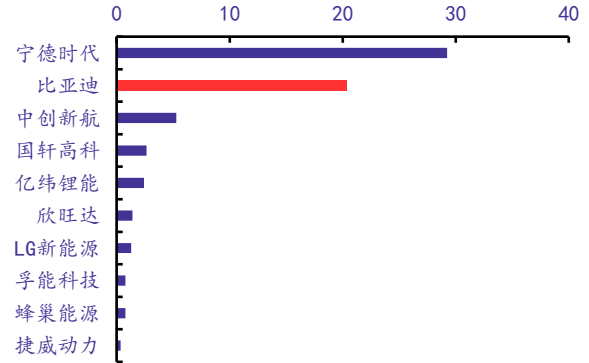
刀片电池规模量产提速，逐渐走向外供。刀片电池发布后，比亚迪全系新车型完成切换搭载，规模化优势逐渐显现，成为比亚迪销量持续攀升的重要支撑。根据中国动力电池创新产业联盟，2022 年，比亚迪国内动力电池装机量达 69.1GWh，市占率为 23.45%，2023 年 Q1，装机量达 20.41GWh，市占率为 30.99%，除落后于宁德时代外，与第二梯队已经拉开明显差距，刀片电池的质量、成本、性能等优质特性与比亚迪品牌影响力形成协同效应，推动产品与电池装机量持续放量。另外，刀片电池在比亚迪产品上的成功应用吸引了其他车企的青睐，目前比亚迪已经向红旗 E-QM5、丰田 bZ3X 和特斯拉供应刀片电池，刀片电池外供进程稳步开展。

图 41: 2022 年比亚迪电池装机量排名全国第二 (GWh)



资料来源: 中国动力电池创新产业联盟, 中国银河证券研究院整理

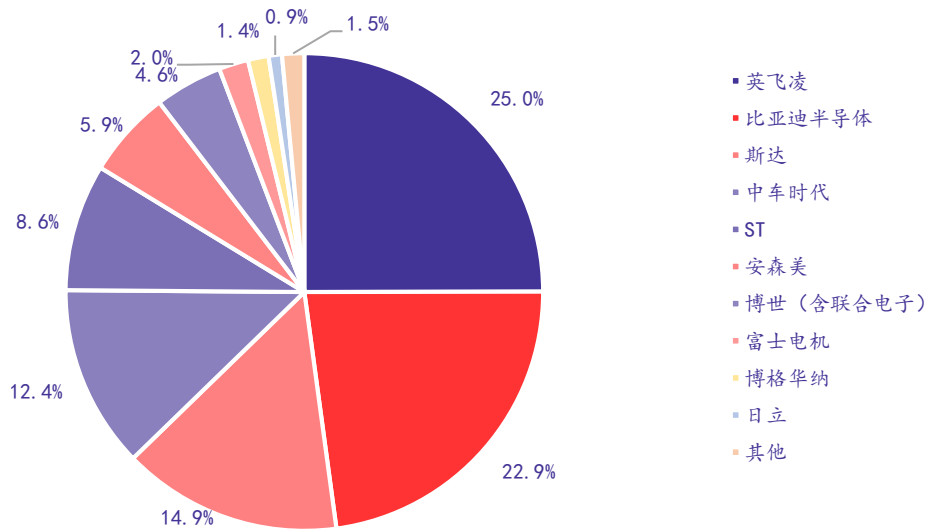
图 42: 2023 年 Q1 比亚迪电池装机量排名全国第二 (GWh)



资料来源: 中国动力电池创新产业联盟, 中国银河证券研究院整理

**拥有 IGBT 完整产业链, 引领国内技术进步, 打破国际垄断。**车规级 IGBT 是电动汽车逆变器的核心器件, 控制驱动系统直、交流电的转换, 决定电动车扭矩和最大输出功率等核心指标; 在混合动力汽车中, 调节电机和发动机的匹配, 使车辆在混合动力模式下达到理想的驾驶状态。由于新能源汽车的内部结构比其他电气产品更复杂, 对车辆标准级 IGBT 指标的要求高于其他电气产品, 过去由英飞凌等国际供应商垄断。比亚迪拥有国内首个汽车 IGBT 打造链条, 包括 IGBT 芯片设计、晶圆制造、模块封装等部分, 还有仿真测试以及整车测试。2022 年, 比亚迪半导体功率模块在新能源车的配套市占率达 22.9%, 位居第二位, 引领国内 IGBT 供应商的国产替代进程。高压快充由于其快速补能的优异特点, 能够很好地缓解部分新能源车车主里程焦虑, 成为车企未来主力技术发展方向之一, 高压快充对功率模块提出更高要求, SiC 有望成为未来高压充电平台下的主流功率模块, 2022 年 6 月, 比亚迪半导体推出 1200V 1040A SiC 功率模块, 此模块在没有改变原有模块封装尺寸的基础上将功率提升近 30%。根据规划, 到 2023 年, 比亚迪旗下所有电动车将完成 SiC 功率半导体对硅基 IGBT 的全面替代, 继续保持对功率模块这一核心三电零部件的自主掌控。

图 43: 2022 年国内新能源车乘用车功率模块配套企业比亚迪半导体排名第二



资料来源: NE 时代, 中国银河证券研究院整理



② 特斯拉创新性打造 4680 电芯，布局自有产能

新一代 4680 电芯大幅提升电池性能。特斯拉于 2020 年 9 月 23 日的电池日上发布新一代电池技术-4680 电芯，该电池单体直径 46mm，长度 80mm，相比老款电池能量密度增加 5 倍，电池容量提升 6 倍，能够带来 16% 的续航里程提升和 14% 的制造成本下降。4680 电池采用了创新的“无极耳”（tabless）设计，能够降低电流距离，实现内阻下降，解决超级快充下的内部散热问题，能够在 20 分钟内完成 10%-80% 的快充，其充放电倍率达到 21700 电池的 6 倍。

图 44：4680 电芯大幅提升电池性能



资料来源：特斯拉官网，中国银河证券研究院整理

特斯拉圆柱电池经历两次迭代，布局 4680 自有产能。特斯拉第一代圆柱电池是松下与特斯拉合作的 18650 电池，该电池于 2008 年量产，随后 2014 年松下开始生产第二代 21700 电池，单体容量较上一代上升 35%，能量密度提升 20%，充电速率更快，成本更低且续航性能更强。4680 电池是特斯拉的第三代电池，在电池性能全面提升的同时，特斯拉在 4680 电池的生产上也除松下与 LG 以外，还自建了产能规划，包括美国加州加藤路工厂 10GWh、美国得州电池工厂 60GWh 和德国格伦海德工厂 20GWh，提升产能冗余，保障供应链稳定。目前 4680 电池已小规模搭载 Model Y，预计将于明年规模化量产。

图 45：特斯拉圆柱电池历经两次迭代



资料来源：网易汽车，中国银河证券研究院整理

**总结：**在三电技术的对比中，比亚迪自主掌控程度更高，量产化能力更强，目前比亚迪已经实现电池、IGBT的自由产线建设，最大程度的保证了核心三电系统对旗下产品的优先供给，是比亚迪供应链在疫情的复杂影响下得以稳定运行的关键因素。特斯拉的最新一代的电芯产品性能水平大幅提升，契合了特斯拉作为新能源汽车产业高新技术研发领头羊的角色。特斯拉目前已逐渐开始自建电池产能，以求对电池技术的自主可控。同时特斯拉作为松下和LG的最核心客户，彼此联系紧密，特斯拉在电池端的未来产能供应几乎不会出现大规模的波动，但对电池技术更大程度的自主掌控是维持未来供应链稳定，争取更大程度上游议价话语权的关键。

## 2) 自动驾驶技术：特斯拉全球领先，比亚迪外部合作优秀供应商奋起直追

### ① 特斯拉 Autopilot 系统

**特斯拉自动驾驶系统历经多次迭代，走向成熟。**特斯拉是全球首个推出自动驾驶技术的车企，时至今日，其自动驾驶系统 Autopilot 已历经四个版本的迭代。2014 年，特斯拉首次推出 Autopilot1.0 系统，采用 Mobileye Q3 芯片，自动驾驶级别达到 L2，随后分别于 2016 年和 2019 年推出 Autopilot2.0、2.5 系统，增加了传感器数量和自动驾驶功能，芯片转而采用英伟达 Drive PX2。为自主掌握原始数据，提升芯片性能，2019 年特斯拉正式采用自研芯片 FSD，自动驾驶系统升级为 Autopilot3.0，实现 L2++级自动驾驶，成为目前可量产的最先进自动驾驶系统。在掌握自研芯片技术后，特斯拉并未停止研发的脚步，算力达到 216TOPS 的 HW4.0 芯片即将进入量产规划，将继续引领行业自动驾驶技术的发展。

表 7: 特斯拉聚焦动力系统与智能化系统自主掌握，比亚迪自主布局供应链更全面

	Autopilot1.0	Autopilot2.0	Autopilot2.5	Autopilot3.0
推出时间	2014.0	2016.1	2017.8	2019.4
毫米波雷达数量	1	1	1	1
摄像头数量	2	6	6	6
超声波雷达数量	12	12	12	12
芯片	Mobileye EyeQ3	Nvidia drive PX2	Nvidia drive PX2	FSD
算力	36TOPS	24TOPS	24TOPS	144TOPS
行车对象识别	区分汽车、摩托车及人	区分半挂车、汽车、摩托车及人	区分半挂车、汽车、摩托车及人	增加垃圾桶、车道标志、交通标志的识别
新增功能	数字地图、巡航系统、防撞系统、自动泊车、副主编大、避开有车辆车道功能	感应能力、AP 导航	行车记录仪、自拍摄像头	信号灯及 Stop Sign 识别及反馈、召唤功能

资料来源：有驾网，中国银河证券研究院整理

**专注纯视觉方案。**自动驾驶技术的实现路径有两种，分别是纯视觉方案和“激光雷达+高精地图”的多传感器方案，其主要区别在于激光雷达与高精地图的使用，特斯拉自动驾驶技术发展较早，彼时尚未有可量产的激光雷达，其采用纯视觉方案一直延续至今。纯视觉方案的优势在于随着数据的积累，其算法成熟度具有理论上的无限上升空间，且避免了激光雷达和高精地图带来的成本提升。自 2022 年 2 月起，北美特斯拉新车不再配备毫米波雷达，可见特斯拉将纯视觉方案贯彻到底的坚定决心。

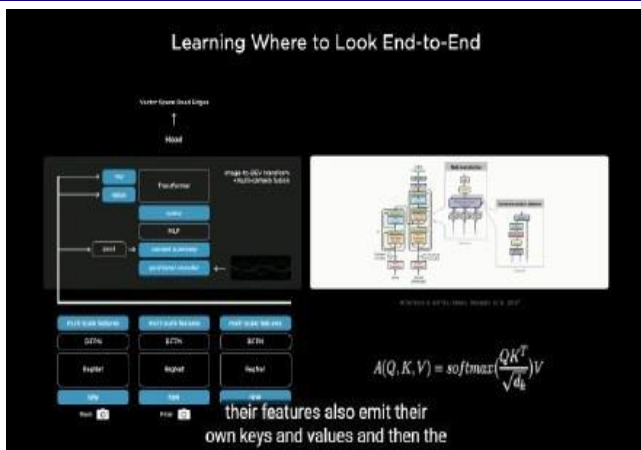
表 8: 特斯拉专注纯视觉方案, 传感器不包含激光雷达

	特斯拉 Model Y	蔚来 ET7	小鹏 G9	理想 L9	极狐 α S HI 版
技术路线	纯视觉	多传感器	多传感器	多传感器	多传感器
摄像头数量	6	11	12	11	13
毫米波雷达数量	1 (北美无)	5	5	1	6
超声波雷达数量	12	12	12	12	12
激光雷达数量	0	1	2	1	3
高精地图	无	有	有	有	有

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院整理

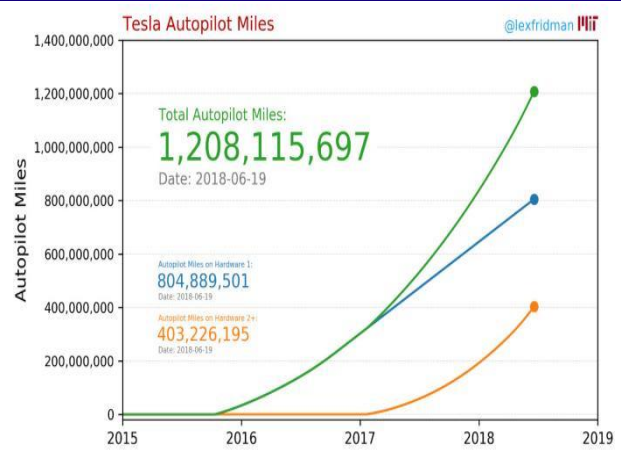
**数据积累支撑算法优化。**相比于多传感器方案, 纯视觉方案的天然劣势在于其仅通过摄像头对车外信息进行识别, 精准度不及毫米波雷达与激光雷达。特斯拉仍然能够依靠纯视觉方案取得远胜于其他车企多传感器方案的自动驾驶系统表现的原因在于自研芯片与算法的高度协同性和多年累计的实况驾驶数据对算法的训练优化。一方面, 特斯拉与 2020 年开始重新改写 Autopilot 底层算法, 实现从芯片到视觉感知算法、规划与决策算法的全栈自研, 并采用 Transformer、Coarse Search、Continuous Optimization 等创新性技术优化视觉方案下感知与决策的精准度, 提升了硬件与算法层面的性能水平; 另一方面, 特斯拉在全球的畅销积累了大量的用户基础, 特斯拉通过影子模式直接采集用户的行驶数据, 截止 2021 年, 巨大的车辆保有量为特斯拉 Autopilot 系统贡献了超 22 亿英里的里程数据, 是视觉算法不断优化的技术所在, 也是其他车企无法在纯视觉方案复刻特斯拉技术的核心壁垒。

图 46: 特斯拉 Transformer 技术实现图像二维到三维转化



资料来源: 中汽协, 中国银河证券研究院整理

图 47: 特斯拉自动驾驶数据积累全球领先



资料来源: 腾讯汽车, 中国银河证券研究院整理

**特斯拉自动驾驶能力全球领先。**依靠出色的自研能力和庞大的数据积累, 特斯拉在自动驾驶领域取得了显著的领先优势, 在汽车之家、42 号车库、懂车帝等多个平台的测评中, 特斯拉产品的智能驾驶水平均表现出远超竞品的优势。



表 9: 特斯拉自动驾驶表现超越一众主流车企

车型	总分	弯道能力	车道保持能力	拥堵场景	特殊场景	自动辅助变道	交互体验
Model 3	83	100	100	76	72	100	51
小鹏 P7	78	100	95	83	37	72	36
奔驰 E 级	77	72	100	81	24	58	70
蔚来 ES6	73	92	100	70	50	65	36
宝马 X5	73	60	100	74	24	52	74
大众 ID.4 CROZZ	72	88	100	83	-	-	65
理想 ONE	70	60	100	69	24	50	69
坦克 300	62	72	100	65	16	-	52
凯迪拉克 CT6	59	20	100	66	-	-	79

资料来源: 42 号车库, 中国银河证券研究院整理

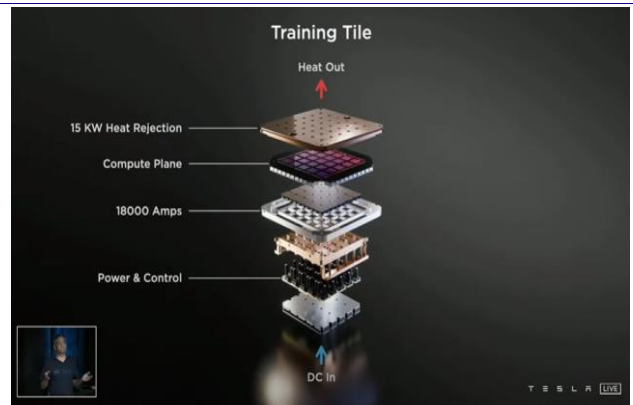
**打造超级计算机提升算法成熟度。**为进一步加强神经网络算法的训练, 2021 年 8 月, 特斯拉公布了自研的超级计算机 Dojo, 内置自研芯片 D1, 采用 7nm 制程, 单颗算力可达 362TFLOPS, 3000 颗 D1 芯片组成的机柜 ExaPOD 算力高达 1.1EFLOPS, 是目前世界上最快的 AI 训练计算机, 能够处理大量行车数据, 快速训练自动驾驶神经网络。该计算机预计将于 2022 年投入使用, 推动特斯拉自动驾驶算法成熟度持续提升。

图 48: 特斯拉超级计算机 Dojo



资料来源: 新浪汽车, 中国银河证券研究院整理

图 49: 特斯拉超级计算机提升神经网络训练速度



资料来源: 新浪汽车, 中国银河证券研究院整理

**订阅模式开启汽车“软件付费”时代。**特斯拉软件付费自 2020 年开始, 主要包括车联网、OTA 和自动驾驶三大部分, 其中车联网功能需要收取 9.99 元/月的费用来提供在线网络功能 (美国为 9.99 美元/月), 包括卫星地图、网络游戏、浏览器等; OTA 升级需要花费额外费用进行动力系统、内饰等的升级; 自动驾驶是特斯拉软件付费收入的主要来源, 特斯拉产品标配基础辅助驾驶功能, 进阶性的则需要通过额外支付费用进行开通, 包括自动变道、自动泊车、智能召唤等, 价格为 1 万美元/6.4 万元, 2021 年 7 月特斯拉推出 FSD 订阅服务, 车主可以选择 199 美元/月的订阅模式享受 FSD 套餐。特斯拉的“软件收费”模式基于其高水平的智能化系统, 先进技术吸引了车主的买单, 也为特斯拉贡献了额外的高毛利收入来源。



表 10: 特斯拉在车联网、OTA、自动驾驶系统中收取额外费用

功能	费用
可视化实时路况显示	
卫星地图	
<b>车联网</b> 通过车载应用播放网络音乐和视频	9.99 元 (美元) /月
车载网络游戏	
互联网浏览器	
加速包	2000 美元
<b>OTA</b> 后排座椅加热与方向盘加热	2400 元
续航升级	单次 19800 元
MCU (媒体中心芯片)	单次 1800 美元
自动转向、侧面碰撞预警、自动变道、自动泊车 (V7.0)	2500 美元
行人、货车、摩托车图像提示、盲区预警 (V8.0)	3000 美元
<b>FSD</b> 高速/城际公路场景自动驾驶 (V9.0)	5000 美元
识别交通信号灯和停车标志, 智能召唤 (V10.0)	7000 美元
城市道路完全自动驾驶 (Beta)	10000 美元

资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院整理

## ② 比亚迪自动驾驶系统

**自动驾驶系统能力暂时落后, 引入外部合作加快智能化研发。**比亚迪的自动驾驶技术发展较特斯拉存在一定的差距。在 42 号车库的自动驾驶评分中, 比亚迪的明星产品汉排名末位, 当前比亚迪的自动驾驶技术也仅局限于较为普及的基础 L2 级别功能, 这主要是由于过往技术侧重点的不同所导致的, 比亚迪以牺牲自动驾驶技术为代价, 突破了关键性的电池技术以及高性能的混动系统, 是支撑公司产品持续热销的技术基础。特斯拉先进的自动驾驶技术带来的卓越产品力以及“软件收费”模式贡献的额外收入在行业内得到验证, 该领域也将成为比亚迪未来发力的重点领域, 通过智能化技术的补足进一步强化产品竞争力。目前比亚迪下属子公司比亚迪半导体已经开始了智能驾驶芯片的研发, 另外, 比亚迪还将于 2023 年上半年开始在部分车型上搭载英伟达自动驾驶平台 (DRIVE Hyperion) 和自动驾驶芯片 (Drive Orin), 通过引进行业先进的自动驾驶硬件供应商提升自身产品智能化水平。

图 50: 汉 EV 自动驾驶能力较弱



资料来源: 42 号车库, 中国银河证券研究院整理

图 51: 比亚迪引入英伟达外部合作

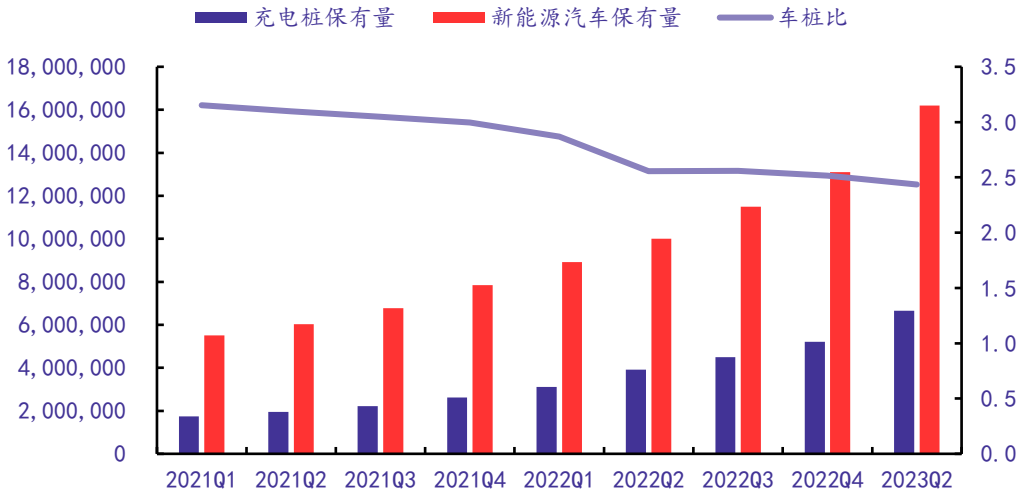


资料来源: 网易汽车, 中国银河证券研究院整理

**3) 一体化压铸与 CTC 技术：特斯拉率先引入一体化压铸，比亚迪 CTC 技术已可量产**

新能源车续航里程仍需进一步提升。自新能源车问世以来，续航里程始终是消费者最为关注的核心问题，时至今日，电池技术的不断发展已经将新能源车续航里程提升至 600km 以上，在一定程度上缓解了里程焦虑，但由于我国目前充电桩布局仍不完善、电池冬季实际续航大幅降低等因素，新能源车的补能与续航仍是阻碍燃油车消费者向新能源车转化的重要因素。由于电池技术突破难度的上升，车企开始致力于通过其他新技术着力提升产品续航里程，一体化压铸与 CTC 技术应运而生。

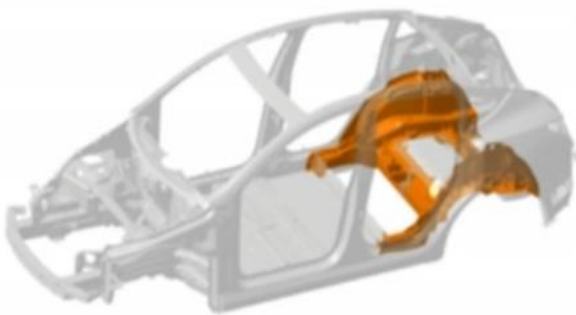
图 52：截止 2023 年 Q1，我国车桩比仍未达到 2 的理想水平（辆/台）



资料来源：中国充电联盟，公安部，中国银河证券研究院整理

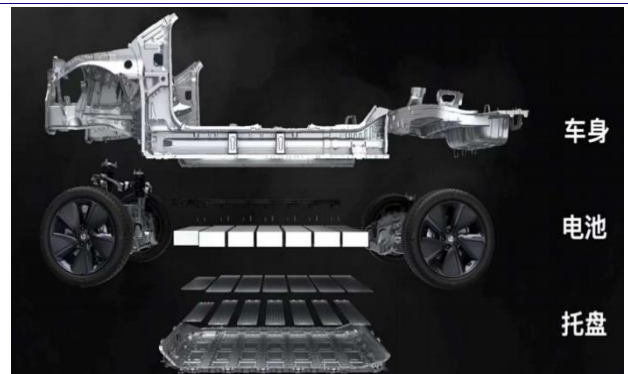
一体化压铸与 CTC 技术率先由特斯拉提出。一体化压铸是使用超大型压铸机将原有的多个独立零部件压铸成为一个完整零部件，具有轻量化、成本降低以及生产效率提升等多方面优势，以特斯拉 Model Y 的一体化后底板为例，重量较之前降低 30%、制造成本降低 40%，生产效率大幅提升。CTC (Cell To Chassis) 技术是指将电池电芯与底盘进行融合设计，省去模组，达到提高电池空间利用率的效果，从而提升单车所能携带的电池容量，提升续航里程。同时，CTC 技术还能提高电池的抗冲击能力与车身扭转刚度，提升整车安全水平。以零跑汽车的 CTC 技术为例，其电池布置空间增加 14.5%，续航里程提升 10%，整车刚度提升 25%，性能大幅提升。

图 53：特斯拉 Model Y 一体化压铸后底板



资料来源：中国汽车工业协会，中国银河证券研究院整理

图 54：零跑 CTC 技术



资料来源：零跑汽车官网，中国银河证券研究院整理

①一体化压铸技术

特斯拉全面领先，已初具规模化能力。2020年8月，特斯拉在加州弗里蒙特工厂按照了第一台6000T超级压铸机，用于制造Model Y一体化后底板，在技术逐渐得到验证后，特斯拉开始在全球四大超级工厂先后布局超大型压铸机，目前已经合计安装了18台。在后底板技术逐渐完备的情况下，特斯拉率先在德州工厂引入9000T压铸机用于制造前舱总成，探索更大规模的压铸技术，进一步提升生产效率。

图 55: 特斯拉一体化压铸机



资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院整理

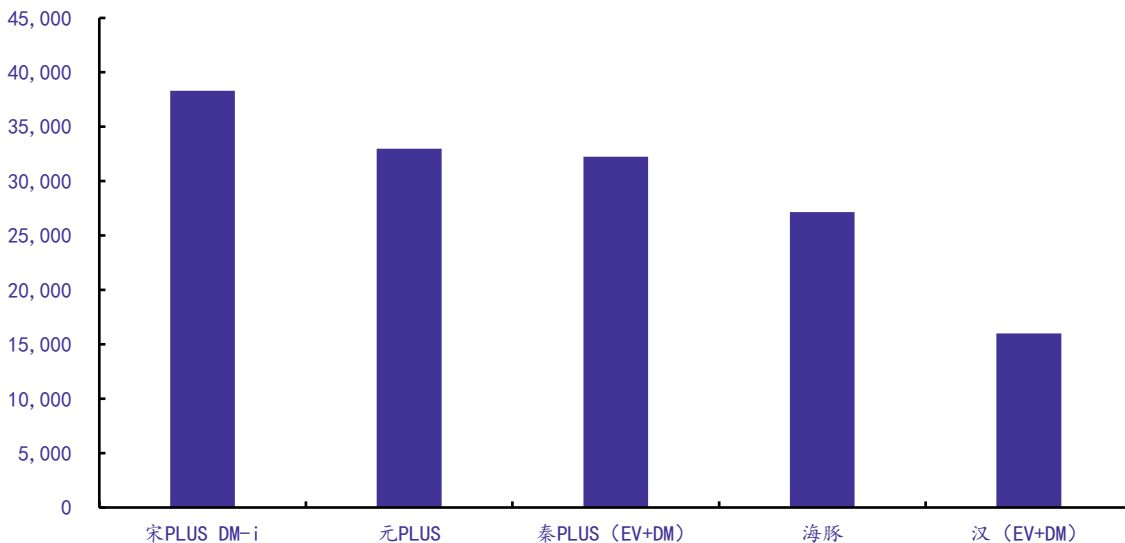
表 11: 特斯拉全球四大工厂已安装 18 台压铸机

工厂	压铸机数量及吨数
加州弗里蒙特	6 台, 6000T
上海	5 台, 6000T
柏林	2 台, 6000T
德州奥斯汀	4 台, 6000T 1 台, 9000T

资料来源：搜狐汽车，中国银河证券研究院整理

比亚迪已经具备一体化压铸的先决条件。一体化压铸技术在特斯拉工厂的成功应用的原因除了特斯拉对先进技术的前瞻性外，单一车型的规模化量产是关键，特斯拉 Model Y 仅在上海工厂的单月产量就已达 5 万辆以上，规模化的量产摊薄了压铸机的高成本，发挥了产线极致化的单一车型生产能力。比亚迪过去产品线复杂，不仅包含燃油车与新能源车，单一系列下也有不同的车型分支，单一车型的规模效应并不明显，2022 年比亚迪迎来产品大年，将主要产能聚焦于月销量达到万辆以上的核心产品，目前基本形成了以秦 PLUS、宋 PLUS、汉、唐为核心的王朝系列和以海豚、海豹为核心的海洋系列，例如宋 PLUS DM-i 近 6 个月的平均销量接近 4 万辆，海豚平均销量超过 2.5 万辆，若引入一体化压铸技术，单一车型的热销能够很好地摊薄压铸机成本，并在轻量化、降成本、提效率方面发挥一体化压铸优势，是公司未来进一步提升工厂产能的有力手段。

图 56: 比亚迪多款车近六个月的平均销量稳定在 1.5 万辆之上，满足一体化压铸规模化量产要求 (台)



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

②CTC 技术

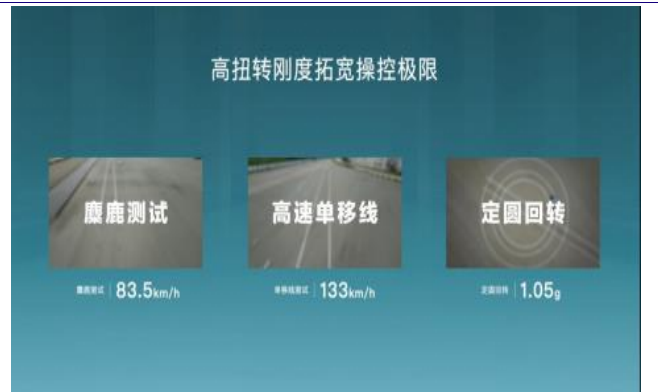
比亚迪实现量产,市场反馈良好。比亚迪的底盘一体化技术被命名为 CTB( Cell to Body ), 通过将电芯与底盘结合, 省去模组与电池组, 提升电池体积利用率。海豹利用 CTB 电池技术与类蜂窝的结构设计, 将动力电池系统体积利用率提升至 66%, 在承受了 50 吨的压力测试后, 依旧能够保持正常使用。在 CTB 技术加持下, 海豹车身强度达到 40000N·m, 在麋鹿测试、高速单移线、定圆回转中均有出色表现。海豹已于 10 月交付 7000 余量, 在手订单超过 6 万辆, 得到消费者的广泛认可。

图 57: CTB 技术提升电池体积利用率



资料来源: 搜狐汽车, 中国银河证券研究院整理

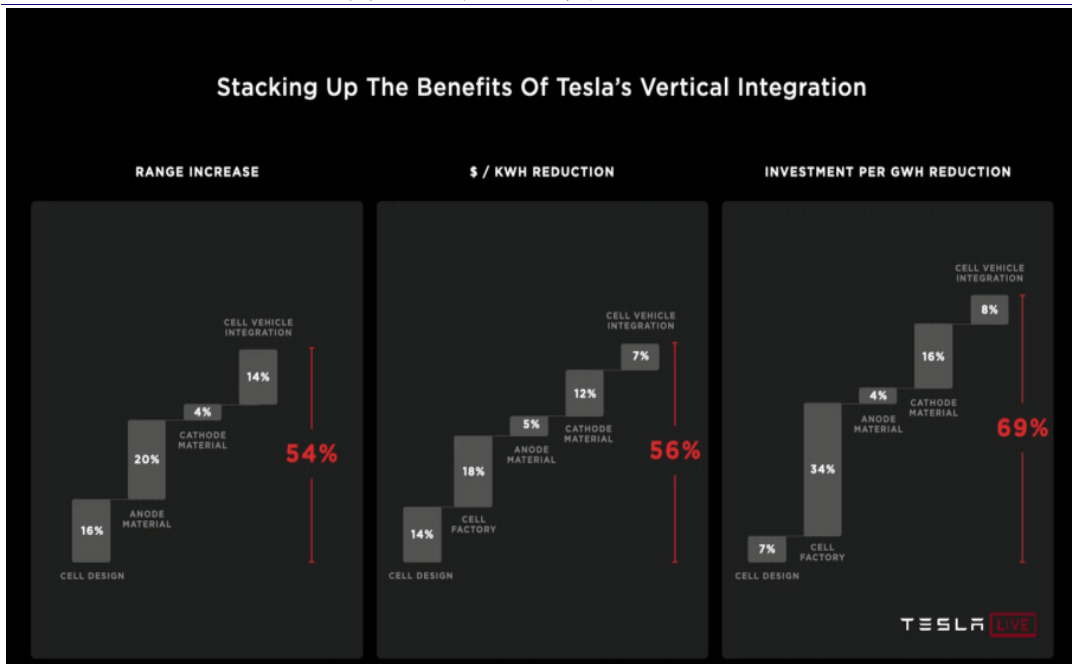
图 58: CTB 助力海豹驾驶测试能力提升



资料来源: 搜狐汽车, 中国银河证券研究院整理

特斯拉 CTC 技术有望伴随 4680 电池的量产而搭载。目前特斯拉首批采用 4680 电池与 CTC 技术的 Model Y 已经小规模交付, 其 CTC 技术能够降低 10% 车重, 增加 14% 续航里程, 单位成本与投资分别下降 7% 和 8%, 全面提升生产效率。在技术验证的持续完备下, 特斯拉 CTC 技术有望在 2023 年实现规模量产, 引领行业的技术变革。

图 59: 特斯拉 CTC 技术大幅提升车辆续航表现, 显著降低成本



资料来源: 搜狐汽车, 中国银河证券研究院整理



4) 未来新技术：比亚迪技术矩阵趋于完善，智能车身控制系统云辇提升驾乘体验

多年技术积累助力比亚迪逐渐实现核心软硬件技术自主可控。在多年的积累与迭代下，比亚迪在混合动力系统、电池系统、电驱动系统上形成了成熟的技术储备，并在现有系统上持续引领未来的技术、材料、架构等方面的更新。在车身底盘控制系统、车身系统、平台架构及底盘系统上，基于杰出的技术实力，比亚迪快速推进在该领域的研发，目前已发布专属新能源车的智能车身控制系统-云辇，并不断推进碳纤维、镁合金在一体化压铸上的应用以及线控转向、制动、自动驾驶等前沿领域的探索。

图 60：比亚迪技术矩阵在不断迭代下趋于完善

	20001-2010										2011-2020										2021-2030										解决的产品问题
	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	
混合动力系统	DM										DM 1代, DM 2代, DM 3代, DM 4代										优化提升										痛点: 油耗高
电池系统	刀片电池										新材料、新工艺										CTC										痛点: 车价高不安全
	CTB																														痛点: 内部空间, 成本高, 重量重
电驱动系统	易四方平台技术										优化提升										优化提升										痛点: 特定场景下安全脱困等
	八合一电机										优化提升										优化提升										痛点: 成本高, 电耗高(车重), 电池电量不足
车身底盘控制系统	云辇										优化提升										优化提升										痛点: 特定场景下运动性、舒适性不足
车身系统	一体化压铸铝-Tesla										碳纤维、镁合金																				痛点: 车价高, 电耗高(车重)
平台架构及底盘系统	线控转向制动										线控转向制动 自动驾驶																				爽点: 超大和灵活内部空间

资料来源：中国汽车工程研究院，中国银河证券研究院整理

新能源专属智能车身控制系统-云辇。2023年4月10日，比亚迪发布新能源专属的智能车身控制系统-云辇，包括云辇-C、云辇-A、云辇-P等产品。该系统是一种软硬件结合的主动底盘控制技术，以各种传感器信息为数据输入，通过比亚迪自研的“行云”算法实现对悬架软硬、高低等的主动调整，从而提升车辆的乘坐舒适性、操控性能、安全性、能耗以及实现更多底盘新功能。

图 61：比亚迪云辇系统大幅提升驾乘体验



资料来源：中国汽车工程研究院，中国银河证券研究院整理

**表 12: 比亚迪云辇系统有望率先搭载于高端车型**

系统名称	硬件组成	性能表现	搭载车型
云辇-C:智能阻尼悬架系统	智能阻尼悬架系统、悬架高度传感器、电控减振器以及智算中心	通过控制减振器电磁阀调节阻尼,从而实现阻尼的无级自适应调节; 在 60km/h 通过连续振动路面工况下,帮助整车达成 96%的隔振率; 车辆处于快速过弯、加速、制动时,提供更大支撑力,抑制车身侧倾、俯仰,汉 EV 保证车辆操控稳定性; 在时速 100km/h 的双移线工况下,云辇-C 帮助整车侧倾角速度降低 39.7% 除可以调节阻尼外,还可进行悬架刚度、高度调节,满足更多的用车场景;	
云辇-A:智能空悬架系统	智能空悬架系统、后电控减震器、迎宾模式、便捷取物模式、高度安全锁定模式; 气车身控制系统器、智算中心、前空簧、空气搭载云辇-A 的车型,其 30km/h 脉冲路面上加速度改善率达到 51%; 供给单元、储气罐	前空簧减震器、高度传感器、悬架调节行程可达 150mm; 座椅侧翼主动调节,通过座椅与空气悬架共享气路设计,实现气量智能随速分配,实现腰部支撑自适应调节,始终保持良好驾乘姿态。	腾势 N7
云辇-P:智能液力悬架系统	前减震器、后减震器、智算中心、连续阻尼控制模块、多级悬架调节行程可达 200mm,系统举升力高达 5 吨; 压车身控制系统块、四轮联动模块、悬架电机泵模块、悬架控制蓄能器、多级缓冲蓄能器等	集机械、液压、电控三项核心技术于一体的车身控制系统,可应对更复杂的越野环境; 四轮同步升降能力,单轮独立升降;四轮联动功能,露营调平功能; 车辆最大轮差达 620mm,整车的循迹指数 RTI 值达 600 以上; 三级刚度调节,在极端条件下,可应急触发三级刚度,有效减少 50%的冲击载荷。	仰望 U8、F 品牌旗下车型
云辇-X:全主动悬架系统	前向双目摄像头、双阀减振器、主动式防倾杆、空气弹簧、式车身控制系统高度传感器、云辇智算中心等,未来还将增加激光雷达	基于阻尼控制技术、高度控制技术、智能感知技术、刚度控制技术、四轮联动技术以及全主动控制技术,实现了底盘的全主动控制; 最大调节速率可以达到 500mm/s、最大稳态侧向加速度 1.2g; 零侧倾和零俯仰的平稳行驶效果,例如原地起跳、单侧前轮脱落时仍可继续行驶。	——

资料来源:中国汽车工程研究院,中国银河证券研究院整理

**技术理念超前,有望率先搭载于高端产品。**相比于行业先进的奔驰“魔毯”悬架系统,比亚迪云辇-P 系统拥有更优的悬架调节功能,在探测距离上表现相当。综合来看,云辇系统的技术理念较行业较为领先,若成功搭载于量产产品,有望成为引领行业在车身底盘控制系统上进步的标杆。云辇系统性能位居行业前列,预计有望率先搭载于仰望 U8 及 F 品牌,成为比亚迪高端产品的另一鲜明标签。

表 13: 比亚迪云辇系统有望率先搭载于高端车型

系统名称	工程原理	高度调节	悬架调整	探测距离	搭载车型
云辇-P:智能液压车身控制系统	由前向双目摄像头、双阀减振器、主动式防倾杆、空气弹簧、高度传感器、云辇智算中心等组成。	电磁阀来调整阻尼可调节悬架刚度系数，实现抑制车身晃动，属于全球顶尖技术。目前，仅法拉利以调整电磁力为的 TASV 悬架系统真正实现刚度系数调节	150m 超长探测距离，系统有更充足的时间去调节避震阻尼。	尚未在量产车搭载	
奔驰“魔毯”悬架系统	由视觉系统和液压执行器组成。视觉系统包含多种传感器，探测路面起伏情况。	快速调整车身高	悬架阻尼系数，通过奔驰魔毯悬架探测距离	15m 内的探测精度大于产车搭载 99%;探测到比路面凸起或凹陷 3mm 的不平	
比亚迪云辇系统	比亚迪云辇虽然是以电磁为主的悬挂系统，但也离不开液压、机械等传统技术来配合，在这些传统技术方面，云辇-X 优于奔驰的云辇-X 和魔毯悬架性能前，最产搭				云辇-P 技术理念超前，最产搭载效果还需进一步观察

资料来源：中国汽车工程研究院，中国银河证券研究院整理

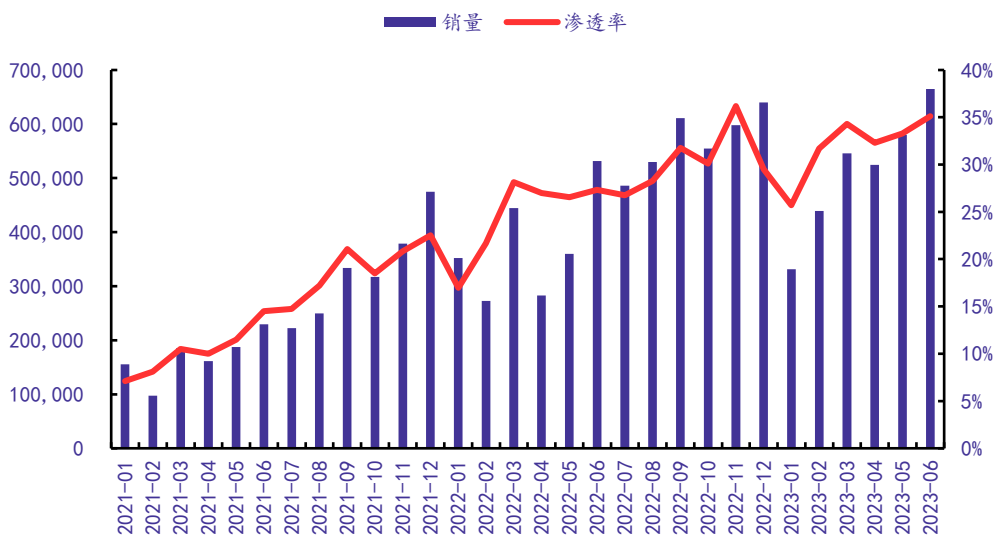
**总结：**传统汽车产业链中，零部件厂商享有比主机厂更高的毛利率，特斯拉与比亚迪是传统汽车供应链的破局者，二者通过向上游产业链的扩展与布局，在自主掌握核心技术的同时也提升了自身的毛利率水平。相比于比亚迪，特斯拉的技术则更为先进，不论是自研芯片、自动驾驶系统还是一体化压铸与电芯技术，特斯拉均具备行业领导力，通过自身的创新引领整个行业技术的发展。特斯拉作为先发者在汽车产业形成的核心竞争力或不可复制，但作为追赶的后来者，比亚迪在 CTB 技术的成功也彰显了其技术实力的雄厚，未来有望继续缩短与特斯拉的距离，通过先进技术领先者的经验去强化自身水平，提高品牌形象。

## 五、新能源车未来市场增量空间广阔，细分市场走向白热化，两公司有望继续维持市场竞争优势地位

### （一）中高端纯电与插混有望成为未来主要增量空间，两公司主力产品销量增长空间大

新能源车渗透率仍处低位，正式进入 10-100 发展阶段。2022 年，新能源车累计零售 566.24 万辆，渗透率为 27.57%，2023 年上半年，新能源车累计零售 308.60 万辆，渗透率进一步上升至 32.40%，突破 30%，新能源车市场完成 1-10 的突破，未来渗透率仍有巨大提升空间。插混与中高端纯电市场有望成为新能源车市场从 10-100 发展的主要驱动力

图 62：2023 年 2 月以来新能源车渗透率再次突破 30%，将进入加速上升期（台）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

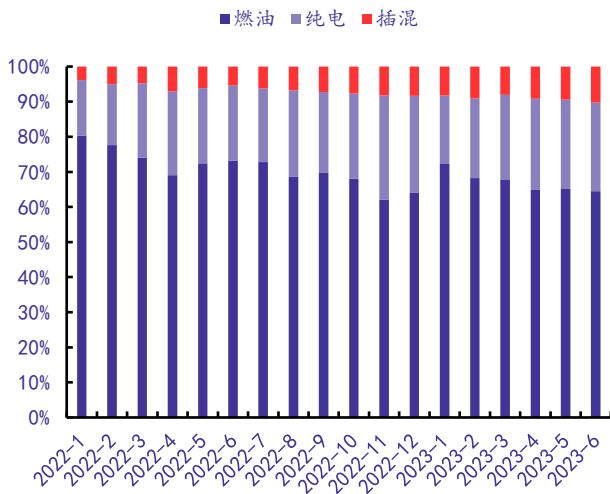
**PHEV 渗透率快速提升，是中短期内潜力市场所在。**2022 年，PHEV 车型累计零售 151.22 万辆，渗透率达 6.42%，插混车渗透率从 1 月的 3.87% 持续提升至 12 月的 8.31%，增速显著快于纯电动车。插混具备“可油可电”特征，能够在提高燃油经济性，降低车辆使用成本的同时克服里程焦虑，是中短期内新能源车转型的最合适过渡，在未来 5-7 年具有较大的发展潜力。由于发动机+电池的结构设计，微小型 PHEV 车型不具备设计制造的可行性，其市场结构有望在未来进一步趋向与传统的燃油车市场结构。2022 年，PHEV 市场中 A/B/C 级车型销量占比分别为 51%/26%/23%，燃油车市场中 A0/A/B/C 级车销量占比分别为 8%/59%/28%/5%，相比燃油车市场 PHEV 市场中 A 级占比略低，C 级占比显著较高，未来 PHEV 渗透率进一步上升的过程中，低价位的 A 级车型销量占比有望继续提升。

**纯电车型长期发展趋势不改，中高端产品成为未来主力。**2022 年，纯电车型累计零售 502.31 万辆，渗透率达 21.33%，纯电动车仍是目前最主要的新能源车型。纯电车型的用车成本较 PHEV 进一步降低，且在同级车中拥有更优异的动力性能，是纯电产品的主要销售驱动力。同时，“纯电”对环境的友好型是国家鼎力支持的核心原因之一，我们预计伴随中长期内电池技术的进一步突破以及充电桩、超充技术的普及，纯电动车将最终实现对燃油车的完全替代。电机系统对汽车架构带来的变革颠覆了传统的车市架构，2022 年，纯电市场中 A00/A0/A/B/C 级车型销量占比分别为 25%/13%/29%/24%/9%，微小型车占比接近 40%，A



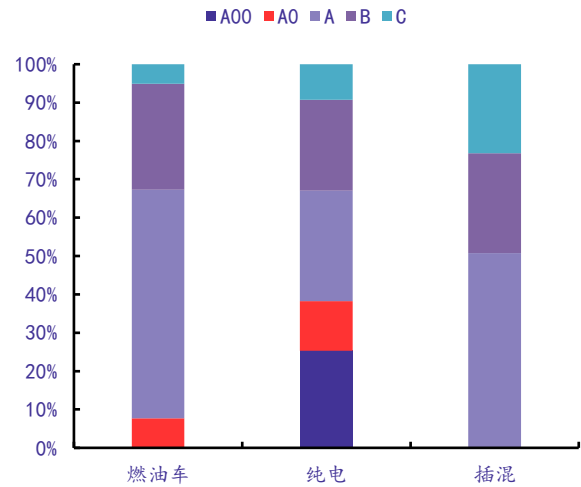
级车显著低于传统燃油车市，B/C级车占比则略低。低价格、便捷的微小型电动车在活动范围相对较小的三线以下城市得到市场青睐，A级市场占比较低的主要原因是该市场消费者价格敏感度较高，同级别纯电车相较于燃油车价格一般高1-2万元，且当前充电桩系统在全国分布具有显著的不均匀性，非核心城市对纯电车的里程与补能焦虑仍存。我们认为，纯电动车市场的未来增量空间将主要来源于15万元以上的A级车以及B/C级高端车型，一方面，微小型车虽性价比高，但其载人、载重能力远不及A级以上车型，无法作为家庭第一辆车使用；另一方面，伴随未来电池等上游零部件产能的加速提升，电动车成本将逐渐向燃油车趋近，抹平价格劣势。15万元以上车型将继续维持与传统燃油车相似的市场结构，15万元以下的A级车消费者则逐渐由微小型纯电动车和插混车型替代。

图 63：2022-2023 上半年插混占比逐渐提升



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 64：2022 年纯电、插混市场与燃油车市场结构有所差异



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

## （二）新能源车细分市场逐渐白热化，两车企采取差异化举措提升综合竞争力

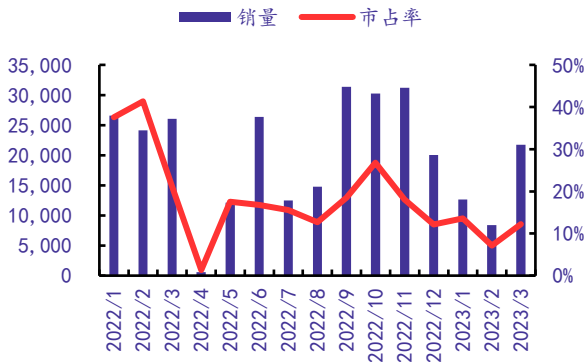
### 1) 特斯拉：国内竞争加剧，海外市场龙头地位显著

#### 1、国内同价位优质供给增多，降价促销维持市场竞争地位

市占率提升乏力，产品初显需求疲软之势。2022年2月，特斯拉Model 3在B级以上纯电车市占率为41.36%，Model Y市占率为55.58%，均为本年度最高值。在经历了4月上海疫情造成的工厂停产，Model Y销量迅速回升，但于8月再度达到50%以上后，逐渐下滑，2023年Q1，Model Y市占率不足25%，Model 3市占率则是在之后的连续几个月始终保持在20%以下，2023年Q1，Model 3市占率仅11%，体现出市场出现高性能竞品后对公司产品需求造成的打击。

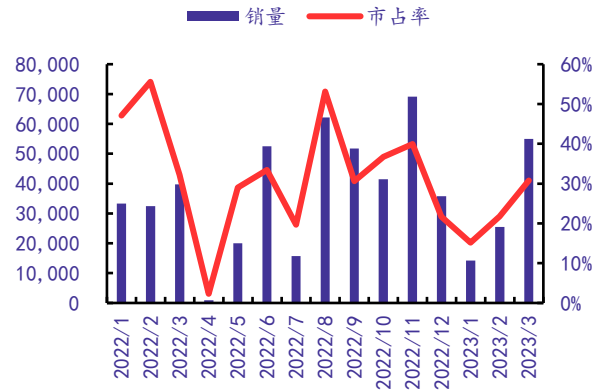


图 65: Model 3 市占率自 2 月起下滑严重 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

图 66: Model Y 市占率较 2022 年高点下滑 (台)



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

**自主品牌发布多款 B 级纯电轿车, 与 Model 3 正面竞争。**从单月销量走势来看, Model 3 在本年总体维持了较为平稳的状态, 尽管整个新能源市场在经历了 4、5 月份的疫情影响后整体继续向好, 但相比于 Model Y 的强势, Model 3 的销量并没有取得显著的增长, 这一方面是由于插混产品对纯电动车的部分替代, 尤其是首个中大型插混轿车汉 DM-i/p 的推出, 对纯电动车的潜在消费者进行了分流, 更为重要的是, 本年自主品牌发布了多款与 Model 3 构成直接竞争的纯电车型, 以其更新颖的外观内饰、更优异的性能和更具吸引力的价格获得了消费者的青睐, 以比亚迪为代表的自主品牌开始直面与特斯拉在其强势领域的竞争。

表 14: Model 3 面临多款更具性价比的车型的竞争威胁

	Model 3	海豹	长安深蓝 SL03	零跑 C01	
上市时间	2019.05	2022.07	2022.07	2022.09	
价格 (万元)	27.70-34.99	20.98-28.68	18.39-21.59	19.38-28.68	
长*宽*高 (mm)	4694*1850*1443	4800*1875*1460	4820*1890*1480	5050*1902*1509	
轴距 (mm)	2875	2920	2900	2930	
功率 (kW)	194/357	150/300	190/160	200/400	
扭矩 (N·m)	340/659	310/670	320	360/720	
零百加速 (s)	6.1/3.3	7.5/5.9/3.8	5.9/6.9	7.7/7.5/7.2/4.3/3.66	
续航里程 (km)	556/675	550/650/700	515/705	525/606/717/630	
中控屏幕尺寸	15 英寸	15.6 英寸	14.6 英寸	12.8 英寸+10.25 英寸副驾娱乐屏	
智能座舱配置	面部识别	-	-	-	
	手势识别	-	-	-	
	HUD	-	· (高配版)	-	
前排座椅功能	加热	加热、通风	加热、通风	加热、通风 (选装/高配)、按摩 (选装/高配)	
灯光特色功能	-	矩阵式	-	-	
智能驾驶配置	辅助驾驶芯片	特斯拉 FSD	-	-	凌芯 01
	芯片总算力	144TOPS	-	-	8.4TOPS
	摄像头数量	8	5	6/11	11
	超声波雷达数量	12	6	6/12	12
	毫米波雷达数量	1	3	3/5	5
	自动驾驶级别	L2 (L3 可选)	L2	L2	L2

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院整理

**Model 3 智能驾驶与动力系统领先，竞品在价格、空间、智能座舱表现出色。**从与竞品的对比来看，近期自主品牌发布的新车在车内尺寸与智能座舱的配置中较 Model 3 领先，Model 3 在动力与自动驾驶表现方面更为优秀，这也是特斯拉自进入新能源汽车市场以来尤为重视的两大重要领域，体现了特斯拉超越其他新能源车企的优秀研发能力。尺寸、动力、续航、座舱和辅助驾驶均是消费者购车的核心考虑因素，而自主品牌的同级别车辆整体价格显著低于 Model 3，是其能够对 Model 3 市场地位构成威胁的核心因素。

**尚未有全面超越 Model Y 的竞品出现，但潜在威胁不容小觑。**在 Model Y 与近期发布推出的新款 B 级纯电 SUV 的对比中，Model Y 并未表现出较为明显的竞争劣势，不论是尺寸、动力、智能座舱、自动驾驶等方面，还是价格，Model Y 与其竞品相差无几。目前 Model Y 需求仍随着新能源车市场销量的总体上升而逐渐攀升，其市场声誉与品牌形象依旧稳固，但通过近期自主品牌发布的中大型纯电 SUV 节奏来看，该市场仍然是未来车企竞争的热门领域。2022 年 11 月，特斯拉宣布全系产品交车周期从 4-8 周缩短至 1-5 周，也从侧面反映了特斯拉在手订单减少的现象，自主品牌的崛起已经对特斯拉的市场地位构成实质性威胁。

表 15: Model Y 未表现出明显的竞争劣势

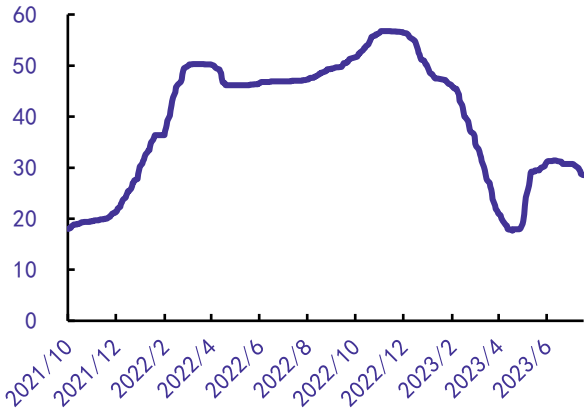
	Model Y	唐 EV	飞凡 R7	问界 M5 EV	
上市时间	2021.01	2022.06	2022.09	2022.09	
价格 (万元)	30.00-39.79	27.98-33.98	30.25-36.95	28.86-31.98	
长*宽*高 (mm)	4750*1921*1624	4900*1950*1725	4900*1925*1655	4785*1930*1620	
轴距 (mm)	2890	2820	2950	2880	
功率 (kW)	194/357	168/380	250/400	200/365	
扭矩 (N·m)	340/659	350/700	450/700	360/675	
零百加速 (s)	6.9/5./3.7	-/4.4	5.8/3.8	7.1/4.5	
续航里程 (km)	545/660/615	600/730/635	551/642/606	552/620	
中控屏幕尺寸	15 英寸	15.6 英寸	15.05 英寸	15.6 英寸	
面部识别	-	-	.	.	
手势识别	-	-	-	-	
智能座舱配置	HUD	.	.	.	
前排座椅功能	加热	加热、通风、按摩 (选装)	加热、通风、按摩	加热、通风、按摩 (选装)	
灯光特色功能	-	矩阵式	-	-	
辅助驾驶芯片	特斯拉 FSD	-	英伟达 OrinX	-	
芯片总算力	144TOPS	-	254/508TOPS	-	
智能驾驶配置	摄像头数量	8	6	12	8
超声波雷达数量	12	12	12	12	
毫米波雷达数量	1	5	4	3	
自动驾驶级别	L2 (L3 可选)	L2	L2	L2	

资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院整理

**Model 3 市场竞争力的下滑与 Model Y 所面临的潜在竞争引起特斯拉的高度重视。**2022 年 3 月，由于电池原材料碳酸锂价格持续上涨至突破 50 万元，新能源车企成本压力骤增，车企普遍采取涨价措施对冲成本影响，特斯拉全系产品涨价 1-4 万元不等，2023 年初开始，碳酸锂价格进入下行通道，特斯拉成本端压力缓解，为应对不断加剧的市场竞争格局，公司选择采取降价策略提振销量，以充分消化扩产后产能。特斯拉产品前期奠定了良好的品牌形象和用

户基础，市场口碑良好，仍然是目前国内新能源车市场最为畅销的产品，大幅降价后 Model 3 与 Model Y 性价比优势凸显，加之其出色的自动驾驶系统与动力系统，降价后特斯拉销量取得明显增长。近期碳酸锂价格进一步下行至 2021 年 10 月水平，新能源车企成本端压力缓解，特斯拉具备了更大的潜在降价空间，公司前期促销策略的成功验证了公司目前的市场领导力，在降价空间进一步打开的情况下，我们认为特斯拉仍将于长期继续维持其中高端产品的领先优势。

图 67: 碳酸锂价格回落至 2021 年末水平 (万元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 16: 特斯拉产品 2023 年初全系降价 (万元)

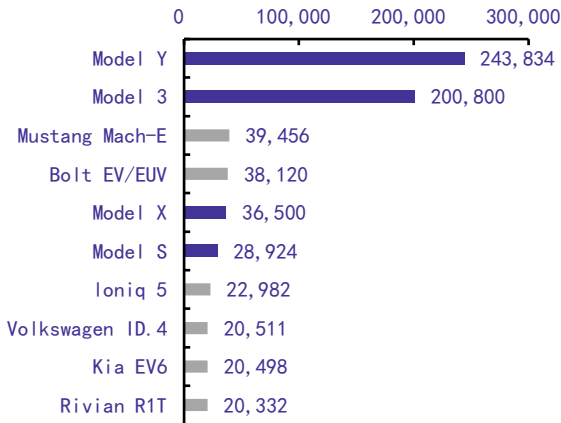
车型	涨价前价格	涨价幅度	涨价后价格	降价幅度	降价后价格
<b>Model 3 后轮驱动版</b>	26.57	1.4	27.99	1.4	26.59
<b>Model 3 Performance</b>	33.99	2.8	36.79	1.8	34.99
<b>Model Y 后轮驱动版</b>	30.18	1.5	31.69	1.8	28.89
<b>Model Y 长续航全驱版</b>	34.79	4.7	39.49	3.7	35.79
<b>Model Y Performance</b>	38.79	3	41.79	2	39.79

资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院整理

## 2、产品畅销欧美，海外新能源市场扩张的最大受益者

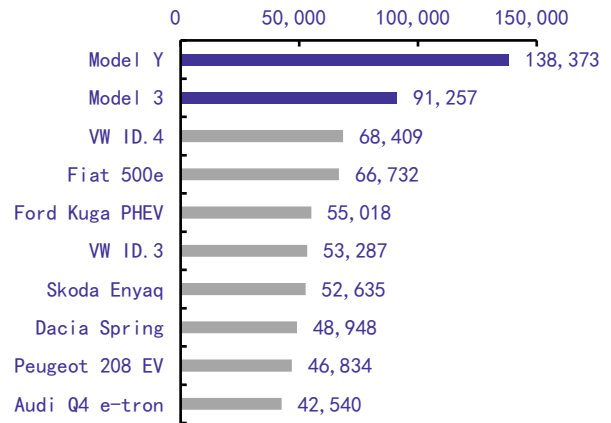
**特斯拉产品畅销欧美。**在中国新能源车市场外，全球传统汽车强国也陆续开启了新能源转型，而特斯拉与比亚迪分别作为全球和中国的新能源车企领头羊，也对中国市场之外的国际市场进行了布局。特斯拉出身于美国，其产品国际化进程更快，相比之下，比亚迪则是依靠近两年在国内累积的品牌声誉逐渐开始向国外市场迈进。2022 年，特斯拉四大产品 Model Y/3/X/S 在美国分别实现 24.38/20.08/3.65/2.89 万辆累计销量，合计市占率超 65%，欧洲市场中，Model Y/3 累计销量分列第一、二位，新能源车（含插混）市占率为 8.8%，特斯拉在欧美市场影响力十足，已是名副其实的国际新能源车第一品牌。

图 68: 2022 年特斯拉美国销量全面领先其他车企 (台)



资料来源: CleanTechnica, 中国银河证券研究院整理

图 69: 2022 年特斯拉欧洲销量排名第一 (台)



资料来源: CleanTechnica, 中国银河证券研究院整理

未来“汽车”产品继续引领技术变革,享有全球潜力市场。特斯拉以推动全球转向清洁能源为向导,致力于打造具备变革性特征的创新产品,在现有乘用车产品之外,特斯拉在多个细分领域进行了开创性产品的布局,如半挂卡车 Semi,纯电动皮卡 Cybertruck 和机器人 Tesla Bot。Model 系列的全球畅销为特斯拉奠定的品牌形象继续反哺“大单品”策略,其未来产品有望继续享有全球范围内的潜力市场,例如纯电动皮卡 Cybertruck 自开展预售以来已收获 150 万台订单,足见其全球影响力。在全球新能源车的改革浪潮下,特斯拉将继续成为欧美等地区新能源渗透率提升的核心推动力来源,有望对冲中国市场竞争加剧为公司带来的负面影响。

图 70: 特斯拉 Cybertruck 极具科技感



资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院整理

图 71: 半挂卡车 Semi 开启交付



资料来源: 特斯拉官网, 中国银河证券研究院整理

## 2) 比亚迪: 现有车型市场地位稳中有升, 未来产品继续向上布局

### 1、直面插混竞争, 技术领先优势明显

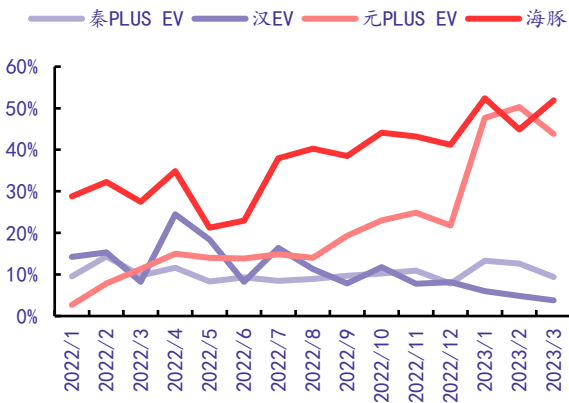
纯电新品市场热度高, 市占率稳步上行。公司于 2022 年发布多款纯电新产品, 市场消费热情高涨。A0 级产品市场有海豚, 市占率在 2022 年上半年震荡后于 7 月开始再度向上攀升, 全年在 A0 级纯电市场市占率约为 35%, 市场龙头地位显著; A 级市场主力车型有秦 PLUS EV 和元 PLUS, 秦 PLUS 表现较为平稳, A 级纯电市场市占率在 9%左右波动, 元 PLUS 是今年上市的首款基于 e3.0 平台打造的王朝系列车型, 性能表现出色, 自上市起市占率不断提升, 全年在 A 级纯电市场的市占率达到 16%, 2023 年 Q1, 市场总体增速放缓, 但比亚迪产品仍维持强势表现, 秦 PLUS EV 和元 PLUS 在 A 级纯电市场的市占率分别超过 11%和 46%。



合计市场份额超过 58%；B 级以上市场方面，比亚迪主要产品为汉 EV 与海豹，海豹于 6 月前后上市并于 8 月开启交付，是造成汉 EV 市占率有所下滑的主要原因，替代效应明显，2022 年汉 EV 在 B 级以上纯电市场市占率超过 10%，2023 年 Q1 下滑至不足 5%，海豹市占率上升至 5%以上。

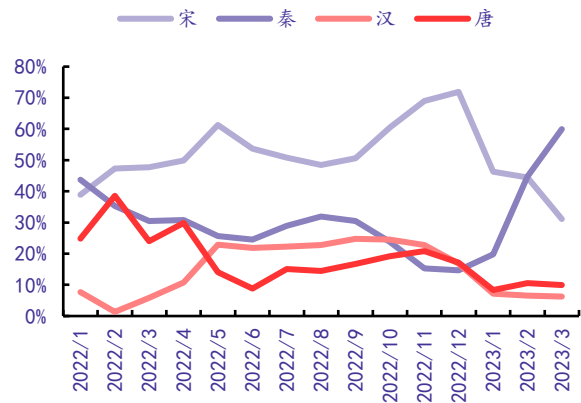
**插混产品市占率维持高位，明星产品竞争力不减。**比亚迪是国内插混市场龙头，鲜有竞争对手。A 级产品主要布局有秦、宋系列，2022 年在 A 级 PHEV 市占率分别为 59%和 28%，合计市占率超过 80%，几乎垄断全市场；B 级以上产品布局有汉、唐系列，2022 年市占率分别为 18%和 17%，汉家族自 3 月上市新款 DM-i/p 系列后销量及市占率持续上升，唐系列则在理想 one、问界 M5 等 SUV 产品的竞争中市占率略有下滑。总体来看，比亚迪纯电产品市场竞争力稳固，插混产品在市场处于龙头地位，主力细分市场中均有明星型产品布局，有望充分收益未来整体市场扩容带来的销量提升。

图 72：2023 年以来比亚迪纯电新品市占率上升较快



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

图 73：2022 年以来比亚迪插混产品市占率维持稳定高位



资料来源：乘联会，中国银河证券研究院整理

**插混市场优质供给增多，比亚迪产品仍具有较强竞争优势。**PHEV 产品“可油可电”特征能够极大程度缓解新能源车里程焦虑，且相比于燃油车更具燃油经济性，在今年成为自主品牌争相布局的主力细分领域，比亚迪进入 PHEV 市场较早，确立了较为强势的市场龙头地位，其他自主品牌在技术逐渐成熟后开始进入市场，向市场供给具有优质竞争力的同级别产品，希望以 PHEV 市场推动自身新能源转型。相较于当前市场竞品，比亚迪 PHEV 产品仍具有较强竞争力，在相同的纯电续航里程下，比亚迪产品具备一定的价格优势，由于动力系统差异，比亚迪在动力性能上略有劣势，但亏点油耗表现优于竞品，其性价比成为当前继续保持市场热销的主力因素。比亚迪深耕 PHEV 多年，技术实力雄厚，在现有产品之上，比亚迪将继续在军舰系列产品中持续推新款 PHEV，基于前期市场影响力，新款产品有望接力王朝系列，助力比亚迪延续 PHEV 市场龙头地位。

表 17: 比亚迪 PHEV 产品相较竞品更具性价比

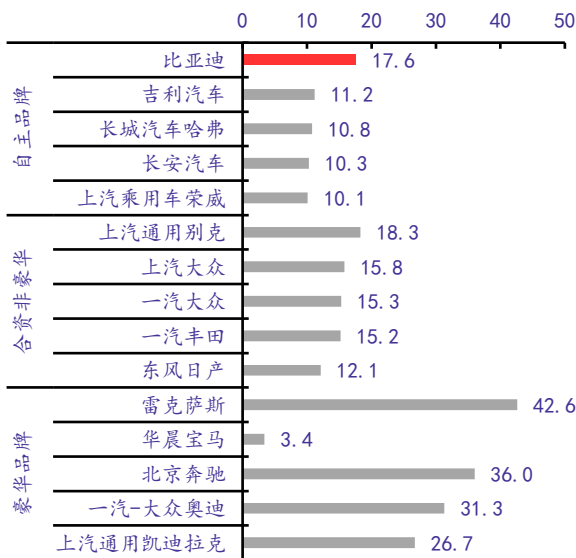
	秦 PLUS DM-i	帝豪 L 雷神 Hi·P	宋 PLUS DM-i	哈弗 H6 PHEV
上市时间	2021.03	2022.04	2021.03	2022.09
价格 (万元)	11.18-15.18	12.98-16.88	15.28-21.68	15.98-17.38
长*宽*高 (mm)	4765*1837*1495	4735*1815*1495	4705*1890*1680	4683*1886*1730
轴距 (mm)	2718	2700	2765	2738
功率 (kW)	213/226	233	213/226/367	240
扭矩 (N·m)	451/460	610	451/460/827	530
零百加速 (s)	7.9	6.9	8.5/5.9	7.8
纯电续航里程 (km)	55/110	100	51/110/100	55/110
亏电油耗 (L/100KM)	3.8	3.8	4.4/5.2	5.6

资料来源: 汽车之家, 中国银河证券研究院整理

## 2、迈向高端品牌, 加速产品出海

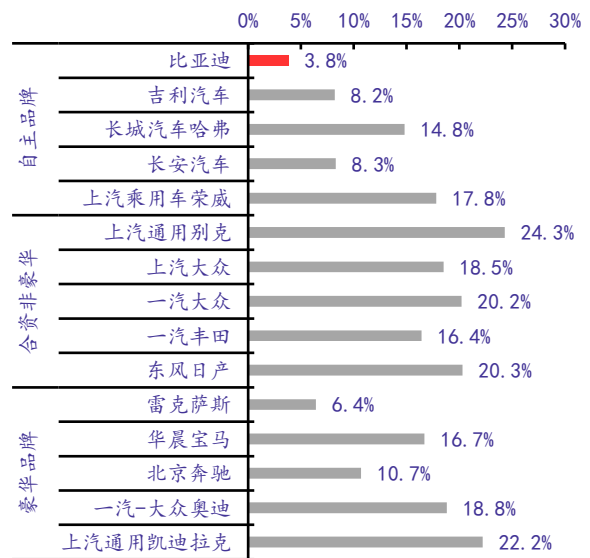
**产品价格坚挺, 高端品牌助力 ASP 再提升。**据易车研究院数据, 11 月, 比亚迪平均批发价为 17.6 万元, 环比提升 0.26 万元, 大幅领先其他自主品牌, 比亚迪并未在“车海战术”中以低价位车型拓展产品序列, 而是基于自身品牌形象的提升逐渐向高端产品布局, 成为自主品牌中的“豪华品牌”, 比肩主流非豪华合资品牌。比亚迪 11 月平均折扣率仅为 3.8%, 低于自主品牌与合资品牌, 在与豪华品牌的对比中也不落下风, 公司产品受到消费者的充分认可, 终端销售热度维持高位。比亚迪在 30 万元以下价格带依靠出色的产品力扭转了过去燃油车时代“低端”的市场声誉, 成长为国内最具实力的新能源主机厂, 为进一步提升品牌形象, 拓展盈利能力, 比亚迪于今年开始向高端市场进军, 向国际知名车企看齐。8 月 23 号, 比亚迪旗下高端 MPV 腾势 D9 正式上市, 定价 32.98-45.98 万元, 包含 EV 与 PHEV 共七款车型, 配置比肩百万级豪华 MPV 产品。11 月 16 日, 比亚迪董事长王传福在比亚迪第 300 万辆新能源汽车下线发布会中向外界介绍定位于 80-150 万的高端品牌——仰望, 为市场带来变革性的技术。向豪华车型的突破将继续提升比亚迪单车均价, 助力公司迈向国际一流主机厂。

图 74: 比亚迪批发均价比肩非豪华合资品牌



资料来源: 易车研究院, 中国银河证券研究院整理

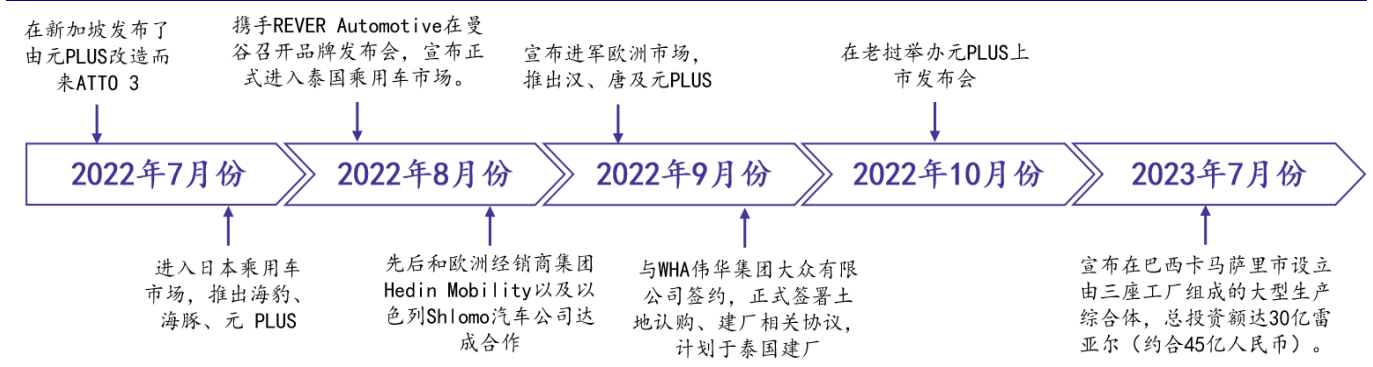
图 75: 比亚迪折扣率大幅低于主流品牌



资料来源: 易车研究院, 中国银河证券研究院整理

**比亚迪出海进程提速，打开传统汽车强国市场。**过去在燃油车领域，由于工艺技术落后，品牌发展历史短，我国自主品牌始终没有取得足够的影响力。比亚迪过去的海外市场主要依靠新能源商用车，在最初的新能源乘用车转型中，则是将目光重点放在国内市场，希望通过国内市场建立品牌声誉，继而走向海外。当前比亚迪多款核心产品已经在国内市场站稳脚跟，其产品声誉也迅速名扬海外，比亚迪也在今年加速了乘用车产品出海进程，开拓海外市场作为公司业绩增量支撑。截止目前，比亚迪已经相继宣布进入**新加坡**、日本、泰国、欧洲、老挝等市场，比亚迪海外拓展兼顾发展中国家与传统汽车强国，其产品已经具备与传统品牌匹敌的国际竞争力，未来有望成为具有影响力的国际新能源品牌。

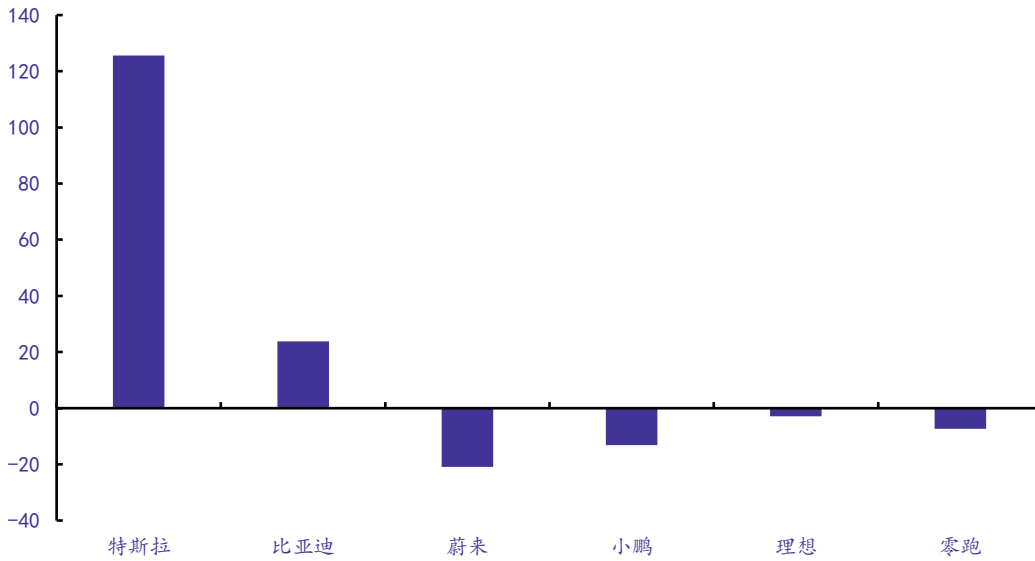
图 76: 比亚迪先后进入新加坡、泰国、日本、欧洲等市场



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### （三）盈利能力支撑两公司保持竞争优势，未来销量有望保持高速增长

**价格端灵活调整能力助力两公司提升综合竞争力。**相比于其他的主机厂在电池原材料等上游成本上涨压力下的亏损压力，特斯拉与比亚迪的优势在于，二者均已经通过旗下产品实现盈利，在面对未来更加激烈的新能源市场的竞争中，依靠现有产能优势与稳定的市场品牌形象，能够在产品价格端进行更加灵活的调整，以适应制造成本与需求的不确定性变化。二者所面临的挑战在于，特斯拉通过降价以保障产能利用率，**比亚迪**通过涨价以应对成本上涨压力，两大车企产品价格差距进一步所辖，将在 20-30 万元价格带迎来更加激烈的正面交锋，对各自的产品力与营销能力提出了更为严峻的挑战。

**图 77: 特斯拉与比亚迪是 2022 年唯二实现正的净利润的新能源车企 (万美元)**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 比亚迪归母净利润按照美元: 人民币=7 的比例进行换算

两公司未来仍将保持对新能源市场转型的主要驱动力, 在销量端实现“共同繁荣”。特斯拉与比亚迪当前主力产品处于未来最具潜力的细分市场, 尽管其他主机厂逐渐向两公司现有产品市场提供新款产品供给, 以图加速新能源转型和盈利能力提升, 但依靠前期积累的品牌声誉与领先的量产化能力, 两公司仍将成为未来新能源车市场竞争加剧下最具确定性的龙头企业, 未来销量具备广阔增长空间。基于对特斯拉与比亚迪所面临的竞争与挑战的分析, 我们预计特斯拉 2025 年将实现全球总销量 315 万辆, 2030 年实现总销量 520 万辆, 2022-2030 九年 CAGR 达 20.9%。比亚迪预计 2025 年将实现全球销量 440 万辆, 其中出口 40 万辆, 2030 年实现销量 700 万辆, 其中出口 100 万辆, 2022-2030 九年 CAGR 达 31.6%。

**表 18: 特斯拉销量预估 (万辆)**

	2021	2022A	2023E	2024E	2025E	2030E	
分地区	中国	47	44	72	85	95	150
	美国	30	52	90	135	175	300
	欧洲	17	23	30	38	45	70
分车型	Model 3	40	48	60	80	90	230
	Model Y	51	75	100	130	150	300
	Model X/S	3	7	10	15	20	30
	Cybertruck			20	30	50	120
	Semi			2	3	5	10
	合计	94	131	192	258	315	520
	YOY		39.36%	46.56%	34.38%	22.09%	

资料来源: 公司公告, 乘联会, CleanTechnica, 中国银河证券研究院预测



**表 19: 比亚迪销量预估 (万辆)**

		2021	2022A	2023E	2024E	2025E	2030E
分地区	国内销量	59	180	340	420	460	600
	出口	-	6	20	35	50	100
分车型	元	4	20	50	65	72	127
	秦	17	32	50	65	73	80
	宋	11	42	70	80	88	120
	汉	12	25	42	50	58	70
	唐	5	14	21	30	33	50
	海豚	3	20	40	50	58	60
	海豹	-	5	20	30	35	40
	合计	59	186	360	455	510	700
	YOY			215.25%	93.55%	26.39%	12.09%

资料来源: 公司公告, 乘联会, 中国银河证券研究院预测

注: 分车型销量仅预估现有车型销量, 与总销量的缺口为公司未来布局车型的销量预估

## 六、总结与展望: 特斯拉与比亚迪推动中国走向汽车强国

特斯拉开创汽车智能化先河, 中国品牌有望“后来居上”。特斯拉产品的智能化重新定义了汽车的功能, 汽车由传统的移动载体逐渐演变至智慧娱乐空间。汽车电动化去除了燃油车复杂的驱动系统与传动结构, 降低了新进入者的造车门槛, 智能化为汽车带来的科技感将消费者购车关注点由汽车的操纵体验转移至智能化功能, 车企开始将重点放在自研智能化算法上。过去由于中国汽车工业起步较晚, 整体制造能力与科技创新能力不强, 我国在汽车工业上处于追赶者步伐, 比亚迪正是伴随我国汽车工业的发展而逐渐崛起的代表车企, 但由于创新力的暂时短缺, 比亚迪在智能化水平上稍有落后。特斯拉的崛起基于美国强大的科技创新能力, 时至今日, 我国经过快速发展积累了大量的科技人才, 科技创新实力也跃居世界强国之列, 在此背景下, 比亚迪、加快新能源转型的燃油车自主品牌以及刚进入市场不久的新势力造车企业, 都有望享受到我国科技实力腾飞所带来的技术红利, 在汽车智能化领域实现“后来居上”。

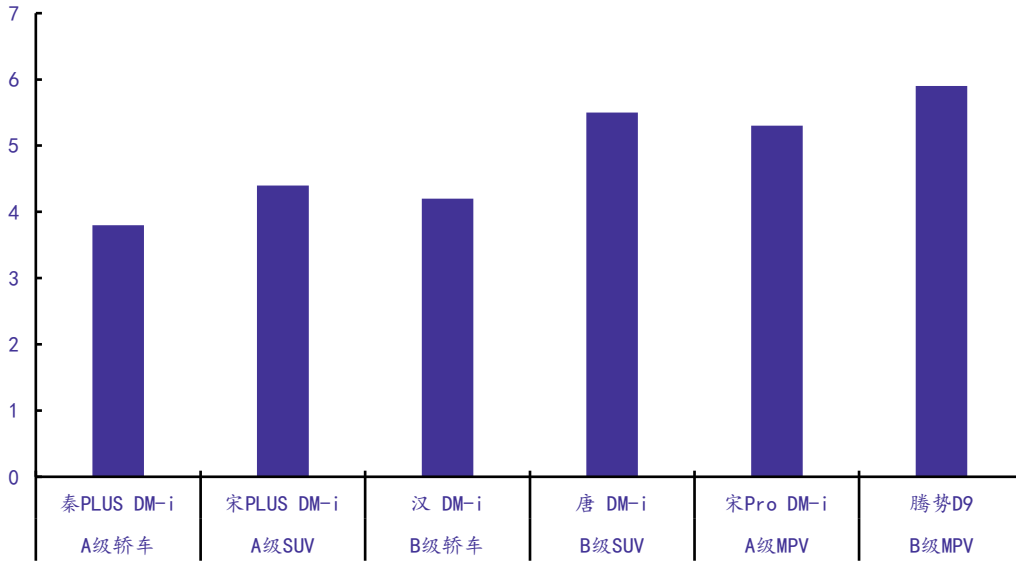
**表 20: 中国汽车企业的智能化进程**

车企	智能化进程
比亚迪	开始自研智能驾驶相关芯片, 并牵手英伟达、地平线等芯片企业加速智能驾驶系统研发
广汽集团	发布全新车云一体化集中计算式电子电气架构——广汽星灵架构, 包含汽车数字镜像云和中央计算机、智能驾驶计算机、信息娱乐计算机三个核心计算机群组 and 区域控制器。
长安汽车	发布智能品牌“诸葛智能”, 为用户带来“诸葛交互、诸葛智驾、诸葛生态”三大核心体验。
长城汽车	以业内首创“三智融合”的产品理念为基础, 与诺博科技、毫末智行等智能化高新技术企业相结合, 从感知、数据、交互、服务等多层次, 不断推动智能驾驶、智能座舱、智能服务的提升
吉利汽车	发布“智能吉利 2025”战略, 5 年内投入 1500 亿元研发资金, 推出 25 款以上全新智能新能源产品
蔚来汽车	发布蔚来超感系统 Aquila 和超算平台 Adam, 提升智能座舱、智能驾驶性能。
小鹏汽车	上线城市 NGP 功能, 开启全场景自动驾驶。
零跑汽车	坚持全域自研, 发布 Leapmotor Pilot 3.0 智能驾驶辅助解决方案, 应用了两颗全自研的智能驾驶芯片、28 个高精感知硬件、23 项全系标配高阶功能。

资料来源: 搜狐汽车, 中国银河证券研究院整理

动力系统仍将是新能源汽车时代的核心竞争力。尽管电气化降低了造车门槛，过往传统车企在发动机领域的高技术壁垒竞争优势逐渐丧失，但特斯拉与比亚迪的崛起依旧展现了动力系统在新能源车树立核心竞争壁垒中的重要作用。一方面，特斯拉自研的电驱技术全球领先，Model 3 百公里加速 3.3s 的成绩至今无同级车可打破，是其除智能化之外的绝对竞争优势所在；另一方面，比亚迪 PHEV 产品所搭载的 DM-i 插混系统成为了产品的鲜明标签，低油耗的特征为消费者广泛接受，成为驱动中国市场插混产品发展的核心力量，为汽车由燃油向纯电转型提供了良好的过渡作用。

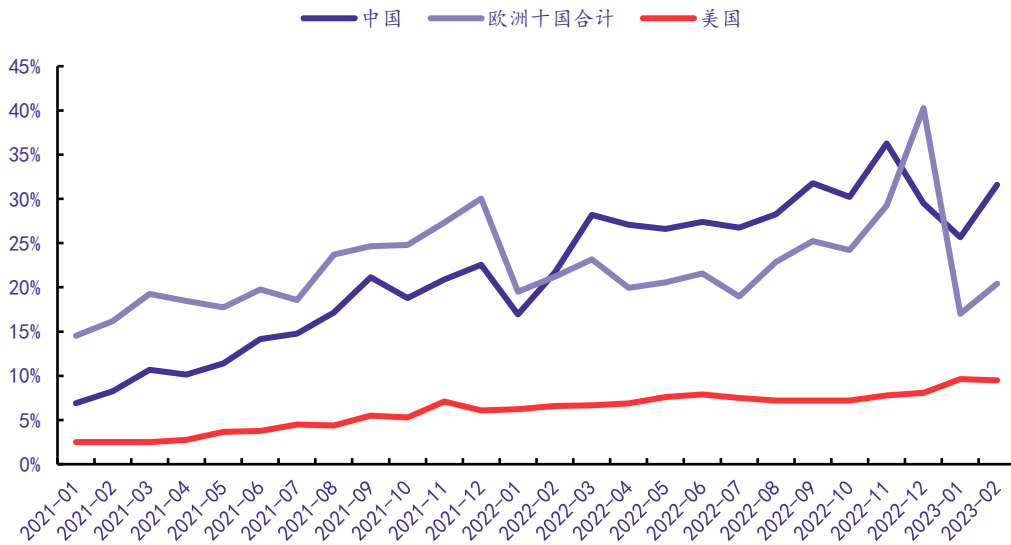
图 78：比亚迪 PHEV 车型油耗低于 6L/100KM，具备良好的燃油经济性 (L/100KM)



资料来源：汽车之家，中国银河证券研究院整理

智能化与新能源动力系统将成为中国走向汽车强国，实现“弯道超车”的核心领域。新能源转型带来的智能化功能增加与动力系统转变扭转了我国过往在内燃机方面的劣势，二者有望驱动我国零部件与整车制造产业重塑竞争格局，成为全球重要的汽车产业参与者。一方面，基于我国当前日渐强大的科技实力与特斯拉、比亚迪提供的先行经验，我国自主品牌开始深入布局智能系统与新兴动力系统的自主研发，而我国过往燃油车市场根基不牢，市场对新能源车的接受度远高于美欧等地，为上述企业提供了广阔的市场空间，有助于技术的快速落地验证与迭代进步，推动我国自主品牌核心技术竞争力的持续提升；另一方面，除车企自主研发的算法系统外，汽车智能化功能的实现有赖于传感器、屏幕硬件、底层系统等多个零部件的支持，车企资源有限，无法保证全部掌握，智能化相关零部件厂商得到发展机遇，我国目前已经形成一批在众多细分领域具备国际竞争力的零部件厂商，有望依靠国内新能源车的快速发展迎来业绩放量期，继续做大做强。

图 79: 中国新能源渗透率提升速度显著高于欧美



资料来源: 乘联会, 中国银河证券研究院整理

## 七、投资建议

比亚迪已成长为全球新能源车领军者, 建立了稳定的产品声誉与品牌形象, 技术水平在全行业处于领先地位, 旗下产品受到消费者青睐, 随着公司产能的进一步释放和高端产品的持续发布, 我们判断公司销售将继续处于量价齐升阶段, 带动公司营收规模扩大和盈利能力的提升, 因此我们预计公司 2023~2025 年营业收入分别为 6592.50 亿元、8301.78 亿元、9770.53 亿元, 同比增速分别为 55.46%、25.93%、17.69%, 归母净利润分别为 306.48 亿元、407.33 亿元、493.94 亿元, 对应 EPS 分别为 10.53 元、13.99 元、16.97 元。

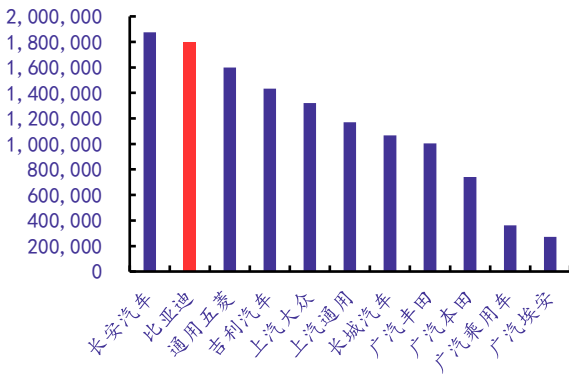
表 21: 比亚迪主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	424060.64	659249.66	830178.17	977053.36
增长率	96.20	55.46	25.93	17.69
归母净利润(百万)	16622.45	30648.02	40733.18	49394.13
增长率	445.86	84.38	32.91	21.26
EPS(元)	5.71	10.53	13.99	16.97
PE	45.00	25.10	18.89	15.58

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测

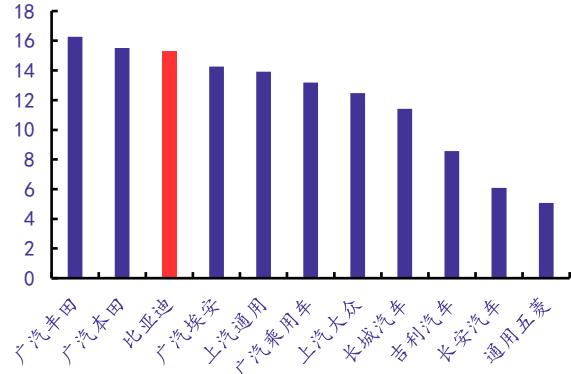
比亚迪销量位居全国前列, 且相比于主流合资和其他自主品牌, 公司单车均价处于较高水平, 在市占率和高 ASP 的加持下, 我们给予公司一定的估值溢价, PE 方面, 给予公司 2024 年 25-30 倍 PE, 对应目标价 349.75-419.70; PS 方面, 给予公司 2024 年 1.2-1.5 倍 PS, 对应目标价 342.21-427.76, 综合 PE 与 PS 估值, 给予公司目标价 384.85 元。

图 80: 2022 年比亚迪销量在国内领先 (辆)



资料来源: 易车研究院, 中国银河证券研究院整理

图 81: 2022 年比亚迪单车均价处于较高水平 (万元/辆)



资料来源: 易车研究院, 中国银河证券研究院整理

表 22: 可比公司 PE 估值表 (截止 2023.7.21)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE			EPS (摊薄)		
					2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601238.SH	广汽集团	10.70	920.60	17.00	14.31	8.36	7.09	0.77	1.28	1.51
000625.SZ	长安汽车	13.23	1150.54	12.83	15.66	11.92	9.87	0.79	1.11	1.34
601633.SH	长城汽车	25.07	1751.49	31.29	31.41	12.35	8.99	0.94	2.03	2.79
600104.SH	上汽集团	14.17	1655.55	12.37	10.45	10.82	9.84	1.40	1.31	1.44
	可比公司平均	15.79	1369.54	18.37	17.96			0.98		
002594.SZ	比亚迪	264.32	7473.41	38.58	45.00	25.10	18.89	5.71	10.53	13.99

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测 (上汽集团采用 Wind 一致预期, 其余公司采用银河证券汽车团队盈利预测)

表 23: 可比公司 PS 估值表 (截止 2023.7.21)

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PS			每股销售收入 (元)		
				2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
601238.SH	广汽集团	10.70	920.60	1.05	0.86	0.73	10.49	12.51	14.75
000625.SZ	长安汽车	13.23	1150.54	1.04	0.91	0.78	12.22	14.53	17.07
601633.SH	长城汽车	25.07	1751.49	1.89	1.31	1.08	16.18	19.19	23.26
600104.SH	上汽集团	14.17	1655.55	0.23	0.22	0.21	63.69	65.25	67.54
	可比公司平均	15.79	1369.54	1.05			25.65		
002594.SZ	比亚迪	264.32	7473.41	1.76	1.17	0.93	145.67	226.46	285.17

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院预测 (上汽集团采用 Wind 一致预期, 其余公司采用银河证券汽车团队盈利预测)

特斯拉依靠高水平智能化系统带来的溢价实现了可观的盈利能力, 并依靠 4680 电芯、一体化压铸、CTC 等先进技术持续改善生产工艺, 推动成本降低与效率提升; 比亚迪在纯电车型外抓住插混市场, 通过“车海”战术广泛布局中国市场主力消费群体, 规模化量产贡献持续增长的盈利能力, 二者为新能源车企业提供了走向盈利的先行经验, 在产品策略、技术路径等差异下实现了量产与盈利的“殊途同归”, 我们认为特斯拉与比亚迪将继续在智能化技术与动力系统领域引领中国及世界汽车产业的发展, 推动中国汽车工业实现弯道超车, 成长为世界汽车工业强国。基于此我们推荐三条主线: 一是新能源转型稳步推进的自主品牌【比亚迪 (002594.SZ)】、【广汽集团 (601238.SH)】、【长安汽车 (000625.SZ)】、【长城汽车 (601633.SH)】, 有望在国内新能源渗透率继续提升的背景下成长为市场前列的主机厂; 二是业务与特斯拉联系紧密的国内零部件厂商【华域汽车 (600741.SH)】、【拓普集团



【601689.SH】、【旭升股份（603305.SH）】、【新泉股份（603179.SH）】，与特斯拉绑定的零部件厂商产品得到市场充分验证，有望以特斯拉为基础继续向外拓展客户，同时，与特斯拉的密切联系对公司的业绩稳定性支撑具有重要意义；三是优质新能源汽车零部件出口商【伯特利（603596.SH）】、【瑞可达（688800.SH）】、【法拉电子（600563.SH）】、【中熔电气（301031.SZ）】，领先全球的新能源转型进程催动相关零部件出口商加速产品迭代与市场验证，有望继续扩大国际影响力。

**表 24：推荐公司盈利预测表（截止 2023.7.21）**

公司名称	EPS			PE			评级
	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
比亚迪 (002594.SZ)	5.71	10.53	13.99	45.00	25.10	18.89	推荐
广汽集团 (601238.SH)	0.77	1.28	1.51	14.31	8.36	7.09	推荐
长安汽车 (000625.SZ)	0.79	1.11	1.34	15.66	11.92	9.87	推荐
长城汽车 (601633.SH)	0.94	2.03	2.79	31.41	12.35	8.99	推荐
华域汽车 (600741.SH)	2.28	2.54	2.98	7.59	7.10	6.05	推荐
拓普集团 (601689.SH)	1.54	1.98	2.51	37.97	35.93	28.34	推荐
旭升集团 (603305.SH)	1.05	1.07	1.40	30.65	23.36	17.86	推荐
新泉股份 (603179.SH)	0.97	1.54	1.92	39.86	29.29	23.49	推荐
伯特利 (603596.SH)	1.70	2.24	2.93	47.03	36.57	27.96	推荐
瑞可达* (688800.SH)	2.23	2.25	3.19	47.77	22.64	15.97	推荐
法拉电子 (600563.SH)	4.47	6.08	7.42	35.73	21.76	17.83	推荐
中熔电气 (301031.SZ)	2.32	3.72	5.41	70.24	35.54	24.44	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究院预测

注：\*为 Wind 一致预期，其他采用银河汽车组盈利预测

## 八、风险提示

**1、新能源汽车销量不及预期的风险。**补贴政策退出使得新能源汽车丧失了部分的价格优势，可能引起销量增速放缓，**导致销量不及预期。**

**2、汽车芯片短缺的产业链风险。**汽车芯片短缺情况在短期内可能不易快速缓解，为下游产品的正常生产带来挑战。

**3、原材料价格上涨导致成本抬升的风险。**原材料价格的上涨可能削弱本土企业成本优势，对企业盈利能力**造成打击。**

**4、市场竞争加剧的风险。**新能源车补贴退坡后进入充分市场竞争阶段，优质产品供给的增多将导致各车企间的竞争程度加剧。

## 分析师简介及承诺

**分析师：石金漫**，汽车行业首席分析师，香港理工大学理学硕士、工学学士。8年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019年多次新财富、水晶球、11上榜核心组员。2022年1月加入中国银河证券研究院。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tanganmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tanganmanling_bj@chinastock.com.cn)