

证券研究报告—深度报告

汽车汽配

汽车

比亚迪(002594)
增持

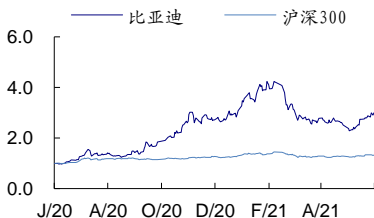
合理估值: 208-218

元 昨收盘: 189.4 元

(维持评级)

2021年06月06

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	2,861/2,194
总市值/流通(百万元)	541,900/217,051
上证综指/深圳成指	3,592/14,871
12个月最高/最低(元)	273.37/59.71

相关研究报告:

《比亚迪-002594-2020年报点评: 业绩符合预期, 2021有望迎来产品强势周期》——2021-04-01

《比亚迪-002594-重大事件快评: 1月新能源销量同比+183%, 比亚迪汉持续热销》——2021-02-10

《比亚迪-002594-2020三季报点评: 新品周期持续向上, 关注边际变化》——2020-11-02

《比亚迪-002594-2020年8月产销点评: “汉”引领复苏, 8月销量同比增长2.15%》——2020-09-09

《比亚迪-002594-2020半年报点评: 新品周期开启, 业绩超预期》——2020-08-31

证券分析师: 唐旭霞

电话: 0755-81981814

E-MAIL: tangxx@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519080002

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

深度复盘: 比亚迪乘用车的布局演变与战术分析

● 立足终端: 乘用车业务是研究比亚迪的核心

对于比亚迪这种产业链垂直整合的龙头企业, 抓住其核心产品、明确其核心业务是深入研究的首要前提。我们认为, 研究比亚迪的关键, 就在于它的乘用车业务: 1) 体量即是实力: 整车具有全面的规模优势; 2) 产品即是广告: 终端产品是连接企业与消费者的核心渠道; 3) 集成即是壁垒: 高度集成的智能汽车日益走向寡头格局; 4) 高端即是机遇: 自主品牌高端化势不可挡。

● 品牌进阶: 单车均价上升, 销量分布均衡

比亚迪汽车从2003年至今历经7轮产品周期, 已建成王朝+E网两大车系。根据我们的测算, 比亚迪的产品均价10年增长近2.5倍, 2020年乘用车加权均价大约13.52万元, 2021年有望达到15.17万元; 产品强势价位段实现3连跳, 2020年的强势价位段为10-15万元, 销量占比34%, 2021年占比有望降至24%。

● 产品布局: 从车海走向精品, 从承压走向进取

根据我们的测算, 2011-2020年, 比亚迪的车海指数从1.25降至0.95, 产品布局整体从车海走向精品。2020年, 比亚迪有25款主力在售车型, 覆盖55个价位段, 产品线健康, 生存空间宽裕, 战略主动性增强。细分看, 20万元以下价位段车海指数1.12, 20万元以上价位段车海指数0.56, 比亚迪的务实选择是中低端车海+高端精品。

● 销量展望: 新品供给+政策支持, 强势车型相继发力

市场化新品是新能源汽车销量增长的重要推动力, 双积分政策落地加速车企电动化转型, 预计2021年新能源乘用车销量有望达到172.8万辆。2021年, 比亚迪刀片计划电池全线应用, 汉+唐+DMI车型同时于高、中、低端市场发力, 全年乘用车销量有望达到43万辆。

● 风险提示: 明星车型销量不及预期, 刀片电池扩产进度不及预期。

● 乘用车业务持续发力, 维持“增持”评级

预计公司21-23年每股收益1.73/2.15/3.07元, 对应利润47/59/84亿元, 对应PE分别109/88/62倍, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	127,739	156,598	162,448	184,528	219,309
(+/-%)	-1.8%	22.6%	3.7%	13.6%	18.8%
净利润(百万元)	1614	4234	4721	5857	8375
(+/-%)	-41.9%	162.3%	11.5%	24.0%	43.0%
摊薄每股收益(元)	0.59	1.55	1.73	2.15	3.07
EBIT Margin	8.4%	12.0%	7.7%	8.0%	8.6%
净资产收益率(ROE)	2.8%	7.4%	8.1%	9.8%	13.4%
市盈率(PE)	321.0	122.0	109.4	88.2	61.7
EV/EBITDA	31.9	21.0	35.9	31.5	26.8
市净率(PB)	9.11	9.09	8.86	8.60	8.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

关键结论与投资建议

关键结论：综合对比比亚迪乘用车产品均价、车海指数、分流指数等指标的分析，我们认为，相较于其它自主品牌车企，比亚迪乘用车的优势在于：

- 1) **品牌层次：**乘联会口径测算的比亚迪乘用车均价与强势价位段持续上升，优于部分其它自主品牌龙头车企；
- 2) **风险分散：**比亚迪乘用车的销量较为均衡地各价位段，基本不存在依赖于单一品类或单一车型的情况，抗风险能力强；
- 3) **布局全面：**比亚迪乘用车覆盖了 4-34 万元价位段市场，产品布局积极主动，品牌号召力有效作用于广阔的市场空间；
- 4) **战略清晰：**比亚迪在中低端市场采用车海战术，在高端市场采用精品战术，产品布局思路清晰，具有坚实的可执行性和显著的成效。

立足终端：本文是比亚迪系列报告的第二篇，专注于从行业、产品、策略等方面研究和探讨比亚迪的乘用车业务。早在 2019 年 5 月，我们就发布了比亚迪系列报告的第一篇——《锐意进取、“王朝”降临》，对比亚迪的基本面做了全面的介绍和分析。时隔 2 年，汽车行业电动智能化的发展程度早已不可同日而语，比亚迪自身也持续推进供应链市场化战略，以半导体为代表的相关业务均有分拆上市的意向。

2020 年 6 月，J.P.Morgan 发布报告《BYD becoming more of a tech stock than an auto stock》，比亚迪正越来越像科技股而不是汽车股。受动力电池、半导体上市公司高估值的影响，市场对比亚迪的关注度越来越多的从乘用车业务向动力电池、功率半导体等汽车零部件的方向转移。我们认为，对于比亚迪这种产业链垂直整合、业务覆盖范围广、各子板块价值高的龙头企业，抓住其核心产品、明确其核心业务是深入研究比亚迪的首要前提。基于以下原因，我们相信，研究比亚迪的核心，就是它的乘用车业务：

- 1) **体量即是实力：**整车业务具有全面的规模优势；
- 2) **产品即是广告：**终端产品是连接企业与消费者的核心渠道；
- 3) **集成即是壁垒：**高度集成的智能汽车日益走向寡头格局；
- 4) **高端即是机遇：**自主品牌高端化势不可挡，潜藏的利润与空间不容错过。

数据说话：比亚迪汽车从 2003 年至今历经 7 轮产品周期，已建成王朝+E 网两大车系。根据我们的测算，比亚迪的产品均价 10 年增长近 2.5 倍，2020 年乘用车加权均价大约 13.52 万元，2021 年有望达到 15.17 万元；产品强势价位段实现 3 连跳，2020 年的强势价位段为 10-15 万元，销量占比 34%，2021 年占比有望降至 24%。

根据我们的测算，2011-2020 年，比亚迪的车海指数从 1.25 下降至 0.95，产

品布局整体从车海走向精品。2020年，比亚迪有25款主力在售车型，覆盖了55个价位段，产品线健康，生存空间宽裕，战略主动性增强。细分来看，20万元以下价位段车海指数1.12，20万元以上价位段车海指数0.56，比亚迪的务实选择是中低端车海+高端精品。

市场化新品是新能源汽车销量增长的重要推动力，双积分政策落地加速车企电动化转型，预计2021年新能源乘用车销量有望达到172.8万辆。2021年，比亚迪刀片计划电池全线应用，汉+唐+DMI车型同时于高、中、低端市场发力，全年乘用车销量有望达到43万辆。

预计公司21-23年每股收益1.73/2.15/3.07元，对应利润47/59/84亿元，对应PE分别109/88/62倍，未来一年合理估值区间208-218元（考虑相对和绝对估值方法），维持“增持”评级。

核心假设与逻辑

第一，乘用车业务基于体量、渠道、壁垒方面的优势，在比亚迪的各项业务中居于核心地位；

第二，自主品牌高端化势不可挡，比亚迪将持续推进品牌高端化进程，并执行相应的产品策略；

第三，比亚迪的产品布局与产品节奏客观反映了它的市场地位、竞争环境与应对策略。

与市场的差异之处

第一，市场对比比亚迪的关注逐渐向动力电池业务倾斜，但我们认为，乘用车业务仍然是研究比亚迪的核心。

第二，市场对乘用车产品竞争力的主流分析方法主要是传统的配置罗列、竞品对比，我们通过引入相关指数全面深入的探讨了比亚迪乘用车业务整体的产品布局和单一产品的战略地位。

股价变化的催化因素

第一，比亚迪汉的销售情况。

第二，DMI车型的销售情况。

第三，刀片电池的产能建设情况。

第四，国家新能源补贴政策变化。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，明星车型销量不及预期；

第二，动力电池产能扩建不及预期。

内容目录

估值与投资建议	8
绝对估值: 225-235 元	8
绝对估值的敏感性分析	9
相对法估值: 208-218 元.....	9
数据说话: 品牌层次提升, 生存空间扩大, 王牌产品登场	10
追古溯今: 历经 7 轮产品周期, 构成王朝+E 两大车系	10
产品均价+强势价位: 直观感受比亚迪的品牌进阶之路	11
车海指数: 俯瞰整体产品布局, 把握比亚迪的生存空间	13
分流指数: 深挖单一车型的生命周期与产品地位	20
立足终端: 乘用车业务是研究比亚迪的核心	27
体量即是实力: 整车业务具有全面的规模优势	27
产品即是广告: 终端产品是连接企业与消费者的核心渠道	31
集成即是壁垒: 高度集成的智能汽车本身就具有极高的门槛	33
高端即是机遇: 自主品牌高端化势不可挡, 潜藏的利润与空间不容错过	36
市场展望: 2025 年国内新能源汽车销量有望达 627 万辆	40
行业端: 新品供给与政策支持同步发力, 新能源市场持续向好	40
公司端: 刀片电池全线应用, DMI 车型相继发力	42
盈利预测	47
风险提示	49
附表: 财务预测与估值	50
国信证券投资评级	51
分析师承诺	51
风险提示	51
证券投资咨询业务的说明	51

图表目录

图 1: 比亚迪 F3 历年销量	10
图 2: 比亚迪 F3 关键年份销量排名	10
图 3: 比亚迪汽车的 7 轮产品周期	11
图 4: 财报口径测算比亚迪汽车均价	12
图 5: 乘联会口径测算比亚迪乘用车均价	12
图 6: 比亚迪汽车强势价位段及对应销量占比 (单位: 万元)	12
图 7: 比亚迪历年销量分布 (单位: 辆)	13
图 8: 2020 年长城汽车分价位段销量	13
图 9: 2020 年长安汽车分价位段销量	13
图 10: 2015-2018H1 三星在华产品布局	14
图 11: 2011-2020 比亚迪产品布局地图	16
图 12: 比亚迪当年在售车型数量	17
图 13: 比亚迪产品覆盖价位段数量	17
图 14: 2011-2020 比亚迪车海指数变化	17
图 15: 2010-2016 自主品牌乘用车市场份额走势	18
图 16: 全国新能源汽车销量、比亚迪销量及市占率	19
图 17: 全国新能源汽车销量及比亚迪新能源销量同比增速	19
图 18: DMI 车型发布价格	19
图 19: 宋 PLUS DMI 上市价格	19
图 20: 2020 年比亚迪不同价位段车型情况	19
图 21: 2020 年比亚迪不同价位段车海指数	19
图 22: 比亚迪 F3 历年销量与生命周期	21
图 23: 比亚迪 F3 的分流指数与销量	22
图 24: 比亚迪 F3 的分流指数与内部销量占比	22
图 25: 比亚迪新能源乘用车销量及市占率	22
图 26: 2015-2020H1 唐家族销量	23
图 27: 比亚迪汉与比亚迪搜索指数对比	23
图 28: 比亚迪汉与其它车型的百度指数对比	24
图 29: 刀片电池的搜索指数比较	24
图 30: 比亚迪 2020 年产品布局 (汉标黄色)	25
图 31: 比亚汉单月销量	25
图 32: 比亚迪汉的前脸	26
图 33: 比亚迪汉的腰线	26
图 34: 针刺试验结果对比	26
图 35: 刀片电池的基本结构	26
图 36: 比亚迪汉搭载华为 HiCar 生态应用	27
图 37: CS 乘用车与 CS 汽车零部件数量与收入对比	28
图 38: 2020 年各国别品牌乘用车零售市场份额	28
图 39: CS 乘用车与 CS 汽车零部件毛利率对比	29
图 40: CS 乘用车与 CS 汽车零部件净利率对比	29

图 41: 长城汽车旗下的蜂巢电池.....	29
图 42: 马斯克发布特斯拉自研电池技术.....	29
图 43: 华为自研麒麟芯片.....	30
图 44: 苹果自研 A 系列芯片.....	30
图 45: 2016-2020 汽车业务收入及占比.....	30
图 46: 2016-2020 汽车业务毛利及占比.....	30
图 47: 2016-2020 比亚迪单车四费金额.....	31
图 48: 2016-2020 比亚迪单车四费率及净利空间.....	31
图 49: 汽车交易模式多样化.....	32
图 50: 汽车营销手段发展趋势.....	32
图 51: 大众与博世的搜索指数对比.....	32
图 52: 2011-2021.05 三星与索尼的百度指数走势.....	33
图 53: 比亚迪汉与刀片电池的搜索指数对比.....	33
图 54: 微笑曲线.....	34
图 55: 2020 年全球 PC 市场格局.....	34
图 56: 2019 年全球 PC 市场格局.....	34
图 57: 2020 年中国平板电脑市场格局.....	35
图 58: 2019 年中国平板电脑市场格局.....	35
图 59: 乘用车行业整体市场格局.....	35
图 60: 新能源乘用车市场格局.....	35
图 61: 比亚迪投资活动现金流出及同比.....	36
图 62: 比亚迪研发支出及同比.....	36
图 63: 吉利汽车的品牌上浮之路.....	37
图 64: 奔驰广告强调尊贵感.....	38
图 65: 特斯拉广告强调科技感.....	38
图 66: 电动汽车技术趋势.....	38
图 67: 比亚迪汉的外形设计.....	39
图 68: 比亚迪汉的版本与价格.....	39
图 69: 比亚迪汉性能优越.....	40
图 70: 华为 HiCar 生态应用.....	40
图 71: 我国新能源汽车销量(万辆)及增速.....	41
图 72: 我国 BEV 及 PHEV 市占率变化情况.....	41
图 73: 新品是推动销量增长的重要力量.....	41
图 74: 2020 年 Model 3 和宏光 MINI 两款车型是推动新能源汽车增长的核心力量.....	41
图 75: 比亚迪发布 DMI 超级混动.....	43
图 76: 骁云-插混专用 1.5L 高效发动机参数.....	43
图 77: DMI 车型发布价格.....	44
图 78: 宋 PLUS DMI 上市价格.....	44
图 79: 比亚汉单月销量.....	44
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%).....	8
表 2: 资本成本假设.....	8
表 3: 比亚迪 FCFF 估值表.....	9
表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元).....	9

表 5: 同类公司估值比较.....	9
表 6: 纯电刀片电池产能规划	24
表 7: 比亚迪成立 5 家弗迪系公司	31
表 8: 特斯拉主力车型历年销量.....	37
表 9: 我国近期新能源汽车重要相关政策.....	42
表 10: DMI 车型销量预计	44
表 11: 2015-2021 比亚迪主要在售车型销量统计及预测	46
表 12: 比亚迪各项业务盈利预测.....	47
表 13: 可比公司估值表	48

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：225-235 元

短期来看，比亚迪汉于 2020 年 7 月上市，连续数月销量破万，预计 2021 年持续强势表现，中性测算 2021 年销量有望达到 9 万辆。秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI 将于 2021 年陆续上市，考虑到 DMI 平台的卓越性能与热烈的终端反馈，预计 3 款车型 2021 年合计销量有望达到 9 万辆。长期来看，刀片电池+DMP/DMI 双技术平台+爆款车型（汉/DMI 车型）的产业链垂直整合模式已初步成形，叠加供应链市场化持续推进，刀片电池加速外供，有望迎来高速增长期。我们预计，2021 年比亚迪乘用车的在售车型数量有望达到 24 款，合计销量有望达到 43 万辆，汽车业务销售收入有望实现 852 亿元。公司盈利预测假设条件见下：

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	22.79%	-1.78%	22.59%	3.74%	13.59%	18.85%	5.00%	4.00%
营业成本/营业收入	83.60%	83.71%	80.62%	80.67%	80.34%	79.67%	81.05%	81.05%
管理费用/营业收入	1.50%	2.09%	0.80%	6.50%	6.60%	6.70%	4.08%	4.08%
销售费用/销售收入	3.64%	3.40%	3.23%	3.50%	3.50%	3.50%	4.00%	4.00%
营业税及附加/营业收入	1.65%	1.22%	1.38%	1.30%	1.30%	1.30%	1.50%	3.67%
所得税税率	18.91%	18.91%	12.84%	12.62%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
股利分配比率	148.20%	148.20%	271.84%	87.05%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.99	T	13.00%
无风险利率	3.30%	Ka	10.23%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.16
公司股价（元）	189.46	Ke	5.50%
发行在外股数（百万）	2728	E/(D+E)	83.46%
股票市值(E, 百万元)	516874	D/(D+E)	16.54%
债务总额(D, 百万元)	102437	WACC	5.31%
Kd	5.00%	永续增长率（10年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 225-235 元。

表 3: 比亚迪 FCFF 估值表

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
EBIT	12,572.0	14,778.8	18,897.7	21,104.6	16,770.8
所得税税率	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
EBIT*(1-所得税税率)	10,937.6	12,857.6	16,441.0	18,361.0	14,590.6
折旧与摊销	6,775.0	7,996.2	8,840.5	9,565.0	10,251.0
营运资金的净变动	(39,511.2)	(7,453.5)	(12,027.6)	(215.8)	(823.5)
资本性投资	(20,000.0)	(15,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)	(10,000.0)
FCFF	(41,798.6)	(1,599.7)	3,253.9	17,710.2	14,018.1
PV(FCFF)	(39,691.1)	(1,442.5)	2,786.1	14,399.5	10,822.9
核心企业价值	734,276.7				
减: 净债务	90,571.4				
股票价值	643,705.3				
每股价值	235.95				

资料来源: 国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析,

表 4: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		9.1%	9.6%	10.14%	10.6%	11.1%
永续 增 长 率 变 化	3.5%	19.66	18.36	17.26	16.32	15.50
	3.0%	18.83	17.68	16.70	15.85	15.11
	2.5%	18.13	17.11	16.22	15.45	14.77
	2.0%	17.53	16.60	15.80	15.09	14.46
	1.5%	17.00	16.16	15.42	14.77	14.18
	1.0%	16.54	15.77	15.09	14.48	13.93
	0.5%	16.14	15.43	14.79	14.22	13.71

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 208-218 元

我们选取了乘用车龙头长城汽车、长安汽车, 动力电池龙头宁德时代、亿纬锂能, IGBT 龙头斯达半导体等 5 家公司作为比亚迪的参照公司。由于蔚来、小鹏、理想等造车新势力未在国内上市, 因此我们的可比公司平均 PE 总体略低于比亚迪的估值预期。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们给予 2021 年比亚迪 120-126 倍 PE, 对应 2021 年的合理价格区间分别为 208-218 元。

表 5: 同类公司估值比较

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000625.SZ	长安汽车	买入	23.58	1,283	0.62	1.05	1.17	38	22	20
601633.SH	长城汽车	买入	38.60	3,551	0.58	0.95	1.19	67	41	32
300750.SZ	宁德时代	增持	432.21	10,068	2.40	4.29	5.5	180	101	79
603290.SH	斯达半导	无评级	228.52	366	1.13	1.77	2.4	202	129	95
300014.SZ	亿纬锂能	增持	103.96	1,963	0.87	1.66	2.39	119	63	43
	平均		165.37	3,446	1.12	1.94	2.53	121	71	54
002594.SZ	比亚迪	增持	189.40	5,419	1.55	1.73	2.15	122	109	88

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

数据说话：品牌层次提升，生存空间扩大，王牌产品登场

比亚迪汽车从 2003 年至今历经 7 轮产品周期，已建成王朝+E 网两大车系。根据我们的测算，比亚迪的产品均价 10 年增长近 2.5 倍，2020 年乘用车加权均价大约 13.52 万元，2021 年有望达到 15.17 万元；产品强势价位段实现 3 连跳，2020 年的强势价位段为 10-15 万元，销量占比 34%，2021 年占比有望降至 24%。

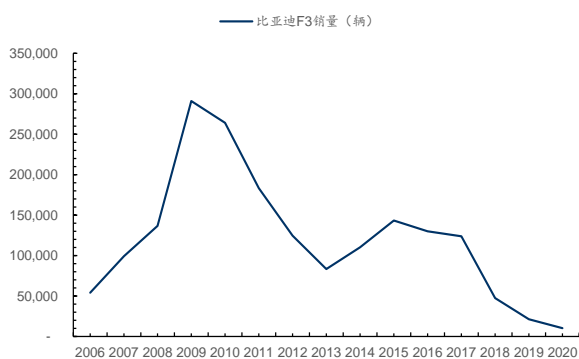
根据我们的测算，2011-2020 年，比亚迪的车海指数从 1.25 下降至 0.95，产品布局整体从车海走向精品。2020 年，比亚迪有 25 款主力在售车型，覆盖了 55 个价位段，产品线健康，生存空间宽裕，战略主动性增强。细分来看，20 万元以下价位段车海指数 1.12，20 万元以上价位段车海指数 0.56，比亚迪的务实选择是中低端车海+高端精品。

追古溯今：历经 7 轮产品周期，构成王朝+E 两大车系

比亚迪的汽车业务起步于 2003 年收购秦川汽车，并生产了首款车型福莱尔。该车采用奥拓的底盘，并对车身和内饰进行了重新设计，动力系统是仿制铃木发动机的淮海 HH368Q 发动机。

2005 年，比亚迪汽车真正的开山之作，比亚迪 F3 上市。比亚迪 F3 在一定程度上仿制了丰田花冠的车身和底盘，所谓“花冠头，飞度尾”的造型在那个时代引来了一定的争议，但是这款车缔造了自主品牌车型的销售神话，**分别于 2009 年和 2010 年以 29 万和 26 万的年度销量成为了当年中国所有在售车型中的销量冠军。**

图 1：比亚迪 F3 历年销量



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图 2：比亚迪 F3 关键年份销量排名



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

纵览比亚迪汽车的一路荣光，其间大约经历了 7 轮产品周期：

2005-2009 年，比亚迪尚处于燃油车时代，此时的比亚迪汽车业务刚起步不久，车型较少，**F3 主导了第 1 轮产品周期；**

2010-2014 年，比亚迪处于燃油车+新能源、以燃油车为主的时期，有少量新能源车型上市，但车型规划总体较散，未能形成体系。在此期间，2010-2011 年 SUV 车型 S6 引领了第 2 轮产品周期，2012-2013 年轿车车型速锐、思锐引领了第 3 轮产品周期；

2015-至今，比亚迪进入新能源汽车时代，新能源汽车占据主导地位，燃油车逐步退出，产品规划上搭建了王朝系列+e 系列两大车系。2015-2016 年 SUV 车型宋引领了第 4 轮产品周期，2017-2018 年 MPV 车型宋 MAX、轿车车型秦 PRO 等引领了第 5 轮产品周期，2019 年唐 EV、宋 PRO 等车型引领了第 6 轮产品周期，2020 年下半年至今，汉 EV+DMI 车型引领了第 7 轮产品周期。

图 3：比亚迪汽车的 7 轮产品周期



资料来源：乘联会，Lean Counslting，国信证券经济研究所整理

产品均价+强势价位：直观感受比亚迪的品牌进阶之路

产品均价，即比亚迪在一年内销售的所有车型的加权平均价格，可以初步估算比亚迪的品牌层次；**强势价位段**，即比亚迪的车型销量占比最高的价位段，可以反映出比亚迪汽车产品力的强势价位区间。我们力图充分对这两方面数据进行分析，直观呈现比亚迪的品牌层次进阶与产品力提升。

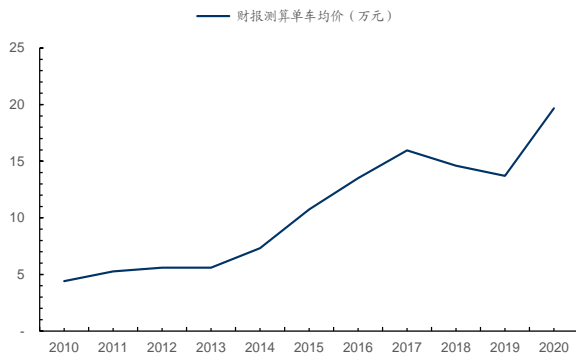
纵向观察：10 年均价增长近 2.5 倍，强势价位段 3 连跳

比亚迪汽车业务的单车均价有两种计算方法。**第一种方法**，用财报中的汽车业务销售收入除以公司披露的年度汽车销量，这一方法的优点在于计算简便，所有数据来源于官方；缺点在于受商用车售价较高（尤其是新能源商用车）、偶有其它业务收入计入汽车业务（例如 2020 年的口罩业务）等因素影响，对乘用车的均价估算有所偏差。**第二种口径**，根据乘联会提供的车型销量数据，及汽车之家上的售价数据，计算所有乘用车车型的加权平均售价，这一算法的优势在于数据来源细致、准确，可以较为真实的反映乘用车售价水平，缺点在于数据搜集及处理过程过于繁琐。

2010-2020 年，乘联会销量口径测算，比亚迪汽车的单车均价从 5.90 万元增长至 13.52 万元，年均复合增速为 8.65%；财报口径测算，比亚迪汽车的单车均价从 4.40 万元增长至 19.67 万元，年均复合增速为 16.15%。二者之间的增速差异主要由 2020 年的数据导致，口罩业务的部分收入计入汽车业务，导致财报口径测算的单车均价高达 19.67 万元，但乘联会销量口径测算的单车均价 13.52 万元。从乘联会口径来看，比亚迪乘用车单车均价 13.52 万元的价位已经接近丰田卡罗拉顶配版（15.98 万元，汽车之家数据）的价格，10 年来比亚迪的品牌层次已经有了实质提升。2021 年，在比亚迪汉、唐 PLUS DMI 等高

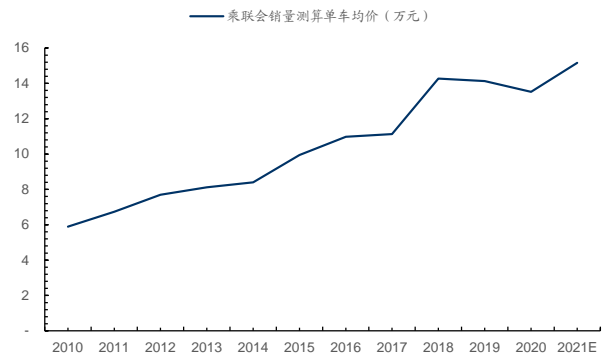
端车型的带动下，比亚迪乘用车的单车均价有望达到 15.17 万元。

图 4：财报口径测算比亚迪汽车均价



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

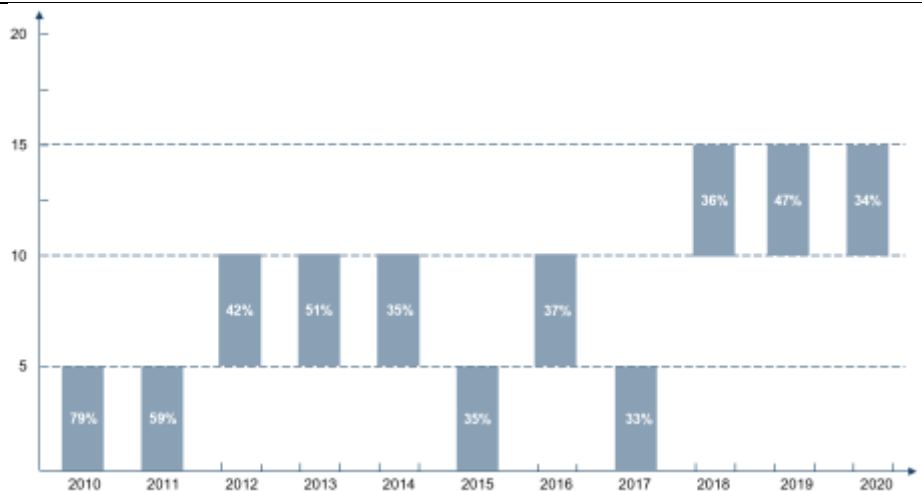
图 5：乘联会口径测算比亚迪乘用车均价



资料来源：乘联会，汽车之家，国信证券经济研究所整理

从强势价位段来看，我们每 5 万元分一个价位段，则 2010-2020 年，比亚迪汽车销量占比最高的价位段经历了 3 连跳。2010 年，比亚迪的产品周期仍由 F3 主导（均价 4.79 万元），强势价位段在 5 万元以下；2012 年，比亚迪经典的 SUV 产品，于 2011 年 5 月上市的 S6（均价 10.54 万元）成功带领比亚迪的强势价位段跃升至 5-10 万元；2018 年，比亚迪宋家族旗下的宋 MAX（均价 10.98 万元），作为一款 MPV 车型夺得了比亚迪内部的销量冠军，带领比亚迪的强势价位段进一步跃升至 10-15 万元。

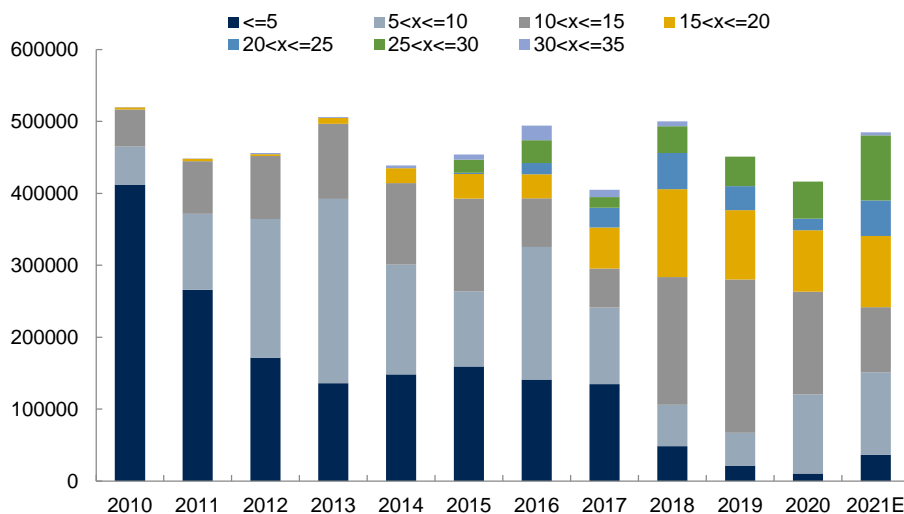
图 6：比亚迪汽车强势价位段及对应销量占比（单位：万元）



资料来源：乘联会，汽车之家，国信证券经济研究所整理

值得进一步讨论的是价位段集中度问题，即比亚迪在各个价位段的产品力是否相对均衡，销量分布是否存在过度依赖强势价位段的问题。2010 年，比亚迪的强势价位段在 5 万元以下，该价位段的销量占比达到 79%，F3 一款车型的销量占比达到 51%，此时的比亚迪乘用车在售车型数量少，销量不仅高度依赖于强势价位段，甚至高度依赖于单一拳头产品。此后，这一问题逐年缓解，并已在很大程度上得到解决。2020 年，比亚迪的强势价位段在 10-15 万元，销量占比仅 34%，已经是相对健康的水平。2021 年，随着比亚迪汉以及多款 DMI 车型的上市，我们认为比亚迪在各价位段的产品力分布将更加均衡，强势价位段的销量占比有望降至 24%。

图 7：比亚迪历年销量分布（单位：辆）

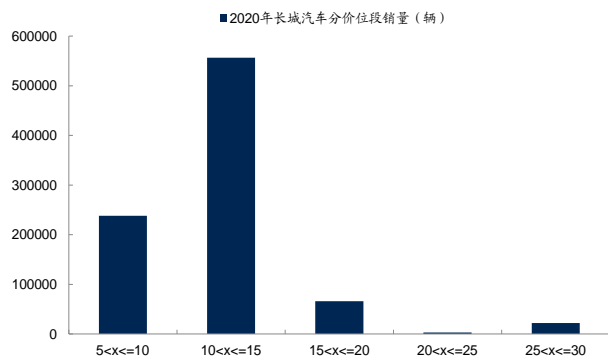


资料来源：乘联会，汽车之家，国信证券经济研究所整理

横向对比：比亚迪单车均价更高，产品力分布更均匀

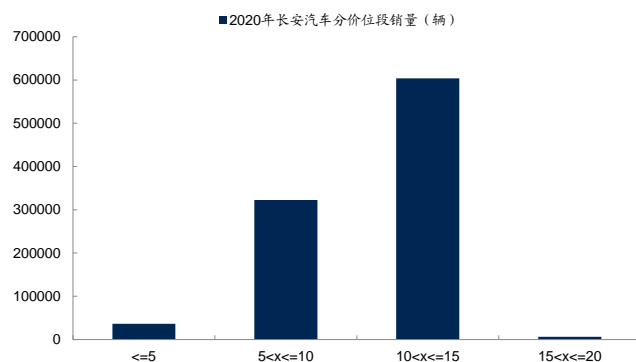
我们选取了自主车企龙头，长安汽车和长城汽车，与比亚迪进行对比。从单车均价来看，根据乘联会口径进行测算，2020 年长城汽车的单车均价为 12.28 万元，长安汽车的单车均价为 10.14 万元，均低于比亚迪的 13.52 万元。从强势价位段来看，2020 年长城汽车、长安汽车和比亚迪的强势价位段都位于 10-15 万元，但是长城汽车和长安汽车的强势价位段销量占比分别为 63%和 62%，均高于比亚迪的 34%。

图 8：2020 年长城汽车分价位段销量



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

图 9：2020 年长安汽车分价位段销量



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

车海指数：俯瞰整体产品布局，把握比亚迪的生存空间

自 2019 年以来，盛大华丽的汽车产品发布会数量明显增加，各主机厂都在不遗余力地树形象、推产品、秀肌肉。有的车企在相似价位段内密集发布车型，有的车企却尝试用少数几款产品征服用户，它们有着截然不同的产品布局与策略。如何量化的衡量这些布局与策略，从而了解车企所处的竞争环境与车企所掌握的战略主动性，了解哪些车型在车企的布局内具有关键地位，是我们关注的方向。

基本意义：从产品布局看企业的竞争环境与应对策略

车海指数，即衡量产品密度的指数，测算车企用多少款车型，覆盖了多少个价

比亚迪：从车海走向精品，从受迫走向进取

具体到比亚迪，我们每 5000 元分一个价位段，每一款车型的不同配置都算作一款产品，如果某一款车型与其它车型之间连续 5 个价位段为空白，则中间的价位段不算有效覆盖价位段。2011-2020，比亚迪主要在售车型构成的产品布局地图如下图所示，其中不同的产品家族底色不同，红底色表示该价位段有多款产品覆盖：

图 11: 2011-2020 比亚迪产品布局地图

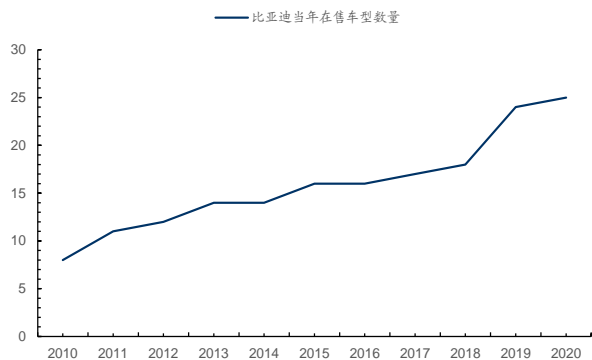
价位段 (万元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
3.5-4	F0	F0			F0	F0	F0			
4-4.5	F0	F3/F0		F3/F0	F0	F0	F0			
4.5-5	F0	F0	F3/F0	F0	F0	F0	F0	F3	F3	F3
5-5.5	F3	F3/L3		F3	F3/L3					
5.5-6	F3/L3	F3	F3		F3	F3/元 (燃油版)	F3/元 (燃油版)	F3	F3	
6-6.5	G3	L3/G3	F3/L3	F3/L3	F3/L3	元 (燃油版)			秦 (燃油版)	秦 (燃油版)
6.5-7	F3	G3/速锐	F3/G3	G3/速锐	F3/速锐	F3/速锐/元 (燃油版)	F3/速锐/元 (燃油版)	F3	F3	宋 (燃油版)
7-7.5	L3/G3	速锐	F3/L3/G3	F3/L3/G3/速锐	F3/L3	F3/元 (燃油版)			秦 (燃油版)	秦 (燃油版)
7.5-8	L3/G6	G6/G3/速锐	F3/S6/G6/速锐	S6/G6/速锐/G5	S6/速锐/G5	F3/宋 (燃油版)	F3/元 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)
8-8.5	L3	L3/速锐		S6/速锐	S6	元 (燃油版)			秦 (燃油版)	秦 (燃油版)
8.5-9	S6/G6/G3/F6	S6/G6/速锐	S6/G6/速锐	S6/G6/速锐/G5	S6/速锐/G5	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	E2/宋PRO (燃油版)	E2/宋PRO (燃油版)
9-9.5	L3	G6/速锐	S6/G6	S6/G6/速锐/G5	S6/G5	元 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	宋 (燃油版)
9.5-10	L3/G6/F6	G6/速锐	S6/G6	S6/G6/速锐	S6/速锐	宋 (燃油版)	S7/宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	E2/宋 (燃油版)	E2/元 (新能源)
10-10.5	F6	G6	思锐	S6/G5	S6/G5		宋 (燃油版)		宋 (燃油版)	
10.5-11	S6/G3	S6	S6/G6/思锐	S6/G6	S6/S7	S7/宋 (燃油版)	S7/宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	E2/宋 (燃油版)	E2/元 (新能源)
11-11.5			S6/思锐	S6	S6					
11.5-12	L3	G6	G6/思锐	S6/G6	S6/S7	S7/宋 (燃油版)	S7/宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	E2/宋 (燃油版)	E2/宋 (燃油版)
12-12.5			S6/思锐	S6	S6					宋 (燃油版)
12.5-13			S6		S7	S7/宋 (燃油版)	S7/宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)
13-13.5	S6	S6						秦 (新能源)		宋 (燃油版)
13.5-14			思锐		S7	S7/宋 (燃油版)	S7/宋 (燃油版)	唐 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)
14-14.5								秦 (新能源)	E2/唐 (燃油版)	E2/宋 (燃油版)
14.5-15						S7/宋 (燃油版)		秦 (新能源)	秦 (新能源)	秦 (新能源)
15-15.5			思锐					唐 (燃油版)	唐 (燃油版)	唐 (燃油版)
15.5-16								秦 (新能源)	秦 (新能源)	秦 (新能源)
16-16.5										
16.5-17								秦 (新能源)	秦 (新能源)/宋 (新能源)	秦 (新能源)/宋 (新能源)
17-17.5									秦 (新能源)	秦 (新能源)
17.5-18								秦PRO (新能源)	秦 (新能源)	秦 (新能源)
18-18.5									秦PRO (新能源)	秦PRO (新能源)
18.5-19				秦 (新能源)			秦 (新能源)	秦PRO (新能源)	秦 (新能源)	秦 (新能源)
19-19.5										
19.5-20							E5		秦 (新能源)	秦 (新能源)
20-20.5									宋 (新能源)	宋 (新能源)
20.5-21				秦 (新能源)	秦 (新能源)		E5/秦 (新能源)	秦PRO (新能源)	秦PRO (新能源)	秦PRO (新能源)
21-21.5									宋 (新能源)	宋 (新能源)
21.5-22							E5/宋 (新能源)	秦PRO (新能源)	宋 (新能源)	宋 (新能源)
22-22.5								E5	E5	
22.5-23						E5				汉
23-23.5							宋 (新能源)	E5	E5	
23.5-24						E5	秦 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)
24-24.5								秦 (新能源)		
24.5-25						E5	秦 (新能源)	唐 (新能源)		
25-25.5					唐 (新能源)	唐 (新能源)		秦 (新能源)		
25.5-26						秦 (新能源)	秦 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)
26-26.5					唐 (新能源)	唐 (新能源)		秦 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)
26.5-27						秦 (新能源)	宋 (新能源)		唐 (新能源)	唐 (新能源)
27-27.5								宋 (新能源)		
27.5-28					唐 (新能源)	唐 (新能源)	宋 (新能源)	唐 (新能源)		汉
28-28.5									唐 (新能源)	唐 (新能源)
28.5-29						秦 (新能源)			唐 (新能源)	唐 (新能源)
29.5-30							唐 (新能源)	秦PRO (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)
30-30.5						秦 (新能源)				
30.5-31										
31-31.5										
31.5-32										
32-32.5										
32.5-33								唐 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)
33-33.5										
33.5-34									唐 (新能源)	唐 (新能源)

资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

首先, 比亚迪的产品线越来越健康, 生存空间越来越宽裕, 战略主动性越来越强, 这与上文中提到的比亚迪产品层次不断提高的结论不谋而合。2011 年比亚迪的在售车型仅 11 款, 不同配置的产品仅 25 款, 本数量少的产品仅能覆盖 20 个价位段, 生存空间被挤压在 13.5 万元以下的价位段内; 2020 年, 比亚迪

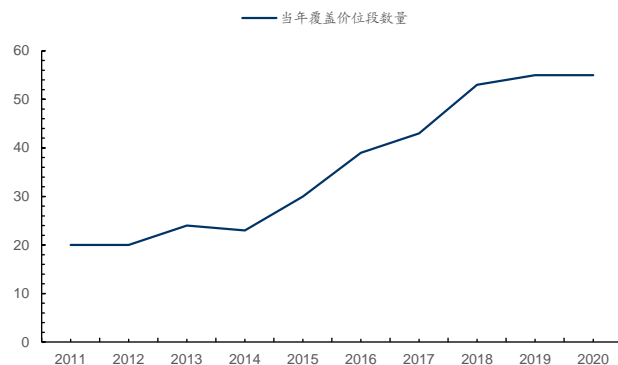
的在售车型已达 25 款，不同配置的产品达 52 款，覆盖 55 个价位段，比亚迪唐（新能源）已能触及 34 万元的天花板。直观从分布图上来看，比亚迪产品布局中密集红色区域不断向高价位段延伸，产品布局的空间大为宽松，战略主动性明显加强。

图 12: 比亚迪当年在售车型数量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

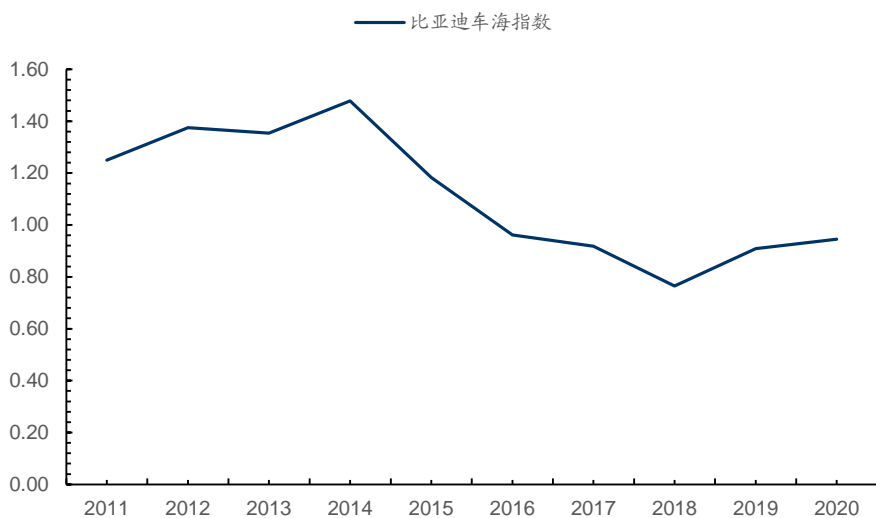
图 13: 比亚迪产品覆盖价位段数量



资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

然后，落实到车海指数本身，我们可以看到它的走势明显分为几个阶段。

图 14: 2011-2020 比亚迪车海指数变化

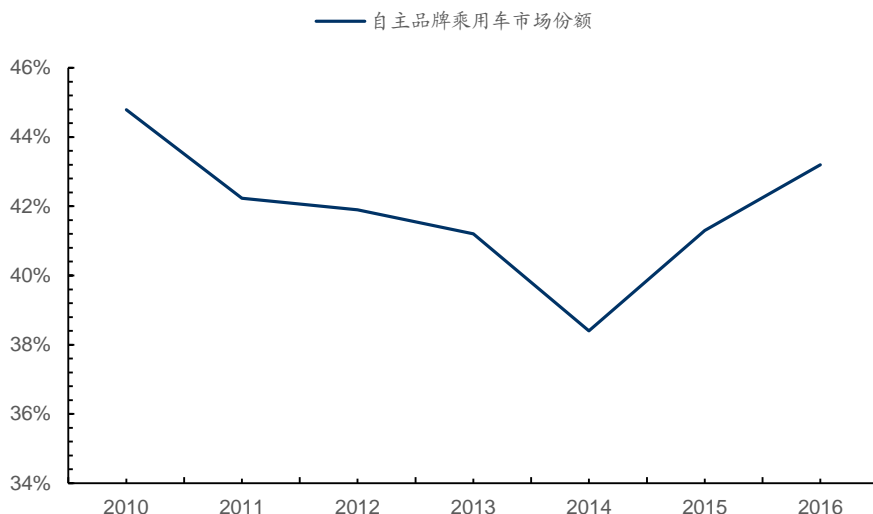


资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

2011-2014 年: 比亚迪的车海指数呈波动上升趋势，从 1.25 上升至 1.48 主要由两方面原因引起：**1) 外部环境:** 2011 年起，国家对汽车产业的鼓励政策逐步推出，部分城市陆续出台限购令，自主品牌对这些不利因素相较合资品牌更加敏感，自主品牌乘用车整体承压。2011-2014 年，自主品牌乘用车的市场份额从 42% 下降至 38%，并于 2015 年开始反弹。比亚迪作为自主品牌龙头车企，竞争环境与生存空间也受到挤压。**2) 内部应对:** 比亚迪对较为恶劣的竞争环境采取了积极的应对策略，不断推出新车型巩固市场地位，开拓市场空间。2011-2014 年，比亚迪的在售车型从 11 款增至 14 款，这些新品被迫在原有价位段激烈竞争，推高了比亚迪的车海指数。

值得一提的是，同样是外部竞争环境恶化，上文中提到的三星所采取的策略是消极削减产品线，比亚迪所采取的策略是积极推出新品勇于竞争，二者的态度差异在很大程度上为后来的兴衰埋下了伏笔。

图 15: 2010-2016 自主品牌乘用车市场份额走势

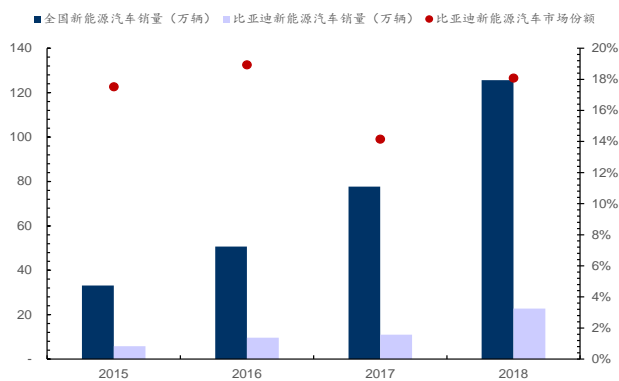


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2015-2018 年, 比亚迪的车海指数稳健下降, 从 1.18 下降至 0.76, 这一阶段是比亚迪乘用车业务的黄金时期。1) 外部环境: 2015 年开始, 中国新能源汽车呈现爆发式发展, 销量达 33.1 万辆, 同比增长 3.4 倍, 政府规划 2020 年全国电动车保有量达 500 万辆, 此后数年中国新能源汽车销量进入高速增长期, 自主品牌乘用车市场份额也触底反弹, 稳健回升。2) 内部应对: 2015-2018 年, 比亚迪的在售车型数量从 16 款增至 18 款, 在售产品数量从 35.5 款增长至 40.5 款 (出现小数的原因请参考上文提到的车海指数计算方式)。2013 年底比亚迪推出双模电动车秦, 拉开了王朝序列的帷幕; 2015 年, 比亚迪王朝系列初具规模, 同时有秦、唐、宋三款车型在销, 唐 DM 的均价达到 26.18 万元。比亚迪汽车的产品力突飞猛进, 布局空间空前辽阔, 领跑了中国新能源汽车市场。

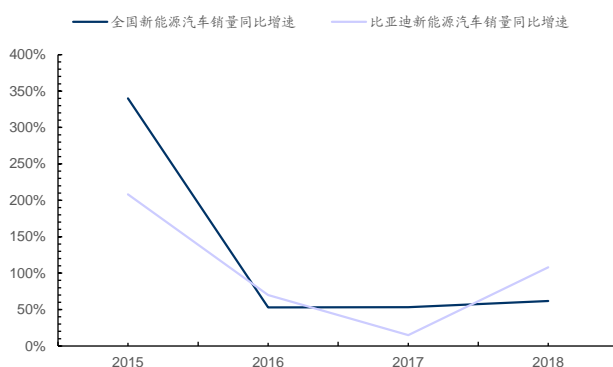
2015-2018 年, 全国新能源汽车从 33.1 万辆增长至 125.6 万辆, 年均复合增速达 55.97%; 比亚迪新能源汽车销量从 5.8 万辆增长至 22.72 万辆, 年均复合增速 57.63%。比亚迪以行业龙头的庞大体量保持着领先行业的增速水平, 新能源汽车市场占有率基本稳定于 18% 上下。

图 16: 全国新能源汽车销量、比亚迪销量及市占率



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 17: 全国新能源汽车销量及比亚迪新能源汽车销量同比增速



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

2019-至今, 比亚迪的车海指数温和回升, 从 2019 年的 0.91 增长至 2020 年的 0.95。1) 外部环境: 造车新势力崭露头角, 特斯拉 Model3、小鹏 P7、蔚来 ES8 等明星车型陆续登场, 各大车企的新品发布会密集发布, 新能源乘用车市场整体进入激烈竞争阶段, 为抢占新一轮风口, 车海战术日渐成为行业趋势; 2) 内部应对: 比亚迪积极迎接挑战, 主要在售车型从 2018 年的 18 款大幅增长至 2020 年的 25 款, 2020-2021 年更有比亚迪汉及多款 DMI 车型上市, 比亚迪新一轮强势产品周期开启, 高、中、低端各价位段全面发力, 客观推高了车海指数。

图 18: DMI 车型发布价格



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 19: 宋 PLUS DMI 上市价格



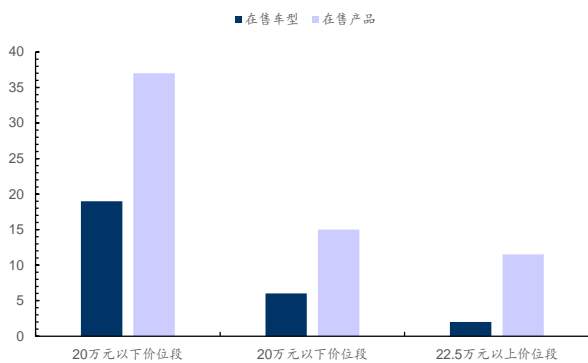
资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

最后, 回到我们的主题, 2020 年及往后几年的比亚迪, 究竟采用的是车海战术还是精品战术? 比亚迪的务实选择是, 中低端产品采用车海战术, 高端产品采用精品战术。

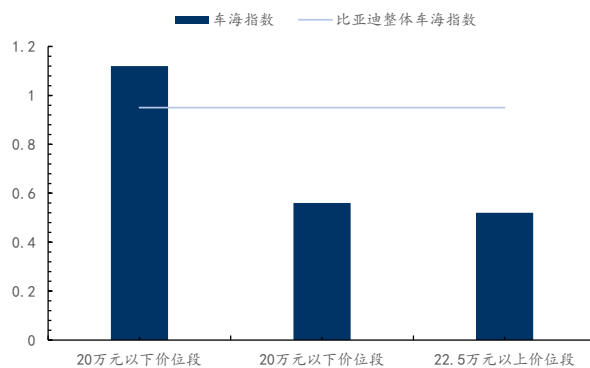
2020 年比亚迪整体的在售车型为 25 款, 在售产品为 52 款, 整体的车海指数为 0.95。具体分价位段来看, 20 万元以下价位段, 比亚迪在售车型为 19 款, 在售产品为 37 款, 覆盖 33 个价位段, 车海指数为 1.12; 20 万元以上价位段, 比亚迪在售车型为 6 款, 在售产品为 15 款, 覆盖价位段为 27 个, 车海指数为 0.56; 22.5 万元以上价位段, 比亚迪在售车型仅 2 款 (比亚迪汉与比亚迪唐), 在售产品为 11.5 款, 覆盖价位段为 22 个, 车海指数为 0.52。2020 年及以后, 从车海指数来看, 比亚迪的产品战略为在 20 万元以下价位段密集推出以 DMI 车型为代表的高性价比产品巩固阵地; 在 20 万元以上, 尤其是 22.5 万元以上价位段, 则是比亚迪汉+比亚迪唐, 一款轿车+一款 SUV, 所引领的“汉唐盛世”。

图 20: 2020 年比亚迪不同价位段车型情况

图 21: 2020 年比亚迪不同价位段车海指数



资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理



资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

分流指数: 深挖单一车型的生命周期与产品地位

上文中讨论的车海指数主要描述的是车企的整体产品布局, 那么单一车型的生命周期与产品地位该如何衡量? 单纯看一款车型全生命周期的销量走势, 我们可以预想到一个由低到高, 再由盛转衰的拱形曲线。但是, 在单一产品的生命周期内, 车企对它的重视程度是怎样的? 车企内部对它的产品力有怎样的判断? 车企在它的生命周期变化中采取了怎样的应对措施? 车企对它所覆盖的价位段抱有怎样的态度? 这些问题是单纯的销量走势数据无法回答的。我们提出了分流指数, 即在单一车型所覆盖的价位段内, 车企推出了多少款产品与之进行同类竞争, 以此来分析上述问题。

比亚迪 F3: 故事的起点, 分流指数的初步应用

F3 是比亚迪汽车的开山之作, 并在销至今, 堪称比亚迪内部的活化石。作为故事的起点, 辉煌的开端, 我们将以比亚迪 F3 为例对分流指数的应用作初步阐释。从销量走势来看,

- 1) 2006-2008 年, 比亚迪 F3 处于导入期, 比亚迪 F3 的销量从 5.4 万辆增长至 13.7 万辆;
- 2) 2008-2010 年, 比亚迪 F3 处于发展期, 销量从 13.7 万辆增长至 26.4 万辆;
- 3) 2011-2015 年, 比亚迪处于成熟期, 销量逐渐从 18.4 万辆下滑至 14.3 万辆;
- 4) 2016-2020 年, 比亚迪 F3 处于衰落期, 销量从 13.0 万辆下滑至 1.0 万辆。

图 22: 比亚迪 F3 历年销量与生命周期



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

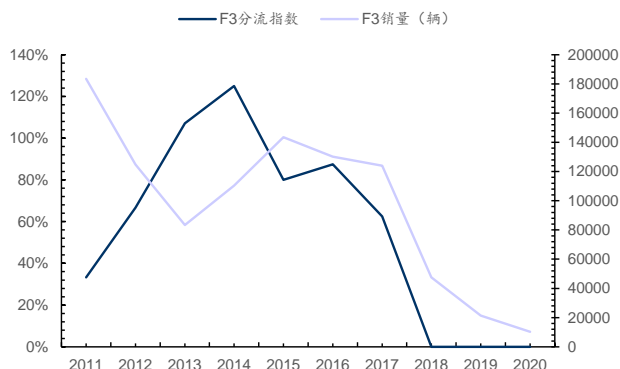
我们从分流指数来看:

1) 2011 年的比亚迪 F3 刚走过发展期, 处于成熟期开端, 产品力下滑的问题尚不明显, 比亚迪整体的强势价位段也刚刚从 5 万元以下提升至 5-10 万元。此时的 F3 独享 5-5.5 万元以及 6.5-7 万元两个价位段, 分流指数为 33%, 依旧在产品矩阵中保持着较高地位, 面临的同类竞争相对温和;

2) 2012-2014 年, 比亚迪 F3 的销量进一步下滑, 比亚迪开始采取应对措施。2012 年比亚迪首先采取的策略是对 F3 进行降价, 将 F3 推进了 5 万元以下价位段, 与该价位段原有的车型 F0 短兵相接, F3 独享的价位段仅剩 5.5-6 万元一个, 分流指数上升至 67%, F3 的销量开始暴跌; 2013 至 2014 年, 比亚迪发现单纯地降价没能挽救 F3 的销量, 开始增加 F3 的配置类型, 扩大 F3 的覆盖价位段, 并同时布局 L3/G3/G5/速锐/S6/G6 等多款产品与 F3 同类竞争, 本质上既是进一步尝试提振 F3 的销量, 又同时安排新的产品替补 F3 在原有价位段的统治力, F3 在比亚迪产品矩阵中的地位逐步下降;

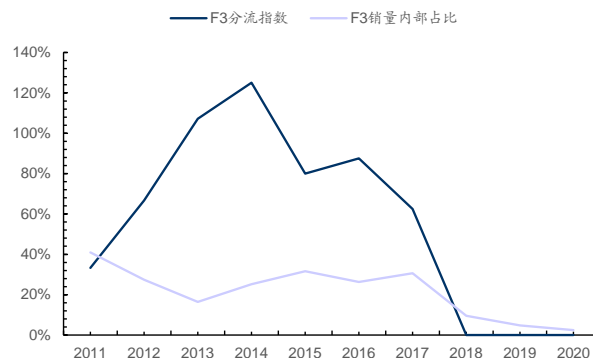
3) 2015-至今, F3 的销量持续下降, 分流指数也在稳健下降, F3 在 2016-2017 年短暂失去独享价位段后, 2018 年起又获得了数个独享价位段。但今非昔比, 此时的比亚迪整体的强势价位段已经跃升至 10-15 万元, 对 F3 所代表的低价位段失去了兴趣, 产品矩阵的重点整体向 10 万元以上价位段偏移。F3 作为一款经典车型, 从某种程度来说, 独自留守在了 5 万元以下价位段。

图 23: 比亚迪 F3 的分流指数与销量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 24: 比亚迪 F3 的分流指数与内部销量占比



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

纵览比亚迪 F3 的分流指数、销量与内部销量占比, 我们可以看到, 它们呈现非常直观的反向走势。这种强烈的负相关关系体现在, 一方面, F3 的销量下降迫使比亚迪推出新品替代它在原有价位段的市场份额; 另一方面, 在同一价位段内车企的号召力不是无限的, 新品的同类竞争进一步加速了 F3 的销量下降。这一相互作用关系直到 F3 所在的价位段对比亚迪失去战略重要性而停止。

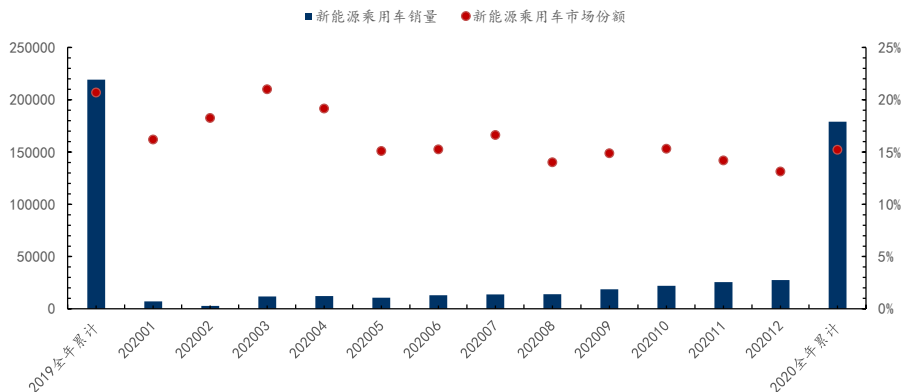
比亚迪汉: 应时而生, 一鸣惊人

大名鼎鼎的比亚迪汉早已引来无数研报的关注与分析, 在此, 我们将暂时抛开千篇一律的配置对比, 结合分流指数, 从产品经理的角度讨论比亚迪汉对于比亚迪整个品牌的历史性价值。

诞生背景: 上一轮产品周期已近尾声, 高端产品已显疲态

2019-2020H1, 对比亚迪的新能源乘用车业务来说是面临挑战的时期。首先从宏观经济环境来看, 上半年疫情对汽车行业施加了无差别打击, 汽车产销同比下滑 17%。其次从具体的市场格局来看, 上文中已经提到, 密集的新车发布会昭示着整个行业在向车海战术倾斜。理想 one 于 2019 年 10 月上市, 特斯拉 Model3 于 2020 年 1 月上市, 小鹏 P7 于 2020 年 4 月上市, 蔚来 ES6 于 2020 年 5 月上市, 国内外造车新势力的强势车型纷纷登陆国内市场。而比亚迪正处于相对弱势的产品周期, 新能源乘用车的销量和市场份额都受到一定程度的蚕食。2020 年全年, 比亚迪新能源乘用车销量为 17.9 万辆, 同比下降 18.37%; 市占率 15.2%, 较去年下降 5.5pct (此处依照销量快报数据)。

图 25: 比亚迪新能源乘用车销量及市占率

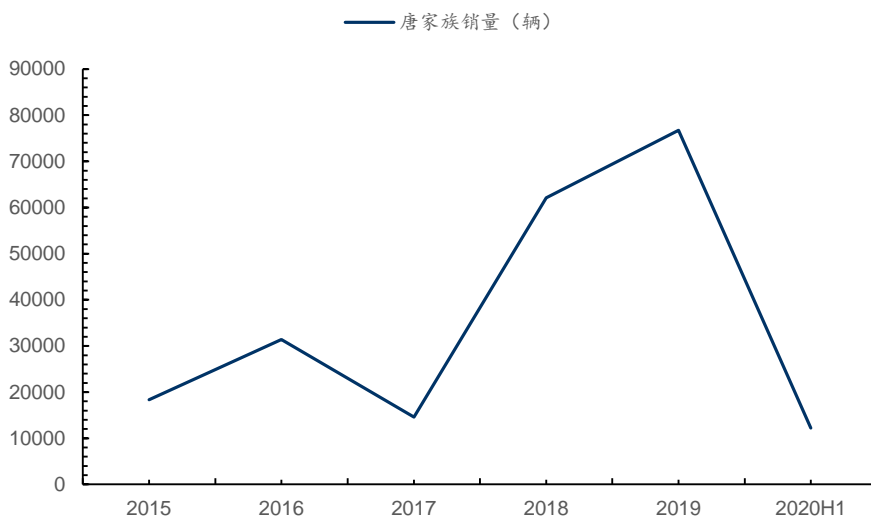


资料来源: 公司公告, 乘联会, 国信证券经济研究所整理

从中低端车型来看, 2020 年上半年, 比亚迪高度依赖宋 PRO (均价 10.99 万

元)和秦 EV (均价 15.24 万元)两款车型,这两款分别上市于 2019 和 2016 年的车型合计占据了 2020 年上半年比亚迪整体销量的 53%。从高端车型来看,2015 年比亚迪发布唐(新能源)进军 25 万元以上价位段的高端市场。2019 年,唐家族的 3 款车型合计销量为 7.7 万辆,占内部乘用车销量的比重为 17%。可是到了 2020H1,唐家族的销量已尽显疲态,整个上半年合计销量仅 1.2 万辆,占内部乘用车销量的比重仅为 8%,这一数据即使是在疫情之下也显得过低。尤为关键的是,上文中我们已经提到,一款车型的产品力下降时,车企应布局其它车型在该价位段替补市场份额,并引发该车型的分流指数上升。但是,在 20 万元以上价位段,2020H1 的比亚迪唐(新能源)分流指数为 0%,这意味着困守高端市场的唐(新能源)成为了比亚迪在该价位段的“独苗”。

图 26: 2015-2020H1 唐家族销量

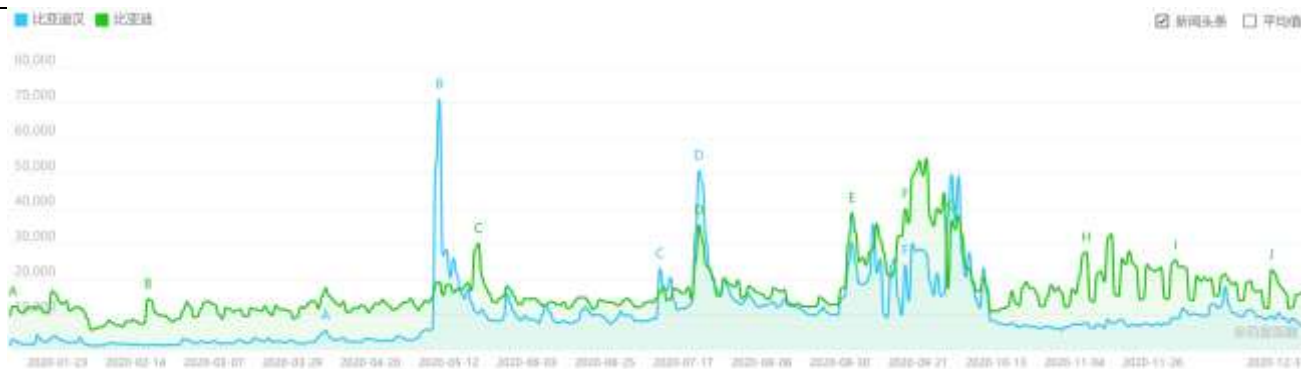


资料来源:乘联会,国信证券经济研究所整理

横空出世: 现象级产品诞生, 从热度到销量的全面引爆

话题热度: 汉的成功首先从其热度开始说起, 比亚迪汉于 2020 年 7 月上市, 我们截取比亚迪汉与比亚迪 2020 年全年的百度指数, 可以看到在 2020 年 5 月、7 月及 10 月, 比亚迪汉一款车型的搜索指数多次超越比亚迪整个品牌的搜索指数, 取得了前所未有的关注度。

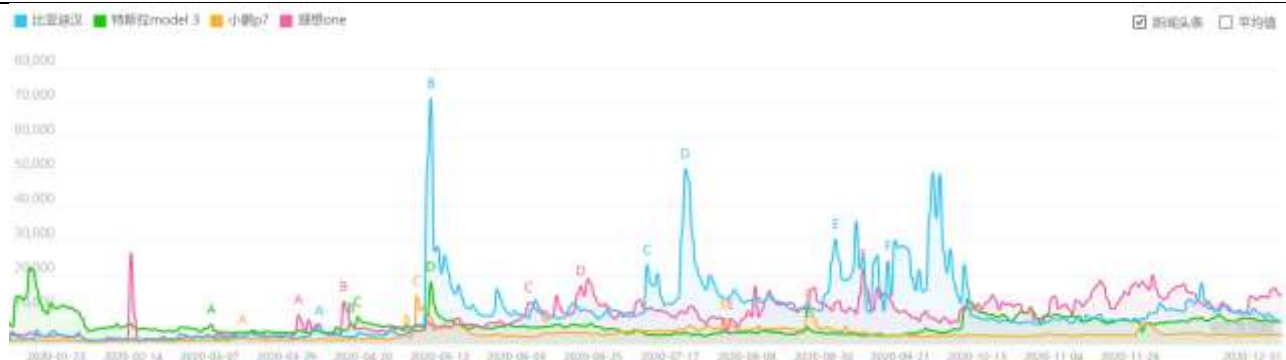
图 27: 比亚迪汉与比亚迪搜索指数对比



资料来源:百度指数,国信证券经济研究所整理

横向对比, 2020 年 5 月-10 月, 比亚迪汉的百度搜索指数遥遥领先特斯拉 Model3、理想 ONE、小鹏 P7 等造车新势力的主打产品。

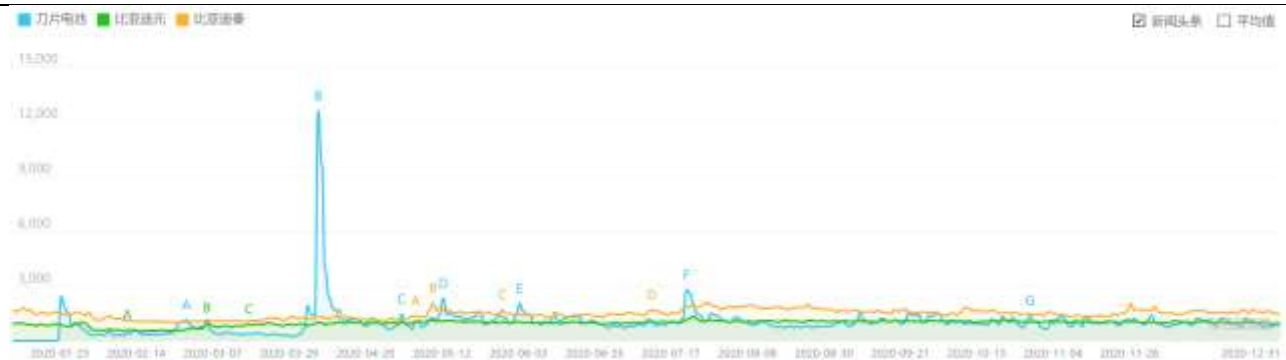
图 28: 比亚迪汉与其它车型的百度指数对比



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

更进一步看, 比亚迪汉率先搭载的关键零部件——刀片电池, 其百度搜索指数甚至在整个 2020 年与比亚迪秦、比亚迪元等终端车型不相上下, 并在 2020 年 3 月至 4 月大幅领先。

图 29: 刀片电池的搜索指数比较



资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

商业模式: 比亚迪汉在商业模式上的意义在于, 比亚迪汉与刀片电池相互成就, 刀片电池为比亚迪汉增加了产品力, 比亚迪汉为刀片电池做了最好的代言。这一模式类似于三星 S6 Edge 率先采用曲面屏, 同时为手机业务和面板业务实现了双赢。在比亚迪的 2020 年业绩发布会上, 公司宣布将在主力车型上全线切换刀片电池, 并于 2021 年大力投资扩建刀片电池的产能。

表 6: 纯电刀片电池产能规划

生产基地	刀片电池规划产能
重庆	22GWH
贵阳	6GWH
长沙	6GWH
合计	33GWH

资料来源: 国信证券经济研究所预测

产品布局: 比亚迪汉的售价在 21.98-27.95 万元之间, 它的热销有力巩固了比亚迪在高端市场的地位, 缓解了唐家族“独守”高端市场的产品压力, 对比亚迪来说, 是一次在高端市场产品布局的重大优化。

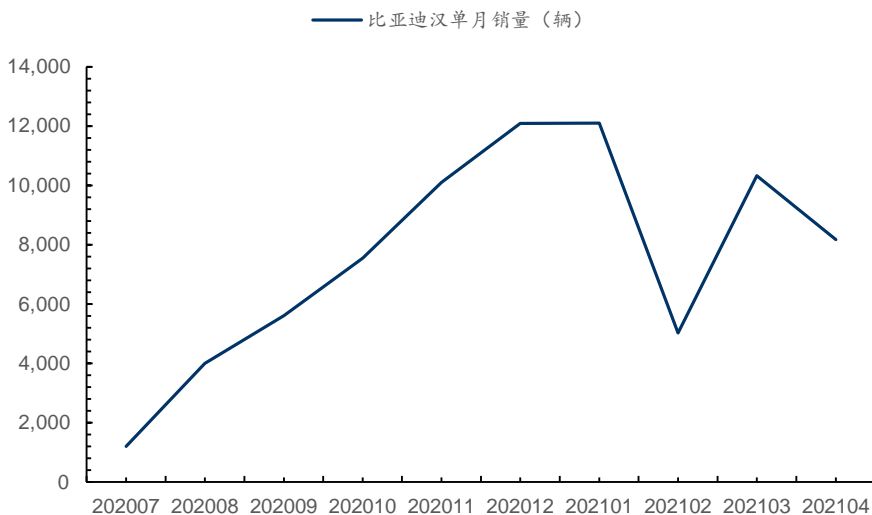
图 30: 比亚迪 2020 年产品布局 (汉标黄色)

价位段 (万元)	3.5-4	4-4.5	4.5-5	5-5.5	5.5-6	6-6.5	6.5-7	7-7.5	7.5-8	8-8.5	8.5-9	9-9.5	9.5-10	10-10.5	10.5-11	11-11.5	11.5-12	
		F3				秦 (燃油版)	宋 (燃油版)	秦 (燃油版)	宋 (燃油版)	秦 (燃油版)	E2/宋 PRO (燃油版/元 (新能源))	宋 (燃油版)	E2/元 (新能源)		E2/元 (新能源)		E2/宋 (燃油版)/元 (新能源)	
	12-12.5	12.5-13	13-13.5	13.5-14	14-14.5	14.5-15	15-15.5	15.5-16	16-16.5	16.5-17	17-17.5	17.5-18	18-18.5	18.5-19	19-19.5	19.5-20	20-20.5	
	宋 (燃油版)	秦 (新能源)/宋 (燃油版)	宋 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)/元 (新能源)	E2/宋 (燃油版)/唐 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)	唐 (燃油版)	秦 (新能源)/唐 (燃油版)		秦 (新能源)/宋 (新能源)/唐 (燃油版)	秦 (新能源)	秦 (新能源)/宋 (新能源)	秦 PRO (新能源)	秦 (新能源)/宋 (新能源)	秦 (新能源)	秦 (新能源)	秦 PRO (新能源)	
2020年产品布局	宋 (新能源)		宋 (新能源)/汉		汉		唐 (新能源)/汉					唐 (新能源)	唐 (新能源)	唐 (新能源)		汉	唐 (新能源)	唐 (新能源)
	29.5-30	30-30.5	30.5-31	31-31.5	31.5-32	32-32.5	32.5-33	33-33.5	33.5-34									
	唐 (新能源)						唐 (新能源)	唐 (新能源)										

资料来源: 乘联会, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

销量数据: 落实到销量来看, 比亚迪汉自 2020 年 7 月至 2021 年 4 月, 月均销量 7619 万台, 并于 2020 年 11 月-2021 年 1 月、2021 年 3 月这 4 个月实现了单月销量破万。2021 年 4 月, 比亚迪汉单月销量 8177 辆, 仍保持热销, 预计 2021 年全年销量有望达到 9 万辆。

图 31: 比亚迪汉单月销量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

成功原因: 比亚迪汉是比亚迪新一轮强势产品周期的前哨旗舰, 吹响了比亚迪 2021 年在新能源乘用车领域强势反击的号角。我们认为, 这款产品的突破性成功主要因为以下原因:

1) **酷炫的外形设计:** 汉 EV 的前脸造型来自于 E-SEED GT 概念车首创的“EV Dragon Face”设计语言。由于纯电动车前舱内部结构的变化, 汉 EV 采用了更加简洁大气的跑车化曲面设计。整车的侧脸由清晰明快的车身线条、饱满富有张力的曲线、转折起伏律动良好的腰线组成, 为“汉”实现 0.233 的超低风阻系数提供了助力。汉 EV 的尾部设计多以横向线条组建, 整车造型轻快流畅, 在大面积的色块划分上, 比例拿捏的十分精准。整车侧围与车尾的过渡清晰明确,

让气流能够在拐角处果断分离，有效降低空气阻力，搭配上微微翘起的尾部，显著增强车身的下压力，足以看出“汉”在外观设计上的精准把控。根据搜狐汽车的报道，比亚迪汉的前脸未来有望成为比亚迪纯电车型的专属前脸。

图 32: 比亚迪汉的前脸



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

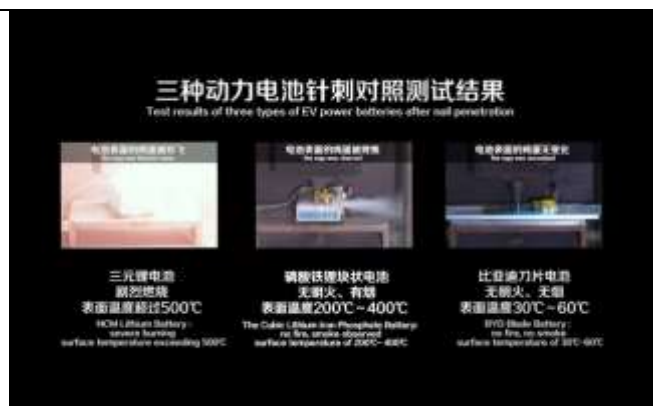
图 33: 比亚迪汉的腰线



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

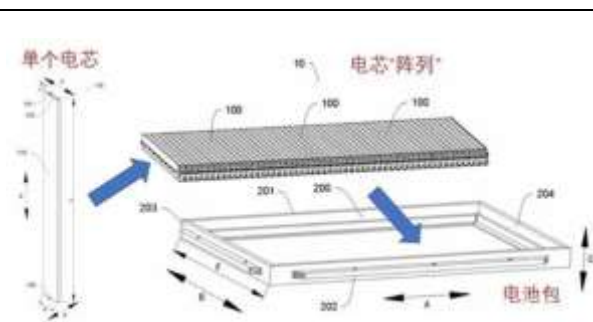
2) 刀片电池的优异性能:“刀片电池”通过结构创新，在成组时可以跳过“模组”，大幅提高了体积利用率，最终达成在同样的空间内装入更多电芯的设计目标。相较传统电池包，“刀片电池”的体积利用率提升了 50%以上，也就是说续航里程可提升 50%以上，达到了高能量密度三元锂电池的同等水平。同时，刀片电池在针刺实验中表现优秀，基本杜绝了动力电池自燃的风险。

图 34: 针刺试验结果对比



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 35: 刀片电池的基本结构



资料来源: 第一电动网, 国信证券经济研究所整理

3) 自主技术的营销优势:在比亚迪汉的几项关键零部件中，刀片电池和高性能 SIC 模块都是完全自主研发、自主生产，作为自主品牌突破核心技术的代表性成果，天然具备巨大的营销价值。更加锦上添花的是，比亚迪汉还搭载了另一个掌握核心技术的龙头企业——华为的 5G 与车机互联技术，并成功邀请到了华为高管参与比亚迪的发布会，可以在现有的竞争对手中将自主品牌、自主技术的概念发挥到极致。

图 36: 比亚迪汉搭载华为 HiCar 生态应用



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

4) 产品布局避免了客户分流: 我们统计了 2020 年比亚迪在售主力车型的所有配置及售价, 每 5000 元划分一个价位段, 可以清晰地看到, 比亚迪汉只在 2 个价位段上分别与宋、唐重叠, 其余价位段都是由汉独享。而且, 宋和唐都是 SUV, 汉是轿车, 相互之间的直接竞争不会非常激烈。比亚迪在产品布局上给予了汉极大的优待, 避免了汉的目标客户被其它车型分流, 2020 年汉的分流指数仅为 25%。

历史地位: 对于一款尚处于生命周期前半段的车型来说, 现在讨论它的历史地位似乎为时过早。但是, 即使仅仅着眼于比亚迪汉目前已经取得的成就, 我们也可以说, 它是天选之子, 中国汽车工业首款月销破万的高端 C 级轿车。

立足终端: 乘用车业务是研究比亚迪的核心

本文是比亚迪系列报告的第二篇, 专注于从行业、产品、战略等方面研究和探讨比亚迪的乘用车业务。早在 2019 年 5 月, 我们就发布了比亚迪系列报告的第一篇——《锐意进取、“王朝”降临》, 对比亚迪的基本面做了全面的介绍和分析。时隔 2 年, 汽车行业电动智能化的发展程度早已不可同日而语, 软件定义汽车日益成为主流观点。与此同时, 比亚迪自身也持续推进供应链市场化战略, 以半导体为代表的相关业务也有分拆上市的意向。2021 年 5 月, 比亚迪正式公告《比亚迪股份有限公司关于分拆所屬子公司比亚迪半导体有限公司至创业板上市的预案》, 进一步吸引了市场的强烈关注。

近年来, 受动力电池、半导体上市公司高估值的影响, 市场对比亚迪的关注度也越来越多的从乘用车业务向动力电池、半导体、软件等汽车零部件的方向转移。我们认为, 对于比亚迪这种产业链垂直整合、业务覆盖范围广、各子板块价值高的龙头企业, 抓住其核心产品、明确其核心业务是深入研究比亚迪的首要前提。基于以下原因, 我们相信, 研究比亚迪的核心, 就是它的乘用车业务:

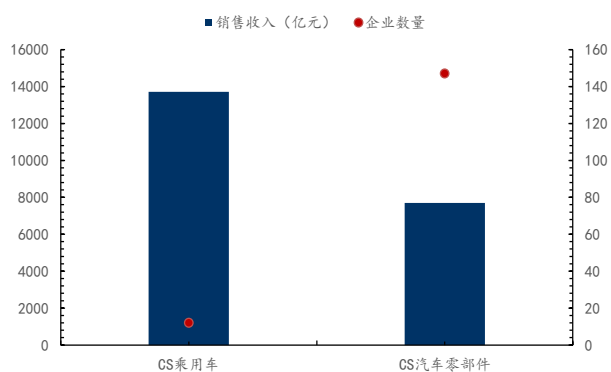
- 1) 体量即是实力: 整车业务具有全面的规模优势;
- 2) 产品即是广告: 终端产品是连接企业与消费者的核心渠道;
- 3) 集成即是壁垒: 高度集成的智能汽车日益走向寡头格局;
- 4) 高端即是机遇: 自主品牌高端化势不可挡, 潜藏的利润与空间不容错过;

体量即是实力: 整车业务具有全面的规模优势

行业端: 乘用车对汽车零部件在收入、利润、产业链地位上的突出优势

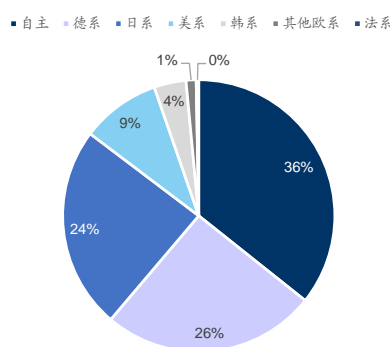
从收入规模来看，乘用车是终端产品，是各种软硬件、零部件的集成产品，天然具备巨大的体量优势。2020年，中信CS汽车行业中，乘用车企业仅12家，汽车零部件企业147家。但是，CS乘用车的销售收入为1.37万亿元，CS汽车零部件的销售收入为0.77万亿元，12家乘用车企业的销售收入是147家汽车零部件企业的接近2倍。值得注意的是，国内的乘用车行业大部分市场份额仍然由合资或外资品牌占据，根据乘联会的数据，2020年自主品牌乘用车的零售市场份额仅35.7%，合资及外资品牌的零售市场份额为64.3%。外资及合资品牌的销售收入通常不会计入国内乘用车企业的销售收入中，也就是说，国内147家汽车零部件企业向整个汽车行业供货，取得的销售收入，仅是国内12家乘用车企业（零售市场份额大约36%）的销售收入的大约56%。

图 37: CS 乘用车与 CS 汽车零部件数量与收入对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

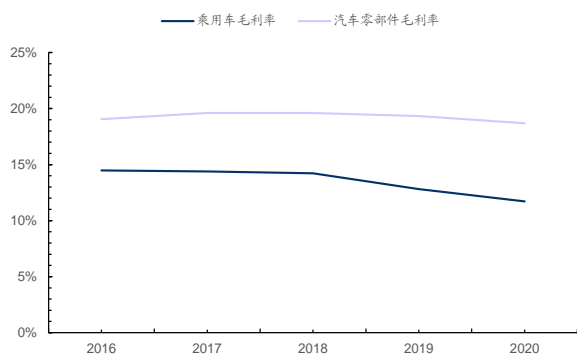
图 38: 2020 年各国别品牌乘用车零售市场份额



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

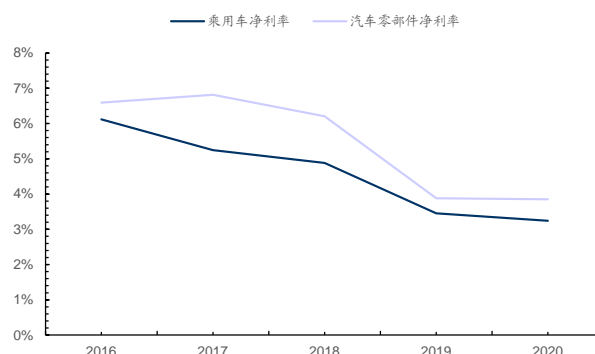
从归母净利润来看，乘用车企业碾压性的规模优势足以反超利润率上的微小差距。2020年，CS乘用车企业归母净利润为335.24亿元，CS汽车零部件的归母净利润为252.37亿元，12家乘用车企业的归母净利润是147家汽车零部件企业的大约1.3倍。利润端的指标除归母净利润外，毛利率和净利率同样值得探讨。2020年，CS乘用车的毛利率和净利率分别为11.72%和3.24%，CS汽车零部件的毛利率和净利率分别为18.69%和3.85%。乘用车行业与汽车零部件行业，毛利率差距为6.97pct，但是净利率差距仅为0.61pct。我们认为，乘用车企业巨大的规模优势可以有效分摊各类管理成本和期间费用，大幅降低了乘用车行业与汽车零部件行业之间的利润率差距，然后再通过收入规模的碾压性优势获得利润总额的绝对领先。

图 39: CS 乘用车与 CS 汽车零部件毛利率对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 40: CS 乘用车与 CS 汽车零部件净利率对比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从产业链地位来看，垂直整合的方向往往是自下而上，而非自上而下。纵向观察汽车行业的发展历史，韩国现代集团旗下的现代汽车业务开始于 1967 年，从事汽车零部件业务的现代摩比斯则成立于 1977 年；日本丰田集团旗下的汽车业务开始于 1933 年，从事汽车零部件业务的电装及爱信精机则成立于 1949 年；近年来，长城汽车自研蜂巢电池，特斯拉自研智能驾驶芯片并公开表示计划自研自产 4680 电池，大众与吉利都有明确的自建动力电池产能的规划。整车企业向上游零部件业务整合在过去、现在及可见的未来都是汽车行业发展的常态，上游零部件企业计划拓展或整合下游整车业务的案例却鲜有耳闻。

图 41: 长城汽车旗下的蜂巢电池



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 42: 马斯克发布特斯拉自研电池技术



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

横向观察其它行业的发展规律，以手机行业为例，芯片是技术壁垒最高、产业链话语权最强的零部件，并孕育了高通这样的科技巨头，超强的议价能力与知识产权壁垒一度在业内兴起了“高通税”的说法。可是上游零部件的利润空间有多大，下游终端厂商的应对就有多坚决。苹果自 2008 年开始自研芯片，于 2010 年推出首款自研芯片；三星在获得 ARM 授权后开始自研芯片，并于 2011 年推出 Exynos 芯片；华为则自研麒麟芯片，成为 mate 系列与 P 系列等旗舰机型的主打卖点；小米、OPPO、VIVO 也都有明确的芯片自研计划。上游零部件厂商有可能在某一产业阶段，凭借一定的先发优势和技术积累获得产业链上的强势地位，但是当下游终端厂商获得较为稳定的市场份额与经营利润后，有能力的终端巨头必然会携巨大的规模优势对产业链上的高附加值环节进行垂直整合，并且话语权越强的环节，被垂直整合的优先级越高。

图 43: 华为自研麒麟芯片



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 44: 苹果自研 A 系列芯片



资料来源: 搜狐新闻, 国信证券经济研究所整理

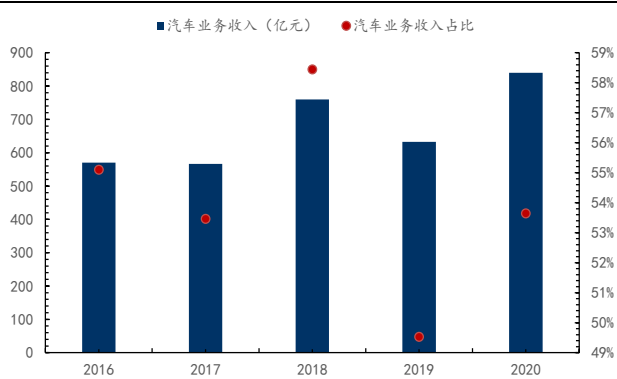
下游终端车企供应集成产品, 与上游零部件厂商相比, 技术体系更加全面, 收入规模、利润规模、资产规模更加庞大, 有能力通过终端业务获取的丰厚利润反哺零部件细分技术的研发, 突破技术壁垒。整车业务的规模优势大到一定程度后, 只要时间充裕, 完全可以突破高附加值零部件的技术壁垒。

公司端: 汽车业务举足轻重, 可有效分摊研发成本

由于比亚迪没有单独分拆乘用车业务的财务数据, 从销量端来看, 乘用车业务的规模体量远远超过商用车业务, 因此我们直接对汽车业务的相关数据进行分析。

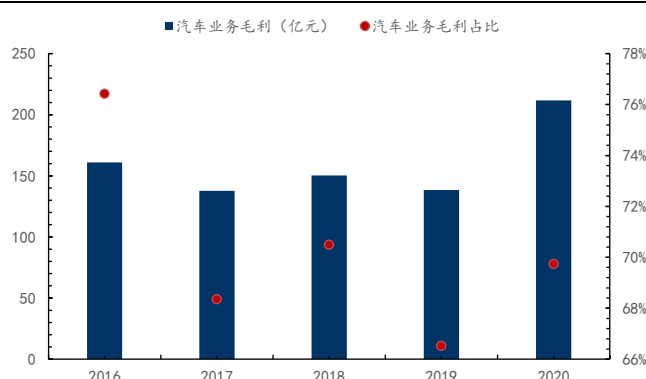
汽车业务的主营地位: 从收入来看, 2016-2020 年, 比亚迪汽车业务的销售收入从 570 亿元增长至 840 亿元, 年均同比增长率为 10.17%; 汽车业务的销售收入占比最高为 58%, 最低为 50%, 平均占比 54%。从毛利来看, 2016-2020 年, 比亚迪汽车业务的毛利贡献从 161 亿元增长至 212 亿元, 年均同比增长率为 7.07%; 汽车业务的毛利占比最高为 76%, 最低为 67%, 平均占比 70%。从收入角度和毛利角度来看, 比亚迪的汽车业务占比始终在 50% 以上, 是毋庸置疑的主营业务, 对整个公司的发展具有举足轻重的影响力。

图 45: 2016-2020 汽车业务收入及占比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 46: 2016-2020 汽车业务毛利及占比

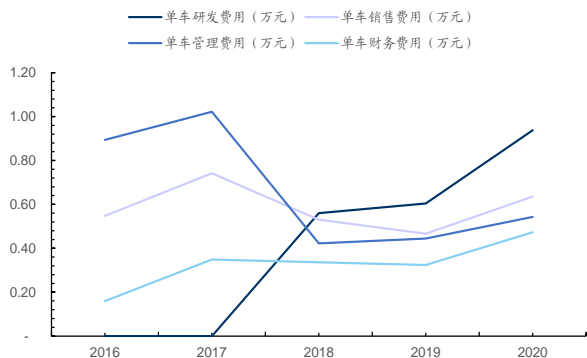


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

汽车业务分摊成本: 2020 年, 比亚迪汽车业务销售收入为 840 亿元, 占比 54%; 总四费金额 206 亿元, 按照销售收入占比分摊四费, 则归集于汽车业务的四费合计金额大约为 111 亿元。2020 年比亚迪的汽车销量为 43 万辆, 单车售价为 20 万元, 汽车业务的毛利率为 25%。具体分拆来看, 单车研发费用 9400 元, 单车销售费用 6400 元, 单车管理费用 5400 元, 单车财务费用

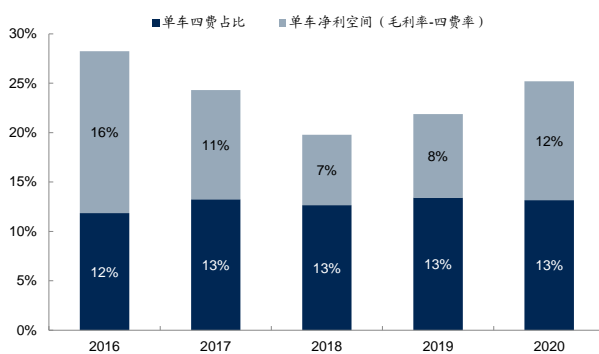
4700 元，将庞大的四费金额分摊到每一辆车身上，则单车四费金额合计仅为 2.59 万元，占售价的比重仅为 13%，25%的毛利率在覆盖四费之后仍有 12% 的利润空间。按照现在业内常说的“硬件不赚钱，软件盈利”的策略，比亚迪的汽车业务仍有 12% 以上的战略回旋空间，有充分的能力支撑各种类型的研发投入、营销手段与产品策略，这就是乘用车业务的规模效应。

图 47：2016-2020 比亚迪单车四费金额



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 48：2016-2020 比亚迪单车四费率及净利率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

比亚迪的垂直整合：2020 年，比亚迪成立五家“弗迪系”子公司，即弗迪电池、弗迪视觉、弗迪科技、弗迪动力和弗迪模具，分别从事动力电池、车灯、半导体、底盘、模具等业务，标志着比亚迪的产业链垂直整合战略迈入新的阶段。

表 7：比亚迪成立 5 家弗迪系公司

公司	主营业务
弗迪电池有限公司	主要从事消费电子电池、动力电池、储能电池的研发生产；
弗迪视觉有限公司	主要从事车用照明及信号系统的研发生产；
弗迪科技有限公司	主要从事汽车电子及底盘的研发生产；
弗迪动力有限公司	主要从事燃油车动力总成及新能源动力系统的研发生产；
弗迪模具有限公司	主要从事模具的研发生产。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

产品即是广告：终端产品是连接企业与消费者的核心渠道

行业端：终端企业普遍拥有远超零部件企业的品牌影响力

近年来，汽车产品作为一种消费品的属性越来越明显，广告营销的重要性也越来越得到重视。根据微车大数据研究院发布的《2018-2019 中国汽车行业大数据报告》，汽车的销售模式除传统 4S 店以外，品牌自建直销店面、汽车超市、汽车金融租赁等模式也迅速崛起，汽车的营销手段向着投放渠道垂直化、广告服务产品化、营销触达精准化的方向发展。

图 49: 汽车交易模式多样化



资料来源: 微车大数据研究院, 国信证券经济研究所整理

图 50: 汽车营销手段发展趋势



资料来源: 微车大数据研究院, 国信证券经济研究所整理

然而, 容易被忽视的是, 终端产品本身, 就是最好的广告宣传和营销手段, 终端产品是连接企业与消费者的核心渠道。零部件企业只能藉由终端产品与消费者发生联系, 经过多个环节最终触达消费者的过程必然伴随着巨大的信息损失, 由此产生的零部件企业与终端企业之间的品牌知名度和影响力的差距几乎是不可逾越的。

从汽车行业来看, 大众在国内家喻户晓, 博世的知名度却相去甚远; 丰田在国内声名远扬, 电装的知名度却天壤之别。我们截取 2016-2020 年的百度指数, 可以清晰地看到整车龙头和零部件龙头之间的影响力差距。

图 51: 大众与博世的搜索指数对比



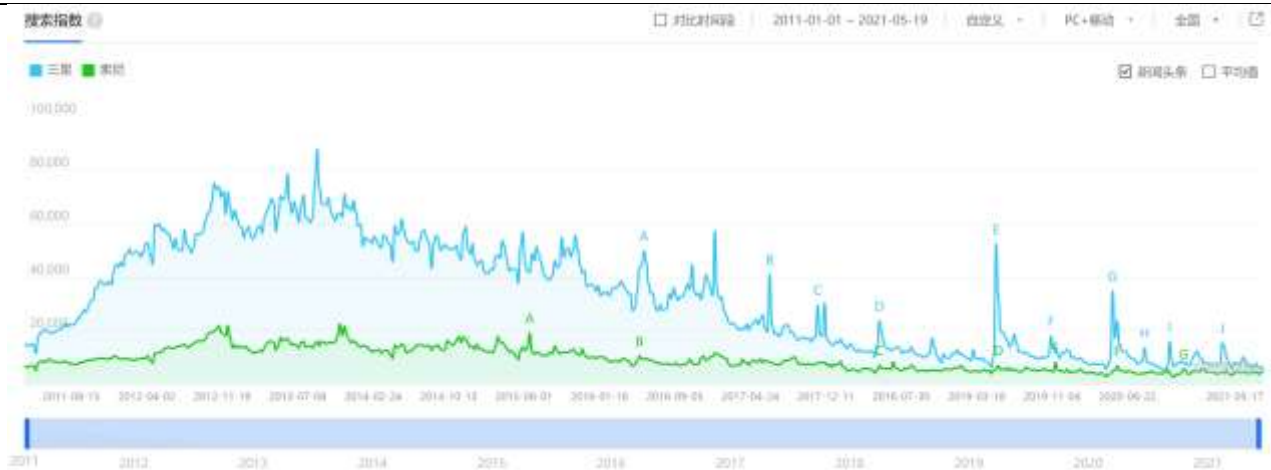
资料来源: 百度指数, 国信证券经济研究所整理

公司端: 终端产品的竞争力是品牌影响力的根基

从企业角度来看, 由于消费业务经营不利, 而从终端企业退化为零部件企业的公司, 无不面临着品牌影响力的暴跌。这方面经典的反面教材就是手机领域的索尼和三星, 它们分别是全衰退和半衰退的典型。二者都是逐步从智能手机终端业务逐步衰退为某一细分零部件的生产商, 只不过索尼的消费电子业务衰退的更加彻底, 三星则在海外智能手机市场仍保留一定的影响力。三星的有趣之处在于, 从财报来看, 三星电子的主要利润主要由面板、半导体等业务贡献, 总支出也主要投向这些零部件业务, 三星本质上已经从产业链终端向上游零部件退化, 但是它的消费电子产品仍然在全世界保留相当的份额及影响力, 因此可算作半衰退的典型。时至今日, 索尼和三星在手机镜头、屏幕、半导体等零

部件赛道上仍然是龙头企业，但是品牌影响力却一落千丈。三星的搜索指数大约是从 2014 年开始由盛转衰。而根据 IDC 的数据，2014 年正是小米逆袭三星成为中国手机市场第一的历史性年份。对比三星和索尼的百度搜索指数，它们之间的指数差距随着终端业务的差距而逐渐拉大，近年来又随着终端业务在中国市场双双出局而复归重合。

图 52: 2011-2021.05 三星与索尼的百度指数走势



资料来源:百度指数, 国信证券经济研究所整理

从比亚迪本身来看，比亚迪汉和刀片电池作为汽车业务和动力电池业务的明星产品，对比它们高峰期的搜索指数，差距接近 10 倍。比亚迪的搜索指数与动力电池、半导体行业的其它龙头企业相比，也都具有显著的优势。汽车作为直达消费者的终端产品，本身就是最好的广告。汽车业务是比亚迪品牌知名度与影响力的核心基础，是比亚迪树立品牌形象的最有力武器。

图 53: 比亚迪汉与刀片电池的搜索指数对比



资料来源:百度指数, 国信证券经济研究所整理

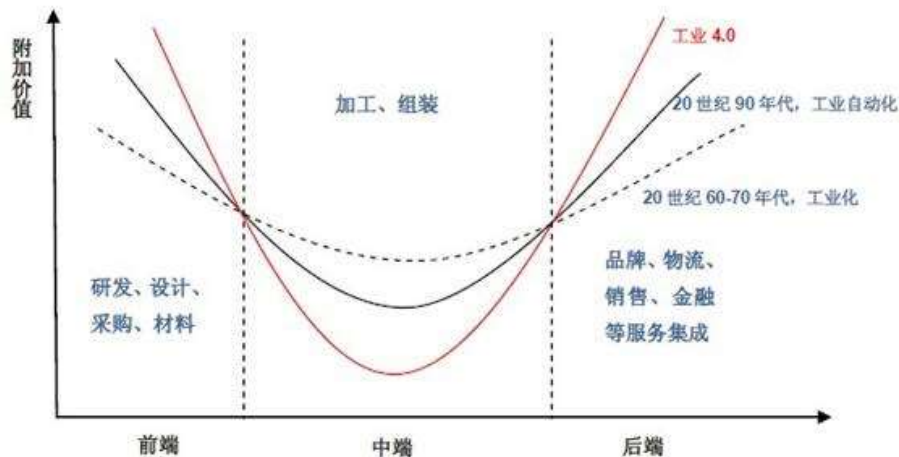
集成即是壁垒：高度集成的智能汽车本身就具有极高的门槛

行业端：集成度越高，寡头垄断的趋势越强

在传统印象中，以发动机、半导体、动力电池为代表的高精尖零部件拥有极高的技术壁垒或投资壁垒，由此带来强势的产业链地位和寡头垄断的市场格局。至于下游终端产品的设计、集成与生产，则往往被视为低技术、低附加值的环

节。然而，这一传统印象并不符合事实。首先，终端厂商不仅负责组装和生产，更掌握了品牌营销与产品服务，这些活动本身就拥有巨大的利润空间，著名的“微笑曲线”已经作了简单明了的展示。其次，随着终端产品的智能化程度越来越高，集成越来越多的功能，产品本身的设计与集成也会逐步演化出极高的技术壁垒与产能壁垒，终端产品的集成度提高同样会带来寡头垄断的市场格局。

图 54：微笑曲线

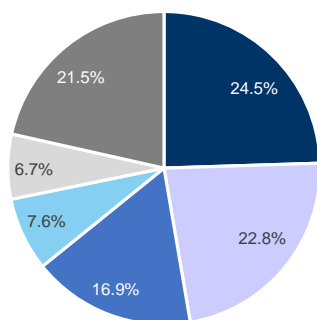


资料来源：搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

以消费电子为例，全球 PC 市场（台式机、笔记本电脑和 workstation）在经过多年发展后，市场格局已经非常稳定。根据 Canalsy 的数据，前三大终端厂商（联想、惠普、戴尔）的合计市场份额 2020 年和 2019 年的市场份额分别为 64.2% 和 65.3%，龙头企业联想的市场份额分别为 24.5% 和 24.3%。

图 55：2020 年全球 PC 市场格局

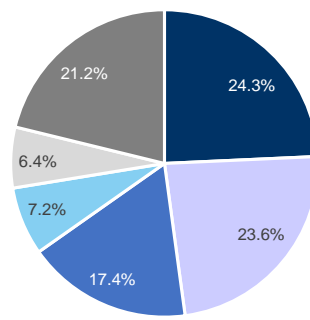
■ 联想 ■ 惠普 ■ 戴尔 ■ 苹果 ■ 宏碁 ■ 其它



资料来源：Canalys，国信证券经济研究所整理

图 56：2019 年全球 PC 市场格局

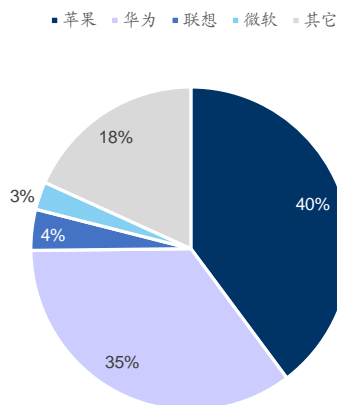
■ 联想 ■ 惠普 ■ 戴尔 ■ 苹果 ■ 宏碁 ■ 其它



资料来源：Canalys，国信证券经济研究所整理

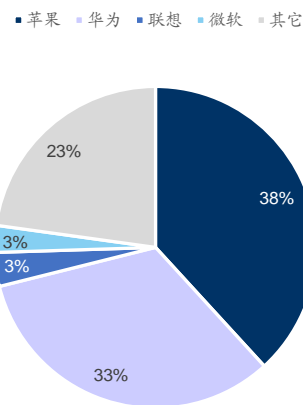
与台式机、笔记本等传统 PC 相比，平板电脑的体积大幅缩小，重量大幅减轻，并且配备了高精度摄像镜头、激光雷达、触控屏等传统 PC 通常不配备的先进零部件，集成度大幅提高。根据 IDC 发布的数据，在中国平板电脑行业，2019 年苹果和华为的市场份额分别是 38% 和 33%，前两大巨头合计占比 71%；2020 年苹果和华为的市场份额分别为 40% 和 35%，前两大巨头合计占比 75%。平板电脑市场受益于高集成度带来的高壁垒，市场集中度远远高于传统 PC 市场，并且集中度还在缓慢提升中。

图 57: 2020 年中国平板电脑市场格局



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

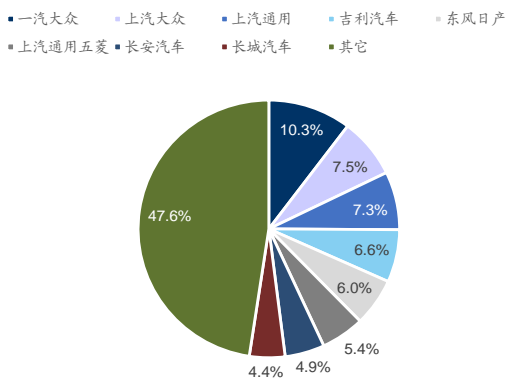
图 58: 2019 年中国平板电脑市场格局



资料来源: IDC, 国信证券经济研究所整理

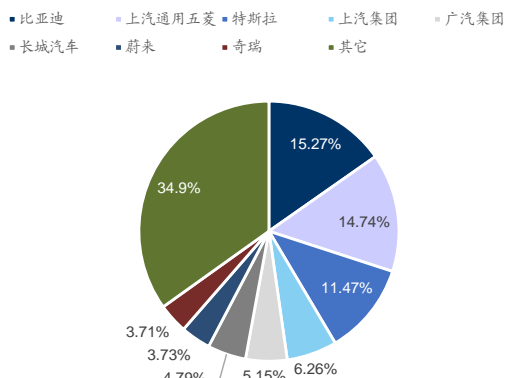
回到汽车行业来看，新能源汽车在智能化方面往往做得更加激进，发展的更快，集成了更多功能，新能源汽车的行业集中度也明显高于乘用车行业的整体水平。根据乘联会的数据，2020 年，广义乘用车批发销量的前三名分别为一汽大众、上汽大众和上汽通用，市场份额分别为 10.3%/7.5%/7.3%，合计市场份额为 25.1%；新能源乘用车的销量前三名则为比亚迪、上汽通用五菱、特斯拉，市场份额分别为 15.3%/14.7%/11.5%，合计市场份额为 41.5%。更高的集成度带来了更高的壁垒，由此带来更高的行业集中度，新能源乘用车的行业集中度高于乘用车行业整体大约 15pct。

图 59: 乘用车行业整体市场格局



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

图 60: 新能源乘用车市场格局



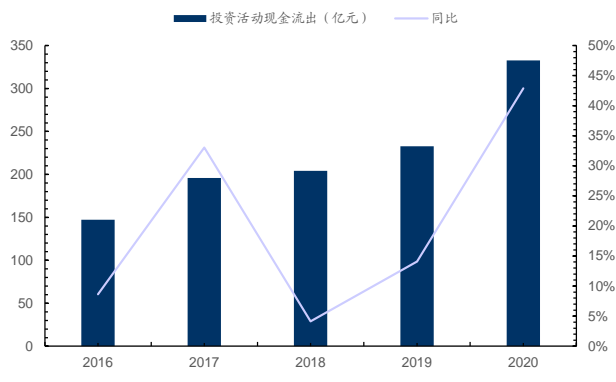
资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

可以预见的是，在双积分的考核压力下，整车企业为满足日益严格的节能减排要求，将在汽车的轻量化与集成化方面投入越来越多的精力。整车的每一丝空间和每一点重量都将被利用和打磨得越来越充分，整车产品的集成度在未来仍有巨大的提升空间。

公司端：高研发投入，高投资支出，构筑龙头地位护城河

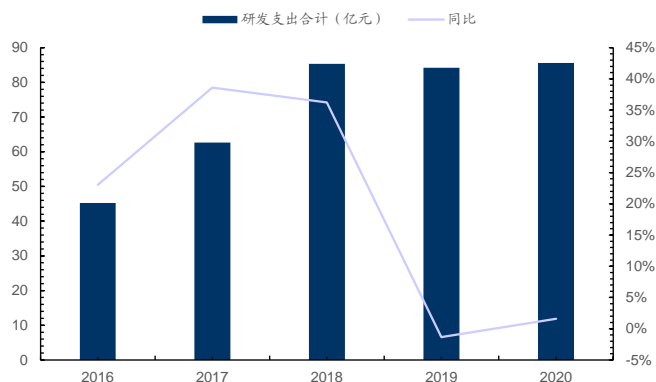
回到比亚迪本身来看，2016-2020 年，比亚迪的研发支出合计金额从 45 亿元增长至 86 亿元，年均复合增速 17%；投资活动现金流出从 147.31 亿元增长至 332.63 亿元，年均复合增速 23%。作为新能源乘用车领域的龙头企业，近几年研发支出与投资支出的高速增长，正是比亚迪在汽车智能化背景下构筑技术壁垒与产能壁垒的直接反映。

图 61: 比亚迪投资活动现金流出及同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 62: 比亚迪研发支出及同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

高端即是机遇：自主品牌高端化势不可挡，潜藏的利润与空间不容错过

行业端：特斯拉引领品牌下沉，后发品牌弯道超车

1886年是汽车元年，世界第一辆汽车诞生于德国，1909年美国福特汽车公司生产的T型车开创了汽车制造的新纪元。汽车技术诞生于欧美国家，兴起于欧美国家，除欧美品牌之外的汽车品牌都可以说是后发品牌，包括如今在世界市场上举足轻重的日本品牌。

燃油车时代，丰田代表品牌上浮：在燃油车时代，后发品牌想要发展壮大，通常采取品牌上浮的战略，即，先在低端市场站稳脚跟，积累资本和技术，然后逐步向高端市场渗透，日本丰田汽车就是这一战略成功执行的标杆。丰田创立于1933年，当时美国通用和福特已经是举世闻名的汽车巨头，丰田从模仿知名车型、生产高性价比车型起步，积累了半个多世纪的汽车生产技术和经验，直到1983年才在董事会经过激烈讨论后决定进军高端市场，丰田旗下的豪华品牌雷克萨斯随后诞生。国内的自主品牌如吉利、奇瑞、比亚迪等也是如此，都是从低端车型起步，一步一步向高端市场迈进。品牌上浮战略成长路径清晰，技术积累扎实，盈利能力可靠，在燃油车时代有助于车企尽可能地规避品牌发展壮大过程中的投资风险，保持进可攻、退可守的战略姿态。但该战略同样存在明显的短板，即长期浸淫于低端市场会固化品牌形象，在消费者认知中产生刻板印象，给品牌形象的后续上浮带来长久且深远的阻力。

来了更多的可能性；3) 产品迭代速度大幅加快：汽车在“新四化”趋势下，受益于数字化研发生产和大数据用户画像等尖端技术，产品迭代速度大大加快，后发品牌可以凭借灵活的组织架构、较轻的历史包袱、快速的市场响应获得优势；4) 高端品牌本身的形象转变：在传统燃油车时代，高端的汽车品牌往往与奢华（玛莎拉蒂、兰博基尼）、典雅（奔驰、林肯）、可靠（丰田、本田）等形象联系起来。但是在智能汽车时代，高端品牌更加需要强调科技感、未来感、个性化，这恰恰是以特斯拉为代表的造车新势力的强项，也是传统车企单独创立新能源品牌的重要原因之一。

图 64：奔驰广告强调尊贵感



资料来源：汽车之家，国信证券经济研究所整理

图 65：特斯拉广告强调科技感



资料来源：新浪汽车，国信证券经济研究所整理

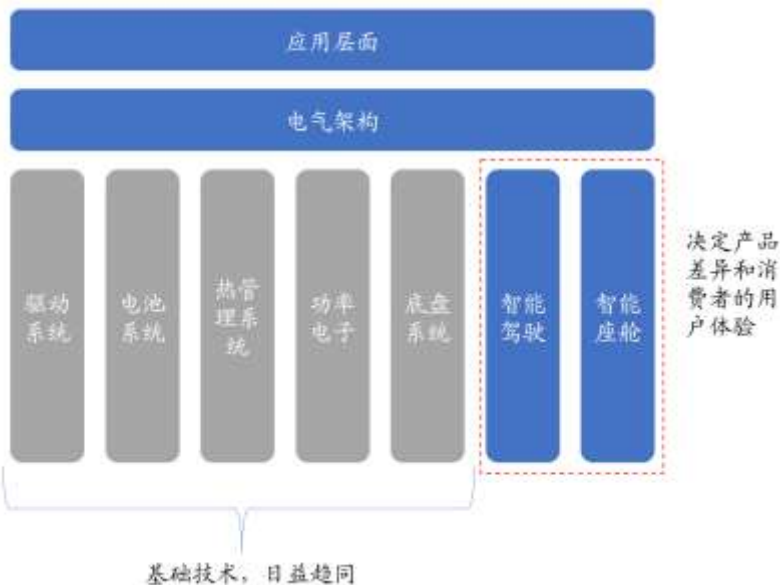
资本支撑，软件差异，长期竞赛：现阶段，新能源旗舰车型往往在驱动系统、电池系统、热管理系统、底盘零部件等方面呈现一定的趋同性，产品差异和品牌差异更多的体现在自动驾驶技术和智能座舱技术带来的消费者体验方面。我们认为，在智能电动汽车颠覆性的新时代来临前夕，车企间为争夺新时代主导权而爆发的旗舰车型军备竞赛将一直延续到行业格局基本尘埃落定，这一特殊的产业时期可能维持 5-10 年甚至更久，成败的关键则取决于以下几个因素：

1) 资本实力：自动驾驶、智能座舱等尖端技术的研发意味着海量的资本投入，特斯拉、蔚来等国内外新能源汽车先驱都曾面临资金不足的窘境，长时间、高强度的研发投入对于企业的资本支撑、融资能力有着极高要求，蔚来、小鹏、理想、威马四家新能源汽车企业的融资总额已超千亿元人民币。

2) 管理能力：目前影响力较大的旗舰车型，如 IM 智己新车型、蔚来 NIO ET7、东风岚图 FREE 等都是“期货”形式发布，交付日期往往要延长到一年以后。此外，OTA 逐渐普及，软件服务的实力差距将在汽车交付后更长的周期内慢慢体现出来，这实际上考验的是车企能不能兑现自己的产品规划和承诺，能不能在较长的周期内保证技术研发工作的平稳推进。高端新车型的量产需要汽车企业在供应链、生产工艺、物流运营方面展现出卓越的组织协调能力，汽车功能的持续升级考验的是车企内部运作的稳定性和战略推进的可持续性。

3) 合作生态：软件并非汽车企业的强势项目，在软件定义汽车的大背景下，巨头间如何跨界合作、强化产品竞争力将关乎一个品牌的成败，上汽携手阿里，长安携手华为，威马携手百度，如何发挥 1+1>2 的效果，在智能驾驶、智能座舱等新领域取得竞争优势，对巨头们的软实力来说是一种考验。

图 66：电动汽车技术趋势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

公司端：比亚迪汉横空出世，高端市场一鸣惊人

比亚迪汉于 2020 年 7 月上市，包括 3 款纯电动车型汉 EV 和 1 款插电混动车型汉 DM，搭载了比亚迪自研的磷酸铁锂“刀片电池”，是全球首款搭载刀片电池的轿车，售价位于 21-28 万元之间。汉整体基于比亚迪独有的 Dragon Face 打造，内外饰设计考究。

图 67：比亚迪汉的外形设计



资料来源: 搜狐汽车，国信证券经济研究所整理

图 68：比亚迪汉的版本与价格

全球安全智能新能源旗舰轿车		
汉 EV 刀片电池纯电轿车	汉 DM 刀片电池插电混动轿车	
冠军性能旗舰版 (NEC28280km)	279,500 元	
超长续航尊贵型 (NEC28280km)	255,800 元	冠军性能豪华型 219,800 元
超长续航豪华型 (NEC28280km)	229,800 元	

资料来源: 公司官网，国信证券经济研究所整理

在性能方面，汉 EV 将提供单电机两驱和双电机四驱车型，其中单电机版本搭载最大功率 163kW (222PS)，最大扭矩 330N·m，NEDC 续航里程为 605km，百公里耗电量 14.1kWh/100km；双电机版前/后电机最大功率分别为 163kW (222PS) 和 200kW (272PS)，总功率达到 363kW，最大扭矩 680N·m，NEDC 续航里程为 550km，百公里耗电量 15.4kWh/100km，百公里加速仅需 3.9 秒，是中国加速最快的量产新能源轿车。

汉 DM 车型搭载由 2.0T 涡轮增压发动机和永磁同步电机组成的动力系统，其中发动机最大功率 141kW (192PS)，电动机最大功率 180kW (245PS)。汉 DM 四驱性能版豪华型零百公里加速只需 4.7 秒，提供 81 公里的 NEDC 综合工况纯电续航里程和超过 800 公里的综合续航里程，并提供纯电、并联、串联、高速、能量回收五种动力模式选择。

图 69: 比亚迪汉性能优越



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

汉搭载的 DiPilot 智能驾驶辅助系统囊括了比亚迪最新的 DiDAS 驾驶辅助技术, 支持 L2+ 级别自动驾驶, 华为 HiCar、5G、手机 NFC 车钥匙等技术也将应用于汉系列上。

图 70: 华为 HiCar 生态应用



资料来源: 搜狐汽车, 国信证券经济研究所整理

市场展望: 2025 年国内新能源汽车销量有望达 627 万辆

行业端: 新品供给与政策支持同步发力, 新能源市场持续向好

销量: 据公安部的统计数据, 截至 2020 年底, 中国新能源汽车保有量达 492 万辆, 占国内汽车总量的 1.75%, 比 2019 年增加 111 万辆, 同比+29.18%。受益于供需端、政策端持续提振, 我国新能源汽车有望维持上行态势, 预计 2021 年新能源乘用车有望实现销量 172.8 万辆 (2020 年 124.7 万辆), 同比+38.6%。

结构: 纯电车型占新能源乘用车占比有望持续维持在 80% 水平。纯电车型占总体乘用车比重从 2017 年的 1.8% 增长到 2020 年的 4.7%; 插混维持在 1% 左右。

图 71: 我国新能源汽车销量(万辆)及增速



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图 72: 我国 BEV 及 PHEV 市占率变化情况

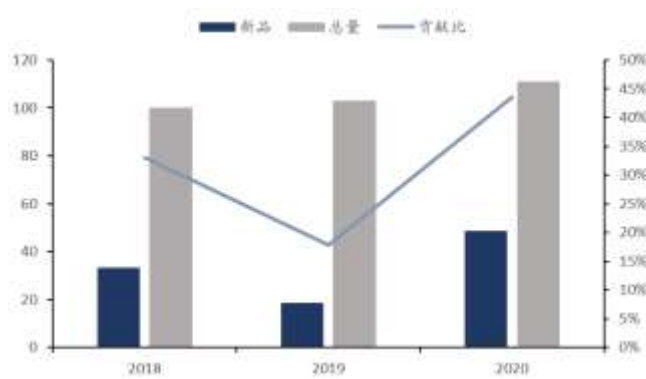


资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

供给端: 2020 年新品的供给促进效果明显

市场化新款是新能源汽车销量增长的重要推动力。据乘联会数据, 国 2018 年新能源汽车新品销售 32.9 万台, 占零售数量 33%, 2019 年有所下滑, 而 2020 年在整体零售为 111 万辆的情况下, 新品销量达到 48 万台, 占比 44%。

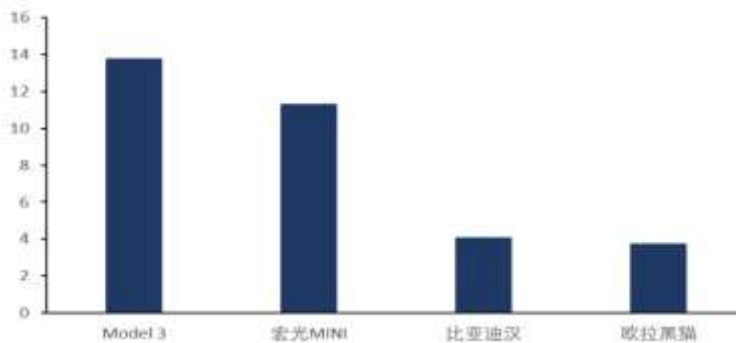
图 73: 新品是推动销量增长的重要力量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

精准定位的车型对我国新能源汽车市场形成两端推进作用, 其中一端是继续寻求品牌和产品向上的中高端新能源汽车产品, 以 Model 3 为典型; 另一端是高性价比、低耗能的低端车型, 以宏光 mini 为典型。

图 74: 2020 年 Model 3 和宏光 MINI 两款车型是推动新能源汽车增长的核心力量



资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所整理

政策端: 补贴退坡, 向产业间接扶持过渡

坚持平缓补贴退坡力度: 2020 年, 国家出台多项政策鼓励支持新能源汽车发

展，包括降低新能源企业的进入门槛，完善相关标准，延长了新能源汽车补贴等。同时，地方层面也纷纷出台政策鼓励新能源汽车发展，国家与地方的政策体系逐渐成型，**预计未来 5 年内政策扶持将仍然发挥不可或缺的作用。而 2021 年政策最大的改变就是门槛提高（续航超 300 公里、售价 30 万元以下），同时补贴标准逐步退坡：2021 年补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%：续航里程大于等于 300km 且小于 400km 的车型补贴 1.3 万元，续航里程大于等于 400km 的车型补贴 1.8 万元，对比 2020 年补贴政策分别降低了 3200 元和 4500 元，补贴退坡相对平缓。**

表 9：我国近期新能源汽车重要相关政策

时间	政策	标准
2020 年 12 月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	要求 2021 年新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；推动公共交通等领域车辆电动化，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%；加快推动公共交通行业转型升级，地方可继续对新能源公交车给予购置补贴。
2020 年 11 月	《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》	到 2025 年，纯电动乘用车新车平均电耗降至 12.0 千瓦时/百公里，电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，燃料电池汽车实现商业化应用，高度自动驾驶汽车实现规模化应用。2021 年起，国家生态文明试验区、大气污染防治重点区域的公共领域新增或更新公交、出租、物流配送等车辆中新能源汽车比例不低于 80%。
2020 年 10 月	《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》	提出了面向 2035 年我国汽车产业发展的六大目标，即我国汽车产业碳排放将于 2028 年先于国家碳减排承诺提前达峰，至 2035 年，碳排放总量较峰值下降 20% 以上；新能源汽车将逐渐成为主流产品，汽车产业基本实现电动化转型等目标。
2020 年 6 月	关于修改《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》	修改明确了 2021-2023 年新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%。另外，对生产/供应低油耗车型的企业在核算新能源汽车积分达标值时给予核算优惠：企业传统能源乘用车燃料消耗量达到一定水平的，其新能源汽车正积分可按照 50% 的比例向后结转。三是丰富了关联企业的认定条件。四是将燃用醇醚燃料的乘用车纳入核算范围。
2020 年 4 月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%（2020 年补贴标准见附件）。为加快公共交通等领域汽车电动化，城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，2020 年补贴标准不退坡，2021-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%。原则上每年补贴规模上限约 200 万辆。

资料来源:工信部, 国信证券经济研究所整理

实施双积分和路权政策，向产业间接扶持过渡：2016 年 9 月工信部发布《企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理暂行办法》（征求意见稿）。根据政策规定：2019 年度、2020 年度，新能源汽车积分比例要求分别为 10%、12%。2020 年 6 月《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》发布，明确 2021-2023 年积分比例要求为 14%、16%、18%。

“双积分”政策下，车企需通过发展新能源汽车来完成企业的目标，从而利于国内新能源汽车市场的快速发展。2020 年新能源乘用车产 117 万辆，新能源积分达到 542 万分，积分比例达 31%，较 19 年同期增 7%，积分表现的稳定提升，也意味着我国新能源汽车市场的快速发展。

公司端：刀片电池全线应用，DMI 车型相继发力

2021 年比亚迪上市的 3 款 DMI 车型分别为秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI。这 3 款车型主打 10-20 万元价位段，主要竞争对手是传统燃油车的高性价比车型。除唐 DMI 顶配版以外，它们和汉的价位段基本没有重叠，且有较大差距。

2021 年 1 月，比亚迪正式发布 DMI 超级混动系统，该系统以电为主，拥有快、省、静、顺等多重优势。DM-i 超级混动系统可实现亏电油耗 3.8L/百公里（NEDC），可油可电综合续航里程超过 1200 公里、百公里加速时间比同级别燃油车快 2-3 秒（7 秒级），操控平顺。

图 75: 比亚迪发布 DM-i 超级混动

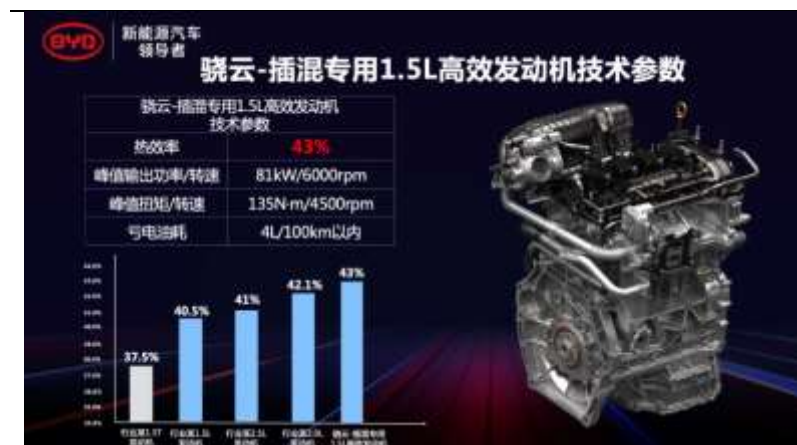


资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

从工作原理来看, DM-i 超级混动技术以高安全性的刀片电池和高性能的大功率电机为设计基础, 主要依靠大功率高效电机进行驱动, 汽油发动机的主要职责是在高效转速区间发电, 并在合适的时机直接驱动车辆, 通过改变传统混动技术以发动机为主的设计, 从而大幅降低油耗。在纯电模式下, 专用刀片电池负责给驱动电机供电; 大部分混动模式下, 由发动机带动一台高功率发电机给驱动电机供电。中高速行驶工况中, 发动机适时直驱或和驱动电机一起并联输出动力。

DMI 超级混动系统的另一个核心部件是骁云-插混专用 1.5L 高效发动机, 它以实现超低油耗为开发目标, 热效率高达 43%, 创量产 1.5L 汽油发动机全球新高度。骁云-插混专用 1.5L 高效发动机拥有 15.5 的超高压压缩比, 增大了冲程-缸径比, 采用阿特金森循环, 配备 EGR 废气再循环系统, 采取一系列降摩擦措施, 并针对高热效率目标优化了发动机控制系统。在这款发动机上, 比亚迪首次启用了发动机分体冷却技术, 通过对缸盖和缸体的温度控制, 按需为缸盖和缸体精准提供冷却, 使缸盖和缸体都能处在最佳工作温度, 提升了发动机效率, 冷启动暖机过程缩短 15%-20% 的时间, 降低了暖机过程的油耗和排放。

图 76: 骁云-插混专用 1.5L 高效发动机参数



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

率先搭载 DM-i 超级混动系统的三款新车型, 秦 PLUS DM-i、唐 DM-i 和宋 PLUS DM-i 计划于 3 月上市, 预售价覆盖 10-23 万元价位段。其中秦 PLUS

DMI 和宋 PLUS DMI 已经上市，宋 PLUS DMI 的上市价格区间为 14.68 万-16.98 万元。

图 77: DMI 车型发布价格



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

图 78: 宋 PLUS DMI 上市价格



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

考虑到 DMI 车型卓越的产品力和积极的终端消费者反馈，我们对 DMI 车型的销量总体持乐观态度。结合秦、宋、唐家族车型的历史销量数据，我们预计秦 PLUS DMI 的销量有望突破 4 万辆，宋 PLUS DMI 的销量有望突破 6 万辆，唐 PLUS DMI 的销量有望突破 3 万辆，3 款 DMI 车型的合计销量有望突破 9 万辆。

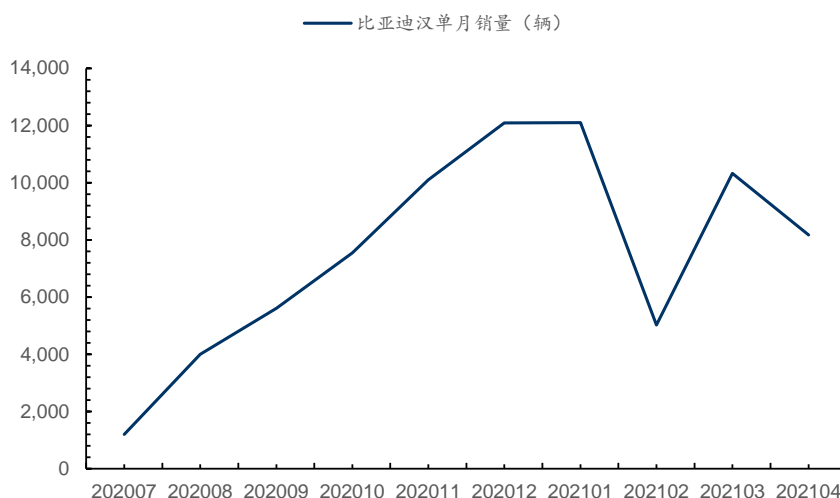
表 10: DMI 车型销量预计

车型	2021 预计销量 (万辆)
秦 PLUS DMI	3
宋 PLUS DMI	5
唐 PLUS DMI	1
合计	9

资料来源:国信证券经济研究所预测

比亚迪汉自 2020 年 7 月至 2021 年 4 月，月均销量 7619 万台，2021 年 4 月，比亚迪汉单月销量 8177 辆，仍保持热销，预计 2021 年全年销量有望达到 9 万辆。

图 79: 比亚迪汉单月销量



资料来源:乘联会, 国信证券经济研究所整理

短期来看，比亚迪汉于 2020 年 7 月上市，连续数月销量破万，预计 2021 年持续强势表现，中性测算 2021 年销量有望达到 9 万辆。秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI 将于 2021 年陆续上市，考虑到 DMI 平台的卓越性能与热烈的终端反馈，预计 3 款车型 2021 年合计销量有望达到 13 万辆。长期来看，刀片电池+DMP/DMI 双技术平台+爆款车型（汉/DMI 车型）的产业链垂直整合模式已初步成形，叠加供应链市场化持续推进，刀片电池加速外供，有望迎来高速增长期。我们预计，2021 年比亚迪乘用车的在售车型数量有望达到 24 款，合计销量有望达到 48.5 万辆，汽车业务销售收入有望实现 946.34 亿元，同比增长 13%。

表 11: 2015-2021 比亚迪主要在售车型销量统计及预测

车型	均价 (万元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
王朝系列								
秦 PLUS DM	13							30000
秦 PLUS BEV	15							14751
秦 Pro DM	17	31,898	21,868	20,738	47,425	16,930	4,704	984
秦 Pro 燃油	9				7,919	18,641	12,638	5131
秦 Pro EV	18				2,676	15,868	6,622	725
秦 EV	15		10,656	4,886	7,851	3,291	41,621	12607
秦燃油	7					7,459	16,599	4308
汉 EV	25						28,773	70000
汉 DM	23						11,783	15000
唐 PLUS DM	21							10000
唐 DM	26	18,375	31,405	14,592	37,146	34,014	21,225	11604
唐	17				24,932	35,796	13,991	2376
唐 EV	30					6,931	1,537	4277
宋 PLUS DM	16							50000
宋 PLUS EV	18							
宋	8	13,769	100,042	66,610	40,693	6,004	79,159	91604
宋 DM	19			30,911	39,318	6,696	3,118	6859
宋 EV	20			4,013	4,316	4,248	3,990	4322
宋 MAX	11			30,390	141,068	63,018	23,410	12310
宋 MAX DM	17					5,157	1,982	1207
宋 Pro	11					79,466	81,148	
宋 Pro DM	19					9,371	5,272	
宋 Pro EV	20					3,214	6,842	
元	8		45,838	23,514	6,162			
元 EV	11				35,699	61,900	16,074	9065
其它系列								
比亚迪 e2	10					7,319	19,616	13243
比亚迪 e3	14					1,649	2,820	1128
比亚迪 e1	7					7,470	1,771	583
比亚迪 D1	15						1,201	14033
比亚迪 E5	22	1,426	15,639	23,601	46,213	29,311	103	
比亚迪 F3	5	143,453	130,114	124,000	47,573	21,390	10,338	36703
比亚迪 S2	10					5,984		
比亚迪 G5	9	17,247	4,562	512				
比亚迪 S7	12	110,074	65,360	23,710	860			
比亚迪 F0	5	15,836	10,865	10,767	793			
比亚迪 E6	34	7,029	20,605	10,215	6,508			4232
速锐	8	62,683	33,539	13,358	2,876			
比亚迪 M6	17	2,382	1,189	377				
比亚迪 G6	10	444		2,776		119		
比亚迪 L3	9	10,410	746					
比亚迪 S6	11	18,780	1,928					
比亚迪 T3		106	5					
思锐	13	249						
比亚迪 G3	9							
比亚迪 G3R	7							
比亚迪 F3DM	17							
比亚迪 F6	12							
在售车型数量合计		16	16	17	18	24	25	24
销量合计		454,161	494,361	404,970	500,028	451,246	416,337	427,053
销量同比增速		3%	9%	-18%	23%	-10%	-8%	3%
汽车业务销售收入 (亿元)		406.55	570.10	566.24	760.07	632.66	839.93	852.23
同比增速		50%	40%	-1%	34%	-17%	33%	1.46%

资料来源: 乘联会, 国信证券经济研究所预测

盈利预测

短期来看，比亚迪汉于 2020 年 7 月上市，连续数月销量破万，预计 2021 年持续强势表现，中性测算 2021 年销量有望达到 9 万辆。秦 PLUS DMI、唐 DMI 和宋 PLUS DMI 将于 2021 年陆续上市，考虑到 DMI 平台的卓越性能与热烈的终端反馈，预计 3 款车型 2021 年合计销量有望达到 13 万辆。长期来看，刀片电池+DMP/DMI 双技术平台+爆款车型（汉/DMI 车型）的产业链垂直整合模式已初步成形，叠加供应链市场化持续推进，刀片电池加速外供，有望迎来高速增长期。我们预计，2021 年比亚迪乘用车的在售车型数量有望达到 24 款，合计销量有望达到 48.5 万辆，汽车业务销售收入有望实现 946.34 亿元，同比增长 13%。

表 12: 比亚迪各项业务盈利预测

报告期	2020	2021E	2022E	2023E
汽车				
收入	839.93	852.23	937.46	1,106.20
增速	32.76%	1.46%	10.00%	18.00%
成本	628.29	639.18	703.09	829.65
毛利	211.64	213.06	234.36	276.55
毛利率(%)	25.2%	25.0%	25.0%	25.0%
二次充电电池				
收入	120.88	148.23	222.35	333.52
增速	15.06%	22.63%	50.00%	50.00%
成本	96.51	115.62	168.98	246.81
毛利	24.37	32.61	53.36	86.72
毛利率(%)	20.2%	22.0%	24.0%	26.0%
手机部件及组装				
收入	600.43	620.23	682.25	750.48
增速	12.48%	15.00%	10.00%	10.00%
成本	533.20	552.00	607.20	667.92
毛利	67.23	68.23	75.05	82.55
毛利率(%)	11.2%	11.0%	11.0%	11.0%
其他				
收入	4.74	3.79	3.22	2.90
增速	-19.25%	-20.00%	-15.00%	-10.00%
成本	4.52	3.68	3.13	2.81
毛利	0.22	0.11	0.10	0.09
毛利率(%)	4.6%	3.0%	3.0%	3.0%
合计				
收入	1,565.98	1,624.49	1,845.28	2,193.10
增速	22.59%	3.74%	13.59%	18.85%
成本	1,262.52	1,310.48	1,482.41	1,747.19
毛利	303.46	314.01	362.87	445.91
毛利率(%)	19.4%	19.3%	19.7%	20.3%

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

可比公司估值: 我们选取了乘用车龙头长城汽车、长安汽车，动力电池龙头宁德时代、亿纬锂能，IGBT 龙头斯达半导体等 5 家公司作为比亚迪的参照公司。由于特斯拉、蔚来、小鹏等造车新势力未在国内上市，因此我们的可比公司平均 PE 总体略低于比亚迪的估值预期。

预计公司 21-23 年每股收益 1.73/2.15/3.07 元，对应利润 47/59/84 亿元，对应 PE 分别 109/88/62 倍。综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速，我们给予 2021 年比亚迪 120-126 倍 PE，对应 2021 年的合理价格区间分别为 208-218 元，维持“增持”评级。

表 13: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
000625.SZ	长安汽车	买入	23.58	1,283	0.62	1.05	1.17	38	22	20
601633.SH	长城汽车	买入	38.60	3,551	0.58	0.95	1.19	67	41	32
300750.SZ	宁德时代	增持	432.21	10,068	2.40	4.29	5.5	180	101	79
603290.SH	斯达半导	无评级	228.52	366	1.13	1.77	2.4	202	129	95
300014.SZ	亿纬锂能	增持	103.96	1,963	0.87	1.66	2.39	119	63	43
	平均		165.37	3,446	1.12	1.94	2.53	121	71	54
002594.SZ	比亚迪	增持	189.40	5,419	1.55	1.73	2.15	122	109	88

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值计算得出公司的合理估值在 225-235 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.3%、风险溢价 7.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2021 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 120-126 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

政策风险

公司所处新能源客车行业一定程度上受到国家政策的影响，可能由于新能源补贴下降进而影响公司的营收，使公司出现销售收入/利润不及预期的风险。

政治风险

公司有一部分汽车产品出口（占比不到 10%），可能受到出口国家贸易保护政策的影响，进而导致公司客车出口数量存在不确定的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14445	9723	10000	11000	营业收入	156598	162448	184528	219309
应收款项	42259	44506	50556	60085	营业成本	126251	131048	148240	174719
存货净额	31396	33017	37249	44039	营业税金及附加	2154	2112	2399	2851
其他流动资产	22254	48734	55358	65793	销售费用	5056	5686	6458	7676
流动资产合计	111605	141981	159163	186916	管理费用	4321	11031	12651	15166
固定资产	60696	73980	81202	82638	财务费用	3763	4500	5000	5000
无形资产及其他	11804	11332	10860	10388	投资收益	(273)	(200)	(200)	(200)
投资性房地产	11446	11446	11446	11446	资产减值及公允价值变动	855	(150)	(150)	(150)
长期股权投资	5466	5866	6266	6666	其他收入	(8549)	0	0	0
资产总计	201017	244605	268936	298054	营业利润	7086	7722	9429	13548
短期借款及交易性金融负债	27813	78811	91295	102157	营业外净收支	(203)	0	150	150
应付款项	51908	48657	54894	64899	利润总额	6883	7722	9579	13698
其他流动负债	26709	20034	22645	26820	所得税费用	869	1004	1245	1781
流动负债合计	106431	147503	168834	193877	少数股东损益	1780	1997	2477	3542
长期借款及应付债券	23626	23626	23626	23626	归属于母公司净利润	4234	4721	5857	8375
其他长期负债	6507	7007	7507	8007					
长期负债合计	30133	30633	31133	31633	现金流量表 (百万元)				
负债合计	136563	178135	199967	225509	净利润	4234	4721	5857	8375
少数股东权益	7580	8179	8922	9984	资产减值准备	748	264	104	45
股东权益	56874	58291	60048	62560	折旧摊销	12318	6775	7996	8840
负债和股东权益总计	201017	244605	268936	298054	公允价值变动损失	(855)	150	150	150
					财务费用	3763	4500	5000	5000
关键财务与估值指标					营运资本变动	21541	(39511)	(7453)	(12028)
每股收益	1.55	1.73	2.15	3.07	其它	(517)	335	639	1017
每股红利	1.35	1.21	1.50	2.15	经营活动现金流	37468	(27266)	7292	6401
每股净资产	20.85	21.37	22.01	22.93	资本开支	(11426)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	16%	9%	8%	9%	其它投资现金流	(156)	(4749)	0	0
ROE	7%	8%	10%	13%	投资活动现金流	(12987)	(25149)	(15400)	(10400)
毛利率	19%	19%	20%	20%	权益性融资	2800	0	0	0
EBIT Margin	12%	8%	8%	9%	负债净变化	2798	0	0	0
EBITDA Margin	20%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(3686)	(3305)	(4100)	(5863)
收入增长	23%	4%	14%	19%	其它融资现金流	(23709)	50998	12484	10862
净利润增长率	162%	12%	24%	43%	融资活动现金流	(22686)	47693	8385	4999
资产负债率	72%	76%	78%	79%	现金净变动	1795	(4722)	277	1000
息率	0.7%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	12650	14445	9723	10000
P/E	122.0	109.4	88.2	61.7	货币资金的期末余额	14445	9723	10000	11000
P/B	9.1	8.9	8.6	8.3	企业自由现金流	38873	(41799)	(1600)	3254
EV/EBITDA	21.0	35.9	31.5	26.8	权益自由现金流	17962	5885	6119	8846

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行為。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032