

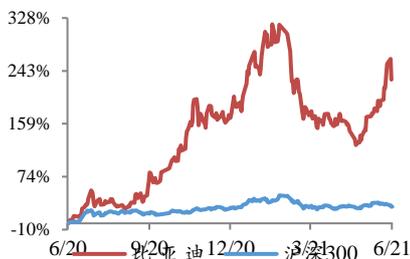
## 比亚迪深度 (二): 车型布局日趋完善, 混动纯电双发力

**投资评级: 买入 (维持)**

报告日期: 2021-06-17

|                  |                     |
|------------------|---------------------|
| 收盘价 (元)          | <b>211.00</b>       |
| 近 12 个月最高/最低 (元) | <b>267.50/66.69</b> |
| 总股本 (百万股)        | <b>2,861</b>        |
| 流通股本 (百万股)       | <b>1,146</b>        |
| 流通股比例 (%)        | <b>40.05</b>        |
| 总市值 (亿元)         | <b>6,037</b>        |
| 流通市值 (亿元)        | <b>2,418</b>        |

### 公司价格与沪深 300 走势比较


**分析师: 陈晓**

执业证书号: S0010520050001

邮箱: chenxiao@hazq.com

**分析师: 宋伟健**

执业证书号: S0010520080002

邮箱: songwj@hazq.com

### 相关报告

1. 比亚迪: 销量表现靓丽, DMi 销量稳步爬坡 2021-06-09

2. 比亚迪: 业绩符合预期, 静待新车放量 2021-04-29

3. 比亚迪: 3 月销量稳步增长, 技术与新车周期共振 2021-04-07

### 主要观点:

#### ● 核心逻辑:

新能源汽车进入黄金发展期, 比亚迪车型周期与行业形成共振。一方面 DM-i 超级混动平台的上市将为实现与燃油车的平价, 将逐步抢占传统燃油车市场份额。另一方面, 纯电动车型基于新技术的普及, 实现单车竞争力提升与车型布局完善, 市占率有望迎来拐点向上。预计 2021-2023 年公司新能源汽车销量增速分别为 187%/41%/23%。

#### ● 纯电动: 全面提升, 市占率拐点向上

我们复盘比亚迪前期在纯电领域的表现, 因政策、技术变现结构、格局、车型周期等因素影响造成其市占率下滑。公司打造全新纯电平台 e3.0, 具有“智能、高效、安全、美学”四大特征, 并且基于新平台的全新车型有望于下半年陆续投放。我们认为, 全新纯电平台的投放一方面有望提升单车的竞争力, 进而促进单车的销量水平, 另一方面进一步完善比亚迪在纯电领域布局, 公司在纯电领域的销量弹性有望逐步凸显。

#### ● 插混: 差异与经济性并重, 技术支撑全面发力

比亚迪 DM-p 与 DM-i 为消费者提供差异化选择, 其中 DM-p 为主打性能, DM-i 主打经济性。基于 DM-i 超级混动平台打造的秦 plus、宋 plus 和唐 plus 等车型相继上市, 订单旺盛, 有望进一步替代燃油车市场份额。同时自主品牌混动技术进入爆发元年, 从战略、技术、先发优势、成本等方面考量, 比亚迪在混动领域仍旧具备优势。

#### ● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.53/1.98/2.27 元。维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

宏观经济增速放缓; 汽车行业政策落地和实施具有不确定性; 新能源汽车市场竞争加剧等风险。

#### ● 重要财务指标

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入      | 156598 | 182386 | 218751 | 254365 |
| 收入同比 (%)  | 22.6%  | 16.5%  | 19.9%  | 16.3%  |
| 归属母公司净利润  | 4234   | 4368   | 5679   | 6505   |
| 净利润同比 (%) | 162.3% | 3.2%   | 30.0%  | 14.5%  |
| 毛利率 (%)   | 19.4%  | 18.4%  | 18.5%  | 19.0%  |
| ROE (%)   | 7.4%   | 5.1%   | 6.2%   | 6.6%   |
| 每股收益 (元)  | 1.47   | 1.53   | 1.98   | 2.27   |
| P/E       | 131.29 | 138.21 | 106.31 | 92.81  |
| P/B       | 9.77   | 7.01   | 6.57   | 6.14   |
| EV/EBITDA | 23.79  | 20.56  | 19.38  | 25.66  |

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 总论 .....                       | 5  |
| 1、新能源汽车发展进入黄金期 .....           | 8  |
| 2、纯电动：全面提升，纯电车型拐点已至 .....      | 12 |
| 2.1、复盘：为何比亚迪在纯电领域的市占率下滑？ ..... | 12 |
| 2.2、拐点一：技术提升，单品竞争力加强 .....     | 15 |
| 2.3、拐点二：车型布局完善，与新技术实现共振 .....  | 19 |
| 3、混动：差异与经济性并重，技术支撑全面发力 .....   | 22 |
| 4、盈利预测与投资建议 .....              | 27 |
| 4.1、盈利预测 .....                 | 27 |
| 4.2、估值分析与投资建议 .....            | 29 |
| 风险提示： .....                    | 30 |
| 财务报表与盈利预测 .....                | 31 |

## 图表目录

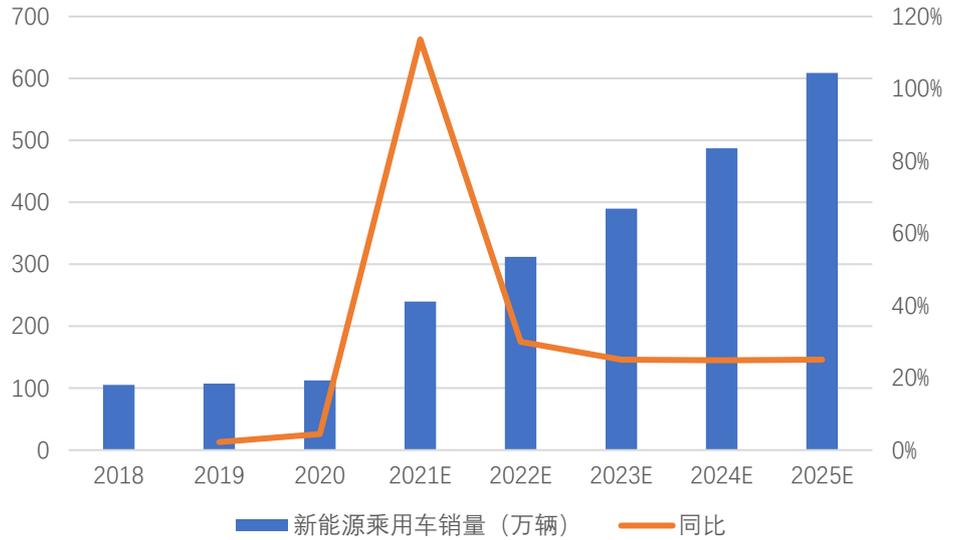
|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图表 1 国内新能源汽车销量预测              | 5  |
| 图表 2 比亚迪新能源汽车销量预测 (辆)         | 5  |
| 图表 3 分业务收入及毛利率情况              | 6  |
| 图表 4 全球新能源汽车销量表现              | 8  |
| 图表 5 国内市场新能源汽车销量占比情况          | 8  |
| 图表 6 国内新能源汽车销量表现              | 8  |
| 图表 7 国内新能源汽车销量结构 (EV)         | 8  |
| 图表 8 供给端发展趋势                  | 9  |
| 图表 9 合资品牌打造纯电平台               | 9  |
| 图表 10 合资品牌打造纯电平台              | 10 |
| 图表 11 比亚迪秦 PLUS DMI 竞品对比      | 10 |
| 图表 12 国内新能源汽车销量预测             | 11 |
| 图表 13 全球新能源汽车销量预测             | 11 |
| 图表 14 比亚迪纯电动车型市占率历年变动情况       | 12 |
| 图表 15 纯电动市场竞争格局演变情况           | 12 |
| 图表 16 当前比亚迪纯电车型布局情况           | 13 |
| 图表 17 2021 年之前比亚迪纯电车型销量情况 (辆) | 14 |
| 图表 18 吉利汽车车型价格区间布局            | 14 |
| 图表 19 比亚迪车型价格区间布局             | 14 |
| 图表 20 “刀片电池”相关参数              | 15 |
| 图表 21 比亚迪刀片电池内部供应量预测 (GWH)    | 15 |
| 图表 22 比亚迪汉销量情况 (辆)            | 16 |
| 图表 23 比亚迪 E 平台 3.0            | 17 |
| 图表 24 比亚迪域控分组                 | 17 |
| 图表 25 比亚迪热管理系统迭代情况            | 18 |
| 图表 26 800V 快充技术               | 18 |
| 图表 27 秦 PLUS EV 与秦 PRO EV 对比  | 19 |
| 图表 28 宋 PLUS EV 与宋 PRO EV 对比  | 19 |
| 图表 29 EA1 外观图 (1)             | 20 |
| 图表 30 EA1 外观图 (2)             | 20 |
| 图表 31 广汽 AION Y 销量 (辆)        | 20 |
| 图表 32 欧拉好猫销量 (辆)              | 20 |
| 图表 33 EK 参数                   | 20 |
| 图表 34 UX 参数                   | 21 |
| 图表 35 DM-P 与 DM-I 参数对比        | 22 |
| 图表 36 基于 DM-I 系统打造多款车         | 23 |
| 图表 37 秦 PLUS 竞品对比             | 23 |
| 图表 38 比亚迪秦 PLUS DMI 销量 (辆)    | 23 |
| 图表 39 秦 PLUS DMI 竞品车型年销情况 (辆) | 23 |

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 图表 40 本田 i-MMD 架构.....               | 24 |
| 图表 41 EHS 机电耦合系统动力传递路线图.....         | 24 |
| 图表 42 长城汽车 DHT 拓扑结构.....             | 24 |
| 图表 43 电混系统功率对比.....                  | 25 |
| 图表 44 插混专用发动机效率对比.....               | 25 |
| 图表 45 比亚迪新能源汽车销量预测 (辆).....          | 27 |
| 图表 46 分业务收入及毛利率情况.....               | 28 |
| 图表 47 比亚迪汽车业务对标企业估值 (2021/6/14)..... | 29 |
| 图表 48 比亚迪估值分析.....                   | 29 |

## 总论

**供给与需求共振，新能源汽车景气度持续向上：**2021年为新能源供给端爆发元年，合资品牌发力、供给端向高端化与平价化转移，预计行业呈现百家争鸣的态势。我们认为，随着供给端产品的不断完善，有望带来供给与需求端的全面爆发。我们预计2021年国内新能源乘用车销量有望达到240万辆，全球有望达到501万辆。

图表1 国内新能源汽车销量预测



资料来源：Marklines，华安证券研究所

**新能源汽车：**2021年比亚迪进入车型强周期。一方面，纯电车型实现单车竞争力提升与车型布局完善的双重突破；另一方面，DM-i超级混动平台的上市将为公司混动车型提供价格下探的基础，plus系列车型凭借续航、动力、油耗等方面的优势抢夺传统经济燃油车的市场。我们预计2021-2023年公司新能源乘用车销量增速分别为187%/41%/23%。

图表2 比亚迪新能源汽车销量预测 (辆)

|           | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 秦 EV      | 48243 | 20000  | 20000  | 20000  |
| 秦 PHEV    | 4704  | 6000   | 6000   | 6000   |
| 秦 plus DM | 0     | 108000 | 144000 | 180000 |
| 秦 plus EV | 0     | 27000  | 30000  | 30000  |
| 唐 EV      | 1537  | 6000   | 6000   | 6000   |
| 唐 PHEV    | 21225 | 18000  | 24000  | 24000  |
| 唐 plus DM |       | 31500  | 36000  | 60000  |
| 元 EV      | 16074 | 12000  | 24000  | 24000  |
| 宋 EV      | 10832 | 15000  | 20000  | 20000  |
| 宋 PHEV    | 8390  | 8390   | 9000   | 9000   |
| 宋 Plus DM | 0     | 45000  | 54000  | 60000  |
| 宋 plus EV | 0     | 15000  | 30000  | 30000  |

|            |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| E5         | 103    | 0      | 0      | 0      |
| E6         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| D1         | 1201   | 60000  | 75000  | 100000 |
| E1         | 1771   | 1771   | 6000   | 6000   |
| E2         | 19616  | 12000  | 12000  | 12000  |
| E3         | 2820   | 4000   | 6000   | 6000   |
| 宋 MAX PHEV | 1982   | 3600   | 3600   | 3600   |
| EA1        |        | 12000  | 48000  | 60000  |
| 汉 EV       | 28773  | 85000  | 100000 | 100000 |
| 汉 DM       | 11783  | 24000  | 36000  | 36000  |
| 其他车型       |        |        | 36000  | 102000 |
| 合计         | 179054 | 514261 | 725600 | 894600 |
| yoy        |        | 187%   | 41%    | 23%    |

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

**图表 3 分业务收入及毛利率情况**

|                 | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>汽车业务</b>     |        |        |        |        |        |
| 销量 (辆)          | 461292 | 426932 | 672771 | 841110 | 968111 |
| 同比              |        | -7.4%  | 57.6%  | 25.0%  | 15.1%  |
| 价格 (万元)         | 13.73  | 19.63  | 14.89  | 15.34  | 16.15  |
| 同比              |        | 43.0%  | -24.2% | 3.0%   | 5.3%   |
| 营收 (百万元)        | 63327  | 83807  | 100170 | 128997 | 156349 |
| 同比              |        | 32.3%  | 19.5%  | 28.8%  | 21.2%  |
| 毛利率             | 21.79% | 25.21% | 20.94% | 20.69% | 21.33% |
| 毛利              | 13802  | 21124  | 20975  | 26686  | 33350  |
| <b>手机部件及组装等</b> |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 53380  | 60043  | 69049  | 75954  | 83550  |
| 同比              |        | 12.5%  | 15.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率             | 9.35%  | 11.2%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 毛利              | 4991   | 6725   | 10357  | 11393  | 12532  |
| <b>二次充电电池</b>   |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 10505  | 12088  | 12692  | 13327  | 13993  |
| 同比              |        | 15.1%  | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 毛利率             | 18.63% | 20.2%  | 18.0%  | 18.0%  | 18.0%  |
| 毛利              | 1957   | 2437   | 2285   | 2399   | 2519   |
| <b>其他主营业务</b>   |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 587.16 | 473.87 | 473.87 | 473.87 | 473.87 |
| 同比              |        | -19.3% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 毛利率             | 3.09%  | 4.6%   | 3.9%   | 3.9%   | 3.9%   |
| 毛利              | 18     | 22     | 18     | 18     | 18     |
| <b>汇总</b>       |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 127799 | 156412 | 182386 | 218751 | 254365 |

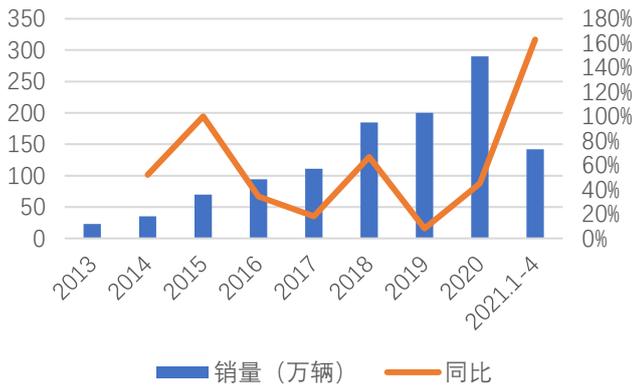
|     |        |       |       |       |       |
|-----|--------|-------|-------|-------|-------|
| 同比  |        | 22.4% | 16.6% | 19.9% | 16.3% |
| 毛利率 | 16.24% | 19.4% | 18.4% | 18.5% | 19.0% |
| 毛利  | 20750  | 30285 | 33617 | 40478 | 48401 |

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

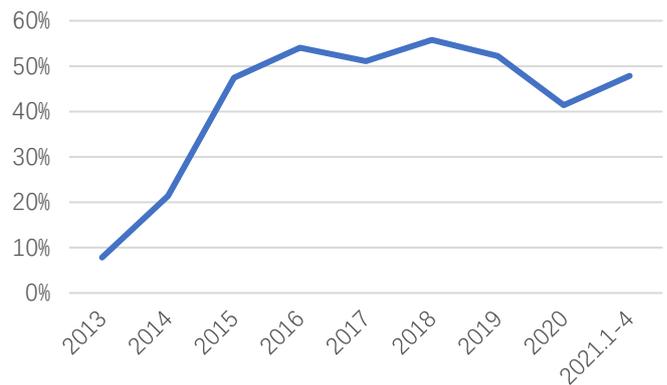
## 1、新能源汽车发展进入黄金期

**全球新能源汽车市场同比增长，国内场景气度大幅提升：**2020 年全球新能源乘用车销量为 290 万辆，同比增长 41%，2021 年 1-4 月份销量为 142 万辆，同比增长 163%。分区域来看，2020 年国内新能源市场呈现前低后高走势，销量 124 万辆，同比增长 17%，2021 年 1-4 月份国内场景气度持续向上，销量 68 万辆，同比增长 317%。欧洲市场受排放趋严以及重点国家补贴力度的加大，2020 年销量为 126 万辆，同比增长 136%，2021 年 1-4 月销量为 53 万辆，同比增长 130%。

图表 4 全球新能源汽车销量表现



图表 5 国内市场新能源汽车销量占比情况



资料来源：Marklines，华安证券研究所

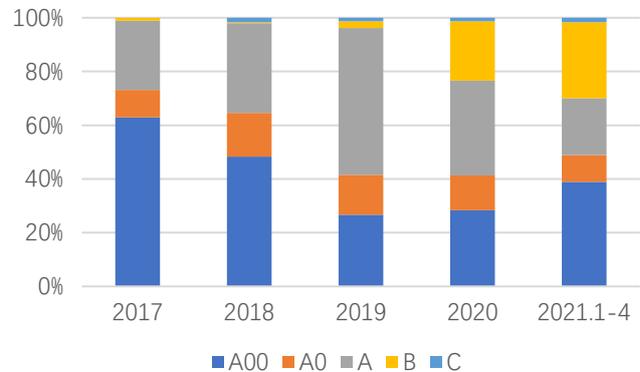
资料来源：Marklines，华安证券研究所

**国内新能源汽车景气度回升，销量结构向两极偏向：**2020 年下半年随着国内疫情的恢复以及热门车型的放量，新能源汽车销量持续恢复，2021Q1 新能源汽车市场持续维持高景气度。从销量结构来看，2020 年 A00 级纯电车型销量占比为 28%，2021 年 1-4 月上升为 39%，主要原因为五菱 mini、欧拉黑猫、奔奔等 A00 车型的热销。2020 年 A+级车型占比为 23%，较 2019 年提升 20 个百分点，2021 年 1-4 月份占比上升至 30%。主要原因为造车新势力主要车型集中在 A+级领域，蔚来、特斯拉等车型的持续热销致使 A+级别占比持续提升，与此同时传统车企推进新能源车型的高端化，在 A+级领域持续发力。

图表 6 国内新能源汽车销量表现



图表 7 国内新能源汽车销量结构 (EV)



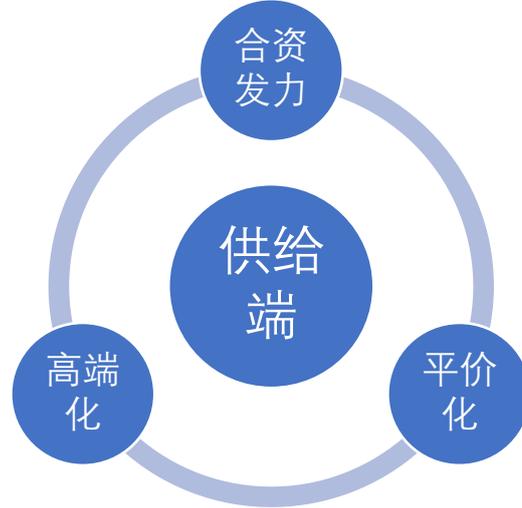
资料来源：Marklines，华安证券研究所

资料来源：Marklines，华安证券研究所

**供给端爆发，高端化与平价化成趋势：**2021 年国内新能源汽车供给侧迎来爆发，多款重磅车型即将上市，并具备以下趋势：

- (1) **合资品牌发力：**随着大众 ID 系列的国产化，标准着合资品牌电动化开始进入兑现期。
- (2) **高端化：**以自主品牌为主的主机厂，通过新能源汽车的高端化实现品牌突破。
- (3) **平价化：**通过与燃油车的平价销售，实现新能源汽车对于燃油车的替代。

图表 8 供给端发展趋势



资料来源：Marklines，华安证券研究所

**合资品牌发力：**合资品牌专属纯电平台相继打造完成，基于全新平台的纯电车型将于 2021 年开始陆续上市。与油改电平台相比，基于专属纯电平台车型打造的新能源汽车将具备更显著的优势。

图表 9 合资品牌打造纯电平台

| 厂商 | 平台       | 车型                   |
|----|----------|----------------------|
| 大众 | MEB      | ID3、ID4              |
| 奥迪 | MEB      | Q4 e-tron            |
|    | J1       | e-tron GT            |
|    | PPE      | Q5L e-tron、保时捷 Macan |
| 福特 | Globel E | Mach-E、F-150 电动      |
| 现代 | E-GMP    | IONIQ                |
| 奔驰 | MMA      | EQA、EQB 换代           |
|    | EVA      | EQS、EQE              |
| 宝马 | -        | IX3                  |
| 本田 | GEP      | EA6                  |
| 丰田 | e-TNGA   | 纯电 SUV               |
| 通用 | BEV3     | 凯迪拉克 LYRIQ           |

资料来源：Marklines，华安证券研究所

**高端化：**造车新势力在高端市场的逐步普及，为自主品牌实现弯道超车以及品牌向上提供了弯道超车的机会。当前以蔚来、小鹏、理想为主的造车新势力的主力车型仍旧集中在 25 万以上的区间，而传统自主厂商通过推出高端车型、品牌独立等方式同样逐步实现在高端市场的突破，如比亚迪汉、吉利极氪 001、长城沙龙等。我们认为，在新能源领域，自主品牌不断推出高端车型实现弯道超车将是必然趋势。

**图表 10 合资品牌打造纯电平台**

| 公司   | 品牌 | 车型     | 售价 (万元)     | 2020 年销量 (辆) |
|------|----|--------|-------------|--------------|
| 蔚来汽车 | 蔚来 | ES8    | 46.80-62.40 | 11,106       |
|      |    | ES6    | 35.80-52.60 | 28,020       |
|      |    | EC6    | 36.80-52.60 | 5,367        |
|      |    | ET7    | 44.80-52.60 | -            |
| 小鹏   | 小鹏 | P7     | 22.99-40.99 | 15,315       |
| 理想   | 理想 | 理想 01  | 32.8        | 32,624       |
| 长城汽车 | 欧拉 | 闪电猫    | -           | -            |
|      | 沙龙 | -      | -           | -            |
| 吉利汽车 | 极氪 | 极氪 001 | 28.10-36.00 | -            |
| 比亚迪  | 王朝 | 汉      | 21.98-27.95 | 28,773       |
| 上汽集团 | 智己 | L7     | 40.88       | -            |
| 北汽集团 | 极狐 | 阿尔法 S  | 25.19-34.49 | -            |
|      |    | 阿尔法 T  | 24.19-31.99 | 709          |

资料来源：Marklines，华安证券研究所

**平价化：**新能源汽车与传统燃油车仍旧存在一定的价差，对于价格更为敏感的经济型车型消费者而言，较大的价差将抑制新能源汽车在经济型领域的普及。2020 年下半年自主品牌在混动领域逐步发布全新技术。DMi 混动系统主打经济性，在最大程度保证新能源汽车优势体验感的基础上，将燃油消耗量降到最低。与此同时，全新的 DMi 系统因为结构更为精致，在成本端的下降使得相关车型在价格上可以与传统燃油车抗衡。

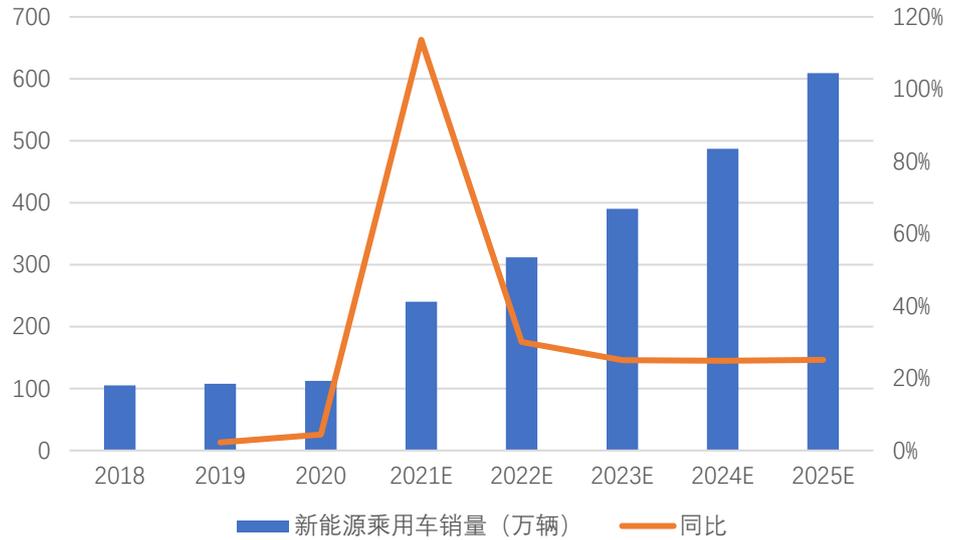
**图表 11 比亚迪秦 plus DMi 竞品对比**

|                 | 秦 plus DM-i 55km | 轩逸经典舒适版        | 朗逸 1.5L 自动风尚   | 宝来 1.5L 智联版    |
|-----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 指导价格 (万元)       | 10.78            | 10.86          | 12.49          | 12.3           |
| 长宽高 (mm)        | 4765*1837*1495   | 4631*1760*1503 | 4670*1806*1474 | 4663*1815*1462 |
| 轴距 (mm)         | 2718             | 2700           | 2688           | 2688           |
| 百公里加速 (s)       | 7.9              | 12.1           | 14             | 13.7           |
| 百公里油耗 (L/100km) | 3.8              | 5.2            | 5.5            | 5.7            |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

供给与需求共振，新能源汽车景气度持续向上：2021 年为新能源供给端爆发元年，合资品牌发力、供给端向高端化与平价化转移，预计行业呈现百家争鸣的态势。我们认为，随着供给端产品的不断完善，有望带来供给与需求端的全面爆发。我们预计 2021 年国内新能源乘用车销量有望达到 240 万辆，全球有望达到 501 万辆。

图表 12 国内新能源汽车销量预测



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 13 全球新能源汽车销量预测

| 新能源车销量 (万辆) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 中国          | 1.8  | 7.5  | 33.2 | 50.8 | 56.7 | 103.2 | 104.5 | 120.0 | 240.0 | 312.0 | 390.0 | 487.5 | 609.4 |
| 同比增长        |      | 317% | 343% | 53%  | 12%  | 82%   | 1%    | 15%   | 100%  | 30%   | 25%   | 25%   | 25%   |
| 日本          | 3.3  | 2.3  | 2.5  | 2.3  | 4.9  | 4.6   | 3.5   | 2.4   | 3.4   | 4.4   | 5.7   | 6.9   | 8.2   |
| 同比增长        |      | -31% | 10%  | -9%  | 117% | -7%   | -23%  | -31%  | 40%   | 30%   | 30%   | 20%   | 20%   |
| 韩国          | 0.1  | 0.1  | 0.3  | 0.2  | 1.4  | 3.4   | 3.2   | 4.2   | 6.7   | 9.3   | 12.6  | 16.4  | 21.3  |
| 同比增长        |      | 65%  | 179% | -31% | 513% | 140%  | -5%   | 30%   | 60%   | 40%   | 35%   | 30%   | 30%   |
| 美国          | 0.3  | 0.8  | 1.1  | 3.2  | 4.6  | 5.4   | 7.0   | 17.2  | 27.6  | 41.3  | 62.0  | 80.6  | 104.8 |
| 同比增长        |      | 134% | 40%  | 201% | 43%  | 17%   | 30%   | 147%  | 60%   | 50%   | 50%   | 30%   | 30%   |
| 德国          | 0.6  | 0.6  | 0.7  | 2.5  | 5.0  | 6.6   | 10.7  | 40.4  | 64.7  | 97.0  | 145.5 | 189.2 | 246.0 |
| 同比增长        |      | 7%   | 17%  | 253% | 100% | 32%   | 61%   | 279%  | 60%   | 50%   | 50%   | 30%   | 30%   |
| 法国          | 0.9  | 1.5  | 2.2  | 7.8  | 4.1  | 5.3   | 6.8   | 19.0  | 30.5  | 45.7  | 68.5  | 89.1  | 115.8 |
| 同比增长        |      | 72%  | 45%  | 248% | -47% | 29%   | 29%   | 179%  | 60%   | 50%   | 50%   | 30%   | 30%   |
| 欧洲其他        | 3.0  | 6.9  | 15.5 | 8.7  | 13.2 | 19.0  | 29.5  | 50.9  | 81.4  | 122.1 | 183.1 | 238.1 | 309.5 |
| 同比增长        |      | 129% | 125% | -44% | 52%  | 43%   | 56%   | 72%   | 60%   | 50%   | 50%   | 30%   | 30%   |
| 美国          | 12.7 | 15.0 | 13.8 | 17.7 | 19.5 | 35.1  | 32.0  | 32.4  | 42.1  | 58.9  | 82.5  | 107.3 | 118.0 |
| 同比增长        |      | 18%  | -8%  | 28%  | 10%  | 80%   | -9%   | 1%    | 30%   | 40%   | 40%   | 30%   | 10%   |
| 加拿大         | 0.2  | 0.4  | 0.6  | 0.8  | 1.1  | 2.3   | 2.4   | 2.4   | 3.3   | 4.1   | 5.2   | 6.2   | 7.5   |
| 同比增长        |      | 116% | 43%  | 48%  | 34%  | 107%  | 6%    | -1%   | 40%   | 25%   | 25%   | 20%   | 20%   |
| 其他          | 0.1  | 0.1  | 0.1  | 0.2  | 0.2  | 0.2   | 0.5   | 0.8   | 1.0   | 1.3   | 1.7   | 2.2   | 2.9   |

| 同比增长     | 0%   | 0%    | 100%  | -11%  | 24%   | 127%  | 55%    | 30%   | 30%   | 30%   | 30%   | 30%   |       |
|----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 全球新能源车销量 | 23   | 35    | 70    | 94    | 111   | 185   | 200    | 290   | 501   | 696   | 957   | 1223  | 1543  |
| 同比增长     | 53%  | 98.8% | 34.6% | 17.6% | 67.0% | 8.2%  | 44.8%  | 72.8% | 39.1% | 37.4% | 27.8% | 26.1% |       |
| 全球汽车数量   | 6343 | 6571  | 6631  | 6946  | 7069  | 6868  | 6434   | 5440  | 5984  | 6283  | 6472  | 6601  | 6667  |
| 同比增长     | 4%   | 0.9%  | 4.8%  | 1.8%  | -2.9% | -6.3% | -15.5% | 10.0% | 5.0%  | 3.0%  | 2.0%  | 1.0%  |       |
| 全球渗透率    | 0.4% | 0.5%  | 1.1%  | 1.4%  | 1.6%  | 2.7%  | 3.1%   | 5.3%  | 8.4%  | 11.1% | 14.8% | 18.5% | 23.1% |

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

## 2、纯电动：全面提升，纯电车型拐点已至

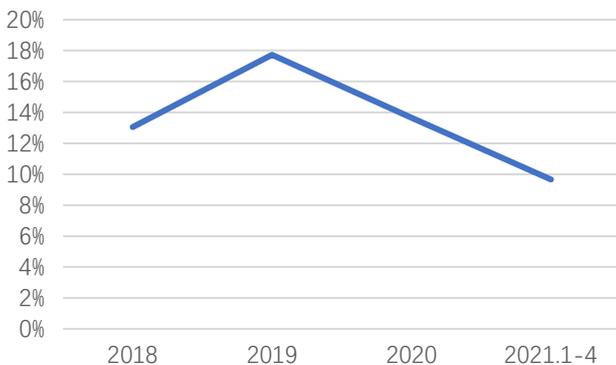
公司纯电产品有望进入全新周期。公司打造全新纯电平台 e3.0，具有“智能、高效、安全、美学”四大特征，并且基于新平台的全新车型有望于下半年陆续投放。我们认为，全新纯电平台的投放一方面有望提升单车的竞争力，进而促进单车的销量水平，另一方面进一步完善比亚迪在纯电领域布局，公司在纯电领域的销量弹性有望逐步凸显。

### 2.1、复盘：为何比亚迪在纯电领域的市占率下滑？

**复盘：**受行业、车型等因素影响，比亚迪在纯电领域的市占率持续下探。从行业格局角度来看，2020 年之前国内新能源市场的主要玩家为国内的自主品牌，2020 年之后随着特斯拉、蔚来、小鹏等造车新势力在国内市场推出车型并持续热销，自主品牌在纯电领域的市占率受到冲击。

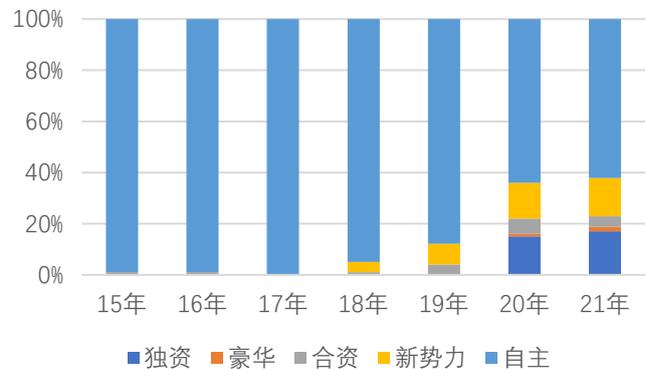
比亚迪纯电车型的市占率于 2019 年达到高点，同年比亚迪形成王朝+e 网的车型体系。受益于元、唐、e1、e2、e3 等车型的相继上市，同一时期比亚迪率先形成较为完善的纯电车型布局，很好的弥补了 e5、e6 等车型在出行领域的下滑，从而市占率达到高点。2020 年开始竞争对手相继完善车型布局，尤其是特斯拉、蔚来、小鹏等造车新势力相关车型的上量，同期比亚迪虽然推出强势产品比亚迪汉，并在纯电领域持续热销，但其他纯电车型的竞争力下滑造成市占率下滑。2021 年随着五菱 mini 的热销，前期市占率持续下滑的 A00 市场出现大幅反弹，公司主要的 A0+ 市场受到冲击，公司市占率进一步下滑。

图表 14 比亚迪纯电动车型市占率历年变动情况



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 15 纯电动市场竞争格局演变情况



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

部分老款产品竞争力下降导致市占率下滑。从产品角度来看，比亚迪当前拥有王朝和 e 两大产品品系，为全球新能源产品布局完善的企业，但在政策、格局发生变化的 2020 年公司的市占率并未因产品线的较为完善而稳定住纯电市场的市占率。我们认为主要原因为：

- (1) 主打出行领域的 e5、e6 等车型的销量萎缩；
- (2) 在市场高端化的趋势下，公司主力产品比亚迪汉于 2020 年四季度才开始上量；
- (3) 2019 年公司销量主力为比亚迪元，但在政策往高续航高端化导向的情况下，作为代步工具，相比于 A00 级小车元不具备价格优势，而相比于 A+ 级车型而言，元的续航在使用性上仍有差距，定位的尴尬致使销量大幅下滑。
- (4) 新能源汽车发展较快，车型的换代没有跟上市场的发展速度。刀片电池等全新技术在其他车型的应用进度稍慢，致使除汉以外的车型竞争力有所下降。

图表 16 当前比亚迪纯电车型布局情况

| 品类   | 车型          | 售价 (万元)     | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|-------------|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| e 系列 | e1          | 5.99-7.99   |      |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |
|      | e2          | 9.98-13.98  |      |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |
|      | e3          | 13.18-14.98 |      |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |
| 王朝系列 | 元 PRO       | 12.13-13.14 |      |      |      |      |      |      |      |      | 上市   |
|      | 宋 pro EV    | 17.98-21.98 |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |      |
|      | 宋 plus EV   | 16.68-18.68 |      |      |      |      |      |      |      |      | 上市   |
|      | 唐 EV        | 27.95-31.48 |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |      |
|      | 秦 EV        | 12.99-17.48 | 上市   |      |      |      |      |      |      | 换代   |      |
|      | 秦 pro EV    | 14.99-20.49 |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |      |
|      | 秦 plus EV   | 12.98-16.68 |      |      |      |      |      |      |      |      | 上市   |
| 汉 EV | 22.98-27.95 |             |      |      |      |      |      |      | 上市   |      |      |

资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 17 2021 年之前比亚迪纯电车型销量情况 (辆)

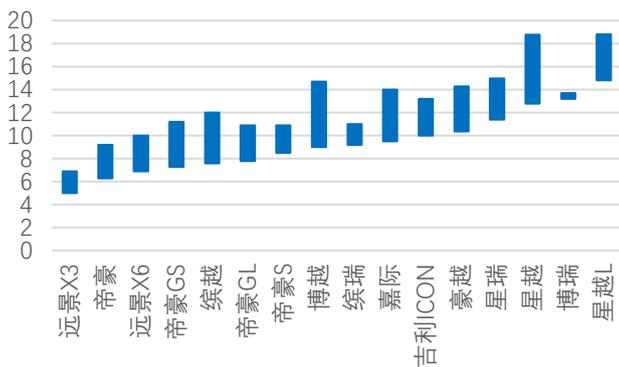
| 品类   | 车型       | 2018  | 2019  | 2020  |
|------|----------|-------|-------|-------|
| e 系列 | e1       |       | 7479  | 1771  |
|      | e2       |       | 7319  | 19616 |
|      | e3       |       | 1649  | 2820  |
|      | e5       | 46184 | 29311 | 103   |
|      | e6       | 6508  | 0     | 0     |
| 王朝系列 | 元        | 35699 | 61900 | 16074 |
|      | 宋 EV     | 4316  | 4248  | 10832 |
|      | 宋 pro EV |       | 3214  | 0     |
|      | 唐 EV     |       | 6931  | 1537  |
|      | 秦 EV     | 10527 | 15868 | 6622  |
|      | 秦 pro EV |       | 3291  | 41621 |
|      | 汉 EV     |       |       | 28773 |

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

对标传统车企, 比亚迪车型布局仍有较大完善空间。传统主机厂经过长期的发展形成了较为完善的布局, 尤其是自主品牌的主机厂推出更多的跨级别车型争取更多的细分市场。以吉利汽车为例, 吉利品牌车型分价位布局较为密集, 因此能够占领更多的细分市场。

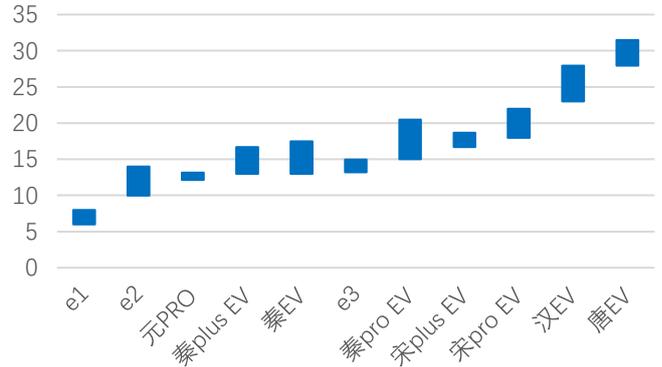
新能源汽车仍旧处于发展初期, 因此车型数量相较于传统燃油车较少, 也在一定程度上制约了其总体销量。比亚迪虽然在新能源领域的车型布局较完善, 但相比于传统燃油车, 其价格跨度仍旧较大。例如在轿车领域, 秦 pro 与汉之间存在车型断层, 而在 SUV 领域, 元、宋和唐之间存在断层。同时在更高端的领域仍没有车型布局。因此我们认为, 比亚迪当前主流的车型市场中仍旧存在车型不足的问题, 面对更新换代加速的传统燃油车可能会减少竞争力。

图表 18 吉利汽车车型价格区间布局



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

图表 19 比亚迪车型价格区间布局



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

## 2.2、拐点一：技术提升，单品竞争力加强

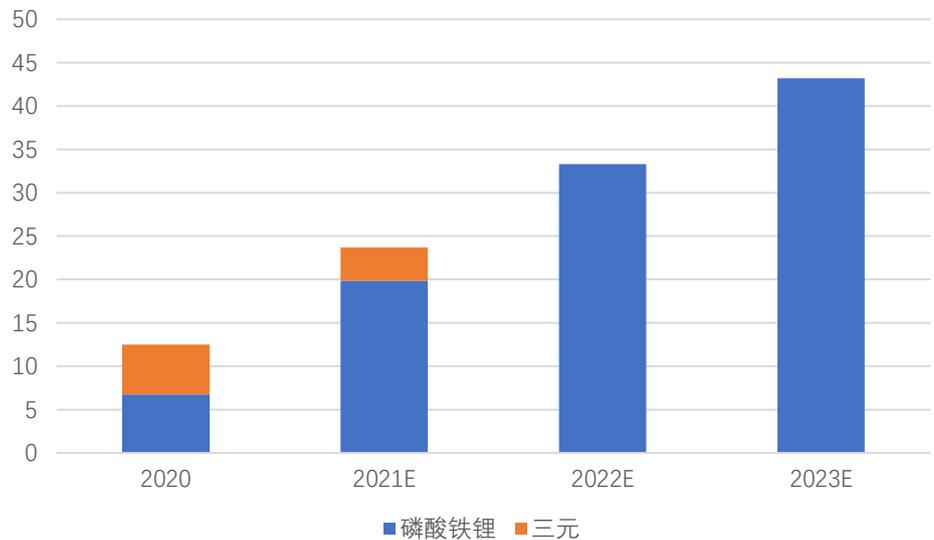
“刀片”出窍，电池引领新成长。刀片电池主要是基于磷酸铁锂体系，可以将体积利用率提高 50% 以上，制造成本降低 30%。根据规划，比亚迪刀片电池第一代产品能量密度已经达到 140Wh/kg，体积能量密度达到 230Wh/L，预计 2025 年单体能量密度达到大于 180Wh/kg，系统能量密度提高到 160Wh/kg，体积能量密度提高到 330Wh/L。“刀片电池”方案最先应用在比亚迪“汉”的纯电动车型中，最高续航 605km。当前公司全面切换至磷酸铁锂刀片电池，将电池端的优势向公司产品传导，预计公司磷酸铁锂刀片电池的出货量有望逐步提升。

图表 20 “刀片电池”相关参数

| 比亚迪刀片电池 |   |
|---------|---|
| 实现方式    | 将电芯宽度拉长，厚度降低，同时借助紧密排列的电池结构以及蜂窝铝板的结构设计，提高结构强度  |
| 能量密度    | 第一代产品能量密度已经达到 140Wh/kg，体积能量密度达到 230Wh/L，预计 2025 年单体能量密度达到大于 180Wh/kg，系统能量密度提高到 160Wh/kg，体积能量密度提高到 330Wh/L |
| 体积利用率   | 提高 50% 以上，体积利用率可达 60%   |
| 制造成本    | 比传统磷酸铁锂电池降低 30%   |
| 安全性     | 经过针刺穿透测试，无明火、无烟，电池表面温度仅有 30-60°C  |

资料来源：公司官网，华安证券研究所

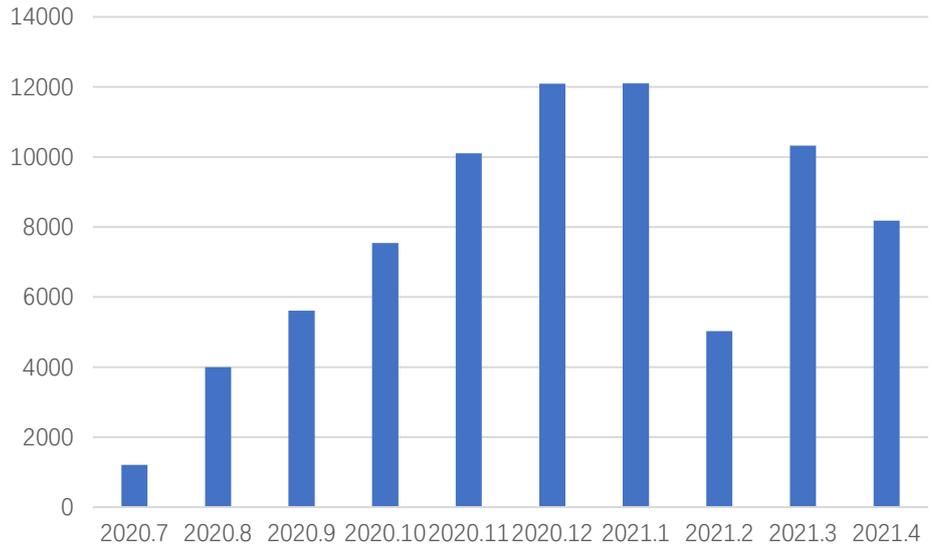
图表 21 比亚迪刀片电池内部供应量预测 (GWh)



资料来源：汽车之家、Marklines，华安证券研究所

成功不止于销量，技术与品牌延伸更为关键，开启纯电反击号角。比亚迪汉集公司技术之大成，上市以来持续热销，开启公司纯电领域突破的起点。旗舰车型的意义不仅仅在于促进公司总体的销量，其更多将引领公司下一代车型的设计理念。例如奔驰每 7 年将会更换一次设计语言，从而引领汽车行业的设计趋势，其中车型 CLS 代表奔驰外观的设计语言，S 级代表奔驰内饰的下一代的设计理念。我们认为，汉搭载的全新技术已经获得市场的认可，后续有望将刀片电池、碳化硅、Dragon face3.0 等全新技术与设计普及到其他车型，从而带动公司总体销量的提升。

图表 22 比亚迪汉销量情况 (辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

**打造 e3.0 纯电动专用平台，为公司电动车型周期奠定基础。**公司发布 e 平台 3.0，专为下一代高性能智能电动车而生，由前置电驱动系统、中置动力电池系统和后置电驱动系统构成，辅以电驱动控制、电池控制、驾驶舱空调系统、电池热管理系统、低压用电系统构成。新平台兼具智能、高效、安全、美学四大优势。

- (1) **智能：**e 平台 3.0 拥有全新电子电气架构下的四大域控制器和自主研发的车用操作系统 BYD OS，实现软硬件分层解耦，并且可拓展、可升级、充分开放。基于这套电子电气架构和 BYD OS，电动车将能实现更强大的自动驾驶能力，同时新功能的迭代速度，可以从两个月缩短至两周，功能迭代周期缩短 70% 以上。
- (2) **高效：**e 平台 3.0 的关键模块，体积更小、重量更轻、性能更强、能耗更低。标配全新热泵技术，电驱动系统升级为 8 合 1 模块，综合效率可超 89%。搭载 e 平台 3.0 的电动车，零百加速可快至 2.9s，综合续航里程最大突破 1000km。800V 闪充技术，电动车充电 5 分钟，行驶 150km。百公里电耗比同级别车型降低 10%，冬季续航里程至少提升 10%。
- (3) **安全：**e 平台 3.0 将全系搭载刀片电池技术。并将其作为结构件融入车身一体化设计，车身扭转刚度可提升一倍。基于 e 平台 3.0 打造的车型，将全部按照“超五星”碰撞安全标准开发。

- (4) **美学**：e 平台 3.0 的车型，前悬更短、轴长比更大、重心更低、空间更大，风阻系数 (Cd) 可低至 0.21。

图表 23 比亚迪 e 平台 3.0



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**更智能**：全新域控电子电器架构，自研 OS 系统实现软硬解耦。e3.0 平台的电子电气架构更加符合自动驾驶发展趋势。新平台一共设置 4 组域控制系统，分别为智能域控制系统、左车身域控制系统、右车身域控制系统以及动力域控制系统。同时公司自研操作系统 BYD OS，能够实现软件层面的快速迭代。

图表 24 比亚迪域控分组



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**更集成：多合一电驱系统与自研热管理系统。**e 平台 3.0 在部件端的集成化体现在电驱系统与一体化的热管理系统。电驱系统基于公司在功率半导体领域的优势实现了 8 合 1 的集成。热管理方面，公司自研 IMTM 一体化热管理系统，实现由多套液冷系统向一体化系统的迭代，IMTM 换装了热泵空调用于驾驶舱和电池系统的冷却，通过 6 通阀、水冷板、电磁阀体构成热管理控制与执行小总成。控制层面由 BYD OS 实现控制，将冷量直接送至刀片电池和驾驶舱，将热量从电驱动系统、驾驶舱和刀片电池三者间进行传递。

图表 25 比亚迪热管理系统迭代情况

|      | 构造                          | 代表车型    |
|------|-----------------------------|---------|
| 一代   | 3 套液态循环管路、2 组 PTC、多组“3 通”阀体 | 秦 EV450 |
| 二代   | 2 套液态循环管路、1 组 PTC、多组“4 通”阀体 | 汉       |
| e3.0 | 热泵、6 通阀、水冷板、电磁阀体            | e3.0    |

资料来源：新能源情报分析网，华安证券研究所

**更高效：高续航与高电压平台。**基于刀片电池的优势，后续基于新平台将单车带电量提高到 110kw 以上，同时续航里程达到 1000km。e 平台 3.0 使用的 800 伏电压平台，为经过多年迭代的必然结果。基于 800V 快充技术，e 平台 3.0 车型能够实现 5 分钟 150km 和 10 分钟 300km 的快充设定，充电功率大幅提升，有望成为未来的主流。

图表 26 800V 快充技术

|         | 时间    | 公里       | 功率    |
|---------|-------|----------|-------|
| 800V 闪充 | 5 分钟  | 150km    | 228kw |
|         | 10 分钟 | 300km    | 228kw |
| 目前水平    | 5 分钟  | 68.84km  | 105kw |
|         | 10 分钟 | 137.68km | 105kw |

资料来源：汽车电子设计，华安证券研究所

### 2.3、拐点二：车型布局完善，与新技术实现共振

刀片电池逐步成为标配，单车竞争力提升，稳定现有车型的销量基盘。汉作为首款搭载公司刀片电池的纯电车型，上市以来持续热销。后续公司将刀片电池作为标配，一方面在安全性等方面能够得到更好保障，另一方面磷酸铁锂的价格优势使得基于刀片电池打造的车型有更明显的价格优势。

当前基于刀片电池打造的 plus 系列车型，拥有更低的售价、更前瞻的设计以及更高的续航里程，在产品竞争力方面将弥补老款车型的短板，有望稳定现有王朝序列车型的销量基盘，当前秦 plus EV 单月销量爬坡到 3263 辆。

图表 27 秦 plus EV 与秦 pro EV 对比

|                | 秦 plus 2021 款 EV 500KM<br>豪华型 | 秦 pro EV 超能版 |
|----------------|-------------------------------|--------------|
| 售价 (万元)        | 13.98                         | 14.99        |
| 电池类型           | 磷酸铁锂                          | 三元电池         |
| 续航里程 (km)      | 500                           | 400          |
| 电池能量 (kWh)     | 57                            | 53.1         |
| 能耗 (kwh/100km) | 11.4                          | 13.3         |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 28 宋 plus EV 与宋 pro EV 对比

|              | 宋 plus EV 尊贵型  | 宋 pro EV 高功率舒适版 |
|--------------|----------------|-----------------|
| 售价 (万元)      | 16.98          | 17.98           |
| <b>车身</b>    |                |                 |
| 长宽高 (mm)     | 4705*1890*1680 | 4650*1860*1700  |
| 轴距 (mm)      | 2765           | 2712            |
| <b>电池与电机</b> |                |                 |
| 电机总功率 (kw)   | 135            | 120             |
| 电池类型         | 磷酸铁锂           | 三元              |
| 续航里程 (km)    | 505            | 405             |
| 带电量 (kw)     | 71.7           | 59.1            |
| <b>辅助操控</b>  |                |                 |
| 驾驶辅助影响       | 360 环视         | 倒车影响            |
| 液晶仪表         | 12.3 英寸        | 8 英寸            |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**e3.0 平台车型有望贡献增量。**我们认为 e3.0 平台将为公司纯电动车型销量提供增量。一方面，基于新平台的车型将实现单车竞争力的提升。另一方面，基于新平台的产品布局有望进一步完善公司产品线，弥补当前公司在产品布局上的短板。

**EA1：基于新平台打造的首款车型，定位精品紧凑型车。**EA1 为公司基于全新平台打造的首款车型。该车为比亚迪新平台下产品下沉的重磅产品，预计产品定价在 10-15 万区间。该车在行业内的主要竞品为广汽 AION Y、欧拉好猫等，相关竞品上市后订单较为旺盛。当前 AION Y 上市两个月的销量在 2000 辆左右，单

月销量目标更高。欧拉好猫因芯片、电池等缘故单月销量稳定在 1000-2000 辆。我们认为，比亚迪 EA1 基于新平台打造，单车竞争力凸显，有望实现销量的突破。

图表 29 EA1 外观图 (1)



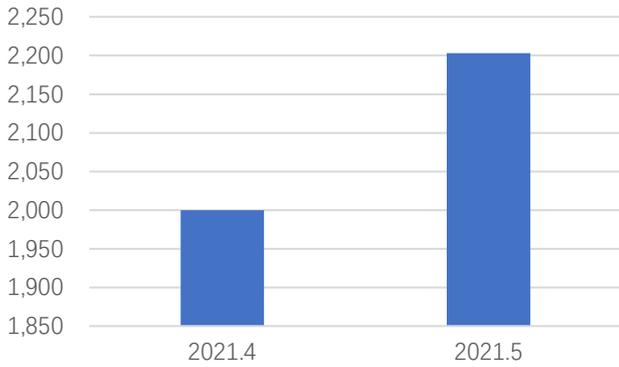
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 30 EA1 外观图 (2)



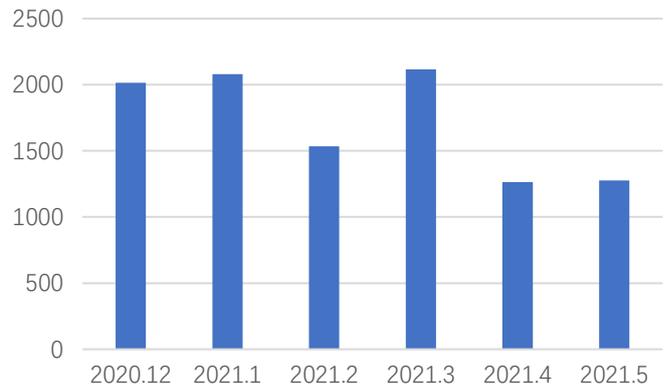
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 31 广汽 AION Y 销量 (辆)



资料来源：Marklines，华安证券研究所

图表 32 欧拉好猫销量 (辆)



资料来源：Marklines，华安证券研究所

**更多车型推进中，车型布局日趋完善。**公司基于全新平台的全新车型将陆续推出，将进一步完善公司的车型布局。其中 EK (内部代号) 定位于秦与汉之间的纯电动轿车，UX 定位于宋与唐之间的纯电动 SUV。前文提到相比于传统车企，比亚迪在车型布局方面仍有较大空间，尤其是各个车型价位差较大，现有车型中的价位仍旧有较大断层。我们认为，基于新平台打造的车型不仅仅具备更强的产品竞争力，同时在产品布局方面，凭借新车型的推出公司将具备更为完善的产品线，整体竞争力有望再上一个台阶。

图表 33 EK 参数

| 内容          | 要求              |
|-------------|-----------------|
| 项目代号        | EKEA/EKEB/EKEC  |
| 驱动形式        | 后驱/四驱           |
| <b>动力配置</b> |                 |
| 电机最大功率 (kw) | 150/180/200+160 |
| <b>外形尺寸</b> |                 |

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 长 (mm)      | 4770              |
| 宽 (mm)      | 1860              |
| 高 (mm)      | 1460              |
| 前/后轮轴距 (mm) | 1610              |
| 轴距 (mm)     | 2900              |
| 前悬 (mm)     | 825-840           |
| 后悬 (mm)     | 970-990           |
| 最高车速 (km/h) | >180              |
| 0-100 加速    | ≤6.7s/≤5.6s/≤3.4s |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**图表 34 UX 参数**

| 内容          | 要求                |
|-------------|-------------------|
| 项目代号        | UXEA/UXEB/UXEC    |
| 驱动形式        | 后驱/四驱             |
| <b>动力配置</b> |                   |
| 电机最大功率 (kw) | 160/200/200+160   |
| <b>外形尺寸</b> |                   |
| 长 (mm)      | 4770              |
| 宽 (mm)      | 1910              |
| 高 (mm)      | 1620              |
| 前/后轮轴距 (mm) | 1660              |
| 轴距 (mm)     | 2900              |
| 前悬 (mm)     | 840               |
| 后悬 (mm)     | 985               |
| 最高车速 (km/h) | >180              |
| 0-100 加速    | ≤7.8s/≤6.3s/≤3.9s |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

### 3、混动：差异与经济性并重，技术支撑全面发力

各有侧重，DMP 与 DMi 提供差异化选择。前期比亚迪混合动力系统的核心更多偏向于性能，通过高性能表现获得更高的产品溢价，从而弥补混动车型与传统燃油车的价差。DM-p 为比亚迪主打性能的混动系统（四驱动力版本），首次搭载于比亚迪汉 DM 上。

但纯性能产品面临较窄的市场，DMi 的推出弥补比亚迪在经济领域的短板。DMi 混动系统主打经济性，在最大程度保证新能源汽车优势体验感的基础上，将燃油消耗量降到最低。与此同时，全新的 DMi 系统因为结构更为精致，在成本端的下降使得相关车型在价格上可以与传统燃油车抗衡。

图表 35 DM-p 与 DM-i 参数对比

| 混动系统分类         | DM-p       | DM-i            |             |            |
|----------------|------------|-----------------|-------------|------------|
|                | 汉 DM       | 秦 PLUS          | 宋 PLUS DM-i | 唐 DM-i     |
| 应用车型           | 汉 DM       | 秦 PLUS          | 宋 PLUS DM-i | 唐 DM-i     |
| 发动机            | 2.0T       | 1.5L            | 1.5L        | 1.5T       |
| 发动机最大马力        | 192 马力     | 110 马力          | 110 马力      | 139 马力     |
| 发动机最大扭矩        | 320 牛·米    | 135 牛·米         | 135 牛·米     | 231 牛·米    |
| 电动机数量          | 1          | 1               | 1           | 1          |
| 电动机位置          | 后置         | 前置              | 前置          | 前置         |
| 电动机最大功率        | 180 千瓦     | 132/145 千瓦      | 132/145 千瓦  | 145/160 千瓦 |
| 电动机最大扭矩        | 330 牛·米    | 316/325 牛·米     | 316/325 牛·米 | 325 牛·米    |
| 系统综合功率         | 321 千瓦     | 160/173 千瓦      | 160/173 千瓦  | 173/254 千瓦 |
| 系统综合扭矩         | 650 牛·米    | -               | -           | -          |
| 0-100km/h 加速时间 | 4.7 秒      | 7.3/7.9 秒       | 7.9/8.5 秒   | 8.5/8.7 秒  |
| 工信部综合油耗        | 1.4L/100km | 1.3L/100km      | -           | -          |
| 亏电油耗           | -          | 3.8L/100km      | 4.4L/100km  | 5.3L/100km |
| 工信部纯电续航里程      | 81 公里      | 55/120 公里       | 51/110 公里   | 52/112 公里  |
| 电池能量           | 15.2 千瓦时   | 8.32/18.316 千瓦时 | -           | -          |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

**DMi 超级混动：主打经济性，旨在替代传统燃油车。**DMi 超级混动平台经济性，基于 DM-i 超级混动平台打造的三款车（秦 plus、宋 plus 以及唐 plus），与基于 DM3.0 打造的车型对比，plus 系列车型的售价均有不同程度的下调。

秦 plus 为基于 DMi 超级混动平台打造的重磅车型。在设计方面，采用了 Dragon face3.0 的设计语言，延续汉的设计理念。同时在经济性方面，秦 plus 提供 55km 和 120km 两种版本，百公里油耗将低至 3.8L，但仍旧能够保证百公里加速在 8s 以内。秦 plus 入门版本的预售价格为 10.78 万元，进入主流经济型燃油车的售价区间，并有望冲击传统燃油车市场。

图表 36 基于 DM-i 系统打造多款车

| 车型        | 秦 PLUS DM-i                       |        | 宋 PLUS DM-i |        | 唐 DM-i |        |
|-----------|-----------------------------------|--------|-------------|--------|--------|--------|
| 型号 (KM)   | 55                                | 120    | 51          | 110    | 52     | 112    |
| 油耗 (L)    | 3.8                               |        | 4.4         | 4.5    | 5.3    | 5.5    |
| 综合续航 (KM) | 1180                              | 1245   | 1150        | 1200   | 1010   | 1050   |
| 百公里加速 (s) | 7.9                               | 7.3    | 8.5         | 7.9    | 8.7    | 8.5    |
| 电混系统      | EHS132                            | EHS145 | EHS132      | EHS145 | EHS132 | EHS145 |
| 价格 (万元)   | 10.78                             | 13.38  | 15.38       | 16.58  | 19.78  | 20.78  |
| 安全性能      | 高达 63%的高强度钢安全车身和 DiPilot 智能驾驶辅助系统 |        |             |        |        |        |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

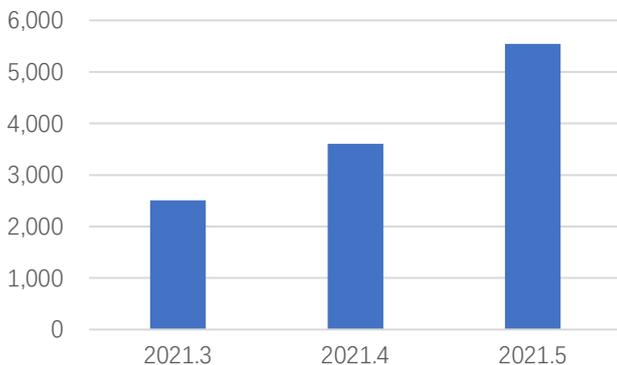
**竞品分析: 秦 plus 优势明显, 销量持续爬坡。**比亚迪秦 plus 起售价格为 10.78 万元, 属于主流经济型轿车的价格区间。同价位区间, 轩逸、宝来以及朗逸长期位于轿车销量榜前列。与竞品车型对比, 比亚迪秦 plus 具备更加前瞻的外观设计, 同时在动力表现、油耗等方面优势明显。我们认为, 在经济型轿车领域, 消费者对于油耗的表现更为关心, 比亚迪秦 plus 凭借 DM-i 超级混动平台在油耗方面优于竞争对手, 同时在动力表现方面有超越级别的体验, 为消费者带来惊喜。当前公司 DMi 车型在手订单充裕, 销量仍处于爬坡期, 后续随着电池等产能瓶颈的逐步缓解, 公司 DMi 车型的销量有望持续上升。

图表 37 秦 plus 竞品对比

|                 | 秦 plus DM-i 55km | 轩逸经典舒适版        | 朗逸 1.5L 自动风尚   | 宝来 1.5L 智联版    |
|-----------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 指导价格 (万元)       | 10.78            | 10.86          | 12.49          | 12.3           |
| 长宽高 (mm)        | 4765*1837*1495   | 4631*1760*1503 | 4670*1806*1474 | 4663*1815*1462 |
| 轴距 (mm)         | 2718             | 2700           | 2688           | 2688           |
| 百公里加速 (s)       | 7.9              | 12.1           | 14             | 13.7           |
| 百公里油耗 (L/100km) | 3.8              | 5.2            | 5.5            | 5.7            |

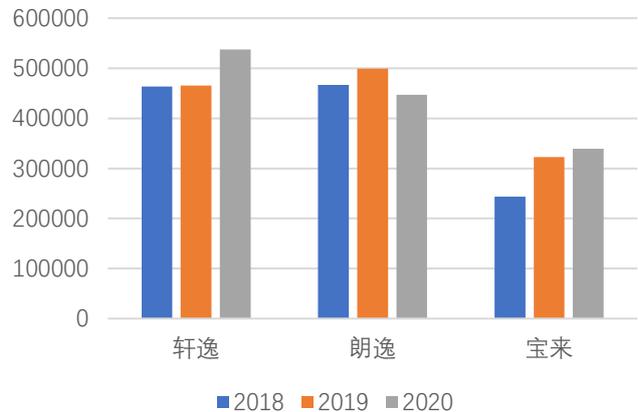
资料来源：汽车之家，华安证券研究所

图表 38 比亚迪秦 plus DMi 销量 (辆)



资料来源：Marklines，华安证券研究所

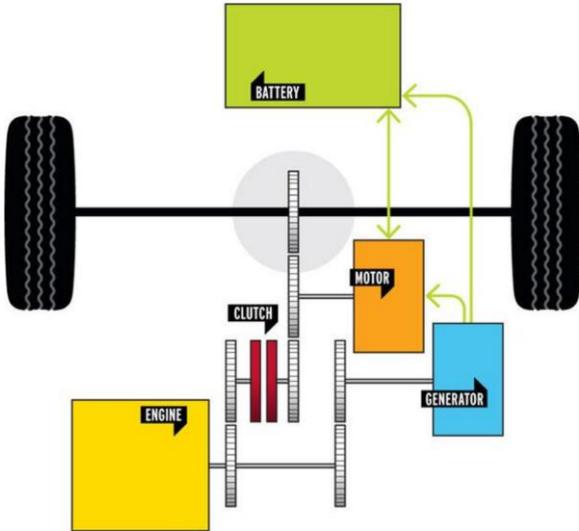
图表 39 秦 plus DMi 竞品车型年销情况 (辆)



资料来源：Marklines，华安证券研究所

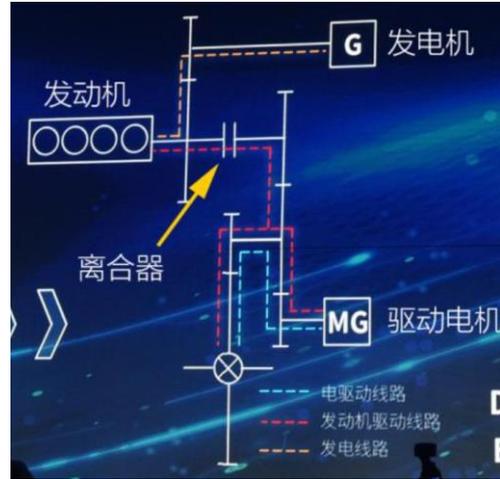
自主混动元年开启，自主品牌实现突破。2020年下半年自主品牌在混动领域逐步发布全新技术。长城汽车发布 DHT，比亚迪发布 DMi 技术，奇瑞发布鲲鹏 DHT 技术。从技术路线与系统结构来看，国内 DHT 技术多脱胎于本田 iMMD 技术，但在发动机、电池、电机以及系统标定层面仍将有较大区别。

图表 40 本田 i-MMD 架构



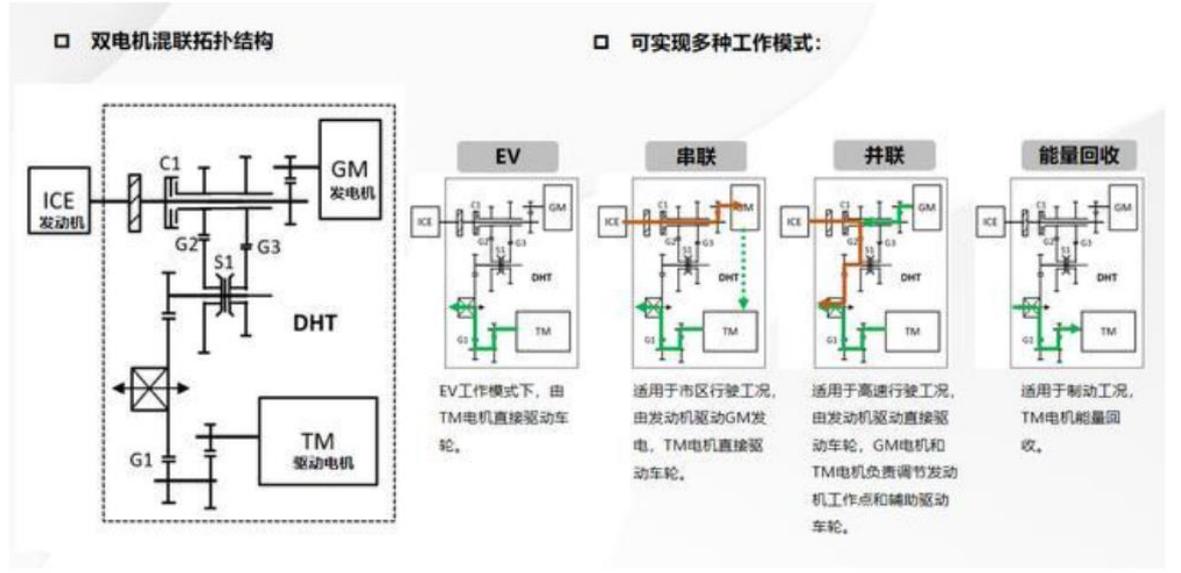
资料来源：本田官网，华安证券研究所

图表 41 EHS 机电耦合系统动力传递路线图



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

图表 42 长城汽车 DHT 拓扑结构



资料来源：长城汽车官网，华安证券研究所

技术架构类似，通过档位、控制策略实现差异化。以上三家的超级混动平台的基础架构与本田 iMMD 类似，因为基础架构的壁垒并不算高，因此各家车企在档位、控制策略等方面实现差异化。

- (1) **长城汽车 DHT:** 长城汽车 DHT 混动系统在本田 iMMD 混动系统基础上进行了改进，采用了双速混动模式，即多了一组变速机构 (G2\G3 那两组齿轮)，能够根据工况选择适合档位。从产品布局来看，DHT 混动系统一共有 3 种动力和 3 套动力总成，包括 1.5L 混动专用发动机+DHT100，1.5T 混动专用发动机+DHT130，1.5T 混动专用发动机+DHT130+P4 三套动力总成。在电池方面，PHEV 四驱版本将采用 45kw 大电池。
- (2) **比亚迪 DMi:** 比亚迪 DMi 主打经济性，因此对于成本的控制更为重要。在结构上，比亚迪 DMi 并未采取更为复杂的换挡机构加大发动机的直驱范围，而采用高效混动发动机+单挡变速机构实现整体成本的最优。
- (3) **奇瑞鲲鹏 DHT:** 奇瑞汽车的 DHT 系统从结构与控制策略层面更为复杂。在结构方面，鲲鹏 DHT 采用了 3 档双离合变速器和双电机驱动结构，该结构能够更好平衡燃油经济性和动力性。但也因为结构更为复杂造成控制策略的复杂。

图表 43 电混系统功率对比

| 厂商   | 电混类型      | 电机功率 (kw) | 系统总功率 (kw) |
|------|-----------|-----------|------------|
| 长城汽车 | DHT100    | 100       | 140        |
|      | DHT130    | 130       | 180        |
|      | DHT130+P4 | 275       | 320        |
| 比亚迪  | EHS132    | 132       | 160        |
|      | EHS145    | 145       | 173        |
|      | EHS160    | 160       | 254        |
| 本田   | i-MMD     | 135       | 158        |
| 丰田   | THS       | 88        | 160        |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

比亚迪在混动领域仍旧具备优势。从战略、技术、先发优势、成本等方面考量，比亚迪在混动领域仍旧具备优势。

- (1) **战略:** 绿色出行为比亚迪未来发展的战略，公司 DMi 产品的定位为替代燃油车，同时比亚迪主要车型为新能源汽车，在新能源转型层面的包袱更小，因此在投入层面比亚迪在新能源领域的投入比例会更大。
- (2) **技术:** DHT 混动系统的基础架构类似，差异化与优势主要体现在关键部件的性能、控制策略的差异化。而在通用技术的差异上主要体现在发动机、电机、电池等关键部件的差异。首先比亚迪在电池领域的优势明显，混动平台专用的高功率刀片电池为比亚迪混动平台的优势，与此同时，比亚迪混动系统专用发动机的热效率同样处于行业领先地位。

图表 44 插混专用发动机效率对比

|     | 比亚迪骁云-插混 | 本田 1.5LEB | 丰田 8ZR-FXE | 长城 HY4G15H | 奇瑞 SQR G4J15 |
|-----|----------|-----------|------------|------------|--------------|
| 压缩比 | 15.5     | 13.5      | 13         | 13         | 11.6         |

|           |     |        |     |      |         |
|-----------|-----|--------|-----|------|---------|
| 最大功率 (kw) | 81  | 76.5   | 71  | 75   | 125     |
| 最大扭矩 (Nm) | 135 | 134    | 142 | 135  | 252     |
| 最高热效率     | 43% | 40.50% | 40% | >38% | 39%~42% |

资料来源：汽车之家，华安证券研究所

- (3) **先发优势：**比亚迪 DMi 为最先量产的超级混动平台，具备先发优势，奇瑞、长城等相关车型的大规模上量预计要到 2021 年下半年。
- (4) **成本：**DMi 定位经济性，旨在替代传统燃油车，因此相比于竞品结构更为简单，成本较低。更低的成本意味着 DMi 具备更广阔的受众群体，销量层面更具保证。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

#### 销量预测：

**(1) 新能源汽车：**2021 年比亚迪进入车型强周期。一方面，纯电车型实现单车竞争力提升与车型布局完善的双重突破；另一方面，DM-i 超级混动平台的上市将为公司混动车型提供价格下探的基础，plus 系列车型凭借续航、动力、油耗等方面的优势抢夺传统经济燃油车的市场。我们预计 2021-2023 年公司新能源乘用车销量增速分别为 187%/41%/23%。

**图表 45 比亚迪新能源汽车销量预测（辆）**

|            | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 秦 EV       | 48243  | 20000  | 20000  | 20000  |
| 秦 PHEV     | 4704   | 6000   | 6000   | 6000   |
| 秦 plus DM  | 0      | 108000 | 144000 | 180000 |
| 秦 plusEV   | 0      | 27000  | 30000  | 30000  |
| 唐 EV       | 1537   | 6000   | 6000   | 6000   |
| 唐 PHEV     | 21225  | 18000  | 24000  | 24000  |
| 唐 plus DM  |        | 31500  | 36000  | 60000  |
| 元 EV       | 16074  | 12000  | 24000  | 24000  |
| 宋 EV       | 10832  | 15000  | 20000  | 20000  |
| 宋 PHEV     | 8390   | 8390   | 9000   | 9000   |
| 宋 Plus DM  | 0      | 45000  | 54000  | 60000  |
| 宋 plus EV  | 0      | 15000  | 30000  | 30000  |
| E5         | 103    | 0      | 0      | 0      |
| E6         | 0      | 0      | 0      | 0      |
| D1         | 1201   | 60000  | 75000  | 100000 |
| E1         | 1771   | 1771   | 6000   | 6000   |
| E2         | 19616  | 12000  | 12000  | 12000  |
| E3         | 2820   | 4000   | 6000   | 6000   |
| 宋 MAX PHEV | 1982   | 3600   | 3600   | 3600   |
| EA1        |        | 12000  | 48000  | 60000  |
| 汉 EV       | 28773  | 85000  | 100000 | 100000 |
| 汉 DM       | 11783  | 24000  | 36000  | 36000  |
| 其他车型       |        |        | 36000  | 102000 |
| 合计         | 179054 | 514261 | 725600 | 894600 |
| yoy        |        | 187%   | 41%    | 23%    |

资料来源：Marklines，华安证券研究所

**(2) 传统汽车：**公司积极推进电动化战略，将逐步减少在传统燃油车领域的资源投入，因此我们假设公司传统燃油车将成现逐步收缩态势。预计公司传统汽车 2021-2022 年销量增速为-37%/-29%/-39%。

**图表 46 分业务收入及毛利率情况**

|                 | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>汽车业务</b>     |        |        |        |        |        |
| 销量 (辆)          | 461292 | 426932 | 672771 | 841110 | 968111 |
| 同比              |        | -7.4%  | 57.6%  | 25.0%  | 15.1%  |
| 价格 (万元)         | 13.73  | 19.63  | 14.89  | 15.34  | 16.15  |
| 同比              |        | 43.0%  | -24.2% | 3.0%   | 5.3%   |
| 营收 (百万元)        | 63327  | 83807  | 100170 | 128997 | 156349 |
| 同比              |        | 32.3%  | 19.5%  | 28.8%  | 21.2%  |
| 毛利率             | 21.79% | 25.21% | 20.94% | 20.69% | 21.33% |
| 毛利              | 13802  | 21124  | 20975  | 26686  | 33350  |
| <b>手机部件及组装等</b> |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 53380  | 60043  | 69049  | 75954  | 83550  |
| 同比              |        | 12.5%  | 15.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| 毛利率             | 9.35%  | 11.2%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 毛利              | 4991   | 6725   | 10357  | 11393  | 12532  |
| <b>二次充电电池</b>   |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 10505  | 12088  | 12692  | 13327  | 13993  |
| 同比              |        | 15.1%  | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   |
| 毛利率             | 18.63% | 20.2%  | 18.0%  | 18.0%  | 18.0%  |
| 毛利              | 1957   | 2437   | 2285   | 2399   | 2519   |
| <b>其他主营业务</b>   |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 587.16 | 473.87 | 473.87 | 473.87 | 473.87 |
| 同比              |        | -19.3% | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%   |
| 毛利率             | 3.09%  | 4.6%   | 3.9%   | 3.9%   | 3.9%   |
| 毛利              | 18     | 22     | 18     | 18     | 18     |
| <b>汇总</b>       |        |        |        |        |        |
| 营收 (百万元)        | 127799 | 156412 | 182386 | 218751 | 254365 |
| 同比              |        | 22.4%  | 16.6%  | 19.9%  | 16.3%  |
| 毛利率             | 16.24% | 19.4%  | 18.4%  | 18.5%  | 19.0%  |
| 毛利              | 20750  | 30285  | 33617  | 40478  | 48401  |

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

预计 2021-2023 年公司营收分别为 1824、2188、2544 亿元, 归母净利润分别为 44、57 和 65 亿元, EPS 分别为 1.53、1.98 和 2.27 元。

## 4.2、估值分析与投资建议

**估值分析：**比亚迪旗下拥有汽车、电子、二次充电电池及光伏三大产业，因此采用分部估值法较为合理。

- (1) **汽车：**比亚迪为国内新能源汽车龙头企业，汽车业务中 50% 以上来自于新能源汽车贡献。全球范围内以新能源为主要营收的汽车企业包括特斯拉、蔚来、小鹏、理想等新势力，同样包括北汽蓝谷等 A 股企业，我们以这些企业对标比亚迪新能源汽车业务。考虑到新能源汽车发展仍旧处于初期，新势力大多处于亏损状态，因此我们采用 PS 的估值方式。
- (2) **电子：**采用港股比亚迪电子的估值。
- (3) **动力电池：**比亚迪为国内第二大动力电池出货量公司，并且取得第三方车企的定点，将逐步实现对外开放，具备更大的边际变化空间。参照宁德时代可以给予相应估值。我们预计 2025 年比亚迪对外供应电池出货量有望达到宁德 1/4。
- (4) **比亚迪半导体：**比亚迪半导体在 IGBT 等领域具备核心竞争力，并将实现分拆上市，逐步实现对外开放。对标 A 股上市公司斯达半导给予相应估值。

参考对标企业估值情况。分部来看，公司新能源汽车对标企业 2021 年 PS 为 11x；传统汽车对标企业 2021 年 PS 为 2x。比亚迪 2021 年进入产品周期，纯电车型产品力提升与车型布局日趋完善，通过 DMI 实现新能源汽车的销量的快速增长。通过分部估值，我们认为当前股价仍旧有上行空间。维持“买入”评级。

图表 47 比亚迪汽车业务对标企业估值 (2021/6/14)

| 业务    | 对标企业 | 对应 2021 年 PS          |
|-------|------|-----------------------|
| 新能源汽车 | 特斯拉  | 12                    |
|       | 蔚来   | 13                    |
|       | 小鹏   | 16                    |
|       | 理想   | 10                    |
|       | 北汽蓝谷 | 4                     |
|       | 平均   | 11                    |
| 传统汽车  | 吉利汽车 | 2                     |
|       | 长安汽车 | 1                     |
|       | 长城汽车 | 3                     |
|       | 平均   | 2                     |
| 半导体   | 斯达半导 | 28                    |
| 电池业务  | 对标企业 | 比亚迪外供出货量/宁德时代 (2025E) |
|       | 宁德时代 | 0.25                  |

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 48 比亚迪估值分析

| 业务     | 对标企业 2021 年 PS | 2021 年预计 营收 (亿元) | 对应市值 (亿元) |
|--------|----------------|------------------|-----------|
| 新能源汽车  | 11             | 735              | 8085      |
| 传统汽车   | 2              | 127              | 254       |
| 比亚迪电子  |                |                  | 913       |
| 比亚迪半导体 |                |                  | 319       |
| 电池     |                |                  | 2632      |
| 合计     |                |                  | 12203     |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 风险提示:

**宏观经济增速放缓。国内外不确定因素增多，可能导致购车需求下降，汽车产业销量增长大幅低于预期风险。**当前我国经济面对复杂的国内外形势，经济下行压力趋大，需求端压力明显，可能带来汽车销量增长大幅低于预期。

**汽车行业政策落地和实施具有不确定性。**随着先前购置税优惠政策退去，新的刺激政策尚未落地，包括刺激汽车消费、放宽皮卡进城限制等政策的具体细则尚未公布，且政策刺激效果存在不确定性。

**新能源汽车市场竞争加剧。**当前新能源汽车产销对补贴仍旧比较依赖。补贴退坡将加剧市场竞争并挤压车企盈利空间。尽管公司短期内新能源汽车占比较低，但未来仍存在因补贴退坡影响整体盈利的风险。

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |        |        |        |        | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 单位:百万元          |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 会计年度            | 2020A        | 2021E        | 2022E        | 2023E        |
| <b>流动资产</b>    | 111605 | 126901 | 148477 | 168632 | <b>营业收入</b>     | 156598       | 182386       | 218751       | 254365       |
| 现金             | 14445  | 16256  | 19285  | 22970  | 营业成本            | 126251       | 148768       | 178273       | 205964       |
| 应收账款           | 41216  | 44972  | 53939  | 61326  | 营业税金及附加         | 2154         | 2553         | 3063         | 3815         |
| 其他应收款          | 1051   | 1999   | 2397   | 2788   | 销售费用            | 5056         | 6383         | 7656         | 9157         |
| 预付账款           | 724    | 446    | 535    | 618    | 管理费用            | 4321         | 6931         | 8313         | 10175        |
| 存货             | 31396  | 36683  | 43958  | 50786  | 财务费用            | 3763         | 1404         | 1315         | 1294         |
| 其他流动资产         | 22772  | 26545  | 28364  | 30144  | 资产减值损失          | -907         | -700         | -400         | -500         |
| <b>非流动资产</b>   | 89412  | 101312 | 110901 | 111726 | 公允价值变动收益        | 51           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 5466   | 5466   | 5466   | 5466   | 投资净收益           | -273         | -426         | -557         | -724         |
| 固定资产           | 54585  | 64185  | 73985  | 73685  | <b>营业利润</b>     | 7086         | 8275         | 11066        | 13056        |
| 无形资产           | 11804  | 13104  | 15503  | 16903  | 营业外收入           | 282          | 240          | 240          | 240          |
| 其他非流动资产        | 17558  | 18558  | 15948  | 15672  | 营业外支出           | 485          | 300          | 300          | 300          |
| <b>资产总计</b>    | 201017 | 228213 | 259378 | 280358 | <b>利润总额</b>     | 6883         | 8215         | 11006        | 12996        |
| <b>流动负债</b>    | 106431 | 101871 | 123901 | 134095 | 所得税             | 869          | 1397         | 1871         | 2209         |
| 短期借款           | 16401  | 9186   | 15113  | 10568  | <b>净利润</b>      | 6014         | 6819         | 9135         | 10786        |
| 应付账款           | 42983  | 46872  | 56168  | 64893  | 少数股东损益          | 1780         | 2451         | 3456         | 4282         |
| 其他流动负债         | 47047  | 45812  | 52620  | 58634  | <b>归属母公司净利润</b> | 4234         | 4368         | 5679         | 6505         |
| <b>非流动负债</b>   | 30133  | 30133  | 30133  | 30133  | EBITDA          | 23869        | 30760        | 32784        | 24445        |
| 长期借款           | 14745  | 14745  | 14745  | 14745  | EPS (元)         | 1.47         | 1.53         | 1.98         | 2.27         |
| 其他非流动负债        | 15387  | 15387  | 15387  | 15387  |                 |              |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 136563 | 132004 | 154034 | 164227 | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 7580   | 10030  | 13487  | 17768  | <b>会计年度</b>     | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 股本             | 2728   | 2861   | 2861   | 2861   | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 资本公积           | 24699  | 49502  | 49502  | 49502  | 营业收入            | 22.6%        | 16.5%        | 19.9%        | 16.3%        |
| 留存收益           | 29447  | 33816  | 39494  | 45999  | 营业利润            | 206.4%       | 16.8%        | 33.7%        | 18.0%        |
| 归属母公司股东权益      | 56874  | 86179  | 91857  | 98362  | 归属于母公司净利        | 162.3%       | 3.2%         | 30.0%        | 14.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 201017 | 228213 | 259378 | 280358 | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 毛利率 (%)         | 19.4%        | 18.4%        | 18.5%        | 19.0%        |
|                |        |        |        |        | 净利率 (%)         | 2.7%         | 2.4%         | 2.6%         | 2.6%         |
|                |        |        |        |        | ROE (%)         | 7.4%         | 5.1%         | 6.2%         | 6.6%         |
|                |        |        |        |        | ROIC (%)        | 8.5%         | 5.5%         | 6.0%         | 6.7%         |
|                |        |        |        |        | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 资产负债率 (%)       | 67.9%        | 57.8%        | 59.4%        | 58.6%        |
|                |        |        |        |        | 净负债比率 (%)       | 211.9%       | 137.2%       | 146.2%       | 141.4%       |
|                |        |        |        |        | 流动比率            | 1.05         | 1.25         | 1.20         | 1.26         |
|                |        |        |        |        | 速动比率            | 0.70         | 0.79         | 0.75         | 0.78         |
|                |        |        |        |        | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 总资产周转率          | 0.78         | 0.80         | 0.84         | 0.91         |
|                |        |        |        |        | 应收账款周转率         | 3.80         | 4.06         | 4.06         | 4.15         |
|                |        |        |        |        | 应付账款周转率         | 2.94         | 3.17         | 3.17         | 3.17         |
|                |        |        |        |        | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |        |        |        |        | 每股收益            | 1.47         | 1.53         | 1.98         | 2.27         |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流薄)       | 15.87        | 7.10         | 10.76        | 8.20         |
|                |        |        |        |        | 每股净资产           | 19.88        | 30.12        | 32.11        | 34.38        |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |        |        |        |        | P/E             | 131.29       | 138.21       | 106.31       | 92.81        |
|                |        |        |        |        | P/B             | 9.77         | 7.01         | 6.57         | 6.14         |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA       | 23.79        | 20.56        | 19.38        | 25.66        |

| 现金流量表          |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        |
| 会计年度           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| <b>经营活动现金流</b> | 45393  | 20301  | 30798  | 23469  |
| 净利润            | 4234   | 4368   | 5679   | 6505   |
| 折旧摊销           | 12519  | 21400  | 21400  | 11400  |
| 财务费用           | 3124   | 1713   | 1674   | 1715   |
| 投资损失           | -27    | 426    | 557    | 724    |
| 营运资金变动         | 21441  | -10830 | -2444  | -1731  |
| 其他经营现金流        | -13106 | 18422  | 12053  | 13093  |
| <b>投资活动现金流</b> | -14444 | -34500 | -32021 | -13523 |
| 资本支出           | -11515 | -34074 | -31464 | -12800 |
| 长期投资           | -1739  | 0      | 0      | 0      |
| 其他投资现金流        | -1190  | -426   | -557   | -724   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -28907 | 16010  | 4252   | -6261  |
| 短期借款           | -23932 | -7214  | 5927   | -4545  |
| 长期借款           | 2798   | 0      | 0      | 0      |
| 普通股增加          | 0      | 133    | 0      | 0      |
| 资本公积增加         | 168    | 24804  | 0      | 0      |
| 其他筹资现金流        | -7941  | -1713  | -1674  | -1715  |
| <b>现金净增加额</b>  | 2064   | 1811   | 3029   | 3686   |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

### 华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

盛炜：三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

### 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

#### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

#### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。