

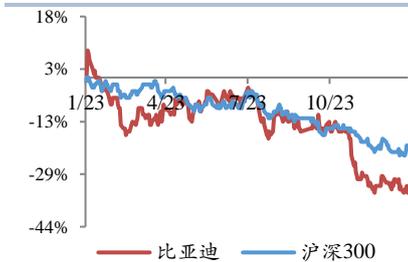
升级换代提升产品力，规模优势铸就护城河

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-29

收盘价（元）	185.86
近 12 个月最高/最低（元）	303.00/184.88
总股本（百万股）	2,911
流通股本（百万股）	1,165
流通股比例（%）	40.01
总市值（亿元）	5,411
流通市值（亿元）	2,165

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：姜肖伟

执业证书号：S0010523060002

电话：18681505180

邮箱：jiangxiaowei@hazq.com

联系人：陈飞宇

执业证书号：S0010123020005

电话：19842726967

邮箱：chenfeiyu@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 技术优势与成本优势，构筑公司竞争壁垒

公司依靠技术优势与成本优势，2023 年实现新能源车销量 302 万，成为中国汽车市场与全球新能源汽车市场的龙头。技术优势方面，公司凭借 DMI/DMP 混动架构与 DMO 混动越野平台，纯电专属平台 e3.0 以及刀片电池等方面的优势奠定了行业领先地位。成本方面，公司不仅依靠垂直供应链体系与领先技术降低成本，更重要的是规模优势带来的降本效应。公司目前销量规模处于马克西-西尔伯斯通曲线最小有效规模的左侧，单车成本约 12.2 万/辆，后续产销规模提升的过程中，单车成本预计将继续下降，相应地单车净利将呈现非线性增长。

● 深厚的降价空间与产品力优势，助力基本盘销量稳中有升

(0-10]万价格区间，公司去年销量规模达 22.5 万，占新能源市场份额 19%，终端市场份额 9%。后续受益于该价格带新能源渗透率的提升，海鸥车型销量扩容预计将提升公司在该价格带的份额。**(10-20]万价格区间**是公司销量基本盘，规模效应赋予公司定价权优势。在行业价格战内卷背景下，公司能够依靠定价权优势稳步提升基本盘市场份额，降价同时最大限度地保证公司利润。**(20-30]万价格区间**是比亚迪销量次多的价格带，也是增量空间较大的价格带。短期来看，受益于该价格带合资品牌份额萎缩，自主品牌销量扩容，作为自主龙头公司在该价格带的市占率预计小幅提升。

● 高端品牌形象初步确立，产品矩阵不断补位

公司构建了高端品牌腾势、专业个性化品牌方程豹与豪华品牌仰望三足鼎立的高端格局。**(30-50]万价格区间**，后续依赖腾势与方程豹产品矩阵的丰富，腾势 SUV 系列产品的平台升级，公司市占率预计进一步提升。**(50-100]万价格区间**，公司布局较晚，目前尚没有售出车型，后续腾势与仰望品牌新车陆续上市，逐步补位该价格带，填补销量空白。**(100+]万价格区间**，公司布局仰望品牌，依靠超级技术实现百万豪华品牌的突破。去年 12 月仰望 U8 实现销售 1593 辆，位列百万新能源乘用车第一，豪华车销量实现突破。

● 海外出口空间广阔，自有运输与本地建厂提升产能

短期视角下，公司预计 2025 年前交付 8 艘滚装船，可测算 2024 年运力大概约 17 万。加上 2024 年投产的泰国/乌兹别克斯坦工厂合计 20 万产能，增量约 37 万，因此预计公司短期出口约 60 万左右。远期视角下，在非东南亚、北美、西欧区域比亚迪将与大众、丰田等全球车企直面竞争，考虑到公司在新能源领域的技术与成本优势，类比同规模铃木汽车的市占率，预计比亚迪的市场份额约 10%。单车净利方面，考虑到国外售价是国内售价的 1.5 倍左右，预计出口单车净利在 2-3 万。

● **投资建议**

2024 年公司产品换代升级，产品力进一步提升，助力公司基本盘销量稳中有增。而且，腾势 D9、方程豹豹 5、仰望 U9 高端车型均取得亮眼成绩，公司高端品牌形象已经建立，产品销量与单车价值均有望提升。此外，海外市场空间广阔，出口单车价值量高，公司出口业务量增价涨。综上，2023/2024/2025 年公司汽车销量预计将达到 302/385/450 万辆，汽车销售收入预计分别为 4372.5/5747.4/7127.3 亿元，相应毛利率分别为 22.5%/23.0%/23.5%；电池业务收入预计分别为 360.3/475.2/578.1 亿元，毛利率分别为 14%/14.5%/15%。由于消费电子行业周期复苏，预计 2023/2024/2025 年公司手机部件及组装业务营收为 1235.2/1482.2/1704.6 亿元，相应毛利率回升 9.0%/9.5%/10%。综上，预计公司 2023-2025 年营业收入 5972.3/7709.3/9414.5 亿元，毛利率分别达 19%、20%、21%，归母净利润分别达 268.8/391.8/522.0 亿元。与可比公司相比，比亚迪是全球新能源汽车领导者，拥有领先的技术优势与成本优势，同时 2024 年基本盘产品逐步升级换代，高端豪华车型陆续上市，将有力提升公司盈利水平。因此，公司 PE 估值高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

海外出口不及预期。出口目的国家关税政策、国际政治关系、当地渠道建设以及配套充电设施、消费者对电动汽车的认可度均会影响公司出海进程，导致出口不及预期。

高端化进程不及预期。产品高端化受到文化积淀、品牌价值等软实力影响，同时国内厂商、合资进口车企纷纷发力高端产品，市场竞争更加激烈，可能影响公司的高端化发展。

合资车企反扑影响公司基本盘销量。合资车企盈利能力强，具备价格竞争的优势，因此时刻关注合资车企利用价格战进行反扑的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	424061	597232	770926	941447
收入同比 (%)	96.2%	40.8%	29.1%	22.1%
归属母公司净利润	16622	26881	39177	52195
净利润同比 (%)	445.9%	61.7%	45.7%	33.2%
毛利率 (%)	17.0%	19.3%	20.0%	20.5%
ROE (%)	15.0%	19.9%	22.5%	23.0%
每股收益 (元)	5.71	9.23	13.46	17.93
P/E	45.00	20.87	14.32	10.75
P/B	6.74	4.15	3.22	2.48
EV/EBITDA	17.30	9.25	6.26	4.44

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：全球新能源汽车领导者	8
1.1 电池起家，历经二十余载终成新能源汽车龙头.....	8
1.2 产品线：产品矩阵丰富，组合层次清晰.....	11
1.3 销量：总量高速增长，结构“王朝”主导.....	12
1.4 财务分析：销量高增带动营收快速增长，研发费用持续提升.....	15
1.5 盈利能力：控本优势保证公司单车净利约 1 万水平.....	17
1.6 产能：国内外新增产能加速落地，助力销量快速提升.....	19
1.7 新车周期：新车、新技术一并落地，开启产品黄金元年.....	21
1.8 组织架构：股权结构平稳，管理人员经验丰富.....	22
2 技术优势与成本优势，构筑公司竞争壁垒	23
2.1 技术优势.....	23
2.1.1 混动技术：两大 DMI/DMP+DMO 混动越野平台.....	23
2.1.2 纯电 E 平台 3.0：纯电专属平台，多技术高度集成.....	24
2.1.3 刀片电池：续航能力强，安全性能优秀.....	24
2.1.4 CTB 电池车身一体化：轻量化、高度集成.....	25
2.1.5 易四方架构：颠覆式创新技术，重塑驾控逻辑.....	26
2.1.6 云辇智能车身控制系统：行业首个新能源专属智能车身控制系统.....	27
2.1.7 智能化：整车智能，才是真智能.....	27
2.2 成本优势.....	28
2.2.1 垂直供应链体系降本.....	28
2.2.2 核心技术优势带动成本降低.....	30
2.2.3 规模优势带来的降本效应.....	31
3 基本盘销量扎实提高，高端品牌形象初步确立	33
3.1 (0-10] 万价格带：新能源市场扩容，带动公司份额提升.....	33
3.2 (10-20] 万价格带：拥有定价权优势，保证销量基本盘.....	35
3.3 (20-30] 万价格带：混动车型遥遥领先，纯电车型产品力不足.....	41
3.4 (30-50] 万价格带：高端品牌形象初步确立，产品矩阵继续完善.....	45
3.5 (50-100] 万价格带：腾势仰望品牌塑造成型，新车陆续上市补位.....	51
3.6 (100+] 万价格带：仰望 U8 销量实现突破，创造中国汽车新里程碑.....	53
4 海外出口空间广阔，自有运输与本地建厂提升产能	55
5 盈利预测与估值	60
风险提示：	61

图表目录

图表 1 公司主营业务发展历程	8
图表 2 公司已上市乘用车产品	9
图表 3 公司商用车产品	9
图表 4 公司刀片电池产品	10
图表 5 公司储能电池产品	10
图表 6 公司太阳能业务产品	10
图表 7 公司储能业务产品	10
图表 8 比亚迪电子 3D 玻璃热弯车间	10
图表 9 公司新能源汽车业务	10
图表 10 公司云轨交通产品	11
图表 11 公司云巴交通产品	11
图表 12 比亚迪产品价格分布 (单位: 万)	12
图表 13 公司汽车销量高速增长	13
图表 14 2023 年公司出口销量实现质的飞跃	13
图表 15 公司销量结构中纯电与混动基本各占一半	13
图表 16 2023 年混动结构中主要车型销量 (万) 与占比	13
图表 17 主要纯电车型销量 (万) 与占比	14
图表 18 主要品牌销量 (万) 与占比	14
图表 19 主要车型销量与占比	15
图表 20 公司整体收入快速增长 (亿元, %)	15
图表 21 公司除电子外收入增速更快 (亿元, %)	15
图表 22 汽车业务收入占比约 70%	16
图表 23 2022 年以来公司各业务毛利率均有所提高	16
图表 24 公司各业务毛利占比 (注: 2022 年电池业务并入汽车业务)	16
图表 25 2022 年以来公司研发费用大幅增长 (亿元, %)	17
图表 26 公司研发费用率稳中有升	17
图表 27 公司单车净利处于稳步上升阶段	17
图表 28 主要车企单车盈利与单车价值的关系	18
图表 29 主要车企销量与单车成本的关系	18
图表 30 比亚迪利润与单车价值、成本的关系 (万/辆)	19
图表 31 比亚迪整车产能规划 (万辆/年)	20
图表 32 比亚迪海外制造工厂	20
图表 33 公司产能利用率快速提升 (辆)	21
图表 34 公司在建工程规模迅速扩张 (亿元)	21
图表 35 公司 2024 年预计推出的新车	21
图表 36 公司混动换用底盘专利图	22
图表 37 公司刀片电池	22
图表 38 公司股权结构	22
图表 39 公司员工持股计划	23
图表 40 DM-P 与 DM-I 对比	23
图表 41 DM-I 混动架构	23

图表 42 DMO 平台	24
图表 43 三种动力电池针刺对照测试结果	25
图表 44 比亚迪刀片电池包组示意图及传统电池组	25
图表 45 CTB 电池车身一体化技术	26
图表 46 易四方架构示意图	26
图表 47 云辇-P 结构及部件	27
图表 48 璇玑智能化架构	28
图表 49 新能源汽车产业链	28
图表 50 比亚迪上游产业链布局情况	29
图表 51 比亚迪中游产业链布局情况	30
图表 52 比亚迪下游产业链布局情况	30
图表 53 CTB 技术取消了模组与电池包环节	31
图表 54 动力总成集成化设计能够有效缩减零部件数量	31
图表 55 福特汽车的马克西-西尔伯斯通曲线	32
图表 56 通用汽车的马克西-西尔伯斯通曲线	32
图表 57 丰田汽车的马克西-西尔伯斯通曲线	32
图表 58 大众汽车的马克西-西尔伯斯通曲线	32
图表 59 公司单车成本随销量规模呈下降趋势	33
图表 60 (0-10] 万价格区间国内终端市场销量与同比	33
图表 61 (10-20] 万价格区间在国内终端市场的市占率	33
图表 62 (0-10] 万价格区间动力类型结构 (万) 与占比	34
图表 63 (0-10] 万合资与自主品牌市场份额	34
图表 64 (0-10] 万自主与合资动力类型销量结构 (万)	34
图表 65 (0-10] 万主要厂商市占率	35
图表 66 通用五菱目前销量过万的车型 (万)	35
图表 67 (0-10] 万比亚迪销量规模 (万) 与市占率	35
图表 68 海鸥与宏光 MINI EV 月度销量变化 (万)	35
图表 69 (10-20] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比	36
图表 70 (10-20] 价格区间国内终端市场合资与自主销量 (万) 与占比	36
图表 71 (10-20] 万价格区间, 2023 年国内主要车企市占率与销量规模	37
图表 72 (10-20] 万价格区间, 2023 年合资品牌动力类型占比	37
图表 73 (10-20] 万价格带主要厂商市占率变化	37
图表 74 (10-20] 万价格区间, 公司销量规模 (万) 与增速	38
图表 75 (10-20] 万价格区间, 公司市占率变化	38
图表 76 (10-20] 价格区间, 公司动力类型销量结构	38
图表 77 (10-20] 价格区间, 公司车型销量结构	38
图表 78 (10-20] 万价格区间, 公司主要车型 2023 年度销量 (万)	38
图表 79 (10-20] 万价格区间, 市场动力类型销量结构 (万)	39
图表 80 (10-20] 万价格带前 15 名竞品中除埃安外均为燃油车 (万)	39
图表 81 (10-20] 万价格区间, 公司车型燃油经济性优势明显	39
图表 82 (10-20] 万价格区间, 与新能源汽车竞品相比, 公司价格与空间性价比具有优势	40
图表 83 碳酸锂价格年内跌幅达到 82%	40
图表 84 (20-30] 万价格区间销量规模基本稳定在近 400 万	41
图表 85 (20-30] 万价格区间市场份额	41

图表 86 (20-30] 万价格区间国内终端品牌结构	41
图表 87 (20-30] 万价格区间各品牌动力类型结构 (万, %)	42
图表 88 (20-30] 万价格区间主要品牌销量规模 (万) 与占比	42
图表 89 (20-30] 价格区间主要品牌厂商市占率变化	43
图表 90 比亚迪在 (20-30] 万价格区间的销量与增速	43
图表 91 比亚迪在 (20-30] 万价格区间的市占率	43
图表 92 比亚迪在 (20-30] 万价格区间主要车型销量 (万)	44
图表 93 去年(20-30] 万价格带主要车企售出车型数量 (个)	44
图表 94 大众在 (20-30] 万价格区间主要车型销量 (万)	44
图表 95 丰田(20-30] 万价格区间主要型销量 (万)	44
图表 96 (20-30] 万区间主要混动车型 SUV 销量 (万)	45
图表 97 (20-30] 万区间主要纯电车型 SUV 销量 (万)	45
图表 98 (20-30] 万区间主要混动车型轿车销量 (万)	45
图表 99 (20-30] 万区间主要纯电车型轿车销量 (万)	45
图表 100 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比	46
图表 101 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比	46
图表 102 (30-50] 万价格区间, 动力类型销量结构 (万)	47
图表 103 (30-50] 万价格区间前 15 名销量中燃油车仍占主流 (万)	47
图表 104 (30-50] 万价格区间, 国内主要车企市占率与销量	47
图表 105 (30-50] 万价格区间, 合资与自主品牌动力类型占比	47
图表 106 (30-50] 万价格区间, 公司销量规模 (万) 与增速	47
图表 107 (30-50] 万价格区间, 公司市占率变化	47
图表 108 (30-50] 万价格区间, 公司动力类型销量结构	48
图表 109 (30-50] 万价格区间, 公司车型销量结构	48
图表 110 (30-50] 万价格区间公司主要车型销量 (万)	48
图表 111 腾势 D9 DM 在混动与燃油 MPV 市场领先 (万)	49
图表 112 腾势 D9 EV 在纯电 MPV 市场存在一定差距 (万)	49
图表 113 纯电 SUV 市场比亚迪车型产品力不足 (万)	49
图表 114 混动 SUV 市场比亚迪家庭产品缺失 (万)	49
图表 115 纯电轿车市场比亚迪车型产品力不足 (万)	49
图表 116 混动燃油轿车市场比亚迪同样品牌力不足 (万)	49
图表 117 (30-50] 万价格区间, 腾势与方程豹品牌产品规划	50
图表 118 国内硬派越野市场的销量规模 (万)	50
图表 119 去年国内硬派越野市场主要车型 (万)	50
图表 120 2023 国内硬派 SUV 各价格区间市占率	51
图表 121 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量与占比	51
图表 122 (50-100] 万价格带市场规模 (万) 与占比	52
图表 123 (50-100] 万价格带国产与进口结构	52
图表 124 (50-100] 万价格区间竞争格局	52
图表 125 (50-100] 万价格区间自主品牌销量 (辆)	52
图表 126 2022 年(50-100] 万价格区间主要车型 (万)	53
图表 127 2023 年(50-100] 万价格区间主要车型 (万)	53
图表 128 (100+] 万价格区间市场规模 (万) 与占比	53
图表 129 (100+] 万价格区间进口与国内占比	53

图表 130 (100+]万价格区间动力类型销量 (万) 与占比	54
图表 131 (100+]万价格区间主要品牌销量规模 (万)	54
图表 132 (100+]万价格区间前三强销量占比	54
图表 133 (100+]万价格区间 CR3 集中度	55
图表 134 (100+]万价格区间国产品牌销量规模 (辆)	55
图表 135 全球乘用车市场规模约 6000 万	56
图表 136 西欧、北美、东亚南亚地区的销量规模 (万)	56
图表 137 2023 年主要车企除西欧、东亚南亚、北美地区的乘用车销量规模 (万)	56
图表 138 2023 年主要车企除西欧、东亚南亚、北美地区的市占率变化	57
图表 139 比亚迪出口区域情况 (万)	57
图表 140 比亚迪主要出口国家销量规模 (万)	57
图表 141 乘用车销量百万以上的国家 (万辆)	58
图表 142 中国汽车主要出口国家销量 (万辆)	58
图表 143 比亚迪海外生产基地	58
图表 144 比亚迪自有滚装船建设情况	58
图表 145 公司产品在部分国家地区的售价	59
图表 146 长城汽车出口与国内单车价值与毛利率对比	59
图表 147 远期视角的出口空间测算	60
图表 148 收入分类预测表	61
图表 149 可比公司 PE 估值表	61

1 公司概况：全球新能源汽车领导者

1.1 电池起家，历经二十余载终成新能源汽车龙头

公司是中国汽车市场与全球新能源汽车市场的领导者。比亚迪成立于 1995 年，以电池业务起家。经过二十多年的发展，业务覆盖手机部件及组装业务，汽车业务，光伏业务，交通轨道业务等领域。2023 年，比亚迪新能源乘用车销量 302 万，成长为中国汽车市场与全球新能源汽车市场的龙头。

图表 1 公司主营业务发展历程

公司历程	1995年	2002年	2007年	2011年	2022年					
	公司成立	香港主板上市	分拆比亚迪电子（国际）有限公司香港上市	在深交所上市	比亚迪半导体四次IPO被“中止”，暂停上市					
电池和光伏业务	1996年	2000年	2005年	2010年	2016年	2020年	2022年			
	开始研发锂电池	成为摩托罗拉第一个中国锂离子动力电池供应商	发布首款磷酸铁锂电池	进军光伏领域	发布“光储一体化”新模式	发布刀片电池	发布CTB电池车身一体化技术			
手机部件及组装业务	2002年		2007年	2011年	2018年		2021年			
	进军手机行业		进军手机ODM业务领域	推出全球首创PMH技术	自主研发DiLink智能网联系统		成为全球第六大EMS厂商			
汽车业务	2003年		2005年	2008年	2010年	2015年	2018年	2021年	2022年	2023年
	收购西安秦川汽车，进军汽车行业		比亚迪F3上市	双模电动车F3DM上市	全球首批纯电动出租车e6上路	发布“7+4”战略，推动新能源汽车的全方位拓展	“王朝系列”爆发，新能源车销量连续四年全球第一	发布DM-i/p技术，纯电专属平台-e平台3.0	宣布停止燃油车生产	发布全球首个新能源智能车控系统—云辇
轨道交通业务				2016年	2017年	2021年				
				比亚迪“云轨”全球首发，正式进军轨道交通业务	首条商业化运营云轨线路在银川通车	第一条无人驾驶云巴线路在重庆璧山开通				

资料来源：比亚迪官网，比亚迪电子官网，弗迪电池官网，华安证券研究所

汽车业务是公司的核心盈利业务。乘用车方面，以朝代命名的王朝系列与以海洋生物及军舰命名的海洋系列，覆盖 35 万以下区间。中高端品牌腾势系列覆盖 30-50 万价格区间。2022 年 11 月，推出豪华汽车品牌仰望，对标于保时捷等豪华品牌，价格区间在 80-150 万。2023 年 6 月，推出专业个性化品牌方程豹，定位介于腾势与仰望之间，主打硬派越野细分赛道。商用车方面，以“7+4”全市场战略进行布局，将电动车用于道路交通领域。

图表 2 公司已上市乘用车产品

王朝系列	海洋系列	腾势系列	方程豹系列	仰望系列
 宋	 海鸥	 腾势D9	 方程豹5	 仰望U8
 汉	 海豚	 腾势N7		
 秦	 海豹	 腾势N8		
 元	 护卫舰	 腾势X		
 唐	 驱逐舰			

资料来源：比亚迪官网，汽车之家，华安证券研究所

图表 3 公司商用车产品

城市公交	座位客车	机场摆渡车	城市物流	专用车	二类底盘
 B12	 C8	 K10B	 V3	 Q3	 T10
 B12D	 C6		 T5DB	 T31搅拌车	 T9
 B7				 T31渣土车	
 K9					

资料来源：比亚迪商用车官网，华安证券研究所

电池业务拥有从自主研发，到设计，生产电池的全方位产业链。产品覆盖动力电池、储能及新型电池、消费类电池及零部件，应用于电子产品，电动汽车，储能等领域。2020年推出刀片电池，2022年推出CTB电池车身一体化技术。

光伏业务领跑世界，形成了硅锭、硅片、电池片、组件等全产业链技术布局。太阳能业务推出光储一体化，公司拥有独有的硅胶技术，使太阳能组件使用寿命达 50 年。储能业务产品主要分为源网侧储能系统产品，工商业储能产品，户用储能产品，并提供储能系统，机器人电池需求等解决方案。

图表 4 公司刀片电池产品

图表 5 公司储能电池产品



资料来源：易车网，华安证券研究所

资料来源：弗迪电池官网，华安证券研究所

图表 6 公司太阳能业务产品

图表 7 公司储能业务产品



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

手机部件及组装业务方面，提供创新材料、研发设计、精密智造，测试认证及智能供应五个领域解决方案。业务分为三大板块，消费电子业务，新型智能产品业务、新能源汽车业务。涉及智能手机、笔记本电脑、智能家居、无人机、新能源汽车等多元化市场。工程师人数过万，拥有 25000+ 专利。

图表 8 比亚迪电子 3D 玻璃热弯车间

图表 9 公司新能源汽车业务



资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：比亚迪电子官网，华安证券研究所

轨道交通业务拥有“云轨”和“云巴”两个品牌。“云轨”属于一种中运量的跨座式单轨，“云巴”是小运量胶轮有轨电车，二者均搭载无人驾驶系统等技术，是解决城市交通拥堵问题的新方向。2022年，巴西圣保罗地铁17号线云轨正式下线。2023年9月，合肥比亚迪园区云巴开通，是全国第七条云巴线路。

图表 10 公司云轨交通产品



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

图表 11 公司云巴交通产品



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

1.2 产品线：产品矩阵丰富，组合层次清晰

产品矩阵完备，覆盖各价格区间、用户群体。公司乘用车产品基于纯电与插电混合动力类型，形成王朝、海洋、腾势、方程豹、仰望五大品牌。产品涵盖高中低端价格区间，覆盖各类用户群体需求，产品矩阵丰富多元。其中，王朝系列主打沉稳大气风格，用户群体以家庭用户为主，产品价格覆盖 10-30 万区间。海洋系列主打年轻化时尚化，用户群体以年轻人群为主，产品价格覆盖 10-30 万区间。腾势系列定位中高端，用户群体以增换购的豪华车用户与家庭用户为主，产品覆盖 30-50 万区间。方程豹系列主打新能源专业个性化市场，包括硬派越野、跑车等细分场景，用户群体以注重个性化消费人群为主，产品覆盖 40-80 万区间。仰望系列主打高端豪华，用户目标群体是经济独立的年轻成功人群，产品覆盖 80+万左右。

高端品牌定位明确，品牌向上布局完成。公司高端化布局初具规模，腾势、方程豹、仰望层次清晰，定位明确。腾势作为中间过渡品牌向下承接中端市场向上连接高端豪车，主打精英、商务和城市人群，拥有领先的新能源与安全技术、智慧豪华产品品质以及用户生态服务体系三大核心竞争力，覆盖 MPV、SUV、轿车及都市跑车等领域。方程豹承接腾势和仰望之间的中高端新能源市场空白，定位于专业个性化用车的用车体验人群。仰望作为公司豪华车担当，是提升公司品牌价值的关键。公司最前沿的易四方、云辇系统、动力电池、超级车身、智能座舱以及驾驶辅助等六大核心技术赋予了仰望出色的车身控制能力和安全性以及卓越的动力性能，以技术提升高端品牌与公司价值。

图表 12 比亚迪产品价格分布 (单位: 万)



资料来源: 易车网, 华安证券研究所

1.3 销量: 总量高速增长, 结构“王朝”主导

依托技术优势与行业发展, 公司汽车销量维持高速增长。自 2021 年公司发布 DM-i/p 混动系统和纯电专属平台 e3.0 以来, 依托技术领先性, 公司汽车销量快速增长, 当年实现 91.4 万辆, 同比增速 112%, 实现翻倍增长。2022 年受益于行业的持续爆发式增长, 公司新能源汽车全球累计销量突破 186 万辆, 成为全球新能源汽车销量冠军。2023 年, 凭借丰富的产品线、技术实力与品牌影响力, 公司汽车销量约 302 万辆, 同比增长 62%, 延续高速增长态势。

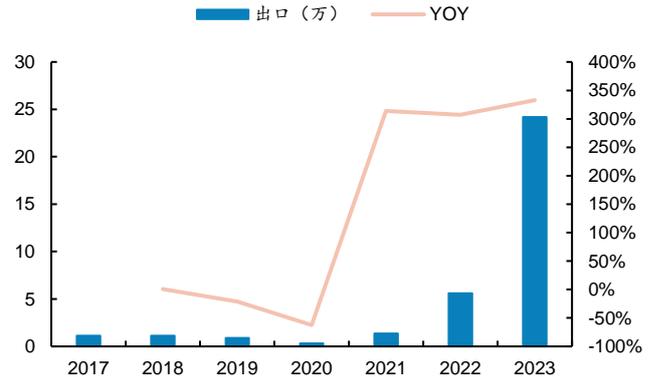
借助全球新能源汽车发展契机, 公司凭借优秀产品力, 出口销量实现重大突破。2023 年, 公司汽车出口销量实现 24.2 万辆, 同比增长 333%。同时, 公司凭借全球范围内建立的销售网络、品牌影响力, 以及多年的技术积累, 在多个国家实现销量冠军, 全球化战略布局正在收获果实。

图表 13 公司汽车销量高速增长



资料来源: wind, 华安证券研究所

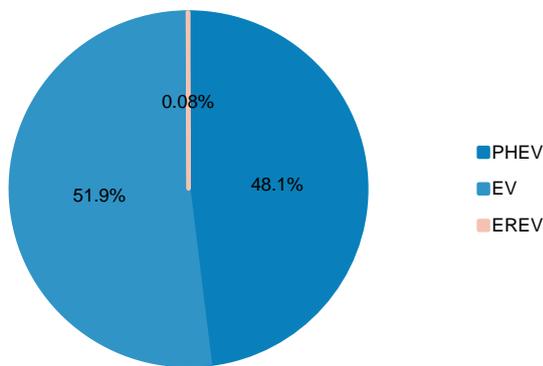
图表 14 2023 年公司出口销量实现质的飞跃



资料来源: wind, 华安证券研究所

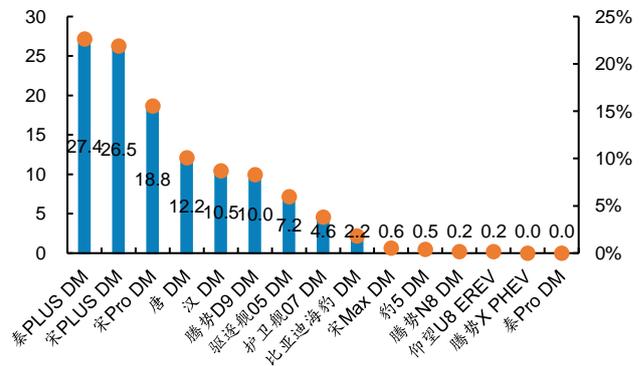
公司销量结构中纯电与混动各占一半，海豚 EV 与秦 PLUS 混动销量各自占比最大。2023 年公司国内汽车销量结构中，DM 车型销量 121 万辆，占比为 48%。主要混动车型中，秦 PLUS 销量最多为 27.4 万辆，占比 23%；宋 PLUS 销量为 26.5 万辆，占比 22%；宋 PRO 销量为 18.8 万辆，占比 16%。纯电车型销量 130.3 万辆，占比约为 52%。主要纯电车型中，海豚销量最多为 28.6 万辆，占比 22%；元 PLUS 销量为 28.3 万辆，占比为 22%；海鸥销量 22.1 万辆，占比 17%。

图表 15 公司销量结构中纯电与混动基本各占一半



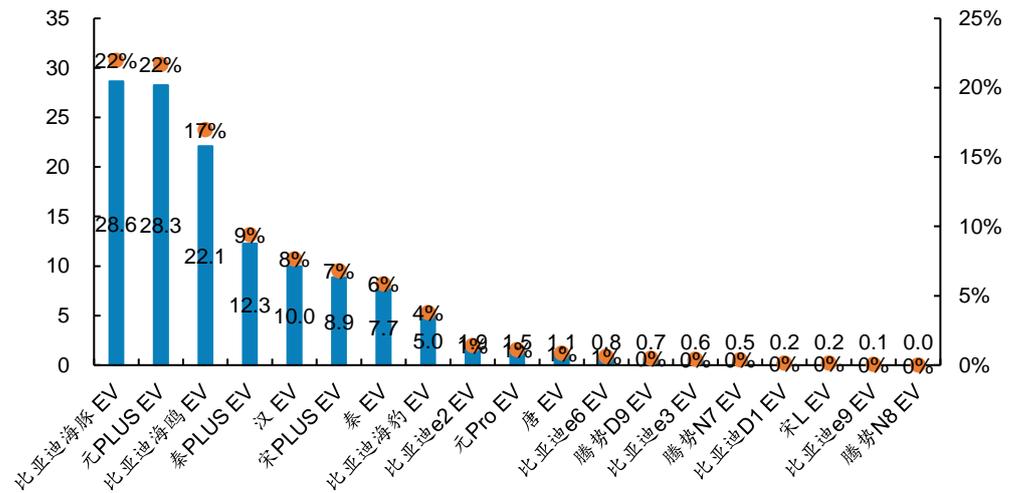
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 16 2023 年混动结构中主要车型销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

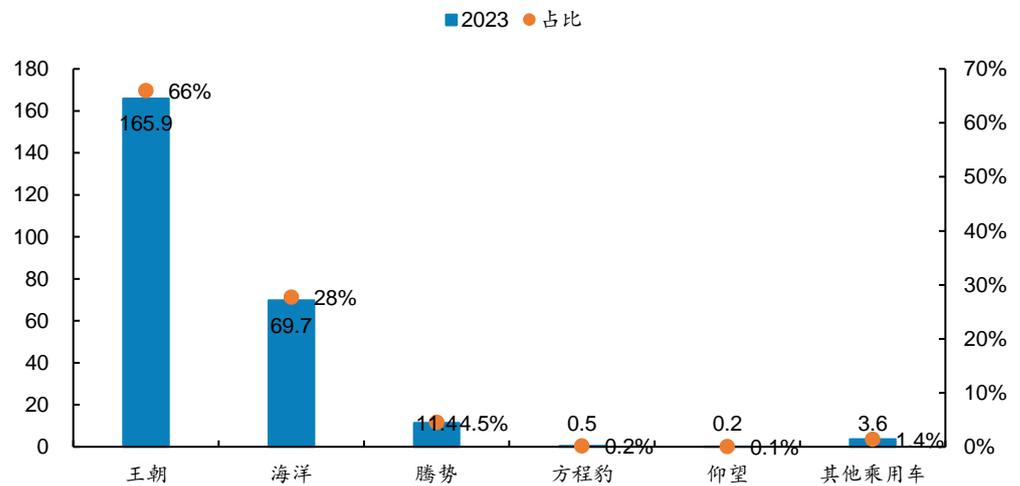
图表 17 主要纯电车型销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

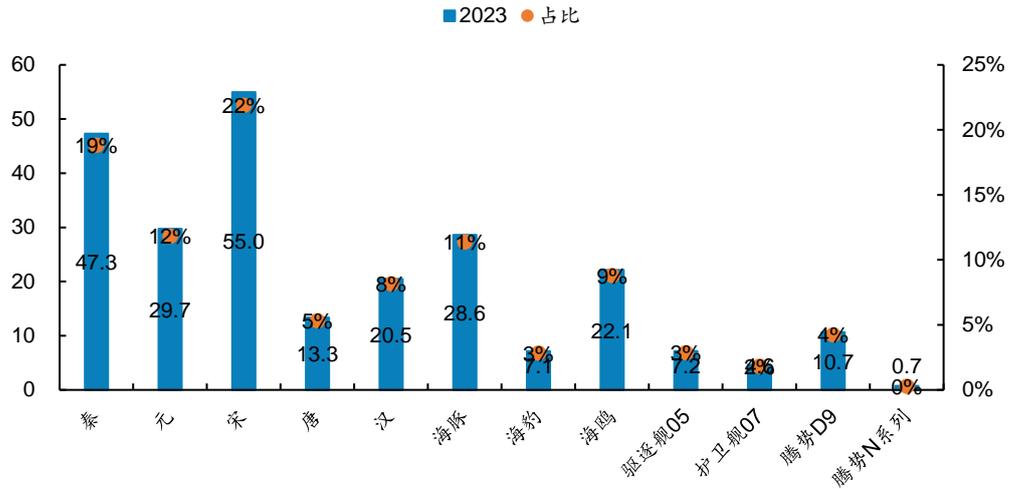
公司品牌销量结构中, 王朝占比 66%, 海洋占比 28%, 中高端品牌占比 4.8%。2023 年公司国内品牌销量结构中, 王朝品牌实现销量 165.9 万辆, 占比达 66%。其中, 宋系列实现销量 55 万辆, 占总销量的 22%; 秦系列销量 47.3 万辆, 占比 19%。海洋系列实现销量 69.7 万辆, 占比约 28%。其中, 海豚系列销量 28.6 万辆, 占比 11%; 海鸥销量为 22.1 万辆, 占比 9%。中高端品牌, 腾势、方程豹、仰望合计销量 12.1 万辆, 占比 4.8%。

图表 18 主要品牌销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 19 主要车型销量与占比

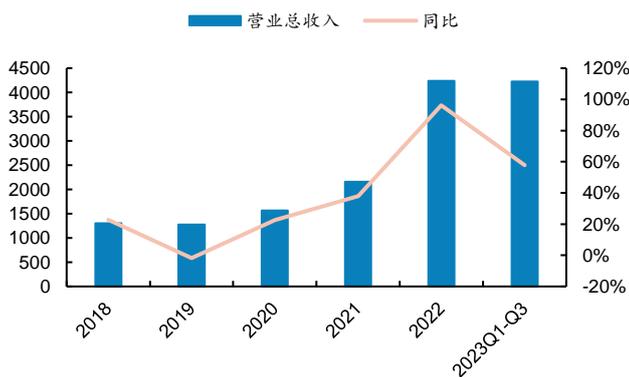


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

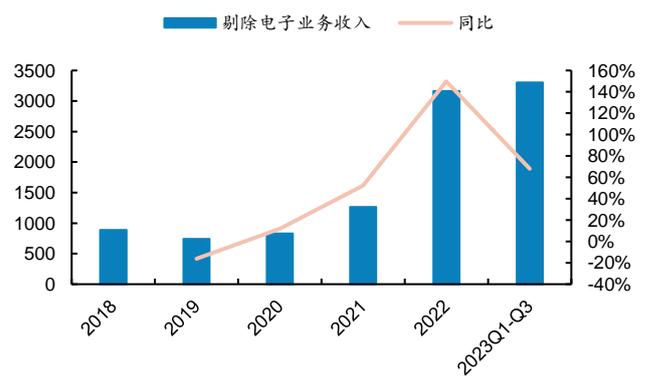
1.4 财务分析: 销量高增带动营收快速增长, 研发费用持续提升

销量高增带动公司营收保持快速增长。2018-2022 年, 公司营业收入实现大幅增长, 复合增速达到 34.4%。其中, 2022 年公司实现营业收入 4240.6 亿元, 同比增长 96.2%, 主要受益于新能源汽车行业持续爆发式增长, 公司实现了全球新能源汽车销量第一, 从而带动汽车相关业务大幅增长。2023Q1-3 公司实现营业收入 4222.8 亿元, 达到去年全年水平, 同比增长 58%, 在行业竞争加剧, 单车价值下降的情况下, 公司依靠领先的产品力与品牌力, 公司新能源汽车销量持续创下历史新高。

图表 20 公司整体收入快速增长 (亿元, %)



图表 21 公司除电子外收入增速更快 (亿元, %)

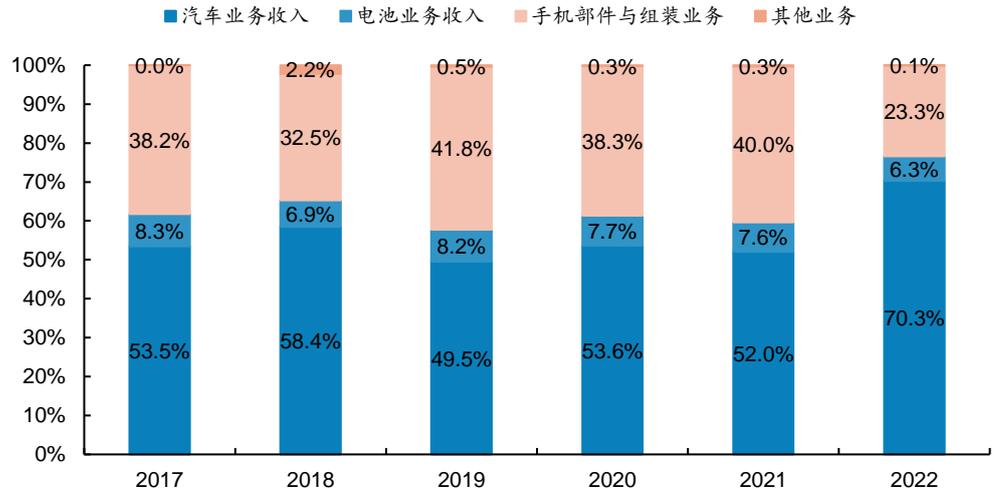


资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司营收结构中, 汽车业务收入占比提升到 70%。2022 年公司营收结构中, 汽车业务收入约 2980 亿元, 同比增速达到 165%, 占总营收的 70.3%。手机业务收入约 988.2 亿元, 同比增速约 14%, 占总营收的 23.3%。去年公司新能源汽车全球销量第一, 带动了汽车相关业务的收入增长与占比提升。

图表 22 汽车业务收入占比约 70%

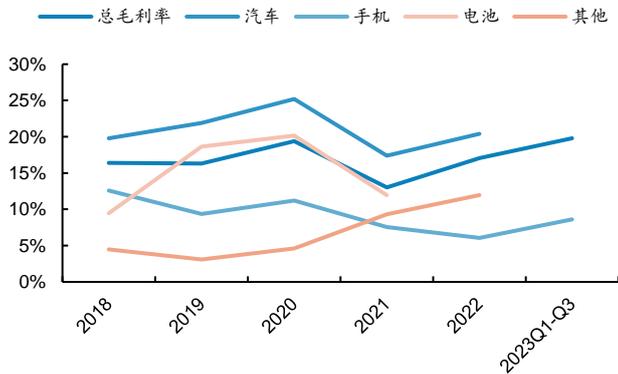


资料来源: wind, 华安证券研究所

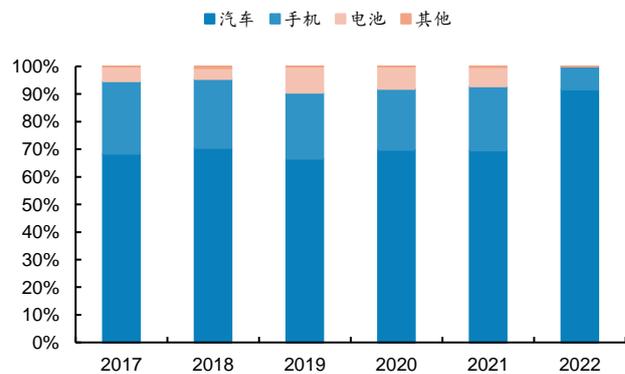
上游原材料成本与规模效应带动毛利率迅速提升。2022 年公司毛利率继续提升到 17%，同比提高 4PCT。其中，汽车业务毛利率 20.4%，同比提高 3PCT，汽车与电池业务毛利占比约 92%；手机业务毛利率 8.3%，同比下滑 0.6PCT，占比约 8.3%。2023 前三季度，公司毛利率继续提升至 19.8%，毛利率提升主要系上游原材料成本下降，以及销量提升规模降本效应所致。

图表 24 公司各业务毛利占比 (注: 2022 年电池业务并入汽车业务)

图表 23 2022 年以来公司各业务毛利率均有所提高



资料来源: wind, 华安证券研究所

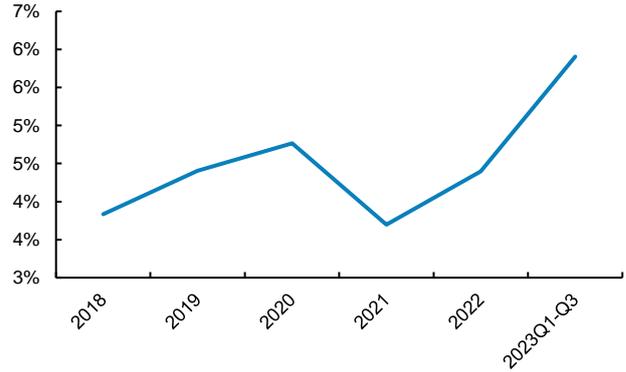
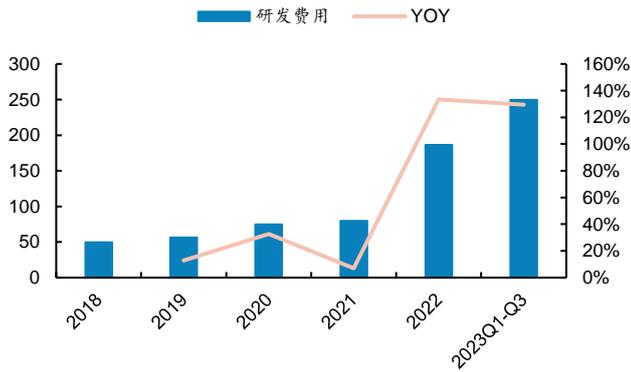


资料来源: wind, 华安证券研究所

公司研发投入大幅增长，研发费用率稳步提高。2022 年公司投入研发费用 186.5 亿元，同比增长 133%；2023Q1-3 公司研发投入继续提高到 249.4 亿元，同比增长 129%。研发费用率更是稳中有升，从 2022 年 4% 的费用率提升到第三季度的 6%。在高投入的保证下，公司掌握电池、电机、电控等新能源汽车全产业链核心技术，并凭借刀片电池、DM-i 超级混动、e 平台 3.0、CTB 电池车身一体化、“易四方”、云辇等等保证了公司的技术领先。

图表 25 2022 年以来公司研发费用大幅增长 (亿元, %)

图表 26 公司研发费用率稳中有升



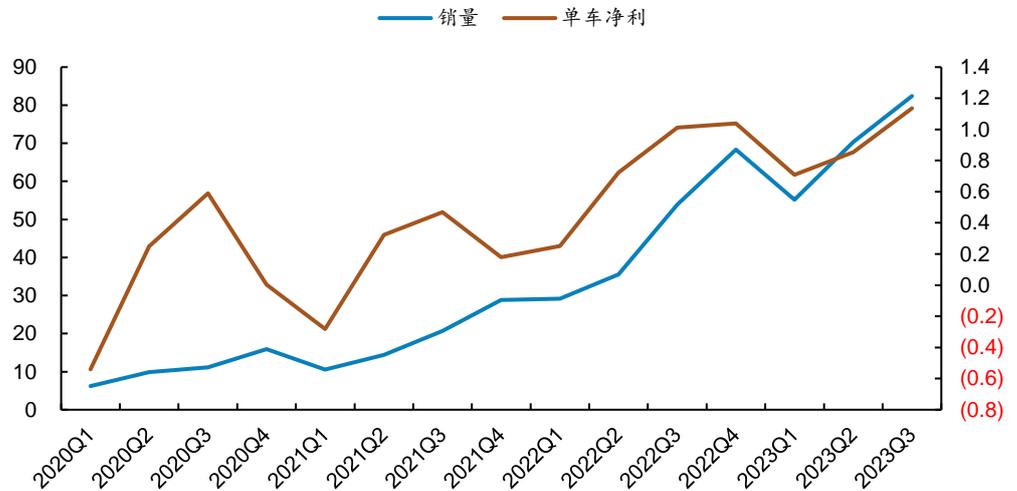
资料来源: wind, 华安证券研究所

资料来源: wind, 华安证券研究所

1.5 盈利能力: 控本优势保证公司单车净利约 1 万水平

整体来看, 近年来随着汽车销量的稳步增长, 公司单车净利呈现上升趋势。2020-2021 年期间, 公司季度销量在 10-30 区间徘徊时, 期间单车净利呈现正负波动。2022Q2 公司季度销量突破 30 万后, 公司单车净利开始跃升进入上升通道。目前, 公司季度销量进入 70-80 万区间, 相应单车净利也稳定在 1 万左右。

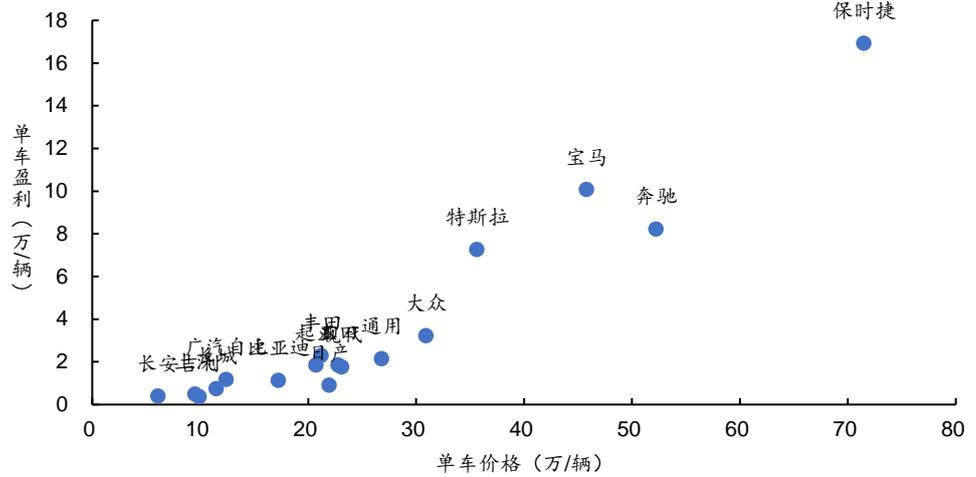
图表 27 公司单车净利处于稳步上升阶段



资料来源: wind, 华安证券研究所

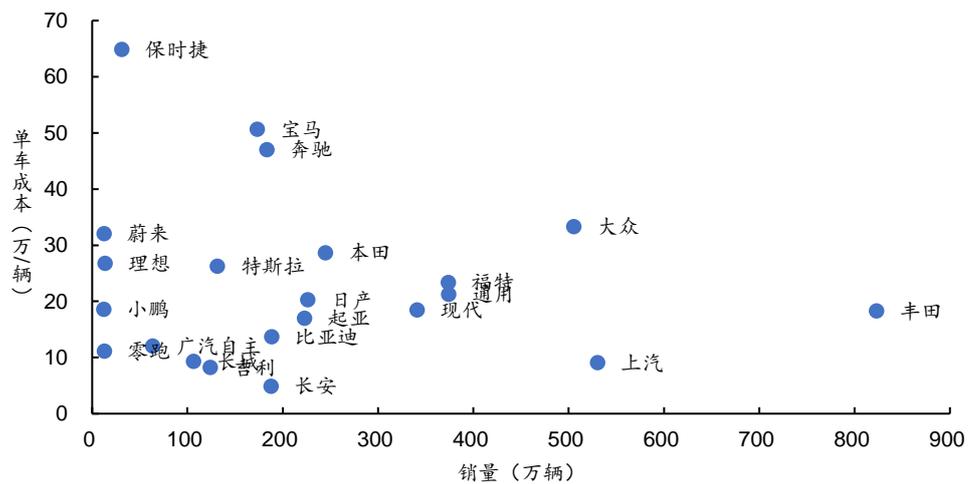
车企盈利能力对销量的敏感性, 背后反映了单车价值与规模效应的影响。丰田、本田、大众、奔驰、通用等国内外主流车企的单车盈利与单车价值关系表明, 单车价值提升后, 能够显著增厚车企的净利润规模。同样, 产销规模扩大后, 平均到单车的固定成本就越低, 规模效应也就越显著。正如, 国外厂商丰田与国内厂商上汽依靠 500 万以上销量规模, 均实现了较低的单车成本。

图表 28 主要车企单车盈利与单车价值的关系



资料来源: wind, 华安证券研究所

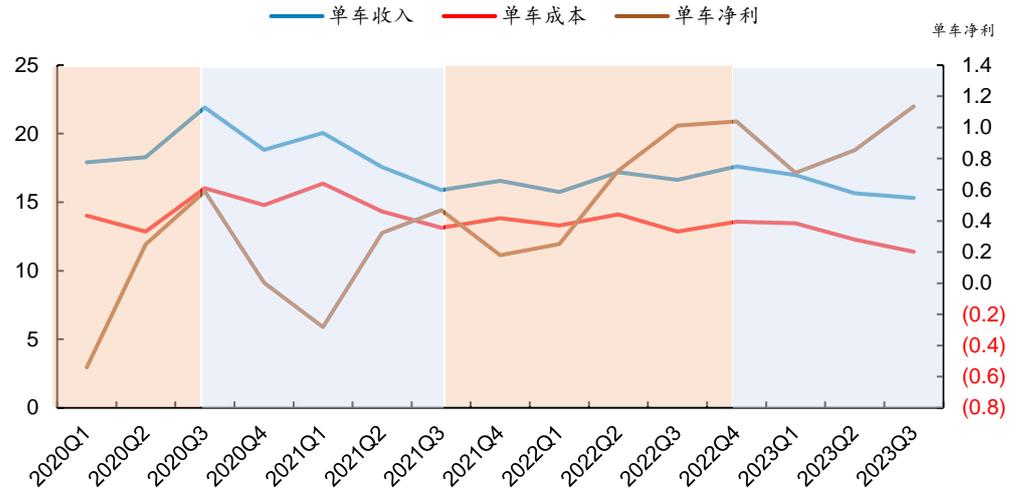
图表 29 主要车企销量与单车成本的关系



资料来源: wind, 华安证券研究所

单车盈利方面, 2023 年以来公司利润超预期的背后并非单车价格上行, 而更多依赖规模效应下折旧摊销的稀释以及垂直供应链整合降本实现的。2023 年前三季度公司单车价格继续承压, 但单车成本降幅更大, 进而打开了公司单车盈利向上的空间。前三季度公司单车价格下降了 1.7 万/辆, 而单车成本却下降了 2.1 万/辆。成本下降的背后, 一方面是销量提升带来了摊销折旧的进一步稀释; 另一方面, 规模效应下供应链垂直一体化布局带来了可变成本的下行。综上, 从单车盈利的视角, 公司产销规模继续扩大, 折旧摊销与可变成本的下降幅度将更大, 进而显著放大公司的盈利弹性。规模效应的发挥将是比亚迪未来单车净利实现跃升的关键。

图表 30 比亚迪利润与单车价值、成本的关系 (万/辆)



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.6 产能：国内外新增产能加速落地，助力销量快速提升

积极布局国内外生产基地，提高产能满足扩张需求。公司在国内布局了 9 大整车制造基地，以满足国内新能源汽车渗透率的快速提升。同时，为了适应公司全球化战略的实施，在泰国建设 15 万产能辐射东盟地区；在乌兹别克斯坦先期建设 5 万产能，生产 Chazor 和 Song Plus 等车型，产品辐射中亚；在巴西建设年产能 15 万辆的生产基地，满足美洲市场发展。同时，1 月 18 日宣布在印尼建设 15 万产能的工厂。公司 2024 年国内外总产能预计达到 458 辆，2025 年产能预计达到 505 辆。

图表 31 比亚迪整车产能规划 (万辆/年)

工厂	产品类型	期数	规划产能	2023	2024	2025
广东深圳工厂	汉、唐、海豚、腾势系列、方程豹5	一期	35	35	35	35
		二期	20	20	20	20
广东深汕项目	车型未定		30	0	15	15
陕西西安工厂	秦、宋、仰望U8、海洋系列	一期	30	30	30	30
		二期	30	30	30	30
		三期	30	30	30	30
湖南长沙工厂	唐、元、宋、腾势系列、海洋系列	一期	30	30	30	30
		二期	30	30	30	30
星沙工厂			30	25	30	30
安徽合肥工厂	秦、宋	一期	15	12	15	15
		二期	15	7	13	15
河南郑州工厂	宋、海豹、方程豹	一期	20	20	20	20
		二期	20	5	15	20
江苏常州工厂	元、海豹、海鸥	一期	20	20	20	20
		二期	20	10	20	20
江西抚州工厂	元、e2、e3		20	20	20	20
山东济南工厂	宋、海豚、腾势系列		30	30	30	30
襄阳项目	未定		30	0	15	30
泰国工厂	ATTO 3等	一期	15	0	15	15
乌兹别克斯坦	宋、Chazor等	一期	5	0	5	5
		二期	5	0	5	5
		三期	20	0	0	10
巴西工厂	未定	一期	15	5	15	15
印尼工厂	未定		15			15
总产能			530	359	458	505

资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 32 比亚迪海外制造工厂

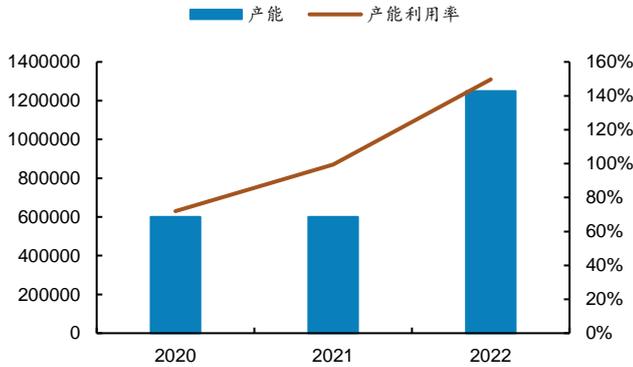


资料来源: 电车出海, 华安证券研究所

新增产能加速落地, 助力销量快速提升。过去三年, 公司整体产能利用率持续提升, 尤其 2022 年销量的快速提升导致产能出现超负荷状

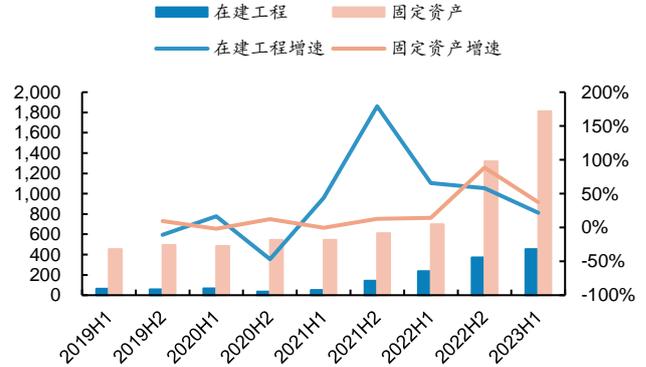
态。2021年下半年公司开始大规模扩产，在建工程增速达到180%，经历一年左右投产周期，2022年下半年公司固定资产规模基本实现翻倍，在建工程规模达到454亿，表明2024年新增产能落地大幅提升，过往产能不足、限制销量状态不复存在。

图表 33 公司产能利用率快速提升 (辆)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 公司在建工程规模迅速扩张 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

1.7 新车周期: 新车、新技术一并落地, 开启产品黄金元年

新车布局齐全, 延续强势产品周期。公司 2024 年将发布十余款新车, 包括皮卡、房车、轿跑等, 基本覆盖乘用车所有细分赛道。2024 年春季, 公司将发布定位硬派越野皮卡的方程豹皮卡, 主攻国外市场, 以支持公司大规模出海战略。此外, 对标保时捷帕拉梅拉的猎装轿跑车预计 2024 年上半年发布。

图表 35 公司 2024 年预计推出的新车

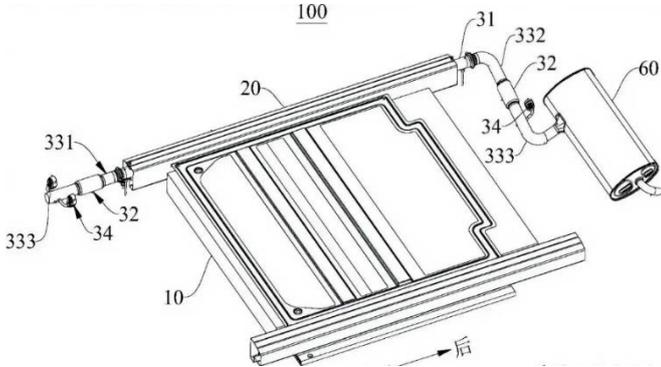
品牌	新车	定位	动力	预计价格	上市时间	车长
王朝	秦L	紧凑型轿车	EV/DM5.0	11万-16万	2024年初上市	4765<车长<4980
	汉L	汉的加长加大版	EV/DM5.0	25-35	2024年二季度	车长>5米, 轴距达到3米
	元CROSS	紧凑型跨界SUV	EV	14-17万	2024年	与元PLUS差不多
	元UP	面向大众的纯电动小型SUV	EV	10万元左右	2024年上半年	车长4310mm, 轴距2620mm
	明或夏	定位20万家用MPV市场				
	介于宋 MAX和腾势D9之间	EV/DM5.0	18-25	2024年下半年	车长5000mm, 轴距超过3000mm	
海洋	海狮07	中型轿跑SUV	EV	20-26万	2024年上半年	长度为4830mm, 轴距为2930mm
	海狮05	紧凑型猎装运动SUV	纯电/DM	14万-18万	2024年	
	海狮06	中型SUV	EV/DM	20万左右	2024年	
	-	两厢车	纯电	8-10万	2024年	
方程豹	豹3	紧凑型硬派越野	DMO	20万起售	2024年下半年	车长在4米左右, 轴距约为2.75米
	豹8	大型硬派越野	DMO	39~70万	2024年下半年	车长约5.1米, 轴距>3米
	皮卡	硬派新能源皮卡	DMO	20-25万起	2024年	车长预计5.6-5.8米
仰望	仰望U9	纯电动性能超跑	EV	100万+	2024年上半年	车长4966mm, 轴距2900mm
	仰望U6	中大型轿跑车	EV	70~100万	2024年	车长约5.2米, 轴距达到3米

资料来源: 华安证券研究所整理

DM5.0+混动专用底盘与二代刀片电池新技术发布, 提升改款车产品力。公司 2024 年推出混动车型专用底盘适配 2024 款车型, 告别油电兼用底盘, 赋予车身更合理的布局, 更大的空间, 保证用车舒适性与稳定性。第二代刀片电池预计实现电池能量密度达 180Wh/kg、续航里程超 700 公里, 重量更轻, 能耗更低。搭载新技术的车型, 助力产品

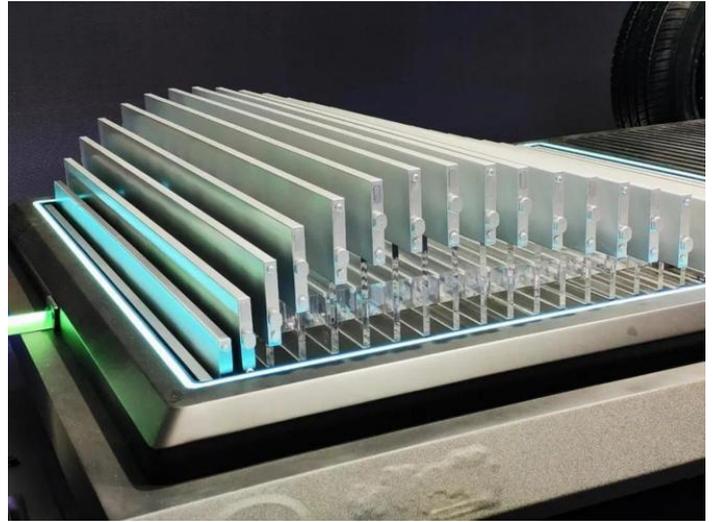
全系换代。

图表 36 公司混动换用底盘专利图



资料来源：百度图片，华安证券研究所

图表 37 公司刀片电池

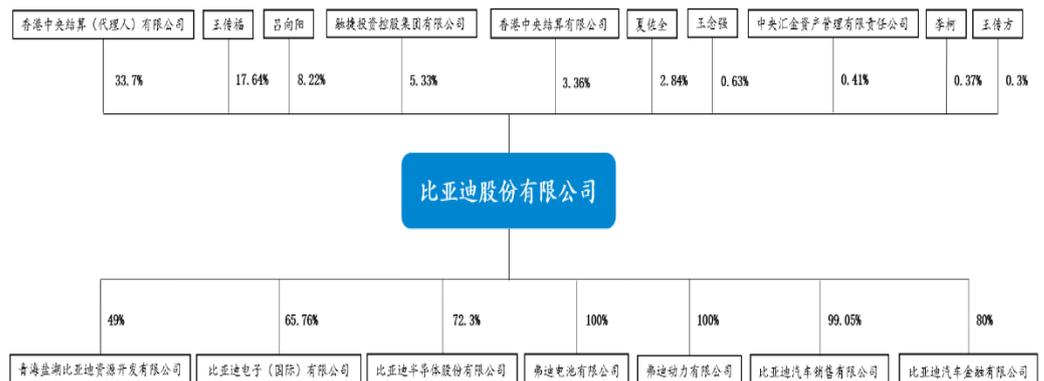


资料来源：百度图片，华安证券研究所

1.8 组织架构：股权结构平稳，管理人员经验丰富

股权结构平稳，新能源汽车产业链全方位布局。截止 2023 年 10 月 30 日，王传福为公司最大个人股东，持股达 17.64%，吕向阳（王传福表哥）为第二大个人股东，持股达 8.22%，且间接通过融捷投资持有 5.33% 股份，近几年股权结构平稳，有助于公司政策连贯性。子公司方面，从上游原材料开始布局，到中游关键零部件与整车制造保证自供，再到销售与金融等领域保证汽车使用周期，实现了新能源汽车产业链全方面覆盖。

图表 38 公司股权结构



资料来源：iFind，华安证券研究所

管理层经验丰富，长期与公司共同成长。公司管理人员在比亚迪工作时长普遍在 18 年以上，且工作管理经验丰富，学历普遍在本科及以上，有利于公司平稳发展。多位高管都具备丰富的技术背景，有助于公司在行业潮流中，把握市场方向，稳定发展。2022 年 4 月，公司发布员工持股计划草案，对不超过 12,000 人的总人数（包括公司职工监事高级管理人员 14 人，其他员工不超过 11,986 人）以 0 元/份的价格受让不超过 790 万股（实际购买 551 万股）的股份。解锁条件以

2021/2022/2023 营业收入为基准, 2022/2023/2024 增长达 30%/20%/20%, 可解锁股票。本次计划回购金额达 18.09 亿, 股份数量为 551 万。有力保证员工享受公司增长带来的红利, 有利于公司实现长期、持续、健康发展。

图表 39 公司员工持股计划

提出时间	参与人员	股票购买数	受让价格	业绩要求	解锁比率	解锁时间	业绩达标情况
2015年4月	监事和高级管理人员6人, 其他人员91人	3529万	1元/份	无		2016年6月	2016年6月至2021年6月共出售3259万股
2022年4月	总人数不超过12,000人, 包括公司职工监事高级管理人员14人, 其他员工不超过11,986人	551万	0元/份	以2021年营业收入为基数, 2022年的营业收入增长率不低于30%	30%	2023年7月	2022年营业收入4240.6亿, 同比增长96.2%, 解锁员工持股计划持有公司股份总数的30%
				以2022年营业收入为基数, 2023年的营业收入增长率不低于20%	30%	2024年7月	
				以2023年营业收入为基数, 2024年的营业收入增长率不低于20%	40%	2025年7月	

资料来源: iFind, 华安证券研究所

2 技术优势与成本优势, 构筑公司竞争壁垒

2.1 技术优势

2.1.1 混动技术: 两大 DMI/DMP+DMO 混动越野平台

比亚迪混动技术分为三大技术平台, “超强动力”的 DM-p, “超低油耗”的 DM-i 以及“大成之作, 全能之选”的 DMO 超级混动越野平台。

DM-i 是以电为主的混动系统, 其 EHS 电混系统配备两个高性能、大功率的电机, 一个用于驱动车辆行驶, 一个用于高效发电。保障电机用电, 配备混插混专用功率型刀片电池。同时保障发电机高效发电, 配备热效率达 43.04%的骁云-插混专用 1.5L 高效发动机。并且, 优秀的 NVH 性能保证平顺静谧的驾驶享受。DM-p 混动系统采用双擎四驱的结构, 发动机通过双离合变速箱驱动前轴, 并通过 BSG 电机向电池充电, 主驱动电机则直接驱动后轴。

图表 40 DM-p 与 DM-i 对比

	DM-p	DM-i
定位	绝对性能	超低油耗
动力	零百加速5s以内	零百加速比同级燃油车快2-3秒
混动构型	双擎四驱	双电机EHS电混
发动机	普通发动机	专用发动机

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 41 DM-i 混动架构



资料来源: 比亚迪 DM-i 发布会, 华安证券研究所

2023 年 8 月, 比亚迪推出方程豹系列, 并推出 DMO 超级混动越野平台。DMO 采用新混动非承载式架构 (带大梁), CTC 电池底盘一体化。以电驱动为主, 发动机可并直驱可发电。拥有八大核心技术, 高性能底盘、超级整车安全、可拓展

空间设计、全新越野科技、超强动力、强悍越野、极致能耗、兼容云辇-P 智能液压车身控制系统。

图表 42 DMO 平台



资料来源：比亚迪方程豹线上发布会，华安证券研究所

2.1.2 纯电 e 平台 3.0：纯电专属平台，多技术高度集成

e 平台 3.0 是纯电专属平台，优化资源综合利用效率，兼容多种动力模式（前驱、后驱及四驱），从 A-D 级车型全覆盖，从整车架构层面，为纯电车实现造车标准化。具有安全、高效、智能、美学四个特性。安全方面，采用刀片电池，CTB 技术优化能量传递路径，碰撞时安全性提高。高效方面，关键零部件采用八合一电动力总成，高性能版功率最高为 270kW，系统综合效率 89%。智能方面，通过 CPU 融合，提高 CPU30% 的运算能力，提高 50% 的交互效率，结合自研的 BYD OS，布局未来高等级智能驾驶。美学方面，高集成化设计，拥有更大的轴距，更小的车身，实现低风阻系数。

2.1.3 刀片电池：续航能力强，安全性能优秀

电池的安全性能是电动车最重要的属性之一。公司推出的刀片电池在动力电池安全测试的最严苛的测试“针刺测试”中，横向对比三元锂电池，普通磷酸铁锂电池。比亚迪刀片电池针刺后，无明火、无烟，表面温度仅为 30-60℃，安全性能优秀。

图表 43 三种动力电池针刺对照测试结果

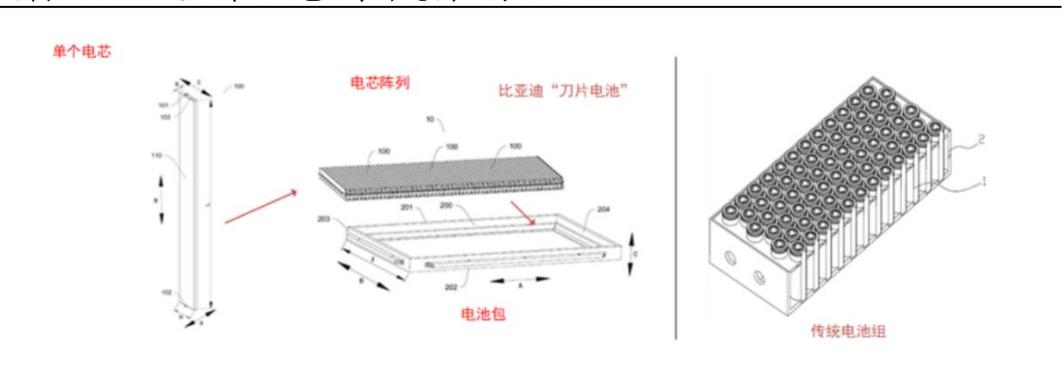


资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

大尺寸叠片工艺是刀片电池高性能的基础。相比传统动力电池的卷绕形式生产电芯，刀片电池采用叠片工艺。叠片结构的电流密度更均匀一致，内部散热性能更优秀，更适合大功率放电。因此刀片电池具有更优秀的循环特性、安全特性、能量密度。

全方位高温“陶瓷电池”技术提高刀片电池安全上限。刀片电池在关键部位使用耐高温与优异绝缘性能的高温陶瓷涂层，提高安全性。伴随大尺寸叠片工艺与全方位高温“陶瓷电池”技术，刀片电池充电循环寿命超 4500 次，充电超 4500 次后衰减低于 20%，寿命 3 倍于三元锂电池，达到 50-100 万公里的里程寿命。

图表 44 比亚迪刀片电池包组装示意图及传统电池组



资料来源：品源知识产权，华安证券研究所

传统电池组采用圆柱形状的单体电池，但电池之间间隙较大，浪费了大量空间。公司的刀片电池，主要基于其所擅长的磷酸铁锂技术，采用公司研发的长度大于 0.6 米的大电芯，电池单体同样向大容量进化，但电芯形状更加扁平、窄小，整齐排布在一起，就像“刀片”一样，因此称作刀片电池。刀片电池回路更长，表面积更大，散热效果更好，也省去较多支撑结构，比传统排布方式的空间利用率提高了近 20%。

2.1.4 CTB 电池车身一体化：轻量化、高度集成

CTB 电池车身一体化将电池上盖与车身地板相结合，组成“三明治”结构。动力电池充当能量体与结构体的角色，电池作为结构件，降低整车的撞车入侵量。同时，电池包参与整车传力，底盘结构被加固，提高汽车性能，使整车扭转刚度提升到

40000N·m/°以上，加强汽车的操纵感受。

图表 45 CTB 电池车身一体化技术



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

2.1.5 易四方架构：颠覆式创新技术，重塑驾控逻辑

易四方技术平台动力系统以独立驱动的四电机为核心。集结人工智能、云计算等先进技术，从三个维度，全方位重建新能源汽车特性，对燃油车动力系统进行颠覆。感知方面，通过车联网技术、高精度地图技术等，对车辆运动过程中全方面感知，结合激光雷达等智能化配置，对车辆进行精准感知，让车辆全面了解路况。控制方面，中央计算平台与域控控制的相互配合，实现四台轮边电机的高效控制。执行方面，易四方技术平台搭载的四个轮边电机，根据场景需求，对四轮的动力驱动能精确把握。

图表 46 易四方架构示意图



资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

2.1.6 云辇智能车身控制系统：行业首个新能源专属智能车身控制系统

2023年4月，公司推出云辇系统，是新能源领域的智能车身控制系统，系统化解决车身控制问题。目前云辇系统主要分为三大产品，云辇-C、云辇-A、云辇-P，云辇-X处于概念阶段。传统CDC路面扫描频率为每秒一百次，而云辇-C扫描频率可达每秒一千次，阻尼调节速度达毫秒级，满足用户的各类路面需求。云辇-A在云辇-C基础上，增加空气悬挂，实现车身高度调节，优化操纵与乘坐体验。云辇-P主要用于越野车，拥有单个车轮的举升与下降，四轮联动，“一键调平”等功能，实现极限操稳、应急浮水、原地掉头和敏捷转向等场景功能。

图表 47 云辇-P 结构及部件



资料来源：车家号，华安证券研究所

2.1.7 智能化：整车智能，才是真智能

公司发布璇玑智能化架构，由一脑、两端、三网、四链组成。一脑，就是“中央大脑”，参与和主导一切感知、决策和执行；两端，则是车端AI和云端AI，两端实时协同部署；三网，即车联网、5G网、卫星网，三网融合，可以拓展智能汽车的链接半径；而四链，则是传感链、控制链、数据链、机械链，四链深度贯通，实现灵活感知、精准控制和协同执行。

整车智能，通过璇玑智能化架构，实现了电动化与智能化的高效融合，让驾乘更安全、更高效、更个性。整车智能打破不同系统间的壁垒，做到实时捕捉内外部环境的变化，在毫秒之间将信息汇总反馈到一个“大脑”进行思考决策，迅速调节车辆“身体”状态，大幅提升驾乘安全性和舒适性。与此同时，整车智能让车更懂人，实现更多的个性化设置，做到千人千面。

图表 48 璇玑智能化架构



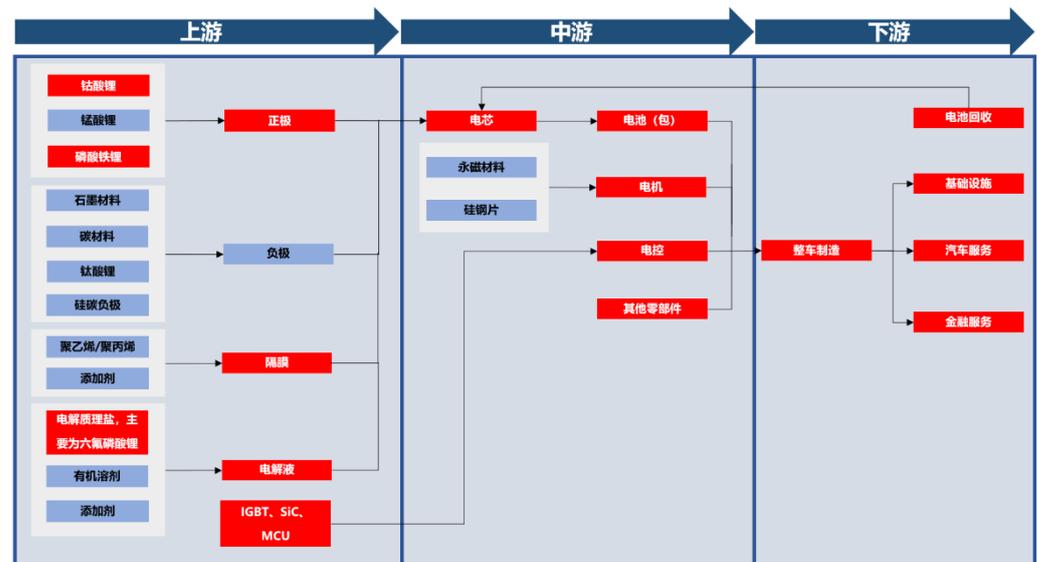
资料来源：比亚迪梦想日发布会，华安证券研究所

2.2 成本优势

2.2.1 垂直供应链体系降本

新能源汽车产业链中，自上游原材料，到中游核心零部件，再到下游的后市场业务，公司积极对全产业链进行布局，通过垂直供应链体系降本。公司在上游能够保证原材料的议价权，抑制电池原材料价格大幅上涨的状况，保证未来几年低成本的原材料供给，公司在中游通过三电及三电核心零部件的自研自供，能够减少“缺芯贵电”的影响，公司在下游能够覆盖销售到售后的全周期服务，延长汽车使用周期，提高用户依赖性，增加用户品牌信赖度。

图表 49 新能源汽车产业链



资料来源：亿欧咨询，华安证券研究所，注：红色部分为比亚迪布局领域

上游方面，公司通过入股，与供应商达成长期合作、与供应企业成立子公司、自建基地、自产自研等方式积极布局上游原材料，保证核心电池原材料价格、供应稳定。其中，锂资源为核心原材料，公司多方布局。海外方面，在全球锂矿最丰富的智利布局失败后，前往非洲布局 6 座锂矿矿山。国内方面，早年布局盐湖，2022 年入股盛新锂能，建立宜春比亚迪矿业。同时，与公司关联度高的融捷股份，拥有康定甲基卡锂辉石矿区 134 号矿脉的整体采矿权。

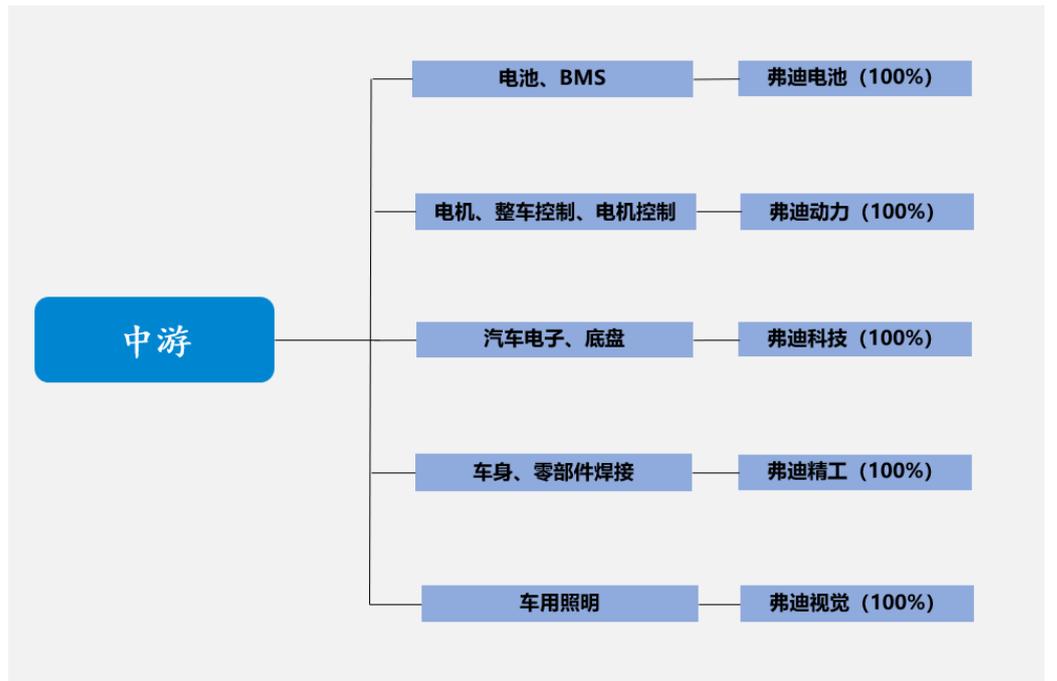
图表 50 比亚迪上游产业链布局情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所整理，注：括号为比亚迪控股比例

中游方面，公司 2020 年成立五家弗迪公司，弗迪电池，弗迪动力，弗迪科技，弗迪精工，弗迪视觉，通过弗迪系公司，对电池，BMS，电机，汽车电子，车用照明等部件实现自研自供。同时在产能充足的情况下，积极向行业外供，与福特、一汽、丰田等展开电池业务合作，增加盈利能力。

图表 51 比亚迪中游产业链布局情况



资料来源：华安证券研究所整理，注：括号为比亚迪控股比例

下游方面，因为基础设施“投资大，回报周期长”的特点，公司布局较少。电池回收方面，弗迪电池的子公司台州弗迪电池，郑州弗迪电池等经营范围包括废旧动力电池回收及梯次利用。汽车服务与金融服务方面，拥有比亚迪汽车销售，比亚迪汽车金融公司，将汽车销售，汽车金融，汽车售后全方面布局，保证汽车的售后服务，提升客户的未来用车体验。

图表 52 比亚迪下游产业链布局情况



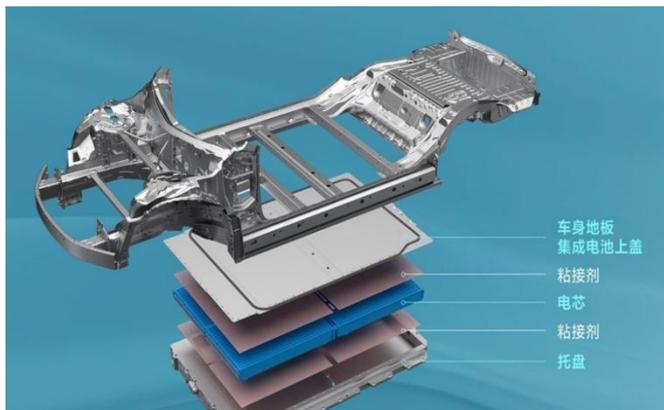
资料来源：iFind，华安证券研究所整理

2.2.2 核心技术优势带动成本降低

混动方面，DM-i 混动架构在材料、生产、供应链环节表现出极强的成本控制能力。材料成本方面，DM-i 混动系统采用油冷电机替代离合电机，电机线包量减少，材料成本下降。同时，系统砍掉了变速箱，只有一个单速的变速齿轮组，制造维护成本低。生产成本方面，公司并不追求全自动化生产线，更多采用半自动化生产，进一步压缩成本。内部供应链方面，占电控系统成本一半左右的 IGBT 功率芯片、最高转速达到 16000rpm 及油冷的扁线电机、以冷媒取代传统冷却液的热管理技术，乃至高集成度的模块等等，全部来自公司自主研发与生产。预计第 5 代 DM-i 混动平台在结构、壳体以及齿轮和内部花键轴上将继续优化成本。

纯电方面，e 平台 3.0 通过刀片电池和模块化的集成设计两个维度降低成本。首先，CTB 技术取消了车身底板，将电池上盖与车身底板合二为一，进而省掉了模组与电池包环节，简化了车身结构和生产工艺。通过功能整合减少了零部件数量，进而降低了制造成本。此外，公司刀片电池取消了模块设计，相应二次元件数量减少了 40%，大大降低了材料成本；同时由于使用了更少的横梁和纵梁，电池组的制作工艺得到简化，单体电池的组装复杂度降低，生产成本得到降低。另外，八合一动力总成集成了驱动总成（电机和变速器）、电机控制器、PDU（电源分配单元）、DC-DC、OBC、VCU、BMS 部件，可以有效减小系统重量和体积，减少占用空间，降低损耗，缩减系统零部件数量，达到降本的目的。

图表 53 CTB 技术取消了模组与电池包环节



资料来源：华安证券研究所整理

图表 54 动力总成集成化设计能够有效缩减零部件数量

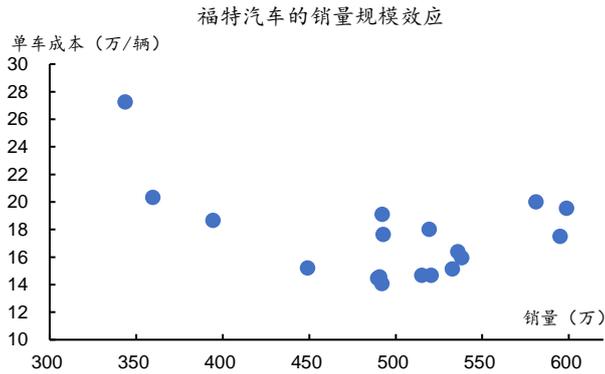


资料来源：华安证券研究所整理

2.2.3 规模优势带来的降本效应

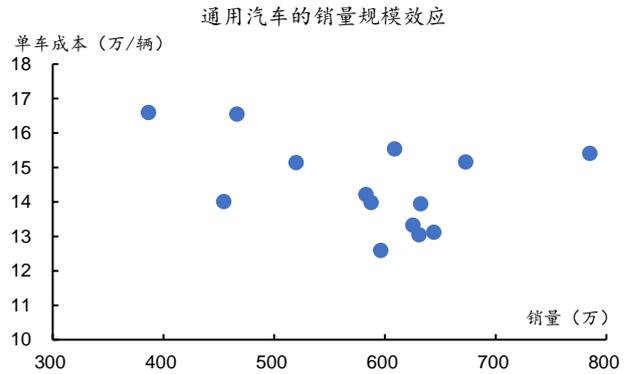
全球主要车企经验表明，汽车企业的最小有效规模在 500-700 万辆。马克西-西尔伯斯通曲线表明，汽车单一车型在产量爬坡过程中，初始阶段平均成本大幅下降，随后下降幅度放缓，进而达到最小有效规模临界点。随后在一定产量规模之内，长期平均成本达到最低并维持稳定，同时产量的提高不会改变长期平均成本，进入规模经济不变的阶段。通过对福特、通用、丰田与大众汽车的年销量（剔除中国大陆市场销量）与单车成本统计关系可以看出，汽车企业的平均成本曲线大体呈现 U 形状态，且最小有效销量规模在 500-700 万辆。例如福特汽车从年销量 300 万达到最小有效规模 500 万辆的过程中，单车成本从 27.3 万/辆下降到 14.1 万/辆，规模效应约 6.6%。

图表 55 福特汽车的马克西-西尔伯斯通曲线



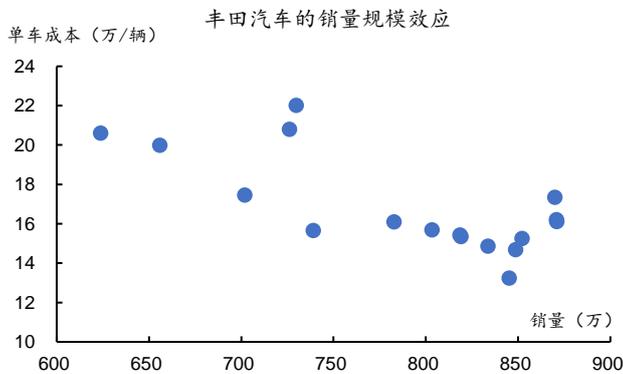
资料来源: wind, Marklines, 华安证券研究所

图表 56 通用汽车的马克西-西尔伯斯通曲线



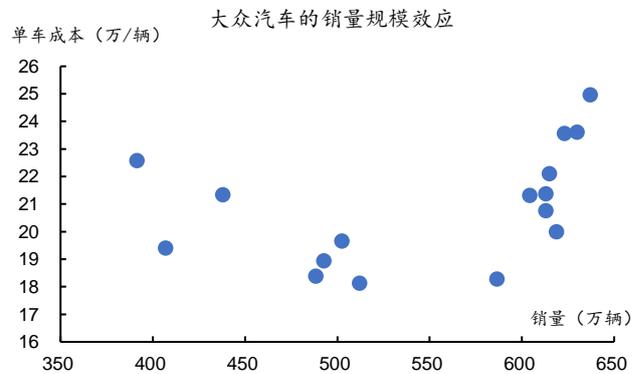
资料来源: wind, Marklines, 华安证券研究所

图表 57 丰田汽车的马克西-西尔伯斯通曲线



资料来源: wind, Marklines, 华安证券研究所

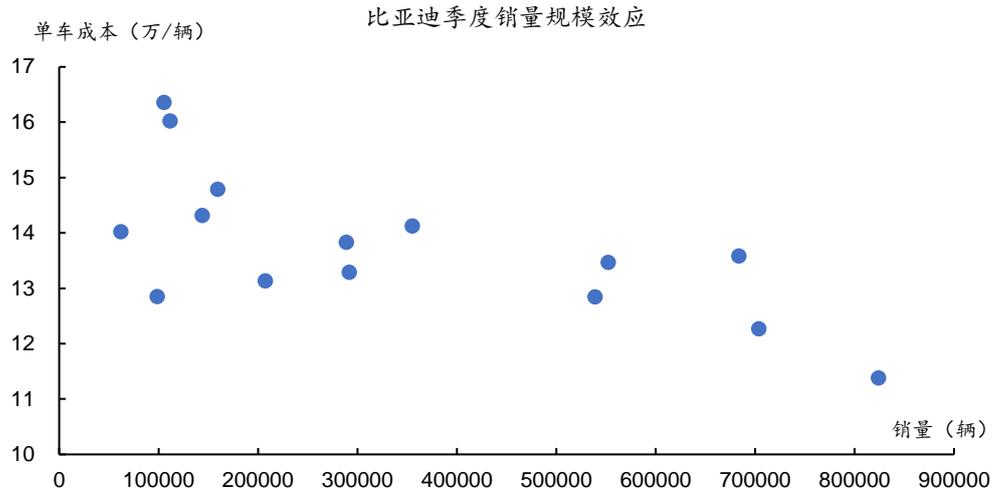
图表 58 大众汽车的马克西-西尔伯斯通曲线



资料来源: wind, Marklines, 华安证券研究所

公司目前销量规模处于马克西-西尔伯斯通曲线最小有效规模的左侧，规模效应释放过程仍在未来延续。公司 2023 年汽车销量达到 300 万辆，处于最小有效规模的左侧阶段。在后续产销规模提升的过程中，单车成本预计将继续下降，相应地单车净利将呈现非线性增长，进而快速打开盈利向上的空间。2023Q3，公司季度销量上升到 82.4 万辆，单车成本下降至 11.4 万/辆，规模效应明显，相应单车净利为 1.1 万/辆，单车净利率达到 7%。前三季度，公司累计销量 208.0 万辆，单车成本约 12.2 万/辆，相应地单车净利 0.93 万/辆。

图表 59 公司单车成本随销量规模呈下降趋势



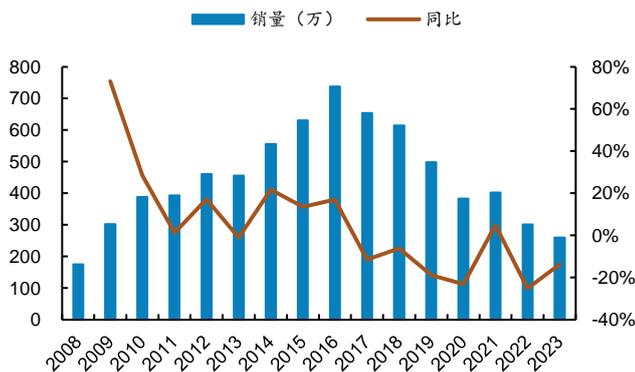
资料来源: wind, Marklines, 华安证券研究所

3 基本盘销量扎实提高, 高端品牌形象初步确立

3.1 (0-10] 万价格带: 新能源市场扩容, 带动公司份额提升

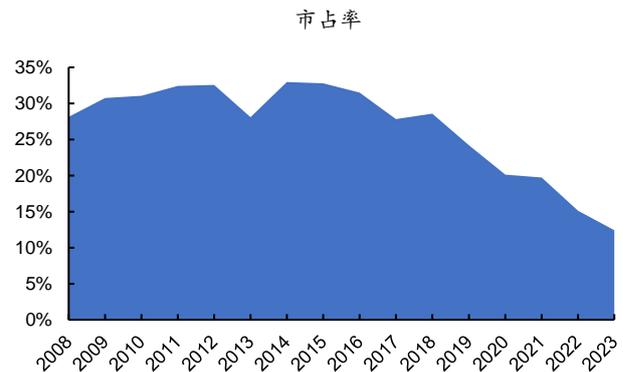
(0-10] 万价格区间, 国内终端市场规模不断萎缩, 去年销量约 260 万, 占国内终端市场约 12%。该价格带用户需求主要是通勤代步, 以四轮车替代两轮车。随着居民对汽车品质需求的提升, 2016 年以来该价格带国内终端市场规模整体呈下降趋势, 从 2016 年销量规模 738.3 万下降至 2023 年的 260 万。

图表 60 (0-10] 万价格区间国内终端市场销量与同比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

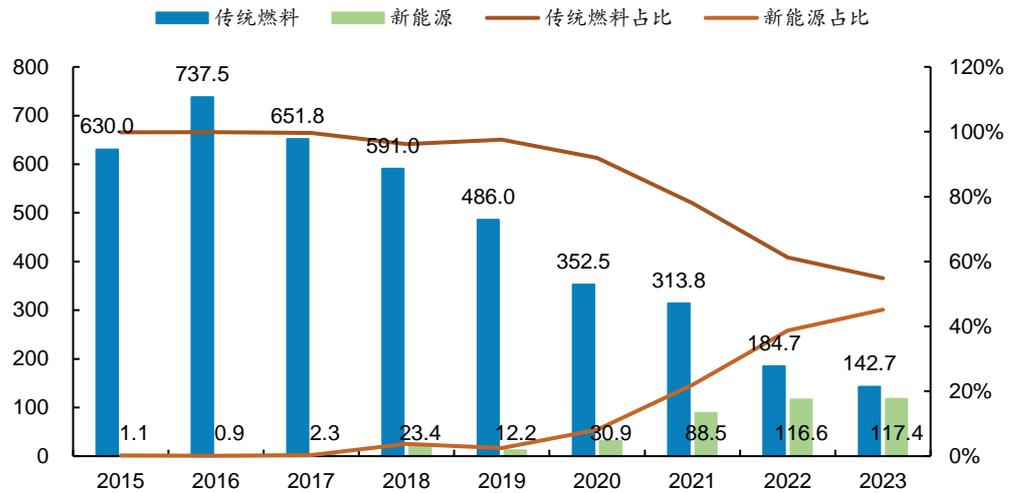
图表 61 (10-20] 万价格区间在国内终端市场的市占率



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带燃油车份额下滑至 55%, 新能源渗透率提升至 45%, 上升趋势明显。该价格带, 燃油车销量规模从 2020 年的 352.5 万下降至 2023 年的 142.7 万, 市占率从 92% 下降至 55%; 新能源汽车销量规模从 2020 年 30.9 万提升至 2023 年的 117.4 万, 市占率从 8% 提升至 45%, 不断蚕食燃油车市场。考虑到该价格带消费需求以短途代步为主, 纯电车型适用性强, 预计新能源渗透率继续提升。

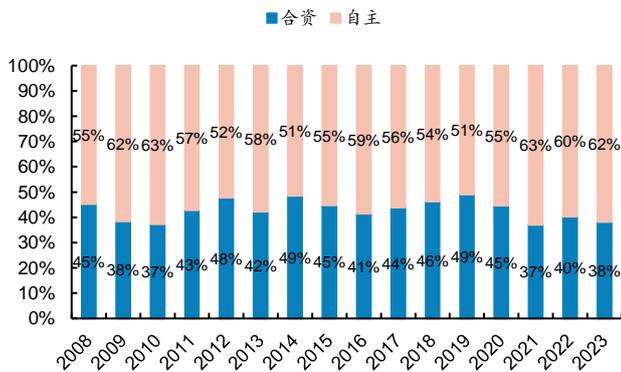
图表 62 (0-10] 万价格区间动力类型结构 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

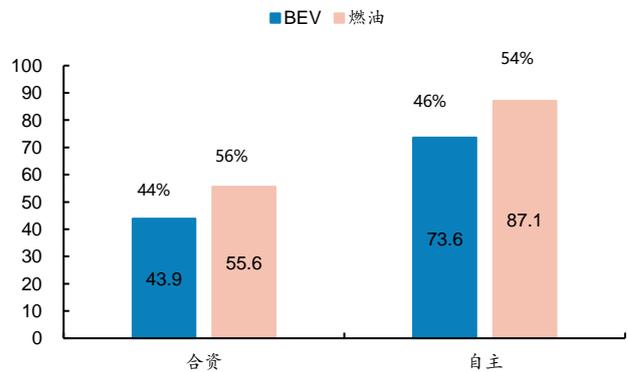
该价格带合资与自主比例相对稳定, 合资份额约 40%, 自主份额约 60%。2023 年, 在合资品牌中, 纯电销量约 43.9 万, 占比 44%; 燃油销量约 55.6 万, 占比 56%。自主品牌中, 纯电销量约 73.6 万, 占比 46%; 燃油销量约 87.1 万, 占比 54%。合资与自主动力结构相似, 比较优势差异不大。

图表 63 (0-10] 万合资与自主品牌市场份额



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

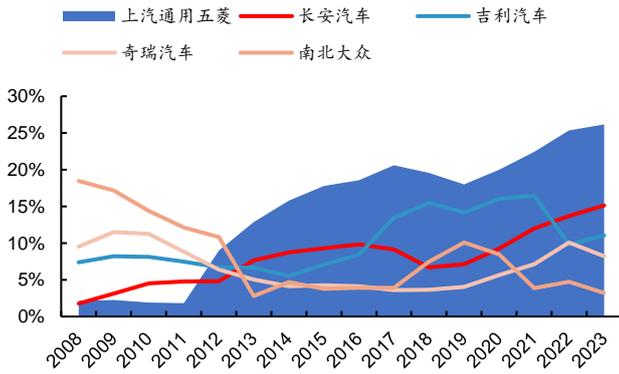
图表 64 (0-10] 万自主与合资动力类型销量结构 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

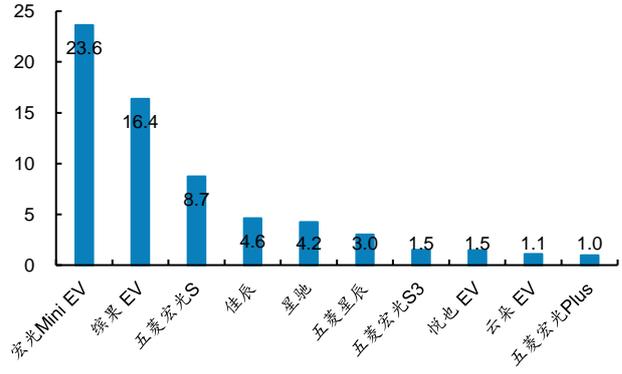
该价格带通用五菱处于市场领先地位, 去年份额近 26%, 规模约 68 万, 且存在上升趋势。凭借丰富的产品矩阵与极具性价比的产品, 通用五菱在该价格带市场份额不断攀升至 26%, 自 2013 年以来连续多年份额第一。目前, 通用五菱在该价格带合计售出 33 款车型, 其中纯电销量占比 64.4%, 主打车型为宏光 Mini EV 与宾果 EV; 其中燃油车以五菱宏光 S 与佳辰为主打车型。

图表 65 (0-10] 万主要厂商市占率



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

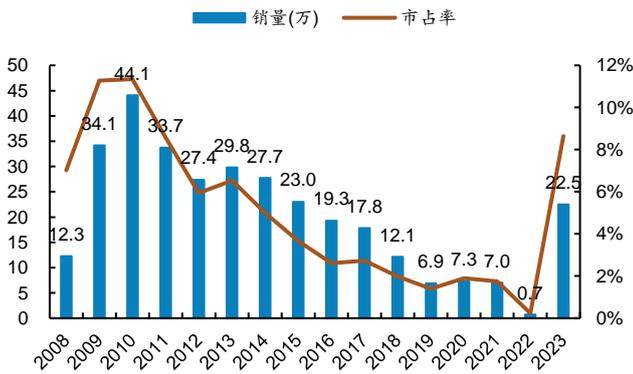
图表 66 通用五菱目前销量过万的车型 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

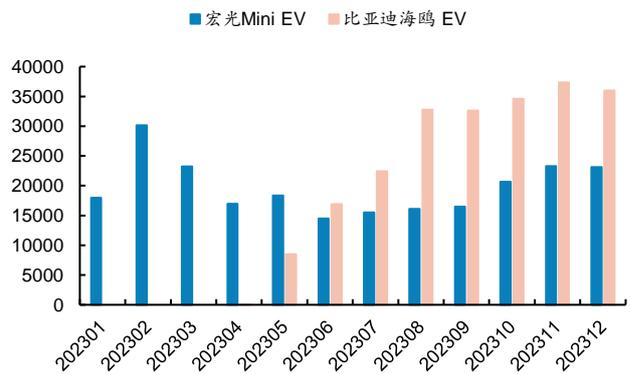
比亚迪在该价格带车型布局单一, 但竞争力强, 去年销量达 22.5 万, 新能源市场份额达 19%。该价格带公司去年销量规模达 22.5 万, 占整个新能源市场份额 19%, 终端市场份额的 9%。目前公司仅布局了纯电海鸥车型, 自去年 4 月上市以来实现销量约 22.1 万, 成为该价格带的热销车型。主要竞品中, 宏光 Mini 凭借低价卖点称霸 A00 级细分市场, 但产品力与品牌力略逊海鸥。后续随着该价格带新能源渗透率继续提升, 海鸥车型销量扩容预计将提升公司在该价格带的份额。

图表 67 (0-10] 万比亚迪销量规模 (万) 与市占率



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 68 海鸥与宏光 MINI EV 月度销量变化 (万)

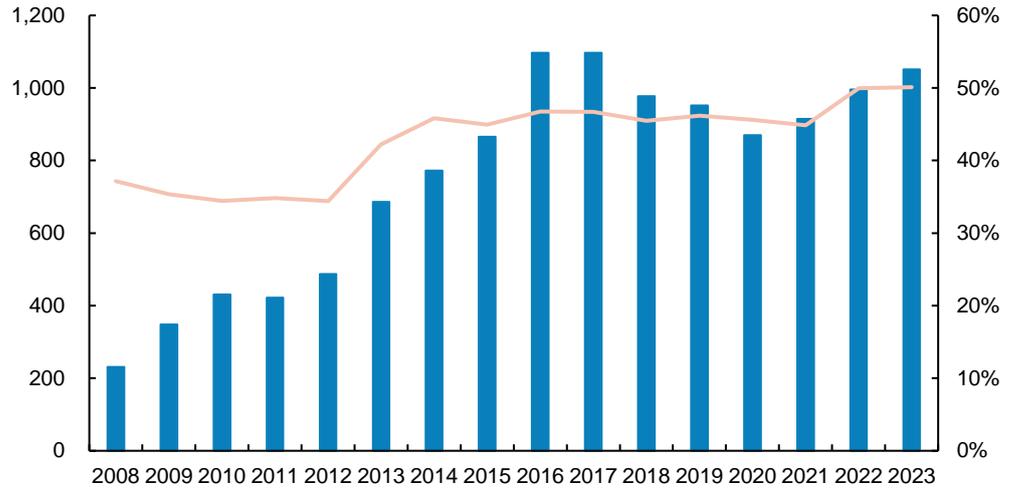


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

3.2 (10-20] 万价格带: 拥有定价权优势, 保证销量基本盘

(10-20] 万价格区间, 国内终端市场规模约 1000 万, 占据终端市场半壁江山。(10-20] 万价格带是我国居民汽车消费的主力区间, 几乎占据整个国内终端市场的一半份额。2023 年(10-20] 价格区间国内终端市场规模约为 1050.9 万, 占整个终端市场的 50%。

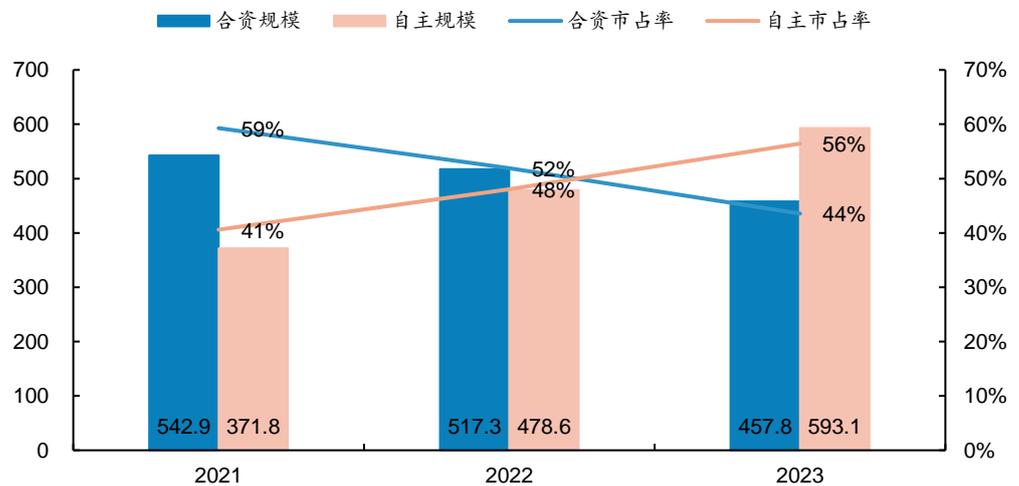
图表 69 (10-20] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

(10-20] 万价格区间, 合资品牌市占率一再缩水到 44%, 自主品牌市占率持续提升至 56%。该价格带合资与自主市场份额形成跷跷板效应, 合资品牌销量规模持续下滑, 从 2021 年的 543 万下降到 2023 年的 458 万, 市占率由 59% 下降到 44%, 下滑速度加快。与此同时, 自主品牌销量规模持续扩容, 从 2021 年的 372 万增长到 2023 年的 593 万, 市占率由 41% 增长到 56%。考虑到合资品牌新能源产品导入节奏的滞后与激烈的市场竞争, 预计 2024 年合资品牌市场份额将继续下滑, 给予自主品牌更大的增量空间。

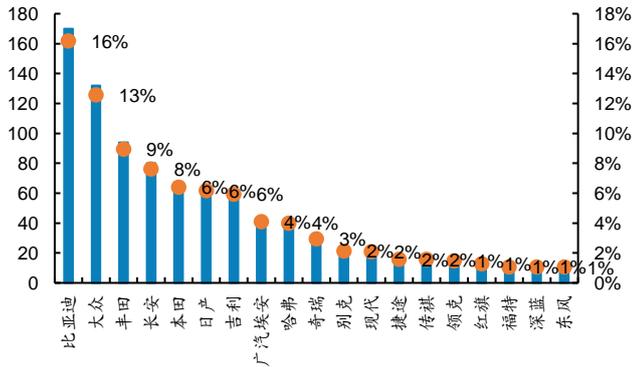
图表 70 (10-20] 价格区间国内终端市场合资与自主销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

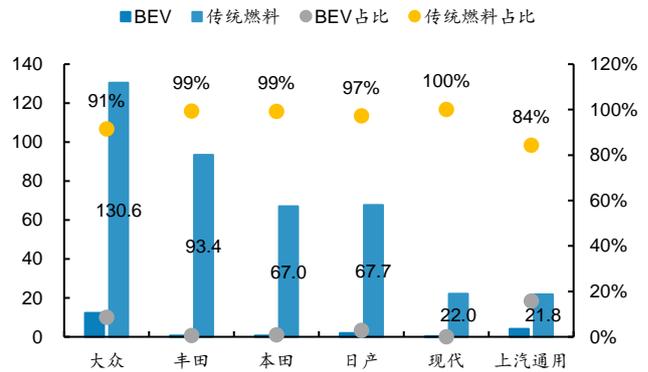
该价格带合资车企动力类型仍以燃油车为主, 新能源替代空间广阔。前十车企中, 大众、丰田、本田、日产为代表的合资品牌仍旧占据 34% 的市场份额, 且动力类型仍以传统燃料为主, 电动车型比例非常少, 可渗透空间广阔。

图表 71 (10-20] 万价格区间, 2023 年国内主要车企市占率与销量规模



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

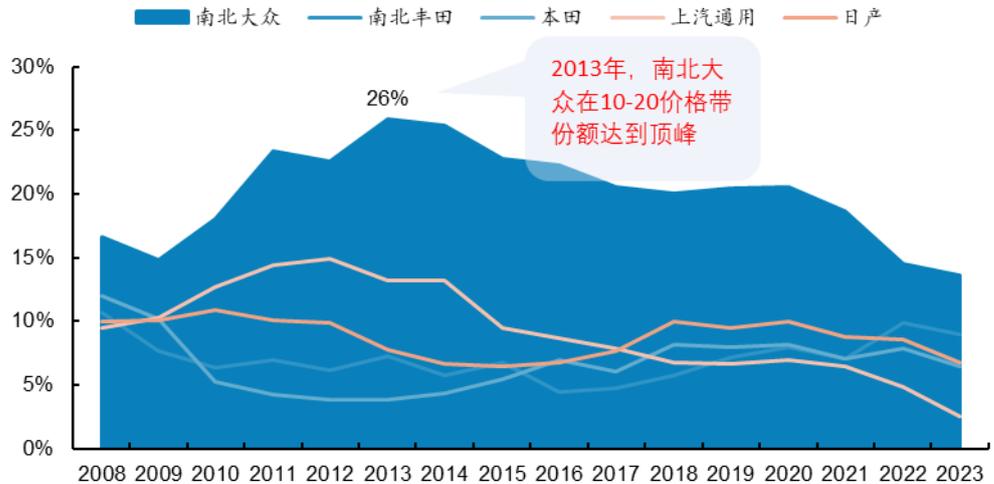
图表 72 (10-20] 万价格区间, 2023 年合资品牌动力类型占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带南北大众在 2013 年市占率达到顶峰 26%。该价格区间, 南北大众市占率长期高于 14%, 领先通用、日产、丰田、本田等品牌长期占据主导地位。2013 年南北大众市占率更是达到峰值 26%, 成为单一品牌市场份额之最。凭借丰富的产品组合以及适合中国市场车型的推出, 大众品牌成为中国消费者的不二之选。长期来看, 考虑到比亚迪在该价格带的成本优势以及对消费者需求的了解, 预计公司在(10-20]价格区间市占率能够比肩南北大众。

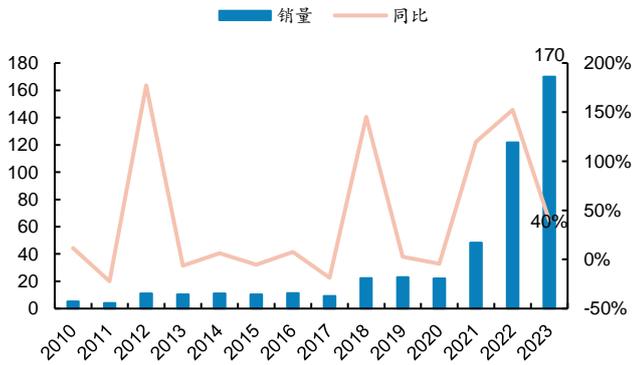
图表 73 (10-20] 万价格带主要厂商市占率变化



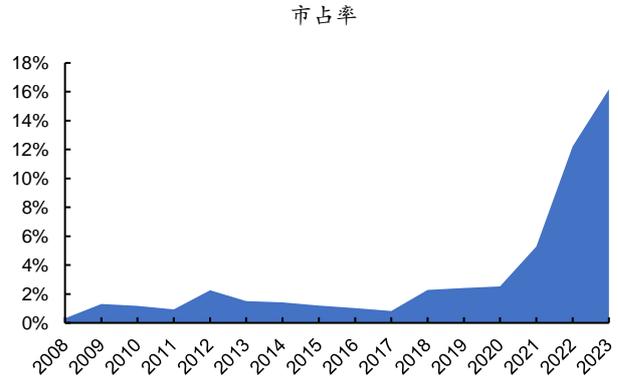
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

(10-20] 万价格区间, 比亚迪销量规模约 170 万, 占自主品牌市场规模的 29%, 占国内终端市场份额的 16%。受益于公司在新能源领域的前瞻布局与成本优势, 该价格带销量规模自 2021 年开始迅速增长到 152 万规模, 市占率迅速提升到 16.5%, 成为该价格带的绝对领导者。去年 (10-20] 万价格区间自主品牌销量为 593.1 万, 公司市占率达到 28.7%。短期看在自主品牌销量扩容过程中, 公司预计能够抢占更大的市场份额。

图表 74 (10-20] 万价格区间, 公司销量规模 (万) 与增速



图表 75 (10-20] 万价格区间, 公司市占率变化

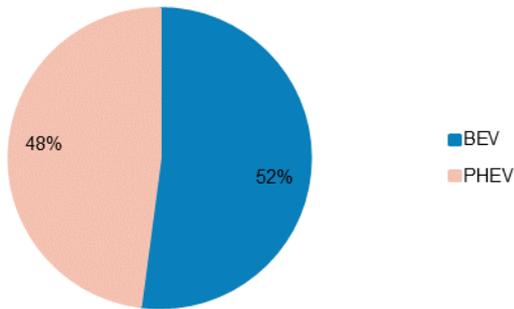


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

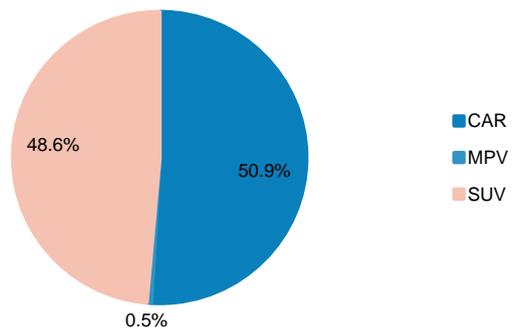
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带公司销量结构中混动车型销量占比 52%, 纯电车型占比 48%。该价格带公司主要布局了王朝网秦、元、宋系列与海洋网海豚、驱逐舰 05 系列, 其中海豚 EV、元 PLUS EV、秦 PLUS DM、宋 PLUS DM 车型年销量突破 25 万辆, 宋 Pro DM、秦 PLUS EV 车型年度销量也实现 10 万+。

图表 76 (10-20] 价格区间, 公司动力类型销量结构



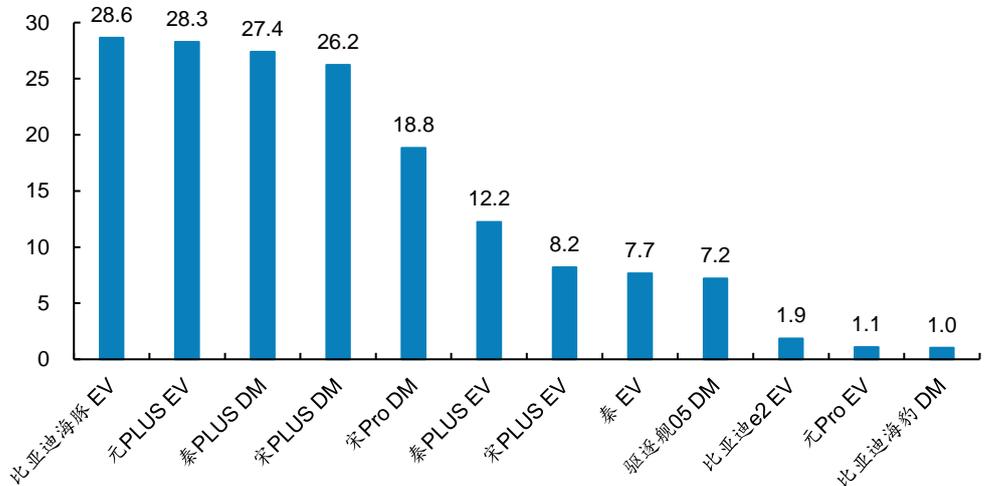
图表 77 (10-20] 价格区间, 公司车型销量结构



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

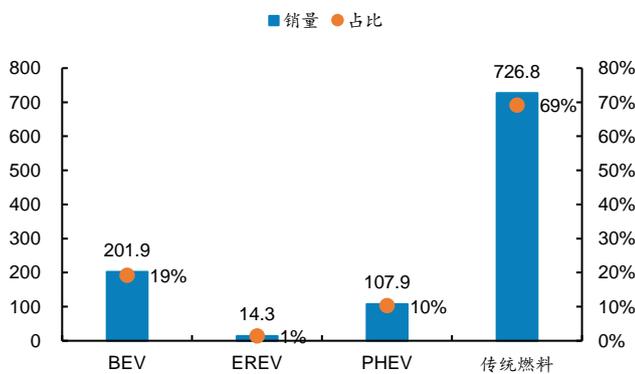
图表 78 (10-20] 万价格区间, 公司主要车型 2023 年度销量 (万)



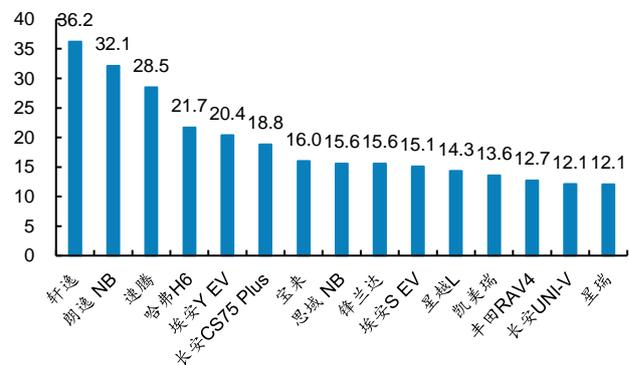
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

(10-20] 万价格区间, 与合资燃油车竞品相比, 公司车型在燃油经济性、价格与空间方面竞争优势明显。目前该价格带中传统燃油车仍为主导, 占比接近 70%, 较 2022 年下降 7PCT。该价格区间是传统家用车市场, 用户画像为家庭首购群体, 需要满足市内代步、城际出行等多场景下用车需求, 核心关注价格与空间的性价比特征, 以及使用的便利性和实用性。因此, 在充电基础设施不健全的三四线城市, 传统燃油车需求仍旧旺盛。与燃油车竞品相比, 公司 DM 系列车型秦 PLUS、宋 PLUS、宋 PRO 在空间尺寸基本相当的前提下可实现油耗最低, 纯电车型海豚 EV 定价略高于 10 万, 凸显了性价比的优势; 元 PLUS 在小型 SUV 市场利用轴距优势, 提供了宽敞的车内空间。相比竞品车型, 公司满足了用户的核心需求, 竞争优势明显。

图表 79 (10-20] 万价格区间, 市场动力类型销量结构 (万)



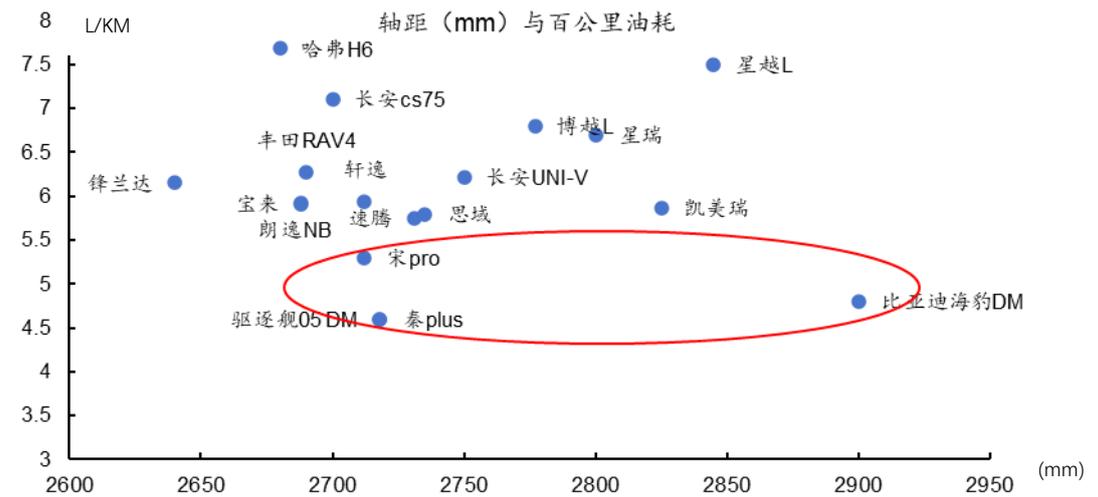
图表 80 (10-20] 万价格带前 15 名竞品中除埃安外均为燃油车 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

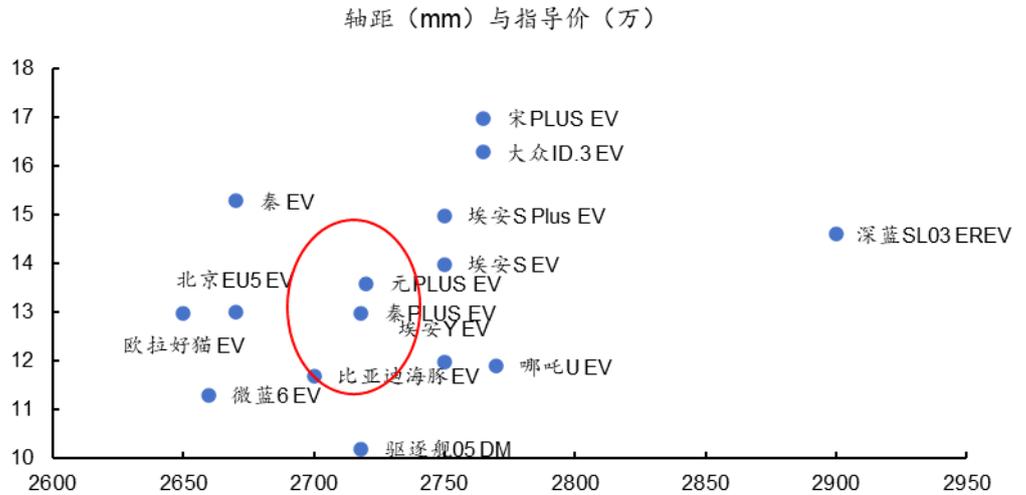
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 81 (10-20] 万价格区间, 公司车型燃油经济性优势明显



资料来源: 汽车之家, 华安证券研究所

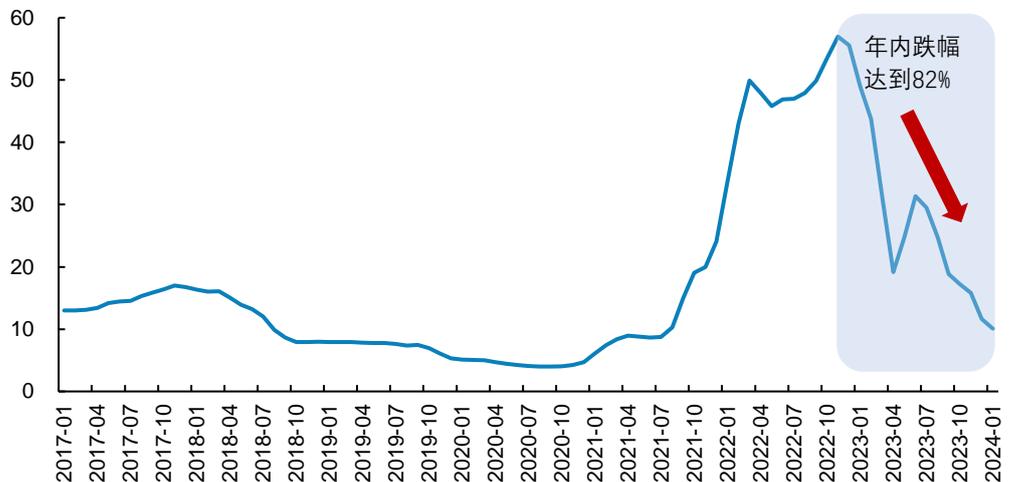
图表 82 (10-20] 万价格区间，与新能源汽车竞品相比，公司价格与空间性价比具有优势



资料来源：汽车之家，华安证券研究所

该价格区间，公司规模优势降本效应显著，叠加电池级碳酸锂成本持续回落，定价权优势继续提高。公司在(10-20] 万价格区间的销量规模为 170 万，占自身销量的 57%，带来的边际成本摊薄效应显著优于竞争对手，是公司拥有定价权的基石。同时受产能过剩与库存压力影响，电池级碳酸锂价格从 57 万/吨一路下降到 10 万/吨，电池成本的下降增厚了单车利润，扩大了公司的定价权优势。

图表 83 碳酸锂价格年内跌幅达到 82%



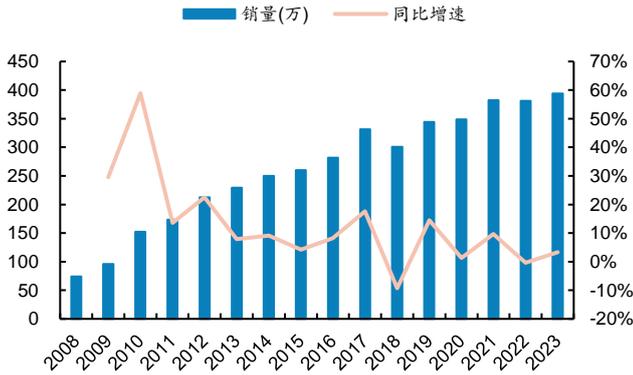
资料来源：wind，华安证券研究所

综上，(10-20] 万价格区间是公司销量基本盘，规模效应赋予公司定价权优势。在目前 170 万销量规模基础上，公司凭借规模化效应降低了整车成本，腾挪了降价空间。从而行业价格战内卷背景下，公司能够依靠手中定价权优势稳步提升基本盘市场份额，在降价的同时最大限度地保证公司利润。短期来看，随着国内合资品牌市占率下滑，公司在(10-20] 万价格区间预计能够实现销量 200-210 万辆。长期看，考虑到公司在价格带的成本优势以及对国内消费者需求的了解，预计公司在(10-20] 万价格区间市占率能够达到 30%，销量规模约为 300 万辆。

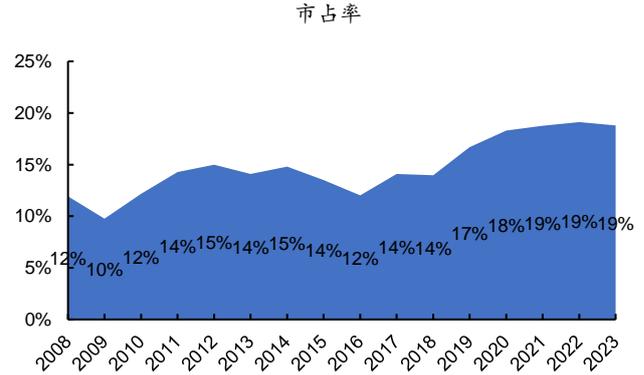
3.3 (20-30] 万价格带：混动车型遥遥领先，纯电车型产品力不足

(20-30] 万价格带国内终端市场规模近 400 万，占比约 19%。2008-2023 年，(20-30] 万价格区间销量规模持续扩容，自 74.1 万增加到 394 万，复合增速达到 12%，相应市场份额从 12%提升到 19%，是第二大国内终端销量规模价格带。2023 年该价格区间销量规模达到 394 万，维持 3%小幅增长，销量规模基本稳定。

图表 84 (20-30] 万价格区间销量规模基本稳定在近 400 万



图表 85 (20-30] 万价格区间市场份额

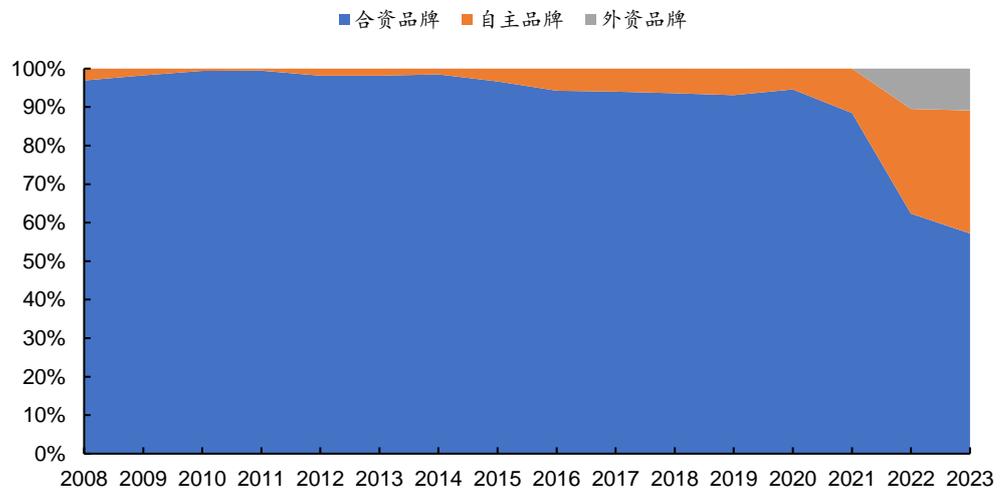


资料来源：AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

资料来源：AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带合资品牌市场份额下滑至 57%，自主品牌提升至 32%，特斯拉平稳增长至 11%。该价格带合资品牌主导地位逐步松动，市场份额自 2020 年的 95%下滑到 2023 年的 57%，相应自主品牌市场份额自 2020 年的 5%提升到 2023 年的 32%，外资品牌特斯拉市场份额也从去年的 10%小幅增长到 11%。与 (10~20] 万价格区间不同，该价格带消费人群更看重品牌的影响力和产品力，而不是简单地追求性价比，因此合资品牌在整体规模、品牌价值等方面仍具有综合优势。但是自主品牌比亚迪、小鹏、吉利、问界等多款热门车型扎堆于此，产品竞争力较强，对合资品牌市场份额预计继续形成挤压，预计 2024 年合资品牌份额继续下滑，给予自主品牌一定增量空间。

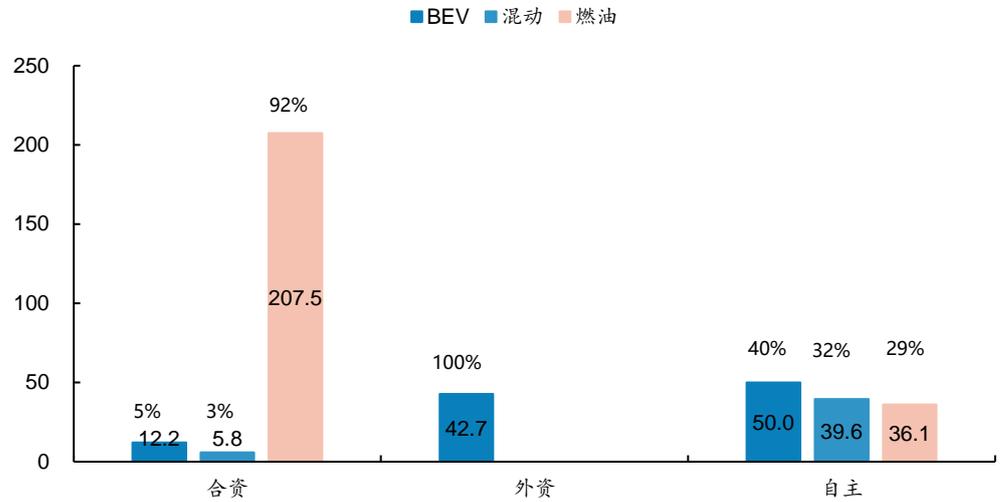
图表 86 (20-30] 万价格区间国内终端品牌结构



资料来源：AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

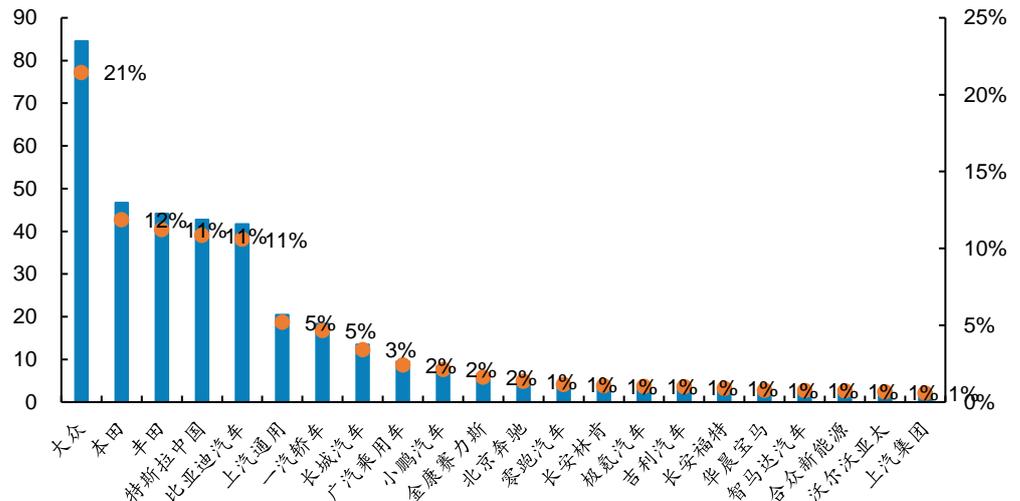
该价格带，合资燃油车占比 92%，自主燃油车占比 29%，新能源渗透空间广阔。该价格带中合资品牌大众、本田、丰田、通用销量占据前列，且仍以燃油车为主，各品牌旗下电动车型占比不高。同样给予了新能源自主品牌渗透率提升空间。

图表 87 (20-30] 万价格区间各品牌动力类型结构 (万, %)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

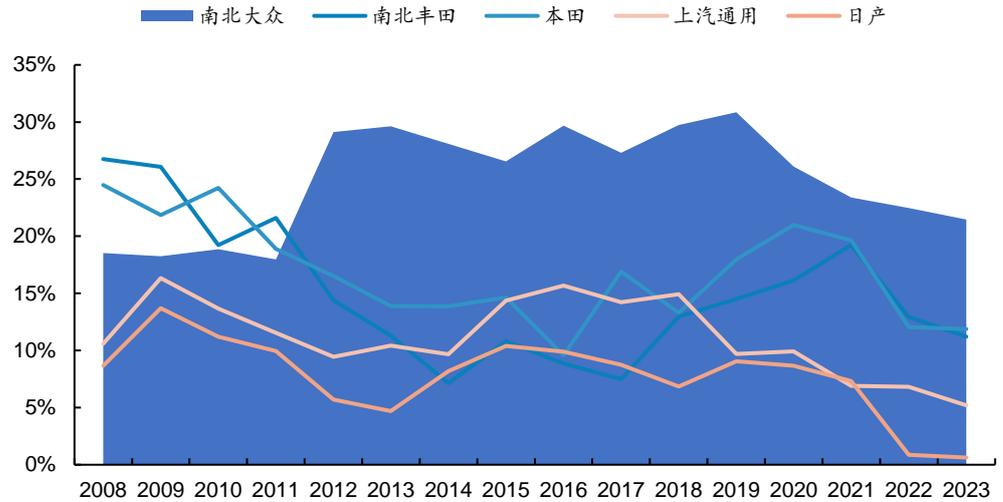
图表 88 (20-30] 万价格区间主要品牌销量规模 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带，南北大众市场份额保持领先，曾于 2019 年达到顶峰 31%。该价格区间，南北大众市占率自 2012 年反超丰田、本田后长期占据市场领先地位，并在 2012-2019 年市占率基本稳定在 30% 上下。大众集团凭借德系品牌力以及针对中国市场大空间的改进，满足了中高端用户商务与公务用车需求，成为中高端消费者的不二选择。长期视角，随着合资品牌在该价格带的萎缩以及公司目前的领先地位，大众品牌的市场地位对比亚迪具有参考意义。

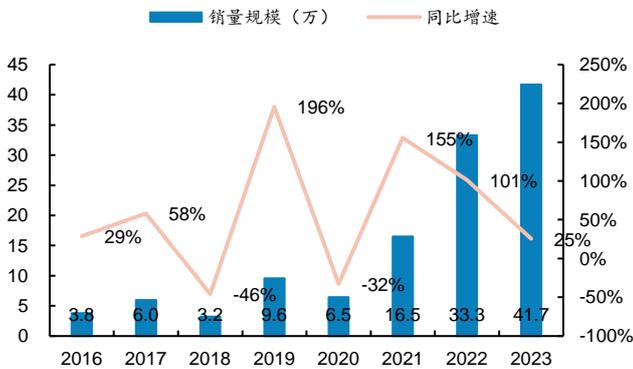
图表 89 (20-30]价格区间主要品牌厂商市占率变化



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

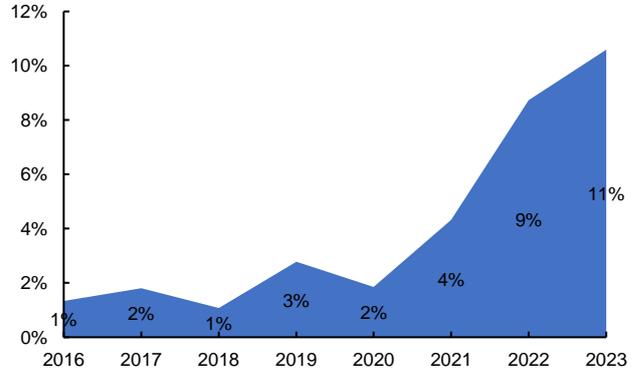
比亚迪在该价格带销量规模约 42 万, 占自主份额 33%, 在国内终端市场份额为 11%。公司凭借汉唐家族与海豹、护卫舰车型实现销量规模跃迁, 从 2020 年的 6.5 万上升到 2023 年的 41.7 万, 市占率也从 2% 提高到 11%, 成为自主品牌在该价格带的领导者。考虑到 20-30 万价格带供给相对拥挤, 既有合资品牌主力车型与 BBA 豪华品牌入门车型, 又有极越 01、智己 LS6、智界 S7、极氪 007、后续推出的理想 L6、理想 L5 等众多自主车型, 预计将成为 2024 年中国车市最卷的赛道。因此, 短期来看, 预计公司在该价格带的市占份额保持不变。

图表 90 比亚迪在 (20-30] 万价格区间的销量与增速



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

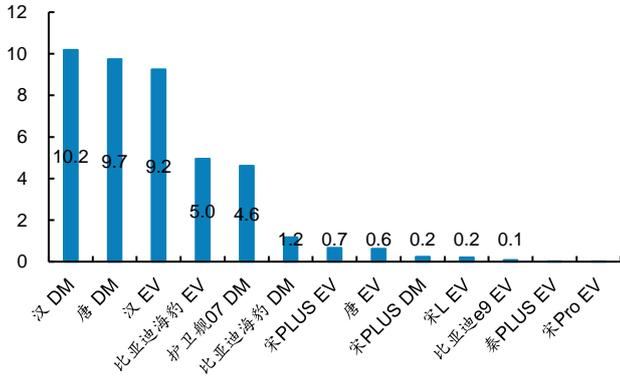
图表 91 比亚迪在 (20-30] 万价格区间的市占率



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

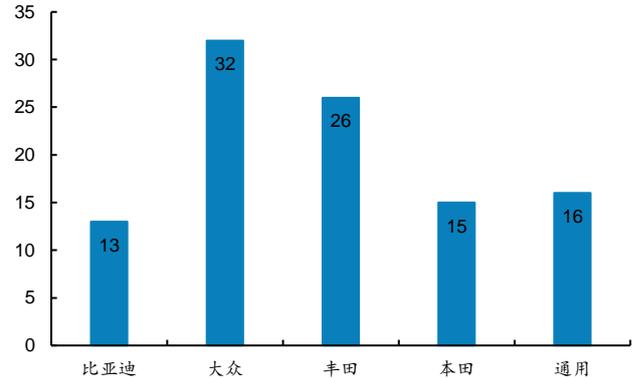
相比大众、丰田等合资竞争对手, 公司车型布局较少, 同时缺少高端品牌入门车型。该价格区间, 公司主要布局了汉 DM 与 EV、唐 DM 与 EV、海豹 DM 与 EV、护卫舰 07 系列, 其中汉系列年销量突破 20 万, 成为该价格带车型销量冠军。与竞争对手相比, 公司车型布局少的短板明显。2023 年大众旗下共有 32 款车型售出, 丰田旗下共有 26 款车型售出, 比亚迪仅有 13 款车型售出。此外, 大众、丰田旗下高端车型入门级车辆在该价格带展现出较强的产品竞争力, 而比亚迪高端品牌并没有下探到该区间。例如, 大众旗下奥迪 Q2、Q3、A3 以及丰田皇冠车型均下探到该价格带。

图表 92 比亚迪在 (20-30] 万价格区间主要车型销量 (万)



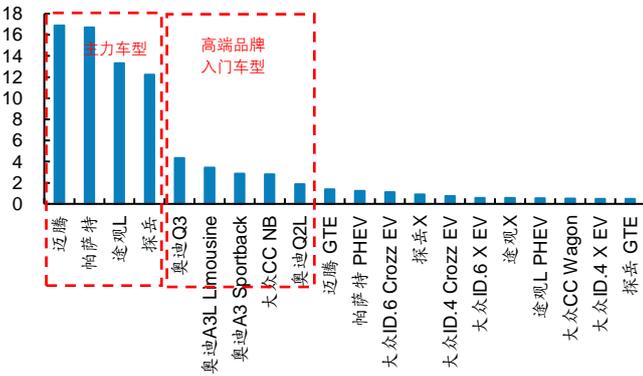
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 93 去年(20-30] 万价格带主要车企售出车型数量 (个)



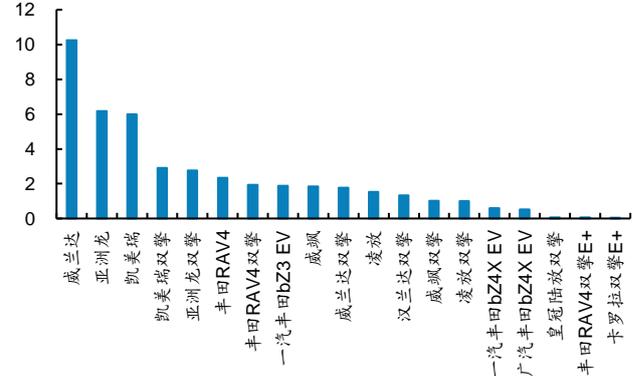
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 94 大众在 (20-30] 万价格区间主要车型销量 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

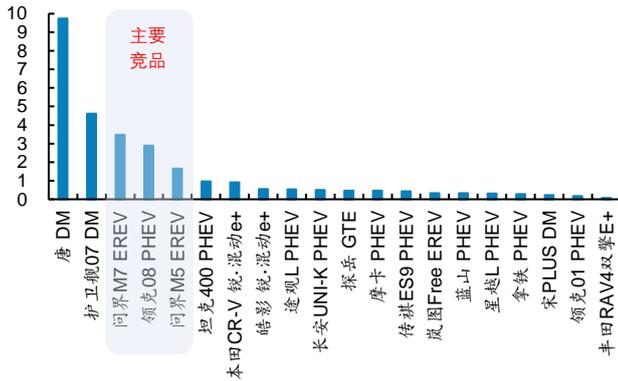
图表 95 丰田(20-30] 万价格区间主要车型销量 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

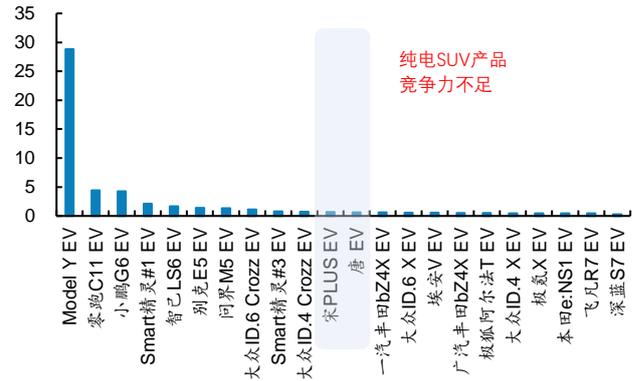
相比新能源竞品, 公司车型混动技术优势明显, 纯电产品力略显不足。SUV 车型中, 公司主销混动产品为唐 DM 与护卫舰 07DM, 销量遥遥领先问界 M5、M7 与领克 08 等竞品; 主销纯电产品为宋 PLUS 与唐 EV, 远远落后于 Model Y、零跑 C11、小鹏 G6、Smart 精灵#1 等竞品。轿车车型中, 公司主销混动产品为汉 DM 与海豹 DM, 其中汉 DM 销量远远大于哪吒 S、迈腾 GTE、帕萨特 PHEV 等竞品; 主销混动产品为汉 EV、海豹 EV, 销量落后竞品 Model 3, 与红旗 E-QM5、小鹏 P7、极氪 001 等竞品存在一定的领先优势。(20-30] 万价格区间汽车消费用户画像以家庭增换购人群以及收入能力强的首购用户为主, 因此对于产品品牌更为关注, 其次对于价格、车身外观、动力性、智能化也较为注重。在混动车型中, 公司凭借 DM 技术优势已经转化为品牌优势, 支撑了公司在混动轿车与 SUV 销量中一骑绝尘。但是纯电车型中, 竞品 Model 3 与 Y 品牌优势更明显, 尤其纯电 SUV 赛道, 与零跑、小鹏、问界车型并不具有明显的优势。

图表 96 (20-30] 万区间主要混动车型 SUV 销量 (万)



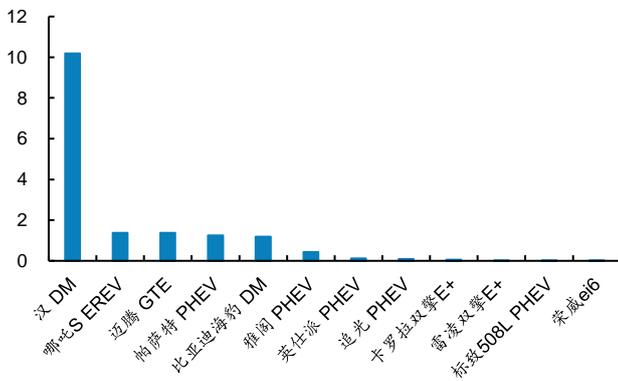
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 97 (20-30] 万区间主要纯电车型 SUV 销量 (万)



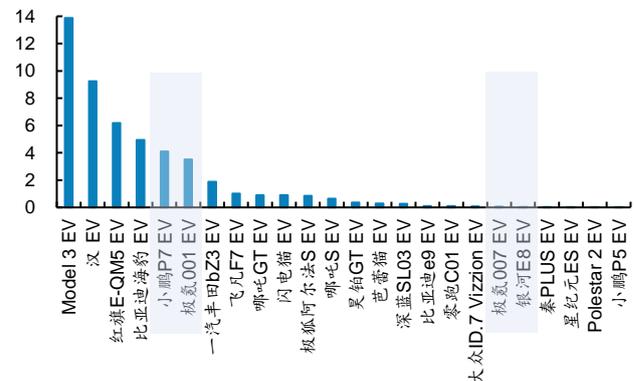
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 98 (20-30] 万区间主要混动车型轿车销量 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 99 (20-30] 万区间主要纯电车型轿车销量 (万)



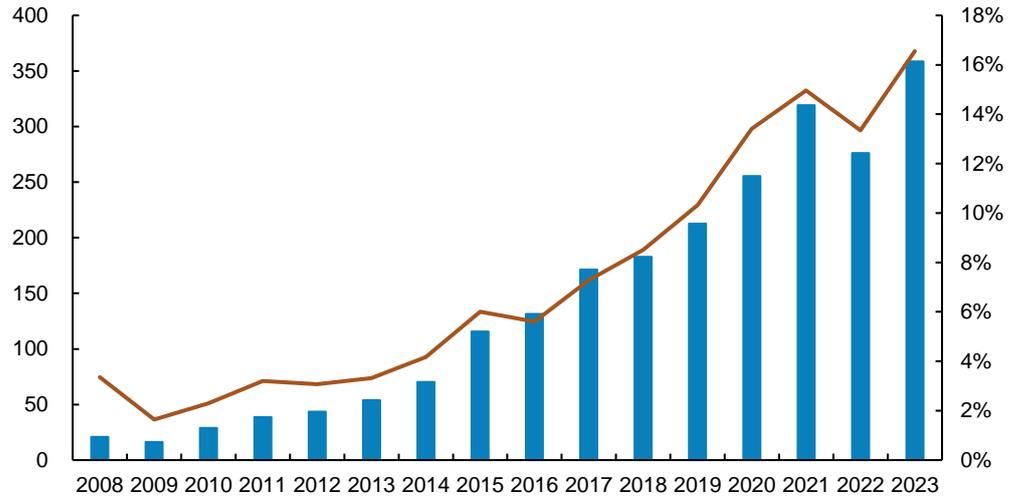
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

综上, (20-30] 万价格区间, 公司市占率短期预计小幅提升, 长期空间广阔。(20-30] 万价格区间是比亚迪销量次多的价格带, 也是增量空间较大的价格带。公司凭借 DM 技术优势在混动车型已经占据绝对领导地位, 但是纯电车型产品力相对竞品略显不足。短期来看, 受益于该价格带合资品牌份额萎缩, 自主品牌销量扩容, 作为自主龙头公司在该价格带的市占率预计小幅提升。长期来看, 随着公司车型布局增多以及高端车型价格下探, 公司在该价格区间将具有更广阔的渗透空间。

3.4 (30-50] 万价格带: 高端品牌形象初步确立, 产品矩阵继续完善

(30-50] 万价格区间, 国内终端市场规模整体上升, 2023 年销量规模超 350 万, 占比约 17%。该区间销量自 2009 年至 2021 年呈现不断上升趋势, 从 16.2 万增长至 319.4 万, 市场份额从 2%提升到 15%。2022 年小幅度下滑后, 2023 年销量规模再创新高, 销量达 358.6 万, 市场份额达 17%。从趋势看, 该价位销量规模仍有增长潜力。

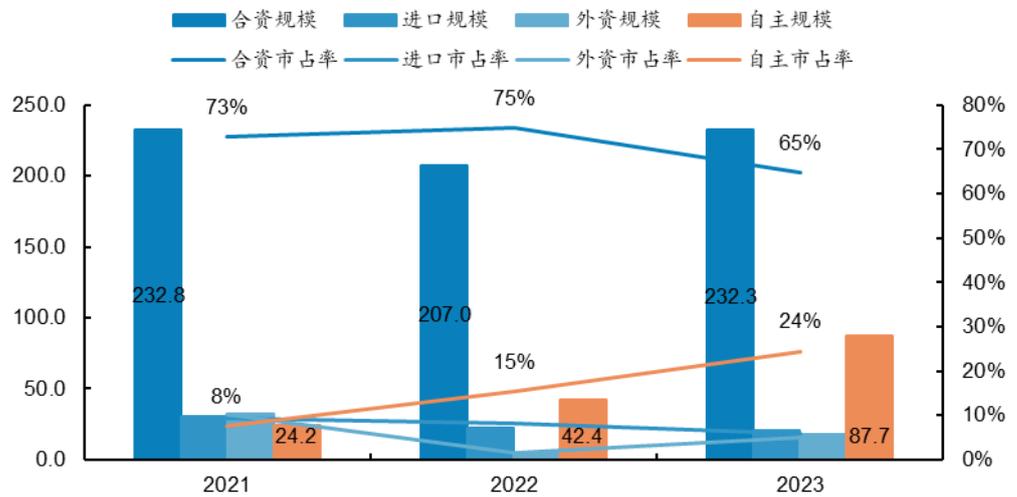
图表 100 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带, 合资品牌份额下降至 65%, 自主品牌提升至 24%, 进口份额下滑至 6%, 特斯拉份额回落至 5%。该价格带合资品牌市场份额从 2021 年的 73% 下降至 2023 年的 65%, 进口市场份额从 2021 年的 9% 下滑至 2023 年的 6%, 特斯拉的市场份额从 2021 年的 10% 回落至 5%。与之相应, 自主品牌的市场份额从 2021 年的 8% 提升至 24%, 增幅达 16PCT, 合资、进口与特斯拉的市场份额被自主品牌逐渐抢占。后续随着自主品牌产品力与品牌力的提升, 预计继续抢占合资、进口的市场份额。

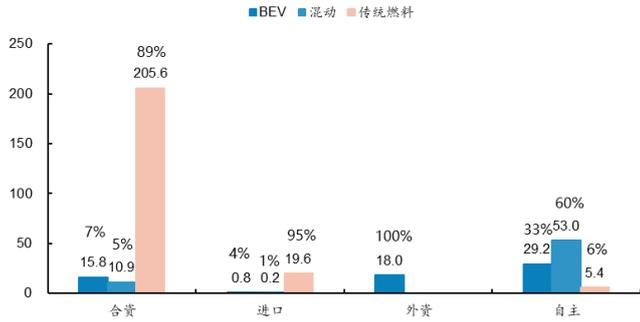
图表 101 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

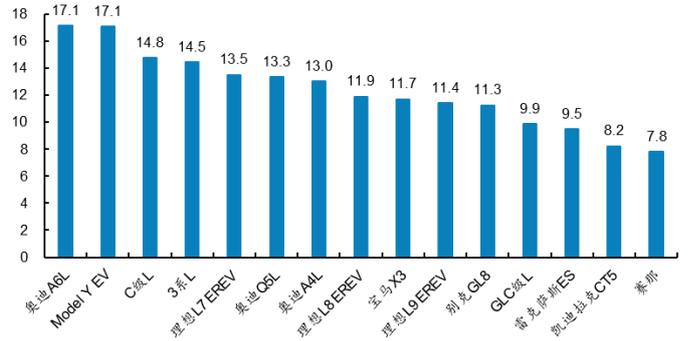
该价格带, 合资燃油车占比达 89%, 进口燃油车达 95%, 新能源可渗透空间广阔。目前, 合资与进口品牌中燃油车占据绝对主导, 新能源汽车销量占比较低; 自主品牌凭借纯电及混动车型在该价格带开始突破, 尤其混动车型领先优势明显。后续凭借在新能源方面的领先优势, 自主品牌将继续抢占合资燃油市场空间。

图表 102 (30-50] 万价格区间，动力类型销量结构 (万)



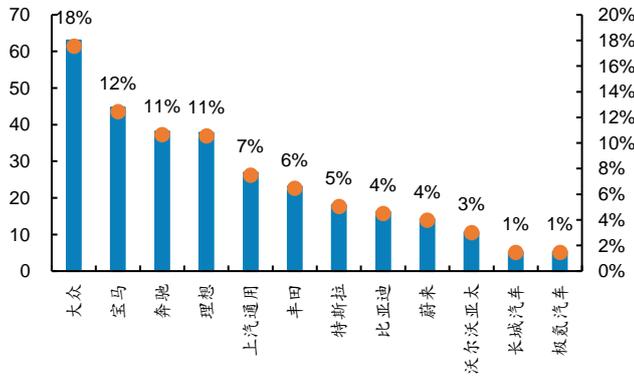
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 103 (30-50] 万价格区间前 15 名销量中燃油车仍占主流 (万)



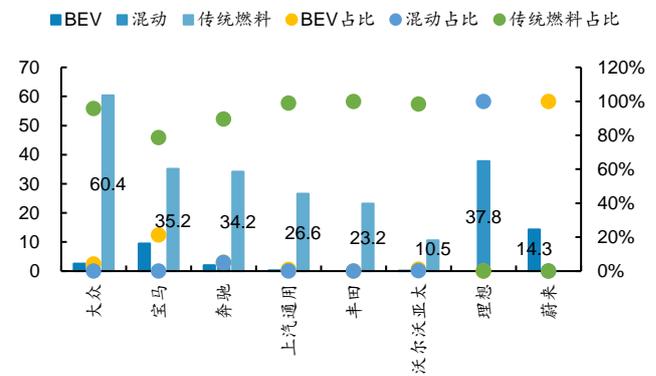
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 104 (30-50] 万价格区间，国内主要车企市占率与销量



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

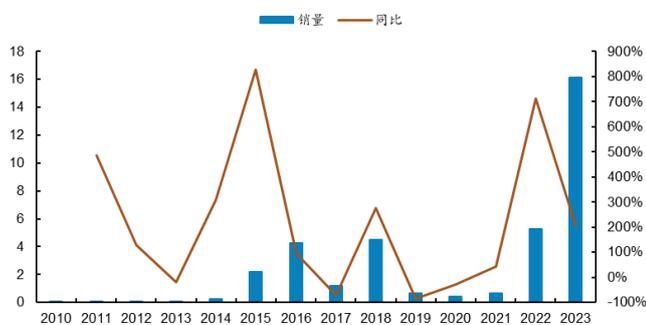
图表 105 (30-50] 万价格区间，合资与自主品牌动力类型占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

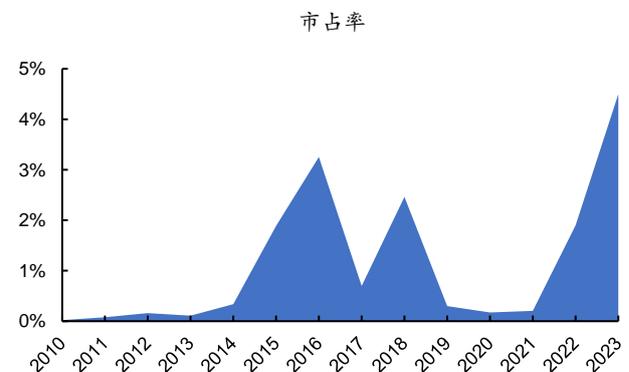
比亚迪在该价格区间的销量规模约 16 万，占终端市场份额约 4%，占据自主份额 18%。随着公司开始布局中高端品牌方程豹与腾势，公司销量规模从 2021 年 0.6 万迅速提升至 2023 年 16.1 万，市占率达 4%。未来，依靠公司领先的技术、品牌力以及新车型的推出，公司有望在合资份额下滑中继续提升市占率。

图表 106 (30-50] 万价格区间，公司销量规模 (万) 与增速



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

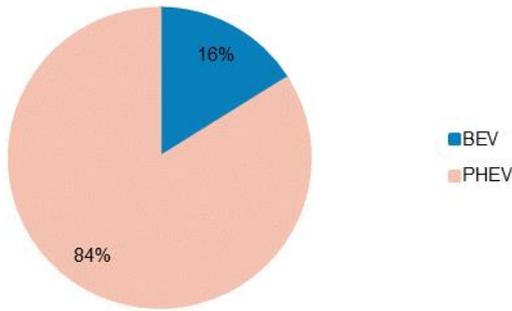
图表 107 (30-50] 万价格区间，公司市占率变化



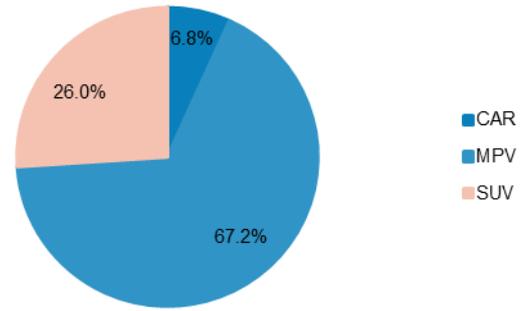
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带公司目前销售结构中，混动车型占 84%，纯电车型占 16%，车型结构主要以 MPV 与 SUV 为主。该价格区间，公司主要布局腾势与方程豹品牌，腾势布局 MPV、SUV、轿车全领域，主打新能源高端汽车品牌定位，其中腾势 D9 于 2023 年销量近 11 万。方程豹主打硬派越野 SUV 细分市场，2023 年 12 月方程豹豹 5 上市首个完整自然月交付 5086 辆，超越对标车型坦克 500 新能源的 5065 辆，显示出强大的产品力。

图表 108 (30-50] 万价格区间，公司动力类型销量结构



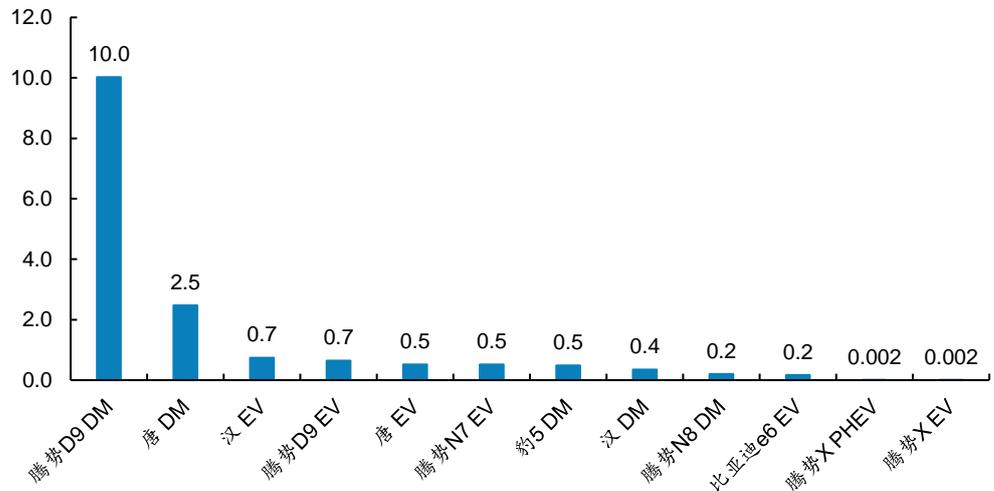
图表 109 (30-50] 万价格区间，公司车型销量结构



资料来源：AutoThinker，交强险，华安证券研究所

资料来源：AutoThinker，交强险，华安证券研究所

图表 110 (30-50] 万价格区间公司主要车型销量 (万)

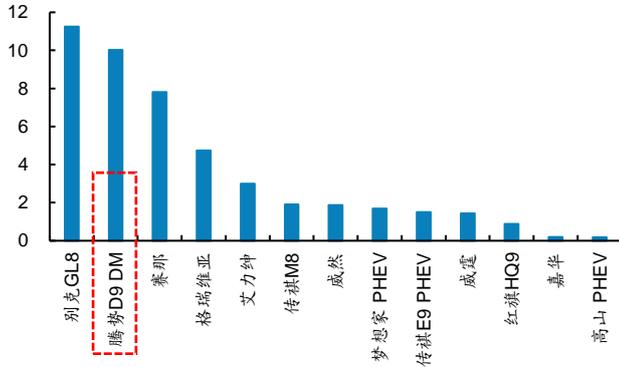


资料来源：AutoThinker，交强险，华安证券研究所

相比竞品，该价格带公司品牌形象不足，产品缺位严重，优质车型供给少，缺乏侧重家庭用户与智能化技术的产品。(30-50] 万价格区间，用户画像以中产阶层与家庭为主，更加注重彰显身份地位的品牌力、满足家庭长途出行的大空间以及领先的技术与优质服务。与 BBA 燃油车竞品相比，公司品牌力略显不足，优质车型供给偏少，仅有腾势 D9 DM 在混动与燃油 mpv 细分赛道处于领先地位。在 SUV 市场，纯电竞品 Model Y 品牌力与技术优势明显，蔚来 ES6 等豪华服务体验更强，反观公司腾势 N7 产品力不足，唐 EV 品牌定位较低；混动竞品理想系列家庭用户定义精准，问界 M7 智能化技术领先，反观公司家庭用户定义产品缺失，车型平台技术落后，仅方程豹产品显示出竞争力。在轿车市场，公司目前仅布局汉系列，而且纯电车型汉

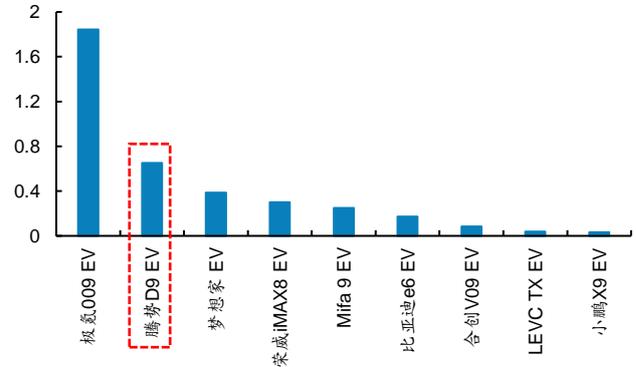
EV 在品牌、技术、服务方面均处于劣势，混动车型与燃油竞品 BBA 与凯迪拉克、沃尔沃相比，品牌力更是不足。

图表 111 腾势 D9 DM 在混动与燃油 MPV 市场领先 (万)



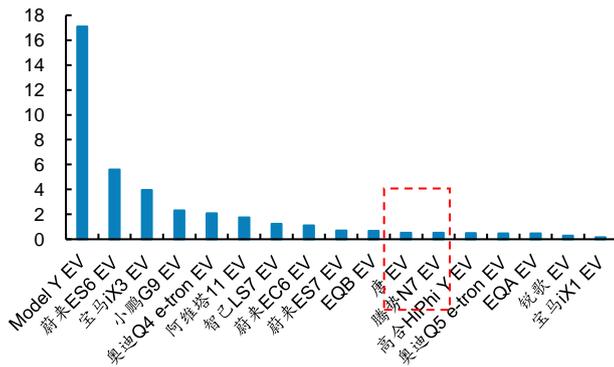
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 112 腾势 D9 EV 在纯电 MPV 市场存在一定差距 (万)



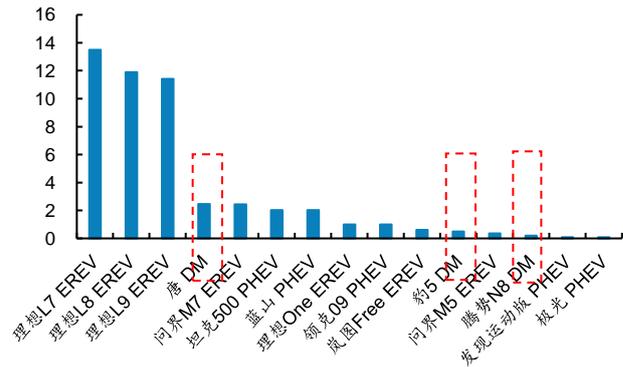
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 113 纯电 SUV 市场比亚迪车型产品力不足 (万)



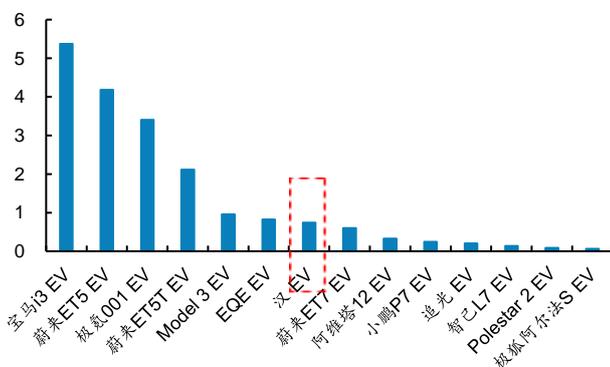
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 114 混动 SUV 市场比亚迪家庭产品缺失 (万)



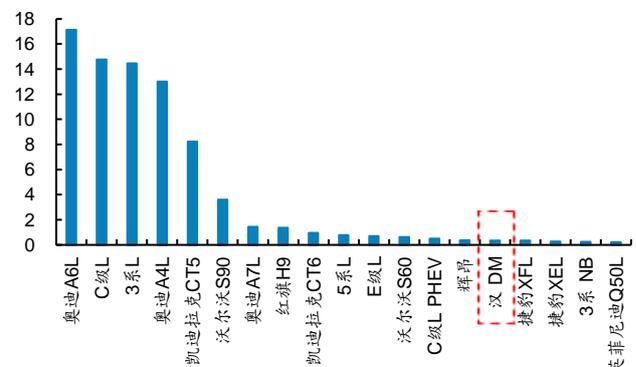
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 115 纯电轿车市场比亚迪车型产品力不足 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 116 混动燃油轿车市场比亚迪同样品牌力不足 (万)

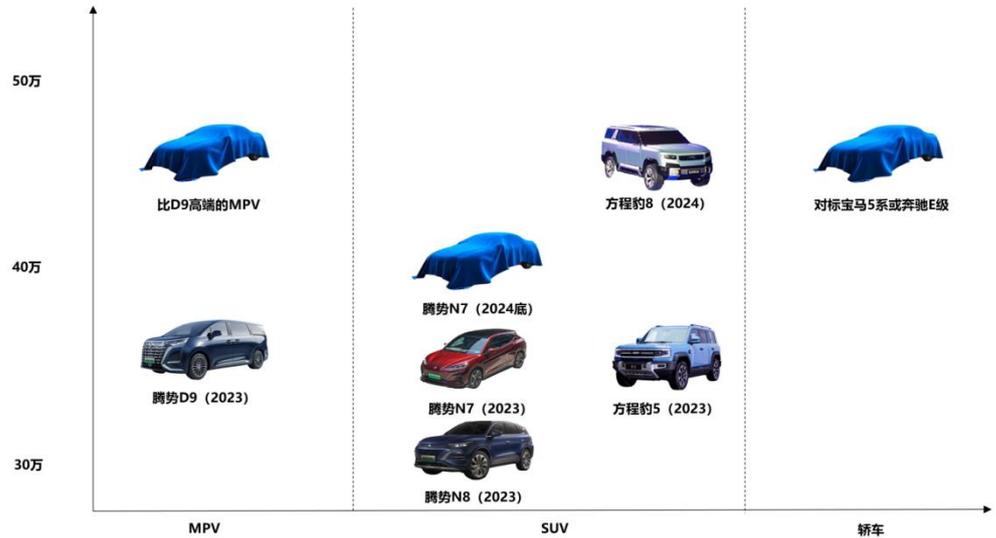


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

后续腾势与方程豹品牌积极丰富产品矩阵，打造高端品牌形象。根据腾势品牌产品规划，在 MPV 市场公司将布局 D9 与对标阿尔法的旗舰 MPV；在高端 SUV 市

场，腾势品牌将布局 N7、N8、N9 产品；在轿车市场，腾势将推出对标宝马 5 系或奔驰 E 级的行政轿车。根据方程豹产品规划，推出方程豹 5 对标车型坦克 500，方程豹 8 对标坦克 700、猛士 917 等中高端硬派 SUV 车型，在紧凑 SUV 市场推出方程豹 3，共同征战硬派越野市场。

图表 117 (30-50] 万价格区间，腾势与方程豹品牌产品规划



资料来源：华安证券研究所整理

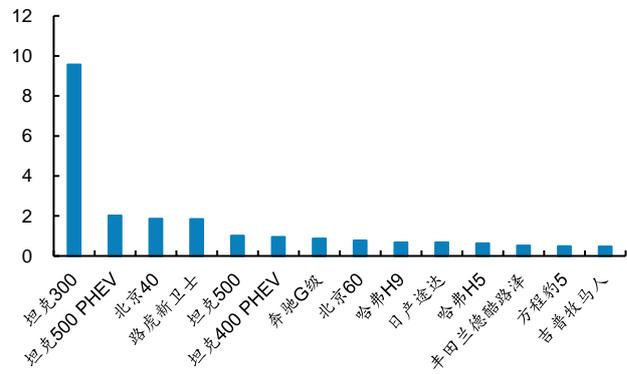
硬派越野市场规模不断扩容，方程豹品牌显现出强大竞争力。近两年随着自驾游和露营文化的兴起，我国硬派越野车销量大幅上升。2022 年硬派越野销量 20.6 万辆；2023 年，硬派越野车共销售 24.5 万辆；预计 2025 年硬派越野车的市场规模为 35 万辆。市场格局方面，国内硬派越野市场长城坦克系列占据绝对龙头，主要车型有坦克 300、坦克 400、坦克 500；北汽越野布局较早，主要车型有 BJ40、BJ60 和 BJ80 系列。2023 年 12 月方程豹豹 5 上市首个完整自然月交付 5086 辆，超越对标车型坦克 500 新能源的 5065 辆，显示出强大的产品力。根据品牌产品规划，未来豹 5、豹 8 以及豹 3 组成方程豹品牌的“583”硬派家族，征战硬派越野细分市场。

图表 118 国内硬派越野市场的销量规模 (万)



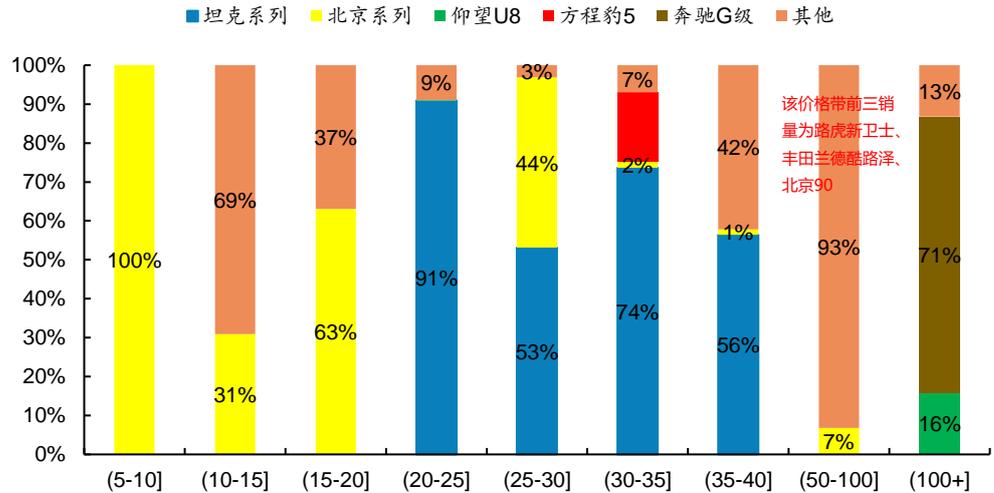
资料来源：AutoThinker，交强险，华安证券研究所

图表 119 去年国内硬派越野市场主要车型 (万)



资料来源：AutoThinker，交强险，华安证券研究所

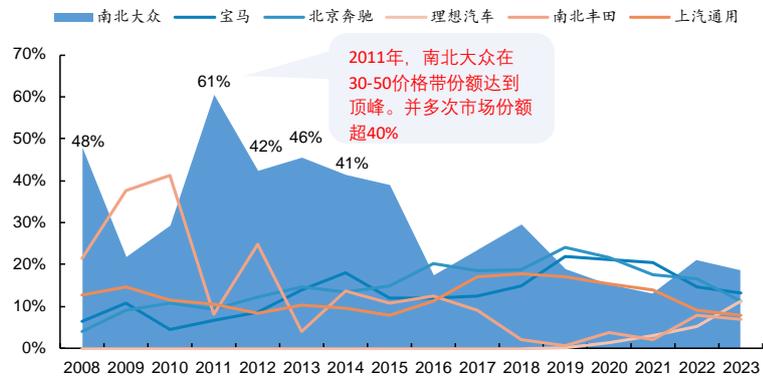
图表 120 2023 国内硬派 SUV 各价格区间市占率



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带, 南北大众市场份额领先优势不断缩小, 市占率下滑至 18%。该价格区间, 南北大众市场份额多次超 40%, 并长期处于 15%以上, 领先宝马、北京奔驰、南北丰田等品牌占据主导地位。2011 年, 南北大众更是在该价格段占据 61%的市场份额, 达到顶峰。长期看, 比亚迪未来高端产品布局更加完善, 豪华品牌形象提升后, 在(30-50] 万价格区间市占率有望达到南北大众水平。

图表 121 (30-50] 万价格区间国内终端市场销量与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

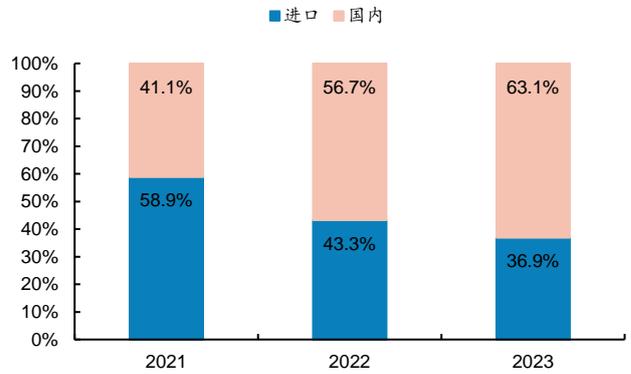
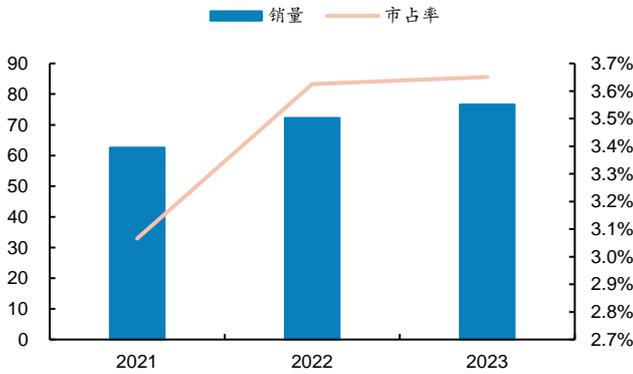
综上, 短期看公司在(30-50] 万价格带市占率预计小幅提升, 长期而言, 公司市占率的提升依赖高端品牌形象的确立。短期视角看, 公司在(30-50] 万区间市占率的提升依赖腾势与方程豹产品矩阵的丰富, 腾势 SUV 系列产品的平台升级, 进一步弥补在家庭用户需求方面的产品缺失。从而在合资品牌份额下滑的过程中, 进一步抢占合资、进口的市场份额。中长期看, 高端品牌形象与纯电产品竞争力的提升决定了公司能否达到南北大众的市场地位。

3.5 (50-100] 万价格带: 腾势仰望品牌塑造成型, 新车陆续上市补位

(50-100] 万价格区间国内终端市场规模稳定增长，去年终端销量近 80 万，占整个终端市场 4%。2021-2023 年该价格带销量稳定增长，从 62.5 万增长到约 80 万，市场份额从 3.1% 增长到 3.7%，市场规模慢慢扩容。该价格带 2022 年国产车型市场份额开始超越进口车型，占据主导地位。2023 年国产车型市场份额继续提升 6PCT 到 63%，预计进口车型市场份额持续萎缩。

图表 122 (50-100] 万价格带市场规模 (万) 与占比

图表 123 (50-100] 万价格带国产与进口结构



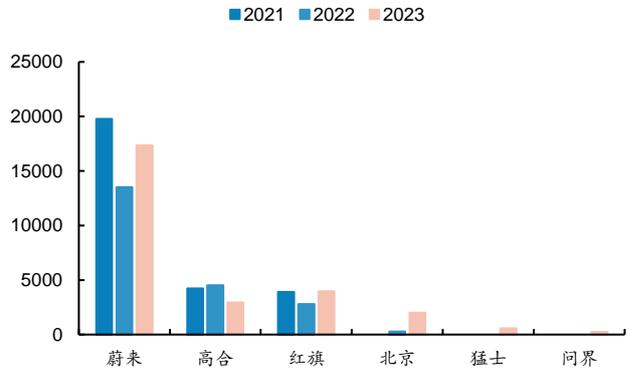
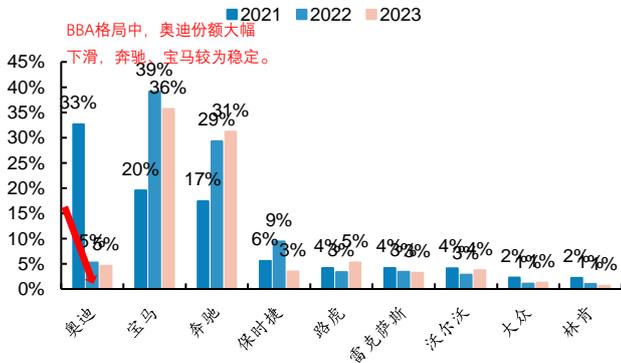
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

(50-100] 万价格区间乘用车以燃油车为主，新能源渗透率不到 20%，可渗透空间广阔。由于国内新能源车在该价格带产品布局不多，国外高端品牌新能源转型较慢，导致该价格带电动汽车渗透率较低。2022 年新能源渗透率甚至下降 4PCT 至 15%，销量规模约 11 万。随着国内车企品牌向上，叠加新能源技术领先，该价格带可渗透空间广阔。

图表 124 (50-100] 万价格区间竞争格局

图表 125 (50-100] 万价格区间自主品牌销量 (辆)

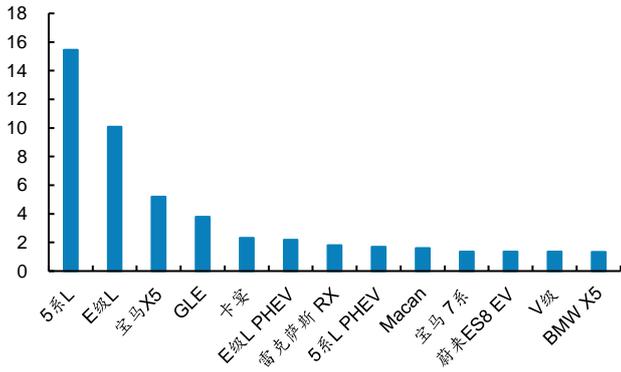


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

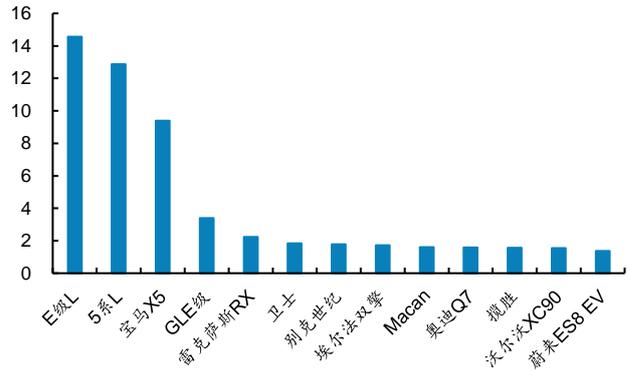
主要竞品中，轿车 E 级 L、5 系 L 与 SUV 宝马 X5、奔驰 GLE 占据主导地位，市场份额合计约 50%。该价格带，轿车市场奔驰 E 级 L 与宝马 5 系 L 年销量超越 10 万，SUV 市场宝马 X5、奔驰 GLE 处于领先地位，四款车型合计约占 50%。根据比亚迪后续产品规划可以看出，腾势与仰望作为新能源高端品牌将针对 BBA 用户升级换代需求，抢占传统 BBA 市场份额。在国内电动化与智能化改革面前，BBA 大部分车型仍旧依靠燃油车的平台和架构，这给了比亚迪等自主品牌向上的空间。

图表 126 2022 年(50-100] 万价格区间主要车型 (万)



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 127 2023 年(50-100] 万价格区间主要车型 (万)



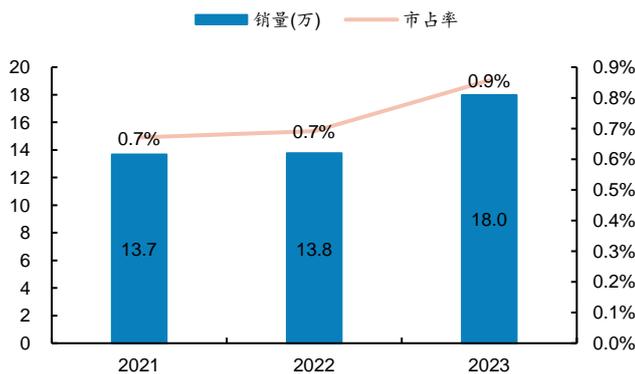
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

该价格带, 腾势与仰望品牌新车陆续上市, 逐步补位该价格带, 进而打破销量空白。该价格带公司布局较晚, 目前尚没有售出车型。根据公司产品规划, 该价格带腾势品牌旗下陆续推出对标阿尔法的旗舰 MPV、全尺寸 SUV 腾势 N9、对标保时捷 Panamera 车型的轿跑、对标奔驰 S 级的商务行政座驾、对标宝马 5 系或奔驰 E 级的行政轿车。此外, 仰望品牌产品定位在 (80+) 万价格带, 在该价格带已经官宣旗舰轿车仰望 U7。

3.6 (100+) 万价格带: 仰望 U8 销量实现突破, 创造中国汽车新里程碑

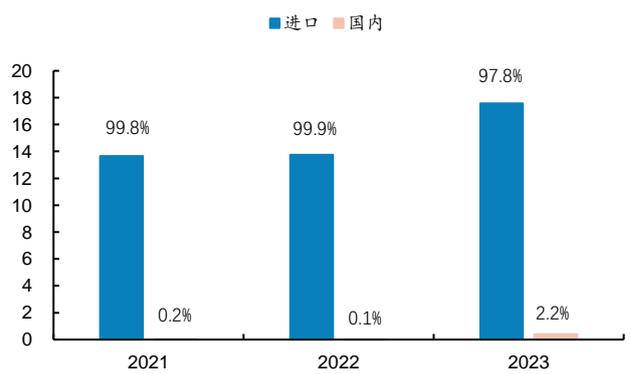
(100+) 万价格区间, 国内终端市场销量小幅扩容, 市场规模近 20 万, 占终端份额的 0.9%。2021-2023 年, 该价格带国内终端销量小幅平稳增长, 市场规模从 13.7 万增长到 18 万, 市场份额从 0.7% 提高到 0.9%; 几乎全为进口车型, 2022 年之前进口车型几乎占据 100%, 2023 年国产仰望 U8 与北京 90 销量大增, 实现自主品牌在该价格带的突破。

图表 128 (100+) 万价格区间市场规模 (万) 与占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所, 注: 2023 年数据为 11 月累计值

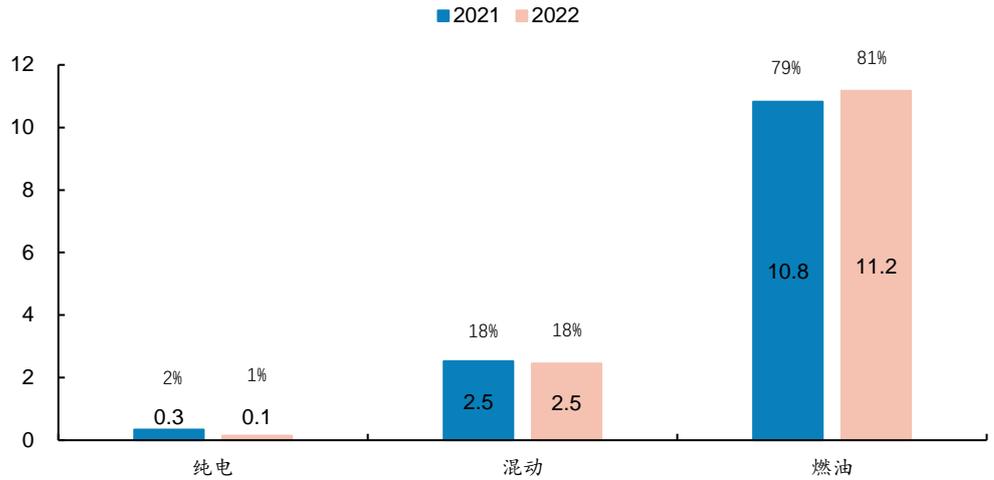
图表 129 (100+) 万价格区间进口与国内占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所, 注: 2023 年数据为 11 月累计值

(100+) 万价格区间乘用车以燃油车为主, 新能源渗透率接近 20%, 渗透率提升空间广阔。由于国内新能源车企品牌力不足, 难以在该价格带布局新车产品; 同时国外豪华品牌电动化转型步伐滞后, 导致该价格带新能源渗透率较低。2022 年新能源渗透率为 19%, 销量规模约 2.6 万。

图表 130 (100+]万价格区间动力类型销量(万)与占比

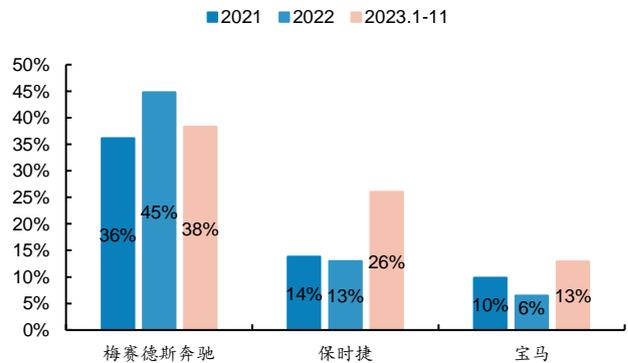
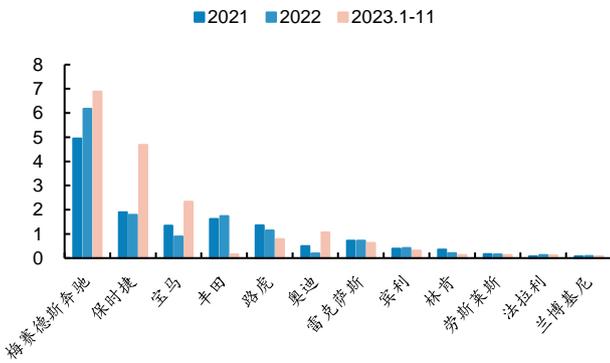


资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

主要竞品中, 奔驰、保时捷、宝马占据领先地位, 且集中度越来越高, 国产品牌开始有所突破。该价格区间奔驰占据绝对领先地位, 去年市占率达到 38%, 有所下滑; 保时捷市占率提升到 26%, 宝马市占率提高到 13%。三者合计市场份额持续提升, 集中度越来越高。此外, 去年仰望 U8 实现销量 1965 辆, 北京 90 实现销量 1730 辆, 国产高端车型开始有所突破。

图表 131 (100+]万价格区间主要品牌销量规模(万)

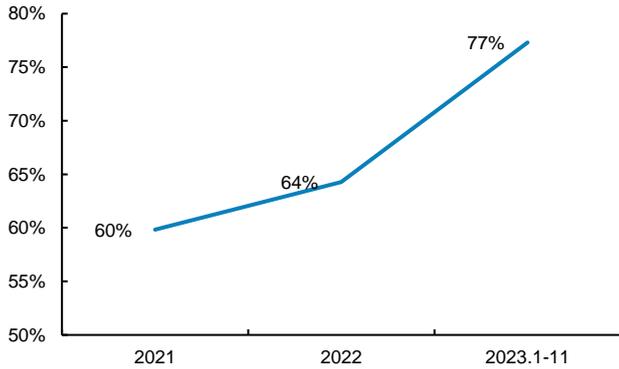
图表 132 (100+]万价格区间前三强销量占比



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所, 注: 2023 年数据为 11 月累计值

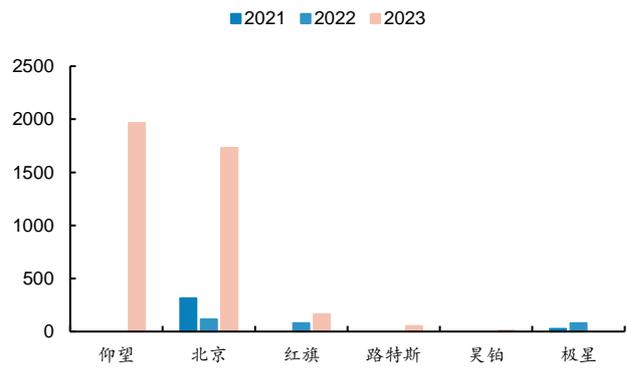
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所, 注: 2023 年数据为 11 月累计值

图表 133 (100+]万价格区间 CR3 集中度



资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

图表 134 (100+]万价格区间国产品牌销量规模 (辆)



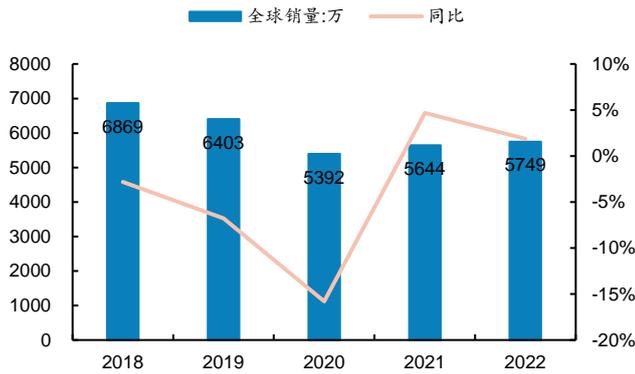
资料来源: AutoThinker, 交强险, 华安证券研究所

(100+]万价格区间, 公司布局仰望品牌, 依靠超级技术实现百万豪华品牌的突破。2023 年 1 月, 公司发布豪华品牌仰望, 承担了公司高端突破的任务, 主打 80-150 万元的豪华新能源市场。品牌建设上, 仰望依靠超级技术打造豪华属性, 全系车型搭载最新技术平台“易四方”, 实现对燃油豪华品牌的技术超越。产品布局上, 仰望品牌布局了对标奔驰大 G、路虎揽胜的豪华越野 SUV U8、百万级纯电动性能超跑 U9、百万级新能源旗舰轿车 U7。2023 年 12 月仰望 U8 实现销售 1593 辆, 位列百万新能源乘用车第一。相比对标车型, 奔驰 G 级 (含 AMG) 1-11 月国内累计销量 8749 辆, 平均单月不足 800 辆。

4 海外出口空间广阔, 自有运输与本地建厂提升产能

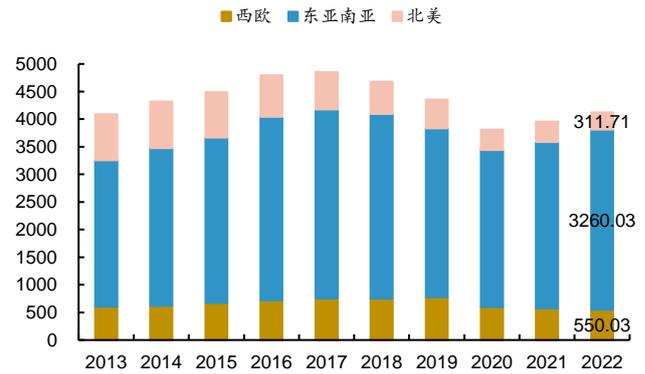
全球乘用车每年市场规模大约 6000 万, 可供中国车企出口的市场空间约 1000 万辆。2017-2022 年全球乘用车销量高位回落, 逐步稳定在 6000 万辆左右。由于北美、日韩印、西欧国家具备完整的汽车工业体系以及国家之间的博弈行为, 中国品牌短期实现突破难度较大, 因此剔除这些国家后的全球市场空间约为 2000 万规模。此外, 丰田、大众、现代等车企在全球具备先发优势, 2023 年前十大车企在除北美、日韩印、西欧等国家的乘用车销量规模约 1000 万。因此, 可供中国车企出口的市场空间大约 1000 万规模。

图表 135 全球乘用车市场规模约 6000 万



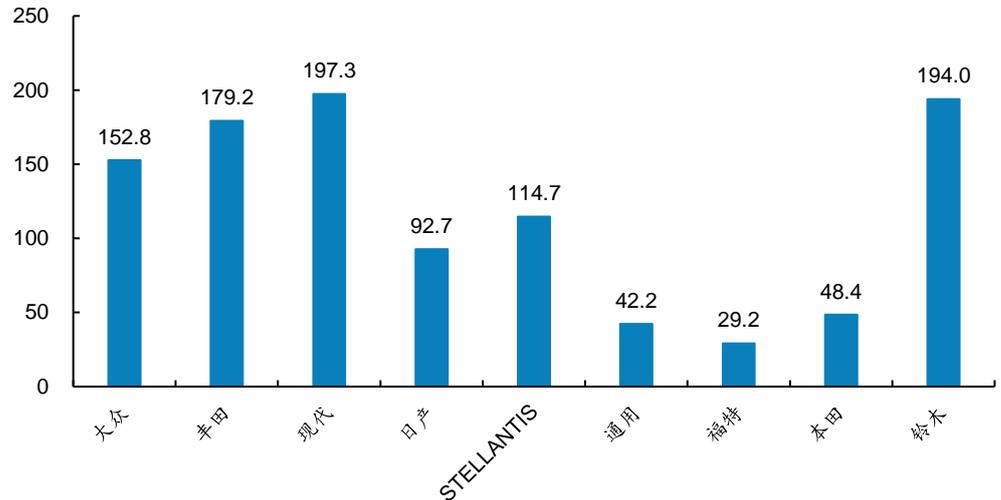
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 136 西欧、北美、东亚南亚地区的销量规模 (万)



资料来源: wind, 华安证券研究所, 注: 西欧包含德国、法国、意大利; 东亚南亚包含中国、日本、韩国、印度; 北美包含美国与加拿大。

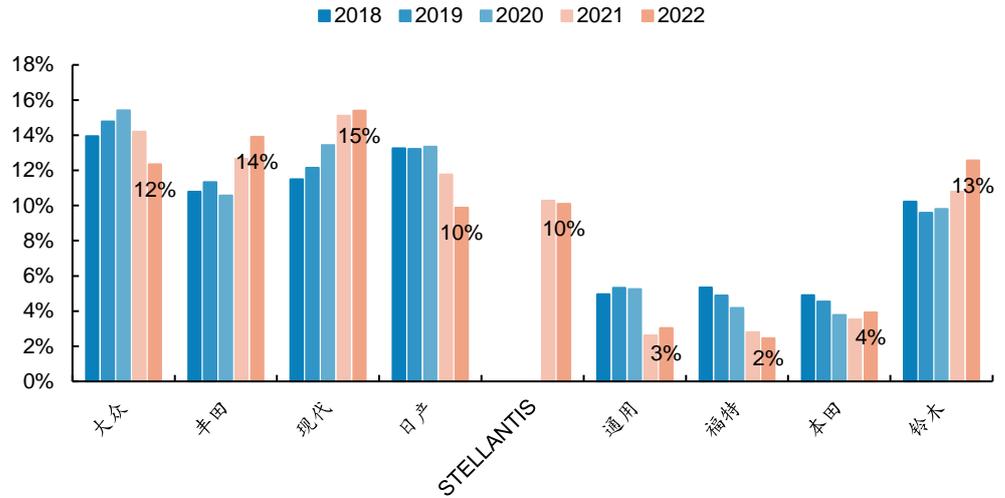
图表 137 2023 年主要车企除西欧、东亚南亚、北美地区的乘用车销量规模 (万)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

全球主要车企在除北美、日韩印、西欧地区的市占率峰值基本在 10%-15% 区间。2018-2022 年, 大众集团在除北美、日韩印、西欧地区的市场份额相对小幅下降, 由 15% 回落到 12%。丰田集团市场份额相对提高, 由 11% 提高到 14%。现代汽车市占率逐年上升, 由 11% 提高到 15%。STELLANTIS 集团市占率稳定在 10%。与比亚迪规模相近的铃木汽车, 市场份额由 10% 提升到 13%。类比而言, 比亚迪总的出口增量空间十分广阔。

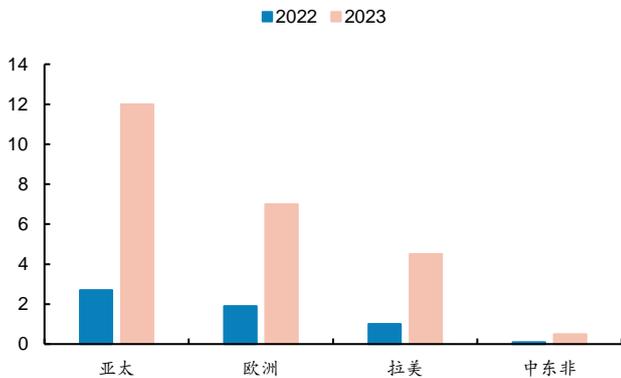
图表 138 2023 年主要车企除西欧、东南亚、北美地区的市占率变化



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

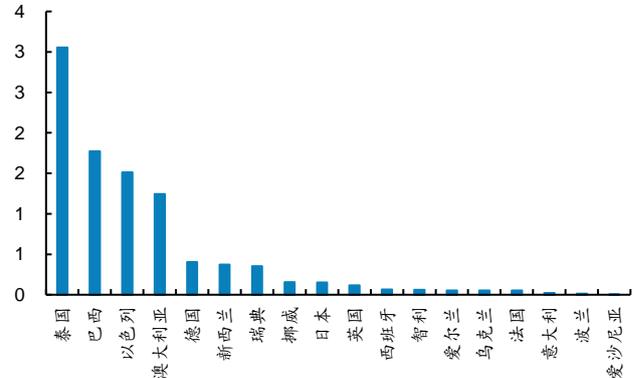
出口区域来看, 以泰国、澳大利亚为主的亚太, 以色列、德国为主的欧洲, 巴西为主的拉美是比亚迪目前主要出口区域。2023 年比亚迪全年出口 24.3 万辆, 分区域看, 亚太地区占比超过一半, 欧洲地区销量约 7 万, 拉美地区大幅增加。分国家看, 泰国、巴西、以色列、澳大利亚是比亚迪目前销量靠前的单一海外国家市场, 去年销量分别达到 3.06 万、1.77 万、1.5 万、1.2 万, 新能源车市占率分别达到 29%、86%、6%、15%。后续随着比亚迪的强大技术实力和产品竞争力, 现有出口国家渗透率有望继续提升。

图表 139 比亚迪出口区域情况 (万)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

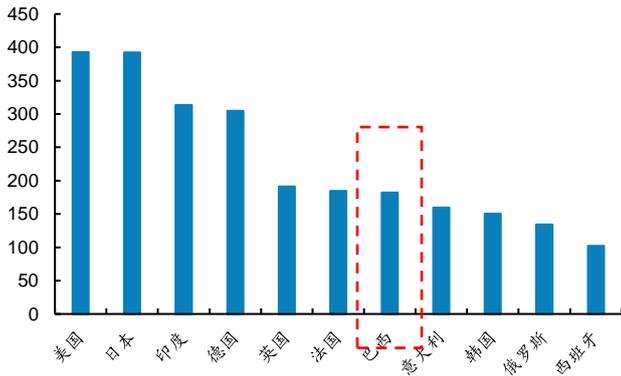
图表 140 比亚迪主要出口国家销量规模 (万)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

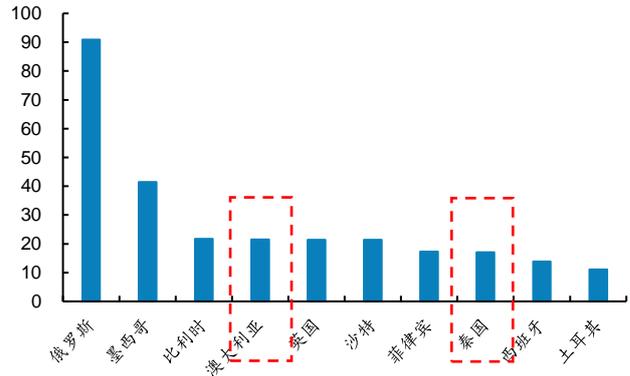
后续比亚迪出海坚持拓展出海国家数量与完善产品矩阵并行的思路, 积极开拓第二增长曲线。目前比亚迪出海国家数量已经达到 60 个, 但在百万销量以上的国家仅在巴西实现突破, 在中国汽车出口前十的国家仅在澳大利亚与泰国出口过万, 与上汽、奇瑞汽车差距明显。后续公司将以亚洲、南美洲为重点, 积极开拓缺乏本土品牌, 与中国关系友好的市场, 拓展出口广度。产品矩阵角度, 目前比亚迪出口产品较为单一, 仅布局王朝系列, 后续腾势、方程豹、仰望会针对不同用户群体出海, 以此深耕单一国家销量。

图表 141 乘用车销量百万以上的国家 (万辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

图表 142 中国汽车主要出口国家销量 (万辆)



资料来源: Marklines, 华安证券研究所

本地化建厂扩大海外产能, 自有滚装船提升出海运力。为了规避关税壁垒, 降低物流运输成本, 公司已经规划 5 个海外生产基地, 共计 70 万产能。其中, 泰国基地除了辐射东南亚市场外, 同时出口英国、澳大利亚。印尼生产基地主要满足本国市场的需求, 匈牙利生产基地主要辐射欧洲市场, 乌兹别克斯坦基地则主要满足中亚地区市场需求, 巴西生产基地主要辐射巴西本国与南美市场。在出海运输布局方面, 当前公司已经委托生产共计 14 艘滚装船, 根据最多两月一趟的运输频率计算, 未来滚装船运力每年大概有 130 万辆。

图表 143 比亚迪海外生产基地

工厂	规划产能	投产时间	本国市场规模	生产车型
泰国	15万	2024年投产	34万	满足英国和澳大利亚在内的右驾市场
乌兹别克斯坦	5万	2023.9投产	15万	Chazor 和 Song Plus
巴西	15万	2024年下半年投产	158万	-
匈牙利	20万	-	11万	-
印尼	15万	-	70万	-

资料来源: 华安证券研究所整理

图表 144 比亚迪自有滚装船建设情况

制造厂商	订单数量	交付时间	运力	出口目的地	来回时间
中集来福士	6+2选择权订单	2024年开始交付	7000	BYD EXPLORER NO.1 出口欧洲市场	约2个月
广船国际	2	2025年交付	7000	未确定	未确定
招商工业	4	2025年开始交付	9200	未确定	未确定

资料来源: 华安证券研究所整理

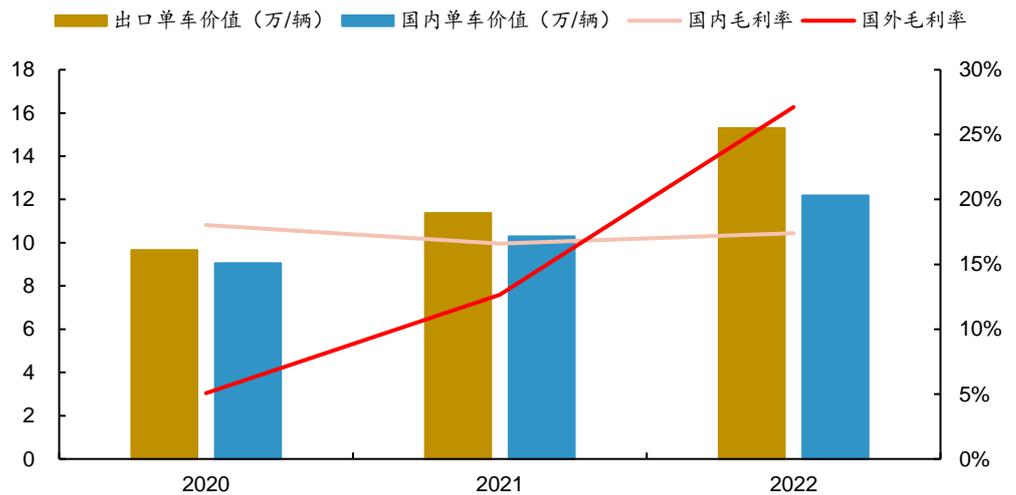
公司出口产品价格普遍高于国内市场价格, 更高的毛利带来更高的单车盈利。海外市场, 比亚迪不再坚持低价换量策略, 而是采取 "高举高打" 的品牌战略, 将车型国外售价提高到国内售价的 1 倍甚至 1.5 倍, 用产品的质量和提升品牌形象。例如, 荷兰入门级海豚 "Active" 版售价 29900 欧元, 折合人民币约 23 万, 是国内指导价 11.68-13.98 万元的 200%。唐在德国售价高达 71757 欧元, 约合人民币 55.3 万元。汉 EV 千山翠限量版售价高达 74400 欧元, 约合 57.4 万人民币。而元 PLUS 标价 799000 墨西哥元, 折合人民币约为 33 万, 在巴西更是要卖 229800 雷亚尔, 折合人民币 33.5 万元。对比长城汽车出口业务, 长城汽车 2022 年出口单车平均价值为 15.3 万/辆, 高于国内平均单车价值 12.2 万/辆, 国外毛利率 27.1%, 高于国内 17.4%。

图表 145 公司产品在部分国家地区的售价

国家	车型	国外价格
日本	Atto 3	440万日元
新加坡	海豚	14.38万新加坡元 (含拥车证)
	新e6	15.08万/15.48万新加坡元 (含拥车证)
	Atto 3	15.68万/18.58万新加坡元 (含拥车证)
	海豹	19.18万/20.68万/23.48万新加坡元 (含拥车证)
泰国	海豚	69.99万/85.99万泰铢
	Atto 3	109.99万/119.99万泰铢
德国	海豚	3.59万/3.79万欧元
	Atto 3	4.46万/4.7万欧元
	海豹	4.75万/5.36万欧元
意大利	唐EV	7.14万欧元
	Atto 3	4.19万/4.34万欧元
澳大利亚	Atto 3	4.43万/4.73万澳元
	海豚	3.88万/4.48万/4.99万澳元
	海豹	4.98万/5.87万/6.87万澳元
新西兰	海豚	4.99万/5.59万新西兰元
	Atto 3	5.49万/5.99万新西兰元
巴西	海豚	14.98万雷亚尔
	元Plus	22.98万雷亚尔
	宋Plus	22.98万雷亚尔
	海豹	29.68万雷亚尔
	唐EV	52.98万雷亚尔
	汉EV	53.99万雷亚尔
墨西哥	海豚	53.59墨西哥比索

资料来源：比亚迪官网，华安证券研究所

图表 146 长城汽车出口与国内单车价值与毛利率对比



资料来源：长城汽车公司年报，华安证券研究所

综上，出口市场量价齐升，将为公司盈利打造第二增长曲线。短期视角下，公司预计 2025 年前交付 8 艘滚装船，可测算 2024 年运力约 17 万。加上 2024 年投产的泰国/乌兹别克斯坦工厂合计 20 万产能，增量约 37 万，因此预计公司短期出口约 60

万左右。远期视角下，在非东亚南亚、北美、西欧区域比亚迪将与大众、丰田等全球车企直面竞争，考虑到公司在新能源领域的技术与成本优势，类比同规模铃木汽车的市占率，预计比亚迪的市场份额约 10%。单车净利方面，考虑到国外售价是国内售价的 1.5 倍左右，预计出口单车净利在 2-3 万。

图表 147 远期视角的出口空间测算

单位：万	2022	近5年均值	2023E	稳态估计
全球乘用车销量	5749	6011	6324	6000
东亚南亚（含中国、日本、韩国、印度）	3222	3065	3538	3000
西欧（含德国、法国、意大利）	550	649	626	600
北美（含美国、加拿大）	312	432	341	400
长期可供中国车企出口空间	1665	1865	1819	2000
前十大车企在非上述区域的销量			1051	1000
短期可供中国车企出口的非竞争空间			768	1000
大众在非上述区域的市占率	12%	14%		
丰田在非上述区域的市占率	14%	12%		
铃木在非上述区域的市占率	13%	11%		
比亚迪出口市占率				10%

资料来源：wind，华安证券研究所测算

5 盈利预测与估值

汽车与电池业务：

2023 年国内新能源乘用车销量达到 905 万，渗透率超过 35%，仍旧处于产业发展的成长期。同时，合资品牌与燃油品牌市场份额持续下滑，市场结构调整赋予了电动汽车市场更大的销量空间。公司在 10-20 万价格区间占据自主份额 29%，占国内终端市场份额的 16%，拥有绝对领先的市场地位。同时 2024 年公司产品换代升级，产品力进一步提升，助力公司基本盘销量稳中有增。高端产品方面，腾势 D9、方程豹豹 5、仰望 U9 高端车型均取得亮眼成绩，公司高端品牌形象已经建立，产品销量与单车价值均有望提升。此外，海外市场空间广阔，公司已经在泰国、匈牙利、巴西等地新建产能，支撑公司出海战略。在出口产品价格更高的情形下，公司出口业务预计实现量增价涨。综上，2023/2024/2025 年公司汽车销量预计将达到 302/385/450 万辆，汽车销售收入预计分别为 4372.5/5747.4/7127.3 亿元，相应毛利率分别为 22.5%/23.0%/23.5%；电池业务收入预计分别为 360.3/475.2/578.1 亿元，毛利率分别为 14%/14.5%/15%。

手机部件及组装业务：

由于消费电子行业周期复苏，预计 2023/2024/2025 年公司手机部件及组装业务营收为 1235.2/1482.2/1704.6 亿元。预计相应毛利率回升至 9.0%/9.5%/10%。

综上，预计公司 2023-2025 年营业收入为 5972.3/7709.3/9414.5 亿元，毛利率分别达 19%、20%、21%，归母净利润分别达 268.8/391.8/522.0 亿元。

图表 148 收入分类预测表

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
汽车业务	销售收入:亿元	839.9	1124.9	2980.1	4372.5	5747.4	7127.3
	YOY	33%	34%	165%	47%	31%	24%
	毛利率	25.2%	17.4%		22.5%	23.0%	23.5%
电池业务	销售收入:亿元	120.9	164.7	266.8	360.3	475.2	578.1
	YOY	15.1%	36.3%	62.0%	35.0%	31.9%	21.6%
	毛利率	20.2%	11.9%		14%	14.50%	15.00%
手机部件及组装业务	销售收入:亿元	600.4	864.5	988.2	1235.2	1482.2	1704.6
	YOY	12%	44%	14%	25%	20%	15%
	毛利率	11.2%	7.6%	6.1%	9.0%	9.5%	10.0%
其他	销售收入:亿元	4.7	7.3	5.5	4.3	4.4	4.5
	YOY	-19%	54%	-24%	-22%	2%	2%
	毛利率	4.6%	9.3%	12.0%	13.7%	13.7%	13.7%
合计	营业收入:亿元	1565.98	2161.42	4240.61	5972.32	7709.26	9414.47
	YOY	23%	38%	96%	41%	29%	22%
	毛利率	19.38%	13.02%	17.04%	19.2%	19.9%	20.5%

资料来源: wind, 华安证券研究所测算

根据 SW 乘用车行业分类, 选取上汽集团、长安汽车、广汽集团、长城汽车、吉利汽车作为可比公司, 2023-2025 年可比公司 PE 均值分别为 16.6/13.1/10.6, 比亚迪 PE 分别为 20.9/14.3/10.8。与可比公司相比, 比亚迪是全球新能源汽车领导者, 拥有领先的技术优势与成本优势, 同时 2024 年基本盘产品逐步升级换代, 高端豪华车型陆续上市, 将有力提升公司盈利水平。因此, 公司 PE 估值高于行业平均水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 149 可比公司 PE 估值表

		EPS					PE				
证券代码	可比公司	股价(元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600104.SH	上汽集团	13.9	1.4	1.3	1.4	1.5	20.4	10.6	9.9	8.9	
000625.SZ	长安汽车	14.2	0.8	1.1	1.0	1.2	33.6	13.1	15.0	12.0	
601238.SH	广汽集团	8.5	0.8	0.6	0.7	0.8	23.4	14.8	12.6	11.0	
601633.SH	长城汽车	22.0	0.9	1.1	1.2	1.5	31.4	30.6	18.5	14.5	
0175.HK	吉利汽车	7.9	0.5	0.5	0.7	1.0	20.0	14.0	9.5	6.8	
	平均值						25.8	16.6	13.1	10.6	
002594.SZ	比亚迪	185.9	5.7	9.2	13.5	17.9	45.0	20.9	14.3	10.8	

资料来源: wind, 华安证券研究所 注: 可比公司采用万得一致预期, 时间为 2024 年 1 月 25 日。

风险提示:

海外出口不及预期。出口目的国家关税政策、国际政治关系、当地渠道建设以及配套充电设施、消费者对电动汽车的认可度均会影响公司出海进程, 导致出口不及预期。

高端化进程不及预期。产品高端化受到文化积淀、品牌价值等软实力影响, 同时国内厂商、合资进口车企纷纷发力高端产品, 市场竞争更加激烈, 可能影响公司的高端化发展。

合资车企反扑影响公司基本盘销量。合资车企盈利能力强, 具备价格竞争的优势, 因此时刻关注合资车企利用价格战进行反扑的风险。

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	240804	304259	415559	530432	营业收入	424061	597232	770926	941447
现金	51471	11107	63513	112823	营业成本	351816	481491	616357	747276
应收账款	38828	86844	101092	121722	营业税金及附加	7267	9273	12187	15002
其他应收款	1910	3309	4130	4967	销售费用	15061	24859	31706	38251
预付账款	8224	7826	10925	13583	管理费用	10007	15640	19805	23716
存货	79107	111102	140998	170955	财务费用	-1618	553	491	436
其他流动资产	61263	84071	94902	106383	资产减值损失	-1386	97	94	64
非流动资产	253057	311477	370033	426761	公允价值变动收益	126	0	0	0
长期投资	15485	20323	25675	31227	投资净收益	-792	-783	-1019	-1326
固定资产	131880	159010	187210	213225	营业利润	21542	37429	53396	70728
无形资产	23223	27909	33174	38389	营业外收入	527	382	416	442
其他非流动资产	82468	104235	123974	143921	营业外支出	989	642	694	775
资产总计	493861	615736	785592	957193	利润总额	21080	37170	53117	70394
流动负债	333345	405419	530559	642629	所得税	3367	5260	7666	10274
短期借款	5153	4648	4118	3561	净利润	17713	31909	45452	60120
应付账款	140437	185879	240961	291949	少数股东损益	1091	5028	6275	7925
其他流动负债	187754	214892	285480	347119	归属母公司净利润	16622	26881	39177	52195
非流动负债	39126	59731	58995	58406	EBITDA	41523	61602	82477	104874
长期借款	7594	6674	5938	5349	EPS (元)	5.71	9.23	13.46	17.93
其他非流动负债	31533	53057	53057	53057					
负债合计	372471	465150	589554	701035					
少数股东权益	10361	15389	21664	29588					
股本	2911	2911	2911	2911					
资本公积	61706	61883	61883	61883					
留存收益	46412	70403	109580	161776					
归属母公司股东权益	111029	135197	174374	226570					
负债和股东权益	493861	615736	785592	957193					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	140838	31031	142717	143190
净利润	17713	31909	45452	60120
折旧摊销	20370	23879	28869	34044
财务费用	616	553	491	436
投资损失	769	783	1019	1326
营运资金变动	98812	-24872	66776	47065
其他经营现金流	-78541	55560	-21214	13255
投资活动现金流	-120596	-86914	-88554	-92298
资本支出	-97189	-71990	-82186	-85422
长期投资	-10463	-4835	-5350	-5550
其他投资现金流	-12944	-10088	-1019	-1326
筹资活动现金流	-19489	15148	-1757	-1581
短期借款	-5051	-505	-530	-557
长期借款	-1150	-920	-736	-589
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	899	177	0	0
其他筹资现金流	-14186	16396	-491	-436
现金净增加额	1363	-40364	52405	49311

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	96.2%	40.8%	29.1%	22.1%
营业利润	365.1%	73.8%	42.7%	32.5%
归属于母公司净利	445.9%	61.7%	45.7%	33.2%
获利能力				
毛利率 (%)	17.0%	19.3%	20.0%	20.5%
净利率 (%)	3.9%	4.5%	5.1%	5.5%
ROE (%)	15.0%	19.9%	22.5%	23.0%
ROIC (%)	12.4%	19.0%	21.4%	22.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	75.4%	75.5%	75.0%	73.2%
净负债比率 (%)	306.8%	308.9%	300.7%	273.7%
流动比率	0.72	0.75	0.78	0.83
速动比率	0.38	0.36	0.41	0.46
营运能力				
总资产周转率	1.07	1.08	1.10	1.08
应收账款周转率	11.30	9.50	8.20	8.44
应付账款周转率	3.29	2.95	2.89	2.80
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	9.23	13.46	17.93
每股经营现金流	48.38	10.66	49.02	49.19
每股净资产	38.14	46.44	59.90	77.83
估值比率				
P/E	45.00	20.87	14.32	10.75
P/B	6.74	4.15	3.22	2.48
EV/EBITDA	17.30	9.25	6.26	4.44

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

分析师：姜肖伟，北京大学光华管理学院硕士，应用物理学/经济学复合背景。八年电子行业从业经验，曾在深天马、瑞声科技任职，分管过战略、市场、产品及投研等核心业务部门，多年一级及二级市场投研经验，具备电子+汽车/产业+金融的多维度研究视角和深度洞察能力，汽车行业全覆盖。

联系人：陈飞宇

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15%；
- 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。