

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

高端+出海+智能，新能源汽车龙头再启航

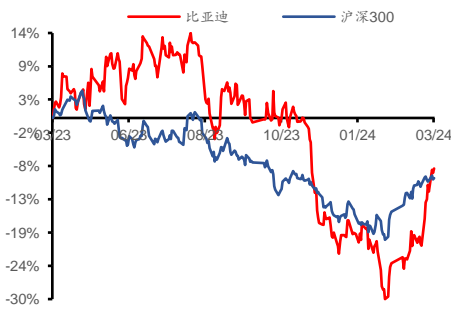
买入（维持）

行业：汽车
日期：2024年03月21日分析师：仇百良
SAC 编号：S0870523100003
分析师：李煦阳
SAC 编号：S0870523100001

基本数据

最新收盘价（元）	218.48
12mth A 股价格区间（元）	167.00-272.00
总股本（百万股）	2,911.14
无限售 A 股/总股本	39.99%
流通市值（亿元）	4,942.59

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《龙头地位稳固，出海表现突出》

——2023 年 04 月 28 日

《单车盈利大幅提升，加快推进全球化》

——2023 年 03 月 30 日

《龙头地位稳固，出海表现突出》

——2023 年 04 月 28 日

■ 投资摘要

产品布局完备，混动先发优势。作为国内新能源龙头企业，公司 2022 年停产燃油车，乘用车已形成王朝、海洋、腾势、仰望与方程豹五大品牌布局，多品牌布局初显成效。公司在插混领域率先发力，已形成 DM-i、DM-p 与 DMO 三大混动平台，面向不同定位助力混动车型销量的持续提升。2023 年公司插混车销量 143.81 万辆，YOY+51.98%，所占国内市场份额 51.29%，占市场绝对领先地位。同时多品牌布局与插混车型的升级和创新，将带动未来业绩的快速增长。

高端化+智能化赋能全品牌升级。公司先后推出刀片电池、DM-i 超级混动、e 平台 3.0、CTB 电池车身一体化、DM-p 王者混动、易四方与 DMO 超级混动等颠覆性技术/平台，助力车型升级。同时在智能驾驶与智能座舱领域发力，推出云辇智能车身控制系统、DiLink 智能网联系统、DiPilot 智能驾驶辅助系统等技术，智能化项目提升汽车硬实力，带来卓越的智驾体验。高端化与智能化 1+1>2，同品竞争实力强，性价比高，2023 年腾势 D9 销量达 11.92 万。随着公司高端化、智能化领域的推进，将进一步提升汽车产品的竞争力，助力销量、业绩双突破。

国内出海典范，加快海外市场扩张步伐。2023 年公司乘用车总出口 24.28 万辆，同比增长 334.16%，其中 12 月出口 3.61 万辆。目前公司新能源市场已辐射至全球六大洲，先后在泰国、巴西、乌兹别克斯坦和匈牙利建设乘用车工厂，已计划 6 艘汽车海运船，未来出海前景明朗。

■ 投资建议

维持“买入”评级。公司作为新能源汽车行业龙头，产品矩阵丰富。随着未来公司不断推进高端化与智能化的进程，及出海步伐加速，将带来业务新增量。我们预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 301.08/390.53/479.94 亿元，同比分别+81.13%/+29.71%/+22.89%；对应 2024 年 3 月 20 日收盘价的 PE 分别 21.12X/16.29X/13.25X。

■ 风险提示

宏观经济波动风险，行业发展风险，市场竞争风险，政策变化的风险，原材料价格波动风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	424061	632885	766388	876741
年增长率	96.2%	49.2%	21.1%	14.4%
归母净利润	16622	30108	39053	47994
年增长率	445.9%	81.1%	29.7%	22.9%
每股收益（元）	5.71	10.34	13.42	16.49
市盈率（X）	38.26	21.12	16.29	13.25
市净率（X）	5.73	4.49	3.51	2.83

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024 年 03 月 20 日收盘价）

目 录

1 全球新能源汽车领军者	4
1.1 国内新能源车龙头，产品矩阵覆盖面广	4
1.2 销量与盈利上行，汽车业务主体地位稳固	6
1.3 股权结构稳定&员工持股，自研与外供并行	7
2 新能源龙头地位稳固，混动销量持续提升	9
2.1 停产燃油车，新能源产品布局愈发完备	9
2.2 三大平台优势互补，混动率先发力	10
3 高端化与智能化厚积厚发，赋能品牌销量增长	12
3.1 高端化进程持续推进，技术平台成果斐然	12
3.2 智能驾驶与智能座舱互利，智能化频频出新	13
3.3 高端化+智能化赋能，助力汽车销量提升	16
4 出海战略稳扎稳打，市场拓展潜力大	17
4.1 国内出口势不可挡，销量持续提升	17
4.2 全球化布局，市场扩张进一步提升成长空间	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	20
6 风险提示：	22

图

图 1：公司形成汽车、电池及光伏、电子与轨道交通四大业务体系	4
图 2：技术创新带动汽车销量提升（万辆）	6
图 3：2023Q1-Q3 营收稳定增长（亿元）	6
图 4：2023Q1-Q3 归母净利润稳定增长（亿元）	6
图 5：汽车业务是营收的主体	7
图 6：2023H1 毛利率有所增长	7
图 7：三费率有所升高	7
图 8：研发费用保持正向增长（亿元）	7
图 9：公司股权结构与部分控股公司（截至 2023 年 9 月 30 日）	8
图 10：公司新能源全面替代燃油车（万辆）	9
图 11：车型不断迭代升级，多品牌布局初见成效	9
图 12：2023 年公司新能源乘用车销量稳居国内第一（万辆）	10
图 13：公司终成三大混动平台布局	11
图 14：公司在售插混车型经销商报价区间为 6 万-45 万	11
图 15：2023 年宋 PLUS 为插混车型销冠（辆）	12
图 16：DiPilot 搭配 HUAWEI HiCar 功能	15
图 17：腾势 Pilot 高阶智能驾驶辅助系统	15
图 18：腾势 D9 与别克 GL8 销量（辆）	16
图 19：中国乘用车出口量跨越式提升（万辆）	17

图 20: 公司新能源乘用车出口量持续提升 (万辆)	18
图 21: 公司出口环比增速基本高于中国增速.....	18

表

表 1: 汽车和轨道交通业务持续布局.....	5
表 2: 电池及光伏和电子业务.....	5
表 3: 2022 年公司实施员工持股计划.....	8
表 4: 弗迪系主要子公司主营产品	8
表 5: 公司新能源汽车动力相关高端化成果.....	13
表 6: 云辇智能车身控制系统在整车垂直方向智能化控制...13	
表 7: DiLink 智能网联系统	14
表 8: 公司已辐射六大洲的市场	18
表 9: 公司积极推进海外乘用车基地建设	19
表 10: 2023 年下半年公司与海外合作情况	19
表 11: 公司分业务营收预测 (百万元人民币)	20

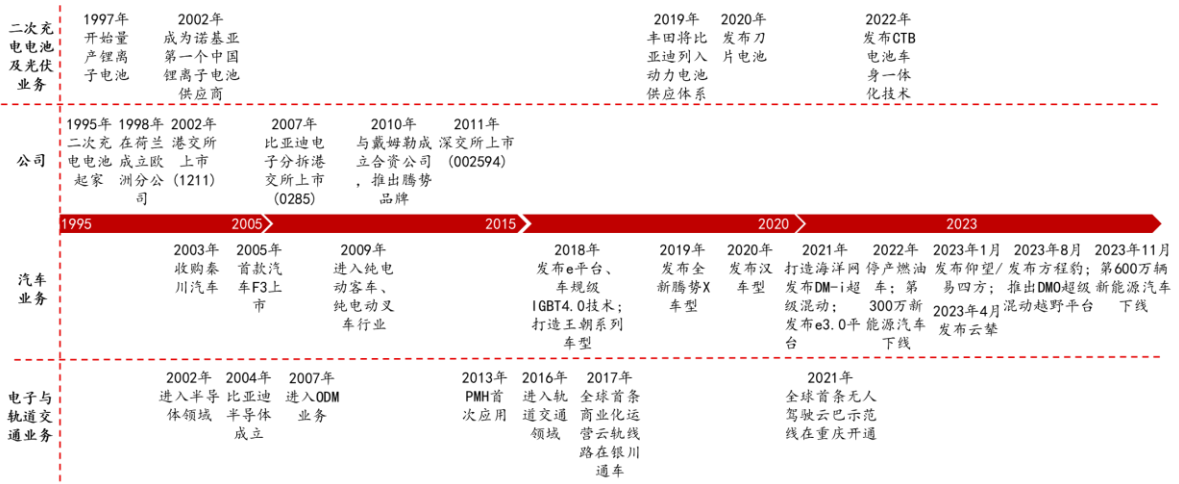
1 全球新能源汽车领军者

1.1 国内新能源车龙头，产品矩阵覆盖面广

电池业务起家，终成全球新能源汽车行业领导者。比亚迪以生产二次充电电池起家，2002年进入半导体领域，同时在港交所上市，2003年通过收购西安秦川汽车进入汽车行业，开始布局新能源汽车，此后布局ODM业务、轨道交通业务。目前公司主要业务分为四大板块：新能源汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务和城市轨道交通业务。

新能源汽车领域，公司分别于2018年/2021年打造王朝和海洋系列车型，2022年腾势品牌焕新，发布腾势D9，2023年发布仰望和方程豹品牌。2023年公司新能源汽车累计销量302.44万辆，同比+61.86%，夺得全球新能源汽车销量冠军。

图1：公司形成汽车、电池及光伏、电子与轨道交通四大业务体系



资料来源：比亚迪官网，比亚迪电子官网，公司年报，上海证券研究所

乘用车形成多品牌梯度布局。公司乘用车业务覆盖从家用到豪华、从大众到个性化的需求，逐步形成由“比亚迪”品牌、“腾势”品牌、“仰望”品牌及“方程豹”品牌构建的多品牌梯度布局。其中“比亚迪”品牌又分为以朝代命名的“王朝”系列和以“海洋生物”及“军舰”命名的“海洋”系列。

商用车和轨道交通持续深化市场布局。纯电动大巴领域，公司2022年在国内开辟了合肥、济南、抚州等地区的客运和公交市场，同时正式进入了印度尼西亚、毛里求斯等国家。城市轨道交通领域，稳步推进具有完全自主知识产权的中运量“云轨”和低运量“云巴”发展。

表 1：汽车和轨道交通业务持续布局

	乘用车	商用车	轨道交通
王朝	 秦 汉 元	 纯电动出租	 云轨
海洋	 海豚 驱逐舰 护卫舰	 纯电动客车	
腾势	 N7 N8 D9	 纯电动商品物流车	 云巴
仰望	 U8 U9	 纯电动环卫车	
方程豹	 豹5	 纯电动叉车	

资料来源：比亚迪官网，懂车帝，上海证券研究所

电池技术规模国内领先，光伏迎来行业机遇。目前产品涵盖镍氢电池、钴酸锂电池、磷酸铁锂电池、三元电池，主要应用于电子产品、电动汽车、储能等领域，2020 年发布的刀片电池已应用在多种车型。光伏业务拥有硅片、电池片、光伏组件、光伏系统应用等全产业链布局，打通能源从吸收、存储到应用的各个环节，以优质的产品迎接行业增长机遇。

积极部署智能化转型方案。电子业务涉及智能手机及笔记本电脑、新型智能产品、汽车智能系统、医疗健康四大领域。其中，在汽车智能系统中积极布局以智能网联系统、智能驾驶座舱以及自动驾驶系统为核心的汽车智能系统开发。

表 2：电池及光伏和电子业务

电池及光伏	电子	
 电池	 智能手机及笔记本电脑	 新型智能产品
 太阳能	 汽车智能系统	 医疗健康
 储能		

资料来源：比亚迪官网，比亚迪电子，上海证券研究所

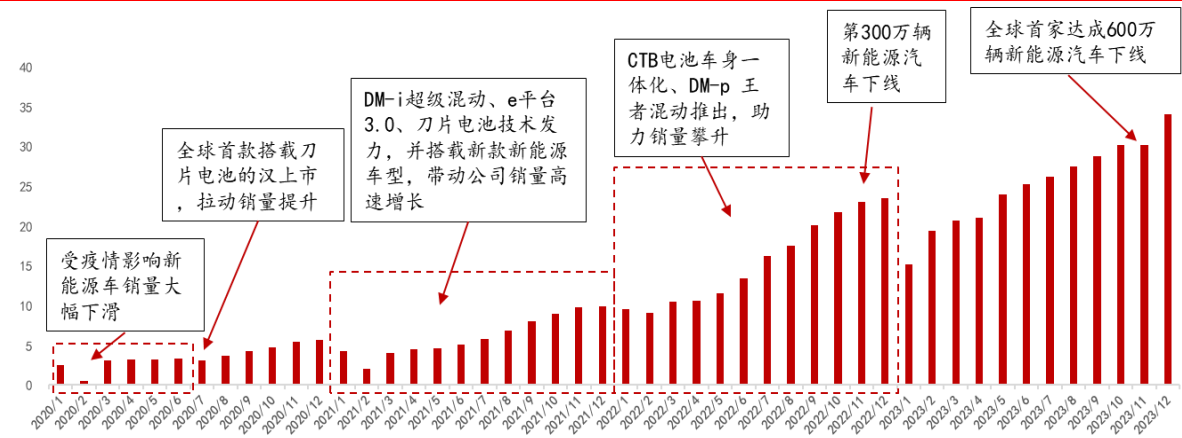
1.2 销量与盈利上行，汽车业务主体地位稳固

技术创新带动销量提升。2022 年公司宣布停产燃油车后，新能源汽车销量节节攀升，实现了同比逾两倍的大幅增长，创下历史新高，成为中国乘用车销量第一的车企。我们认为，随着公司多品牌的协同发展和全球市场的开拓，公司汽车销量将持续上升。

公司业务整体呈现稳定增长态势。2018-2022 年公司营收和归母净利润保持稳定增长态势，CAGR 分别为 34.38%和 56.37%。依托于公司精准的战略布局及深厚的技术积淀，**2023 年公司新能源汽车销量 302 万辆，获全球新能源汽车销冠。**

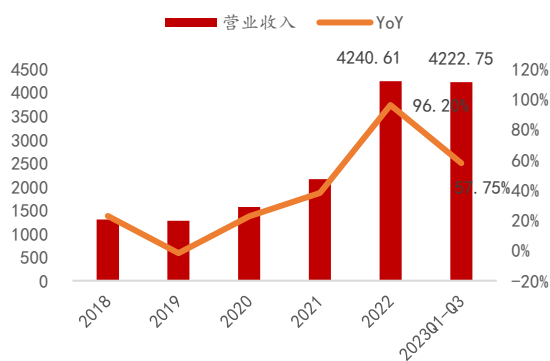
- 2022 年公司营收 4240.61 亿元，YoY+96.20%，归母净利润 166.22 亿元，YoY+445.86%；
- 2023Q1-Q3 公司营收 4222.75 亿元，YoY+57.75%，归母净利润 213.67 亿元，YoY+129.47%。

图 2：技术创新带动汽车销量提升（万辆）



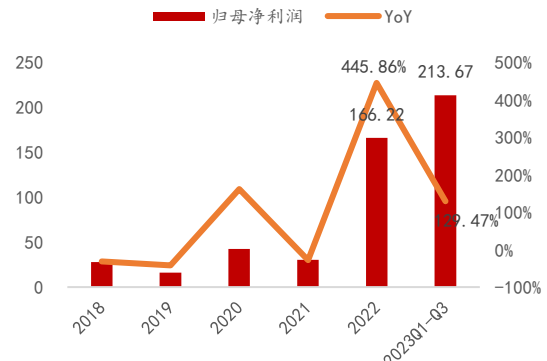
资料来源：Wind，比亚迪官网，公司年报，上海证券研究所

图 3：2023Q1-Q3 营收稳定增长（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2023Q1-Q3 归母净利润稳定增长（亿元）



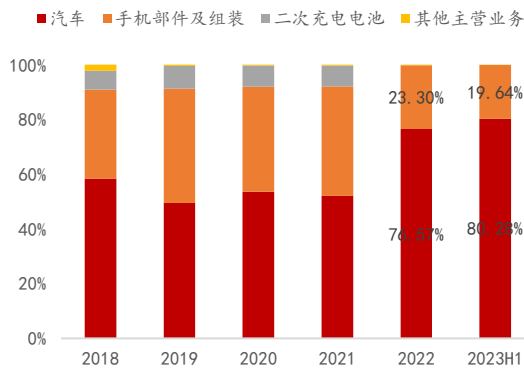
资料来源：Wind，上海证券研究所

汽车业务在营收中占主体。2022 年公司将二次充电电池业务营收并入汽车业务中，同时受益于公司新能源汽车销量的提升，

2022 年汽车业务营收占比达到 76.57%。2023H1 新能源车销量持续突破，其占比进一步扩大，2023H1 公司汽车业务营收为 2088.24 亿元，占比提升至 80.28%。

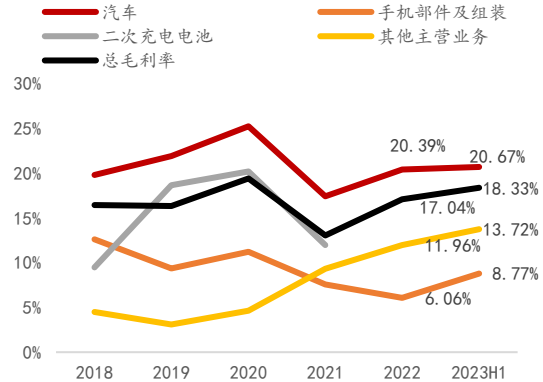
2023H1 年公司毛利率有所提高。其中汽车业务毛利率 20.67%，较 2022 年上升 0.28pct；手机业务毛利率 8.77%，较 2022 年上升 2.71pct；其他主营业务毛利率 13.72%，较 2022 年上升 1.76pct。

图 5：汽车业务是营收的主体



资料来源：Wind，上海证券研究所

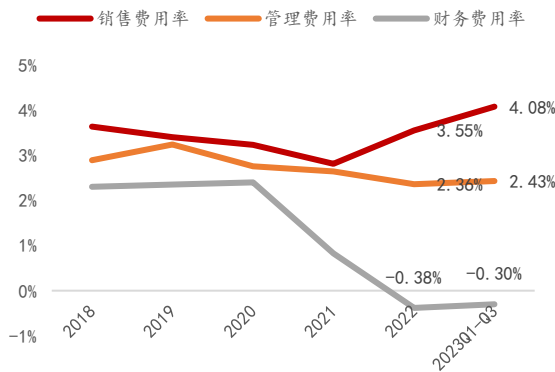
图 6：2023H1 毛利率有所增长



资料来源：Wind，上海证券研究所

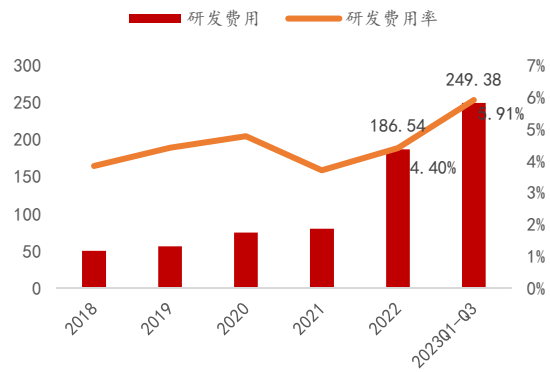
高度重视研发投入，研发费用率持续增长。2023 前三季度研发费用为 249.38 亿元，研发费用率为 5.91%。同期销售费用率为 4.08%，管理费用率为 2.43%，财务费用率为 -0.30%。

图 7：三费用率有所升高



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：研发费用保持正向增长（亿元）

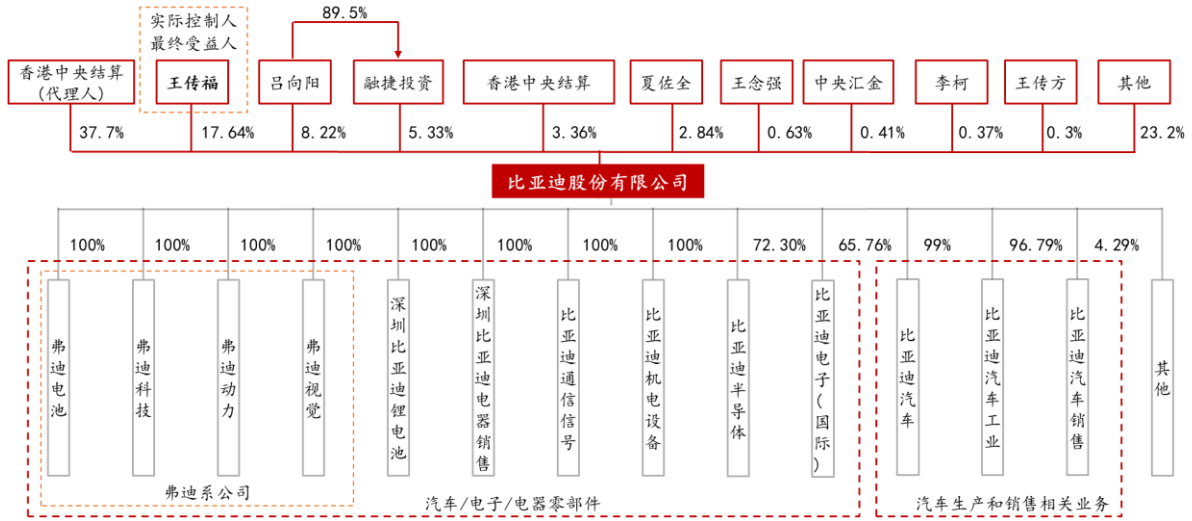


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 股权结构稳定&员工持股，自研与外供并行

公司股权结构稳定，王传福为实际控制人和最终受益人。截至 2023 年 9 月 30 日，王传福为第一大股东，持股 17.64%；吕向阳系王传福表兄，是公司第二大股东，直接持股 8.22%，并通过融捷投资间接持股 4.77%。

图 9：公司股权结构与部分控股公司（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

员工持股激励业绩增长。2022 年 5 月公司通过员工持股计划，对公司职工代表监事、高级管理人员等 12000 人授予 551 万股股票，分三期解锁，解锁目标为 2022 年/2023 年/2024 年营收同比增长不低于 30%/20%/20%，其中 2022 年营收同比增长为 96.20%，超额完成目标。

表 3：2022 年公司实施员工持股计划

计划时间	授予对象	股票数量	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标	业绩完成情况
2022年5月	职工代表监事、高级管理人员以及比亚迪集团的中层管理人员、核心骨干员工共 12000 人	551 万	2023年7月	30%	2022年营收同比增长不低于30%	2022年营业收入为 4240.6 亿元，同比增长 96.20%，考核目标达成
			2024年7月	30%	2023年营收同比增长不低于20%	-
			2025年7月	40%	2024年营收同比增长不低于20%	-

资料来源：公司年报，上海证券研究所

弗迪系子公司自供与外供并行。2019 年-2021 年期间，公司将旗下零部件事业部转化为子公司，先后成立弗迪精工、弗迪科技、弗迪动力、弗迪电池等弗迪系公司，各零部件公司将自主运营，不止为比亚迪配套，还为其他车企供应零部件。

表 4：弗迪系主要子公司主营产品

名称	成立时间	主营产品
弗迪电池	2020.12	动力电池、储能及新型电池、消费类电池及零部件等
弗迪科技	2019.12	汽车电子、汽车底盘及汽车零部件等
弗迪动力	2019.12	电机、电控、电源、发动机、变速器及车桥等
弗迪精工	2019.12	各类冲压模具、塑胶模具、单件及总成类检具等

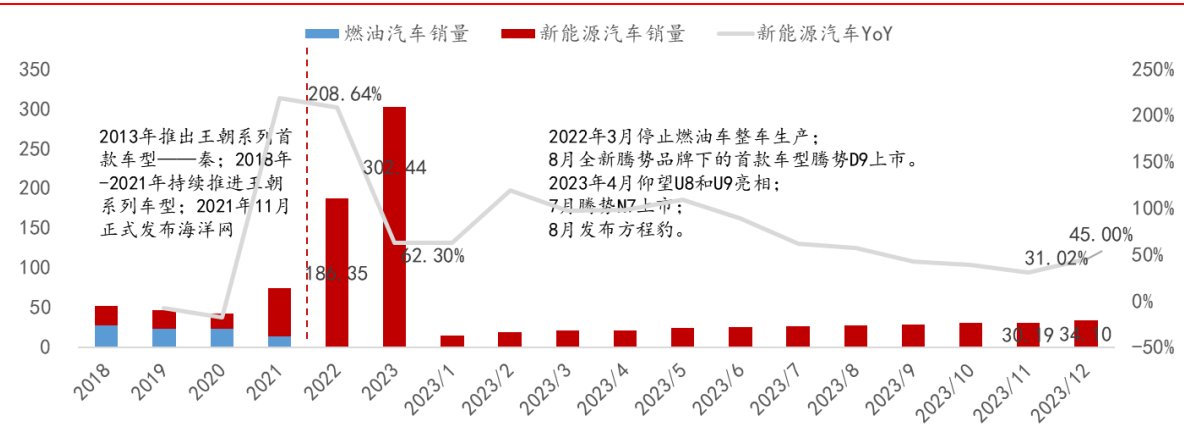
资料来源：企查查，上海证券研究所

2 新能源龙头地位稳固，混动销量持续提升

2.1 停产燃油车，新能源产品布局愈发完备

国内新能源龙头，实现新能源全面替代。公司乘用车业务逐步形成由比亚迪品牌、腾势品牌、仰望品牌及方程豹品牌所构建的多品牌梯度布局。2022 年宣布停止燃油车整车生产，聚焦新能源汽车业务发展，成为全球首家停产燃油车的车企。

图 10：公司新能源全面替代燃油车（万辆）



资料来源：Wind，公司公告，公司年报，上海证券研究所

产品迭代升级，布局更为完备。公司 2020-2023 年陆续推出多款新能源车型，在 DM-i 超级混动、e 平台 3.0、云辇等技术赋能下，助力汽车业务发展向更高层次迈进。截止到 2024 年 3 月，比亚迪品牌在售 26 款新能源车型，2024 年海豚、秦 PLUS DM-i、元 PLUS 等车型出新，我们认为新款车型上市有望进一步贡献销量。

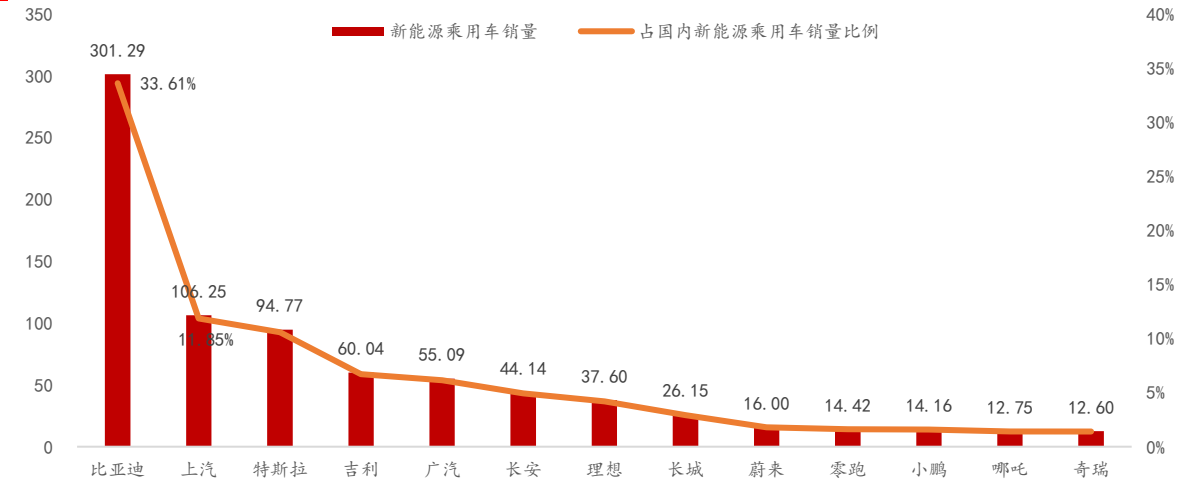
图 11：车型不断迭代升级，多品牌布局初见成效



资料来源：公司年报，懂车帝，盖世汽车，上海证券研究所

新能源乘用车市场地位稳固，销量遥遥领先。据 Marklines 数据库，2023 年公司新能源乘用车销量为 301.29 万辆，国内市场占有率达 33.61%，稳居国内第一。

图 12: 2023 年公司新能源乘用车销量稳居国内第一 (万辆)



资料来源: Marklines, 上海证券研究所

2.2 三大平台优势互补，混动率先发力

混动率先发力，终成三大混动平台布局，产品路线互补互促。公司 2008 年发布 F3 DM 搭载第一代 DM 混动系统。经过十几年技术发展，直至 2023 年 8 月，形成 DM-i 超级混动、DM-p 王者混动和 DMO 超级混动越野平台三大混动布局。三大布局产品面向不同产品定位，巩固公司在新能源混动车型领域的绝对龙头地位，支持业绩进一步增长。

- **DM-i 超级混动定位经济省油。**作为以电为主的混动技术，围绕大功率电机驱动和大容量动力电池供能为主，发动机为辅的电混架构，颠覆传统混动技术以油为主的设计架构。
- **DM-p 王者混动定位公路性能。**以电四驱超强动力，重新定义了四轮驱动，带来极速、安全、经济，三大极致用车体验。
- **DMO 超级混动越野平台定位越野性能。**通过全新混动非承载式架构和越野专用混动架构的极致融合，充分发挥公司在高性能底盘、智能电四驱及越野专用动力总成等方面的领先优势，成就整车安全之上超强动力、强悍越野与极致能耗之间的最佳平衡。

图 13: 公司终成三大混动平台布局

	2006	2013 2018	2020	2023
节能和高效 用车经济型	P1电机+P3电机 双电机+单离合器	2006: 第一代DM混动系统 2008: 比亚迪F3 DM上市 搭载第一代DM混动系统	2020: 比亚迪DM-i混动系统 横置发动机、单挡双电机串并联电混系统、前驱为主 2021: 比亚迪秦PLUS DM-i上市 搭载DM-i混动系统	
高性能越野、 低油耗体验兼得				2023/8: DMO超混越野平台 纵置双电机串并联电混系统、后驱为主 2023/8: 比亚迪豹5发布 搭载DMO混动平台
动力和极速 用车速度型	P0电机+DCT+P3 电机+P4电机 三电机+双离合 变速器	2013: 第二代DM混动系统 (DCT+P3+P4) 2015: 比亚迪唐DM上市 搭载第二代DM混动系统 2018: 第三代DM混动系统 (P0+DCT+P3+P4) 2018: 比亚迪唐DM上市 搭载第三代DM混动系统	2020: 比亚迪DM-p混动系统 (P0+DCT+P3+P4) 横置发动机、单挡双电机串并联电混系统、前驱为主 2020: 比亚迪汉DM上市 搭载比亚迪DM-p混动系统	

资料来源: 汽车工程师之家, 汽车与运动 AutoSports, 网易汽车, 盖世汽车, 上海证券研究所

混动产品矩阵完善, 性价比优势凸显。根据懂车帝, 公司目前在售混动车型经销商报价区间为 6 万-45 万。DM-i 超级混动已投入应用, 搭载于秦 Plus DM-i、宋 Plus DM-i、宋 PRO DM-i、唐 DM-i、汉 DM-i、腾势 D9DM-i、驱逐舰 05、护卫舰 07 等多款车型; DM-p 王者混动, 已经搭载在唐 DM-p、汉 DM-p 车型上; DMO 目前搭载于豹 5, 满足不同人群的个性化需求。

图 14: 公司在售插混车型经销商报价区间为 6 万-45 万



资料来源: 懂车帝, 腾势汽车官网, 方程豹汽车官网, 上海证券研究所

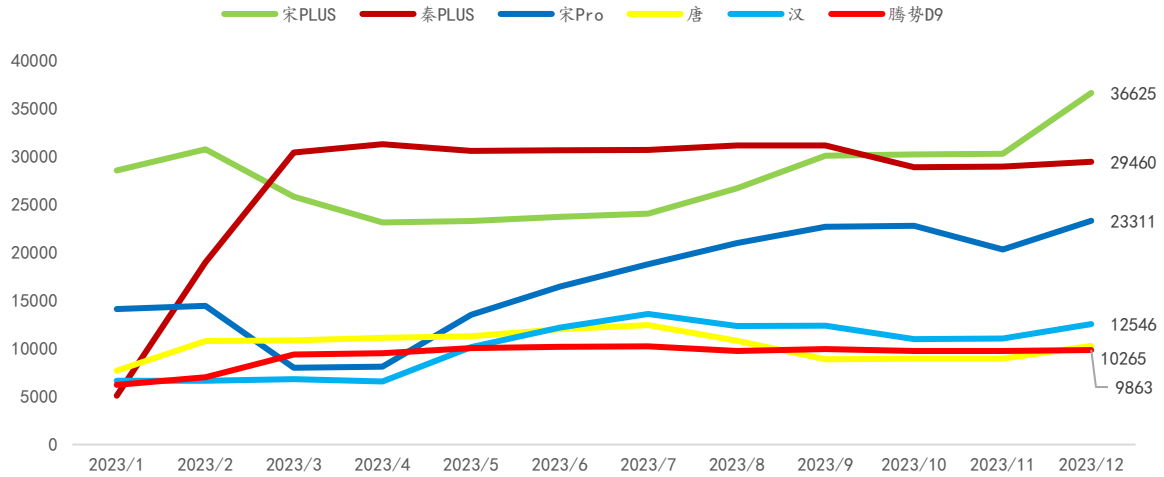
公司插混销量持续提升。公司在插混领域取得先机, 曾在插混市场独揽超过 70% 以上的市场份额, 随着其他自主品牌插混产品落地, 公司插混市场份额出现一定下滑, 但插混车销量仍在持续提升。

■ 2023 年公司插混车销量 143.81 万辆, YOY+51.98%, 所占国内市场份额 51.29%。

宋 PLUS 为销冠, 秦 PLUS 紧跟其后。2023 年公司插混车型请务必阅读尾页重要声明

中宋 PLUS 以 33.32 万辆登顶销量榜首，12 月单月销量达 3.66 万辆；秦 PLUS 以 32.74 万辆位居第二，12 月单月销量达 2.94 万辆；宋系列的宋 pro 销量也颇为可观，达到 20.35 万辆，其中 12 月单月销量 2.33 万辆。

图 15: 2023 年宋 PLUS 为插混车型销冠 (辆)



资料来源: Marklines, 上海证券研究所

3 高端化与智能化厚积厚发，赋能品牌销量增长

3.1 高端化进程持续推进，技术平台成果斐然

新能源车动力技术平台优势明显，技术升级推动高端化进程。2020 年以来，公司先后推出刀片电池、DM-i 超级混动、e 平台 3.0、CTB 电池车身一体化、DM-p 王者混动、易四方与 DMO 超级混动越野平台等颠覆性技术，助力自身业务实现跨越式发展，推动新能源汽车行业技术变革。

- 公司在混动领域已发展 DM-i、DM-p 与 DMO 三大混动平台，满足用户不同用车需求。
- 刀片电池于 2020 年发布，具备超级安全、超级寿命、超级续航、超级强度、超级功率和超级低温性能六大技术创新，其安全性更是重新定义了新能源汽车安全标准。
- e 平台 3.0 于 2021 年发布，作为下一代高性能智能电动车的摇篮，兼具智能、高效、安全、美学四大优势，大幅提升智能驾驶体验。
- CTB 电池车身一体化技术于 2022 年发布，作为 e 平台 3.0 的核心技术之一，以突破性的电池安全，减少电池设计对车辆其他性能的影响，大幅拓展电动车的各项能力。
- 易四方于 2023 年 1 月发布，突破了现有汽车架构的限制，实

现了极致安全、极致性能和极致体验，开创了新能源汽车安全的新高度，为用户带来了生活出行的无限可能。

表 5：公司新能源汽车动力相关高端化成果

时间	2020年3月	2021年4月	2022年5月	2023年1月
技术平台	刀片电池	e平台3.0	CTB电池车身一体化	易四方
类别	磷酸铁锂电池	-	-	-
性能	体积比能量密度上比传统铁电池提升了50%，具有高安全、长寿命等特点，整车寿命可达百万公里以上；解决新能源汽车的里程焦虑以及安全顾虑，响应国家双碳战略	兼具智能、高效、安全、美学四大优势，不仅将核心零部件进一步集成化、标准化，还构建了全新的车身结构、电子电气架构和车用操作系统BYD OS；解决纯电动电动汽车用户安全性、冬季续航等痛点	简化了车身结构和生产工艺，动力电池系统既是能量体，也是结构件；通过电池与车身的高度集成设计，实现电动车整车功能和性能的跨越性提升	以四电机独立驱动为核心，从感知、控制、执行三个维度围绕新能源汽车的特性进行了全面重构；四个电机可直接对四个车轮进行驱动，在省去了传统的传动机构后，能够实现更快的响应与效率，以及达到更强的功率
发展历程	-	e1.0分散独立设计→e2.0电驱动三合一和充电电三合一→e3.0八合一深度集成动力模块	CTP电池包“三明治”结构→CTB整车的“三明治”结构	-
地位	动力电池的划时代作品	全球首创的八合一电动力总成	全球首创的车身和电池系统深度融合技术	国内首个量产的四电机驱动技术
首搭车型	2020.7首搭汉 	2021.7首搭海豚 	2022.7首搭海豹 	2023.9首搭仰望U8 
图示				

资料来源：公司年报，比亚迪官网，盖世汽车，车友之主，上海证券研究所

3.2 智能驾驶与智能座舱互利，智能化频频出新

云辇实现车身垂直智能化控制。云辇智能车身控制系统由比亚迪全栈自研，标志着比亚迪成为首个自主掌握智能车身控制系统的中国车企。云辇产品矩阵包含云辇-C、云辇-A、云辇-P、云辇-X等产品。

表 6：云辇智能车身控制系统在整车垂直方向智能化控制

名称		云辇智能车身控制系统
产品矩阵		云辇-C、云辇-A、云辇-P、云辇-X
云辇-C 智能阻尼车身 控制系统	原理/功能	系统通过加速度传感器、悬架高度传感器等硬件去感知车身的实际状态，进而通过智算中心微秒级的速度运算，可以实现减振器阻尼快速调节，来满足用户在不同场景下的需求。
	搭载车型	硬件已搭载在比亚迪汉、唐及腾势D9三款车型的部分配置版本
云辇-A 智能空气车身 控制系统	原理/功能	在云辇-C的基础上增加了空气悬挂，可以调节阻尼，调节悬架的刚度、高度，满足更多的用车场景。
	首搭车型	腾势N7
云辇-P 智能液压车身 控制系统	原理/功能	装配智算中心、前后减震器及多个控制模块，集机械、液压、电控三项核心技术于一体，具备高度调节、刚度调节、阻尼调节、四轮联动和露营调平的功能。
	首搭车型	仰望U8
云辇-X 全主动式车身 控制系统	原理/功能	可实现“0”侧倾、“0”俯仰、三轮行驶、车辆跳舞与原地起跳等高阶功能，代表了全球车身控制系统的最高水平。
	首搭车型	将搭载仰望U9
地位		全球首个新能源专属智能车身控制系统，中国首个自主掌握智能车身控制系统车企

资料来源：比亚迪官网，太平洋汽车，盖世汽车，上海证券研究所

深化智能化战略布局，智驾厚积厚发。截至 2023 年 12 月，公司已拥有 11 大研究院，全球累计申请专利超 4 万项，获得授权专利超 2.8 万项，以创新技术平台为底座，以电动化为核心，公司开始发力智能化。

在智能座舱领域，开发智能网联系统 DiLink，并不断迭代，请务必阅读尾页重要声明

成为了公司智能座舱系统的核心。截至 2023 年 11 月，DiLink 已迭代到 5.0 版本，并衍生出公司子品牌专属的腾势 Link、仰望 Link、FiLink（方程豹）等产品。

- 2021 年 8 月，比亚迪发布 DiLink4.0（5G）系统，为用户解锁更多用车场景，并将智能网联系统行业领先的产品实力，转化为用户感知。该平台已投入应用，搭载汉 EV 旗舰款上市，后续还将有一系列的车型陆续上市。
- 腾势 Link 是腾势品牌全新打造的“豪华、科技、优雅”的智能化产品，通过软硬件创新全新研发的新一代智能座舱平台，其已投入应用，搭载腾势 D9，腾势 N7 等车型。
- 仰望 Link 搭载高通先进制程的 4 纳米芯片，内存采用 LPDDR5X，传输速率更快，同时集成 5G 基带技术，最快下载速率达 1G 每秒，能配备主流车载应用，其智能人机交互搭载了行业领先的大语言模型，意图识别更准确。
- 豹 5 的 Filink 智能座舱依托开放式生态，实现车机体验全面对齐手机体验，车内 50 英寸 AR-HUD、中控屏等与流媒体后视镜全面打通、实现五屏互联，叠加全车四音区智能语音控制系统，能为用户打造专属的智能交互空间。

表 7：DiLink 智能网联系统

名称	DiLink 智能网联系统
发布时间	2018 年
介绍	比亚迪基于移动互联、智能 AI、语音识别、车联网、大数据等最新技术和用户洞察，通过软、硬件创新，完全独立自主研发的智能网联系统，旨在通过构建开放性智能汽车平台，全面连接人-车-生活-社会。
五大部分	Di-平台、Di-UI、Di-生态、Di-云、Di-开放
Di-平台 卓越的智能座舱硬件平台	全球首创自适应智能车机旋转 Pad，预判 App 使用场景，自动进行横竖切换旋转。拥有窄边框、高分辨率、超强跑分的车机旋转大屏，再加上领先的“手机 NFC 车钥匙”，Di 平台抢占智能网联系统的性能高地。
Di-UI 个性化的视觉体验	可定制的 Widget 桌面，行业首创车机负一屏，超多 UI 主题可更换，Di UI 不但为车主带来更多的个性化选择，也将为车主带来丰富、高品质的视觉体验，展现 DiLink 自身独特的科技美学。
Di-生态 全面兼容海量生态	全面支持 Android 生态，Android App 100% 兼容大屏 Pad，海量 App 可供选择，地图、音乐、播客等热门应用基于用车习惯定制。
Di-云 基于云平台的远程控制	通过蓝牙、网络信号可在手机端比亚迪汽车 App 对车辆远程控制、远程监测、预约 4S 服务，云 Call 帮车主处理突发应急和远程客服帮助。
Di-开放 开放平台相互赋能地位	构建开放的智能汽车平台，资源互助、开放共赢，为广大开发者提供更为宽广的创意生长平台。构建更为繁荣的车内生态，领跑智慧汽车生态开放。
成果	全球首个开放式车载智能网联系统 DiLink4.0 (5G) 平台已投入应用，搭载汉 EV 旗舰款上市； 华为 HiCar 成功适配比亚迪 DiLink； 车家互联 App 在汉、全新唐 21 款、宋 Plus 车型应用

资料来源：DiLink 官网，公司年报，上海证券研究所

在智能驾驶领域，智驾辅助系统由 DiPilot 领航，腾势 Pilot、仰望 Pilot 等系统陆续落地。

- 2020 年 4 月 DiPilot 首搭汉 EV 问世。DiPilot 智能驾驶辅助系

统由 DiDAS（驾驶辅助）、DiTrainer（教练模式）和 DiRobot（自动驾驶）组成，其中“教练模式”（DiTrainer）在 2020 年发布时属于首创，赋予了智能网联技术新的高度。随着 HUAWEI HiCar 功能的搭配以及 5G 技术的加持，DiPilot 智能驾驶辅助系统与 DiLink3.0 智能网联系统相互兼容，实现更高级别以及更人性化的人机交互。

- 腾势 Pilot 高阶智能驾驶辅助系统，实现高速、城市、泊车等全场景驾驶辅助，在腾势 N7 中包含一颗英伟达 Orin-X 芯片以及一个摄像头和两个激光雷达，功能上新增高速 NOA、城市 NOA、HPA 记忆泊车、AVP 代客泊车等。
- 仰望 Pilot 高阶智能驾驶辅助功能搭载于仰望 U8，整车搭载了 38 个传感器，包括 3 个激光雷达、5 个毫米波雷达、14 个超声波雷达、16 个高清摄像头，配合两颗 NVIDIA DRIVE Orin 智能驾驶处理器，算力高达 508TOPS。

图 16: DiPilot 搭配 HUAWEI HiCar 功能



资料来源：第一电动汽车网，上海证券研究所

图 17: 腾势 Pilot 高阶智能驾驶辅助系统



资料来源：汽车之家，上海证券研究所

电动化与智能化 1+1>2，积极促进多方面业务进展。从 2022 年底开始，公司大举投入智能驾驶业务研发，自研智能驾驶传感器、芯片的项目，同时寻求电动化与智能化的结合，发挥出 1+1>2 的优势。我们认为，公司智能化项目的推进将助力汽车销量提升，由此产生巨量驾驶数据将反哺智能驾驶的推进，公司智驾前景明朗。

- 2022 年报显示，公司正推动全景自动泊车系统的研发，相比传统泊车方式，它能以最优半径、最小泊车步数、最安全的方式泊车入位，带给驾驶员更智能、更优越的体验。这是公司拥有自主知识产权的全景自动泊车系统，为辅助驾驶迭代稳步发展奠定了基础。2022 年 4 月已搭载元 PLUS 旗舰款，实现量产。
- 2022 年 3 月公司与全球领先的人工智能计算制造商英伟达在智能驾驶技术方面达成合作，并于 2023 年上半年深化合作，

打造更加安全且智能的汽车。

- 2023年7月，比亚迪“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统发布，以安全为核心理念，致力于为用户打造全场景的陪伴、辅助、救助。
- 2023年7月21日，比亚迪在深圳市获得高快速路段有条件自动驾驶（L3级）测试牌照，成为拿到全国第一张有条件自动驾驶（L3级）测试牌照的车企。
- 2024年1月16日，比亚迪发布璇玑智能化架构，实现电动化与智能化的高效融合；同时推出行业首创双循环多模态 AI——璇玑 AI 大模型，赋予整车智能持续进化的能力。

3.3 高端化+智能化赋能，助力汽车销量提升

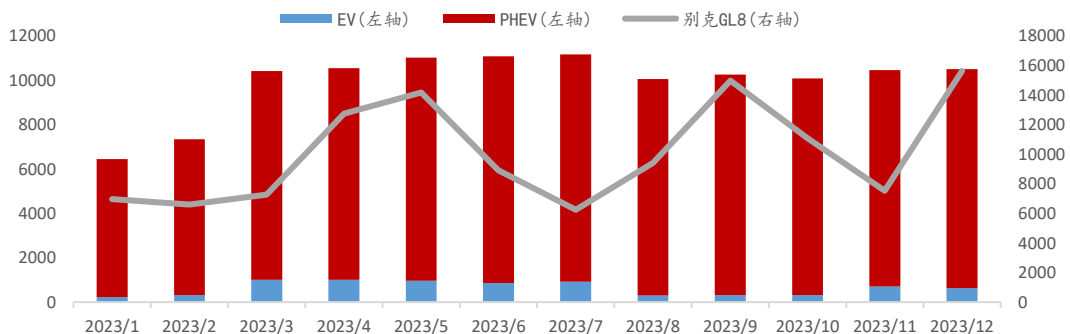
新车型持续上新，高端+智能配置凸显。公司腾势、仰望和方程豹三大品牌车型陆续上新，均配备高端智能化平台或技术，赋能品牌竞争力。

- 腾势定位于新能源豪华汽车市场，以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，构建品牌核心竞争力，车型配备云辇、腾势 Link、腾势 Pilot 等技术。
- 仰望汽车是公司旗下百万级高端新能源汽车品牌，将以颠覆性技术打造品牌与产品，品牌全系车型搭载“易四方”技术。
- 方程豹满足不同人群的个性化需求，旗下首款硬派 SUV 豹 5 搭载超级混动越野平台 DMO 及云辇-P 等高端智能技术。

腾势 D9 打破别克 GL8 为代表的传统燃油车对 MPV 市场的垄断，丰富了 MPV 市场的新能源产品线。2023 年，腾势 D9 累计销售量 11.92 万辆，近一年连续稳居 30 万元以上豪华 MPV 销冠。

豹 5 同等竞争实力强，未来销量可期。豹 5 不仅有硬核的动力性能以及越野能力，还有比较丰富的豪华配置。2023 年 12 月豹 5 销量 5086 辆。我们认为，豹 5 凭借出色的越野性能和丰富的智能化配置，未来销量形势向好。

图 18：腾势 D9 与别克 GL8 销量（辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

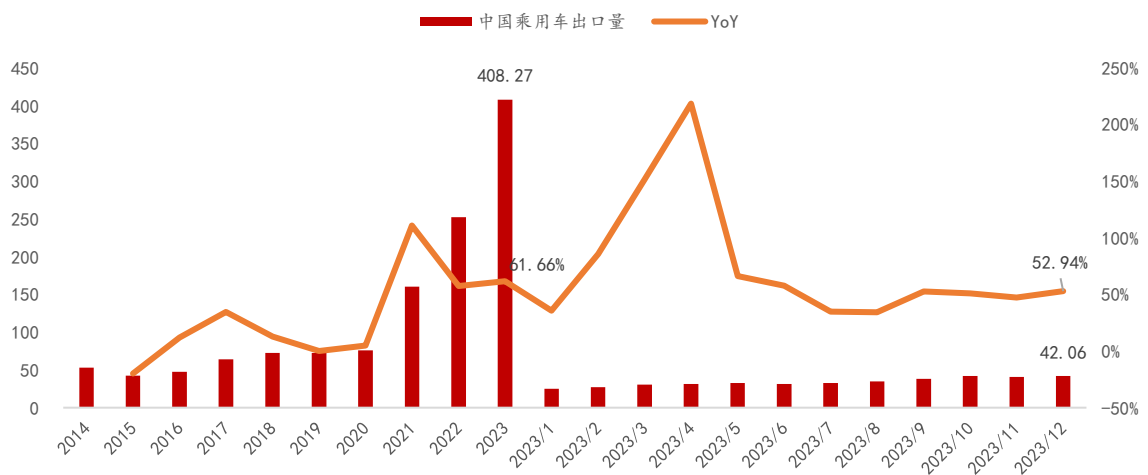
4 出海战略稳扎稳打，市场拓展潜力大

4.1 国内出口势不可挡，销量持续提升

中国乘用车出口跨越式提升。在中国动力电池系统、新型底盘架构、智能驾驶体系等出色的产业化优势带动下，打造出独特的核心能力以及完整的产业链供应链体系，经过数年发展，中国在电动汽车领域已拥有全球领先的技术和其他国家难以企及的价格优势。乘用车出口量从 2014 年的 53.10 万辆增至 2023 年的 408.27 万辆，CAGR 达到 25.44%。

2023 年 12 月 28 日，日本汽车工业协会发布数据称，2023 年中国将首次成为“全球汽车出口第一大国”，汽车出口量将力压日本成为世界第一。

图 19：中国乘用车出口量跨越式提升（万辆）

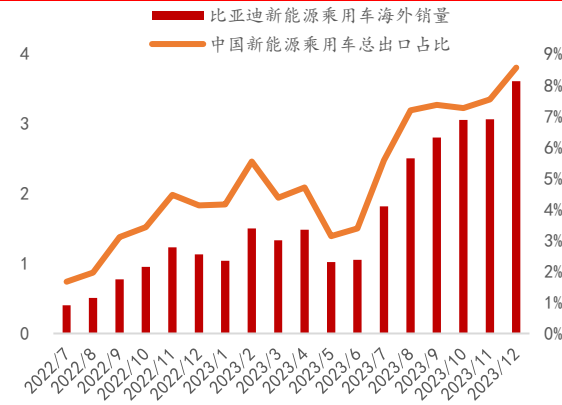


资料来源：Wind，上海证券研究所

出口势头强劲，中国出海成功典范，新能源出口占比持续攀升。公司 2023 年 12 月产销数据显示，12 月份新能源乘用车出口 3.61 万辆，YoY+218.86%。2023 年公司新能源乘用车总出口 24.28 万辆，YoY+334.16%。公司新能源乘用车海外销量占中国乘用车总出口比例持续上涨，2023 年 12 月达到 8.55%。

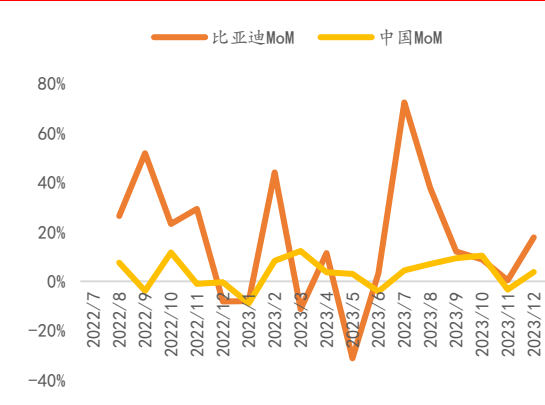
2022 年 7 月-2023 年 12 月，公司新能源汽车出口增长态势较好，环比增速基本高于中国总体出口增速。我们认为，随着公司出口战略的持续推进，出口增长速度将进一步加快，同时带动中国总体出口增速的提升。

图 20: 公司新能源乘用车出口量持续提升 (万辆)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 21: 公司出口环比增速基本高于中国增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

4.2 全球化布局, 市场扩张进一步提升成长空间

全球化进程加速, 市场遍布全球六大洲。截至 2023 年 11 月, 比亚迪全球新能源汽车累计销量超过 600 万辆, 新能源汽车足迹遍布全球 70 多个国家及地区, 超 400 个城市。

表 8: 公司已辐射六大洲的市场

地区	国家	布局/销量成果
亚洲	泰国	2023 年 11 月 BYD DOLPHIN (海豚) 以 2825 辆的销量位居榜首, BYD ATTO 3 (元 PLUS) 以 1142 辆的销量位居第二。
	乌兹别克斯坦	2023 年 3 月-10 月成功开设 7 家官方销售和服务中心, 累计交付超过 5000 台新能源汽车。
	土耳其	2023 年内, 携手经销商 ALJ 在安卡拉、伊斯坦布尔和伊兹密尔开设 5 家门店, 目标是 24 年比亚迪的经销商网络覆盖 82% 的土耳其市场
	马来西亚	自 2022 年 12 月 8 日 BYD ATTO 3 在马来西亚上市发布, 正式进入其乘用车市场以来, 比亚迪位列马来西亚电动汽车销量第一名; 截至 2023 年 7 月已有 8 家门店正式运营。
欧洲	法国	2022 年在巴黎车展上宣布进入欧洲乘用车市场。
	意大利	2013 年比亚迪新能源商用车进入意大利, 在纯电动巴士领域取得了亮眼成绩。2023 年 6 月 13 日, 乘用车进入意大利, 与当地多家核心经销商牵手合作, 五家门店将于意大利米兰、都灵、佛罗伦萨等城市同期开业。
	英国	2013 年纯电动巴士领域取得了亮眼成绩, 2023 年 3 月 8 日首款乘用车 BYD ATTO 3 正式开售。
北美洲	墨西哥	自 2023 年 3 月正式进入墨西哥乘用车市场以来, 已陆续推出多款新能源车型, 如王朝系列的比亚迪汉、唐、元以及海洋系列的比亚迪海豚和比亚迪海豹等。 截至 2023 年 9 月, 已在墨西哥建立 6 家经销商线下门店, 预计到 2023 年年底设立 50 家门店, 业务布局扩展至 32 个州。
	巴拿马	2013 年巴拿马分公司成立、首台纯电动大巴驶入巴拿马城, 2023 年与当地汽车经销商 FASA 集团达成战略合作。
	哥斯达黎加	2013 年携 Cori Motors 推广新能源电动车; 2020 年-2023 年 8 月, 比亚迪连续多年成为其新能源汽车市场销冠。
南美洲	哥伦比亚	自 2020 年起, 比亚迪与经销商 MOTORISA 紧密合作; 2023 年, 比亚迪获 1-10 月累计新能源汽车销量冠军。 截至 2023 年 9 月, 比亚迪新能源乘用车在哥伦比亚的门店已覆盖波哥大、麦德林、卡里、佩雷拉 4 大城市, 总计开设 7 家。
	智利	截至 2023 年 10 月, 已在智利发布六款车型。
	巴西	截至 2023 年 10 月, 已建立 30 家经销商线下门店, 预计 2023 年年底设立 100 家门店; 2023 年 8 月, 比亚迪纯电和插混乘用车的上牌量登顶榜首。
	厄瓜多尔	截至 2023 年 7 月已在厄瓜多尔开设五家门店; 经销商集团 Andor 计划在 2024 年扩大至 12 个销售点。
大洋洲	澳大利亚	2022 年-2023 年 10 月在澳大利亚乘用车市场一共开设 13 家门店, 其中包括全球首创的比亚迪超级体验店, 已在当地上市三款车型。
	新西兰	2023 年 1-5 月, BYD ATTO 3 共计销售 1402 辆, 位居新西兰纯电汽车销量第一。
非洲	摩洛哥	2022 年 11 月与 Auto Nejma 达成合作, 依靠 Auto Nejma 在当地市场的广泛布局和本地优势, 共同致力于推动电动汽车在当地的普及。

资料来源: 比亚迪汽车, 上海证券研究所

海外基地积极推进, 买船海运加快出海步伐。截至 2023 年 12 月, 公司已在匈牙利、乌兹别克斯坦、巴西和泰国建设新能源乘用车生产基地, 加速布局海外市场。

请务必阅读尾页重要声明

- 2022年12月公司与招商局旗下两家船厂签署造船协议，共订造4艘9400 CEU液化天然气（LNG）双燃料超大型汽车运输船（PCTC），新船预计将从2025年开始陆续交付，将成为全球最大的汽车运输船。
- 2023年11月6日，由广船国际承接的比亚迪7000车位双燃料汽车运输船（PCTC）项目1号船在广州南沙开工，该项目共计划建造2艘船。

表 9：公司积极推进海外乘用车基地建设

国家	基地建设	时间	基地介绍
匈牙利	新能源汽车整车生产基地	2023年12月22日	在赛格德市建设新生产基地，计划采用全球先进的工艺设备和高度自动化的生产流程，打造全球领先的新能源汽车整车制造基地。
	新能源汽车工厂	2017年	在科马罗姆投资建设新能源汽车工厂，负责电动大巴等产品的研发和制造。
乌兹别克斯坦	比亚迪乌兹别克斯坦工厂	2022年12月	与UzAuto签署合资协议，成立合资公司“比亚迪乌兹别克斯坦工厂”，生产新能源汽车及相关零部件，设在乌兹别克斯坦吉扎克州，计划于2024年投产，生产驱逐舰和宋两款畅销车型。
巴西	主营电动客车和卡车底盘的生产工厂、新能源乘用车整车生产工厂、专门从事磷酸铁锂电池材料的加工工厂	2023年7月4日	在卡马萨里市设立由三座工厂组成的大型生产基地综合体，并计划于2025年投产。其中，新能源乘用车整车生产产线涵盖纯电动和插电式混动车型，计划年产能达15万辆。磷酸铁锂电池材料加工工厂将充分利用当地港口资源，以满足全球市场对新能源产品日益增长的需求。
泰国	乘用车工厂	2022年9月8日	比亚迪汽车泰国有限公司（以下简称比亚迪）与WHA伟华集团大众有限公司签约，首个海外乘用车工厂正式在泰国落地；该工厂采用最先进的右舵汽车技术，预计将于2024年开始运营，年产能约15万辆，生产的汽车将投放到泰国本土市场，同时辐射周边东盟国家及其他地区

资料来源：比亚迪汽车，上海证券研究所

与经销商合作打开海外市场，实现本地市场的快速扩张。国内车企在海外开自营店很难，而经销商提供的本地化销售和服务体系可帮助公司进入特定市场后迅速扩张。公司已在泰国、巴西、摩洛哥等多个国家与经销商建立合作，以迅速进入各市场，与当地消费者产生链接。

表 10：2023 下半年公司与海外合作情况

地区	经销商/合作方	介绍	车型
拉丁美洲	-	12月厄瓜多尔分公司与拉丁美洲能源组织（OLADE）正式签署机构间合作协议，旨在共同推进拉丁美洲和加勒比地区27个成员国的电动出行和能源转型的进程	-
哥伦比亚	MOTORYSA	11月波哥大汽车展会Salón del Automóvil 2023上比亚迪与哥伦比亚经销商MOTORYSA携8款新能源车亮相，斩获订单超500台	宋PLUS DM-i、秦PLUS DM-i、元PLUS、海豹、海豚、汉EV、唐EV和海鸥
牙买加	ATL AUTOMOTIVE LIMITED	11月17日-19日REVOLUTION 2023车展上比亚迪品牌及五款新能源车亮相，ATL执行董事表示，未来计划在加勒比海开设10余家比亚迪经销门店。	汉、唐、元PLUS、海豚和e6
菲律宾	AC Motor	11月BYD ATTO 3（元PLUS）在菲律宾上市，推出长续航版和标准续航版两个版本	元PLUS
匈牙利	DUNA AUTÓ和Wallis Motor Duna Kft	10月17日正式进入匈牙利乘用车市场，三款纯电车型首次亮相匈牙利。	元PLUS、海豚和海豹
智利	ASTARA集团	10月6日在圣地亚哥发布比亚迪海豹	海豹
		7月12日，面向智利市场正式推出海豚	海豚
新加坡	Vantage Automotive Ltd.	10月在樟宜展览中心举办比亚迪海豹发布会	海豹
土耳其	ALJ Turkey	9月29日在伊斯坦布尔亮相五款新能源车	元PLUS、汉、唐、海豹和海豚
泰国	Rê ver Automotive	9月泰国分公司与当地合作伙伴Rê ver Automotive在泰国曼谷上市海豹右舵版	海豹右舵版
尼泊尔	Cimex Inc	9月11日携手经销商Cimex Inc正式发布BYD DOLPHIN，成为继BYD ATTO 3后推出的又一纯电车型	海豚
马来西亚	Sime Darby Motors	7月27日推出BYD DOLPHIN，是继BYD ATTO 3后在马来西亚推出的第二款纯电动汽车	海豚
厄瓜多尔	Andor集团	7月在亚基尔车展首次亮相全新车型唐EV	唐EV

资料来源：比亚迪汽车，上海证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

基本假设如下：

1.汽车、汽车相关产品及其他产品：（1）收入：2022 年汽车、汽车相关产品及其他产品业务营收为 3246.91 亿元，考虑到 2022 年公司汽车销量为 186.85 万辆，2023 年为 302.44 万辆，预计 2024/2025 年汽车销量达到 362.50/407.00 万辆；（2）毛利率：根据 2022 年毛利率为 20.39%，假设 2023/2024/2025 年毛利率为 21.50%/21.20%/21.20%。

2.手机部件及组装：（1）收入：2022 年手机部件及组装业务营收为 988.15 亿元，由于疫情后经济逐渐复苏，智能手机消费需求呈缓慢回升态势，假定 2023/2024/2025 年整体业务增速为 15.00%；（2）毛利率：2022 年毛利率为 6.06%，23H1 毛利率为 8.77%，呈现上升趋势，假设 2023-2025 毛利率能稳定 10.00%。

3.其他业务：（1）收入：其他业务所占营收比例很小，预测基本增速为 50.00%-60.00%；（2）毛利率：根据 2022 年毛利率为 11.96%，假设毛利率为 14.00%。

表 11：公司分业务营收预测（百万元人民币）

汽车、汽车相关产品及其他产品	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	324691.18	518,360.50	634,375.00	724,460.00
同比增长	151.78%	59.65%	22.38%	14.20%
营业成本	258498.94	406,912.99	499,887.50	570,874.48
毛利率	20.39%	21.50%	21.20%	21.20%
手机部件及组装	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	98815.05	113,637.31	130,682.90	150,285.34
同比增长	14.30%	15.00%	15.00%	15.00%
营业成本	92828.63	102,273.58	117,614.61	135,256.81
毛利率	6.06%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	554.41	887.06	1,330.58	1,995.88
同比增长	-23.79%	60.00%	50.00%	50.00%
营业成本	488.11	762.87	1,144.30	1,716.45
毛利率	11.96%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

5.2 投资建议

公司作为新能源汽车行业龙头，产品矩阵丰富。随着未来公司不断推进高端化与智能化的进程，基于自身的技术水平和生产

经营能力，将在智能驾驶领域大放光彩。同时随着出海步伐的加速，将带来业务新增量。结合公司 2023 年业绩预告，预计公司 2023/2024/2025 年实现营收分别为 6328.85/7663.88/8767.41 亿元，同比分别+49.24%/+21.09%/+14.40%；预计实现归母净利润分别为 301.08/390.53/479.94 亿元，同比分别+81.13%/+29.71%/+22.89%；对应 2024 年 3 月 20 日收盘价的 PE 分别 21.12X/16.29X/13.25X。维持“买入”评级。

6 风险提示：

(1) 宏观经济波动风险：公司主营业务受国内外经济环境变化的影响较为直接，国内外宏观经济及融资环境存在不确定性。

(2) 行业发展风险：如新能源汽车产业整体发展不及公司预期，或其他因素影响到汽车产业的发展趋势，则公司新能源汽车业务也将受到不利影响。

(3) 市场竞争风险：如公司不能继续保持或提升产品竞争力，将面临在市场竞争中处于不利地位的风险。

(4) 政策变化的风险：如与公司相关政策发生变化或调整，可能会影响公司享受政策或补贴的水平，短期内可能对公司主营业务的盈利产生一定影响。

(5) 原材料价格波动风险：原材料价格的波动会直接影响公司主营业务的生产成本，进而对公司的经营业绩产生一定影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	51471	75418	88376	91659
应收票据及应收账款	38828	58014	63866	73062
存货	79107	101990	116855	127806
其他流动资产	71397	90608	98947	107927
流动资产合计	240804	326031	368044	400454
长期股权投资	15485	23485	31985	40165
投资性房地产	85	100	98	101
固定资产	131880	174530	209451	243222
在建工程	44622	62535	81967	101711
无形资产	23223	30017	36337	42781
其他非流动资产	37761	45199	46299	47399
非流动资产合计	253057	335867	406137	475380
资产总计	493861	661898	774181	875834
短期借款	5153	10153	11153	12153
应付票据及应付账款	143766	202563	237148	261510
合同负债	35517	44302	53647	61372
其他流动负债	148909	188334	212595	233231
流动负债合计	333345	445353	514543	568267
长期借款	7594	9394	11294	13294
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	31533	53457	53457	53457
非流动负债合计	39126	62851	64751	66751
负债合计	372471	508204	579294	635017
股本	2911	2911	2911	2911
资本公积	61706	61883	61883	61883
留存收益	47782	78260	117613	161281
归属母公司股东权益	111029	141749	181102	224769
少数股东权益	10361	11945	13785	16047
股东权益合计	121390	153694	194887	240816
负债和股东权益合计	493861	661898	774181	875834

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	140838	105813	111693	111379
净利润	17713	31693	40893	50255
折旧摊销	20370	25168	30757	36379
营运资金变动	98812	50066	39135	23596
其他	3943	-1114	908	1149
投资活动现金流量	-120596	109039	-100830	-105528
资本支出	-97189	-92881	-92988	-98115
投资变动	-10463	-8018	-8508	-8190
其他	-12944	-8140	666	777
筹资活动现金流量	-19489	26803	1794	-2868
债权融资	-16413	6630	2900	3000
股权融资	508	177	0	0
其他	-3583	19996	-1106	-5868
现金净流量	1363	23947	12957	3283

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	424061	632885	766388	876741
营业成本	351816	509949	618646	707848
营业税金及附加	7267	11392	13412	14905
销售费用	15061	26581	29123	33316
管理费用	10007	14873	17244	17973
研发费用	18654	38246	46750	51465
财务费用	-1618	-667	-1157	-1410
资产减值损失	-1386	-90	-173	-281
投资收益	-792	1266	766	877
公允价值变动损益	126	0	0	0
营业利润	21542	37953	48076	59080
营业外收支净额	-462	-668	-525	-644
利润总额	21080	37285	47550	58436
所得税	3367	5593	6657	8181
净利润	17713	31693	40893	50255
少数股东损益	1091	1585	1840	2261
归属母公司股东净利润	16622	30108	39053	47994

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	17.0%	19.4%	19.3%	19.3%
净利率	3.9%	4.8%	5.1%	5.5%
净资产收益率	15.0%	21.2%	21.6%	21.4%
资产回报率	3.4%	4.5%	5.0%	5.5%
投资回报率	12.4%	17.1%	17.6%	17.8%
成长能力指标				
营业收入增长率	96.2%	49.2%	21.1%	14.4%
EBIT 增长率	225.4%	73.1%	26.7%	22.9%
归母净利润增长率	445.9%	81.1%	29.7%	22.9%
每股指标 (元)				
每股收益	5.71	10.34	13.42	16.49
每股净资产	38.14	48.69	62.21	77.21
每股经营现金流	48.38	36.35	38.37	38.26
每股股利	1	1	1	2
营运能力指标				
总资产周转率	1.07	1.10	1.07	1.06
应收账款周转率	11.30	13.07	12.58	12.81
存货周转率	5.75	5.63	5.65	5.79
偿债能力指标				
资产负债率	75.4%	76.8%	74.8%	72.5%
流动比率	0.72	0.73	0.72	0.70
速动比率	0.38	0.43	0.42	0.42
估值指标				
P/E	38.26	21.12	16.29	13.25
P/B	5.73	4.49	3.51	2.83
EV/EBITDA	17.30	9.53	7.50	6.20

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。