

## 新能源车领军企业，剑指海外市场

## ——比亚迪(002594)首次覆盖报告

## 买入|首次推荐

## 报告要点:

## ● 公司是国内新能源车领军企业，产能渠道布局领先

公司成立于1995年，凭借多年的技术革新和生产实践，公司已经构建了从上游电池原材料、IGBT、SiC等关键组件，到中游新能源三电系统、混合动力平台、整车电子、底盘、内饰等核心部件，再到下游汽车销售及金融服务等全产业链的深度研发与精细成本控制能力。产能方面，公司目前国内合计规划产能已达475万辆，海外合计规划产能已达110万辆。渠道布局方面，公司五大渠道网络的总数已达到约4099家，同时公司2024年第一季度单店平均销售量达176.4辆，单店销售效率在行业中处于领先地位。

## ● 公司已实现全价格段布局，高研发投入推动品牌向上

公司早在2007年就前瞻性地提出了“袋鼠”企业发展模式，并开始布局新产业、新赛道的一体化产业构建。通过十余年的实践，公司已实现新能源汽车产业链的全覆盖，有效降低了原材料价格剧烈变化的风险，同时有效降低成本，提高生产效率。并因此在20万元以下车型拥有了一定的定价主动权。此外，公司依托国内汽车行业第一的研发投入金额，构建了一个包含刀片电池、第五代DM混动技术、e平台3.0EVO等多项颠覆性技术及应用的技术鱼池，推动比亚迪品牌的持续向上发展。

## ● “产能出海”与“舰队出海”双管齐下助力公司全球化扩张

预计到2024年，公司将迎来海外投产的高峰时期。目前，乌兹别克斯坦合资工厂已经正式投产，泰国工厂与巴西工厂均计划于2024年下半年正式投产，产能面向中亚、东南亚、南美等地区，叠加公司近两年将交付使用8艘大型汽车运输船，公司出海迎来高速发展阶段。

## ● 投资建议与盈利预测

在全球新能源车渗透率持续向上的大背景下，公司有望实现国内与海外市场份额的同步提升。预计2024-2026年，公司归属母公司股东净利润分别为：394.79、548.30和684.21亿元，按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为：13.56、18.83和23.50元/股，按照最新股价测算，对应PE估值分别为18.48、13.31和10.67倍。考虑到公司在新能源车的成本控制、技术研发、市场声量、出海布局中均处于行业领先地位，看好公司中长期成长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

## ● 风险提示

新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险、海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险、公司智能化业务发展不及预期风险

## 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424060.64	602315.35	829666.51	1050036.14	1244738.04
收入同比(%)	96.20	42.04	37.75	26.56	18.54
归母净利润(百万元)	16622.45	30040.81	39478.66	54830.49	68421.25
归母净利润同比(%)	445.86	80.72	31.42	38.89	24.79
ROE(%)	14.97	21.64	23.37	25.85	26.46
每股收益(元)	5.71	10.32	13.56	18.83	23.50
市盈率(P/E)	43.90	24.29	18.48	13.31	10.67

资料来源：Wind, 国元证券研究所

当前价/目标价：250.67元/315.90元

目标期限：6个月

## 基本数据

52周最高/最低价(元)：272.0 / 167.0

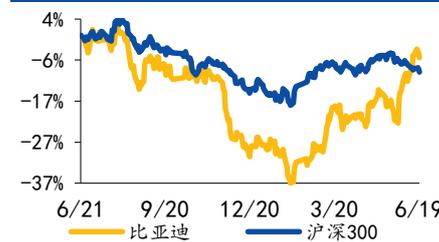
A股流通股(百万股)：2260.47

A股总股本(百万股)：2909.27

流通市值(百万元)：568508.35

总市值(百万元)：731680.36

## 过去一年股价走势



资料来源：Wind

## 相关研究报告

## 报告作者

分析师 杨为敦

执业证书编号 S0020521060001

电话 021-51097188

邮箱 yangweixue@gyzq.com.cn

联系人 刘乐

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

## 目录

1. 20 年磨一剑，目前已成为国内新能源车领军企业 .....	4
1.1 全产业链布局赋能，产品线布局完整 .....	4
1.2 公司规模效益显著，单车指标优异 .....	12
2. 成本为盾，技术为矛，已实现全价格段布局 .....	18
2.1 深度整合供应链，掌握 20 万元以下市场定价权 .....	18
2.2 通过构建技术鱼池塑造三大高端品牌 .....	21
3. 把握时代机遇，公司出海迎来高速发展期 .....	27
3.1 中国汽车工业成功把握时代机遇，全球化进程持续加速 .....	27
3.2 “产能出海”与“舰队出海”双管齐下，公司出海迎来高速发展阶段 .....	30
4. 投资建议 .....	32
5. 风险提示 .....	35

## 图表目录

图 1：公司业务线梳理 .....	5
图 2：公司股权架构图(截至 2023 年 12 月 31 日) .....	5
图 3：公司业务线梳理 .....	6
图 4：公司技术发布，品牌出新与上市车型历程 .....	8
图 5：2018 至 2024 年 5 月公司技术发布节奏与乘用车销量走势(单位：辆) .....	8
图 6：公司王朝网、海洋网、腾势、方程豹四网在售车型梳理 .....	9
图 7：我国部分车企网点数量对比 .....	11
图 8：公司截至 2024 年 4 月 16 日网点分布及 TOP15 城市 .....	12
图 9：公司 2019 至 2024 年 Q1 营业收入及同比变化情况 .....	13
图 10：公司 2019 至 2024 年 Q1 归母净利润及同比变化情况 .....	13
图 11：公司 2019 至 2023 年营业收入与汽车销量变化对比 .....	13
图 12：公司 2019 至 2023 年各业务营业收入情况(单位：百万元) .....	14
图 13：公司 2019 至 2023 年分业务毛利率与净利润率情况 .....	14
图 14：公司 2019 至 2024 年 Q1 三费占营业收入情况 .....	15
图 15：公司 2020 至 2023 年 CAPEX 变化情况 .....	16
图 16：公司 2020 至 2023 年在建工程与新增在建工程变化情况(单位：亿元) .....	16
图 17：公司 2020 至 2023 年单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)与单车折旧情况(单位：万元) .....	17
图 18：公司与新能源车竞争对手 2020 至 2023 年单车折旧对比(单位：万元) .....	18
图 19：公司与新能源车竞争对手 2020 至 2023 年单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)对比(单位：万元) .....	18
图 20：公司新能源垂直整合供应链 .....	19
图 21：2019-2023 年人员结构及占研发人员占比变化情况 .....	24
图 22：2019-2024Q1 公司研发投入金额及占营收比重情况 .....	24

图 23: 2023 年中国车企研发投入情况排行.....	24
图 24: 202-2023 年公司在各价位段市占率与车型数量变化情况.....	26
图 25: 2023-2024 年 4 月腾势 D9、方程豹豹 5、仰望 U8 销量走势情况(单位: 辆).....	26
图 26: 2018-2023 年我国燃油乘用车与新能源乘用车出口情况(单位: 万辆).....	28
图 27: 公司出海大事记梳理.....	31
图 28: 2020-2024 年 1-5 月公司汽车出口销量(单位: 辆).....	31
图 29: 公司“EXPLORERNO.1”汽车运输滚装船于 2024 年 1 月交船.....	32
表 1: 公司重要子公司梳理.....	7
表 2: 2024 年公司尚未推出的新车型梳理.....	9
表 3: 公司国内乘用车产能情况梳理.....	10
表 4: 公司海外布产情况.....	10
表 5: 公司截至 2024 年 6 月 1 日经销渠道梳理.....	11
表 6: 2023 年中国狭义新能源乘用车销量对比.....	17
表 7: 2023 年中国狭义乘用车销量对比.....	17
表 8: 公司 2022 年与 2023 年出货量情况零部件.....	19
表 9: 公司与竞争对手产业链整合情况对比.....	20
表 10: 公司与竞争对手毛利率对比.....	20
表 11: 秦 L 与海豹 06 与竞品对比.....	21
表 12: 公司 2020 年至今新能源车创新技术梳理.....	22
表 13: 部分国产乘用车产品海外售价与国内售价差异.....	27
表 14: 2023 我国乘用车整车出口前十国家及我国乘用车整车出口合计(单位: 万辆).....	28
表 15: 部分国家新能源汽车相关税收优惠及购车补贴.....	29
表 16: 部分国家汽车关税税率梳理.....	30
表 17: 公司海外销售渠道梳理.....	31
表 18: 公司 2024-2026 年销量预测(单位: 辆).....	33
表 19: 公司 2024-2026 年分业务营业收入与毛利率预测(单位: 百万元).....	34
表 20: 公司盈利预测.....	34
表 21: 可比公司估值(单位: 百万元).....	35

## 1. 20 年磨一剑，目前已成为国内新能源车领军企业

### 1.1 全产业链布局赋能，产品线布局完整

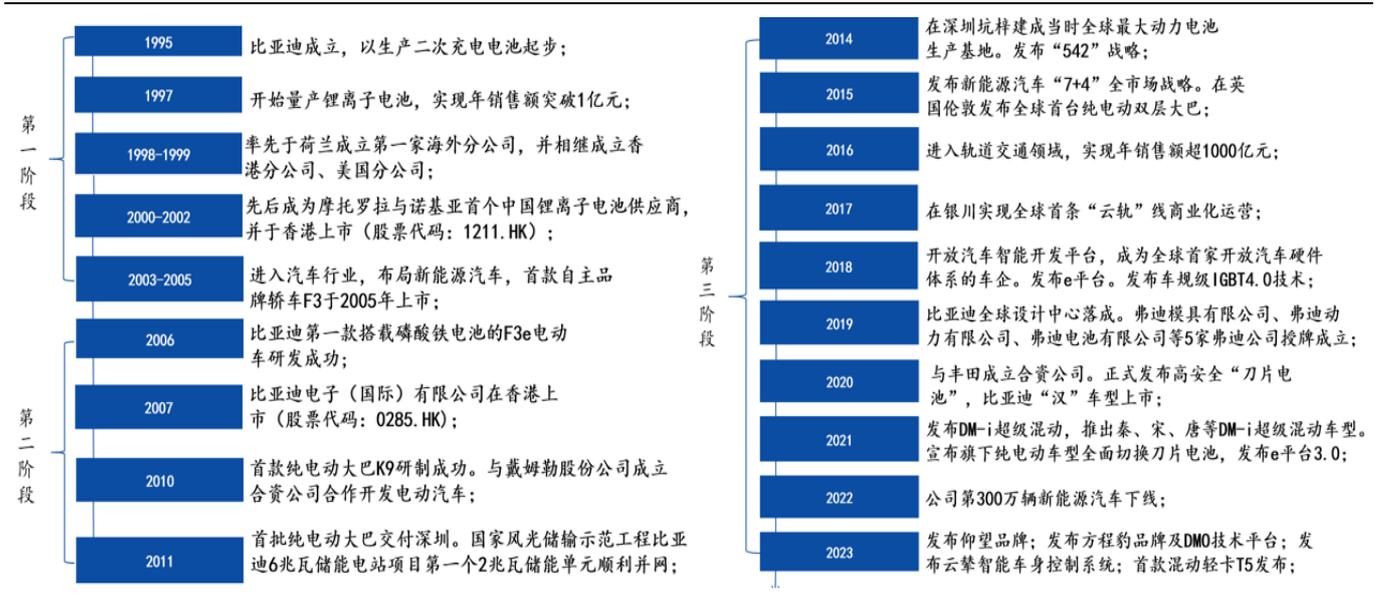
三步走逐步成为新能源汽车领域领军企业。公司由董事长王传福与其表哥吕向阳共同创立。自 1995 年成立以来，公司以手机和早期移动电话(大哥大)的电池制造为起点，专注于二次充电电池的研发与生产。作为锂电池领域的先锋制造商，公司凭借多年的技术革新和生产实践，已经拥有了从电池原材料到单体电池，再到电池模组的全产业链研发与成本控制能力。在新能源汽车电池技术领域，公司不仅拥有显著的技术领先优势，更在国内新能源汽车整车制造和动力电池行业中占据领先地位，引领行业发展潮流。公司分为三大发展阶段：

1) **萌芽发展期(1995-2005 年)**：公司自 1995 年成立以来，凭借中国制造业的低成本优势，专注于手机电池代工业务，迅速成为摩托罗拉和诺基亚等国际手机巨头在中国的首选代工商。2002 年，公司在香港交易所挂牌上市，实现了资本的初步积累。2003 年，公司通过战略性收购秦川汽车，正式进军汽车制造领域。公司利用其在电池技术上的深厚积累，结合模仿、合作与自主创新的多元化发展策略，于 2005 年生产下线第一款自主品牌轿车 F3，成功打开汽车市场；

2) **快速发展阶段(2006-2013 年)**：2006 年，公司在新能源汽车领域迈出了开创性的一步，成功研制出公司第一款纯电动汽车 F3e，标志着公司在纯电动汽车技术领域的突破。2008 年，公司在深圳发布了全球首款不依赖专业充电桩的双模电动车 F3DM，再次巩固了其在新能源汽车领域的领先地位。2009 年，公司将战略重心转向新能源汽车领域，并推出了以秦为代表的王朝系列汽车。2010 年，公司与德国汽车制造商戴姆勒合作，成立了深圳比亚迪戴姆勒新技术有限公司，为公司在全球市场的扩张奠定了基础。同年，比亚迪北美总部正式挂牌运营，标志着公司的国际化战略正式开启；

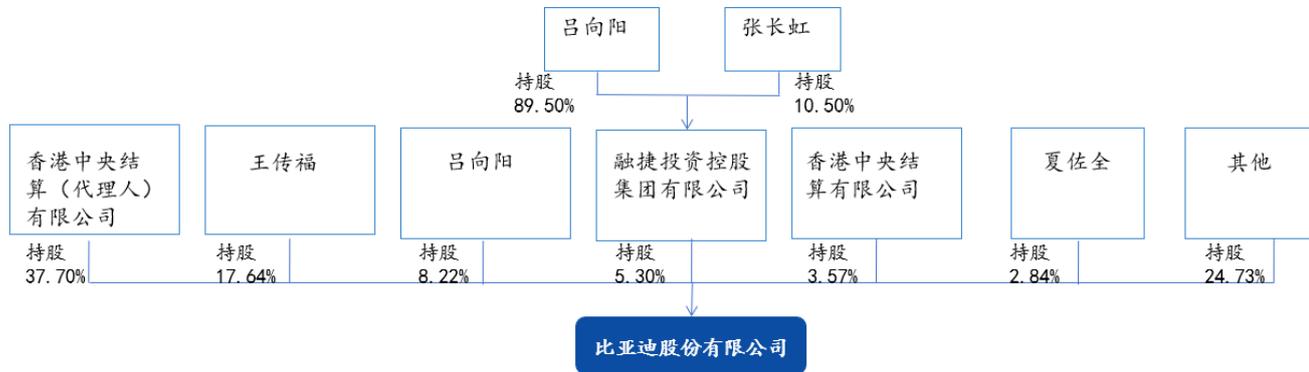
3) **全面发展期(2014 年-至今)**：公司依托其在电池技术领域的深厚积累，不断拓展业务边界，向新能源、轨道交通、储能等多个领域稳步发展。2014 年，公司发布了具有前瞻性的“542”战略，为公司在动力电池及相关产品的性能、安全等方面设定了明确目标。2015 年，公司推出“7+4”战略布局，标志着公司在新能源领域的多层次、全方位发展，涵盖了乘用车、商用车以及特殊用途车辆等多个细分市场，展现了公司全面布局新能源产业的决心和实力。至 2020 年，公司在深圳发布了创新性的刀片电池，该突破性技术的发布不仅加深了公司在新能源汽车电池领域的技术优势，也为整个行业树立了新的安全和效能标准。目前公司形成了包括新能源汽车、手机部件及组装、二次充电电池及光伏、城市轨道交通四大业务板块。

图 1：公司业务线梳理



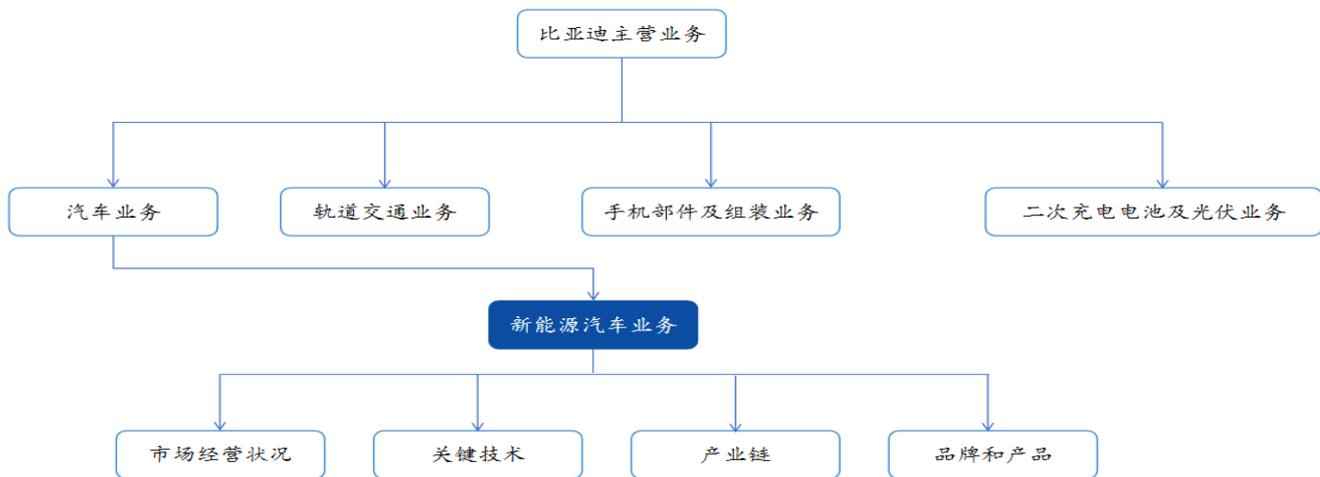
资料来源：比亚迪人公众号，汽车百家谈，公司公告，亿欧智库，国元证券研究所

图 2：公司股权架构图(截至 2023 年 12 月 31 日)



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 3：公司业务线梳理



资料来源：同花顺 iFind，亿欧智库，国元证券研究所

**通过拆分零部件子公司，实现全产业链市场化布局。**公司在 2019 至 2021 年间实施了一系列战略转型，将其零部件事业部升级为独立的弗迪系子公司，赋予了各零部件子公司更大的自主权和灵活性。使其不仅可以继续为比亚迪自身提供配套服务，同时也可向其他汽车制造商开放供应，拓宽了业务范围和市场影响力。作为比亚迪核心子公司的一部分，弗迪系与比亚迪半导体、比亚迪电子等其他子公司共同构成了公司的核心支柱。这些子公司专注于各自的专业领域，通过技术创新和市场拓展，为比亚迪的整体发展贡献了强大的动力和支持。其中核心子公司包括：

**比亚迪半导体-国内领先的半导体企业：**公司前身是成立于 2002 年的比亚迪 IC 设计部，于 2020 年更名比亚迪半导体有限公司并从母公司完成拆分。主要从事功率半导体、智能控制 IC、智能传感器、光电半导体，半导体制造及服务。在汽车领域，主要涵盖汽车半导体、智能车辆两大板块业务，产品包括功率半导体、传感器、MCU、车载夜视系统、PM2.5 等。公司于 2021 年 12 月自研并量产驱动芯片 BF1181，用于驱动 1200V 功率器件，兼容 1200VIGBT 和 SiC，可广泛应用于 EV/HEV 电源模块、工业电机控制驱动、工业电源、太阳能逆变器等领域；

**比亚迪电子-全球领先的平台型高端制造企业：**公司成立于 2007 年 6 月且于同年 12 月在港股上市，主营业务主要覆盖手机笔电、新型智能产品、汽车智能系统、医疗健康等四大板块。在汽车智能系统领域，比亚迪电子致力于开发以智能网联系统、智能驾驶座舱以及自动驾驶系统为核心的先进技术。其自主研发的 DiLink 汽车智能系统已经在比亚迪旗下的多款车型中得到成功应用，同时正积极向国内外的其他汽车主机品牌进行推广；

**弗迪电池-新能源锂电池领先供应商：**弗迪电池有限公司(原比亚迪第二事业部)，从事二次充电电池业务二十余年，掌握了从矿产资源开发、材料研发制造、工艺研发、电芯研发制造、BMS 研发制造、模组研发制造、PACK 开发制造到梯级利用回收全产业链核心技术。2023 年公司在新能源车动力电池/PACK/BMS 三大业务在我国市场占

有率分别达 29.7%/35.6%/35.7%;

**弗迪动力-汽车动力平台产品供应商:** 公司成立于 2019 年底, 弗迪动力前身为比亚迪第十四、十七事业部, 拥有纯电 e 平台, 混动 DM 平台等核心技术, 提供电机、电控、电源、发动机、变速器、减速器、车桥等产品; 2023 年公司在新能源车驱动电机/驱动电机控制器/OBC 三大业务在我国市场占有率分别达 32.6%/32.7%/33.6%;

**弗迪科技-汽车电子和底盘供应商:** 弗迪科技成立于 2019 年 12 月, 共拥有整车热管理、整车线束、智能座舱、ADAS、被动安全、制动系统、悬架及排气、车身控制、转向系统、车身附件十大产品线, 涵盖乘用车、商用车、轨道交通三大领域。

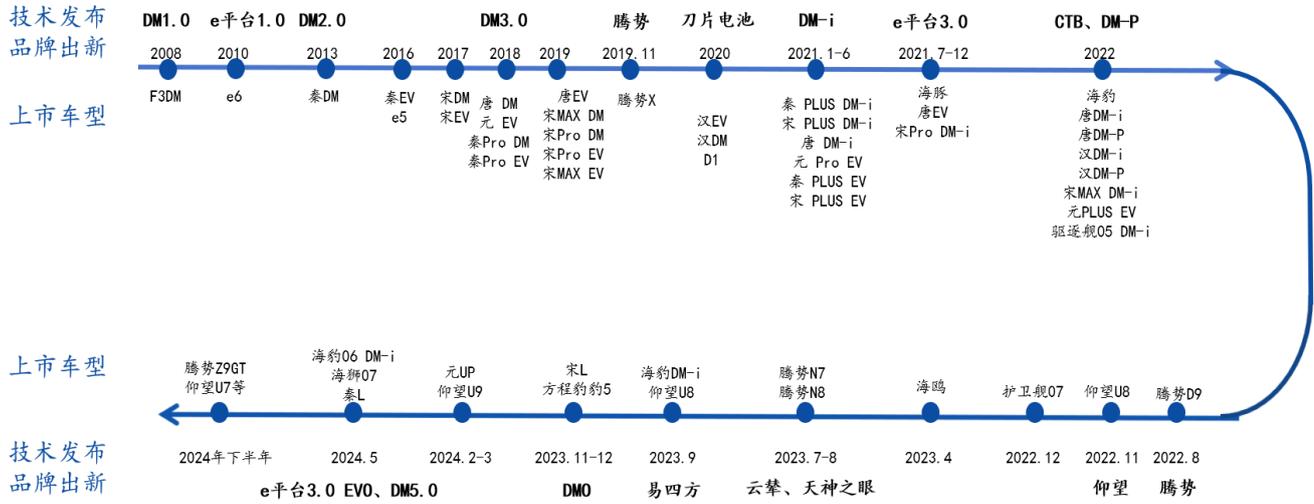
**表 1: 公司重要子公司梳理**

公司名称	主营业务	比亚迪持股比例
比亚迪电子	汽车等消费电子	65.76%
深圳市比亚迪锂电池有限公司	锂电池	100%
比亚迪汽车有限公司	汽车生产销售	99%
弗迪电池有限公司	锂电池制造与回收	100%
上海比亚迪有限公司	汽车零部件	75%
比亚迪丰田电动车科技有限公司	丰田合作技术研发	50%
广州广汽比亚迪新能源客车有限公司	广汽合作技术研发	51%
弗迪精工有限公司	机械模具	100%
弗迪动力有限公司	动力总成	100%
弗迪视觉有限公司	计算机视觉	100%

资料来源: 同花顺 iFind, 亿欧智库, 国元证券研究所

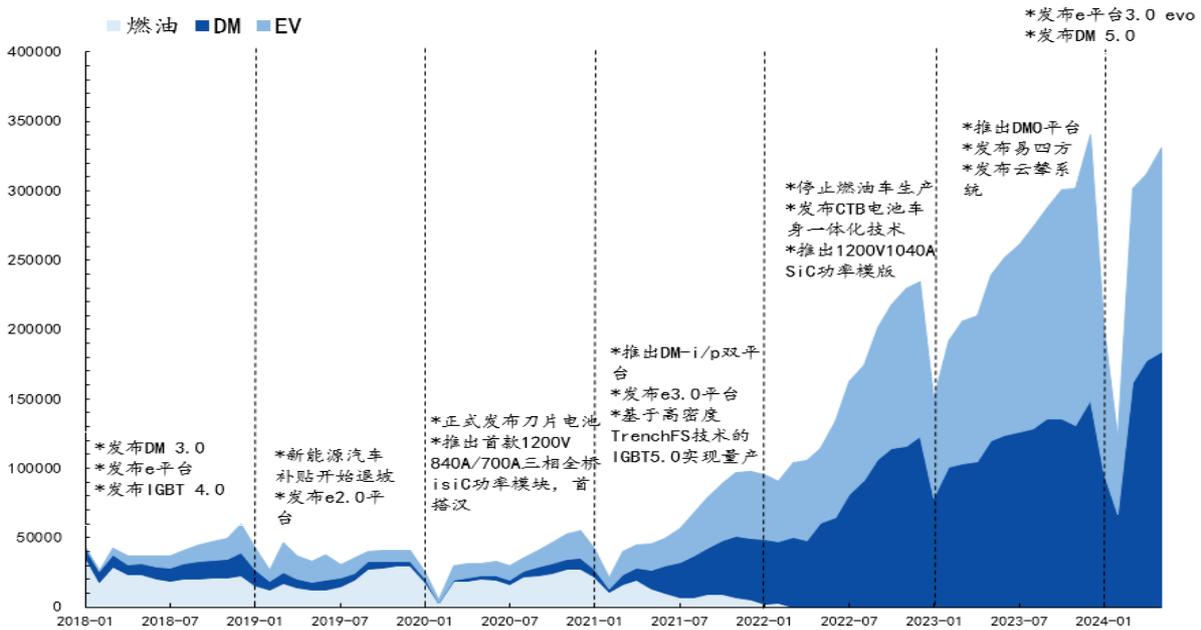
**公司逐步实现全品类、全价格段乘用车覆盖, 2024 年迎来产品大年。**目前, 公司通过精心布局的五网四品牌(王朝网、海洋网、腾势、方程豹、仰望)战略, 实现了从六万元至百万元的新能源全价格段覆盖, 全面满足了不同价位段消费者的需求。在新能源车技术积累方面, 公司已经构建了一个强大的技术鱼池, 囊括了第五代 DM 混动技术、e 平台 3.0EVO、CTB 电池车身一体化技术、易四方技术平台、云辇智能车身控制系统等众多颠覆性技术及应用。展望 2024 年, 公司预计将延续其强势产品周期, 并推出十余款新车, 车型涵盖皮卡、房车、轿跑等, 基本覆盖乘用车的所有细分市场。此外, 公司将依托于 2024 年上半年发布的全新纯电平台 e 平台 3.0Evo 以及第五代 DM 技术, 对现有产品进行更新迭代, 并实现产品力的显著升级。

图 4：公司技术发布，品牌出新与上市车型历程



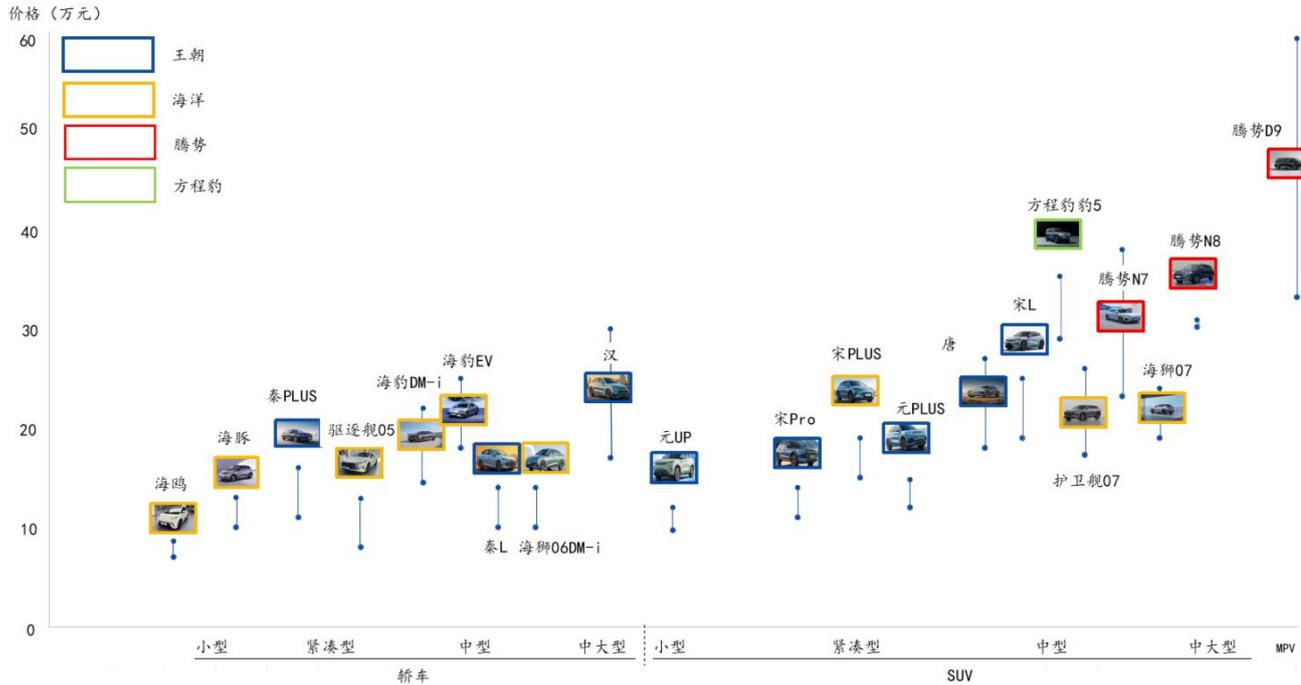
资料来源：亿欧智库，汽车之家，太平洋汽车，有驾，国元证券研究所绘制

图 5：2018 至 2024 年 5 月公司技术发布节奏与乘用车销量走势(单位：辆)



资料来源：同花顺 iFind，盖世汽车，国元证券研究所绘制

图 6：公司王朝网、海洋网、腾势、方程豹四网在售车型梳理



资料来源：懂车帝，国元证券研究所绘制

表 2：2024 年公司尚未推出的新车型梳理

品牌	新车	定位	动力	预计价格	上市时间
王朝	汉 L	汉加长加大版	EV/DM5.0	25 万-35 万元	2024 年二季度
	元 CROSS	紧凑型跨界 SUV	EV	14 万-17 万元	2024 年
	明或夏	家用 MPV 介于宋 MAX 和腾势 D9 之间	EV/DM5.0	18 万-25 万元	2024 年下半年
海洋	海狮 05	紧凑型猎装运动 SUV	EV/DM	14 万-18 万元	2024 年
	海狮 06	中型 SUV	EV/DM	20 万左右	2024 年
	-	两厢车	纯电	8 万-10 万元	2024 年
腾势	N9	全尺寸 SUV	/	35 万元以上	2024 年
	Z9/Z9GT	两款旗舰轿车	EV/DM	35 万元以上	2024 年
方程豹	豹 3	紧凑型硬派越野	DMO	20 万元起售	2024 年下半年
	豹 8	大型硬派越野	DMO	39 万-70 万元	2024 年下半年
	皮卡	硬派新能源皮卡	DMO	20 万-25 万元	2024 年
仰望	仰望 U6	中大型轿跑车	EV	70 万-100 万元	2024 年

资料来源：盖世汽车，国元证券研究所

公司目前国内合计规划产能已达 475 万辆，海外合计规划产能已达 110 万辆。为应对新能源汽车需求的迅猛增长，公司近两年间积极投身于建厂扩产的竞赛之中。在 2022 年，公司成功投产了包括常州基地、江西抚州基地、合肥长丰一期、西安三期在内的多个新产能项目。目前，公司在国内已经完成了八大工厂的产能布局，整体

规划产能高达 475 万辆。其中西安、合肥、郑州等三大乘用车生产基地产能均突破了百万辆大关。在海外扩张方面，公司的步伐愈发坚定和迅速，预计到 2024 年，公司将迎来海外投产的高峰时期。目前，公司与乌兹别克斯坦本土汽车制造商 UzAuto 合资建立的工厂已经正式投产。此外，泰国工厂与巴西工厂均计划于 2024 年下半年正式投产，产能面向东南亚与南美洲地区。除目前已动工产能外，公司印度尼西亚与匈牙利工厂已签订土地投资协议，且即将于今年正式动工。另外，公司已经启动了墨西哥工厂的可行性研究，并正在与墨西哥官员就包括建厂地点在内的条款进行谈判。根据梳理公司海外已规划产能达 110 万辆。

**表 3：公司国内乘用车产能情况梳理**

	规划产能(万辆)	主要生产车型
西安工厂	100	秦家族、宋家族、驱逐舰 07、仰望
合肥工厂	100	秦家族、元家族、驱逐舰 05
郑州工厂	100	宋家族、方程豹、海豹 DM-i
长沙工厂	60	秦家族、宋家族、海豚、驱逐舰 05、腾势
常州工厂	50	元家族、海豹
深圳坪山工厂	35	唐家族、汉家族
抚州工厂	15	海豚、海鸥
济南工厂	15	宋家族、海豚、腾势
<b>国内合计产能</b>	<b>475</b>	

资料来源：界面新闻，百分点，皆电，火石创造，汽车公告板，国元证券研究所

**表 4：公司海外布产情况**

工厂	规划产能(万辆)	其他信息	产能辐射区域
乌兹别克斯坦吉扎克州	30	2024 年 1 月 25 日投产，占地约 160 亩	中亚地区
泰国乘用车生产基地	15	24 年三季度竣工投产，占地面积约 1500 亩	周边东盟国家及其他地区
巴西卡马萨里市	15	预计 2024 年下半年投产，占地约 6900 亩	南美洲地区
印度尼西亚西爪哇省	15	2024 年 7 月动工，并计划在 2026 年开始运营，占地面积约 1500 亩	周边东盟国家及其他地区
匈牙利赛格德市	20	即将动工，预计于 2024-2026 年投产	欧洲地区
墨西哥工厂(选址中)	15	将在 2024 年底前选址建造工厂，可能为墨西哥中部或南部	北美洲
<b>海外合计产能</b>	<b>110</b>		

资料来源：佐思汽研，易车，CAM，盖世汽车，国元证券研究所

公司正处于渠道高速扩张期，2024 年一季度店效领跑行业。自 2003 年成功收购秦川汽车以来，公司一直秉承传统的经销商模式进行汽车销售。2009 年，公司迈出了分网销售的第一步，并逐步加快了渠道的拓展步伐。公司当时推行了创新的一车四款策略，将同一车型的不同版本分别布局于 A1、A2、A3、A4 四大网络，以满足不同消费者的需求。到 2013 年，公司进一步整合资源，将这四大网络合并为红网和蓝网，并开启了长达 6 年的“两网”销售期。截至 2021 年 12 月，公司的授权经销商网络(不包括商超店)已扩展至 980 余家，并实现了对国内 31 个省份的全面覆盖。进入

2022年，随着整车销量的快速增长，公司的经销商渠道也迎来了迅猛扩张。截至2024年6月1日，公司五大渠道网络的总数已达到约4099家，其中王朝渠道约1807家，海洋网约1528家，腾势约514家，方程豹约170家，仰望约80家。

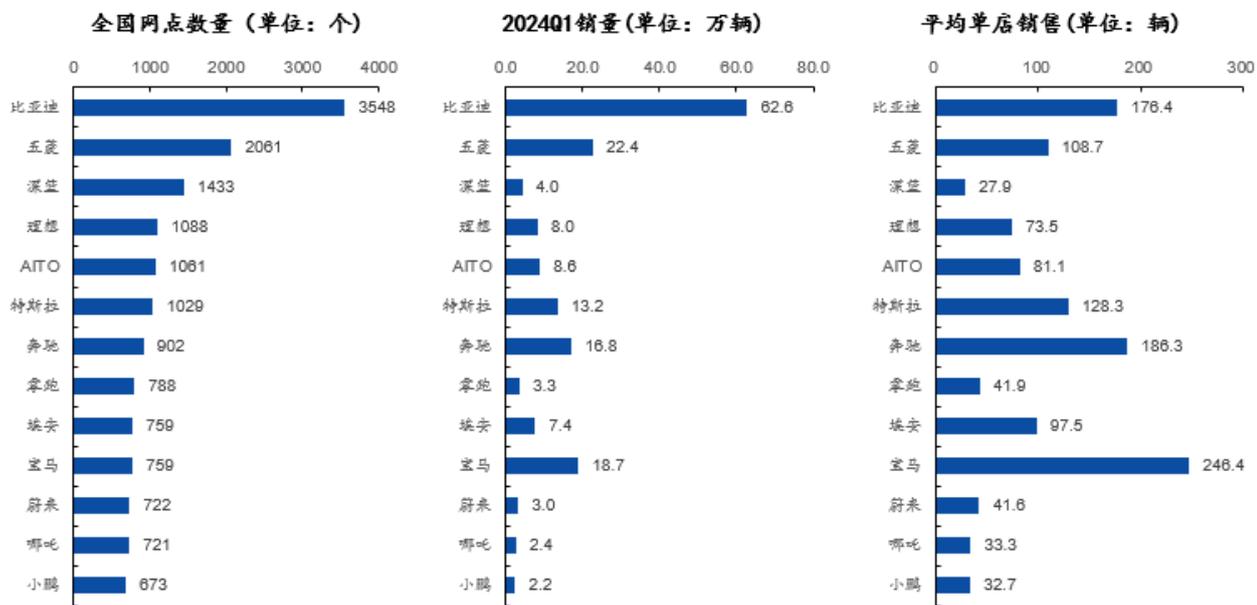
在渠道模式上，王朝和海洋以经销模式为主，同时保留了约10%的直营店面，以提供更多元化的服务。而腾势、方程豹、仰望则完全采用直营模式，以确保品牌形象和服务标准的统一。根据location数据，公司2024年第一季度单店平均销售量达176.4辆，单店销售效率在行业中处于领先地位。

表5：公司截至2024年6月1日经销渠道梳理

	王朝网络	海洋网网络	腾势网络	方程豹网络	仰望网络
经销商4S店	894	809	/	/	/
厂家直营店	186	171	514	170	80
城市展厅	435	341	/	/	/
商超	292	207	/	/	/
合计	1807	1528	514	170	80

资料来源：车谈高论，国元证券研究所

图7：我国部分车企网点数量对比



资料来源：location，国元证券研究所整理

图 8：公司截至 2024 年 4 月 16 日网点分布及 TOP15 城市

● 比亚迪网点线级分布及网点数量TOP15城市



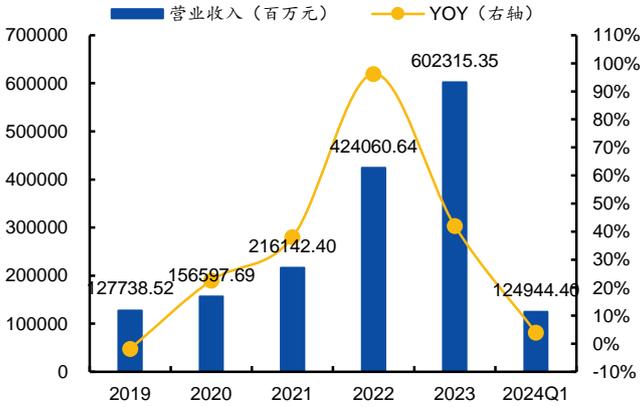
资料来源：location，国元证券研究所

1.2 公司规模效益显著，单车指标优异

**公司营业收入主要依靠整车销量带动。**由于公司汽车业务占比较大，公司近几年营业收入与整车销量呈现高强度相关性。2023 年，公司全年销售汽车达 302.44 万辆，同比增长 61.86%，对应公司 2023 年全年销售收入为 6023.15 亿元，同比增长 42.04%。2024 年一季度公司全年销售汽车达 62.63 万辆，同比增长 13.44%，对应公司 2024 年一季度销售收入为 1249.44 亿元，同比增长 3.97%。

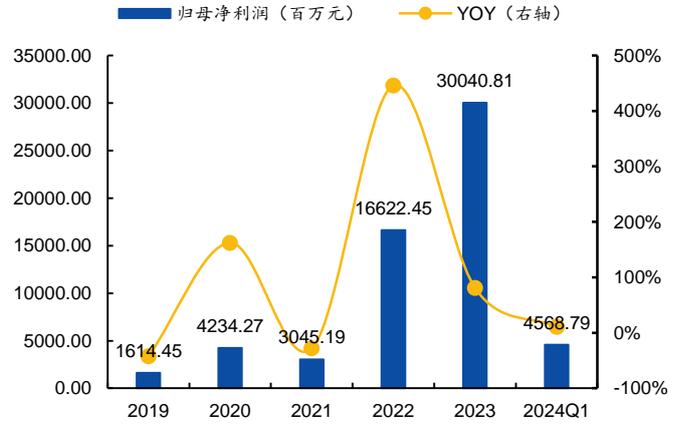
**公司归母净利润同比变化幅度显著大于营业收入。**由于汽车行业马太效应较为明显，龙头车企凭借其品牌优势和规模效应在对上下游议价能力还是销售方面均占据有利地位。自 2022 年起，公司归母净利润增长显著快于营业收入增长速度。公司 2022 年归母净利润达 166.25 亿元，同比增长 445.86%，同期营业收入同比增速为 96.20%。公司 2023 年归母净利润达 300.40 亿元，同比增长 80.72%，同期营业收入同比增速为 42.04%。

图 9：公司 2019 至 2024 年 Q1 营业收入及同比变化情况



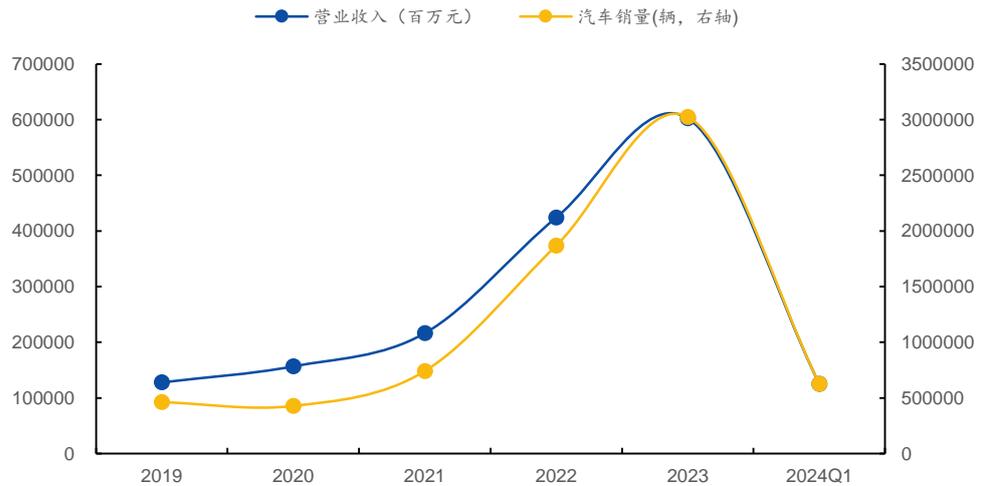
资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 10：公司 2019 至 2024 年 Q1 归母净利润及同比变化情况



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

图 11：公司 2019 至 2023 年营业收入与汽车销量变化对比

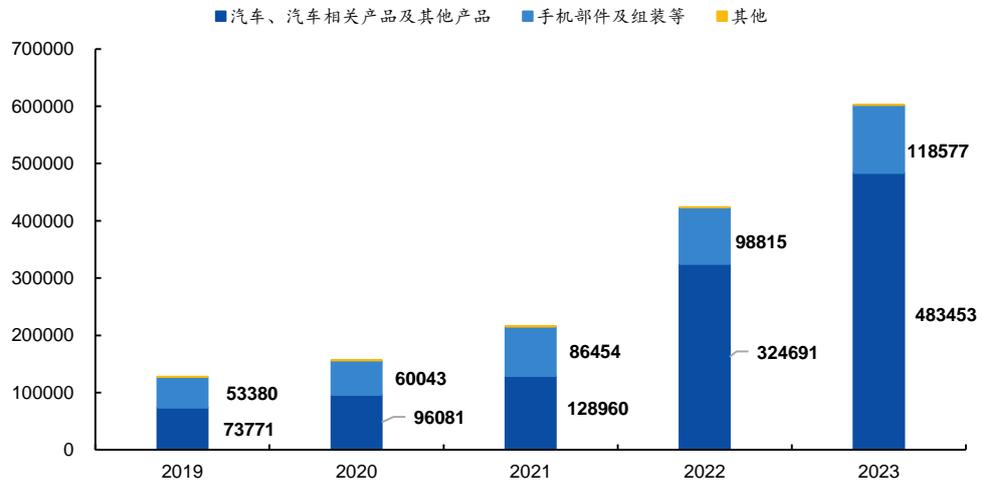


资料来源：公司公告，同花顺 iFind，国元证券研究所

公司汽车、汽车相关产品及其他产品业务增速显著快于其他业务，带动毛利率呈现上升趋势。伴随公司新能源车及电池业务的高速发展，汽车相关业务占总营收比重快速增长。2019 年公司汽车相关业务占总营业收入比重仅为 57.75%，至 2023 年比重迅速升至 80.27%。毛利率方面，由于公司 2020 年快速响应国内对口罩的需求，在停工的汽车工厂建立了口罩产线并畅销国内外，且由于口罩业务的毛利计入了汽车销售业务，因此显著拉高了 2020 年的汽车业务毛利率。进入 2021 年，公司高毛利率的口罩业务占比逐渐降低，同时 2021 年磷酸铁锂等关键上游原材料价格出现了快速上涨，结合上述两项因素，公司 2021 年汽车业务毛利率同比下降 7.81pcts 达 17.39%。2022 年，公司汽车销量同比提升 152.5%。伴随着公司汽车销量的快速增长，公司产品品牌优势与规模效应开始显现，带动毛利率持续提升。2022 年公司汽车相

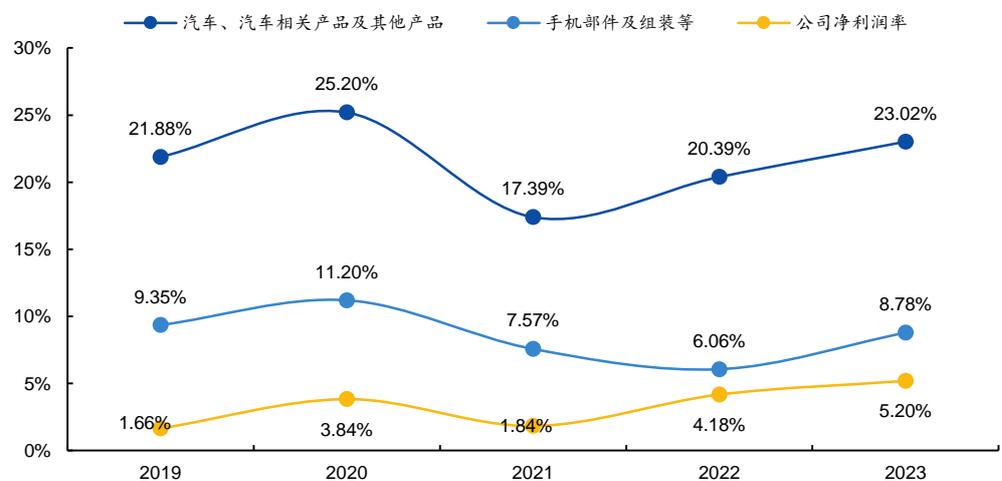
关业务毛利率同比提升 3.00pcts 达 20.39%。伴随 2023 年公司汽车销量继续高增，公司 2023 年汽车相关业务毛利率同比提升 2.63pcts 达 23.02%。

图 12：公司 2019 至 2023 年各业务营业收入情况(单位：百万元)



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 13：公司 2019 至 2023 年分业务毛利率与净利润率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 公司三费占营收比重整体呈逐步下降趋势：

**销售费用端：**在 2015 至 2021 年间，公司的销售费用占营业收入的比重稳步下降。进入 2022 年和 2023 年，销售费用显著增加，分别达到 150.61 亿元和 252.11 亿元，占比分别同比提升了 0.74pcts 和 0.64pcts，其增速快于营业收入的核心原因为公司售后服务费用和广告展览费用的快速上升。

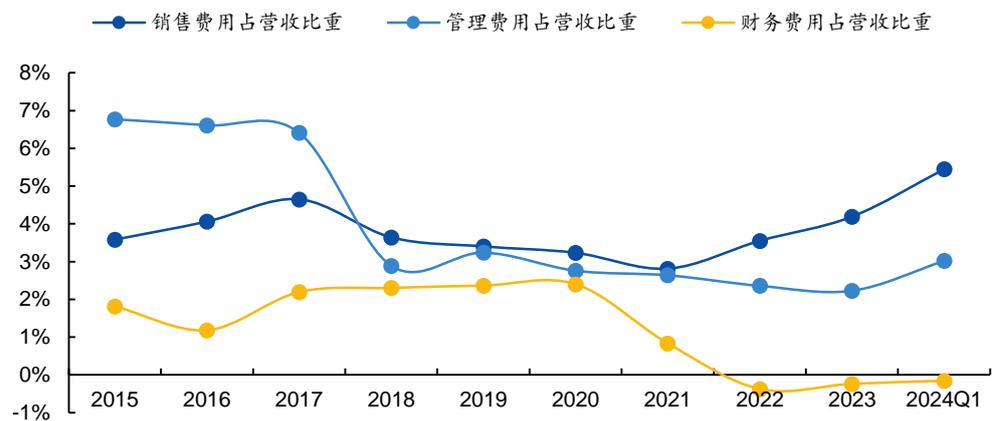
具体来看，2022 年公司销售费用同比高增 147.6%，其中售后服务费用的增长尤为显著，同比飙升 430.0%，达到 65.14 亿元。售后服务费用在销售费用中的占比也从

20.21%大幅上升至 43.25%。实际上，售后服务费用为公司对履行售后服务义务可能发生的支出进行的预估，属于预计负债。而该费用的快速增长与当年销售车辆数量的大幅增加密切相关。至 2023 年，公司销售费用的同比增长率达到 67.39%。其中，广告展览费用的表现尤为突出，同比增长 93.78%，达到 42.67 亿元，该增长的核心驱动因素为新车型的密集投放：公司在 2023 年迎来了产品大年，推出了超过十款的全新车型，并因此增加了市场推广和展示需求，从而推高了广告展览费用；

**管理费用端：**随着公司营业收入的快速增长，规模效应逐步显现，公司费用呈现逐年稳定下降趋势；

**财务费用端：**公司财务费用主要包括利息净支出和汇兑损失，与公司借款和应收票据贴现直接相关。得益于公司市场份额的逐步提升，公司对于上下游的话语权及对现金流量的控制权逐年提升，公司现金流状况逐步改善，带动公司利息净支出持续减少，同时叠加公司 2022 年与 2023 年分别取得 12.16 亿元与 6.39 亿元的汇兑收益，因此近两年财务费用占营收比重保持低位；

图 14：公司 2019 至 2024 年 Q1 三费占营业收入情况



资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

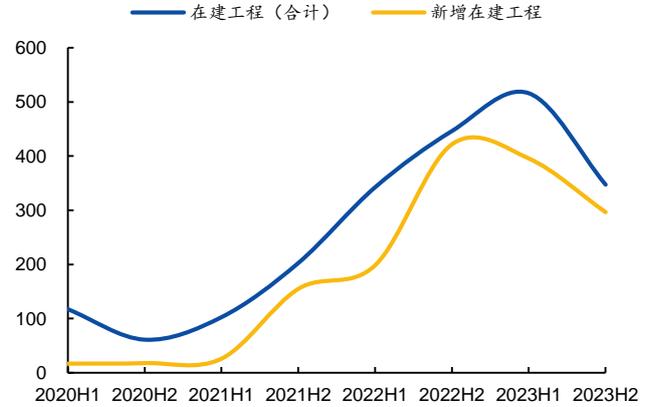
**资本支出方面公司建厂扩产高点已过，后续折旧压力有望持续减轻。**2021 至 2023 年上半年，为应对新能源汽车需求的迅猛增长，公司在期间进入产能快速扩张期。在 2022 年，公司成功投产了包括常州基地、江西抚州基地、合肥长丰一期、西安三期在内的多个新产能项目。目前，公司在国内已经完成了八大工厂的产能布局，国内整体规划产能高达 475 万辆。目前，公司的在建工程科目已从 2023 年上半年的 515.90 亿元迅速下降至 2023 年年末的 347.26 亿元。展望未来，随着公司产能扩张的高峰期渐趋尾声，公司未来折旧负担将逐步减轻，带动公司经营效率相应提升。

图 15: 公司 2020 至 2023 年 CAPEX 变化情况



资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

图 16: 公司 2020 至 2023 年在建工程与新增在建工程变化情况(单位: 亿元)



资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

### 销量逐年高增带动公司单车费用快速降低。

随着公司新能源车销量的逐年高增, 目前公司已成为我国 2023 年狭义乘用车与狭义新能源乘用车企业的“双料冠军”。至 2023 年, 公司新能源乘用车销售同比增长 62.2% 已达 301.3 万辆, 占据我国乘用车 11.8% 份额, 同时占据我国新能源乘用车 33.9% 份额, 规模优势显著。公司销量逐年高增同时也带动公司单车费用快速降低。其中:

**单车折旧方面:** 2020 至 2022 年期间, 伴随销量高速增长, 公司在单车折旧费用方面实现了显著的降低。2023 年 3 月, 公司基于对未来技术发展的审慎预判, 对会计估计进行了调整。鉴于新能源车技术的快速迭代, 以及部分机械设备的实际使用寿命可能短于原定的折旧年限, 公司决定将动力电池长期资产的折旧/摊销年限统一调整为 3 年, 并将机器设备的折旧年限区间调整为 3-12 年。这一变更导致公司在 2023 年度增加了 33.47 亿元的长期资产折旧/摊销费用。受此影响, 公司 2023 年的单车折旧费用从上年的同比水平提升 0.4 万元, 达 1.2 万元。与零跑、理想、赛力斯等新能源车领域的竞争对手相比, 公司的单车折旧金额暂时处于较高水平。我们预计, 随着公司销量的持续增长, 以及产能扩张高峰期的逐步结束, 公司的折旧负担将开始减轻。公司未来单车折旧金额有望快速下降, 并进一步提升成本效益和市场竞争能力;

**单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)方面:** 2020 至 2023 年, 公司单车四费整体呈现下降趋势, 与特斯拉、零跑、理想、赛力斯等新能源车领域的竞争对手相比, 公司凭借其在市场份额上的显著优势, 单车四费指标明显低于竞争对手。我们预计, 随着公司销量的持续增长, 规模效应逐步显现, 公司单车四费相比友商的优势有望持续扩大;

表 6：2023 年中国狭义新能源乘用车销量对比

厂商	批发销量(万辆)	同比	份额
比亚迪汽车	301.3	62.2%	33.9%
特斯拉中国	94.8	33.3%	10.7%
吉利汽车	48.7	48.3%	5.5%
广汽埃安	48.0	77.0%	5.4%
上汽通用五菱	44.3	-27.6%	5.0%
长安汽车	43.2	78.7%	4.9%
理想汽车	37.6	182.2%	4.2%
上汽乘用车	31.7	37.3%	3.6%

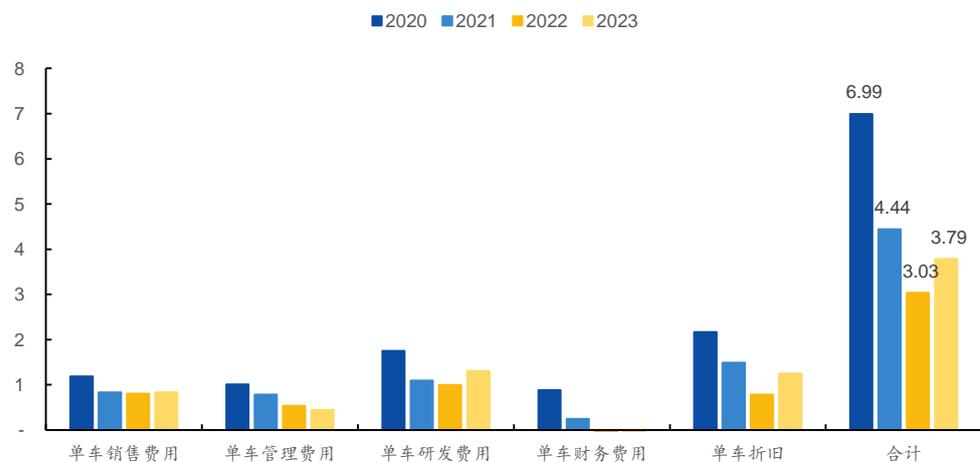
资料来源：乘联会，国元证券研究所

表 7：2023 年中国狭义乘用车销量对比

厂商	批发销量(万辆)	同比	份额
比亚迪汽车	301.3	61.8%	11.8%
一汽大众	185	2.7%	7.2%
奇瑞汽车	178.3	55.0%	7.0%
吉利汽车	168.7	17.7%	6.6%
长安汽车	159.2	15.5%	6.2%
上汽大众	121.5	-8.0%	4.8%
长城汽车	102.8	16.7%	4.0%
上汽通用	100.1	-14.5%	3.9%
上汽乘用车	96.5	16.6%	3.8%
广汽丰田	95.0	-5.5%	3.7%

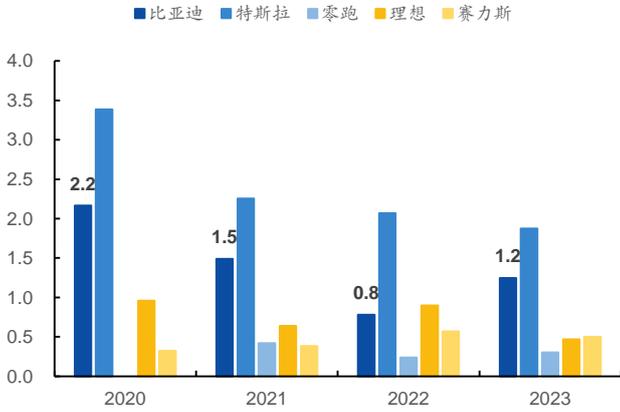
资料来源：乘联会，国元证券研究所

图 17：公司 2020 至 2023 年单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)与单车折旧情况(单位：万元)



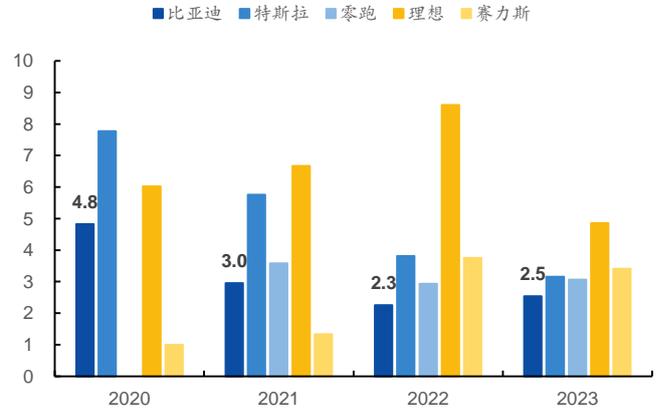
资料来源：公司公告，同花顺 iFind，国元证券研究所

图 18: 公司与新能源车竞争对手 2020 至 2023 年单车折旧对比(单位: 万元)



资料来源: 各公司公告, 同花顺 iFind, 汽车之家, 搜狐汽车, 国元证券研究所  
注: 选取 2024 年 6 月 14 日人民币兑美元汇率

图 19: 公司与新能源车竞争对手 2020 至 2023 年单车四费(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)对比(单位: 万元)



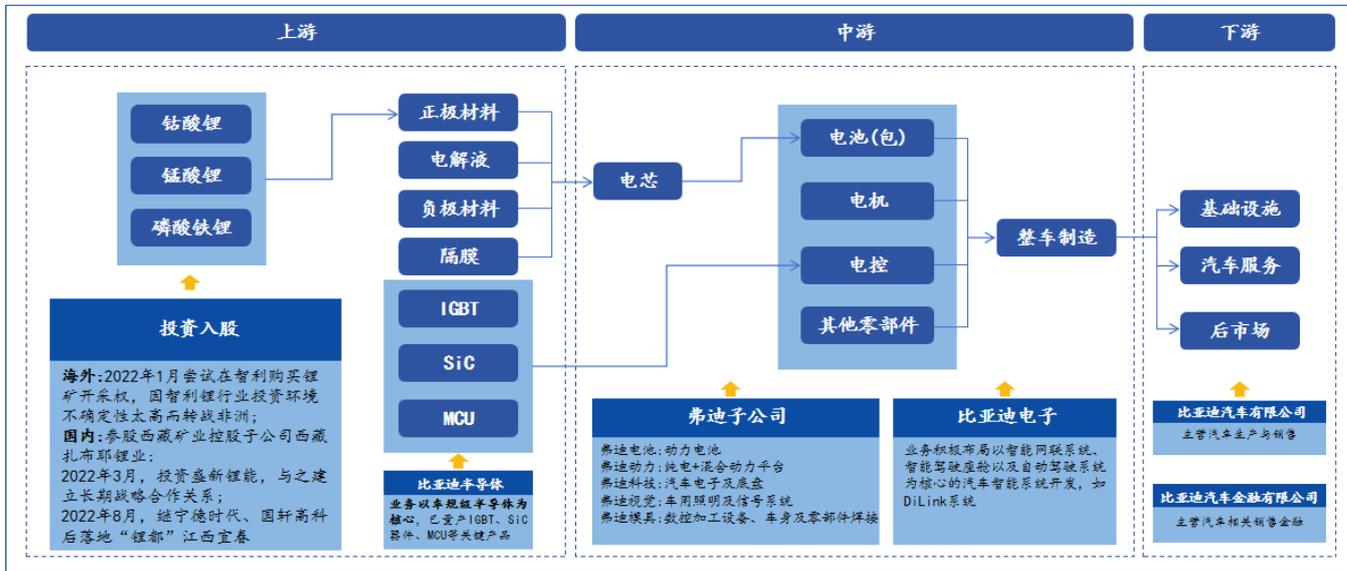
资料来源: 各公司公告, 同花顺 iFind, 汽车之家, 搜狐汽车, 国元证券研究所  
注: 选取 2024 年 6 月 14 日人民币兑美元汇率

## 2. 成本为盾，技术为矛，已实现全价格段布局

### 2.1 深度整合供应链，掌握 20 万元以下市场定价权

公司打通新能源车产业链，实现深度垂直整合。公司自创立之初就通过收购和自研，建立了一整套新能源汽车零部件生态。在上游，公司通过“投资入股”方式加强自身磷酸铁锂等原材料上的议价权，同时通过子公司比亚迪半导体实现了 IGBT、SiC、MCU 的自制；在中游，公司通过成立弗迪系及比亚迪电子等子公司来维持自供，同时市场化开展外供，削弱缺芯贵电的负面影响。自制零部件业务包括但不限于新能源三电系统、混合动力平台、整车电子、底盘、内饰、模具等多个领域；在下游，不同子公司承接、覆盖汽车销售及金融等领域，延长整个汽车生命周期。

图 20：公司新能源垂直整合供应链



资料来源: 亿欧智库, 国元证券研究所绘制

表 8：公司 2022 年与 2023 年出货量情况零部件

对应子公司	零部件	2022 年			2023 年		
		电池装机量(单位: 万件)	市场份额	同比增长	电池装机量(单位: 万件)	市场份额	同比增长
弗迪电池	电池	6.24	27.0%	179.7%	9.69	29.7%	55.4%
	PACK	162.81	31.1%	>500%	258.36	35.6%	58.7%
	BMS	161.17	30.8%	199.4%	258.47	35.7%	58.8%
弗迪动力	OBC	146.99	28.7%	223.1%	236.99	33.6%	61.2%
	驱动系统	88.69	24.6%	168.0%	150.74	27.6%	66.0%
	驱动电机	171.65	29.7%	194.1%	271.90	32.6%	58.5%
	驱动电机控制器	171.65	29.8%	194.1%	271.51	32.7%	58.3%
	DHT	/	/	/	120.21	44.2%	51.9%
	双电控	/	/	/	120.61	44.6%	52.4%
	发电机	/	/	/	120.36	41.2%	52.1%
比亚迪半导体	乘用车功率模块	117.27	22.9%	265.9%	232.44	28.9%	81.6%

资料来源: NE 时代新能源, 国元证券研究所

公司依托“袋鼠”发展模式, 打造同级别领先产品。智能电动车市场兴起之前, 传统汽车制造商相对依赖博世、大陆、采埃孚等国际 Tier1 巨头。在该模式下, 大型 Tier1 供应商掌握了较为强势的话语权, 而传统汽车制造商则更注重整车的制造与组装。

伴随着智能化、电动化的兴起，汽车的核心从过去的发动机、变速箱，变成了三电系统、软件、域控制器等。在这种巨变之中，变速箱、发动机等零部件的重要性大幅下降，博世、大陆等传统平台级一级供应商的大象转身，给了自主整车厂更多掌握产业链话语权的机会。公司早在 2007 年就前瞻性地提出了“袋鼠”企业发展模式，并开始布局新产业、新赛道的一体化产业构建。通过十余年的实践，公司目前已成功实现全产业链深度整合。“袋鼠”发展模式的核心包括：

- (1) **“自我奔跑”**：扩展新产业领域，建立完整一体化产业，实行“垂直整合”和“成本控制”战略，减少供应商中间环节，实现“降本增效”目的；
- (2) **“育袋”**：在拓展新赛道的同时，并未与存量断开联系，内部形成产业协同发展，各项相关业务发生聚合效应；
- (3) **“长腿”**：先进且特有的技术研发能力使公司在行业赛道上一骑绝尘。

**表 9：公司与竞争对手产业链整合情况对比**

车企	原材料		动力电池系统			电驱动系统			系统整合
	原材料	正负极材料	电芯	电池模组/包	BMS	电机	电控硬件(功率半导体)	电控软件	三电系统整合
奔驰	×	×	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
大众	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
丰田	×	×	×	✓	✓	×	×	✓	✓
上汽	×	×	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓
广汽	×	×	✓	✓	✓	×	×	✓	✓
长城	✓	×	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
<b>比亚迪</b>	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
特斯拉	✓	×	✓	✓	✓	✓	×	✓	✓
蔚来	×	×	×	✓	✓	✓	×	✓	✓

✓自研自建 ✓战略投资/合资合作 ×外部供应/财务投资

资料来源：BCG，国元证券研究所

**表 10：公司与竞争对手毛利率对比**

		2020	2021	2022	2023
新能源车企	比亚迪	19.4%	13.0%	17.0%	20.2%
	特斯拉	21.0%	25.3%	25.6%	18.3%
	零跑	-50.6%	-44.3%	-15.4%	0.5%
	理想	16.4%	21.3%	19.4%	22.2%
	赛力斯	4.6%	3.8%	11.3%	10.4%
传统强势车企	吉利	16.0%	17.1%	14.1%	15.3%
	长安	14.3%	16.6%	20.5%	18.4%
	长城	17.2%	16.2%	19.4%	18.7%
	上汽	10.8%	9.6%	9.6%	10.2%
	广汽	6.5%	7.9%	7.0%	6.9%

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司已逐步将产业链一体化优势转化为产品力优势。公司通过实现新能源汽车产业链的全覆盖，有效降低了原材料价格剧烈变化的风险，同时有效降低成本，提高生产效率，并因此拥有了一定的定价主动权。从公司营销策略与产品布局的角度来看，公司已通过其成本端与企业运营端优势转化为产品力优势。2024年2月，公司王朝/海洋系列在短短两周内密集投放五波荣耀版车型，包括秦 PLUS、驱逐舰 05、海豚、汉、唐以及宋 PLUS、宋 Pro，覆盖从 7.98 万元到 24.98 万元的小型、紧凑型以及中大型车市场，较冠军版起售价最高降低了 3 万元，实现了“加量还降价”。其中，秦 PLUS 荣耀版以“日系省油、德系驾驶、美系智能”的赞誉上市，首周便取得了 23590 辆的新车订单。此外，公司于 2024 年 5 月开启了基于全新混动平台 DM5.0 的全新车型序列的逐步上市。率先上市的比亚迪秦 L 与海豹 06 定位紧凑型级别，但车身尺寸和轴距已经是中型轿车水平。叠加同级领先的油耗、智能化与电气化水平，上市即取得了消费者的充分认可，在上市不到 2 周的时间已经累计 8 万台订单，在“油电同价”的基础上进一步升级为“电比油低”，充分体现了其对于 10 万至 20 万元细分市场志在必得的决心。

表 11：秦 L 与海豹 06 与竞品对比

	秦 LDM-i2024 款 80KM 领先型	海豹 06DM-i2024 款 1.5L80KM 豪华型	轩逸 2024 款经典 1.6LXECVT 舒适版	朗逸 2024 款 1.5L 自动得意版
上市时间	2024.05	2024.05	2024.01	2023.09
WLTC 综合油耗 (L/100km)	1.11	1.36	5.94	5.92
最大扭矩 (N·m)	210	210	155	141
长 (mm)	4830	4830	4631	4678
宽 (mm)	1900	1875	1760	1806
高 (mm)	1495	1495	1503	1474
轴距 (mm)	2790	2790	2700	2688
前轮距 (mm)	1620	1620	1540	1546
后轮距 (mm)	1620	1620	1540	1520
驾驶辅助影像	倒车影像	倒车影像	无	无
巡航系统	定速巡航	定速巡航	无	无
手机 App 远程控制	数字钥匙、车辆监控、远程控制、充电管理、服务预约	数字钥匙、车辆监控、远程控制、充电管理、服务预约	无	车辆监控、服务预约
车载智能系统	有	有	无	无

资料来源：懂车帝，国元证券研究所

## 2.2 通过构建技术鱼池塑造三大高端品牌

公司目前迎来发布新技术井喷期，推动品牌持续向上。自 2003 年收购西安秦川汽车以来，公司便全力以赴致力于插电式混合动力技术的研发。2008 年底，公司成功推出了磷酸铁锂电池、第一代双模技术 (DM)，以及全球首款插电式混合动力车型 F3DM，标志着公司在新能源汽车领域中处于暂时领先身位。此后公司分别于 2013 年、2018 年推出 DM2.0 与 DM3.0，实现插混技术的持续迭代与升级。步入 2020 年后，公司发

布新技术节奏不断加快。目前，公司已经构建了一个包含刀片电池、第五代 DM 混动技术、e 平台 3.0EVO、CTB 电池车身一体化技术、易四方技术平台、云辇智能车身控制系统、天神之眼等多项颠覆性技术及应用的技术鱼池。公司通过不断的技术创新，不仅为消费者带来了更加卓越的新能源汽车体验，也推动了比亚迪品牌的持续向上发展。

表 12：公司 2020 年至今新能源车创新技术梳理

技术分类	技术名称	技术发布时间	技术特点	技术适用范围
电动化布局	E 平台 3.0	2021 年 8 月	通过标配全球首创的八合一电动力总成，体积减小 20%，重量降低 15%，综合效率最大达 89%；行业首创的电驱升压快充技术，充电 5 分钟，最大行驶里程可达 150km；首创动力电池直冷直热技术，降低能量损耗，可将热效率最大提升 20%；宽温域高效热泵系统，通过创新高集成度热管理集成模块，充分利用环境热源和动力总成余热，实现-30°C到 60°C的宽域工作温度，冬季续航里程最大提升 20%；全新同步+异步四驱架构，带来四驱的动力两驱的能耗。	所有纯电架构车型
	刀片电池技术	2020 年 7 月	刀片电池是弗迪电池 2020 年推出的新一代碳酸铁锂电池，刀片状电池长度在 400mm-1200mm，扁平化的方形结构电池，通过阵列方式排布，大幅提升动力电池系统的各项性能，刀片电池拥有 600 多项专利。具有超级安全、超级强度、超级续航、超级功率、超级寿命五大优势。	所有车型
	CTB 电池车身一体化技术	2022 年 7 月	CTB 技术实现了车身与电池系统的高度融合。搭载 CTB 技术的纯电车型，车身扭转刚度可以超过 40,000N·m/°，正碰结构安全可提升 50%，侧碰结构安全提升 45%，实现了整车刚度和强度的提升。	所有车型
	易四方技术平台	2023 年 9 月	独创的四电机独立驱动架构，研制出高集成、高性能的双电机电驱总成。电机最高转速高达 20500rpm，峰值功率达 240kW，峰值扭矩为 420N·m，最高效率更是达到了惊人的 97.7%。此外全新一代的 SiC 电控技术，其最高效率可达 99.5%，已达到国际领先水平。	仰望 U8、U9
	E 平台 3.0EVO	2024 年 5 月	1) 采用十二合一智能电驱技术集群。公司称，电控最高效率高达 99.86%，系统综合效率 92%。同时量产了全球转速最高的驱动电机，转速可达 23000rpm。2) 支持智能升流快充技术，可将 250A 公共充电桩车端充电电流可提升至 400A，10%-80%SOC 充电时间缩短至 25 分钟。智能末端快充技术，可将 8%-100%SOC 充电时间缩短至 18 分钟；3) 全场景智能脉冲自加热技术，能将低温充电时间缩短 40%。其中，智能升压快充技术 100%兼容公共直流充电桩全电压平台。4) 采用 16 合 1 高效热管理集成模块，热管理功耗降低 20%；5) 前舱安全缓冲空间增加 100mm，实现正面碰撞安全性提升 60%，整车安全性能大幅提升；6) 全新 e 平台 3.0Evo 拥有 iTAC 智能扭矩控制系统，支持打滑识别，时间提前约 50ms，起步打滑转速降低约 40%，最大横摆角降低约 11.7%；	所有纯电架构车型
超级混动平台	DM-i 超级混动	2021 年 3 月	骁云-插混专用 1.5L 高效发动机，实现当时全球量产最高热效率 43.04%，颠覆性的采用了 15.5 高压压缩比，以电为主的架构，发动机做“减法”，聚焦工况热效率。超高效率的 EHS 电混系统，高度的集成化，相比第一代体积减小了 30%，重量也减少了 30%。同时动力电机采用了扁线设计，最高转速高达 16,000 转，峰值扭矩达到了 325Nm，峰值功率最高达到 160kW，电机最高效率达 97.5%，效率>90%占比 90.3%；电控综合效率高达 98.9%；	所有混合动力车型

	DM-p 王者混动	2022年6月	1) 动力超越：唐 DM-p 百公里加速快至 4.3s，汉 DM-p 更是做到了 3.7s，全面超越四驱燃油车；2) 安全超越：电四驱传递路径更短、电机毫秒级响应、采集更快、识别更精准等优势，全面超越了机械四驱的安全性；3) 脱困超越：传承了第一代唐 DM 电四驱理念，全新唐 DM-p 电四驱的通过性及脱困时间遥遥领先于机械四驱；4) 能耗超越：唐 DM-PNEDC 百公里亏电油耗低至 6.5L，汉 DM-p 更是低至 5.2L，满油满电综合续航里程均超过 1000km；	
	DMO 超级混动越野平台	2023年11月	全新混动非承载式架构以用户多元化需求为核心驱动，深度融合整车百余项性能，在大车架上集成越野专属双层刀片电池，首创新能源越野专属 CTC 电池底盘一体化技术，打破电池与底盘分立孤岛，实现了结构集成化、空间最大化。在 CTC 技术加持下，底盘空间利用率提升 49.7%，扭转刚度提升 38%，充分释放车内空间，全面提升底盘性能，真正实现集成魔法，体验乘法。	
	DM5.0 超级混动	2024年5月	1) 在技术层面，公司实现了全球最高发动机热效率 46.06%，在消费者感知层面，达到了全球最低亏电油耗 2.9L/100km 和全球最长综合续航 2100 公里；2) 搭载的插混专用高效发动机最高热效率突破 46.06%，让发动机的高效区工作占比更大。EHS 电驱系统的工况效率从 87.6% 提升至 92%，功率密度从 65kW/L 提升至 75kW/L；3) 专属设计功率型插混专用刀片电池，兼顾功率密度和能量密度。刀片电池能量密度提升 15.9%，放电倍率 16C，回馈倍率 5C，提升 20.3%；4) 通过深度集成 VCU/双电控/升压 DC/OBC/DCDC/PDU 这 7 大部件，实现器件复用、功能复用，同时可提升功率密度；	
智能化布局	云辇智能车身控制系统	2023年7月	通过全车超 50 个传感器，实现驾驶行为、车身、路面、云数据、系统等 5 大维度的一体化全方位感知。云辇预瞄通过双目立体成像技术、激光雷达等 ADAS 共享感知部件，具备路面特征识别全地形识别、障碍物测量等功能，实现探测距离 5-150 米，可测精度+3 毫米，特征识别率高达 99% 以上；云辇智算中心作为云辇的超强大脑，采用公司自主操作系统 BYDOS 作为软件底层，具备最佳控制策略的行云算法，配以多核高性能硬件处理能力，实现了智能决策控制；	中高端车型
	“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统	2023年7月	以“安全”为核心理念，依托公司卓越电子电气架构与全面的自主研发能力，为智能驾驶打造了整套系统级解决方案。该方案搭载了全球首个由整车厂自主设计、开发并生产的中央计算平台，运用公司自主研发的算法，实现了智能驾驶领域核心技术的全自主掌握。	售价 20 万以上车型
	璇玑电子电气架构	2024年3月	璇玑电子电气架构由一脑(中央大脑)、两端(云端 AI/车端 AI)、三网(车联网/5G 网/卫星网)、四链(传感链/控制链/数据链/机械链)组成。璇玑电子电气架构作为基础平台，能够支持各大主流芯片制造商所生产的芯片，通过软硬件解耦技术，实现算力动态部署。作为行业首个智电融合的智能架构，其可为汽车提供强大的平台基础，来满足未来智能驾驶、智能座舱、智能底盘、车联网等新功能的需求。	所有车型

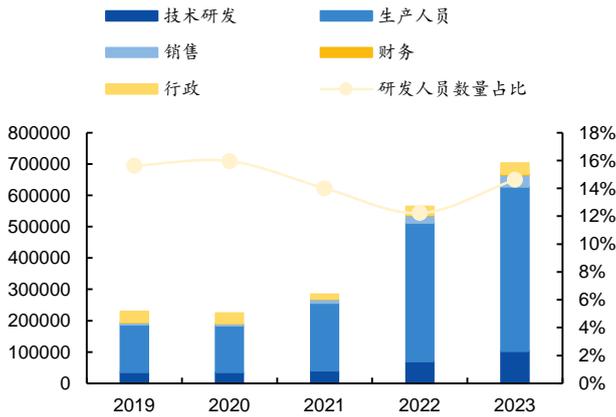
资料来源：经纬车语，公司公告，汽车之家，汽车动力总成，电车汇，搜狐汽车，国元证券研究所

**公司在技术创新上的不断突破源自领先全行业的研发投入。**在过去 21 年的发展中，公司已累计投入超过 1000 亿元人民币用于技术研发，并建立了 11 大研究院。截至 2023 年，公司在研开发工程师已超过 10 万人，已成为全球研发人员数量最多的汽车企业。从研发人员数量占总员工比重来看，尽管近两年公司各地产能大幅增长，公司研发人员占总员工的比重仍稳定在 15% 左右。在全球范围内，公司累计申请专利超过 4 万项，获得授权专利超过 2.8 万项。与国内其他汽车企业相比，公司 2023 年研发投入金额同比增长 97.39%，达 399.18 亿元，位列国内汽车行业第一，并几乎两

倍于第二名上汽集团。

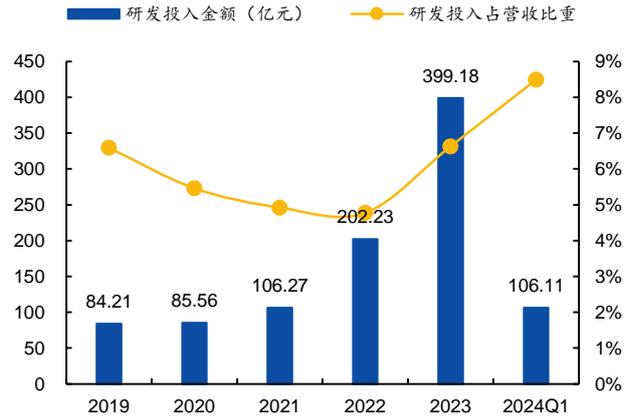
展望未来，公司将显著增强在智能驾驶技术领域的研发力度。在 2023 年的股东大会上，公司董事长王传福明确表示，目前公司已经集结了一支规模达到四千至五千名研发人员的精英团队，专注于智能驾驶技术的研究与开发。此外，公司宣布未来将投入高达 1000 亿元人民币，以促进智能驾驶技术的持续创新和关键突破，并且引领行业迈向更高层次的发展。

图 21：2019-2023 年人员结构及占研发人员占比变化情况



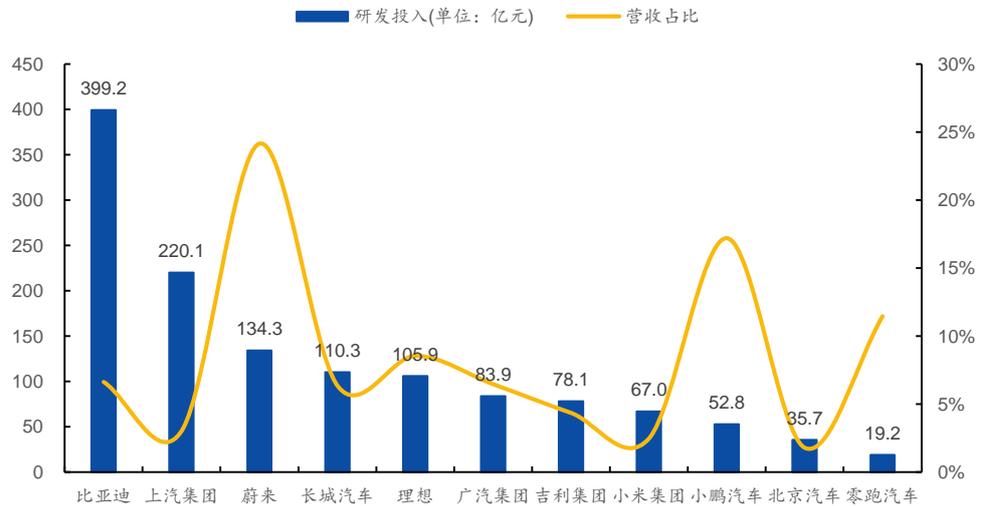
资料来源：同花顺 iFind，公司公告，国元证券研究所

图 22：2019-2024Q1 公司研发投入金额及占营收比重情况



资料来源：同花顺 iFind，公司公告，国元证券研究所

图 23：2023 年中国车企研发投入情况排行



资料来源：易车榜，国元证券研究所

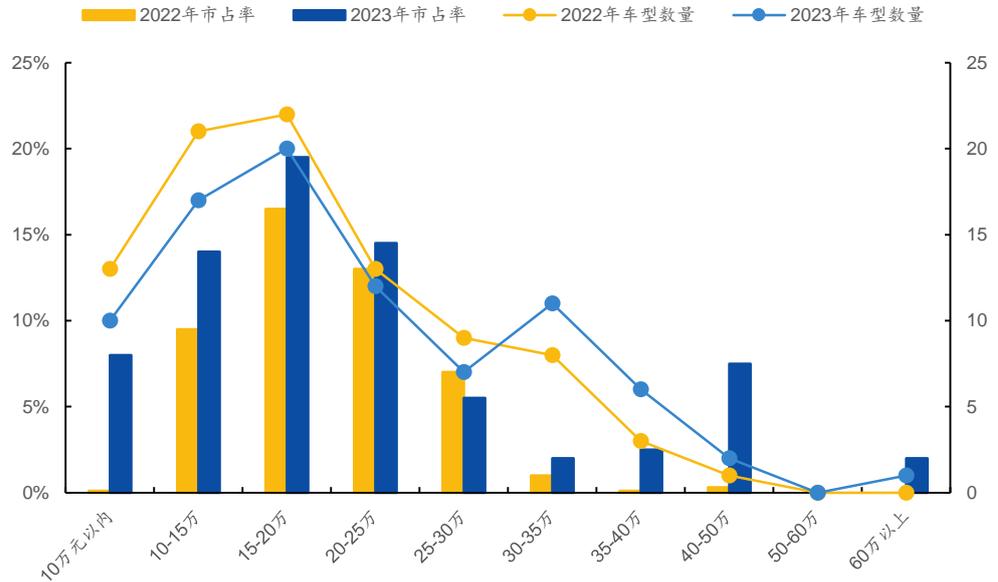
公司通过创新技术赋能实现品牌力持续升级，目前已形成腾势、方程豹、仰望三大高端子品牌布局：

**其中腾势品牌定位为新豪华科技品牌：**公司早在 2010 年就与奔驰展开合作并成立了新能源汽车高端品牌腾势。2021 年，公司与奔驰签订了股权收购协议并且获得了腾势的主导权。获得主导权后，腾势品牌凭借 DM-i 超级混动技术与刀片电池等革命性技术赋能，同时结合对产品精准而卓越的定义，成功引领了国产汽车品牌的高端化进程，实现了品牌价值与市场竞争力的双重飞跃。2023 年，腾势子品牌以年销 11.39 万辆占据我国乘用车市场 3.04% 的市场份额，并较上年增长了 2.83%，已超越传统豪华品牌捷豹路虎、林肯、凯迪拉克，与沃尔沃比肩。若进一步从品牌成交均价来看，腾势是目前自主车企中唯一一个年销量突破 10 万辆，且均价高于 40 万元的新能源汽车品牌。

**方程豹定位为个性化品牌：**公司于 2023 年推出了个性化品牌方程豹作为全新品牌序列，产品矩阵涵盖硬派 SUV 和跑车在内的多种产品。其首款产品方程豹豹 5 则是基于创新的 DMO 混动专用非承载式车身平台精心打造。DMO 超级混动平台赋予了方程豹豹 5 强劲的性能参数，包括了 505kW 动力组合、32000N 牵引力、100 公里纯电续航和低至 8-9L/百公里的油耗，以及超强的越野性能。方程豹豹 5 上市 72 小时就已获得 10,623 台大定订单。

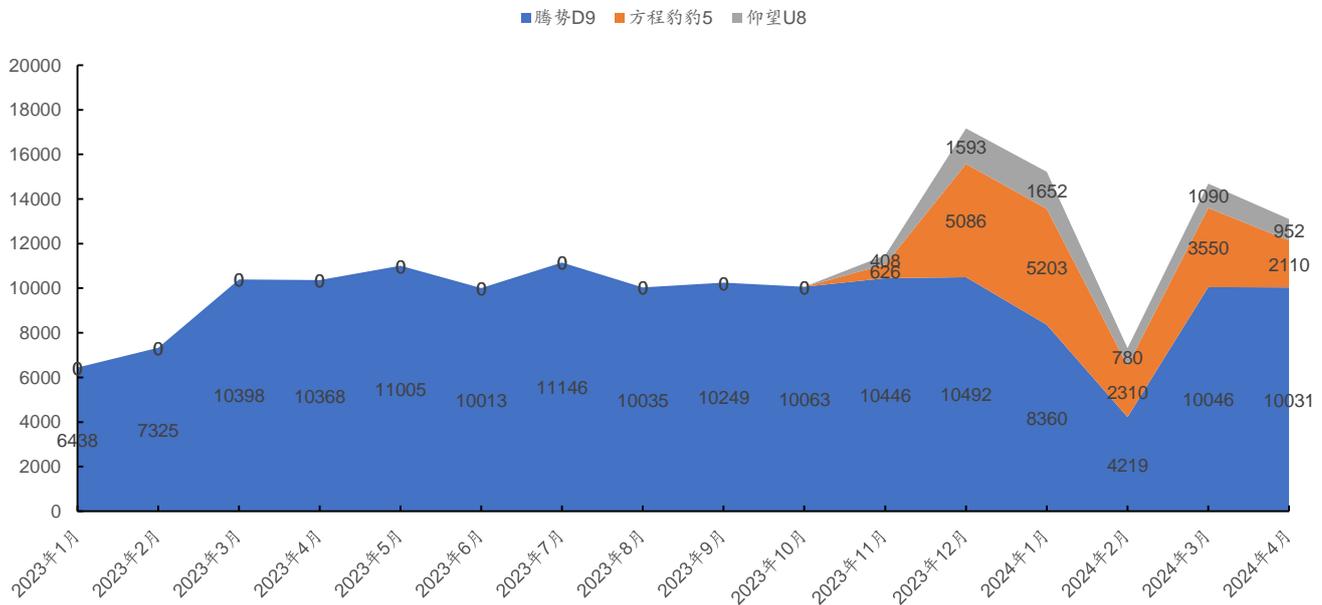
**仰望则主打 50 万元以上市场：**仰望品牌作为公司旗下的旗舰之作，承载着公司最尖端科技的集大成者。首发车型仰望 U8 以其突破性的“易四方”四电机独立驱动技术，颠覆了传统汽车的性能界限，赋予了驾驶者前所未有的能力，可实现慢速原地掉头与高速爆胎情况下的稳定操控等独有功能。此外仰望 U8 还搭载了云辇技术中的顶级配置“云辇-P”，从而实现了每个悬架系统的精细控制，在与智能驾驶技术融合后更是让车辆的响应性和舒适性达到了新的高度。在辅助驾驶过程中，系统能够根据车辆的行驶轨迹、转弯的方向和角度，智能调节悬架的阻尼和刚度，为乘客带来更加平稳、舒适的乘坐体验，大幅减少旅途中的眩晕感。2023 年，仰望 U8 自交付以来，在不到两个月的时间内，便以百万元的高端定价，实现了近 2000 辆的终端销量。这一成绩不仅打破了自主品牌在高端市场的售价天花板，更成功跻身国内 60 万元以上车型销量排行榜的第九位，彰显了仰望品牌在高端汽车市场的强劲竞争力和市场对公司高端化战略的广泛认可。仰望 U8 的成功，标志着公司在全球高端汽车领域占据了一席之地，为国产汽车品牌的向上突破树立了新的标杆。

图 24：202-2023 年公司在各价位段市占率与车型数量变化情况



资料来源：盖世汽车研究院，国元证券研究所

图 25：2023-2024 年 4 月腾势 D9、方程豹豹 5、仰望 U8 销量走势情况(单位：辆)



资料来源：车主之家，国元证券研究所

### 3. 把握时代机遇，公司出海迎来高速发展期

#### 3.1 中国汽车工业成功把握时代机遇，全球化进程持续加速

近几年我国汽车出海实现跨越式的增长。近年来，中国自主品牌汽车在智能化、电动化、研发/生产、产业链整合等方面已获得长足进展。此外，随着碳中和进程加快，我国加大对自主品牌和新能源汽车的扶持力度，为中国自主品牌车企出海提供强大动力。虽然我国汽车出海面临众多困难和挑战，但是疫情下全球市场供给不足、国际形势动荡等因素，为我国汽车出海实现跨越式的增长提供了契机。同时在国内市场持续的价格战与“内卷”之后，中国乘用车产品从产品力与价格竞争力角度迎来了全球化的领先时刻。举例来看，比亚迪元 PLUS (ATT03) 国内售价为 11.98-14.78 万元，而同款车型的海外市场售价则为 3.8 万欧元，换算成人民币为 29.0 万元。

表 13: 部分国产乘用车产品海外售价与国内售价差异

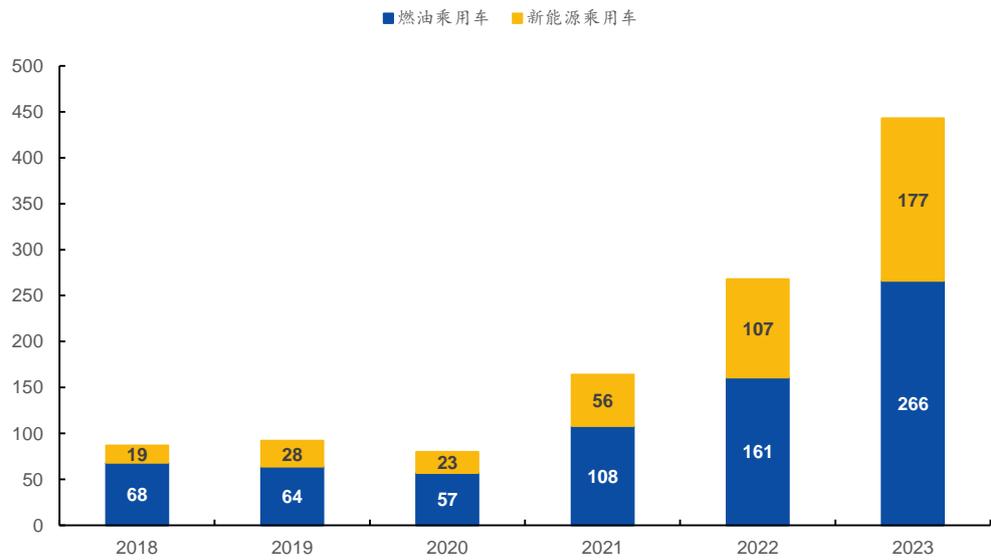
品牌	车型	动力形式	国内市场售价	海外市场售价
	奇瑞 Tiggo7(瑞虎7)	燃油	7.79 万-14.99 万元	24.8 万-26.4 万 (320.0 万-340.0 万卢布)
	长城 Jolion(哈弗初恋)	燃油	7.89 万-11.29 万	7.8 万-23.3 万元 (100.9 万-299.9 万卢布)
	吉利 Goolray(缤越)	燃油	6.38 万-10.78 万元	20.1 万-22.7 万元 (259.5 万-293.5 万卢布)
	BYDATT03(元 PLUS)	纯电	11.98 万-14.78 万元	29.0 万元 (3.8 万欧元)
	BYDHAN(汉)	纯电	17.98 万-24.98 万元	50.5 万元 (7.2 万欧元)
	MG4EV(名爵4)	纯电	13.98 万-18.68 万元	28.9 万-43.4 万元 (4.0 万-6.0 万美元)

资料来源：晚点 Auto, 国元证券研究所

**2023 年中国汽车超越日本成为世界第一出口国。**2023 年中国乘用车出口 443 万辆，同比增长 65.3%，并且超越日本，成为世界第一出口国。其中燃油车主要增量贡献来源为俄罗斯市场，在俄乌冲突以及西方传统车企纷纷退出俄罗斯市场的大背景下，我国燃油车在俄罗斯实现全年同比增长 556%，达 75.58 万辆。受俄罗斯车市高速增长

带动，2023年我国燃油车出口实现同比增长65.2%，全年累计达到266万辆。而我国新能源乘用车2023年出口同比增长65.4%，全年累计达到177万辆。主要出口市场分别为比利时、泰国、英国、西班牙、澳大利亚、巴西等国。其中比利时则主要作为中国乘用车出口欧洲的重要门户，在一定程度上承担着将车向欧洲其他国家运输、分销的作用。目前，我国新能源乘用车出口变化情况主要受到出口目的国对于纯电车与混合动力车型在补贴、税收、合规等方面的政策变化影响。根据各国对新能源汽车产业发展扶持力度来看，我国新能源汽车有望在南美、东盟以及欧盟等地区实现新能源汽车产业链的加速“出海”。

图 26：2018-2023 年我国燃油乘用车与新能源乘用车出口情况(单位：万辆)



资料来源：乘联会，国元证券研究所

表 14：2023 我国乘用车整车出口前十国家及我国乘用车整车出口合计(单位：万辆)

乘用车整车			新能源乘用车整车		
国家	累计出口	YoY	国家	累计出口	YoY
俄罗斯	75.58	556%	比利时	19.80	0%
墨西哥	34.62	66%	泰国	16.04	101%
比利时	21.21	4%	英国	13.92	28%
英国	20.21	43%	菲律宾	11.61	69%
澳大利亚	18.6	45%	西班牙	9.70	123%
沙特	18.31	-10%	澳大利亚	8.91	113%
泰国	16.54	94%	巴西	6.82	449%
菲律宾	15.01	21%	印度	5.91	0%
阿联酋	14.61	74%	荷兰	5.80	235%
西班牙	13.65	149%	以色列	5.25	33%
<b>乘用车整车出口合计</b>	<b>440.55</b>	<b>56%</b>	<b>乘用车整车出口合计</b>	<b>173.01</b>	<b>60%</b>

资料来源：乘联会，国元证券研究所

**表 15：部分国家新能源汽车相关税收优惠及购车补贴**

国家	税收优惠	购车补贴
德国	2025 年 12 月 31 日前注册的纯电动汽车和氢燃料电池汽车可享有 10 年免征机动车税，免税期至 2030 年 12 月 31 日；对二氧化碳排放量 $\leq 95$ 克/公里的车辆免征年度流通税；	售价低于 4.5 万欧元的纯电车型补贴 4500 欧元，2024 年底结束；
英国	对于使用纯电动汽车和低排放车型(二氧化碳排放量低于 75 克/公里)的企业实行优惠税率；	适用于企业的电动汽车充电设施安装补贴，最高可覆盖 75% 的费用，每个插头最高可获得 350 英镑的补贴(最多 40 个)
法国	部分地区为新能源汽车(即 BEV、HEV、CNG、LPG 和 E85 车型)免征全部或者 50% 的税费；对纯电、燃料电池和插混(续航 50km 以上)的车型免除基于质量的高排放税；	目前向符合条件的电动汽车提供 5,000 至 7,000 欧元的现金补贴，以推动电动汽车在法国的普及，每年的补贴总成本为 10 亿欧元
意大利	针对个人购买者，纯电动汽车自首次使用日起 5 年内免税，期满后按照同等汽油车税的 25% 进行纳税，混合动力汽车车型征收最低税率	购买车辆时，售价 $\leq 3.5$ 万欧元(含增值税)且二氧化碳排放量 $\leq 20\text{g/km}$ 的纯电动汽车和插电式混合动力汽车，补贴 3000 欧元；售价 $\leq 4.5$ 万欧元(含增值税)且二氧化碳排放量在 21-60g/km 的 BEV 和 PHEV 车型，补贴 2000 欧元(报废旧车可补贴 4000 欧元)。
巴西	新能源电动车、混合动力汽车及充电桩的工业产品税(IPI)、进口税(II)、车辆所有权税(IPVA)、增值税(ICMS)均远低于传统汽车税率；	巴西政府为新能源电动车的研发投入提供了最高达到 1.5% 的税收抵免，为新能源电动车的生产投入提供了最高达到 12% 的税收抵免，为新能源电动车的销售提供了最高达到 10,000 雷亚尔(约合 1,800 美元)的现金补贴；
泰国	2024 年至 2027 年，消费税将从 8% 降至 2%，2024 年至 2025 年进口汽车的进口关税上限为 40%。	电池容量为 50kWh 或以上的汽车，2024 年可获得 10 万泰铢的补贴，2025 年可获得 7.5 万泰铢的补贴，2026-2027 年可获得 5 万泰铢的补贴；
美国	针对符合条件的纯电车型可以得到最高 7500 美元的联邦电动汽车税收抵免；	/

资料来源：盖世汽车，中国汽车报，AutoThai，找展会，新出行，国元证券研究所

**关税不会构成我国新能源出口主要矛盾。**除美国市场以外，综合分析我国新能源车主要出口地区，可以主要分为两大类，一类是亚太地区，主要出口目的国均已与我国签订贸易协定并实现了关税的减免；一类是仍然存在关税壁垒且关税额仍然可能会伴随地方贸易保护主义强化而增加的地区，例如南美与欧洲地区，公司与其他国内头部整车厂可选择属地化建设产能的方式实现关税的规避。

**针对亚太地区：**我国与东盟国家签订了多边自由贸易协定《中国-东盟全面经济合作框架协议》，并与 10 多个国家签订了《区域全面经济伙伴关系协定(RCEP)》，澳大利亚、日本、菲律宾、马来西亚等国因此对产自中国的汽车减免关税，或者施行零关税政策；

**针对欧洲地区：**目前，欧盟委员会已于 2024 年 6 月 12 日宣布，将从 2024 年 7 月开始将对上汽、比亚迪、吉利等三家被抽样的中国生产商征收的额外税率，除上述三家被抽查的企业外，欧盟还计划对于中国其他电动汽车生产商征收加权平均 21% 关税。实际上，中国头部车企已前瞻性开启了欧洲地区属地化产能布局，并有望借助该方式实现对于关税的规避。目前，中国的主要汽车制造商已经明确表示了在欧洲建立生产基地的意向。上汽集团的欧洲工厂选址工作正在积极推进中；比亚迪在匈牙利建立了首个电动车生产基地后，于 5 月宣布计划在欧洲增设第二家装配厂；吉

利汽车旗下的沃尔沃品牌也宣布了其在 2025 年前在欧洲建设第三座汽车工厂的计划，目标是将欧洲的总产能提升至 120 万辆；

**针对除美国外美洲地区：**目前中国乘用车美洲主要出口国例如巴西、墨西哥等均设置了相对较高的关税，其中巴西自 2024 年 1 月以来恢复了对电动汽车的进口关税，对纯电动汽车关税调整为 10%，并将在今年 7 月增至 18%，2026 年 7 月将达到 35%。混合动力汽车的进口税在今年年初为 15%，7 月份将升至 25%，到 2026 年 7 月将达到 35%，而墨西哥目前关税高达 20%。目前，包括比亚迪等国产头部整车厂则选择通过建设属地化产能从而规避当地关税。

**表 16：部分国家汽车关税税率梳理**

进口国 \ 出口国	中国	巴西	日本	德国	澳大利亚	美国	墨西哥	泰国
中国	-	10%-15%	0%	10%	0%	100.0%	20%	0%
巴西	15%	-	0%	10%	5%	2.5%	20%	80%
日本	15%	10%-15%	-	3.8%	0%	2.5%	20%	0%
德国	15%	10%-15%	0%	-	5%	2.5%	0%	80%
澳大利亚	15%	10%-15%	0%	10%	-	2.5%	20%	0%
美国	15%	10%-15%	0%	10%	0%	-	0%	80%
墨西哥	15%	10%-15%	0%	10%	0%	2.5%	-	80%
泰国	15%	10%-15%	0%	10%	0%	2.5%	20%	-

资料来源：经济观察报，晚点 AUTO，中华人民共和国商务部，国元证券研究所

注：未考虑 6 月 12 日欧盟委员会对部分中国品牌的电动汽车施加的额外关税

### 3.2 “产能出海”与“舰队出海”双管齐下，公司出海迎来高速发展阶段

公司出海主要分为三个阶段：

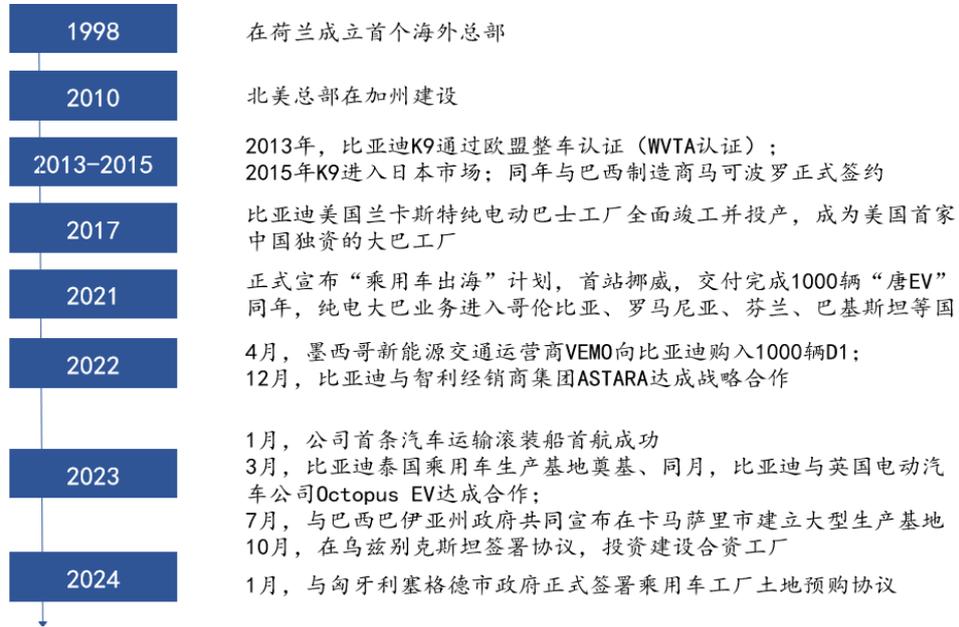
**试水阶段(1998-2010 年)：**早在 1998 年，公司在荷兰鹿特丹成立了第一家海外分公司兼欧洲总部，主推电池、电子业务。1999 年，公司成立北美分公司，开始进入美国市场，并且于 2010 年正式在加州洛杉矶建立北美地区总部。海外分布的陆续设立，构成了公司海外经验的基础，不仅为公司建立了海外人才储备，也在海外打响了比亚迪的品牌；

**新能源商用车出海阶段(2010-2020 年)：**2010 年，公司提出了“城市公共交通电动化”战略，开始在全球范围内推广新能源公交车、出租车。2013 年公司的电动大巴产品 K9 首次通过欧盟整车认证(WVTA 认证)，并且相继获取荷兰、英国、美国、日本等国电动大巴定点，截至 2023 年底，比亚迪全球累计交付纯电动商用车超过 8.8 万辆；

**开启乘用车出海阶段(2021 年至今)：**2021 年 5 月，公司正式宣布“乘用车出海”计划，首站选择挪威，并于同年完成了 1000 辆“唐 EV”的交付。公司以挪威为起点，公司的“乘用车出海”就此开启，随后仅通过不到 3 年的时间，就已进入德国、日本、法国、巴西、澳大利亚、阿联酋等海外 59 个国家及地区，超 400 个城市，并在多个市场取得佳绩。在销售体系方面，公司则是通过与当地老牌经销商合作搭建销

售网络，经销商提供的本地化销售和服务体系可以有效帮助公司进入特定市场后实现迅速扩张。

图 27：公司出海大事记梳理



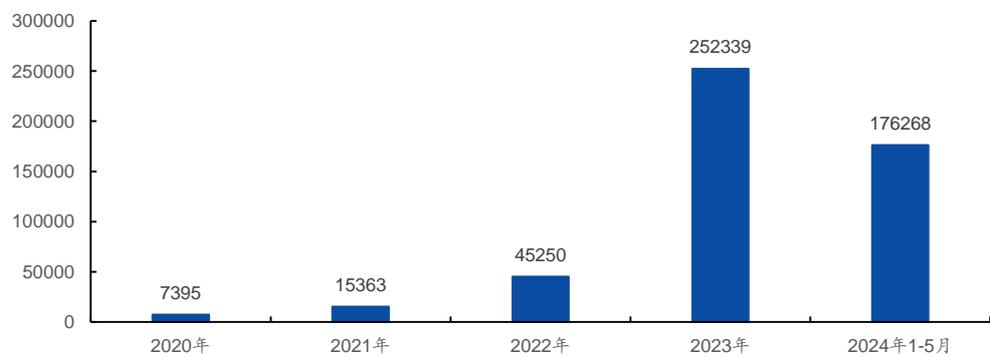
资料来源：懂车帝，易车，公司官网，公司公告，国元证券研究所

表 17：公司海外销售渠道梳理

	市场数量	产品矩阵	表现最好市场
欧洲	15	汉、海豚、Atto3、宋 Plus、海豹、腾势 D9	德国
亚太	16+	汉、海豚、Atto3、唐、海豹、e6、T3	泰国
美洲	14+	汉、海豚、Atto3、唐、海豹、D1、秦 PlusDM-i、宋 Plus、T3、Shark	巴西
中东&非洲	8+	汉、海豚、Atto3、唐	以色列

资料来源：公司官方微信，汽车之家，ForceInstitute，国元证券研究所

图 28：2020-2024 年 1-5 月公司汽车出口销量(单位：辆)



资料来源：聚汽观察，公司公告，中国汽车流通协会，国元证券研究所

公司通过“产能出海”与自建“出海舰队”的方式支撑海外对新能源车日益增长的需求。2023年3月，比亚迪泰国乘用车生产基地奠基，标志着公司从“产品出海”正式转变为“产业链出海”。进入2024年，公司的步伐愈发坚定和迅速。预计到2024年，公司将迎来海外投产的高峰时期。目前，比亚迪与乌兹别克斯坦本土汽车制造商 UzAuto 合资建立的工厂已经正式投产。此外，泰国工厂与巴西工厂均计划于2024年下半年正式投产，产能面向东南亚与南美洲地区。除目前已动工产能外，比亚迪印度尼西亚与匈牙利工厂已签订土地投资协议，且即将于今年正式动工。另外，公司已经启动了墨西哥工厂的可行性研究，并正在与墨西哥官员就包括建厂地点在内的条款进行谈判。根据梳理公司海外已规划产能达110万辆。在整车出口方面，公司则主要选择自购汽车运输船的方式实施运输，以满足自身海外快速扩张带来的运输需求。公司已向国内多家船厂递交了订单，并拟在2025年前后陆续交付使用8艘大型汽车运输船。公司通过自建运输体系的方式有效提高公司在供应链管理中的控制力和灵活性，在市场需求波动或出现运输瓶颈时，公司能够更快地做出调整，保证供应链及运输成本的稳定性。同时通过自建船舶的方式使公司能够根据电动汽车的特点定制船舱设计，提高运输的效率和安全性。

**图 29：公司“EXPLORERNO. 1”汽车运输滚装船于2024年1月交船**



资料来源：公司官方公众号，国元证券研究所

## 4. 投资建议

**汽车、汽车相关及其他产品：**经复算公司以前年度数据，我们发现公司汽车、汽车相关及其他产品业务营业收入主要由整车制造业务贡献。结合未来几年我国新能源汽车快速发展态势，同时考虑到公司目前正处于全球化高速扩张阶段，我们预计公司将依托技术优势与市场声量优势，实现国内与全球市场份额的持续提升。预计2024-2026年公司汽车销量分别为400.67/494.25/563.96万辆，对应增速分别为32.48%/23.35%/14.10%；其中2024-2026年公司汽车海外销量分别为51.39/82.10/123.05万辆，对应增速分别为108.98%/59.76%/49.87%；因此，我们

预计公司 2024-2026 年公司汽车、汽车相关及其他产品业务营业收入分别为 6811.46/8996.43/10715.23 亿元，对应增速分别为 40.89%/30.61%/20.44%；

**手机部件及组装等：**公司在北美大客户业务进展顺利，伴随消费电子行业复苏和新能源汽车业务持续发展，业绩有望持续保持增长；此外，随着公司成功完成对 Juno Newco 相关业务的收购，将为公司的中长期稳健增长注入强劲动力。我们预计公司 2024-2026 年公司手机部件及组装等业务营收分别为 1482.22/1600.79/1728.85 亿元，对应增速分别为 25.00%/8.00%/8.00%；

表 18：公司 2024-2026 年销量预测(单位：辆)

总销量	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
纯电乘用车销量	911,140	1,574,822	1,874,836	2,145,645	2,394,182
yoy	184.00%	80.00%	19.05%	14.44%	11.58%
插混乘用车销量	946,239	1,438,084	2,118,092	2,780,931	3,227,144
yoy	246.70%	72.00%	47.29%	31.29%	16.05%
新能源商用车	6,115	11,511	13,813	15,885	18,268
yoy	-39.10%	100.00%	20.00%	15.00%	15.00%
合计销量(辆)	1,863,494	3,024,417	4,006,741	4,942,461	5,639,594
yoy	152.00%	62.30%	32.48%	23.35%	14.10%
<b>其中：出海</b>					
乘用车出口	55,916	242,765	509,807	815,690	1,223,536
yoy	307.20%	334.16%	110.00%	60.00%	50.00%
商用车出口	2,060	3,148	4,092	5,320	6,916
yoy	/	52.82%	30.00%	30.00%	30.00%
合计出口	57,976	245,913	513,899	821,011	1,230,452
yoy	/	324.16%	108.98%	59.76%	49.87%

资料来源：公司公告，车主之家，电动汽车观察家，客车信息网，国元证券研究所

**表 19：公司 2024-2026 年分业务营业收入与毛利率预测 (单位：百万元)**

营业收入	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车、汽车相关及其他	483,453.32	681,145.98	889,642.96	1,071,522.83
增长率	48.90%	40.89%	30.61%	20.44%
毛利率	23.02%	23.02%	22.36%	22.91%
手机部件及组装等	118,576.91	148,221.14	160,078.83	172,885.13
增长率	20.00%	25.00%	8.00%	8.00%
毛利率	8.78%	8.78%	9.30%	9.60%
其他	285.13	299.39	314.36	330.07
增长率	-48.57%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	17.15%	17.15%	17.15%	17.15%
<b>合计</b>	<b>602,315.36</b>	<b>829,666.50</b>	<b>1,050,036.15</b>	<b>1,244,738.04</b>
<b>增长率</b>	<b>42.04%</b>	<b>37.75%</b>	<b>26.56%</b>	<b>18.54%</b>
<b>毛利率</b>	<b>20.21%</b>	<b>20.02%</b>	<b>20.88%</b>	<b>21.18%</b>

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

综合考虑公司发展情况，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 394.79/548.30/684.21 亿元，同比增长 31.42%/38.89%/24.79%，对应 PE18.48x/13.31x/10.67x。

**表 20：公司盈利预测**

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424060.64	602315.35	829666.51	1050036.14	1244738.04
收入同比(%)	96.20	42.04	37.75	26.56	18.54
归母净利润(百万元)	16622.45	30040.81	39478.66	54830.49	68421.25
归母净利润同比(%)	445.86	80.72	31.42	38.89	24.79
ROE (%)	14.97	21.64	23.37	25.85	26.46
每股收益(元)	5.71	10.32	13.56	18.83	23.50
市盈率(P/E)	43.90	24.29	18.48	13.31	10.67

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司是我国及全球新能源车领导者，我们选取宁德时代、长安汽车、长城汽车作为可比公司，2024-2026 年可比公司 PE 均值分别为 17.92x/14.48x/12.19x。经研究，我们认为公司拥有以下优势：成本方面，公司通过实现产业链深度垂直整合实现降本增效，并因而拥有 6-20 万元乘用车市场定价权；市场声量方面，公司占我国 2023 年新能源狭义乘用车批发市场 33.9% 市场份额，品牌认知的领先将在市场进入大众渗透的成熟阶段时，进一步放大公司的核心竞争优势。出海方面，公司在“自建舰队出海”与“产能出海”等布局方面拥有身位优势，公司出海迎来高速扩张阶段。随着公司在 2024 年核心产品线逐步升级为 DM 5.0 与 e3.0 EVO，同时伴随公司一系列高端豪华车型的陆续推出，我们预计公司盈利能力将逐步提升。我们认为公司相对于三家可比公司 2024 年一致性预期 PE 平均值应享受 30% 估值溢价。对应目标市值

9196.16 亿元，较当前市值增幅空间 26.02%。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 21：可比公司估值(单位：百万元)

代码	名称	市值	归母净利润				PE			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
300750.SZ	宁德时代	814,483.15	44,121.25	48,810.92	58,435.26	68,662.62	18.46	16.69	13.94	11.86
000625.SZ	长安汽车	138,742.87	11,327.46	8,795.41	11,079.33	13,224.71	12.25	15.77	12.52	10.49
601633.SH	长城汽车	221,919.42	7,021.56	10,421.44	13,066.20	15,618.24	31.61	21.29	16.98	14.21
	平均值						20.77	17.92	14.48	12.19

资料来源：wind，国元证券研究所，市值数据为 2024 年 6 月 21 日收盘值，净利润预测为 wind 一致性预期

## 5. 风险提示

### 新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险

截至 2024 年 5 月，我国乘用车的新能源渗透率达到了 47%，我们预计新能源车增长的高峰期已过。新能源汽车行业增速放缓可能引发一系列连锁反应，增加行业内的竞争压力。首先，随着市场增长的减缓，企业间为争夺有限的市场份额可能会加剧价格战，压缩利润空间。其次，消费者对新能源汽车的选择可能更加挑剔，对性能、价格和服务的要求提高，迫使企业必须提供更具竞争力的产品和服务，从而进一步降低整车制造商整体的盈利能力。若行业竞争不断加剧，公司盈利能力将承压。

### 海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险

2024 年一季度，除美国新能源渗透率仅同比提升 0.5pcts，而德国、瑞典、意大利、韩国等国家出现了新能源渗透率负增长，因此海外各国渗透率的缓慢增长可能使公司在海外销量无法达到既定目标。同时，美国、欧盟等重要汽车市场均在 2024 年第二季度宣布将提高从我国出口的电动汽车的关税税率。此外，目前中国乘用车重要出口国例如巴西、墨西哥等均设置了相对较高的关税，其中巴西自 2024 年 1 月以来恢复了对电动汽车的进口关税，并宣布将在未来一段时间逐步提高关税。尽管公司采取了本土化建厂策略以规避关税问题，但在全球贸易环境中，仍需密切监控除关税提升之外，其他国家可能设立的贸易壁垒，如非关税壁垒和其他保护主义措施，以确保公司能够灵活应对各种潜在的市场准入挑战。

### 公司智能化业务发展不及预期风险

目前新能源汽车的竞争趋势已从电气化主导的上半场逐步向智能化主导的下半场演进。目前，公司已充分认识到智能化业务在未来竞争中的重要性，公司董事长王传福明确表示，目前公司已经集结了一支规模达到四千至五千名研发人员的精英团队，专注于智能驾驶技术的研究与开发。此外，公司宣布未来将投入高达 1000 亿元人民币，以促进智能驾驶技术的持续创新和关键突破。但若公司智能驾驶技术的研究与

开发不及预期，公司存在因智能化领域短板导致产品竞争力不足的风险。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	240803.51	302121.45	407278.51	495258.77	562199.49
现金	51471.26	109094.41	149339.97	178506.14	199158.09
应收账款	38828.49	61866.02	84214.31	104167.44	120914.27
其他应收款	1910.01	2757.91	4408.52	5034.82	6106.91
预付账款	8223.57	2215.41	8585.92	11332.84	10200.14
存货	79107.20	87676.75	119805.69	147361.72	172021.98
其他流动资产	61262.98	38510.95	40924.09	48855.81	53798.09
<b>非流动资产</b>	253057.14	377426.22	457018.82	524237.39	607403.35
长期投资	15485.40	17647.21	17647.21	17647.21	17647.21
固定资产	131880.37	230903.82	285935.70	331918.29	383569.10
无形资产	23223.50	37236.26	41646.41	46735.76	53181.79
其他非流动资产	82467.87	91638.93	111789.50	127936.13	153005.25
<b>资产总计</b>	493860.65	679547.67	864297.32	1019496.15	1169602.84
<b>流动负债</b>	333344.56	453666.67	611943.29	720935.13	823792.07
短期借款	5153.10	18323.22	53432.87	41683.15	15696.67
应付账款	140437.31	194429.82	263857.76	332700.19	393315.09
其他流动负债	187754.15	240913.64	294652.67	346551.79	414780.32
<b>非流动负债</b>	39126.25	75418.89	70062.20	70772.49	68578.73
长期借款	7593.60	11975.14	11975.14	6975.14	1975.14
其他非流动负债	31532.65	63443.75	58087.06	63797.35	66603.59
<b>负债合计</b>	372470.81	529085.56	682005.49	791707.62	892370.80
少数股东权益	10360.54	11652.05	13339.40	15706.97	18655.90
股本	2911.14	2911.14	2911.14	2911.14	2911.14
资本公积	61705.89	62041.77	62041.77	62041.77	62041.77
留存收益	47781.77	74498.06	104963.82	147950.71	194439.77
归属母公司股东权益	111029.30	138810.07	168952.44	212081.56	258576.14
<b>负债和股东权益</b>	493860.65	679547.67	864297.32	1019496.15	1169602.84

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	140837.66	169725.03	136390.82	181461.32	222862.14
净利润	17713.10	31344.07	41166.00	57198.07	71370.18
折旧摊销	19783.28	42159.73	46638.14	62305.19	79604.67
财务费用	-1617.96	-1474.89	588.50	453.49	-985.90
投资损失	791.90	-1635.14	-262.03	-368.42	-755.20
营运资金变动	98417.71	92494.17	53172.16	53607.43	68681.16
其他经营现金流	5749.61	6837.10	-4911.95	8265.56	4947.24
<b>投资活动现金流</b>	-120596.00	-125663.64	-120682.15	-122061.92	-148671.26
资本支出	97456.86	122093.51	110000.00	110000.00	140000.00
长期投资	10559.13	2084.95	541.77	646.30	776.28
其他投资现金流	-12580.01	-1485.18	-10140.38	-11415.62	-7894.99
<b>筹资活动现金流</b>	-19488.68	12817.13	24536.89	-30233.23	-53538.93
短期借款	-5051.26	13170.12	35109.65	-11749.72	-25986.49
	-1149.92	4381.54	0.00	-5000.00	-5000.00
长期借款					
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	898.67	335.88	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-14186.17	-5070.42	-10572.76	-13483.51	-22552.44
<b>现金净增加额</b>	1362.60	57329.29	40245.56	29166.17	20651.94

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	424060.64	602315.35	829666.51	1050036.14	1244738.04
营业成本	351815.68	480558.35	663556.75	830773.12	981077.32
营业税金及附加	7267.11	10349.63	13374.54	17654.75	20794.15
营业费用	15060.68	25211.40	34845.99	45151.55	54768.47
管理费用	10007.37	13461.71	17423.00	22050.76	26139.50
研发费用	18654.45	39574.95	53928.32	68252.35	80907.97
财务费用	-1617.96	-1474.89	588.50	453.49	-985.90
资产减值损失	-1386.46	-2188.22	-1699.17	-1810.07	-1836.13
公允价值变动收益	126.10	257.74	143.73	175.86	192.44
投资净收益	-791.90	1635.14	262.03	368.42	755.20
<b>营业利润</b>	21541.82	38103.10	48722.46	68293.28	84960.11
营业外收入	526.97	711.37	525.33	587.89	608.20
营业外支出	989.06	1545.83	995.51	1176.80	1239.38
<b>利润总额</b>	21079.73	37268.64	48252.28	67704.37	84328.93
所得税	3366.63	5924.57	7086.28	10506.30	12958.75
<b>净利润</b>	17713.10	31344.07	41166.00	57198.07	71370.18
少数股东损益	1090.66	1303.26	1687.35	2367.58	2948.93
<b>归属母公司净利润</b>	16622.45	30040.81	39478.66	54830.49	68421.25
EBITDA	39707.15	78787.93	95949.11	131051.96	163578.87
EPS(元)	5.71	10.32	13.56	18.83	23.50

主要财务比率					
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	96.20	42.04	37.75	26.56	18.54
	365.07	76.88	27.87	40.17	24.40
营业利润(%)					
归属母公司净利润(%)	445.86	80.72	31.42	38.89	24.79
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	17.04	20.21	20.02	20.88	21.18
净利率(%)	3.92	4.99	4.76	5.22	5.50
ROE(%)	14.97	21.64	23.37	25.85	26.46
ROIC(%)	28.14	28.95	33.49	45.18	54.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	75.42	77.86	78.91	77.66	76.30
净负债比率(%)	5.16	7.19	10.79	7.18	2.90
流动比率	0.72	0.67	0.67	0.69	0.68
速动比率	0.49	0.47	0.47	0.48	0.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.07	1.03	1.07	1.11	1.14
应收账款周转率	10.60	11.25	10.76	10.55	10.44
应付账款周转率	3.29	2.87	2.90	2.79	2.70
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	5.71	10.32	13.56	18.83	23.50
每股经营现金流(最新摊薄)	48.38	58.30	46.85	62.33	76.55
每股净资产(最新摊薄)	38.14	47.68	58.04	72.85	88.82
<b>估值比率</b>					
P/E	43.90	24.29	18.48	13.31	10.67
P/B	6.57	5.26	4.32	3.44	2.82
EV/EBITDA	15.60	7.86	6.45	4.73	3.79

资料来源: 同花顺 iFind, 国元证券研究所

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

### 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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券  
 邮编：230000

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券  
 邮编：200135

### 北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券  
 邮编：100027