

规模化、高端化、全球化、智能化，多重成长向上。 新能源+出口为乘用车总量的核心增长驱动，20 万元以下市场降本、规模化为核心竞争优势，利好行业龙头；20 万元以上市场，合资品牌溢价丢失，自主加速攻破。我们看好比亚迪 1) 规模化：公司作为行业龙头，凭借 Dm-i 5.0 技术+成本优势夯实国内 20 万元领先地位，规模效应加强；2) 高端化：技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；3) 全球化，出口销量高增，全球化建厂加速；4) 智能化：持续研发投入，加速试点落地。**我们看好公司规模化、全球化、高端化、智能化，多重向上正当时。** 本篇报告为比亚迪深度报告系列一，重点研究 Dm-i5.0 技术驱动规模。

2024 开启强劲产品周期，强化成本优势，完善产品矩阵。 2023 年公司高端化、出口仍然处于培育期，基盘车型以改款为主。**2024 年，公司开启强产品周期，1) 节奏上看：**2-3 月起开启荣耀版焕新，强调成本优势，更加主动地以价换量，抢夺市场份额；5 月底发布 Dm-i 5.0 新技术换代，强化公司在插混领域技术领先地位；**2) 产品思路打法上看，**公司一方面强化新能源成本优势，定价更为激进；另一方面王朝海洋优势车型相互复制，填补空白市场，完善产品矩阵。**针对 20 万元合资轿车市场，**秦 PLUS、汉 Dm-i 价格进一步下探，贴近合资燃油竞品最低价；秦 L、海豹 06 填补 B 级轿车空白；**针对 20 万元及以下自主 SUV 市场，**宋 PRO/宋 PLUS Dm-i 价格下探，拉平与主销 A 级自主 SUV 价差；元 UP、宋 L、海狮 07 EV 上市，上攻下探，完善纯电 SUV 产品线。

Dm-i 5.0 实现技术突破，新纪元启幕，再度强化格局优化逻辑。 5 月 28 日，公司发布 Dm-i 5.0 技术，Dm-i 5.0 拥有 46.06% 发动机热效率，2.9L 百公里亏电油耗，2,100 公里综合续航，针对消费者核心痛点续航、油耗进行提升，占领消费者心智，强化消费者心目中比亚迪在插混领域的领先地位。我们认为后续 Dm-i 5.0 新车型密集推出，有望促进份额提升。2023 年 10 万元以下/10-15 万元/15-20 万元市场空间约 280/640/400 万辆，新能源渗透率约 46%/25%/41%，新能源渗透率提升+混动市场格局优化，公司今年 400 万辆销量确定性提升，同时 Dm-i 5.0 车型加价有望提振单车盈利。公司降本能力强+高端、出口拉动利润+费用摊销压力减小，规模效应+Dm-i 5.0 技术提升品牌，业绩确定性加强。

投资建议：我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上，加速出海成为全球领先新能源车企，规模化、全球化、高端化、智能化共振，维持盈利预测，预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/ 10,003.3/11,603.8 亿元，归母净利润 398.1/511.8/636.1 亿元，EPS 13.68/17.58/21.85 元，对应 2024 年 7 月 2 日 243.97 元/股收盘价，PE 分别为 18/14/11 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：车市下行风险，新车型销量、需求不及预期，出海进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	602,315	833,604	1,000,325	1,160,377
增长率 (%)	42.0	38.4	20.0	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,041	39,810	51,176	63,610
增长率 (%)	80.7	32.5	28.6	24.3
每股收益 (元)	10.32	13.68	17.58	21.85
PE	24	18	14	11
PB	5.1	4.1	3.3	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 07 月 02 日收盘价)

推荐

维持评级
当前价格：
243.97 元

分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

相关研究

- 1.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：Dm-i 5.0 驱动需求 月销再创新高-2024/07/02
- 2.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：销量持续亮眼 Dmi5.0 促进格局优化-2024/06/03
- 3.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十：油耗 2.0 时代开启 格局优化逻辑再加强-2024/05/30
- 4.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评九：王朝海洋新车亮剑 出口再创新高-2024/05/04
- 5.比亚迪 (002594.SZ) 系列点评八：盈利表现亮眼 高端化全球化加速-2024/04/30

目录

1 引言	3
2 2024 汽车行业：追求确定性 量>利润>其他	5
3 复盘：Dm-i 4.0 技术突破 驱动量、利、估值向上	8
4 展望：Dm-i 5.0 技术创新+价格下探 驱动格局优化+份额提升	11
4.1 2023 产品周期小年 插混市场份额下降压制估值	11
4.2 2024 公司开启强产品周期 主动抢夺市场份额	13
4.3 第一步：“电比油低”成功打响 荣耀版换新成功提升市场份额	14
4.4 第二步：Dm-i 5.0 实现技术突破 再度强化格局优化逻辑	19
4.5 规模效应加强 公司盈利韧性突显	25
5 投资建议	30
5.1 盈利预测假设与业务拆分	30
5.2 估值分析及投资建议	31
6 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

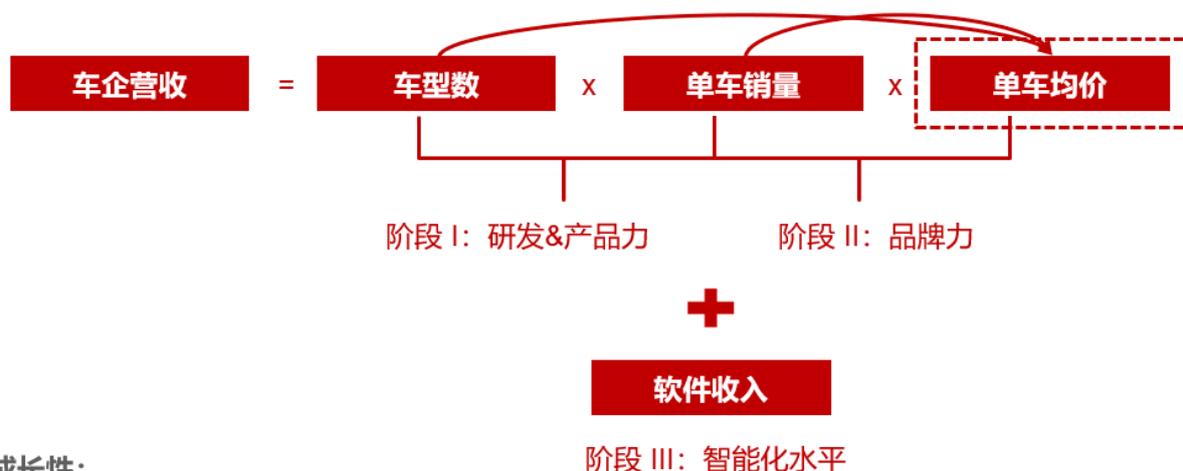
1 引言

基于【民生整车研究框架】，我们认为，汽车智能电动变革中，自主车企有望在中国和海外市场实现市占率提升和品牌向上，核心的观测指标就是车企营收、利润的扩张，车企营收=车型数量*单车销量*均价，由车企研发能力、产品力、品牌力综合决定；车企利润=车型数量*单车销量*单车利润，由车企品牌力、成本控制能力综合决定。

整车估值短期由车企营收、利润的成长性决定（进一步取决于产品周期、份额提升、利润向上），进一步取决于产品周期强弱；长期由车企智能化水平决定（软件收费改变商业模式）。

2024 年，总量端，新能源+出海贡献增量，预计批发、上险销量小幅增长；结构端，自主崛起加速，出海+智能化为核心主线，也是提振估值的核心变化。

图1：民生汽车整车研究框架



成长性：

1) 短期车企营收由三个要素决定

车型数（平台化，车企研发实力）、车型销量（车企竞争能力）、单车均价（车企品牌力）

2) 中长期车企智能化水平决定软件收入

资料来源：民生证券研究院绘制

比亚迪作为国内新能源龙头，通过前瞻布局电动化技术，并通过规模化、技术优势等构筑成本优势，作为插混领域的绝对龙头享有估值溢价。2024 年为公司全面发力的一年，重点体现在规模优势、高端化、全球化、智能化：

1) 规模化：Dm-i 5.0 技术开启油耗 2 时代，规模效应加强。

公司通过技术优势及全产业链优势降低整车成本，主动价格下探抢夺市场份

额；2-3月起开启荣耀版焕新，成效显著，5月底公司发布 Dm-i 5.0 技术及新车秦 L、海豹 06，强化在插混领域的技术领先地位，2024 年 400 万辆销量置信度提升；同时伴随技术提升品牌力、销量上升，Dm-i 5.0 有望进一步提升规模效应，促进盈利向上；

2) 高端化：高端化产品大年，销量、盈利向上。

2024 年为比亚迪的高端化产品大年，腾势跑车、旗舰轿车（预计 2024Q3）、家庭大 SUV（预计 2024Q4），仰望 U7、方程豹 3/8（预计 2024Q3）等重点车型将于 2024Q3-Q4 集中上市，根据 2023 年上险数据，30-35/35-40/40-50/50 万元以上价格带对应燃油车市场空间约 260 万辆，利润空间广阔。

3) 全球化：2024 加大海外布局，出海贡献利润增量。

2024 年，公司出海保持强劲势头，2024M1-5 累计出海 17.6 万辆，同比 +176.7%。公司将加大海外市场投入，巴西、乌兹别克、匈牙利、印尼布局工厂，同时加速出口，我们判断公司出海有望在欧洲、东南亚、澳新迎来快速发展，出口销量高增，同时出海亦有望提振盈利。

4) 智能化：获首批智能网联汽车准入和上路通行试点 智驾加速落地。

6 月 4 日，四部门联合公布《进入智能网联汽车准入和上路通行试点联合体基本信息》，意在支持 L3 级别自动驾驶汽车的上路通行和量产落地，公司入选成为国内首批智能网联汽车准入和上路通行试点名单的车企。凭借庞大的销量基盘，智能化技术的积累及新车型的密集上量，公司有望在下半场智能化竞争中加速前进，保持领先地位。

短期看，国内迎来 Dm-i 5.0+ 高端化产品周期大年，新车提振需求，今年 400 万辆销量置信度提升；长期看，公司海外建厂布局加速，海内外成长共振。本篇为比亚迪系列深度报告一，将重点研究技术驱动市占率提升及 Dm-i 5.0 带来的新品周期，将详细分析公司的产品思路及打法，市场竞争格局优化逻辑，以及利润确定性。

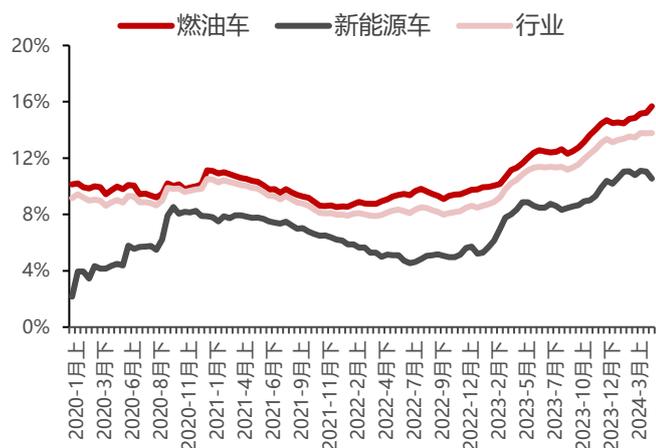
2 2024 汽车行业：追求确定性 量>利润>其他

2023 年合资品牌以价换量，2024 年折扣率放大力度与 2023 年相比相对趋缓，合资车品牌溢价减弱，“价格战”能力有限，预计自主渗透率将加速提升。我们对车企的判断是量>利润>其他因素。2024 年，总量端，新能源+出海持续驱动增长，结构端，呈现以下特点：

- 1) 价格竞争持续激烈，自主加速淘汰合资燃油；
- 2) 新能源周度上险渗透率突破 50%，行业逐步开始进入出清阶段，龙头车企销量、利润确定性加强；
- 3) 燃油车盈利下滑，高端、出口对利润的拉动作用明显，从 2024Q1 业绩表现看，2024Q1 车企净利润分化加剧，比亚迪、赛力斯、长城等受益高端、出口，盈利韧性突显。

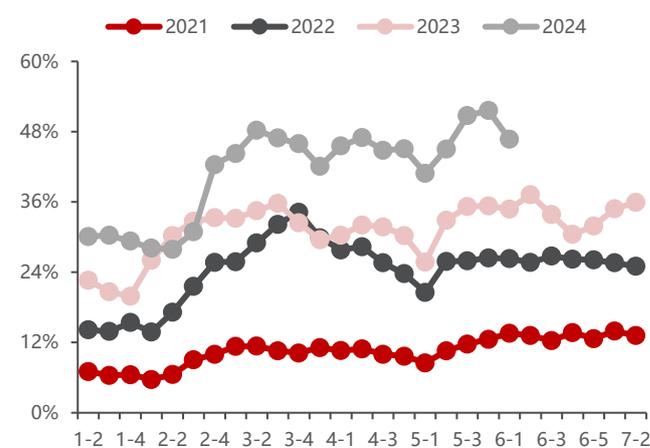
我们今年对汽车企业的判断：量>利润>其他因素，确定性为第一要义。

图2：乘用车终端折扣率 (%)



资料来源：thinkercar，民生证券研究院

图3：乘用车周度上险新能源渗透率 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

表1：乘用车企业归母净利润（亿元）及同环比增速 (%)

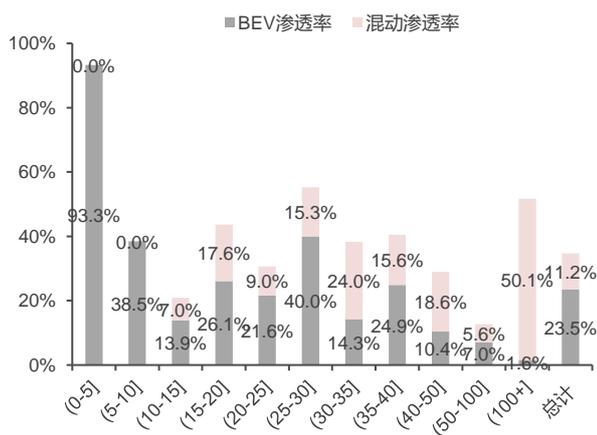
车企	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
比亚迪	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	10.6%	-47.3%
长城汽车	1.7	11.9	36.3	20.3	32.3	1,752.5%	59.3%
赛力斯	-6.3	-7.2	-9.5	-1.6	2.2	扭亏为盈	扭亏为盈
上汽集团	27.8	43.0	43.2	27.0	27.1	-2.5%	0.6%
广汽集团	15.4	14.3	15.5	-0.8	12.2	-20.6%	扭亏为盈
特斯拉	25.1	27.0	18.5	79.3	11.3	-55.1%	-85.8%
长安汽车	69.7	6.8	22.3	14.5	11.6	-83.4%	-19.9%
吉利汽车		15.7		44.2			

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

注：吉利为 2023 半年报、2023 年报数据；特斯拉归母净利润单位为亿美元

售价 10-15 万元市场空间超 600 万辆，混动车型提升空间大，核心比拼车企成本控制能力。 售价 10-15 万元市场规模约 600 万辆，占全国乘用车市场销量份额接近 28%。**从需求角度看**，该市场为首次购车用户的主流价格段，主要需求为大空间、长续航，满足家庭出行需求；**从供给角度看**，10-15 万元燃油车主要车型为主流家庭轿车（合资为主、自主较少）、紧凑 SUV（自主为主），在 2023 年新能源乘用车产品供给相对匮乏，主流新能源乘用车产品主要为紧凑型轿车比亚迪秦、小型车比亚迪海豚，故 2023 年售价 10-15 万元的新能源乘用车渗透率仅 20.9%，混动车型渗透率仅 7.0%。我们认为，10-15 万元价格带新能源渗透率提升空间大，且由于家庭首购需求混动车型为最佳选择，该价格段核心比拼的是的成本控制能力，能够真正实现电比油低的车企有望拉动该价格新能源渗透率提升。

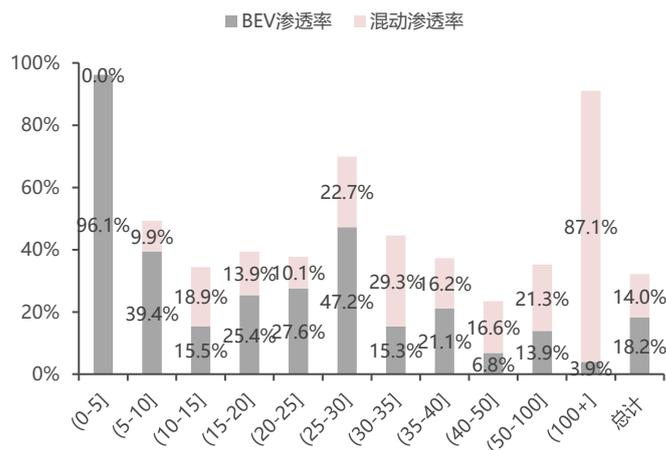
图4：2023 年分价格段新能源渗透率 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

备注：混动包括 PEHV、EREV

图5：2024M1-5 分价格段新能源渗透率 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

备注：混动包括 PEHV、EREV

表2：2023 年&2024Q1 10-15 万元乘用车市场热销车型

车型	2023 销量 (辆)	售价 (万元)	能源类型	市占率	车型	2024Q1 销量 (辆)	售价 (万元)	能源类型	市占率
日产轩逸	362,334	10.86-17.49	燃油	6%	日产轩逸	81,843	10.86-17.49	燃油	6%
大众朗逸 NB	317,682	8.00-15.19	燃油	5%	大众朗逸 NB	75,143	8.00-15.19	燃油	5%
比亚迪海豚 EV	286,344	9.98-13.98	EV	4%	比亚迪秦 PLUS Dm-i	73,347	7.98-14.58	PHEV	5%

比亚迪秦 PLUS Dm-i	267,270	7.98-14.58	PHEV	4%	比亚迪宋 PLUS Dm-i	57,132	12.98-16.98	PHEV	4%
比亚迪宋 PLUS Dm-i	259,973	12.98-16.98	PHEV	4%	比亚迪宋 Pro Dm-i	56,097	10.98-15.98	PHEV	4%
哈弗 H6	214,339	9.89-14.69	燃油	3%	哈弗 H6	51,662	9.89-14.69	燃油	3%
长安 CS75 Plus	188,312	11.79-14.99	燃油	3%	长安 CS75 Plus	46,518	11.79-14.99	燃油	3%
比亚迪宋 Pro Dm-i	188,204	10.98-15.98	PHEV	3%	吉利星瑞	38,666	9.97-14.57	燃油	3%
大众宝来	160,074	11.29-14.39	燃油	3%	比亚迪海豚 EV	38,582	9.98-13.98	EV	3%
丰田锋兰达	155,651	12.58-18.48	燃油	2%	比亚迪秦 PLUS EV	34,226	10.98-17.98	EV	2%
本田思域 NB	147,738	12.99-18.79	燃油	2%	大众宝来	29,800	11.29-14.39	燃油	2%
长安 UNI-V	120,974	10.89-13.99	燃油	2%	奇瑞艾瑞泽 8	29,787	9.99-14.89	燃油	2%
吉利星瑞	120,568	9.97-14.57	燃油	2%	长安 UNI-V	29,290	10.89-13.99	燃油	2%
吉利博越 L	118,200	11.57-17.07	HEV	2%	丰田锋兰达	28,842	12.58-18.48	燃油	2%
丰田卡罗拉 锐放	113,672	12.98-18.48	HEV	2%	吉利博越 L	27,231	11.57-17.07	HEV	2%
比亚迪秦 PLUS EV	110,506	10.98-17.98	EV	2%	现代伊兰特 NB	26,059	9.98-14.98	燃油	2%
别克威朗 NB	106,291	12.89-15.89	燃油	2%	广汽埃安 S EV	25,269	13.98-16.99	EV	2%
现代伊兰特 NB	105,714	9.98-14.98	燃油	2%	丰田卡罗拉 锐放	24,506	12.98-18.48	HEV	2%
丰田卡罗拉	101,009	11.68-15.58	燃油	2%	奇瑞瑞虎 8 PRO	23,954	12.69-16.69	燃油	2%
长安 CS55 Plus	95,160	9.29-12.59	燃油	1%	本田思域 NB	23,938	12.99-18.79	燃油	2%
总计	6,373,024			100%	总计	1,483,614			100%
CR3	15%				CR3	16%			
CR5	23%				CR5	23%			
CR10	38%				CR10	37%			
CR20	56%				CR20	55%			

资料来源：交强险，民生证券研究院，市占率为该车型在 10-15 万元乘用车市场市占率

2024 年整车行业确定性为第一要义，量>利润>其他因素，15 万元以下新能源市场空间大，格局有望优化。整体看，我们对车企的判断是量>利润>其他因素。售价 10-15 万元市场空间超 600 万辆，混动车型提升空间大，在合资车品牌溢价减弱，“价格战”能力下降情况下，该价格段自主渗透率有望加速提升。

3 复盘：Dm-i 4.0 技术突破 驱动量、利、估值向上

Dm-i 4.0 技术历经多年打磨，完美平衡成本、动力、节油性。Dm-i 超级混动的核心部件包括双电机的 EHS 超级电混系统，骁云-插混专用高效发动机，Dm-i 超级混动专用功率型刀片电池以及整车控制系统、发动机控制系统、电机控制系统、电池管理系统，核心部件和关键技术完全由公司自主研发。

与燃油发动机相比，电机驱动效能更高且环保。Dm-i 超级混动以电为主的架构，真正实现了多用电、少用油并且高效用油。市区行驶，有 99%的工况下是用电机进行驱动，驾乘体验无限接近纯电动车，有 81%的工况下发动机处于熄火状态，完全零油耗；高速行驶，以并联直驱为主，发动机在高效区间驱动，简化了能量传递环节，实现超高效率和超低油耗。同时，通过对零部件的合理搭配和利用率提高，公司成功地将成本控制在了较低的水平。

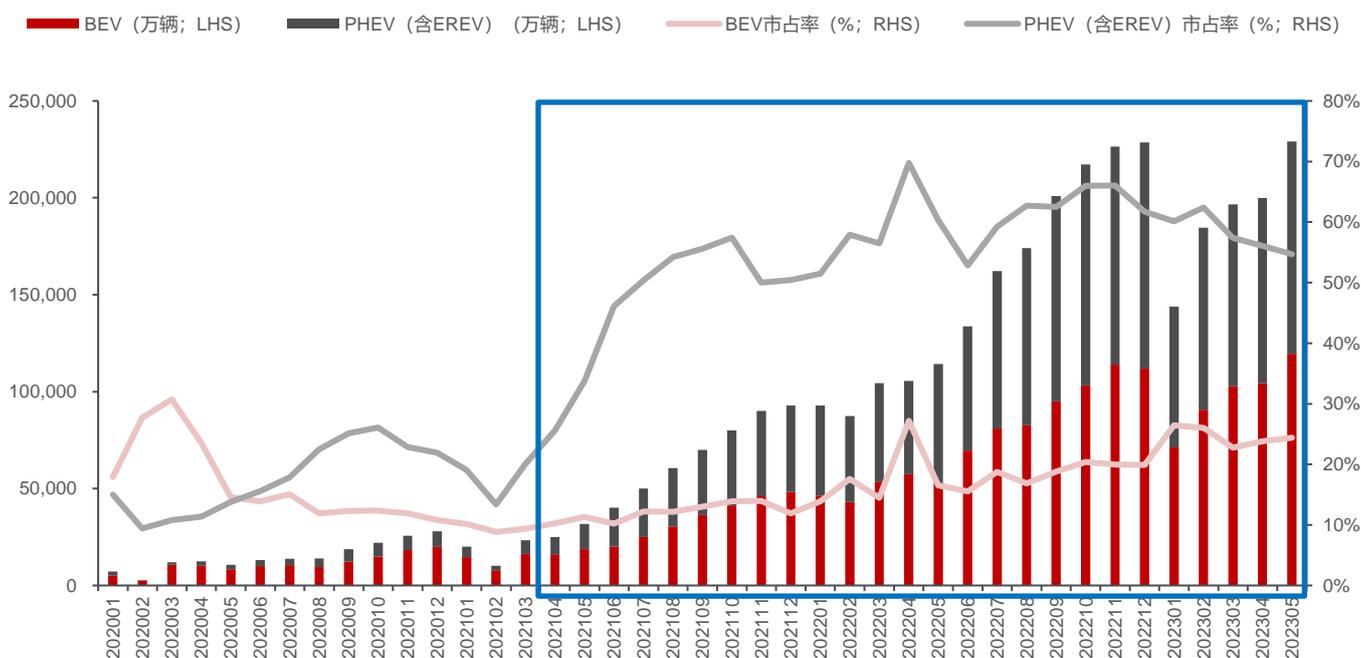
表3：Dm-i 技术进化历程

	Dm-i 1.0	Dm-i 2.0	Dm-i 3.0	Dm-i 4.0
推出时间	2008 年	2013 年	2018 年	2021-2022 年 (2021 Dm-i、2022 Dmp)
系统构造				
发动机及电机	以节能为导向,1.0 升自吸三缸发动机，包含纯电、增程、混动三种模式	2.0 升级版中，升级为 2.0T 缸内直喷发动机，仍为纯电、增程、混动三种模式	增加了 P0 位置的 BSG 电机。相较于 2.0 极大提高了动力。3.0 还出了双擎四驱 (P0+P4)、两驱 (P0+P3) 等组合	骁云插混专用的 1.5 升高效发动机做到 43.04%的热效率，15.5 的超高压压缩比。电机结构升级为 EHS 电混系统
功率	发动机最大功率 50kW，发电机 M1 峰值功率 25kW，驱动电机 M2 峰值功率 50kW	发动机最大功率 113kW，两个电机分别位于 P3、P4 位置，两个电机的峰值功率均为 110kW	P4 电机提升为 180kW/380N·m，P0 位置的 BSG 电机最大功率 25kW。百公里加速提升至 4.3 秒	三种不同的峰值功率，分别是 132kW、145kW 和 160kW。追求低消耗降低了加速，百公里加速 8s-8.7s
能耗	纯电百公里电 16kWh/100km，综合工况油耗 2.7L/100km	从满电到馈电再到混合动力行驶的平均油耗仅为 6L/100km 左右	馈电油耗低至 4.3L/100km	超低油耗，馈电油耗低至 3.8L/100km

资料来源：比亚迪官网，民生证券研究院

Dm-i 4.0 奠定公司混动领域领先优势，叠加产品周期，带来销量、份额、收入、估值多重向上。2021年1月，公司Dm-i超级混动正式发布，Dm-i超级混动搭载超级电混系统，是以电为主的混动技术，具备快、省、静、顺、绿等多重优势；亏电油耗低至3.8L/百公里，可油可电综合续航里程突破1,200公里，百公里加速时间比同级别燃油车快2-3秒；在提供无限接近纯电动车驾驶体验的同时，更无续航焦虑和充电焦虑。2021年3月，秦、唐、宋PLUS Dm-i正式上市，新车型凭借油耗、综合产品力优势取得突破，2021年底公司插混销量突破月销40,000辆，混动市场份额突破50%，后续随着更多新车型推出，公司销量持续提升，带来收入、利润提升。

图6：2020—2023年公司BEV、PHEV销量（万辆）及市占率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

规模效应加强，利润逐步兑现。2022Q2，公司季度销量突破30万辆，受益Dm-i 4.0车型销量提升、规模效应增强，2022Q2公司实现单车利润0.70万元，环比+0.46万元。2023年，公司销量进一步向上，2023Q3单季度单车利润突破1万元。

表4：公司分季度销量及财务数据

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
分季度销量 (万辆)	10.3	14.0	20.4	28.4	29.0	35.3	53.7	68.2	54.8	70.0	82.2
同比	69.6%	47.2%	91.2%	84.0%	182.0%	153.3%	163.8%	140.1%	89.1%	98.1%	53.0%
环比	-33.5%	35.8%	45.9%	39.5%	2.0%	22.0%	52.0%	27.0%	-19.7%	27.8%	17.4%
总营收 (亿元)	409.9	498.9	543.1	709.5	668.3	837.8	1,170.8	1,563.7	1,201.7	1,399.5	1,621.5
同比	108.3%	22.2%	22.0%	37.6%	63.0%	67.9%	115.6%	120.4%	79.8%	67.0%	38.5%
环比	-20.5%	21.7%	8.8%	30.6%	-5.8%	25.4%	39.7%	33.6%	-23.1%	16.5%	15.9%
汽车+电池 (亿元)	211.0	252.5	329.0	478.3	458.9	610.2	896.2	1,203.4	938.0	1,101.5	1,261.9
YoY	89.9%	40.3%	34.9%	59.6%	117.5%	141.6%	172.4%	151.6%	104.4%	80.5%	40.8%
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
毛利率 (%)	12.6%	12.9%	13.3%	13.1%	12.4%	14.4%	19.0%	19.0%	17.9%	18.7%	22.1%
YoY (pct)	(5.1)	(7.6)	(9.0)	(3.5)	(0.2)	1.5	5.6	5.9	5.5	4.3	3.2
汽车+电池 (%)	18.4%	18.4%	17.3%	16.5%	15.6%	17.8%	22.8%	22.8%	20.7%	21.6%	25.7%
YoY (pct)	(3.3)	(11.2)	(9.5)	(4.9)	(2.8)	(0.6)	5.5	6.4	5.2	3.8	2.9
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
归母净利润 (亿元)	2.4	9.4	12.7	6.0	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2	104.1
YoY	109.7%	-39.6%	-27.5%	-26.7%	240.9%	197.8%	350.1%	1114.5%	411.1%	144.9%	82.2%
环比	-71.1%	294.9%	35.7%	-52.6%	34.2%	244.9%	105.1%	27.9%	-43.5%	65.2%	52.6%
汽车+电池 (亿元)	-2.9	3.9	9.3	5.0	6.9	24.9	53.2	69.0	38.3	61.3	94.1
YoY	7.8%	8.7%	76.9%	439.0%	334.3%	543.3%	470.7%	1276.9%	455.1%	146.3%	76.9%
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
净利润率 (%)	0.6%	1.9%	2.3%	0.8%	1.2%	3.3%	4.9%	4.7%	3.4%	4.9%	6.4%
YoY (pct)	0.0	(1.9)	(1.6)	(0.7)	0.6	1.5	2.5	3.8	2.2	1.5	1.5
汽车+电池 (%)	-1.4%	1.5%	2.8%	1.0%	1.5%	4.1%	5.9%	5.7%	4.1%	5.6%	7.5%
YoY (pct)	1.5	(0.4)	0.7	0.7	2.9	2.5	3.1	4.7	2.6	1.5	1.5
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
*单车 ASP (万元)	20.53	18.10	16.16	16.83	15.84	17.27	16.68	17.64	17.12	15.73	15.35
YoY	12.0%	-4.7%	-29.4%	-13.3%	-22.9%	-4.6%	3.3%	4.8%	8.1%	-8.9%	-8.0%
*单车净利润 (万元)	-0.29	0.28	0.46	0.18	0.24	0.70	0.99	1.01	0.70	0.88	1.14
YoY	45.6%	-26.2%	-7.5%	193.0%	183.1%	154.0%	116.3%	473.6%	193.6%	24.3%	15.6%

资料来源: wind, 民生证券研究院

Dm-i 4.0 技术带动公司估值、市占率、收入、利润提升。公司凭借 Dm-i 4.0 技术在油耗、成本、经济性方面的领先优势，打造多款热销车型，2022 年下半年期间多次月度混动市场份额曾超 60%，销量持续提升，进一步带来收入、利润提升，规模效应加强，利润逐步兑现。

4 展望：Dm-i 5.0 技术创新+价格下探 驱动格局优化+份额提升

4.1 2023 产品周期小年 插混市场份额下降压制估值

2023 年受产品周期偏弱影响公司股价承压，2024 年公司产品周期、出海、高端化趋势向上， α 增强。2023 年，公司产品端以老车型改款为主，新产品较少，王朝海洋网的重点新车仅海鸥、海豹 Dm-i，而高端化、出口仍在品牌假设、渠道铺设的培育期，虽然增速较快但整体增量有限。故 2023 年公司估值重点影响因素为价格战、秦 PLUS 官降至 8.98 万元以及对 2024 年销量、利润增速的担忧。但 2024 年实为公司的产品周期大年，公司通过 Dm-i 5.0、e 4.0 平台等新技术，定价方面采取以价换量、电比油低的策略，并通过荣耀版改款、5.0 换代等两波强周期进一步丰富产品矩阵，更加激进地抢夺 20 万元以下市场份额，销量及盈利确定性加强。

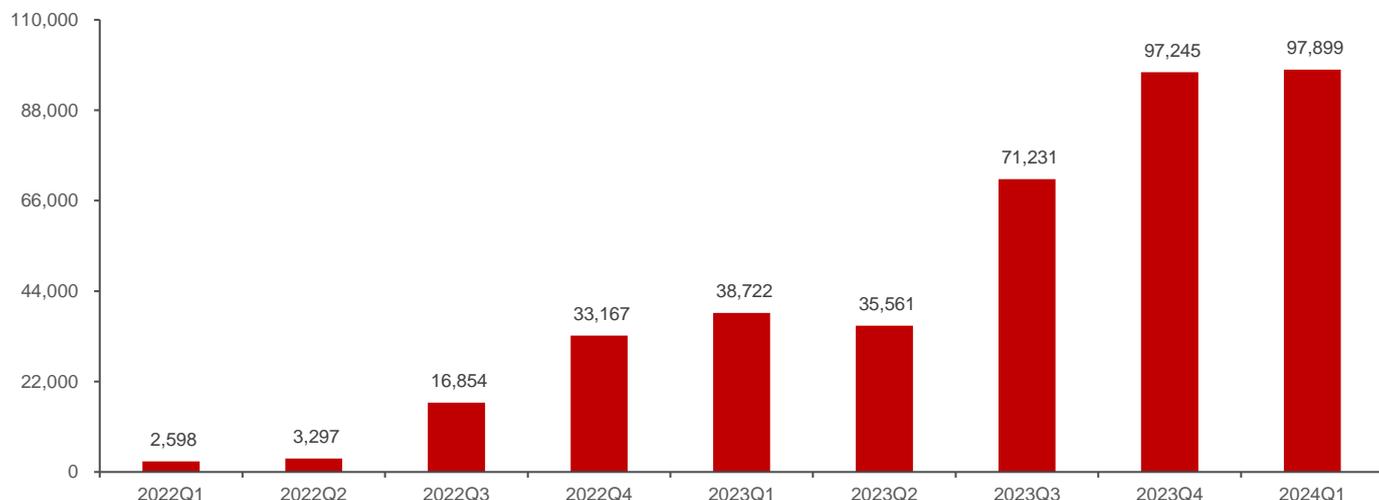
2023 年高端、出口均处于培育期，基盘改款为主，整体产品周期不强。2023 年，公司基盘（王朝海洋）2023 年以年度改款车型为主，除海鸥、海豹 Dm-i 及年末上市的宋 L 外其他基本为冠军版改款，且指导价设定留有一定降价空间；高端化方面，公司 2023 年仍处于品牌建设阶段，腾势 D9 延续热销，腾势 N7、N8 尝试冲击高端市场表现尚佳；出口方面，2023 年为公司加速出口的元年，2023Q3/Q4 出口迎来快速增长。故我们认为，2023 年公司整体处于培育新增量，维护老基盘的一年，产品周期偏弱。

表5：公司 2023 年新车型

车企	车型	上市时间	类型	能源类型	级别	车型	价格 (万元)
比亚迪	e2	2023/4/6	全新	BEV	A	轿车	10.28-10.98
比亚迪	海鸥	2023/4/26	全新	BEV	A0	轿车	7.38-8.98
比亚迪	腾势 N7	2023/7/3	全新	BEV	B	SUV	30.18-37.98
比亚迪	海豹 Dm-i	2023/9/6	全新	PHEV	B	轿车	16.68-23.68
比亚迪	仰望 U8	2023/9/20	全新	PHEV	D	SUV	109.8
比亚迪	豹 5	2023/11/9	全新	PHEV	B	SUV	28.98-35.28
比亚迪	宋 L	2023/12/15	全新	BEV	B	SUV	18.98-24.98

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

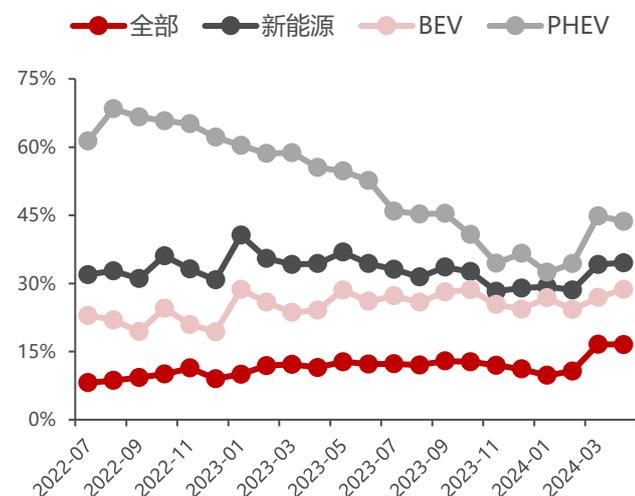
图7：公司 2023 年分季度出口销量（辆）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

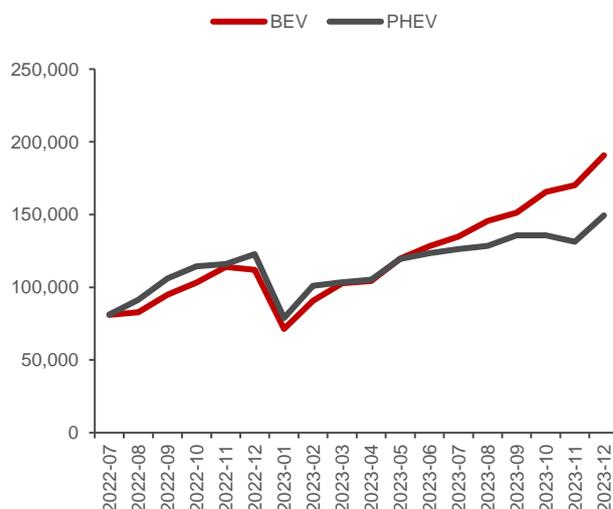
2023 年，公司插混市场份额下降压制估值。公司曾经受益于 Dm-i 4.0 上市引领的电动化红利并享受作为插混龙头的高估值溢价，2023 年受高端车理想、华为等混动车上量及中低端混动产品丰富，公司在混动市场份额有所下降，从 2023 年初的 60% 下降至年末的 37%，在新能源市场的份额从年初的 41% 下降至年末的 29%，一定程度压制估值。2023 年，由于燃油车的总量萎缩，公司在整体乘用车市场份额基本稳定在 10% 左右。

图8：公司在各个市场的市场份额（%）



资料来源：交强险，民生证券研究院

图9：公司纯电、插混月度销量（辆）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 2024 公司开启强产品周期 主动抢夺市场份额

2024 年公司开启强产品周期，“电比油低”加速抢占合资燃油销量基盘。时间节奏上，2024 年公司有 2 波强产品周期，2-3 月荣耀版焕新及 5 月底开启的 Dm-i 5.0 新技术换代。与 2023 年冠军版推出的被动维持市场份额不同，2024 年公司充分利用全产业链降本优势，更加主动地以价换量，抢夺市场份额。荣耀版焕新已经证明了公司成本的优势，2 月下旬降价后公司进店量、订单迅速回暖，乘用车市场份额从 2 月上半月的 10%提升到 3 月第二周的 17%。2024Q1、2024 年 5 月，公司在 20 万元以下市场份额 15.4%、23.7%；在 20 万元以下混动市场份额 57.6%、64.4%。5 月底公司 Dm-i 5.0 新车型上市，开启油耗 2.0 时代，强化插混基盘领先地位。

产品思路/打法上，公司一方面强调插混车型省油的优势，同时定位“电比油低”，强化成本优势；另一方面王朝海洋优势车型相互复制，提升轿车、SUV 车型在各个价格带的紧凑度，填补空白市场空隙，进一步完善产品矩阵。

表6：公司 2024 年 SUV 新产品矩阵

车型	全新/改款	能源类型	级别	类型	轴距 (mm)	价格 (万元)	上市时间
元 UP	全新	BEV	A0	SUV	2,620	9.68-11.98	2024/3/26
宋 PRO Dm-i	改款	PHEV	A	SUV	2,712	10.98-13.98	2024/3/1
元 PLUS 荣耀版	改款	BEV	A	SUV	2,720	11.98-14.78	2024/3/4
宋 PLUS Dm-i	改款	PHEV	A	SUV	2,765	12.98-16.98	2024/2/29
宋 PLUS EV	改款	BEV	A	SUV	2,765	14.98-18.98	2024/2/29
唐 Dm-i	改款	PHEV	B	SUV	2,820	17.98-21.98	2024/2/28
护卫舰 07	改款	PHEV	B	SUV	2,820	17.98-25.98	2024/3/18
宋 L	全新	BEV	B	SUV	2,930	18.98-24.98	2023/12/15
腾势 N7	改款	BEV	C	SUV	2,940	23.98-32.98	2024/4/1
海狮 07 EV	全新	BEV	B	SUV	2,975	18.98-23.98	2024/5/10
仰望 U8	新增车款	PHEV	D	SUV	3,050	109.8	2024/4/25

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

表7：公司 2024 年轿车新产品矩阵

车型	全新/改款	能源类型	级别	类型	轴距 (mm)	价格 (万元)	上市时间
海鸥荣耀版	改款	BEV	A0	轿车	2,500	6.98-8.58	2024/3/6
比亚迪 e2	改款	BEV	A	轿车	2,610	8.98-9.68	2024/3/13
海豚	改款	BEV	A0	轿车	2,700	9.98-12.98	2024/2/23
秦 PLUS Dm-i	改款	PHEV	A	轿车	2,718	7.98-12.58	2024/2/19
秦 PLUS EV	改款	BEV	A	轿车	2,718	10.98-13.98	2024/2/19
驱逐舰 05	改款	PHEV	A	轿车	2,718	7.98-12.88	2024/2/19
比亚迪秦 L Dm-i	全新	PHEV	A	轿车	2,790	9.98-13.98	2024/5/28
海豹 06 Dm-i	全新	PHEV	A	轿车	2,790	9.98-13.98	2024/5/28
海豹 Dm-i	改款	PHEV	B	轿车	2,900	14.98-21.98	2024/2/29
仰望 U9	新车	BEV	-	轿跑	2,900	168	2024/2/25

汉 Dm-i	改款	PHEV	B	轿车	2,920	16.98-25.98	2024/2/28
汉 EV	改款	BEV	B	轿车	2,920	17.98-24.98	2024/2/28
海豹	改款	BEV	B	轿车	2,920	17.98-24.98	2024/3/25

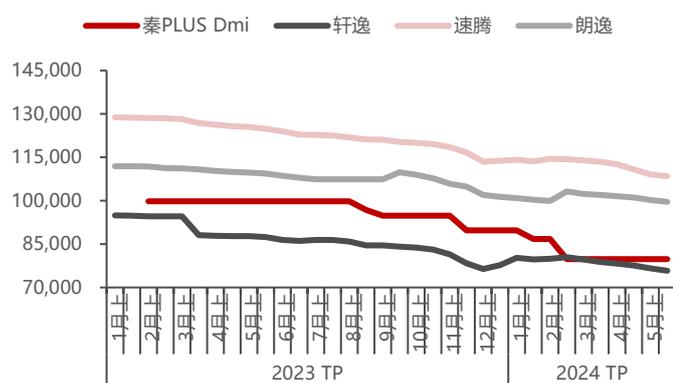
资料来源：汽车之家，民生证券研究院

4.3 第一步：“电比油低”成功打响 荣耀版换新成功提

升市场份额

针对合资轿车市场：成本取胜，充分缩小价格差，份额提升效果显著。售价 10-20 万元轿车以合资轿车为主，自主轿车较少，故公司在该价格段主要竞品为合资轿车。2023 年整体合资燃油车价格大幅下探，2023H2 公司插混轿车多次降价，但由于与合资燃油车仍有价格差异（如秦 PLUS 与轩逸税后价相差约 1 万元，汉 Dm-i 次低配版本价格仍高于凯美瑞、帕萨特等），仍无法充分完成对合资燃油的替代。2024 年 2 月，公司主动出击，将秦最低配价格下探至 7.98 万元，触达轩逸最低价格，抢夺 A 级市场份额；汉、海豹终端价格下探，主攻 15-20 万元 B 级合资轿车。由于秦、汉与燃油竞品相比在油耗、智能化等产品力方面存在明显优势，价格下探后销量刺激效果显著。

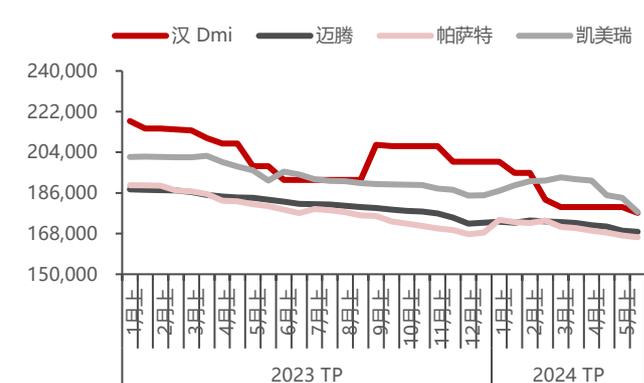
图10：秦产品价格与核心竞品对比



资料来源：thinkercar，民生证券研究院

备注：左图为车型售价，单位元

图11：汉 Dm-i 产品价格与核心竞品对比



资料来源：thinkercar，民生证券研究院

备注：左图为车型售价，单位元

图12: 秦 PLUS Dm-i、驱逐舰 05Dm-i 产品价格与核心竞品对比

车型		秦-Plus Dm-i 荣耀版	驱逐舰05 荣耀版	朗逸2024款	凌渡L2024款	轩逸2024版	君威2024款	
基础信息	品牌	比亚迪	比亚迪	上汽大众	上汽大众	东风日产	上汽通用别克	
	上市时间	2024.02	2024.02	2023.09	2023.08	2024.01	2023.07	
	起售价格(万元)	7.98-12.58	7.98-12.88	12.09-15.19	14.39-19.09	10.86-17.49	15.98-17.58	
	能源信息	插电式混合	插电式混合	汽油	汽油	汽油	汽油	
	纯电续航里程(km)	55/120	55/120	—	—	—	—	
整车空间	馈电油耗(L/100km)	3.8	3.8	5.40/5.92	5.87/5.88	5.57/5.94	6.89/7.14	
	长度(mm)	4765	4780	4678	4784	4631	4904	
	宽度(mm)	1837	1837	1806	1831	1760	1863	
	度(mm)	1495	1495	1474	1469	1503	1461	
	轴距(mm)	2718	2718	2688	2731	2700	2829	
操纵智	百公里加速(s)	7.3/7.9	7.3/7.9	—	—/8.9	—	9.1/7.1	
	驾驶	超声波雷达(个)	4/6/6	4	4	4/8	—	4
		毫米波雷达(个)	—/—/3	—/1	1	—/1/3	—	—
		高清摄像头(个)	1/4/6	1/4/6	—/2	1/2	0/2	2
	座舱	整车OTA	○	○	○	—	○/—	○
消费零部件	座椅	前排调向	主座6向, 副座4向	主座6向, 副座4向	主座6向, 副座4向/主座8向, 副座6向	主座6向, 副座4向/主座8向, 副座6向	主座8向, 副座6向	主座8向, 副座8向
		前排功能	—/加热	—/加热	—/加热	—/加热	—	加热
		后排调向	—	—	—	—	—	—
		后排功能	—	—	—	—	—	—
	车机屏幕	仪表盘	8.8英寸全液晶屏	8.8英寸全液晶屏	8/10.25英寸全液晶屏	10.2英寸全液晶屏	4.2/7英寸全液晶屏	4.2/8英寸全液晶屏
		中控	10.1/12.8英寸全液晶屏	12.8英寸全液晶屏	8/12英寸全液晶屏	10/12英寸全液晶屏	-/8英寸全液晶屏	8英寸全液晶屏
	HUD	—	—	—	—	—/○(选配)	—	—
		玻璃	天窗	—/单天窗	—/单天窗	—/单天窗	—/单天窗	—/单天窗
	LED	近光	LED	LED	LED	LED	LED	LED
		远光	LED	LED	LED	LED	卤素	LED
特色功能		—	—	—	—/矩阵式	—	—	
声学系统	AFS	—/○	—	—	—/○	—	—	
	扬声器数量	6/8	6/8	6	6/8	4	6	

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

图13: 汉 Dm-i 产品价格与核心竞品对比

车型		汉Dm-i 荣耀版	凯美瑞2024款	雅阁2024款	帕萨特2024版	奥迪A4L2024款	
基础信息	品牌	比亚迪	广汽丰田	广汽本田	上汽大众	一汽大众-奥迪	
	上市时间	2024.02	2024.03	2024.01	2024.03	2023.10	
	起售价格(万元)	16.98-25.98	17.18-20.68	19.78-21.48	18.19-24.33	32.18-40.08	
	级别	C级车	B级车	B级车	B级车	B级车	
	能源类型	插电式混合	汽油	汽油	汽油	汽油	
整车空间	纯电续航里程(km)	121/200	—	—	—	—	
	馈电油耗(L/100km)	5.1/5.3	5.81/6.06/4.2/4.5	6.6/6.71	6.1/6.41/6.94	6.9/7.51/7.55	
	长度(mm)	4975	4915	4980	4948	4858	
	宽度(mm)	1910	1840	1862	1836	1847	
	度(mm)	1495	1450	1449	1469	1439	
操纵智能	百公里加速(s)	7.9	—	—	7.4/8.4/9.1	6/7.9/8.3	
	驾驶	超声波雷达(个)	8/8/12	-/8	-/8	48/12	12/8
		毫米波雷达(个)	1/3/5	1/3/5	1	1/3	1/3
		高清摄像头(个)	5	-11	2	-1/5	1/2/4/5
	车机屏幕	前排功能	加热、通风	-/加热、通风、记忆	-/加热、通风、记忆	-/加热、通风、记忆	加热、通风、记忆(额外付费)
仪表盘		12.3英寸全液晶屏	7英寸液晶组合屏/12.3英寸全液晶屏	10.2英寸全液晶屏	8/10.2英寸全液晶屏	12.3英寸全液晶屏	
中控		12.8/15.6英寸全液晶屏	10.25/12.3英寸触控液晶屏	12.3英寸触控液晶屏	8/9.2英寸触控液晶屏	10.1英寸触控液晶屏	
HUD		—/○	—/○	○	—/○	○(额外付费)	
玻璃	天窗	可开启全景式	单天窗/分段式不可开启全景天窗	单天窗/可开启全景天窗	单天窗/可开启全景天窗	可开启全景式	
	外饰	电动尾门	○	—	—	—	
悬架	隐藏电动门把手	○	—	—	—/○	—	
	可变悬架	软硬调节	—	—	—	—	
	空气悬架	—	—	—	—	—	

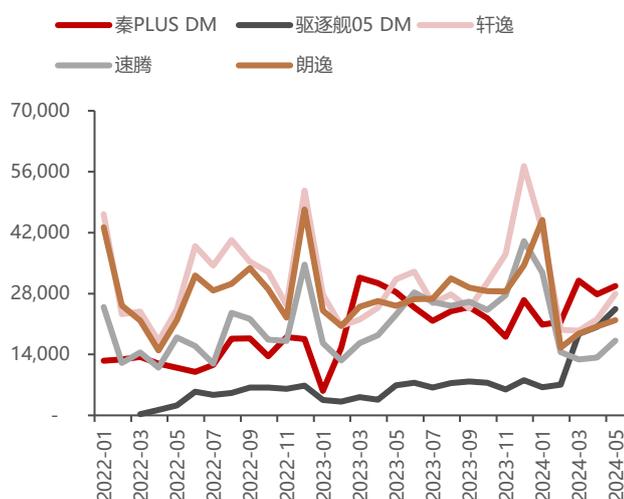
资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

秦、汉降价对销量拉动左右显著, A 级轿车低端市场相对更易攻破, 加速抢夺份额。 秦 PLUS、驱逐舰降价后成功触达轩逸最低价格带, 降价之后秦 PLUS+驱逐舰 05 成功抢夺 A 轿市场份额; 2024 年 1/2/3/4/5 月秦 PLUS+驱逐舰 05 在 A 级轿车的份额分别是 6%/12%/16%/16%/17%; 轩逸、速腾、朗逸等车型加总份

额分别 25%/20%/17%/19%/21% ;

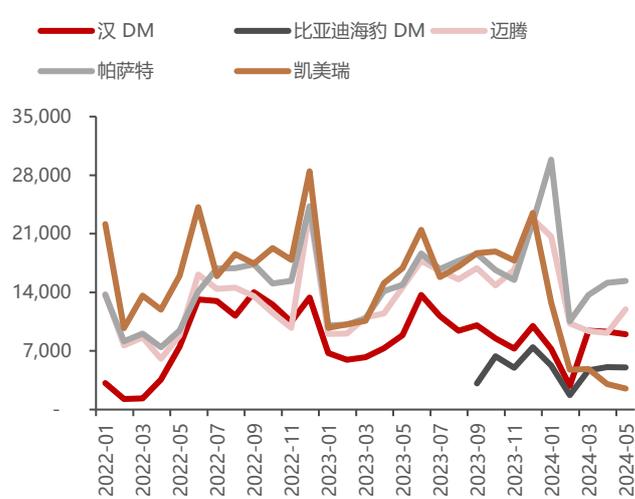
中高端市场相对刺激效果有限。2024 年 2 月 28 日, 汉、海豹进行荣耀版换新, 2024 年 1/2/3/4/5 月汉+海豹在 B 级轿车的份额分别 4%/3%/7%/7%/6%, 实现大幅提升, 2024 年 1/2/3/4/5 月帕萨特、凯美瑞、迈腾加等车型总份额分别 22%/19%/15%/17%/16%, 有一定下降, 但 3 月帕萨特改款又刺激销量小幅回升。

图14: 秦 PLUS、驱逐舰 05 Dm-i 与竞品销量表现



资料来源: 交强险, 民生证券研究院

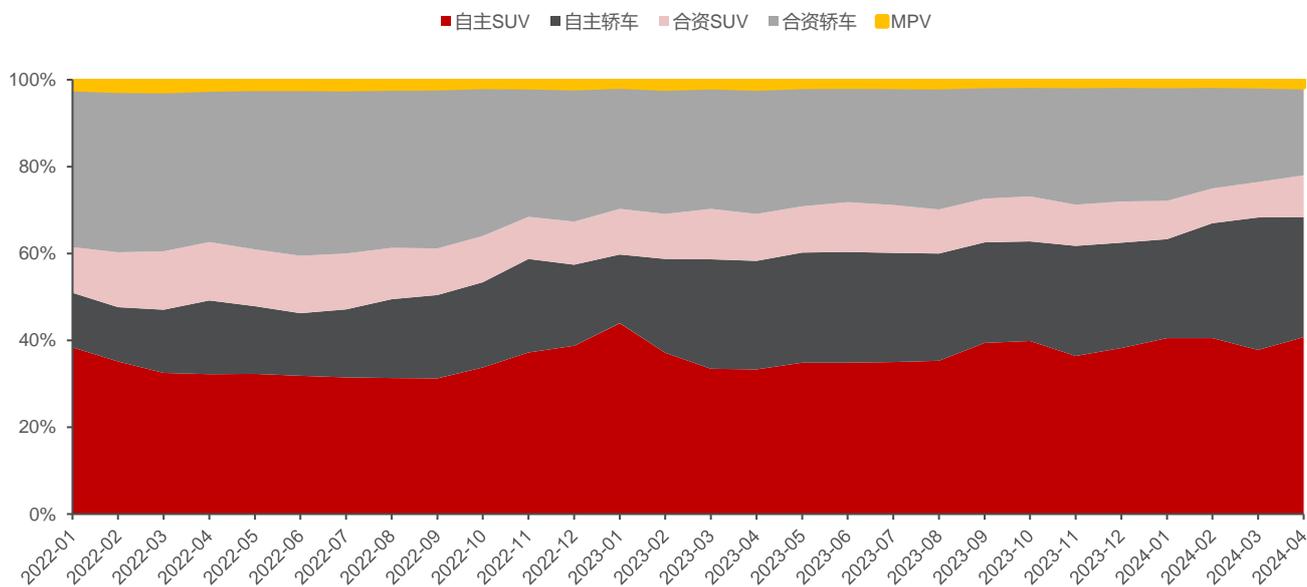
图15: 汉 Dm-i、海豹 Dm-i 与核心竞品销量表现



资料来源: 交强险, 民生证券研究院

针对自主 SUV 市场: 宋 PRO/PLUS 价格进一步下探, 直面竞争; 元 UP、宋 L、海狮纯电新车弥补市场空缺。公司核心插混车型 SUV 以宋 PRO/PLUS Dm-i 双车为主, 降价前所处价格带分别为 12-14 万元、15-17 万元, 该价格主要竞品为自主 SUV, 为进一步抢夺市场份额, 宋 PRO Dm-i、宋 PLUS Dm-i 荣耀版改款价格降低至 10.98、13.98 万元, 直面 10-15 万元激烈的市场竞争; 同时与核心自主 SUV 竞品相比, 宋 Dm-i 系列油耗具备明显优势, 后续有望凭借价格优势扩大在 10-15 万元 SUV 市场的份额。此外, 针对 SUV 市场, 公司推出元 UP、宋 L、海狮等纯电新车, 填补之前该市场的车型空缺, 丰富产品矩阵。

图16: 售价 10-15 万元车型占比 (%)



资料来源: 交强险, 民生证券研究院

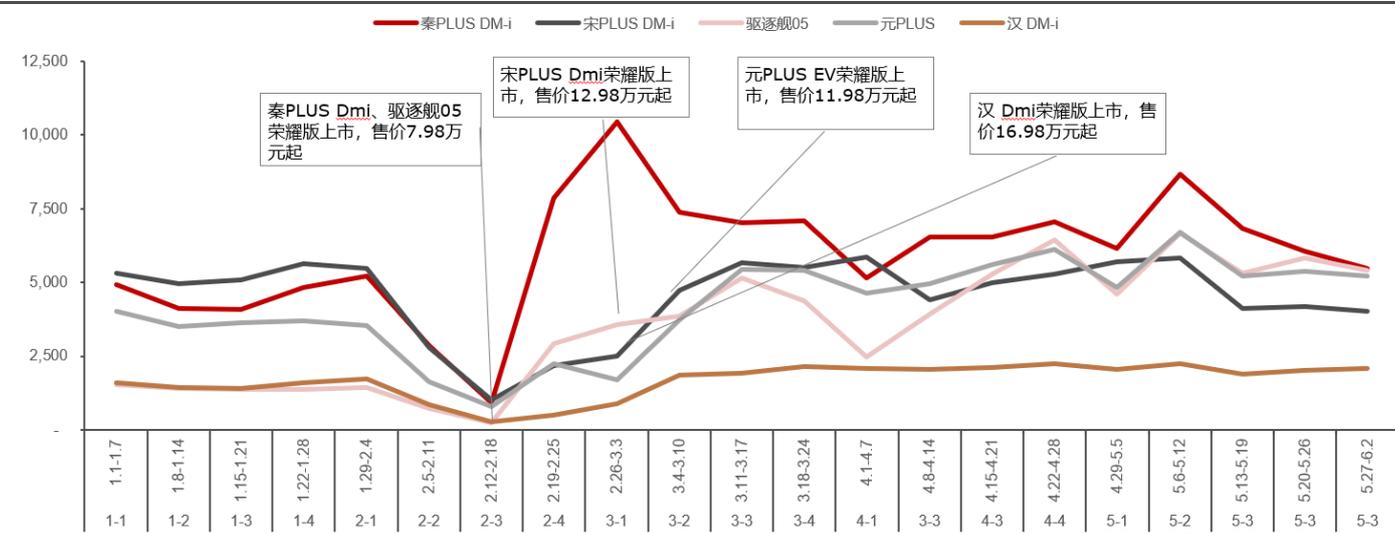
图17: 宋 PLUS Dm-i、宋 Pro Dm-i 与核心竞品价格及参数对比

车企	比亚迪		吉利			长安		长城
	宋Plus Dmi	宋Pro Dmi	银河L7	星越L	博越L	CS75 Plus	深蓝S7	哈弗H6
终端折后价 (万元)	12.98-18.98	10.98-13.98	10.87-16.57	12.22-17.02	10.07-15.02	9.29-13.49	13.49-20.29	7.09-11.98
长宽高 (mm)	4705*1890*1680	4738*1860*1710	4700*1905*1685	4605*1878*1643	4670*1900*1705	4710*1865*1710	4750*1930*1625	4653*1886*1730
轴距 (mm)	2765	2712	2785	2700	2777	2710	2900	2738
馈电油耗 (L/100km)	5.3 (WLTC)	5.3 (WLTC)	5.23	7.9	6.3	6.96	5.6	7.13
电池快充时间 (小时)	-	-	0.5	-	-	-	0.5	-
百公里加速 (km/h)	-	8.3	-	6.8	-	-	7.7	-

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

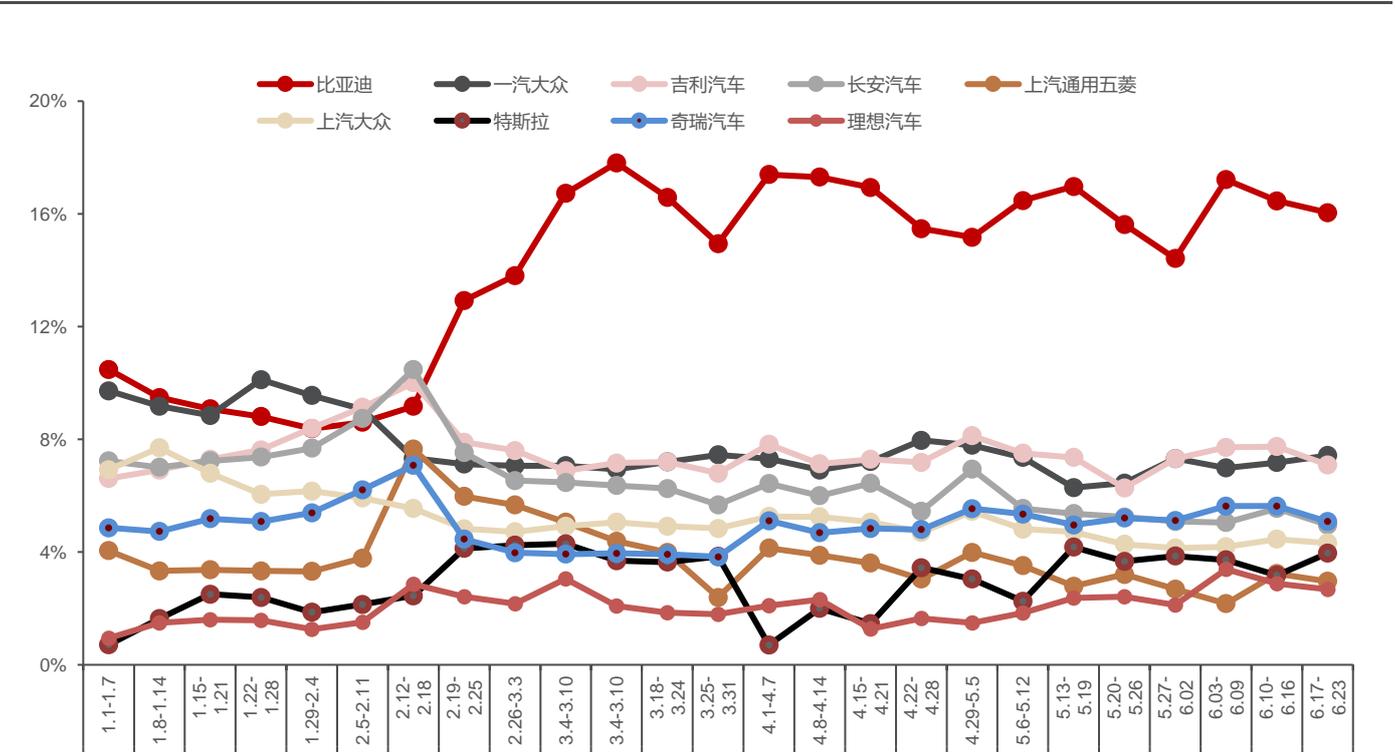
降价效果: 价格优势拉大, 份额提升效果显著。公司推出荣耀版改款后, 以价换量效果显著, 2024Q1、2024年5月, 公司在20万元以下市场份额15.4%、23.7%; 在20万元以下混动市场份额57.6%、64.4%; 在20万元以下纯电市场份额达36.7%、39.1%。同时, 整体市场份额也进一步提升, 公司在乘用车市场的份额由降价前的10.7%提升至16.5%, 在新能源乘用车市场的份额由降价前的28.5%提升至34.5%, 在混动乘用车市场的份额由降价前的34.3%提升至44.8%, 在纯电乘用车市场的份额由降价前的24.2%提升至28.7%, 降价效果显著。

图18: 2024 年部分车型荣耀版上市后周度销量变化 (单位: 辆)



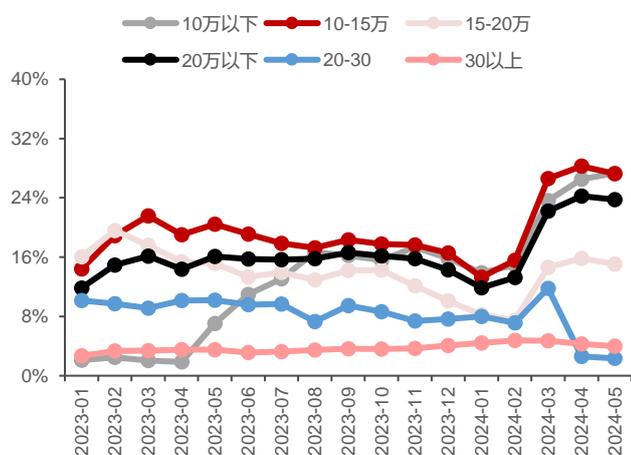
资料来源: 交强险, 民生证券研究院

图19: 乘用车周度上险份额 (%)



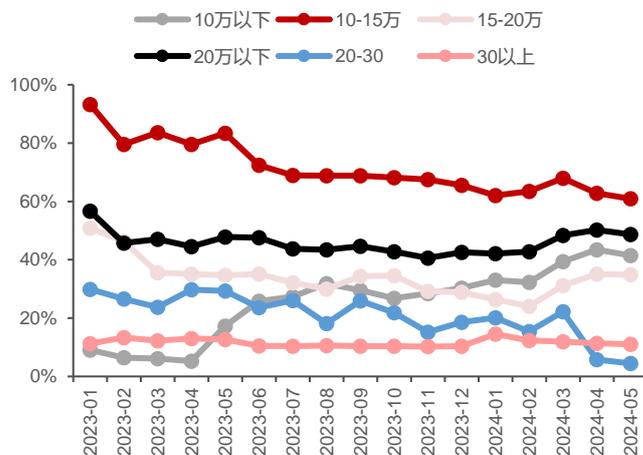
资料来源: 交强险, 民生证券研究院

图20：公司各个价格带市场份额 (%)



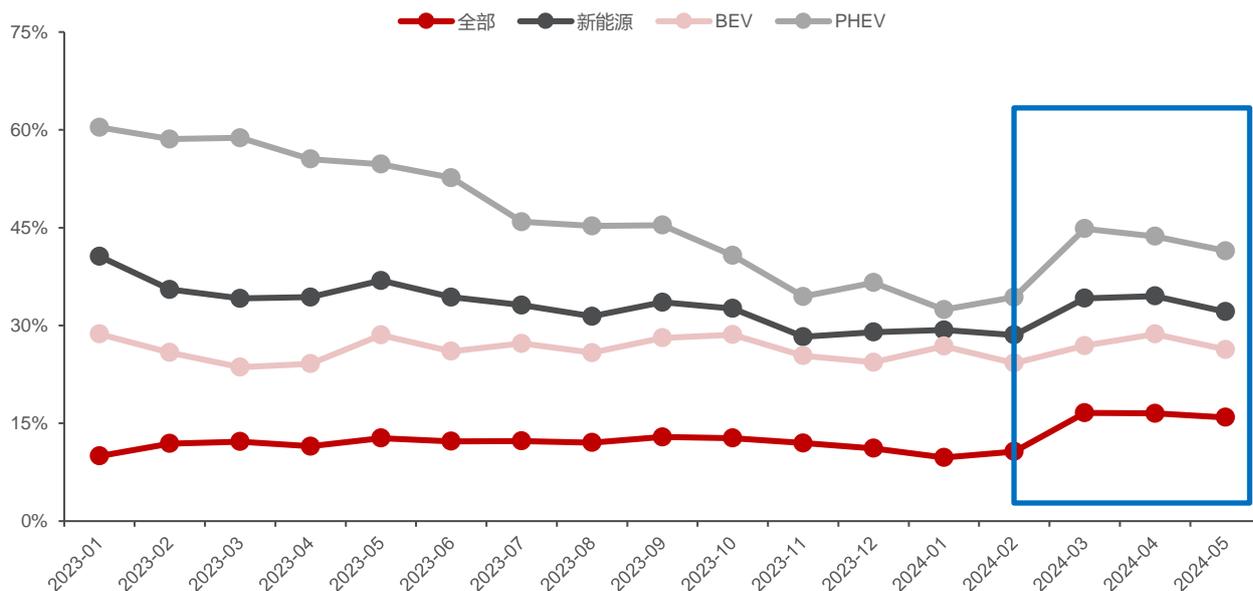
资料来源：交强险，民生证券研究院

图21：公司各个价格带新能源市场份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

图22：公司各个市场份额 (%)



资料来源：交强险，民生证券研究院

4.4 第二步：Dm-i 5.0 实现技术突破 再度强化格局优

化逻辑

Dm-i 5.0 实现油耗、续航突破，强化插混技术领先性。 2024年5月28日，公司举办 Dm-i 5.0 技术暨秦 L Dm-i、海豹 06 Dm-i 上市发布会，发布插混新技术。Dm-i 5.0 技术拥有全球最高 46.06% 发动机热效率，全球最低 2.9L 百公里亏电油耗，全球最长 2,100 公里综合续航，秦 L、海豹 06 实测油耗平均值为 2.26L、2.11L，实测续航超过 2,500km，抓住消费者最核心痛点①油耗、②续航，

再次强化插混技术领先性。

图23: Dm-i 5.0 开创油耗 2.0 时代



资料来源: 腾讯新闻, 民生证券研究院

图24: 满油满电综合续航媒体实测结果

里程排名	测试媒体	路线	车型	最终里程 (km)
1	电驹 / 路咖汽车	哈密 (西北)	秦L	2547.0
2	太平洋汽车 / 小吕斯基	哈密 (西北)	海豹06	2496.6
3	向北不断电 / 阿喵汽车	长春 (东北)	秦L	2409.5
4	有车以后 / 爽爽侃车	深圳 (东南)	海豹06	2408.8
5	AI频道 / 苑叔聊车	长春 (东北)	秦L	2363.0
6	易车	深圳 (东南)	秦L	2327.7

资料来源: 腾讯新闻, 民生证券研究院

Dm-i 5.0 专注硬件系统细节优化, 聚沙成塔, 提升系统效率提升。 Dm-i 5.0 技术以电为主的动力架构、全温域整车热管理架构、智电融合电子电气架构, 在 Dm-i 4.0 的基础上进行了进一步升级。

1) 发动机效率提升: EHS 电混系统综合工况效率提升 5pct 达 92%, 发动机单次启停降耗 16%, 综合效率提升 0.85%;

2) 电池能量密度提升: 电池采用第二代直冷系统, 均温性提升 45%, 能耗节省 34%, 采用全新第二代电池脉冲自加热技术, 升温速度提升 60%, 刀片电池能量密度提升 15.9%, 领先市面可比产品。

3) 结构布局更紧凑: 与 Dm-i 4.0 相比, Dm-i 5.0 系统在布局上更紧凑, 总体积变小; 同时离合器轴和中间轴上的齿轮缩小, 既节省了空间, 也使得 P1 电机和 P3 电机可以解锁更高转速, 实现了工况效率从 87.6%提升至 92%, 功率密度从 65kW/L 提升至 75kW/L。

表8: Dm-i 5.0 与竞品参数对比

类别	比亚迪	吉利	长安	上汽
代表车型	秦 L Dm-i	银河 L6 2024 款	启源 A05 真香版	五菱星光共创版
售价 (万元)	9.98-13.98	10.38-11.58	7.89-10.99	7.98-10.98
WLTC 馈电油耗 (L/100KM)	2.9 (NEDC)	4.55	4.58-4.60	3.98-4.09
综合续航里程 (km)	2,100 (NEDC)	1,320-1,370 (WLTC)	1,225-1,300 (CLTC)	1,100 (NEDC)

资料来源: 汽车之家, 民生证券研究院

图25: Dm-i 5.0 系统紧凑度高于 Dm4.0 系统



资料来源: 腾讯新闻, 民生证券研究院

Dm-i 5.0 系统通过软件、芯片控制提升, 促进能耗优化, 控制精准度提升, 优化驾驶性能。

1) 智能温控管理提高系统效率: 公司通过自研 VCU、MCU、ECU 等软硬件, 在 Dm-i 5.0 系统中创新引入全温域整车热管理, 实现电池、机舱、座舱三个封闭空间的热管理, 统一协调管理。实现高温环境下节能 10%, 低温能耗最高节约 8%, 电池的温控相关能耗降低了 34%; 通过智能控制, 实现了空调制冷每百公里节能 0.13L, 制热每百公里节能 0.07L。另外全温域整车热管理除了节能, 另一个好处应该是提升了整车在极热极寒天气下的适应能力。

2) 电控系统集中控制提升控制系统精准性, 减少能耗损失: Dm-i 5.0 系统用一颗 MCU 芯片, 集成了整车控制器和两个电机控制器三个系统的控制, 既将芯片算力提升了 46%, 通讯速度提升了 10 倍, 同时响应时间缩短为 1/10, 使得能量控制更精准, 开起来更顺滑, 更节能。

图26: 公司 Dm-i5.0 技术架构



资料来源：腾讯新闻，民生证券研究院

Dm-i 5.0 新车型后续打法灵活，新车提价有望提振单车盈利。我们认为，Dm-i 5.0 在能耗、续航方面再次取得重大突破，有望强化公司在插混领域技术领先地位，格局优化逻辑加强，且秦 L、海豹 06 定价 9.98-13.98 万元，作为定位秦 PLUS 汉 Dm-i 之间的 B 级轿车，定价较为激进。后续伴随 5.0 新车型进一步上市，公司有望进一步抢夺合资燃油车市场份额，实现销量向上。

2023 年，10 万元以下/10-15 万元/15-20 万元市场空间约 280/640/400 万辆，新能源渗透率约 46%/25%/41%，新能源渗透率提升+混动市场格局优化，公司销量有望继续高增，同时，Dm-i 5.0 车型有望提振单车盈利。2024H2，公司将发布 e 4.0 纯电新平台，有望进一步加强纯电市场竞争优势。

格局优化逻辑加强，售价 20 万元以下市场份额继续提升，公司 2024 年乘用车总销量有望达 396 万辆。荣耀版+Dm-i 5.0 有望驱动需求向上，2024 年 5 月公司在 20 万元以下新能源市场份额达 49%，后续伴随 Dm-i 5.0 车型进一步上市，份额有望进一步提升；预计 2024 年公司 20 万元以下车型销量约为 320 万辆，乘用车总销量有望达 396 万辆，同比+32%。

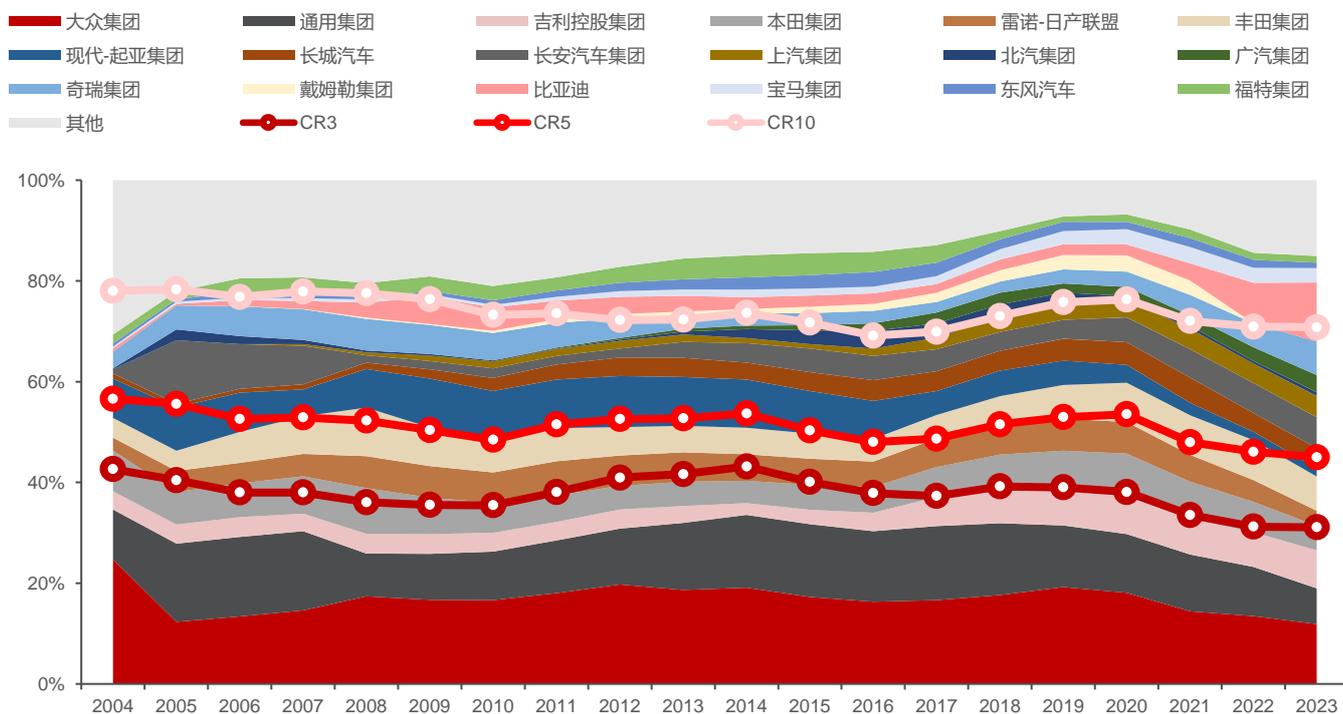
表9: 公司乘用车销量预测

	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2024E
中国乘用车上险销量 (万辆)	463.2	500.0	531.9	650.5	2,145.5
中国新能源乘用车上险渗透率 (%)	38%	45%	47%	49%	45%
中国新能源乘用车上险销量 (万辆)	175.9	225.0	251.5	316.0	968.3
中国新能源 20 万元以下车型占比 (%)	62%	66%	65%	63%	64%
中国 20 万元以下新能源上险销量 (万辆)	108.2	148.5	162.4	197.5	616.6
比亚迪在 20 万元以下新能源的市场份额 (%) (假设)	45%	55%	55%	51%	52%
比亚迪国内 20 万元以下车型销量 (万辆)	48.1	81.7	89.3	100.3	319.5
比亚迪王朝海洋系列 20 万以上车型 (万辆)	0.7	2.0	2.5	3.0	8.1
出口销量 (万辆)	9.8	11.8	12.5	13.0	47.1
高端车型销量 (万辆)	3.9	4.6	5.7	7.7	21.8
腾势	2.4	3.5	4.0	5.2	15.1
仰望	0.4	0.3	0.3	0.3	1.2
方程豹	1.1	0.8	1.4	2.2	5.5
比亚迪总销量 (万辆)	62.4	100.0	110.0	124.0	396.4
同比增速 (%)	14%	43%	34%	32%	32%

资料来源：交强险，民生证券研究院测算

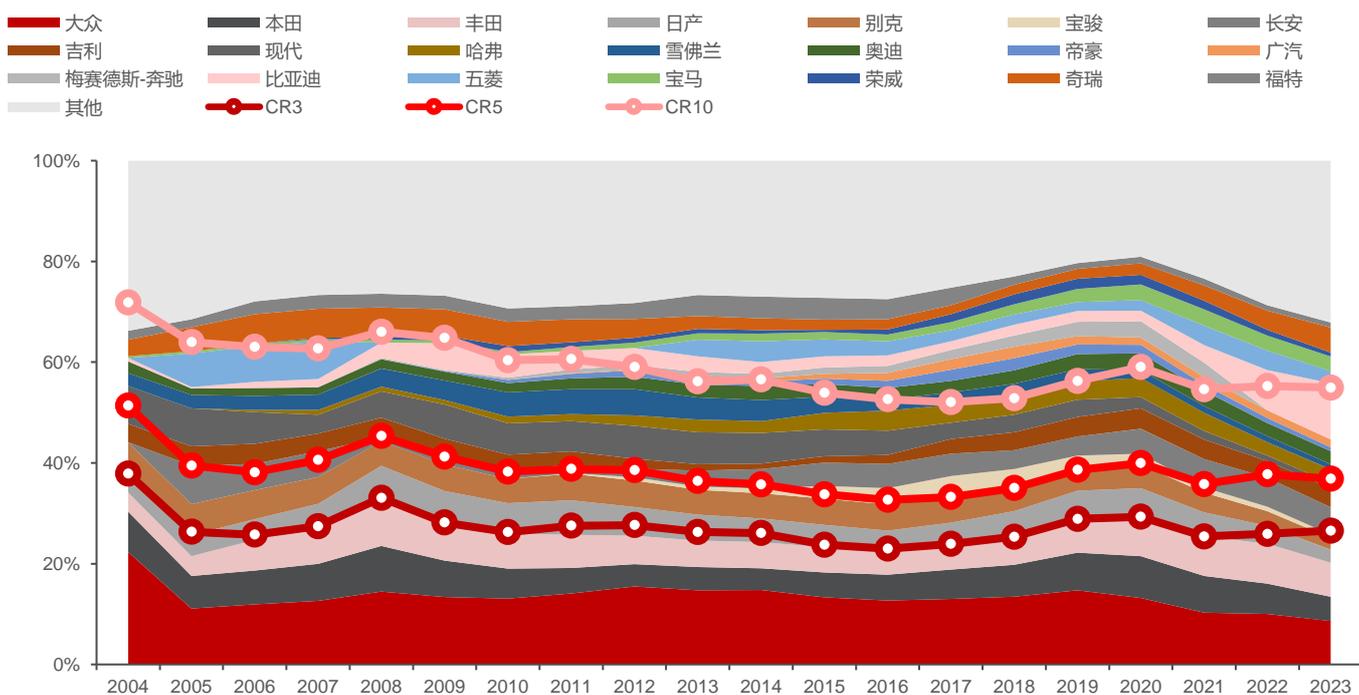
预计中期，公司国内稳态销量有望达 500 万辆左右。根据 Marklines，参照大众巅峰销量，燃油车时代大众集团在中国巅峰期份额为 20%左右，巅峰销量约 410 万辆 (2018 年)。中期看，预计后续国内乘用车销量 2,000+ 万辆，新能源渗透率 80%，公司份额 30+%，销量有望达 500+ 万辆。

图27: 中国分车企销量份额 (%)



资料来源: marklines, 民生证券研究院

图28: 中国分品牌销量份额 (%)



资料来源: marklines, 民生证券研究院

4.5 规模效应加强 公司盈利韧性突显

4.5.1 降本优势突出 一季报表现亮眼

2024Q1 业绩表现超预期,体现公司强劲的降本能力。2024Q1 公司单车 ASP 14.13 万元,环比-0.96 万元(受终端折扣放大,荣耀版指导价下降影响);但汽车+电池毛利率 28.1%,同比-4.9pct,环比+3.0pct,毛利表现超出预期。一方面,公司毛利提升受出口、高端车型拉动(2024Q1 出口销量 9.8 万辆,同比+153.0%,环比+0.7%;腾势、仰望、方程豹分别 23,945、3,522、11,063 辆,环比-11,327、+1,521、+5,351 辆);另一方面,根据我们测算,2024Q1 单车成本 10.16 万元,环比-1.14 万元,其中电池降本约贡献 935 元,其他 1 万元以上降本来自于公司的成本控制及全产业链降本,展现了极强的成本降低能力。

表10: 公司分季度销量及毛利指标

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
分季度销量 (万辆)	29	35.3	53.7	68.2	54.8	70	82.2	94.3	62.6
同比	182.00%	153.30%	163.80%	140.10%	89.10%	98.10%	53.00%	38.20%	14.30%
环比	2.00%	22.00%	52.00%	27.00%	-19.70%	27.80%	17.40%	14.70%	-33.60%
总营收 (亿元)	668.3	837.8	1,170.80	1,563.70	1,201.70	1,399.50	1,621.50	1,800.40	1,249.40
同比	63.00%	67.90%	115.60%	120.40%	79.80%	67.00%	38.50%	15.10%	4.00%
环比	-5.80%	25.40%	39.70%	33.60%	-23.10%	16.50%	15.90%	11.00%	-30.60%
汽车+电池 (亿元)	458.9	610.2	896.2	1,203.40	938	1,101.50	1,261.90	1,422.30	884.6
YoY	117.50%	141.60%	172.40%	151.60%	104.40%	80.50%	40.80%	18.20%	-5.70%
营业成本 (亿元)	585.4	717.3	948.8	1,266.70	987.1	1,137.50	1,262.80	1,418.30	976
YoY	63.40%	65.10%	101.60%	105.50%	68.60%	58.60%	33.10%	12.00%	-1.10%
汽车+电池 (亿元)	387.5	501.5	692.1	928.7	743.6	863.2	938	1,065.50	636.3
YoY	125.00%	143.50%	154.40%	132.50%	91.90%	72.10%	35.50%	14.70%	-14.40%
毛利率 (%)	12.40%	14.40%	19.00%	19.00%	17.90%	18.70%	22.10%	21.20%	21.90%
YoY (pct)	-0.2	1.5	5.6	5.9	5.5	4.3	3.2	2.2	4
汽车+电池 (%)	15.60%	17.80%	22.80%	22.80%	20.70%	21.60%	25.70%	25.10%	28.10%
YoY (pct)	-2.8	-0.6	5.5	6.4	5.2	3.8	2.9	2.3	7.3
*单车 ASP (万元)	15.84	17.27	16.68	17.64	17.12	15.73	15.35	15.09	14.13
YoY	-22.90%	-4.60%	3.30%	4.80%	8.10%	-8.90%	-8.00%	-14.50%	-17.50%
*单车成本 (万元)	13.37	14.19	12.89	13.62	13.57	12.33	11.41	11.30	10.16
YoY	-20.20%	-3.80%	-3.60%	-3.20%	1.50%	-13.10%	-11.40%	-17.00%	-25.10%
单车盈利指标									
*单车毛利 (元)	24,649	30,757	37,985	40,287	35,474	34,027	39,395	37,848	39,654
单车毛利环比变化 (元)	-3,086	6,107	7,228	2,302	-4,813	-1,447	5,368	-1,547	1,807
单车毛利同比变化 (万元)	-13,117	-2,627	10,017	12,551	10,825	3,271	1,410	-2,439	4,180

资料来源: iFind, 民生证券研究院测算

4.5.2 出海+高端化大年 贡献增量利润

新车型+新地区拓展，2024 出口有望拉动增量利润。出口方面，公司 5 月出海销量达 3.7 万辆，同比+267.5%，环比-8.6%，2024M1-5 累计出海 17.6 万辆，同比+176.7%，持续高增态势。2024 年，公司将加大海外市场投入，巴西、乌兹别克、匈牙利、印尼布局工厂，同时加速出口（海鸥等车型贡献新增量），我们判断公司出海有望在欧洲、东南亚、澳新迎来快速发展，2024 年出口销量有望达 47 万辆，同比+103.5%，出海亦有望提振盈利。

图29：公司乘用车出口销量（辆）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

高端产品大年，2024 年高端化贡献增量利润。2024 年为公司的高端化产品大年，腾势跑车、旗舰轿车（预计 Q3）、家庭大 SUV（预计 Q4），仰望 U7（预计 Q3）、方程豹 3/8（预计 Q3）等重点车型将于 Q3-Q4 集中上市。根据 2023 年上险数据，30-35/35-40/40-50/50 万元以上价格带对应燃油车市场空间约 260 万辆，空间广阔。我们看好腾势、方程豹、仰望销量、盈利双重向上。2024 年腾势、仰望、方程豹各自销量有望达 15.1/1.16/5.5 万辆，整体高端化销量预计 21.8 万辆。

表11：公司高端车型产品周期

车型	上市时间	动力	级别	类型	价格 (万元)	轴距 (mm)	主要亮点	主要竞品
腾势旗舰轿车	24Q3	EV	C	轿车	35+		行政级豪华轿车	奔驰 e 级
腾势 Z9	24Q3	EV/PHEV	C	轿车	30-40		高轿跑车	帕拉梅拉
腾势大 SUV (6座)	24Q4 (年底)	PHEV	C	SUV	40	约 3050	轴距预计超 3m	理想 L9、L8
仰望 U7	24Q3				100			
豹 3	24Q3	EV	B	SUV	25	约 2900	偏向城市的越野 SUV	坦克 300
豹 8	24Q3	PHEV	C	SUV	35-40	约 3200	硬派越野 SUV	坦克 500

资料来源：汽车之家，民生证券研究院

表12：公司高端乘用车销量预测

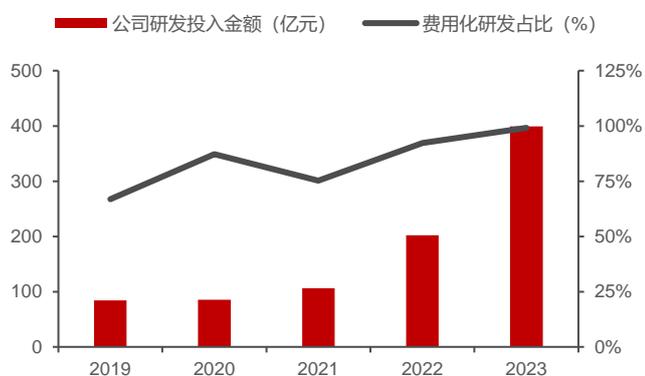
	2024Q1	2024Q2E	2024Q3E	2024Q4E	2023	2024E
国内高端新能源乘用车销量 (辆)	38,530	45,600	56,650	76,800	134,927	217,580
腾势 (辆)	23,945	35,000	40,000	52,000	127,840	150,945
仰望 (辆)	3,522	2,600	2,650	2,800	2,001	11,572
方程豹 (辆)	11,063	8,000	14,000	22,000	5,086	55,063

资料来源：交强险，民生证券研究院预测

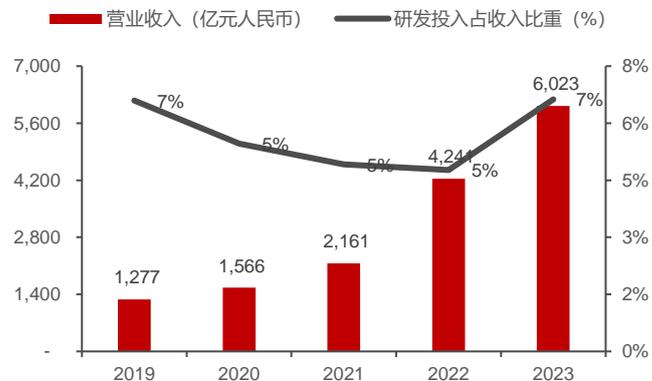
4.5.3 前期研发费用化率高+后续规模效应加强 有利于业绩释放

研发费用化率高，有利于后续释放业绩。2023 年公司研发投入金额为 399.2 亿元，同比+97.4%，其中研发资本化率仅为 0.9%，低于以往年度，如按照资本化率 10%计算对应费用减少约 40 亿元。高水平的研发支出费用化率，短期内对公司 2023 年的业绩增长有一定的抑制作用，但长期来看减少了后续摊销对利润的负面贡献，利于公司后续利润端释放业绩。

规模效应加强，研发费用率有望下降，业绩弹性大。2023 年公司研发投入占收入比重约为 6.6%，2023Q4/2024Q1 研发费用率约 8.1%、8.5%，伴随后续新车上量规模效应加强，单车研发费用有望下降。

图30：公司研发投入金额及费用化研发占比（亿元，%）


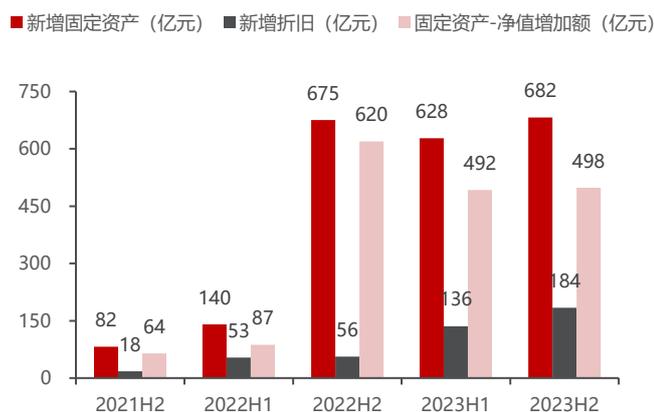
资料来源：iFind，民生证券研究院

图31：公司营业收入及研发投入占营收比重（亿元，%）


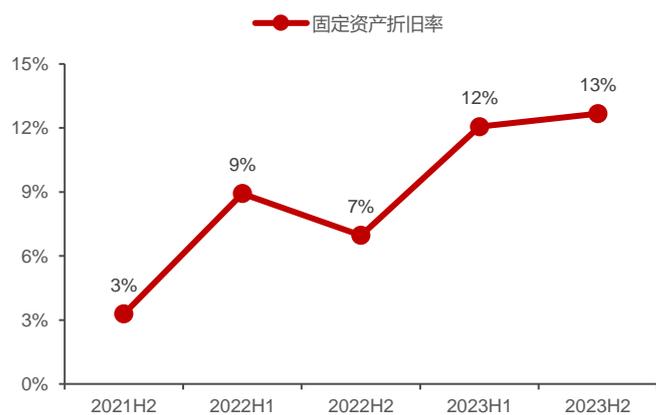
资料来源：iFind，民生证券研究院

4.5.4 折旧及时计提 有利于未来业绩释放

折旧及时计提，有利于未来业绩释放。2023年3月份公司发布公告，会计估计发生变更，考虑到新能源车技术迭代速度较快，部分机械设备寿命已低于原有折旧年限，统一将动力电池长期资产折旧/摊销年限变更为3年，机器设备折旧年限区间为由5-12年变更为3-12年，固定资产折旧率从2022年的7-9%，提升至2023年的12-13%；且从新增固定资产来看，固定资产净值增加额远低于固定资产原值增加额，很大部分新增固定资产都于当期计提折旧，未来折旧负担较小，有利于未来利润释放。

图32：公司固定资产原值、净值增加额及新增折旧（亿元）


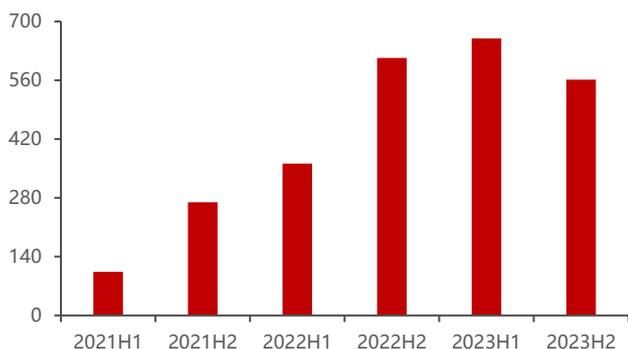
资料来源：iFind，民生证券研究院

图33：公司固定资产折旧率（%）


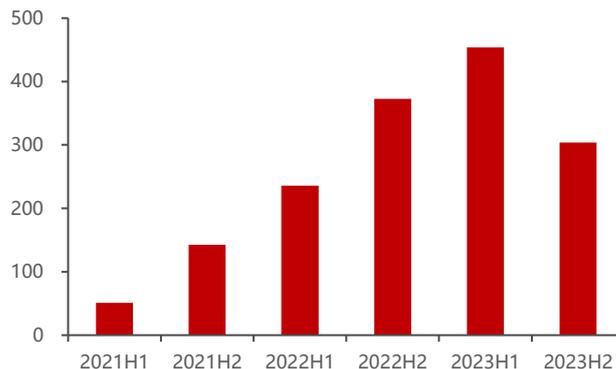
资料来源：iFind，民生证券研究院

资本开支收窄，在建工程下降，预计后续折摊成本有望减轻。公司2021、2022、2023年资本开支金额373、975、1,221亿元，2023年是资本开支高峰期，2023H2

起已逐步收窄,预计后续大幅扩产需求减少。且从在建工程金额来看,公司 2021、2022、2023 年末在建工程金额 142、373、304 亿元,呈现下降趋势,预计后续折摊成本有望减轻。

图34: 公司各期资本开支金额 (亿元)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

图35: 公司各个期末在建工程 (亿元)


资料来源: iFind, 民生证券研究院

降本能力强+高端、出口拉动利润+费用摊销压力减小,公司业绩确定性较强。

我们认为 2024 年公司业绩确定性较强, 1) 公司的全产业链降本能力及成本控制能力已经在 2024Q1 报表端有所体现, 价格战预计影响有限, 且后续 Dm-i 5.0 上市后单车利润有望回升; 2) 2024 年为公司高端化、出口的大年, 高端车型对业绩支撑性强; 3) 2023 年公司报表质量高, 研发费用、折旧摊销成本已在前期通过费用大幅计提; 后续伴随规模效应加强和资本开支收窄, 费用端压力有望减小。

5 投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

汽车业务：主要为乘用车销售，2023 年收入 6,023 亿元、毛利率 20.21%。乘用车国内基盘市场份额稳固，高端化车型加速推出，海外销量快速增长，同时，高端车型上量、规模效应加强，后续盈利能力有望提升。我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 6,967/8,460/9,907 亿元，同比增速为 38.4%/20.0%/16.0%。

手机部件及组装业务：主要包含消费电子及新型智能产品（无人机、智能家居、游戏硬件）产品组装，2023 年收入 1,186 亿元、毛利率约 8.78%，后续消费电子方面，公司将持续深化与大客户的战略合作，提升在海外大客户核心产品的份额，并开拓新品类的结构件；新型智能产品业务方面，公司将积极完善 AI 服务器及其他高增长赛道的布局，无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展。我们预计汽车业务 2024-2026 年收入为 1,366/1,550/1,718 亿元，同比增速为 15.2%/13.5%/10.8%。

其他主营业务：该部分业务收入规模较小，2023 年收入 2.9 亿元，毛利率 17.15%，预计后续依然维持该收入体量。我们其他主营业务 2024-2026 年收入为 3.0/3.2/3.3 亿元，同比增速为 5.3%/6.7%/1.6%。

表13：公司分业务盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入 (亿元)	4,241	6,023	8,336	10,003	11,604
收入增速 (%)	96.20%	42.04%	38.40%	20.00%	16.00%
毛利率(%)	17.04%	20.21%	19.32%	19.00%	19.00%
汽车					
收入 (亿元)	3,247	4,835	6,967	8,450	9,883
收入增速 (%)	188.64%	48.90%	44.11%	21.28%	16.96%
毛利率(%)	20.39%	23.02%	21.38%	20.87%	20.77%
手机部件及组装等					
收入 (亿元)	988	1,186	1,366	1,550	1,718
收入增速 (%)	14.30%	20.00%	15.20%	13.50%	10.80%
毛利率(%)	6.06%	8.78%	8.80%	8.82%	8.85%
其他主营业务					
收入 (亿元)	5.5	2.9	3.0	3.2	3.3
收入增速 (%)	-23.80%	-48.56%	5.26%	6.67%	1.56%
毛利率(%)	11.96%	17.15%	16.50%	16.50%	16.00%

资料来源：交强险，民生证券研究院预测

5.2 估值分析及投资建议

5.2.1 估值分析

公司为自主新能源乘用车龙头，我们选取同为自主乘用车企业的长安汽车、理想汽车、吉利汽车、长城汽车，与公司估值进行对比分析。

2024-2026 年可比公司 PE 估值均值为 17/11/9 倍，我们预计比亚迪 2024-2026 年 EPS 分别为 13.68、17.58、21.85 元/股，当前股价对应 PE 分别为 18/14/11 倍，高于可比公司均值。我们认为公司作为自主新能源龙头，新能源份额领先，凭借 Dm-i 5.0 技术+成本优势夯实国内 20 万元领先地位，规模效应加强，利润确定性强；且公司且正迎高端、出口机遇，技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；出口销量高增，全球化建厂加速，应享有估值溢价。

表14：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	13.63	0.81	1.06	1.36	17	13	10
2015.HK	理想汽车	73.8	4.01	7.54	9.85	18	10	7
0175.HK	吉利汽车	8.48	0.74	1.15	1.49	11	7	6
601633.SH	长城汽车	24.72	1.27	1.59	1.7	19	16	15
可比公司均值			-	-	-	17	11	9
002594.SZ	比亚迪	243.97	13.68	17.58	21.85	18	14	11

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据为民生证券研究院预测，股价时间为 2024 年 7 月 2 日

5.2.2 投资建议

2024 开启强劲产品周期，强化成本优势，完善产品矩阵。2023 年公司高端化、出口仍然处于培育期，基盘车型以改款为主，新车仅海鸥、海豹 Dm-i 及年末上市的宋 L，整体产品周期不强。2024 年，公司开启强产品周期，1) 节奏上看：2-3 月起开启荣耀版焕新，强调成本优势，更加主动地以价换量，抢夺市场份额；5 月底发布 Dm-i 5.0 新技术换代，强化公司在插混领域技术领先地位；2) 产品思路打法上看，公司一方面强化新能源成本优势，定价更为激进；另一方面王朝海洋优势车型相互复制，填补空白市场空隙，进一步完善产品矩阵。如针对 20 万元合资轿车市场，一方面秦 PLUS、汉 Dm-i 价格进一步下探，贴近合资燃油竞品最低价；一方面，秦 L、海豹 06 填补 B 级轿车空白；针对 20 万元及以下自主 SUV 市场，一方面宋 PRO/宋 PLUS Dm-i 价格下探，拉平与主销 A 级自主 SUV 价差；一方面元 UP、宋 L、海狮 07 EV 上市，上攻下探，完善纯电 SUV 产品线。

降本能力强+高端、出口拉动利润+费用摊销压力减小，公司业绩确定性较强。

我们认为 2024 年公司业绩确定性较强，原因包括 **1) 降本**：2024Q1 公司单车成本 10.16 万元，环比-1.14 万元，在产品结构升级的情况下实现了单车成本环比下降，充分体现出公司的全产业链降本能力及成本控制能力，价格战预计影响有限，且后续 Dm-i 5.0 上市后单车利润有望回升；**2) 高端、出口拉动盈利**：2024 年为公司高端化、出口的大年，整体高端、出口销量预计分别 21.8、47 万辆，预计拉动盈利；**3) 规模效应加强，费用端压力有望减轻**：2023 年公司报表质量高，研发费用、折旧摊销成本已在前期通过费用大幅计提；后续伴随规模效应加强和资本开支收窄，费用端压力有望减小。

油耗 2.0 时代开启，格局优化逻辑再加强。我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上，加速出海成为全球领先新能源车企，规模化、全球化、高端化、智能化共振，维持盈利预测，预计 2024-2026 年营收为,336.0/10,003.3/11,603.8 亿元，归母净利润 398.1/511.8/636.1 亿元，EPS 13.68/17.58/21.85 元，对应 2024 年 7 月 2 日 243.97 元/股收盘价，PE 分别为 18/14/11 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 车市下行风险: 汽车行业存在周期性, 经济持续下行可能导致汽车市场消费疲软, 同时汽车行业的竞争预计将更加激烈, 带来风险;

2) 新车型销量、需求不及预期: 消费者的需求随着时间和市场环境的变化而不断变化。如果公司未能准确预测消费者需求的变化, 或者未能及时调整产品策略以满足市场需求, 可能导致新车型销量不及预期, 带来风险;

3) 原材料波动超预期风险: 汽车行业特别是电动车领域, 面临宏观经济波动、原材料价格波动等风险, 导致新能源车企盈利困难, 带来风险;

4) 出海进度不及预期: 出口存在关税、海运费波动风险, 可能会增加公司汽车在海外市场的成本, 从而影响其竞争力。此外, 随着全球贸易形势的变化, 部分国家可能对中国汽车出台反倾销、反补贴政策, 导致出海进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602,315	833,604	1,000,325	1,160,377
营业成本	480,558	672,552	810,264	939,906
营业税金及附加	10,350	14,171	17,006	19,726
销售费用	25,211	33,344	36,012	41,774
管理费用	13,462	17,506	21,007	24,368
研发费用	39,575	49,183	57,019	60,340
EBIT	34,588	49,669	61,706	76,100
财务费用	-1,475	-774	-1,802	-2,775
资产减值损失	-2,188	-3,570	-3,109	-3,636
投资收益	1,635	1,667	2,001	2,321
营业利润	38,103	48,540	62,399	77,559
营业外收支	-834	0	0	0
利润总额	37,269	48,540	62,399	77,559
所得税	5,925	6,941	8,923	11,091
净利润	31,344	41,599	53,476	66,468
归属于母公司净利润	30,041	39,810	51,176	63,610
EBITDA	78,141	102,503	127,462	151,304

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	146,591	268,519	382,226
应收账款及票据	61,866	72,352	79,575	81,251
预付款项	2,215	7,307	7,114	8,906
存货	87,677	128,643	152,357	178,181
其他流动资产	41,269	58,922	60,229	73,060
流动资产合计	302,121	413,815	567,794	723,623
长期股权投资	17,647	19,314	21,315	23,636
固定资产	230,904	339,344	354,898	373,958
无形资产	37,236	40,455	40,942	41,400
非流动资产合计	377,426	486,163	500,642	518,915
资产合计	679,548	899,978	1,068,436	1,242,538
短期借款	18,323	25,323	26,323	27,323
应付账款及票据	198,483	276,798	333,870	387,137
其他流动负债	236,860	334,116	397,488	460,091
流动负债合计	453,667	636,237	757,681	874,551
长期借款	11,975	13,996	15,496	16,496
其他长期负债	63,444	64,516	64,516	64,516
非流动负债合计	75,419	78,512	80,012	81,012
负债合计	529,086	714,749	837,693	955,562
股本	2,911	2,911	2,911	2,911
少数股东权益	11,652	13,441	15,740	18,598
股东权益合计	150,462	185,230	230,743	286,976
负债和股东权益合计	679,548	899,978	1,068,436	1,242,538

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.04	38.40	20.00	16.00
EBIT 增长率	63.52	43.60	24.23	23.33
净利润增长率	80.72	32.52	28.55	24.30
盈利能力 (%)				
毛利率	20.21	19.32	19.00	19.00
净利润率	4.99	4.78	5.12	5.48
总资产收益率 ROA	4.42	4.42	4.79	5.12
净资产收益率 ROE	21.64	23.17	23.80	23.70
偿债能力				
流动比率	0.67	0.65	0.75	0.83
速动比率	0.42	0.38	0.49	0.57
现金比率	0.24	0.23	0.35	0.44
资产负债率 (%)	77.86	79.42	78.40	76.90
经营效率				
应收账款周转天数	37.49	33.00	30.25	26.62
存货周转天数	66.59	71.75	70.03	70.61
总资产周转率	1.03	1.06	1.02	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	10.32	13.68	17.58	21.85
每股净资产	47.68	59.01	73.86	92.19
每股经营现金流	58.30	65.02	71.64	74.41
每股股利	3.10	2.74	3.52	4.37
估值分析				
PE	24	18	14	11
PB	5.1	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	7.71	5.88	4.73	3.98
股息收益率 (%)	1.27	1.12	1.44	1.79

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,599	53,476	66,468
折旧和摊销	43,553	52,834	65,756	75,203
营运资金变动	92,770	88,960	82,928	68,196
经营活动现金流	169,725	189,293	208,541	216,617
资本开支	-121,623	-159,156	-76,451	-89,373
投资	-16,089	5,304	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-125,664	-152,706	-77,851	-91,273
股权募资	98	-398	0	0
债务募资	18,073	9,550	2,540	2,030
筹资活动现金流	12,817	910	-8,762	-11,636
现金净流量	57,329	37,497	121,927	113,707

插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架	3
图 2: 乘用车终端折扣率 (%)	5
图 3: 乘用车周度上险新能源渗透率 (%)	5
图 4: 2023 年分价格段新能源渗透率 (%)	6
图 5: 2024M1-5 分价格段新能源渗透率 (%)	6
图 6: 2020—2023 年公司 BEV、PHEV 销量 (万辆) 及市占率 (%)	9
图 7: 公司 2023 年分季度出口销量 (辆)	12
图 8: 公司在各个市场的市场份额 (%)	12
图 9: 公司纯电、插混月度销量 (辆)	12
图 10: 秦产品价格与核心竞品对比	14
图 11: 汉 Dm-i 产品价格与核心竞品对比	14
图 12: 秦 PLUS Dm-i、驱逐舰 05Dm-i 产品价格与核心竞品对比	15
图 13: 汉 Dm-i 产品价格与核心竞品对比	15
图 14: 秦 PLUS、驱逐舰 05 Dm-i 与竞品销量表现	16
图 15: 汉 Dm-i、海豹 Dm-i 与核心竞品销量表现	16
图 16: 售价 10-15 万元车型占比 (%)	17
图 17: 宋 PLUS Dm-i、宋 Pro Dm-i 与核心竞品价格及参数对比	17
图 18: 2024 年部分车型荣耀版上市后周度销量变化 (单位: 辆)	18
图 19: 乘用车周度上险份额 (%)	18
图 20: 公司各个价格带市场份额 (%)	19
图 21: 公司各个价格带新能源市场份额 (%)	19
图 22: 公司各个市场份额 (%)	19
图 23: Dm-i 5.0 开创油耗 2.0 时代	20
图 24: 满油满电综合续航媒体实测结果	20
图 25: Dm-i 5.0 系统紧凑度高于 Dm4.0 系统	21
图 26: 公司 Dm-i5.0 技术架构	22
图 27: 中国分车企销量份额 (%)	24
图 28: 中国分品牌销量份额 (%)	24
图 29: 公司乘用车出口销量 (辆)	26
图 30: 公司研发投入金额及费用化研发占比 (亿元, %)	28
图 31: 公司营业收入及研发投入占营收比重 (亿元, %)	28
图 32: 公司固定资产原值、净值增加额及新增折旧 (亿元)	28
图 33: 公司固定资产折旧率 (%)	28
图 34: 公司各期资本开支金额 (亿元)	29
图 35: 公司各个期末在建工程 (亿元)	29

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 乘用车企业归母净利润 (亿元) 及同环比增速 (%)	5
表 2: 2023 年&2024Q1 10-15 万元乘用车市场热销车型	6
表 3: Dm-i 技术进化历程	8
表 4: 公司分季度销量及财务数据	10
表 5: 公司 2023 年新车型	11
表 6: 公司 2024 年 SUV 新产品矩阵	13
表 7: 公司 2024 年轿车新产品矩阵	13
表 8: Dm-i 5.0 与竞品参数对比	20
表 9: 公司乘用车销量预测	22
表 10: 公司分季度销量及毛利指标	25
表 11: 公司高端车型产品周期	27

表 12: 公司高端乘用车销量预测.....	27
表 13: 公司分业务盈利预测.....	30
表 14: 可比公司估值对比.....	31
公司财务报表数据预测汇总.....	34

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026