

比亚迪 (002594.SZ)

规模化、全球化、高端化，电车龙头进入新上行周期

核心观点

汽车行业进入竞争新阶段。2024年开始，新能源乘用车渗透率逐步突破50%，行业竞争进入耐力赛阶段，市场更细化、竞争更充分，在产能过剩的背景下，燃油车市场被新能源车加速抢占份额，行业竞争加剧，价格战演绎激烈。

(基盘)量：下沉战术+新品周期夯实基盘。5-25万价格带(23年上险销量1550万，比亚迪份额15%)系比亚迪基盘，两大战术提份额：1) **下沉战术**：规模、成本优势下利润富余，支撑荣耀版车型价格下探，提升各价格带车型投放丰富度；2) **新品周期**：针对性新品投放(海鸥进军A0级，宋L聚焦合资B级)；DM5.0技术首搭秦L+海豹06，油耗降低至2.9L，订单持续突破，技术标签逐渐形成，24H2多款DM5车型有望推出，月销中枢有望提升。

(高端)利：品牌向上突破，车型矩阵成长。高端车市场空间大(30万以上价位年上险超300万)且潜在利润丰厚，**比亚迪采用多品牌战术推进高端化策略**(23年高端品牌销量13.6万辆，份额不足4%)：1) 腾势定位豪华新能源汽车，覆盖25-60万价位区间；2) 方程豹定位新能源个性化品牌，覆盖硬派SUV及跑车等，定位更极致、独特、自由的新物种产品；3) 仰望品牌主打百万级高端市场。后续三大品牌均有新品推出，助力公司量利双增。

(出海)利：渠道+产能+产品驱动，打开新空间。比亚迪23年乘用车出口24.3万辆，同比+334%，展望后续1) **车型投放循序渐进**；2) **渠道持续投入**，深度合作质地好、规模大的经销商广撒网式扩张渠道；规划海运体系，夯实货运能力。3) **海外产能推进**：泰国、匈牙利、巴西、乌兹别克斯坦等地建设乘用车工厂，提升满足需求的效率，利于合理规避关税，增强竞争力。

底层：技术创新、供应链整合和降本。比亚迪重视研发(23年研发投入近400亿元、研发人员超10万)，在插混、纯电技术领域均有深度布局，性能优势领先行业，同时**平台化战略架构(DM超混、纯电e平台等)下多重技术共通沿用，加速研发成本有效摊销。**比亚迪中游布局电池及其他汽零，上游投资锂矿、IGBT等，下游聚焦整车业务，**成熟配套体系带来了创新(技术自研)、效率(协同效应显著)及成本(自制率高+提升议价能力)的优势。**

盈利预测与估值：考虑到公司基盘业务稳定及高端与出海进程提速，上调盈利预测，预计24/25/26年净利润382/503/620亿元(原353/414/497亿元)，EPS为13.13/17.27/21.28元(12.13/14.21/17.08元)，给予24年22-24x PE，目标价288.8-315.0元，相较当下具14%-25%空间，维持“优于大市”评级。

风险提示：激烈竞争导致产品价格下降；海外订单拓展的风险。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424,061	602,315	757,835	913,964	1,053,550
(+/-%)	96.2%	42.0%	25.8%	20.6%	15.3%
净利润(百万元)	16622	30041	38211	50273	61962
(+/-%)	445.9%	80.7%	27.2%	31.6%	23.3%
每股收益(元)	5.71	10.32	13.13	17.27	21.28
EBIT Margin	5.0%	5.5%	5.6%	6.0%	6.6%
净资产收益率(ROE)	14.97%	21.64%	22.24%	23.36%	23.06%
市盈率(PE)	44.2	24.5	19.2	14.6	11.9
EV/EBITDA	27.0	16.8	20.5	18.0	16.3
市净率(PB)	6.62	5.30	4.28	3.42	2.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

汽车·乘用车

证券分析师：唐旭霞
0755-81981814
tangxx@guosen.com.cn
S0980519080002

联系人：孙树林
0755-81982598
sunshulin@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	288.80 - 315.00元
收盘价	252.50元
总市值/流通市值	734590/734590百万元
52周最高价/最低价	276.58/162.77元
近3个月日均成交额	3003.73百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《比亚迪(002594.SZ)一季度毛利率环比提升，出海与高端化进程持续推进》——2024-05-04
- 《比亚迪(002594.SZ)2023年净利润同比增长81%，出口与高端化打开新空间》——2024-03-31
- 《比亚迪(002594.SZ)前三季度归母净利润同比增长129%，品牌高端化及出口贡献增量》——2023-11-03
- 《比亚迪(002594.SZ)业绩稳健增长，品牌高端化布局持续推进》——2023-08-30
- 《比亚迪(002594.SZ)发布越野品牌方程豹，产品矩阵个性化升级》——2023-08-18

内容目录

前言：行业进入竞争新阶段，比亚迪有望开启新一轮成长周期	7
行业：新能源渗透率突破 50%，行业进入耐力赛	7
比亚迪：复盘与展望，技术与规模优势，新周期有望开启	10
底层：创新、整合和降本	15
纯电：E 平台 3.0	15
混动：DM 插混技术持续迭代	16
智能化：整车智能战略	19
降本、供应链整合	24
量（基本盘）：荣耀版夯实基本盘，DM5 开启新周期	27
王朝海洋网络为比亚迪基本盘	28
冠军版、荣耀版打法持续，抢占合资份额，夯实规模优势	29
战术：价格带下沉+DM5.0 新产品周期	31
利（高端化）：品牌向上突破，车型矩阵成长	38
高端化系车型成长必由之路，车型蕴含丰厚利润回报	38
战术：品牌上浮、多品牌战略推进高端化	40
利（出海）：渠道+产能+产品驱动，出海打开新空间	45
1 车型维度：产品矩阵逐渐扩张	46
2 市场&格局维度：遍布全球 80+ 国家地区	48
3 渠道维度：以经销方式扩张渠道	52
4 产能维度：推进海外产能推进全球化进程	53
财务分析	55
盈利预测	57
假设前提	57
盈利预测的敏感性分析	58
估值与投资建议	59
绝对估值：305.1-308.1 元	59
相对估值：288.8-315.0 元	60
投资建议	61
风险提示	62
附表：财务预测与估值	63

图表目录

图 1: 国内新能源汽车及乘用车渗透率变化情况	7
图 2: 2023 年主要汽车厂商销量 (万辆)	8
图 3: 2023 年主要汽车厂商产能利用率情况	8
图 4: 阶段细分市场主要车型增多	8
图 5: 中国乘用车市场成交均价指数	9
图 6: 乘联会全国乘用车价格指数监测: 优惠额度 (元)	9
图 7: 比亚迪股价复盘	10
图 8: 比亚迪季度量利拆分 (单位: 万元、万辆)	11
图 9: 比亚迪各价格带上险市占率拆分 (单位: 万辆)	11
图 10: 比亚迪高端化产品规划	13
图 11: 比亚迪主要新能源乘用车海外产能布局规划	14
图 12: 比亚迪与竞争对手研发费用率对比	15
图 13: 比亚迪与竞争对手单车研发费用 (万元)	15
图 14: e 平台 3.0 Evo 全球首创五大技术集群	16
图 15: 比亚迪高效发动机技术参数	17
图 16: 比亚迪 EHS 电混系统	17
图 17: 比亚迪 DM5 的全方位提升	18
图 18: 混动技术的发布往往会带来销量中枢的提升	18
图 19: 比亚迪纯电及插混汽车销量 (辆) 及增速	18
图 20: 比亚迪插混汽车市占率	18
图 21: 比亚迪有望迎来新一轮新品周期	19
图 22: 比亚迪“整车智能”智能化布局	20
图 23: 比亚迪智能座舱和智能驾驶布局	20
图 24: 比亚迪研发体系	21
图 25: 比亚迪投资布局赛车场	21
图 26: 易四方三大核心控制技术	22
图 27: 云辇产品具体性能	23
图 28: 云辇有效抑制倾侧	24
图 29: 云辇产品矩阵	24
图 30: 比亚迪刀片电池通过针刺测试	25
图 31: 比亚迪 CTB 技术	25
图 32: 比亚迪半导体车规级产品	26
图 33: 比亚迪拥有 IGBT 全产业链能力	26
图 34: 车规级半导体潜在需求旺盛	26
图 35: 比亚迪集团供应链垂直整合	27
图 36: 各主机厂汽车业务毛利率对比	27
图 37: 比亚迪汽车销量 (万辆) 及增速	28

图 38: 比亚迪汽车品牌结构销量 (万辆)	28
图 39: 汽车 APP 用户活跃数变化 (万)	28
图 40: 比亚迪拆分海外和王朝 APP 单独运营	28
图 41: 比亚迪推出秦冠军版	29
图 42: 比亚迪月销量在冠军版发布之后整体中枢突破 24 万	29
图 43: 比亚迪推出冠军版后周度数据变化梳理 (2023 年 52 周数据列示)	30
图 44: 比亚迪周度上险数据贡献拆分 (辆)	31
图 45: 比亚迪荣耀车型与冠军车型最低价格差异	31
图 46: 比亚迪 2023 年新车型节奏	31
图 47: 比亚迪车型销量价格带 (万辆)	32
图 48: 5-10 万价格带品牌格局 (辆)	32
图 49: 2023 年 5-10 万价格带车型销量排序 (辆)	32
图 50: 5-10 万价位竞争市占率变化	33
图 51: 比亚迪 5-10 万价格核心车型贡献拆分 (辆)	33
图 52: 比亚迪海鸥成为市场爆款 (辆)	33
图 53: 驱逐舰进入 5-10 万价格带 (辆)	33
图 54: 10-15 万价格带品牌格局 (辆)	34
图 55: 2023 年 10-15 万价格带车型销量排序 (辆)	34
图 56: 10-15 万价位竞争市占率变化	35
图 57: 比亚迪 10-15 万价格核心车型贡献拆分 (辆)	35
图 58: 元 Plus 与元 UP 在 10-15 万价格带上险情况 (辆)	35
图 59: 比亚迪秦 PLUS 在 10-15 万价格带上险情况 (辆)	35
图 60: 15-20 万价格带品牌格局 (辆)	35
图 61: 2023 年 15-20 万价格带车型销量排序 (辆)	35
图 62: 15-20 万价位竞争市占率变化	36
图 63: 比亚迪 15-20 万价格核心车型贡献拆分 (辆)	36
图 64: 宋 PLUS EV 在 15-20 万价格带上险情况 (辆)	37
图 65: 汉在 15-20 万价格带上险情况 (辆)	37
图 66: 20-25 万价格带品牌格局 (辆)	37
图 67: 2023 年 20-25 万价格带车型销量排序 (辆)	37
图 68: 20-25 万价位竞争市占率变化	38
图 69: 比亚迪 20-25 万价格核心车型贡献拆分 (辆)	38
图 70: 吉利汽车的品牌上浮之路	39
图 71: 特斯拉采用品牌下沉战略	39
图 72: 比亚迪三大高端产品及相关定位	40
图 73: 比亚迪腾势销量 (万辆)	40
图 74: 比亚迪腾势 D9	40
图 75: 24Q1 新能源中型及中大型 MPV 质量排行榜	41
图 76: 2023 年 MPV 销量排行榜 (万辆)	41
图 77: 腾势 Z9 和法拉利并排	42
图 78: 腾势 Z9	42

图 79: 方程豹产品矩阵规划	43
图 80: 方程豹豹 5 与竞品上险销量变化	43
图 81: 2023 年越野 SUV 销量前五车型 (万台)	43
图 82: 长城汽车坦克矩阵及销量 (辆)	43
图 83: 比亚迪仰望 U8	44
图 84: 比亚迪仰望 U9	44
图 85: 12 月百万豪车车型销量 Top10 (单位: 辆)	44
图 86: 2023 年百万豪车品牌销量 Top10 (单位: 辆)	44
图 87: 比亚迪高端化产品规划	44
图 88: 比亚迪月度出口销量 (辆)	45
图 89: 2022-2023 年整车出口格局 (万辆)	45
图 90: 比亚迪出口销量 (辆) 及增速	45
图 91: 2023 年新能源分品牌出口销量 (万辆)	45
图 92: 丰田海外销售结构 (辆)	46
图 93: 比亚迪与丰田海外销售对比	46
图 94: 比亚迪海外销售车型结构及销量 (万辆)	46
图 95: 比亚迪 24 年 1-5 月出口结构 (辆)	47
图 96: 比亚迪累计出口结构 (辆)	47
图 97: 比亚迪海外车型矩阵	48
图 98: 比亚迪皮卡墨西哥首发	48
图 99: 比亚迪车型在海外受到好评	48
图 100: 比亚迪 2023 年海外销售结构销量占比	49
图 101: 2023 年泰国电动车车型销量排名 (辆) 及份额	50
图 102: 1-4 月巴西车企电动车销量排名 (辆)	51
图 103: 4 月巴西电动车型销量排行榜 (辆)	51
图 104: 比亚迪滚装船	53
图 105: 比亚迪主要新能源乘用车海外产能布局规划	54
图 106: 比亚迪营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	55
图 107: 比亚迪单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	55
图 108: 比亚迪归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	55
图 109: 比亚迪单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	55
图 110: 比亚迪毛利率及净利率情况 (单位: %)	55
图 111: 比亚迪单季毛利率及净利率情况 (单位: %)	55
图 112: 比亚迪四项费用率情况 (单位: %)	56
图 113: 比亚迪单季四项费用率情况 (单位: %)	56
图 114: 比亚迪与同行业公司资产负债率对比 (%)	56
图 115: 比亚迪与同行业公司 ROE 对比 (%)	56
图 116: 比亚迪与同行业公司经营现金净流/营收对比 (%)	56
图 117: 比亚迪与同行业公司应收账款周转率对比	56

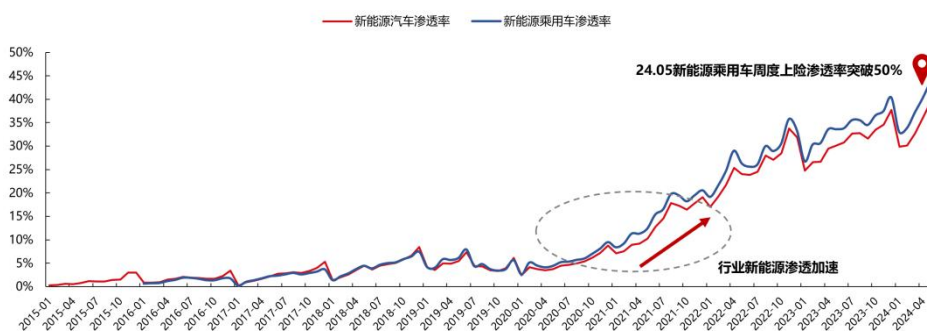
表1: 整车车企产能出清事件梳理	9
表2: 2015-2023 年整车份额变化	12
表3: 2018-2023 年新能源乘用车份额变化	12
表4: 比亚迪插电混动车型竞品分析 (2023 年销量数据, 单位: 万辆)	13
表5: 比亚迪插电混动技术发展历程	16
表6: 比亚迪 Dm-i 核心技术三大核心支撑	17
表7: 比亚迪插电混动车型竞品分析 (2023 年销量数据, 单位: 万辆)	19
表8: 易四方技术加持下仰望 U8 可实现多种灵活运动、行驶策略	22
表9: 比亚迪锂矿资源的投资 (部分梳理)	24
表10: 比亚迪汽车业务相关的子公司	25
表11: 比亚迪发布冠军版车型	29
表12: 比亚迪荣耀版车型指导价格调整情况	30
表13: 5-10 万价格带 SUV 与轿车车型格局拆分 (2024 年 1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)	32
表14: 10-15 万价格带 SUV 与轿车格局拆分 (2024 年 1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)	34
表15: 15-20 万价格带 SUV 与轿车格局拆分 (2024 年 1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)	36
表16: 20-25 万价格带 SUV 与轿车格局拆分 (1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)	37
表17: 大众集团不同品牌群盈利拆分	39
表18: 腾势 D9 竞品分析	41
表19: 比亚迪车型海外销售价格与国内对比 (万元)	47
表20: 泰国市场竞争格局 (万辆)	49
表21: 德国市场竞争格局 (万辆)	50
表22: 巴西市场竞争格局 (万辆)	51
表23: 以色列市场竞争格局 (万辆)	51
表24: 比亚迪海外渠道建设梳理	52
表25: 海外对我国征收关税情况梳理	53
表26: 比亚迪乘用车销量预测 (万辆)	57
表27: 比亚迪业务拆分 (亿元)	58
表28: 未来 3 年盈利预测表 (单位: 亿元)	58
表29: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	58
表30: 公司盈利预测假设条件 (%)	59
表31: 资本成本假设	59
表32: 比亚迪 FCFF 估值表	59
表33: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	60
表34: 可比公司估值表 (20240710)	60

前言：行业进入竞争新阶段，比亚迪有望开启新一轮成长周期

行业：新能源渗透率突破 50%，行业进入耐力赛

我国新能源汽车行业高增速时代已过，行业进入竞争新阶段。我国新能源汽车产业自 2020 年突破 5% 之后，2020-2023 年进入加速渗透阶段，22 年突破 20%，2024 年突破 40%。据中汽协，2023 年新能源产销分别完成 958.7/949.5 万辆，同比 +35.8%/+37.9%，新能源汽车渗透率 31.6%。据乘联会数据，2024 年 5 月新能源乘用车国内零售渗透率达 47%，同比 +14pct。据 2024 年 5 月第三周上险数据，国内新能源乘用车周度渗透率首次突破 50%。整体来看，我国新能源汽车市场自 2020 年以来已从加速阶段逐渐成长至缓增长阶段。站在当下的节点，我们认为汽车行业的竞争将逐步进入耐力赛阶段，市场更加细化，竞争更加充分。

图1：国内新能源汽车及乘用车渗透率变化情况



资料来源：中汽协，wind，国信证券经济研究所整理

在新能源乘用车周度渗透率突破 50% 的节点，行业竞争加剧，面临 1) 产能利用率过剩；2) 产品逐渐过剩；3) 价格战持续演绎三大特征。

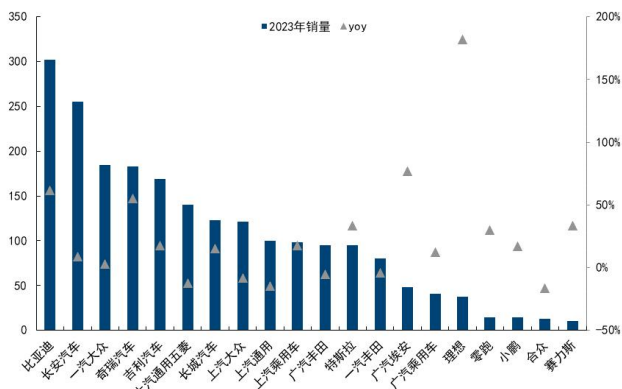
1、产能利用率过剩

汽车行业产能过剩问题长期存在，据乘联会，2021 年全国乘用车产能合计 4089 万辆，产能利用率为 52%，处于严重过剩的区间，其中 2021 年有销量的企业产能为 3704 万辆，产能利用率为 58%，即有 385 万辆产能处于完全闲置状态。新能源乘用车方面，2021 年新能源乘用车销量 333 万辆，新能源乘用车专用产能为 570 万辆（部分传统燃油车产能可与新能源车共线生产），产能利用率 58%。

统计整车厂在 2023 年的产量、销量（中汽协），以及当前工厂的产能（Marklines 统计），计算分品牌的产能利用率水平。

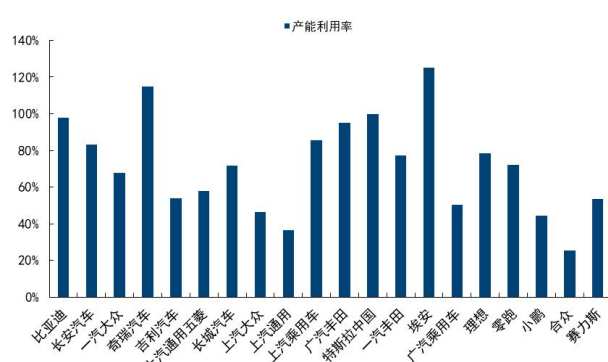
- 当前行业整体产能利用率在 60% 左右，其中美系、德系、韩系产能利用率较低，法系车企（标志、雪铁龙、雷诺等）产能利用率下滑明显。
- 自主品牌中，比亚迪（新能源龙头优势）、理想汽车（新品车型周期）、奇瑞汽车（出口带动增长）、长安汽车产能利用率较高。
- 新势力车企的产能利用率普遍在 50% 左右，车型销量尚未达到规模效应点。

图2：2023年主要汽车厂商销量（万辆）



资料来源：中汽协，公司公告，marklines，国信证券经济研究所整理

图3：2023年主要汽车厂商产能利用率情况



资料来源：中汽协，公司公告，marklines，国信证券经济研究所整理 注：产能利用率数据为根据 Marklines 产能数据测算，可能有一定偏差，仅供参考。

2、产品逐渐过剩

特斯拉 Model 3、理想 L 系列、五菱宏光 MINI EV 等上一阶段的爆款车型，本身都是对应细分市场的开拓者，享受了行业早期竞争对手较少的红利。现阶段，更多细分市场被挖掘，参与者增多，后续将是比拼耐力的正面竞争。

图4：阶段细分市场主要车型增多

	上一阶段的爆款车型	对应的细分市场	上市时的竞争对手	现在的竞争对手
2019年12月国产版开始交付	特斯拉 Model 3	入门级豪华纯电动轿车	几乎没有可以直接对标的竞争对手	比亚迪汉、比亚迪海豹、小鹏P7、蔚来ET5、长安深蓝SL03
2020年7月上市	五菱宏光MINI EV	廉价微型纯电动车	欧拉黑猫、奇瑞eQ1、零跑T03（售价都明显高于MINI）	奇瑞QQ冰淇淋、风光MINI EV、长安Lumin（售价已较为接近）
2021年3月上市	比亚迪秦、唐、宋三款DMI车型	与燃油车几乎平价的插混车	合资品牌的“油改电”插混	吉利雷神混动、长城柠檬DHT、长安IDD、零跑混动车型
2022年8月开始交付	理想L系列	入门级豪华增程式SUV	几乎没有可以直接对标的竞争对手	问界M5/M7/M9、零跑C16等

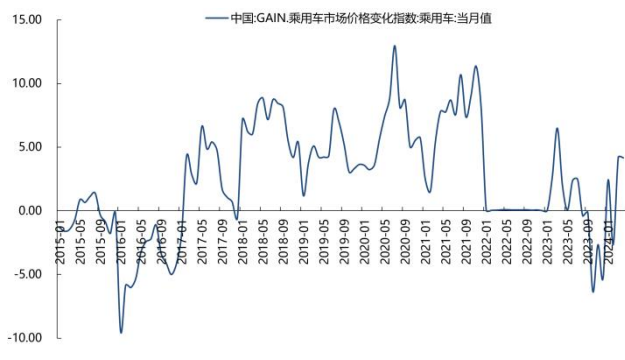
资料来源：汽车之家，中汽协，国信证券经济研究所整理

3、价格战持续演绎

在产能过剩的背景下，燃油车市场持续被新能源车市场抢占，导致行业竞争加剧，价格战演绎激烈。

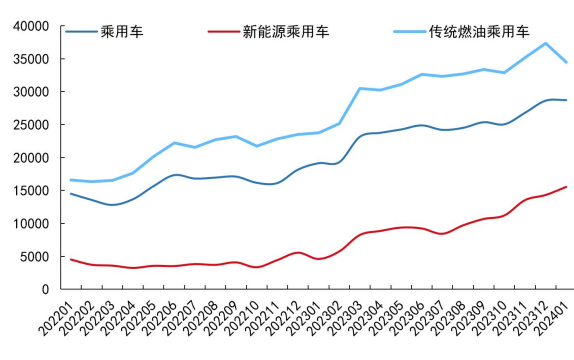
从传统乘用车促销幅度变化趋势看，2023年行业促销幅度高于同期，且持续攀升，12月达到18.7%，蕴含着价格战更加激烈。2022-2023年行业价格战，特斯拉于2022年10月24日Model 3/Y降幅达1.4万-3.7万元，2023年1月6日，特斯拉中国进一步下调Model 3/Y的价格，调价幅度达到2万-4.8万元，2023年3月份东风系大幅降价开启燃油车加入降价行列，3月以来湖北省联合多家车企推出政企购车补贴，东风系多款车均有较大幅度优惠；2024年延续价格战趋势，2024年开年比亚迪秦PLUS DM-i 荣耀版指导价7.98-12.58，秦PLUS EV 荣耀版起售价降低至10.98万元（降价幅度2万元），驱逐舰05 荣耀版指导价7.98-12.88万元（降价幅度2-2.2万元），价格带进一步下探。

图5：中国乘用车市场成交均价指数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6：乘联会全国乘用车价格指数监测：优惠额度（元）



资料来源：乘联会，国信证券经济研究所整理

表1：整车车企产能出清事件梳理

时间	公司名	事件	产能（万）	产能是否转移
2023年12月	威马汽车	上海市第三中级人民法院于2023年12月29日作出(2023)沪03破1041号《民事裁定书》，裁定受理威马汽车科技集团有限公司重整一案。	20	
2023年11月	北京现代	2023年11月“重庆市江北区鱼嘴镇现代大道18号土地使用权、地上建(构)筑物及相关设备等资产”的标的(北京现代重庆工厂)完成交易，成交金额约为16.2亿元。	25	
2021年10月	现代汽车	理想汽车北京制造基地在北京市顺义区开工，为原北京现代一工厂	10	理想汽车
2023年10月	江淮汽车	2023年10月19日，江淮汽车发布公告，公司拟通过公开挂牌方式转让部分资产，拟转让资产评估价值约44.98亿元，包括安徽江淮汽车集团股份有限公司乘用车公司三工厂存货、固定资产及在建工程等资产包。	34	2023年12月5日，蔚来汽车发布公告，与安徽江淮汽车股份有限公司就收购某些生产设备和资产签订了确定性协议，收购第一先进制造基地和第二先进制造基地的生产设备和资产，不含税价格约为31.6亿元。
2023年9月	宝能汽车	江苏省昆山市人民法院于2023年9月22日裁定受理昆山聚创新能源科技有限公司(深圳市宝能投资集团有限公司控股)破产清算一案。		
2023年	雷丁汽车	天眼查中可见多起法律诉讼、合同纠纷。		雷丁汽车15万辆，野马汽车15万辆
2023年6月	奇点汽车	2023年6月26日安徽省铜陵市中级人民法院受理安徽奇点智能新能源汽车有限公司破产一案。	5	
2023年3月	力帆科技	2023年3月6日，力帆科技发布公告，力帆科技全资子公司河南力帆新能源汽车有限公司向法院申请破产的目的：破产清算。	10	
2022年12月	广汽菲克	2022年11月29日，广汽菲克收到湖南省长沙市中级人民法院《民事裁定书》：受理广汽菲克的破产清算申请。	16	
2022年4月	北京宝沃	2022年4月22日，福田汽车发布公告，关于北京宝沃收到法院受理破产清算申请裁定的公告：破产清算已受理。		
2021年11月	拜腾汽车	天眼查显示，公司在2021年10月收到申请人为上海华讯网络系统有限公司的破产上诉案件；2023年6月收到申请人为南京坤欧汽车服务有限公司的破产案件。	15	
2020年12月	众泰汽车	2022年12月2日发布公告，于近日收到浙江省永康市人民法院下发的《民事裁定书》，获悉公司全资二级子公司众泰新能源汽车有限公司被债权人以不能清偿到期债权，资产不足以清偿全部债务为由，被申请破产清算。		
2021年6月	众泰汽车	2021年6月9日，金华市中级人民法院裁定受理对众泰汽车股份有限公司的重整申请。	61	
2022年10月	众泰汽车	公司2022年10月18日发布公告，公司计划于2022年10月20日在永康基地下线第一批复产的T300车型并举行下线仪式。		
2020年8月	长江汽车	2020年8月24日杭州市余杭区人民法院裁定受理杭州长江汽车有限公司破产清算一案。		
2019年6月	东风悦达起亚	原东风悦达起亚第一工厂由华人运通有限公司租赁。	15	高合汽车

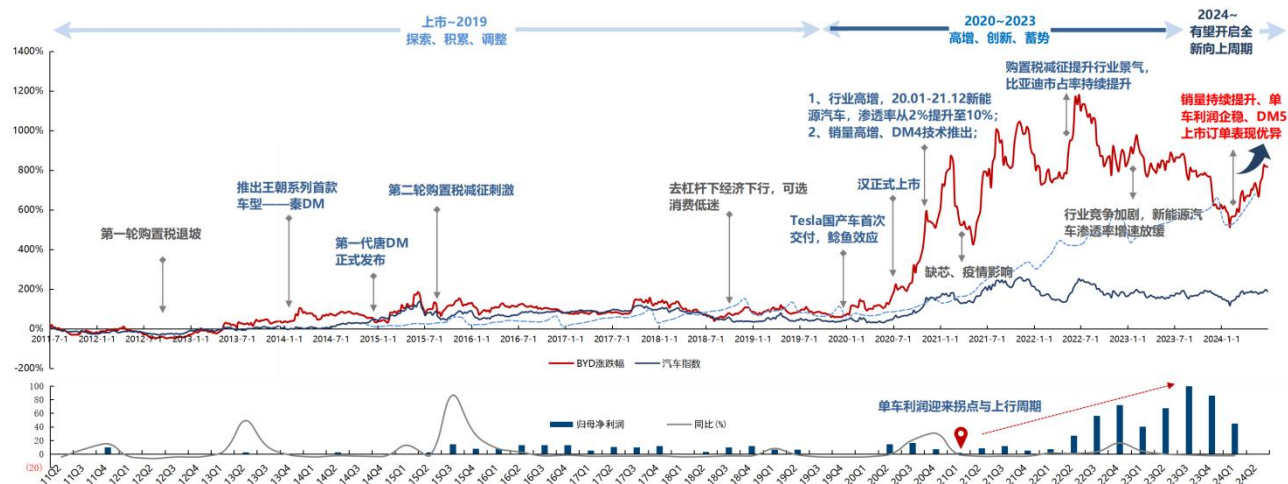
资料来源：公司公告，天眼查，全国企业破产重整案件信息网，北京产权交易所，各地人民法院官网，Marklines，国信证券经济研究所整理

比亚迪：复盘与展望，技术与规模优势，新周期有望开启

我们认为比亚迪股价可以分为三个阶段：

- **调整、探索和积累（上市-2019年）**：此阶段比亚迪在技术端与产品持续进行开发、探索和打磨的阶段，发布了1、2、3代DM技术，产品规划上搭建了王朝系列+e系列两大车系，战略重心逐渐从传统车切换至新能源汽车。
- **高增、创新和蓄势（2020-2023年）**：行业端新能源车渗透率持续提升，DM4.0插混技术上市，助力比亚迪迎来新一轮产品向上周期，王朝与海洋网络持续丰富，车型整体规划由分散逐步形成体系，比亚迪迎来销量与单车利润共振期。但22年年中之后行业担忧新能源渗透率增速放缓、行业竞争加剧，比亚迪迎来1年多的调整期，在此期间比亚迪打磨技术（纯电平台+DM技术）完善产品矩阵，同时出口与高端化持续储备，为下一轮成长蓄势。
- **新的阶段（2024年以来）**：2024年以来，比亚迪①基本盘：荣耀版夯实基本盘竞争力，DM5.0系统新车型陆续发布，续航和百公里油耗断层领先，带动订单量快速提升；②出口：在东南亚、欧洲、拉美等地区渠道持续拓展，产品投放以及产能稳步推进；③高端化：腾势与方程豹、仰望新车在即。综上，我们认为比亚迪有望迎来新一轮向上周期。

图7：比亚迪股价复盘



资料来源：比亚迪官网，公司公告，比亚迪官方公众号，wind，国信证券经济研究所整理

本文主要从基盘、高端化、出海三个视角对比亚迪进行分析，我们认为比亚迪有望迎来新一轮上行周期：

我们认为比亚迪后续的利润来源大概可以归结于两类，**一是赚格局（规模）的钱，以价换量谋份额，二是赚成长（出口和高端化）的钱，量利共振稳增长**：1、格局的钱来自国内竞争对手的出清，比亚迪份额提升：国内新能源增速放缓，进入耐力赛和价格战，比亚迪依托供应链整合及规模优势带来的降本能力推进下沉战术，同时技术优势（DM5.0）带来的新品周期对合资车企进一步断层绞杀，逐步超越南北大众奠定国内乘用车市场份额第一的地位（高峰时期南北大众国内销量超400万辆，预计比亚迪2024年国内销量有望达350万辆左右）；2、成长的钱来自**出口和高端化**：出口和高端化整体处于0-1阶段，比亚迪出口渠道持续布局、产品投放循序渐进，产能逐步落地也有望实现关税的规避，同时高端化也即将迎来强势产品周期，有望迎来量利双增的成长期，依旧有较可观的提升空间。

图8: 比亚迪季度量利拆分 (单位: 万元、万辆)

比亚迪整体	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2
营业收入	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	1,800.4	1,249.4	
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%	21.2%	21.9%	
归母净利润	2.4	9.4	12.7	6.0	8.1	27.9	57.2	73.1	41.3	68.2	104.1	86.7	45.7	
扣非净利润	-0.8	4.5	5.2	3.7	5.1	25.2	53.4	72.7	35.7	61.3	96.5	91.1	37.5	
比亚迪汽车销量 (万辆)	10.4	14.3	20.6	28.7	29.1	35.5	53.9	68.3	55.2	70.4	82.4	94.5	62.6	98.7
出口销量 (万辆)	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	1.7	3.3	3.9	3.6	7.1	9.7	10.3	10.6
剔除比亚迪电子影响后														
单车均价 (万元)	20.3	17.7	16.0	16.6	15.8	17.2	16.6	17.6	17.0	15.7	15.3	15.1	14.1	
单车净利润 (万元)	-0.28	0.27	0.45	0.17	0.24	0.70	0.99	1.01	0.69	0.87	1.14	0.85	0.67	
单车扣非利润 (万元)	-0.59	-0.07	0.09	0.09	0.14	0.62	0.92	1.00	0.59	0.77	1.05	0.90	0.54	

资料来源: 比亚迪官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 比亚迪各价格带上上市占率拆分 (单位: 万辆)

价格带	主力车型	比亚迪主力车型销量		其他车型 列举	行业&比亚迪份额情况									
		2024.01-05	2023全年		行业价格区间销量	2023年比亚迪销量	24.01-05比亚迪销量	2023年比亚迪份额	24.01-05比亚迪份额					
5-10w	海鸥	12.6	22.1	e1	256	32	28	12.6%	27.1%					
	秦PLUS DM-i	8.8	9.9	海豹06 DM-i										
	驱逐舰05	5.7	0.0	秦L DM-i										
	比亚迪 e2	0.4	0.0	元 EV										
	元Pro	0.1	0.1	元 UP										
	其他车型	0.1	0.0											
	比亚迪 海豚	5.9	28.7	海豹 DM-i						644	91	44	14.1%	18.2%
	秦PLUS DM-i	4.3	16.7	海豹06 DM-i										
	秦PLUS EV	6.3	9.2	秦L DM-i										
	驱逐舰05	2.0	6.7	宋Plus EV										
	宋 Pro DM-i	9.1	8.9	元 EV										
	宋PLUS DM-i	5.0	0.0	秦 EV										
	元 PLUS	8.6	17.2	e2										
	元 UP	1.9	0.0											
	元 Pro	0.4	1.3											
其他车型	0.9	1.9												
海豹 DM-i	2.0	1.8	秦PLUS DM-i	393	71	21	18.0%	14.2%						
汉 DM-i	2.0	1.2	海豹07 EV											
汉 EV	1.1	0.0	秦Pro DM											
秦 EV	1.4	7.7	秦Pro EV											
秦PLUS EV	0.8	3.0	驱逐舰05											
宋 Pro DM-i	0.9	9.9	宋 DM											
宋PLUS DM-i	4.9	26.3	宋 MAX DM											
宋Plus EV	3.7	6.2	宋 MAX DM-i											
宋L EV	1.2	0.0	宋 MAX EV											
唐DM-i	1.5	0.0	D1											
元 PLUS	0.8	11.1	E3											
其他车型	0.5	3.4	海豹											
汉 DM-i	1.7	8.9	e9						263	37	9	14.1%	9.0%	
汉 EV	1.9	7.2	海豹											
护卫舰07	0.5	3.9	海豹 DM-i											
宋L EV	1.2	0.2	海豹07 EV											
宋Plus EV	0.1	2.6	汉 DM											
唐 EV	0.1	0.1	宋PLUS DM-i											
唐DM-i	2.5	10.1	唐DM-p											
其他车型	0.5	4.0												
腾势D9	3.6	10.7	比亚迪 E6	486	21	7	4.2%	3.7%						
腾势N7	0.3	0.5	比亚迪 海豹											
腾势N8	0.0	0.2	汉 DM-i											
豹5	1.5	0.5	汉 DM-p											
仰望U8	0.5	0.2	汉 EV											
汉 EV	0.1	2.6	护卫舰07											
比亚迪 海豹	0.0	1.3	唐 EV											
唐DM-p	0.3	1.7	唐DM-i											
其他车型	0.4	2.9	腾势N8											
1、国内合计 (上险)	-	108.0	251.0						-	2041.4	251.0	107.9	12.3%	14.0%
2、出口市场合计	元、宋、汉、唐、海豹、海豚等	17.6	24.2						-	2024年1-5月乘用车出口194万辆, 同比+32.0%, 其中比亚迪出口17.6万辆, 同比+177%, 出口份额9% 2023年乘用车出口414万辆, 同比+63.7%, 其中比亚迪出口24.3万辆, 同比+334%, 出口份额6%				

资料来源: 交强险, 比亚迪官网, 公告, 国信证券经济研究所整理 注: 1) 表中国内销量数据为上险数据, 统计各车型销量时因价格多样性原因可能有一定偏差, 具体以公司为准; 2) 部分新车型如海豹 06 和秦 L 等车型因 5 月上险量较小, 因此暂时没有放在主力车型分类。

(基盘)量: 下沉战术+新品周期夯实基盘。

国内乘用车市场长期保持较高的集中度水平。据乘联会, 2023 年乘用车批发销量 CR5、CR10 分别为 39% (同比+5%)、59% (同比+2%)。乘用车竞争格局的变化体现为内部结构的变化, 新能源 (比亚迪、特斯拉) 和自主燃油 (奇瑞、吉利、长安) 的份额提升主要来自尾部合资的淘汰以及头部合资的份额下滑。

表2: 2015-2023 年整车份额变化

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
比亚迪汽车	2.18%	2.09%	1.67%	2.15%	2.14%	2.11%	3.48%	8.04%	11.79%
一汽大众	8.15%	7.90%	8.09%	8.76%	9.70%	10.47%	8.54%	7.77%	7.23%
奇瑞汽车		2.49%	2.28%	2.32%	2.87%	3.20%	4.10%	4.96%	6.98%
吉利汽车	2.77%	3.31%	5.16%	6.45%	6.46%	6.68%	6.30%	6.18%	6.60%
长安汽车	4.63%	4.85%	4.39%	3.70%	3.81%	4.93%	5.66%	5.95%	6.20%
上汽大众	8.92%	8.44%	8.52%	8.88%	9.49%	7.61%	5.89%	5.70%	4.75%
长城汽车	3.72%	4.09%	3.93%	3.93%	4.32%	4.48%	4.97%	3.80%	4.02%
上汽通用	8.52%	7.96%	8.27%	8.47%	7.59%	7.42%	6.31%	5.05%	3.92%
上汽乘用车		1.36%	2.16%	3.13%	3.30%	3.47%	3.91%	3.57%	3.77%
广汽丰田				2.49%	3.23%	3.87%	3.93%	4.34%	3.72%
特斯拉中国							2.30%	3.07%	3.71%
上汽通用五菱	5.84%	6.03%	6.43%	5.83%	4.64%	4.22%	4.93%	4.74%	3.27%
一汽丰田	3.00%	2.71%	2.85%	3.08%	3.46%	3.94%	3.94%	3.60%	3.13%
东风日产	4.94%	4.72%	5.17%	5.59%	6.10%	6.14%	5.13%	3.97%	2.85%
广汽本田	2.86%	2.70%	2.91%	3.18%	3.65%	4.05%	3.70%	3.20%	2.50%
东风本田	2.01%	2.41%	2.95%	3.10%	3.79%	4.30%	3.61%	2.85%	2.35%
CR5	36.67%	35.18%	36.47%	38.39%	39.34%	38.32%	32.69%	33.65%	38.80%
CR10	57.74%	56.10%	56.58%	57.93%	59.56%	60.31%	55.76%	56.70%	58.98%

资料来源：乘联会，各公司公告，Marklines，国信证券经济研究所整理

2020 年以来是自主品牌持续向上，中国品牌乘用车占比从 2020 年的 38% 提升至 2023 年的 56%。背后对应的是车型周期的竞争力，本轮新能源转型主要由自主品牌领导，国内新能源车企开启新一轮车型周期（2023 年中国品牌乘用车中新能源产品市占率达 49.9%）。

新能源乘用车竞争格局与乘用车整体呈现两大差异：

1) 目前新能源 CR5、CR10 集中度高于乘用车整体，头部效应仍然明显；2) 格局尚未稳定，集中度依旧处于缓慢提升状态。2024 年 1 月新能源狭义乘用车批发的 CR5 为 60.9%，CR10 为 76.5%，5 月份 CR5 为 61.5%，CR10 为 78.9%。主要系比亚迪占比提升，预计随 24 年新车增加，行业竞争加剧。

表3: 2018-2023 年新能源乘用车份额变化

	2018	份额	2019	份额	2020	份额	2021	份额	2022	份额	2023	份额
1	比亚迪	22.18%	比亚迪	20.73%	比亚迪	14.58%	比亚迪	18.00%	比亚迪	28.35%	比亚迪	32.04%
2	北汽	14.94%	北汽	14.05%	上汽通用五菱	14.17%	特斯拉中国	14.67%	特斯拉中国	10.91%	特斯拉中国	10.52%
3	上汽乘用车	9.47%	上汽乘用车	7.31%	特斯拉中国	11.19%	上汽通用五菱	13.71%	上汽通用五菱	9.39%	广汽埃安	5.33%
4	奇瑞汽车	6.50%	吉利汽车	6.58%	上汽乘用车	6.37%	上汽乘用车	4.91%	广汽埃安	4.45%	上汽通用五菱	4.92%
5	江淮汽车	6.22%	上汽通用五菱	5.68%	广汽乘用车	5.01%	长城汽车	4.16%	上汽乘用车	3.80%	吉利汽车	4.60%
6	吉利汽车	5.31%	江淮汽车	5.48%	长城汽车	4.68%	江淮汽车	4.07%	长安汽车	3.73%	长安汽车	4.42%
7	华泰汽车	4.84%	奇瑞汽车	4.56%	江淮汽车	4.08%	广汽埃安	3.73%	奇瑞汽车	3.58%	上汽乘用车	4.18%
8	江铃控股	4.34%	广汽乘用车	3.99%	奇瑞汽车	3.57%	长安汽车	2.93%	吉利汽车	3.57%	理想	4.18%
9	长安汽车	3.51%	长城汽车	3.75%	一汽大众	2.84%	奇瑞汽车	2.92%	合众	2.33%	长城汽车	2.90%
10	东风汽车	2.68%	上汽大众	3.73%	理想	2.66%	理想	2.74%	蔚来	2.08%	蔚来	1.74%
11	江南汽车	2.61%	长安汽车	3.22%	上汽大众	2.55%	小鹏	2.58%	理想	2.04%	零跑	1.60%
12	上汽通用五菱	2.53%	华晨宝马	3.04%	吉利汽车	2.43%	吉利汽车	2.31%	东风汽车	2.04%	小鹏	1.57%
13	华晨宝马	2.08%	东风汽车	2.31%	长安汽车	2.43%	合众	2.11%	长城汽车	2.02%	华晨宝马	1.49%
14	吉利知豆	1.50%	一汽轿车	2.13%	华晨宝马	2.36%	华晨宝马	2.09%	小鹏	1.85%	上汽大众	1.45%
15	广汽乘用车	1.09%	海马汽车	1.68%	北汽	2.12%	一汽大众	2.09%	零跑	1.71%	腾势	1.42%
CR5		59.30%		54.30%		51.30%		55.40%		56.90%		57.40%
CR10		80.00%		75.90%		69.10%		71.80%		72.20%		74.80%

资料来源：乘联会，marklines，国信证券经济研究所整理

25 万以下价格带系公司基盘。整体来看,2023 年 5-25 万以下价格带上险销量 1550 万辆,比亚迪此价格段位份额约 15%, 后续比亚迪预计采用两大战术提份额:

1) **下沉战术**: 规模、成本优势下利润富余, 支撑荣耀版车型价格下探, 提升各价格带车型投放丰富度。

2) **新品 (DM5.0) 周期**: 针对性新品投放 (海鸥进军 A0 级, 宋 L 聚焦合资 B 级); DM5 技术首发秦 L+海豹 06, 油耗降低至 2.9L, 订单持续突破, 技术标签逐渐形成, 24H2 多款 DM5 车型有望推出, 新品周期有望开启, 月销中枢有望持续上探。

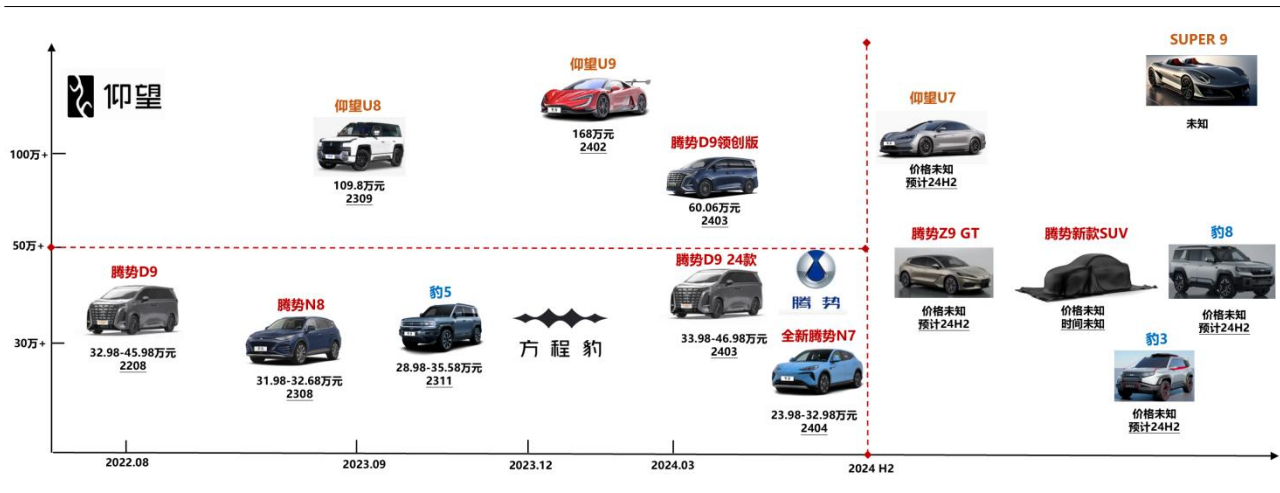
表4: 比亚迪插电混动车型竞品分析 (2023 年销量数据, 单位: 万辆)

车型	价格带	DM-i 版本销量		合资/外资竞品				自主竞品				合计		
		价格万元	销量	占BYD 比重	竞品 a	销量	竞品 b	销量	竞品 c	销量	竞品 d		销量	竞品 e
海豹	14.98-21.98	4.3	3%	Model 3	30.1	雅阁	17.1	迈腾	20.6	深蓝 SL03	6.8	零跑 C01	2.5	77.1
秦 PLUS	7.98-12.58	32.7	23%	朗逸	35.2	凌渡	10.6	轩逸	37.2	银河 L6	1.7	启源 A05	1.4	86.1
驱逐舰 05	7.98-12.58	9.2	6%	型格	13.0	朗逸	35.2	思域	16.4	UNI-V	15.7	吉利星瑞	12.6	92.9
汉	16.98-25.98	12.2	8%	凯美瑞	22.9	亚洲龙	9.8	帕萨特	21.2	启源 A07	1.5	零跑 C01	2.5	57.9
唐	17.98-21.98	12.4	9%	CR-V	21.7	途观	15.8	汉兰达	8.1	瑞虎 8	10.9	领克 08	3.2	59.7
宋 PLUS	12.98-16.98	33.3	23%	CRV	21.7	荣放 RAV4	18.6	途岳	10.2	银河 L7	6.6	哈弗枭龙	3.1	60.2
宋 Pro	10.98-13.98	20.3	14%	锋兰达	19.8	CRV	21.7	荣放 RAV4	18.6	银河 L7	6.6	CS75 Plus	25.4	92.1
护卫舰 07	17.98-25.98	7.0	5%	途岳	10.2	途观	15.8	探岳	14.0	星越 L	18.3	UNI-K	1.8	60.1

资料来源: 中汽协, 各公司公告, 易车, 国信证券经济研究所整理 注: Uni、银河 L7、启源等车型因 23 年销售不足一年因此数据较低。

(高端) 利: 品牌向上突破, 车型矩阵成长。2023 年 30 万以上价格带上险销量约 345 万辆, 占比 16.5%, 且高端市场盈利性也一般高于低价格带车型, 高端市场不容忽视。比亚迪 2023 年三大高端品牌销量 13.6 万辆 (上险 11.9 万), 整体份额不足 4%。公司高端化采用多品牌战略: 1) 腾势定位豪华新能源汽车, 覆盖价位 25 万-60 万区间, 车型主要包括腾势 D9、N7 等; 2) 方程豹定位新能源个性化品牌, 产品覆盖硬派 SUV 等; 3) 仰望品牌主打百万级别高端市场。后续腾势、仰望、方程豹均有新品推出, 预计后续高端化矩阵将持续完善, 带来整体高端化产品销量中枢的提升。

图10: 比亚迪高端化产品规划

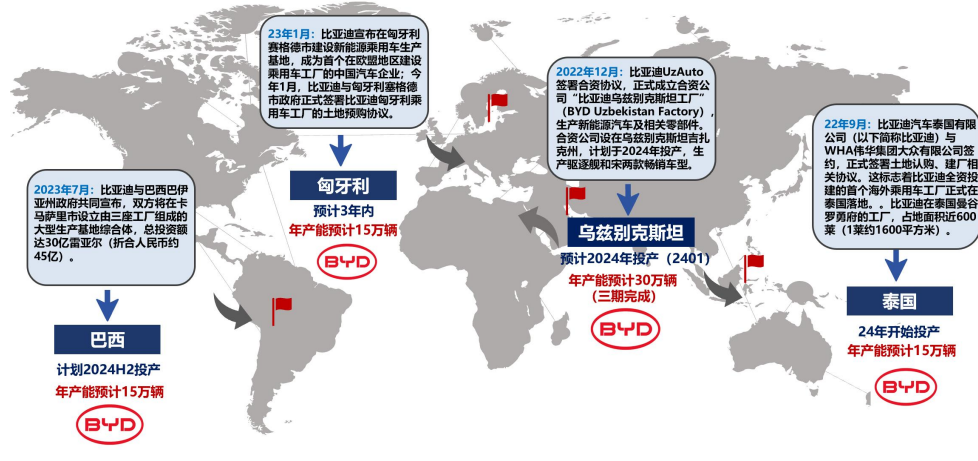


资料来源: 公司官网, 工信部, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理 注: 新车型节奏未知, 仅作参考, 具体以公司为准

(出海) 利: 渠道+产能+产品驱动, 出海打开新空间。2023 年我国汽车出口 491 万辆, 同比+57.9%, 超越日本成为全球第一大汽车出口国, 其中新能源汽车出口

120.3 万辆，同比+77.6%。比亚迪 23 年乘用车出口 24.3 万辆，同比+334%，展望后续 1) 车型投放循序渐进：产品矩阵持续丰富，新增腾势 D9、SHARK 等；2) 渠道持续投入：出口覆盖 80+ 国家及地区，深度合作质地好、规模大的经销商广撒网式扩张渠道；规划海运体系，夯实货运能力；3) 海外产能推进：泰国、匈牙利、巴西、乌兹别克斯坦等地建设乘用车工厂，提升满足需求的效率，利于合理规避关税，增强竞争力。得益于公司出口车型矩阵的持续提升，以及海外建厂对于后续出海业务的支持，预计比亚迪 2024 年乘用车海外销量有望达 40-50 万辆，2025 年有望达 70-100 万辆，后续叠加公司产能陆续落地，出口销量有望持续提升。

图11：比亚迪主要新能源乘用车海外产能布局规划



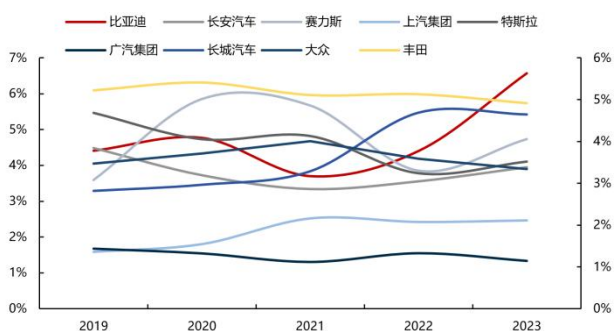
资料来源：比亚迪汽车公众号，汽车之家，百度有驾，懂车帝，国信证券经济研究所整理

底层：技术创新、供应链整合和降本。基于平台化战略开发车型，供应链垂直整合降本增效。比亚迪重视研发，23 年研发费用近 400 亿元、研发人员超 10 万，对 DM 插混技术及纯电技术均有深度布局，性能优势领先行业，同时智能化领域也开始发力；平台化战略架构（DM 超混、DMO 越野、纯电 e 平台等）下多重技术实现共通沿用，促进研发成本的有效摊销。另外比亚迪中游布局电池及其他电动智能化零部件，上游投资锂矿、拓展 IGBT 等领域，下游拓展整车业务，形成整体覆盖的成熟配套体系，基本实现新能源汽车产业链完整闭环。垂直产业链的整合及在新能源汽车领域的全面布局，为比亚迪带来创新（技术自研）、效率（协同效应显著）及成本（自制率高+提升议价能力）的优势，是公司成长之基盘。

底层：创新、整合和降本

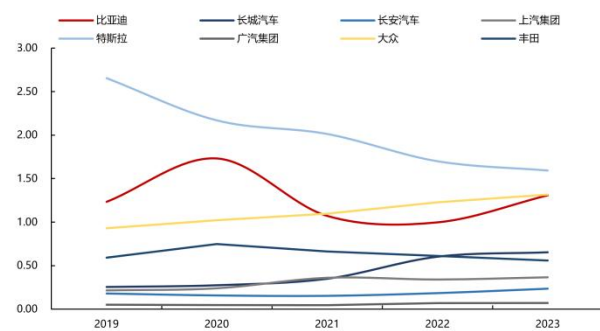
核心观点：基于平台化战略开发车型，供应链垂直整合降本增效。比亚迪重视研发，23 年研发费用近 400 亿元、研发人员超 10 万，对 DM 插混技术及纯电技术均有深度布局，性能优势领先行业，同时智能化领域也开始发力；平台化战略架构（DM 超混、DMO 越野、纯电 e 平台等）下多重技术实现共通沿用，促进研发成本的有效摊销。另外比亚迪中游布局电池及其他电动智能化零部件，上游投资锂矿、拓展 IGBT 等领域，下游拓展整车业务，形成整体覆盖的成熟配套体系，基本实现新能源汽车产业链完整闭环。垂直产业链的整合及在新能源汽车领域的全面布局，为比亚迪带来创新（技术自研）、效率（协同效应显著）及成本（自制率高+提升议价能力）的优势，是公司成长之基盘。

图12: 比亚迪与竞争对手研发费用率对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图13: 比亚迪与竞争对手单车研发费用（万元）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

纯电：E 平台 3.0

e 平台 3.0 是比亚迪于 2021 年 4 月 19 日正式发布的纯电专属平台。目前已推出多款车配置 e 平台 3.0，包括元 PLUS 冠军版、海豚、宋 L 等。全系车型配备刀片电池，实现电池与车身一体化，并通过纯电专属传力路径将整车刚度提升一倍，增强安全性。预计 E 平台 4.0 版本也有望逐步上市；梳理 3.0 版本具体优势：

- **十二合一智能电驱系统与快充技术提升系统性能：**e 平台首创十二合一智能电驱系统，电控效率达 99.86%，系统综合效率为 92%。系统集成全球量产最高转速电机 23000rpm、直流变换器、碳化硅电控等组件。平台支持智能升流、智能升压、双枪快充等技术。
- **智能宽温域高效热泵技术降低能耗。**e 平台应用 16 合 1 高效热管理集成模块，使热管理能耗降低 20%。智能双环流电池直冷直热技术达到全工况智能调度及分区智能控温，配合电驱高效复合温控系统提升热管理效率、降低能耗，并支持-30 至 60℃的宽温域工作条件，低温续航里程提升 20%。
- **e 平台采用 CTB 整车安全架构，增强车辆的碰撞安全性。**主后驱安全架构提升正碰安全性能 60%，转向前置安全传力架构提升乘员舱抗变形能力 50%。内骨骼式 CTB 安全架构和 TRB 一体式潜艇级热成形、1500MPa 级超高强钢闭口辊压横梁集成、抗 50 吨重卡碾压高安全 CTB 电池包等技术增强区域车身强度。
- **智能运动控制技术集群适应多种行驶场景。**e 平台配备动力-底盘融合的全新运动控制架构，包括动力学状态识别、电机自感识别和图像识别。iTAC 智能扭矩控制系统提高打滑识别速度 50ms，减少起步打滑轮速 40%和横摆角 11.7%。

- 平台采用智能域控制架构，通过高集成域控提升 50%控制效能，缩短交互响应时间，自主研发的 BYD OS 增强电车控制及响应能力，支持开放软硬件接口。

图14: e 平台 3.0 Evo 全球首创五大技术集群



资料来源：比亚迪汽车公众号，国信证券经济研究所整理

混动：DM 插混技术持续迭代

DM 技术是混合动力技术，旨在提高车辆的燃油效率和性能，比亚迪从 2008 年开始研发 DM 技术，至 2024 年 5 月已正式发布第五代。该技术包含 DM-i 超级混动、DM-p 王者混动，及 DM0 超级混动越野平台。

- 第一代 DM (2008 年)：**第一代 DM 技术设计理念以节能为技术导向，通过双电机 (P1P3 架构) 与单速减速器结构搭配 1.0 升自吸三缸发动机，实现纯电、串联、并联三种驱动方式，运用在全球首款插电混动量产车型——F3 DM 上。标志着中国车企成功打破日系的技术垄断，开创了插电混动技术路线。
- 第二代 DM (2013 年)：**第二代 DM 技术由原来 P1P3 电机架构改成 P3P4 电机架构，应用多速 DCT 并联架构，代表车型为比亚迪秦 DM。其凭借着 5.9 秒的零百加速，领先当时自主品牌。后来唐 DM 在 P3 的基础上融入 P4 电机，造就“542 科技” (百公里加速 5s 内，急速电四驱，百公里油耗 2L)。
- 第三代 DM (2018 年)：**相对 DM 二代的主要变化在于，第三代 DM 技术通过加入 P0 端 BSG 电机，补足之前耗电量高和低电量下耗油高、动力弱的缺点，同时升级扭矩控制系统以提升平顺性。代表车型为唐 DM (百公里加速 4.5s)。
- 第四代 DM (2021 年)，DM-p 和 DM-i 双平台战略：**DM-p 平台的“p”指 powerful，主打动力强劲、极速、高性能；DM-i 平台中“i”是 intelligent，满足对低能耗的需求。第四代 DM 技术实现百公里亏电油耗 3.8L，开创油耗“3”时代。

表5: 比亚迪插电混动技术发展历程

发布时间	2008 年	2013 年	2018 年	2021 年	2024 年	
系统名称	DM1	DM2	DM3	DM4	DM5	
搭载车型	F3 DM	唐 DM (15 款)、秦 DM (14 款)	唐 DM 等	Dmp 唐 DMP、汉 DMP	Dmi 秦 Plus DM-i、宋 Plus DM-i、唐 DM-i 等	秦 L、海豹 06
比亚迪插混销量	-	-	12.4 万	27.3 万	143.8 万 (2023 年)	
设计理念	节能导向	性能趋向	补全 DM2 短板	追求动力和极速	低油耗、高舒适性	多方位升级
电机架构	P1+P3	P3+P4+DCT	P0+P3+P4+DCT	P0+P3+P4+DCT	P1+P3	预计 P1+P3
百公里加速	10.5s	5.9s (改进后 4.9s)	4.3s (唐 DM 4.5s)	3.7s	7.9s	7.5s
综合续航里程	500km+	-	-	1120km (汉 dmp)	1200km	2100km
亏电油耗 (NEDC)	-	-	4.3L	-	3.8L	2.9L
发动机热效率	-	-	35%	超 40%	43.04%	46.06%

资料来源：汽车之家，电动邦，百度有驾，易车，比亚迪官方公众号，国信证券经济研究所整理

从第一代 DMI 以电机方案主导的纯电和插电产品，到第二、三代以燃油车为基础的开发方案，再到第四代以“多用电，少用油”的纯电创新方向，比亚迪持续优化插电混动技术。Dmi 产品是比亚迪近些年插电混动技术的集大成者，主要通过对发动机、变速器做减法，并增加大功率电机和大容量电池，使发动机成为动力辅助部件（只聚焦于提升发动机热效率）等方面实现。

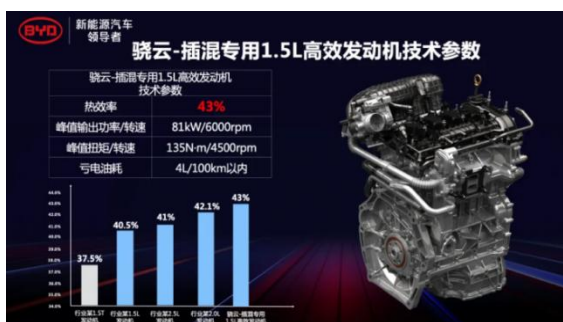
DM-i 的最大优势，主要源于发动机控制系统、电机控制系统和电池管理系统等核心控制系统。骁云-插混专用 1.5L 高效发动机具有全球领先的热效率 43.04%，15.5:1 的超高压压缩比，采用阿特金森循环、冷却 EGR、分体冷却、超低摩擦、无轮系设计的行业领先技术。EHS 电混系统电机最高转速达 16000rpm；扁线电机，最高效率达 97.5%，高效区占比达 90.3%（高效区指效率超过 90%）。DM-i 超级混动专用功率型刀片电池，凭借磷酸铁锂热稳定性和刀片结构设计，通过各类严苛的安全测试，打造超安全和超长寿命的动力电池。在此加持下，搭载 DM-i 超级混动的车型实现低油耗、高平顺、优动力的整车表现。在 NEDC 工况下，亏电油耗仅 3.8L/100km，综合续航里程达 1245km，还拥有百公里加速 7.3s 的强劲动力，远超同级别 2.0T 燃油车。

表6: 比亚迪 DM-i 核心技术三大核心支撑

核心组件	性能
骁云发动机	1.5L（主打经济性）和 1.5Ti（主打高性能）两款插混专用发动机；1.5L 高效发动机具有全球领先的热效率 43.04%，15.5:1 超高压压缩比，采用阿特金森循环、冷却 EGR、分体冷却、超低摩擦、无轮系设计的行业领先技术
EHS 系统	继承「第一代 DM 混动系统」设计理念的「混动专用变速器」；电机最高转速达 16000rpm；扁线电机，最高效率达到 97.5%，高效区占比高达 90.3%（高效区指效率超过 90%），达到行业领先水平
刀片电池	高放电倍率、可灵活搭配的『混动专用功率型刀片电池』。凭借磷酸铁锂热稳定性和刀片结构设计，通过了各类严苛的安全测试；同时，磷酸铁锂稳定的材料晶体结构和热管理系统，保证了刀片电池长久的寿命，打造了超级安全和超长寿命的动力电池。

资料来源：比亚迪官方发布会，新浪汽车，国信证券经济研究所整理

图15: 比亚迪高效发动机技术参数



资料来源：比亚迪，国信证券经济研究所整理

图16: 比亚迪 EHS 电混系统



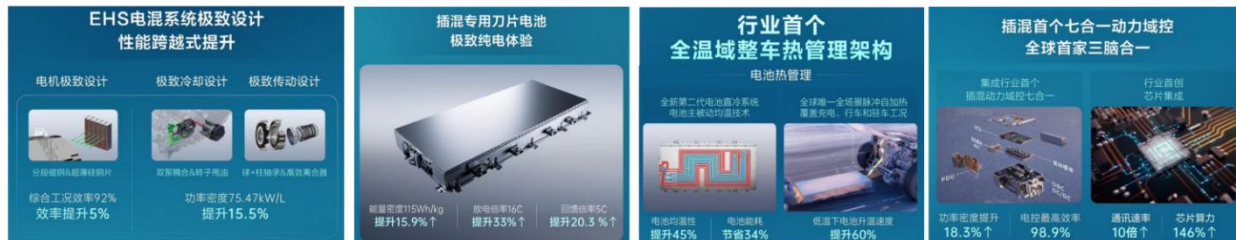
资料来源：公司官网，新浪汽车，国信证券经济研究所整理

DM5 系统有望开启新一轮新品周期

第五代 DM 技术实现动力性能和节能效果。2024 年 5 月 28 日，比亚迪推出第五代 DM 技术，实现三个全球之最：全球最高量产插混专用发动机热效率 46.06%，全球最低的百公里亏电油耗 2.9L，开创油耗“2”时代，全球最长的综合续航 2100 公里，是燃油车的 3 倍。从具体架构来看，1) DM5 系统 EHS 电混系统实现功率密度提升 70.28%，减少能量流动路径的损耗，综合工况效率达 92%；2) 搭载插混专用刀片电池，能量密度提升 15.9%。3) 全温域整车热管理架构由前机舱热管理、电池热管理、座舱热管理组成，确保车辆在高低温环境下节省能耗；4) 智电融

合电子电气架构，集成插混动力域控七合一，实现功率密度提升 18.3%；5) 芯片集成实现 VCU（电压控制单元）和双 MCU（电机控制单元）三脑合一，芯片算力提升 146%，提升整车集成度和性能。

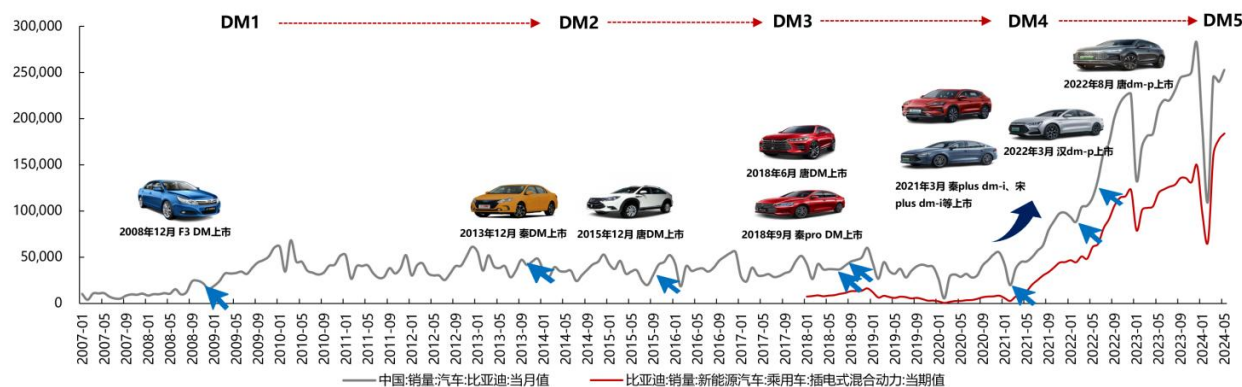
图17: 比亚迪 DM5 的全方位提升



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

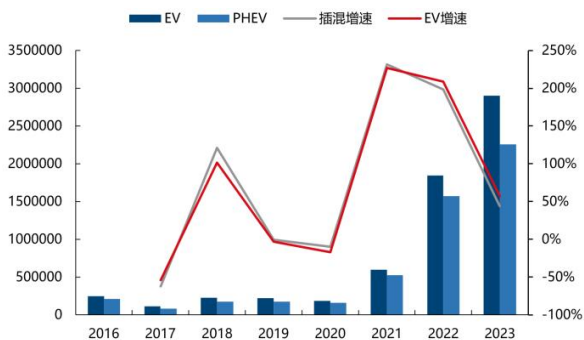
插电混动技术的推出往往带来新的增长势能。随着 DMi 的发布, 2021 年比亚迪插电混动车型销量增长至 52.7 万辆, 同比+231.5%, 后续 DMP 发布, 汉 Dm-i、Dm-p 预售 10 小时即超 1.2 万的订单, 比亚迪插电混动市占率也逐步提升至 70%左右。2024 年 5 月 28 日晚, 比亚迪正式发布第五代 DM 混动技术, 同时发布两款搭载此技术的车型: 秦 L DM-i、海豹 06 DM-i。

图18: 混动技术的发布往往会带来销量中枢的提升



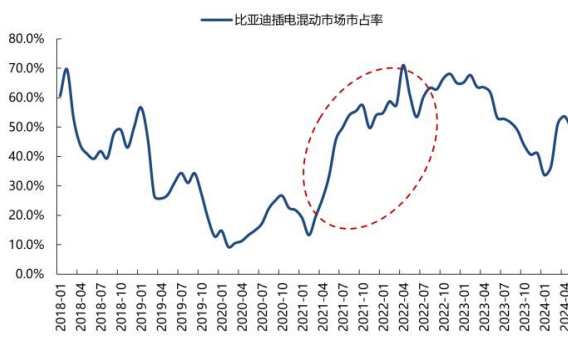
资料来源: 公司官网, wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 比亚迪纯电及插混汽车销量 (辆) 及增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 比亚迪插混汽车市占率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

DM5 技术加持下，比亚迪有望开启新一轮新品周期

2024 年 5 月比亚迪推出 DM5 技术，首发搭载秦 L+海豹 06，定位均为中级轿车，定价 9.98 万起，油耗降低至 2.9L，市场探讨度高，订单持续突破，“DM5 技术”逐渐形成品牌标签。24H2 开始多款 DM5 车型有望推出（预估宋 Plus dm、宋 L dm）等。整体来看，比亚迪新一轮产品周期有望逐步开启，月销中枢有望持续上探。

图21：比亚迪有望迎来新一轮新品周期



资料来源：比亚迪汽车公众号，工信部，中汽协，百度有驾，国信证券经济研究所整理 注：车型发布系预计，具体以公司为准

表7：比亚迪插电混动车型竞品分析（2023 年销量数据，单位：万辆）

车型	价格带		DM-i 版本销量		合资/外资竞品					自主竞品			合计	
	价格万元	销量	占BYD比重	竞品 a	销量	竞品 b	销量	竞品 c	销量	竞品 d	销量	竞品 e		销量
海豹	14.98-21.98	4.3	3%	Model 3	30.1	雅阁	17.1	迈腾	20.6	深蓝 SL03	6.8	零跑 C01	2.5	77.1
秦 PLUS	7.98-12.58	32.7	23%	朗逸	35.2	凌渡	10.6	轩逸	37.2	银河 L6	1.7	启源 A05	1.4	86.1
驱逐舰 05	7.98-12.58	9.2	6%	型格	13.0	朗逸	35.2	思域	16.4	UNI-V	15.7	吉利星瑞	12.6	92.9
汉	16.98-25.98	12.2	8%	凯美瑞	22.9	亚洲龙	9.8	帕萨特	21.2	启源 A07	1.5	零跑 C01	2.5	57.9
唐	17.98-21.98	12.4	9%	CR-V	21.7	途观	15.8	汉兰达	8.1	瑞虎 8	10.9	领克 08	3.2	59.7
宋 PLUS	12.98-16.98	33.3	23%	CRV	21.7	荣放 RAV4	18.6	途岳	10.2	银河 L7	6.6	哈弗枭龙	3.1	60.2
宋 Pro	10.98-13.98	20.3	14%	锋兰达	19.8	CRV	21.7	荣放 RAV4	18.6	银河 L7	6.6	CS75 Plus	25.4	92.1
护卫舰 07	17.98-25.98	7.0	5%	途岳	10.2	途观	15.8	探岳	14.0	星越 L	18.3	UNI-K	1.8	60.1

资料来源：中汽协，Marklines，易车，国信证券经济研究所整理 注：Uni、银河 L7、启源等车型因 23 年销售不足一年因此数据较低。

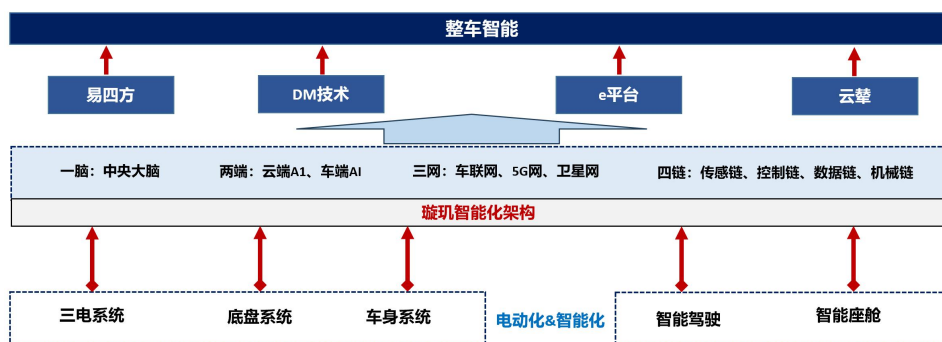
智能化：整车智能战略

比亚迪同样重视智能化业务进展，基于垂直整合、全栈自研的优势通过璇玑智能化架构打通电动化与智能化，形成整车智能化的布局。整车智能通过璇玑智能化架构，实现电动化与智能化高效融合。整车智能打破不同系统间的壁垒，做到实时捕捉内外部环境的变化，在毫秒之间将信息汇总进行决策，迅速调节车辆状态，提升驾乘安全性和舒适性，做到全面感知、集中思考、精准控制和协同执行。

2023 年比亚迪先后发布易四方架构、云辇智能车身控制系统、天神之眼高阶智能驾驶辅助系统，其中天神之眼高阶智能驾驶辅助系统以自研硬件、软件以及算法构建全栈自研整车系统级解决方案。另外比亚迪首创双循环多模态 AI——璇玑 AI 大模型，将人工智能应用到车辆全领域。璇玑拥有业界最庞大的数据底座、行业

领先的样本量和高算力，覆盖整车三百多个场景，赋予整车智能持续进化的能力。

图22: 比亚迪“整车智能”智能化布局



资料来源: 比亚迪官网, 比亚迪官方公众号, 国信证券经济研究所整理

- 智能驾驶领域，全新 DiPilot 智能驾驶平台，“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统量产交付，同时还成为全国首个获得 L3 级测试牌照的车企。比亚迪将不断降低智驾门槛，以更领先的技术、更具竞争力的成本，加速智驾普及。
- 智能座舱领域，全新的 DiLink 智能座舱平台，搭载全场景车载卫星通信、车载无人机系统、全场景智能语音等功能效果。

图23: 比亚迪智能座舱和智能驾驶布局



资料来源: 公司官网, 公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

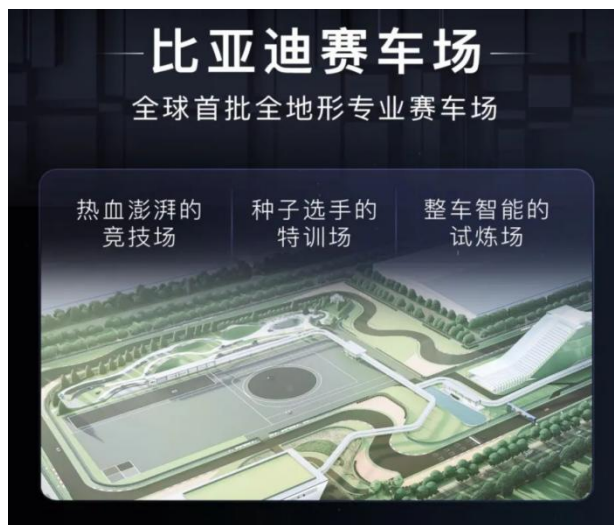
研发人员领先全球车企，智能化布局持续推进。比亚迪研发人员超 10 万，是全球研发人员最多的汽车企业。在智能驾驶领域，比亚迪工程师有 4000 多名。比亚迪目前实现软硬件全栈自研，研发成果包含全球首款由整车厂自行设计开发制造的车载计算平台、自研操作系统及算法等。此外，比亚迪还自建多地实验中心，具备模拟仿真、封闭场地、实际道路、网络安全和数据安全、软件升级、数据记录等试验验证能力，为性能提升提供保障。同时，比亚迪拟投入 50 亿建设全球首批全地形专业赛车场。

图24: 比亚迪研发体系



资料来源：公司官网，官方公众号，国信证券经济研究所整理

图25: 比亚迪投资布局赛车场



资料来源：公司官网，官方公众号，国信证券经济研究所整理

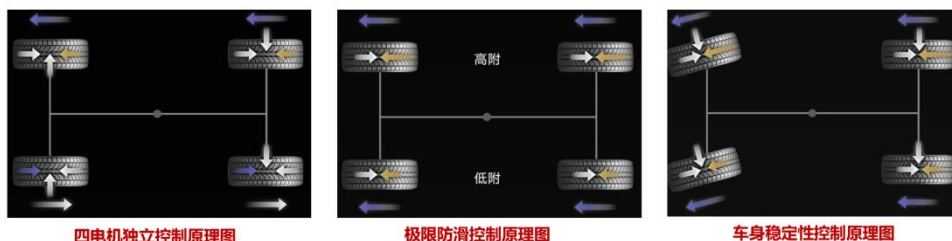
易四方与云辇技术平台

易四方技术平台是比亚迪自主研发的四电机独立驱动技术平台，于2023年1月5日发布，并于9月20日首发仰望U8车型。易四方系统采用电机独立驱动、整车融合及车身稳定矢量控制等技术。电机构成整车核心动力源，独立控制每个车轮，实现单个车轮的驱动、制动、前进和后退功能：

- **感知：**整车深度融合感知实现车辆运动状态全方位感知。除智驾传感器外，充分发挥轮边电机的感知优势，以远高于传统燃油车的感知效率和精度，实时感知车辆四轮运动状态，为车辆行驶控制提供丰富感知数据支持。
- **控制：**中央计算平台、域控制架构高度协同。得益于中央控制器的大算力与各域控之间高速安全的数据信息传输能力，易四方平台能够将来自其它域控的多模态感知信号有效进行同步融合。中央控制器与各域控之间通过高带宽、低延时、高安全的车载以太网等实时互通感知信息和控制策略，通过控制器及传感器间的高度协同实现四电机精准和多样化控制。
- **执行：**四电机的配置可实现真正的四轮独立驱动，根据驾驶场景需求对四轮动力进行独立精准控制。通过创新的电机和电控箱体深度集成设计，显著提升空间利用率。系统中电机功率覆盖220kW~240kW，扭矩320Nm~420Nm，效率达97.7%，最高转速20500rpm，整车马力超1000匹。此外，前后配备的差速锁进一步加强越野脱困能力，并实现三秒级百公里加速。易四方电控通过先进技术显著提升整车性能。平台全车系采用全新碳化硅技术，最高提升效率至99.5%，电流输出能力提升50%，功率密度提升100%，整车工况效率提升3%以上。

易四方技术平台以有别于传统汽车动力系统的方式开发三大核心控制技术：**四电机独立控制、极限防滑控制、车身稳定性控制**实现对车辆全场景下的极限控制创造更丰富的驾驶可能性。分布式控制器通过高带宽、低时延、高安全的车载网络实现实时互通感知信息，通过与中央计算平台的大算力的芯片结合，对整车进行融合感知、决策、控制以及云端数据闭环，实现对四电机系统的精准化智能控制，保障车辆的安全。

图26: 易四方三大核心控制技术



资料来源: 比亚迪汽车公众号、国信证券经济研究所整理

易四方为可真正实现四电机独立驱动、整车深度融合感知、车身稳定矢量控制的技术平台。易四方由四个电机构成整车核心动力源，每个电机可以独立控制每个车轮，单独调节不同的速度和扭矩组合，实现每个车轮的驱动、制动、前进和后退，不仅动力更强，而且实现了四个车轮扭矩大小和扭矩方向的完全解耦，四个车轮的扭矩可大可小，可正可负。同时，易四方让车辆具备超强的车身姿态调整能力，是仰望 U8 作为硬派越野车型与燃油越野车和其他电动越野车的根本能力差异。

表8: 易四方技术加持下仰望 U8 可实现多种灵活运动、行驶策略

	高压铸造 HPDC	真空铸造 CVC
原地掉头		一侧车轮向前，一侧车轮向后，于是就有了原地掉头。停车场停车，断头路脱险撤离有了新的方式。
户外越野		在四轮附着点都不同的极端场景下（如户外越野），每个电机都能够“因地制宜”给车轮输入恰当的扭矩，确保车辆在极端环境下平稳行进。
转向灵活		只有一个车轮有附着力的极端场景下，易四方也可以实现单独输出动力，助力 U8 在极端场景下的脱困。内侧车轮慢转，外侧车轮快转，于是就有了敏捷转向。让 U8 的最小转弯直径控制在 12 米以内，拥有如 A0 级轿车的转向灵活性。
应对突发		如在高速行驶中遇到左前轮爆胎，易四方也可降低右侧车轮扭矩，控制左后车轮扭矩，让车辆在三轮行驶时也能保持相对稳定，确保安全。
冰面行驶		冰雪路面行驶时，易四方实时动态调整四个轮子的扭矩大小和方向，让车身时刻保持稳定的状态。
水中行驶		行驶中车辆一侧附着力低，一侧附着力高，易四方可降低高附着力轮胎的扭矩和转速，提高低附着力轮胎的转速和扭矩，让 U8 在积水路段行驶时也不“发飘”，不“失控”。

资料来源: 公司官网，国信证券经济研究所整理

融合感知理念实现电动化和智能化的深度融合。易四方整合惯导、电机旋变轮速等传统实时数据，摄像头、激光雷达、毫米波雷达、高精定位等提供的智驾传感数据，以及轮边电机的感知能力，增强了车辆对各类信号的快速、精准感知能力，为车辆行驶动态控制提供丰富的感知数据支持。基于大量信息，四电机实现对每个车轮的驱动力进行大小和方向上的矢量控制。

云辇于 2023 年 4 月发布，是全球首个新能源专属的智能车身控制系统，系统化考虑新能源汽车的垂向控制问题。**云辇整合感知、决策、控制、交互等软硬件技术，具有高智能、安全、稳驾乘及全覆盖的技术优势。**包括云辇-C 智能阻尼车身控制系统、云辇-A 智能空气车身控制系统、云辇-P 智能液压车身控制系统、云辇-X 智能全主动车身控制系统及云辇-Z 高度集成化悬浮电机。云辇-C 智能阻尼车身控制系统，实现车辆舒适性和运动性的兼容；云辇-A 智能空气车身控制系统，让整车具更高层次舒适性、支撑性与通过性，树立奢适新标杆。云辇-P 智能液压车身控制系统，能够实现超高举升、四轮联动、露营调平等超强越野功能。

云辇系统通过多种性能，带来安全的提升。在不同行驶场景，云辇系统利用电动化与智能化优势带来的快速调节能力和算力提升，通过抑制车身左右侧倾、前后俯仰及上下振动，为用户提供平稳的驾乘体验。智能路面预瞄、智能高度调节及露营调平等模式，实现乘驾人员的多种需求。

图27：云辇产品具体性能

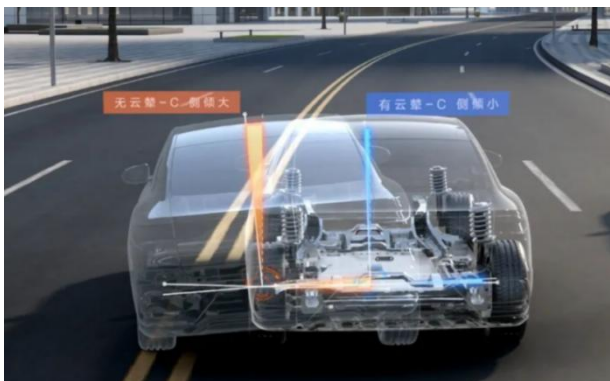


资料来源：比亚迪汽车公众号、国信证券经济研究所整理

搭载的车型来看，云辇-P 将首搭仰望 U8；云辇-A 将首搭腾势 N7；云辇-C 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上，后续将通过 OTA 陆续升级为云辇-C 系统。云辇系统将陆续搭载在王朝海洋旗舰车型、腾势、仰望及专业个性化品牌，赋能比亚迪全品牌的升级，推动了新能源时代豪华汽车的发展。

云辇从整车垂直方向系统化控制出发，实现升维安全。云辇能够有效抑制车身姿态变化，在高速过弯时，可有效抑制车身左右侧倾，保持更舒适的驾乘姿态；在急加、减速时，可有效抑制车身后俯仰，避免产生晕车的不适感；过颠簸路段时，可有效抑制车身上下振动，为用户提供平稳的驾乘体验。同时云辇系统可以在雪地、泥地、水域等复杂路况下，有效保护车身，避免因地形造成的整车磕碰损伤，提升驾乘舒适及安全性，实现对人和车的双重保护。

图28: 云辇有效抑制倾侧



资料来源: 比亚迪汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图29: 云辇产品矩阵



资料来源: 公司官网、国信证券经济研究所整理

降本、供应链整合

深度布局、垂直整合新能源汽车产业链。比亚迪从中游业务电池（1996年比亚迪开启动力电池研发）为起点，上游方面投资锂矿、拓展 IGBT 等半导体领域，下游方面拓展整车业务，中游方面进一步延展汽车电动与智能化零部件业务，最终形成整体覆盖的成熟配套体系，基本实现新能源汽车产业链完整闭环。**垂直产业链的整合及在新能源汽车领域的全面布局，为比亚迪带来创新（技术自研）、效率（协同效应显著），以及成本（自制率高+提升议价能力）的优势。**

■ 上游：原材料多方式深度布局

在产业链上游，比亚迪通过多种方式布局锂资源布局保证动力电池生产的锂资源稳定供应，包括 1) **战略投资、参股锂资源企业，建立碳酸锂等锂盐产品的相关合作**；2) **与锂资源企业合资建厂共同布局**；3) **购买锂矿开采权等**。

表9: 比亚迪锂矿资源的投资（部分梳理）

合作时间	合作模式	具体内容
2017年	合资公司	比亚迪和盐湖股份携手开发青海的盐湖资源，拟建设3万吨/年电池级碳酸锂项目；盐湖股份与比亚迪股份、深圳市宏达同实业有限公司签署了《盐湖锂资源开发合作框架协议》，设立合资公司，比亚迪持股49%。
2010年	战略投资	比亚迪参股了西藏矿业控股子公司西藏扎布耶锂业（包括电池级碳酸锂9600吨/年和工业级碳酸锂2400吨/年），持股18%。
2022年	战略投资	比亚迪作为战略投资机构入股盛新锂能，比亚迪投资金额20亿元，持股5.11%。
1995	关联方	融捷股份主要从事新能源锂电材料产业链的公司，包括锂矿采选、锂盐加工及冶炼、锂电设备制造等业务。

资料来源: 各公司公告, 百度有驾, 维科网锂电, 国信证券经济研究所整理

■ 中游：汽车电动智能零部件垂直整合

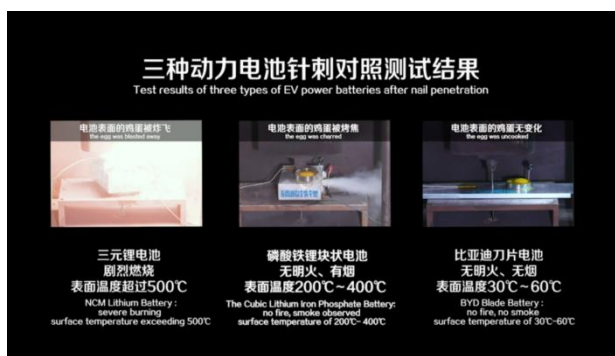
在中游，比亚迪重视动力电池核心技术的研发工作，积极布局电池生产、工艺制造产地，推动产线自动化进展，提升经营效率。在此基础上，2020年3月比亚迪宣布成立的5家弗迪公司，分别是弗迪电池、弗迪视觉、弗迪科技、弗迪动力以及弗迪模具，进行对汽车电动智能化零部件进行进一步整合，同时比亚迪半导体对 IGBT、SiC 器件等产品也在持续深化布局。

- **弗迪电池**：前身是1998年成立的比亚迪锂电池有限公司。弗迪电池具有100%自主研发、设计和生产能力，产品覆盖消费类3C电池、动力电池及储能电池、梯次利用等领域；在新材料和新技术领域，完成众多项科研成果的研发及产

业化，应用领域覆盖 IT、新能源、汽车、轻轨交通等。在二次充电电池领域，比亚迪进行全产业链布局，从矿产资源开发到电池包产出；技术上，具备深厚的材料研发实力，精湛的电芯以及封装设计能力；同时拥有完备的大规模全自动化生产线，处于国际领先水平；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，广泛被应用于电子产品、电动汽车、储能等领域。

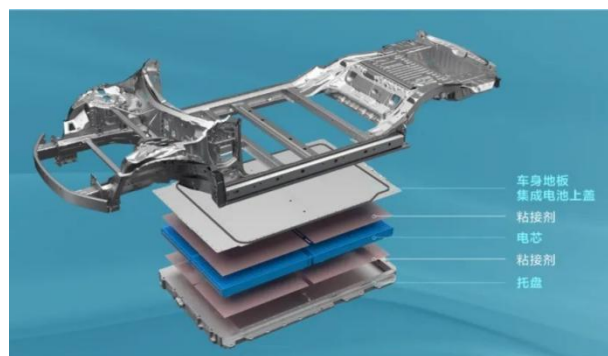
刀片电池与 CTB 技术比亚迪动力电池技术的集大成者。1) “刀片电池”于 2020 年 3 月发布，2020 年 7 月逐步应用于汉、宋 plus、秦 plus、海豚、海豹等纯电动车型，其独特的长宽比设计打破传统电池系统的模组概念，提升体积利用率超 50%，减小短路回路的阻抗，降低发热，从而减少故障率，续航里程达 700 公里以上，单个电池包能够承受 46 吨重卡碾压。刀片电池采用磷酸铁锂材料，具备高热稳定性、减缓容量衰减的特点，支持 3000 次以上充放电，行驶 120 万公里，并能在“针刺穿透测试”中保持无明火、无烟雾的状态。2) CTB (Cell to Body) 电池车身一体化技术，通过将刀片电池与车身结构深度融合，提升整车集成度、空间利用率、燃油经济性及安全性能，使整车扭转刚度达到 $40500N \cdot m/^\circ$ ，并通过全方位安全防护技术应对高频失效问题，提升动力电池系统的安全性，于 2022 年 5 月首发海豹车型。

图30: 比亚迪刀片电池通过针刺测试



资料来源：比亚迪官方公众号，国信证券经济研究所整理

图31: 比亚迪 CTB 技术



资料来源：比亚迪官方公众号，国信证券经济研究所整理

- 弗迪视觉：专注于车用照明及信号系统相关产品，特别是 LED——新一代半导体车用照明产品的研发与制造，已开发 50 余款车型共计 600 余款车灯及后视镜，被誉为“中国灯厂”。
- 弗迪科技：具有十六年汽车电子和底盘研发、生产、销售经验，突破和掌握了大量的汽车电子及底盘技术，拥有十大产品线，涵盖乘用车、商用车、轨道交通三大领域，为比亚迪量产车型供应产品总成多达 170 余种。
- 弗迪动力：自 2003 年起开始汽车动力零部件研发，致力于汽车动力总成及新能源汽车整体解决方案开发，主要业务是汽车动力总成。
- 弗迪模具：拥有近 20 年模具研发、制造的历史与技术经验，强大的工程师团队，世界一流的数控加工设备 & 专业汽车白车身及零部件焊接生产线，连续多年通过国家高新技术企业认定。

表10: 比亚迪汽车业务相关的子公司

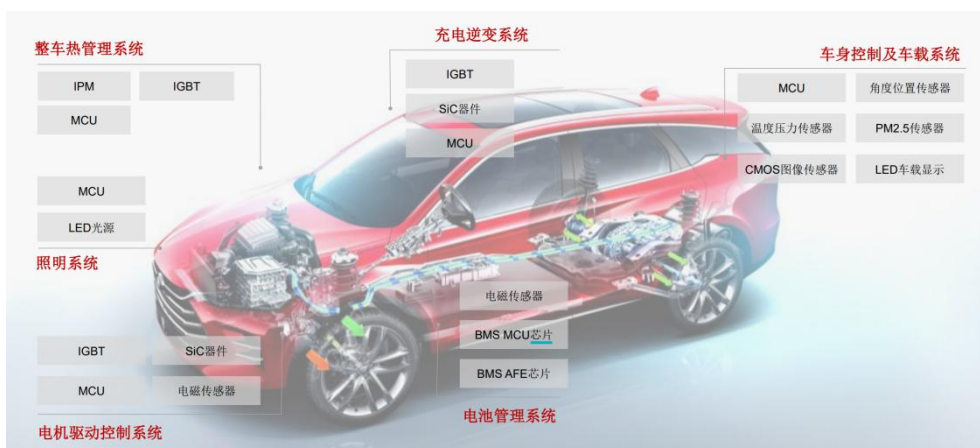
公司	车端业务相关
弗迪电池	产品覆盖 3C 电池、动力电池及储能电池、梯次利用等多个领域。
弗迪视觉	专注于车用照明及信号系统相关产品的研发生产。
弗迪科技	掌握大量的汽车电子及底盘技术，涵盖乘用车、商用车、轨道交通三大领域。

弗迪动力	长期致力于开发燃油车动力总成、新能源汽车动力总成及新能源整体解决方案。
弗迪模具	专业的白车身及零部件焊接生产线，连续多年获得国家高新技术企业认定。
比亚迪半导体	在汽车领域，依托公司在车规级半导体研发应用的深厚积累，公司已量产 IGBT、SiC 器件、IPM、MCU、CMOS 图像传感器、电磁传感器、LED 光源及显示等产品，应用于汽车的电机驱动控制系统、整车热管理系统、车身控制系统、电池管理系统、车载影像系统、照明系统等重要领域。

资料来源：公司官网，盖世汽车，国信证券经济研究所整理

- 比亚迪半导体：**比亚迪半导体系比亚迪子公司，主要从事功率半导体、智能控制 IC、智能传感器及光电半导体的研发、生产及销售，覆盖对电、光、磁等信号的感应、处理及控制。汽车领域，依托在车规级半导体研发应用的积累，比亚迪半导体已量产车规级 IGBT、SiC 器件、IPM、MCU、CMOS 图像传感器、电磁传感器、LED 光源及显示等车规级产品，应用于汽车的电机驱动控制系统、整车热管理系统、车身控制系统、电池管理系统、车载影像系统、照明系统等重要领域。2020 年比亚迪半导体在中国新能源乘用车电机驱动控制器用 IGBT 模块领域保持全球厂商排名第二、国内排名第一的领先地位。

图32: 比亚迪半导体车规级产品



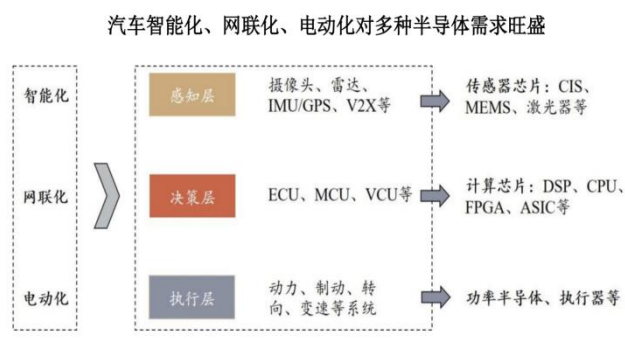
资料来源：比亚迪半导体招股书，国信证券经济研究所整理

比亚迪半导体全力协同比亚迪，关联收入占比过半。比亚迪半导体与比亚迪集团之间具备持续有效的沟通反馈机制，2021 年比亚迪半导体营收中有 20.1 亿元来自比亚迪集团，占比 63.4%。双方的协同下，比亚迪电子掌握更多车规级半导体的底层需求与整车应用经验，产品可靠性得到充分的应用验证。助力产品实现性能指标的平衡与最优化，更为技术研发及产品迭代提供良好的环境与支撑。

图33: 比亚迪拥有 IGBT 全产业链能力



图34: 车规级半导体潜在需求旺盛



资料来源：比亚迪官网，国信证券经济研究所整理

资料来源：比亚迪半导体招股书，国信证券经济研究所整理

■ 下游深度布局

在下游，比亚迪利用自身动力电池技术和自主新能源汽车品牌优势，实现新能源汽车电池销售、使用、售后、回收等全方位的动力电池服务。同时比亚迪汽车金融通过科技金融转型、金融产品创新等手段，为消费者提供多样金融方案，业务服务覆盖比亚迪相关品牌，为购车提供便利。另外比亚迪也在储能和太阳能领域进行布局。

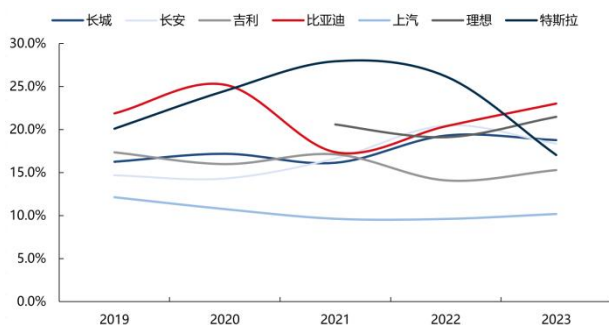
整体来看，比亚迪深度整合上下游供应链，三电系统、热管理、电子电器、底盘系统、车身结构件等部分关键部件均为自研自产。同时在产业链上布局增强供应链的自主性，避免缺芯少电问题，为销量扩张提供保障。同时自研能力的储备，也为比亚迪在部分零部件外采的情况下提升了议价能力。比亚迪在高度垂直整合的产业体系里面进行变革，构建公司的产业链，带来了创新、效率，以及成本的优势。

图35：比亚迪集团供应链垂直整合



资料来源：比亚迪官方公众号，国信证券经济研究所整理

图36：各主机厂汽车业务毛利率对比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理，注：吉利为整体数据

量（基本盘）：荣耀版夯实基本盘，DM5 开启新周期

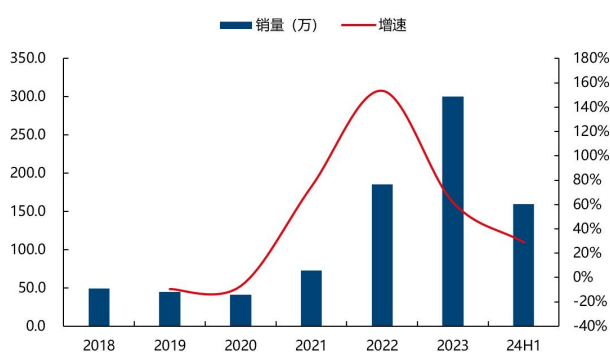
核心观点：荣耀版本价格策略+DM5 加持下新品周期，持续夯实基本盘优势。整体来看，2023 年比亚迪狭义零售销量 270.6 万辆，乘用车整体市占率 12.5%，同比 +3.7pct。我们认为，国内 5-25 万以下价格带系比亚迪成长基盘（5-25 万价格带上险销量 1550 万，23 年比亚迪此价格份额约 15%），后续依旧有可观的提升空间。预计后续比亚迪国内基本盘份额提升主要通过两大战术实现：1) 价格战和下沉战术：发布荣耀版车型提升竞争力，车型价格下探，提升各价格带车型投放丰富度。如 10 万-15 万价格带，一方面原有车型海豚、元 Plus、秦 plus 等降价提升性价比，另外宋 Plus DMi 荣耀版起售价降低 2 万元补充此价位段产品矩阵，此战术的背后支撑来自比亚迪规模优势、成本优势下的利润冗余；2) 技术加持下新产品周期：一方面针对性新品投放，如海鸥进军 A0 级细分市场，首款中级轿跑 SUV 宋 L 聚焦合资核心市场 B 级车市；另外 5 月推出 DM5 技术，首发搭载秦 L+海豹 06，定价 9.98 万起，油耗降低至 2.9L，市场探讨度高，订单持续突破，“DM5 技术”正逐渐形成品牌标签，24H2 开始多款 DM5 车型有望推出（预估如宋 Plus dm-i、宋 L dmi 等），纯电后续也将陆续推出新品，在此之下，比亚迪新一轮产品周期有望逐步开启，月销中枢有望持续上探。

王朝海洋网络为比亚迪基本盘

南北大众系传统车时代国内汽车销量顶流所在，2017-2019年期间销量均维持在400万以上，比亚迪2023年销量302万辆，同比+61.9%，取得中国汽车年度销冠，及全球新能源汽车销冠。2024年H1比亚迪销量160.7万辆，同比+28.8%，预计2024年全年比亚迪国内销量有望实现近350万辆，成为新的顶流。

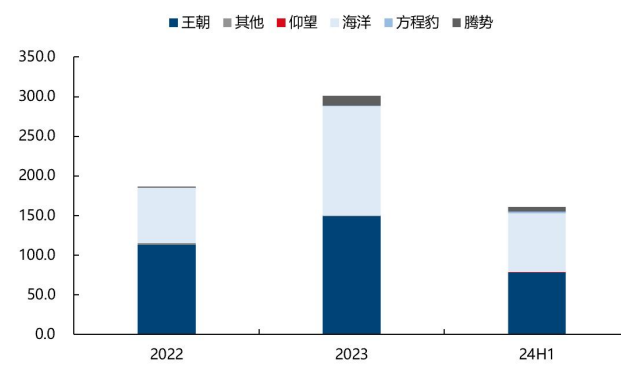
王朝和海洋两大产品线系比亚迪核心基本盘，主覆盖5-25万价位区间（部分车型如汉等超25万）。2023年王朝和海洋网络累计销量287万辆（其中王朝网络销量149万，海洋网络138万辆），同比+57%，占比亚迪销量比重整体超95%。王朝和海洋系列，拥有不同市场定位及设计理念：王朝系列包含汉、唐、秦、宋Pro、元等，以稳重和豪华为主，适合相对成熟的客户；海洋系列包括海鸥、海豹、海豚、护卫舰、宋Plus等车型，以年轻、进取、开放为调性。王朝和海洋网络构筑比亚迪销量的核心基本盘，是规模效应和稳定盈利基础。

图37: 比亚迪汽车销量（万辆）及增速



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

图38: 比亚迪汽车品牌结构销量（万辆）



资料来源: 公司公告, Marklines, 国信证券经济研究所整理

王朝和海洋 App 分开运营，加强公司品牌差异化运营思路。23年8月比亚迪宣布将比亚迪汽车 App 分为王朝和海洋 App 独立运营。原有比亚迪汽车 App 账号可直接登录到新 App，并根据车辆归属，积分、订单等也会迁移到对应 App 中。此次调整可更好满足不同车主需求，确保两个系列走不同经营路线，推出差异化产品，如海洋系列可进一步开拓年轻消费群体。据 Questmobile，23年12月比亚迪汽车 APP 用户活跃数 995 万，同比+130.0%，其中王朝 603 万，同比+39.5%，海洋 392 万。增量对比看，比亚迪 23 年销量 302 万辆，APP 活跃度增量 563 万，“转换率”为 1.9 (=563/302)，相比上汽大众“转换率”为 1.4，吉利“转换率”约为 1.0。

图39: 汽车 APP 用户活跃数变化（万）

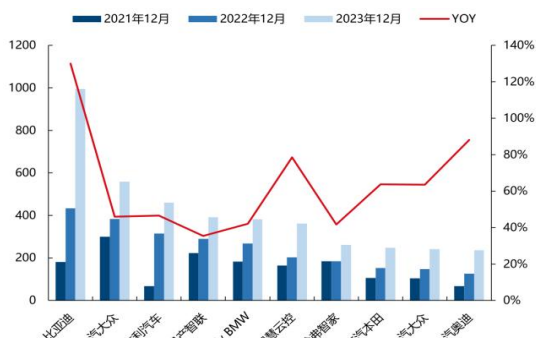


图40: 比亚迪拆分海外和王朝 APP 单独运营



资料来源: Questmobile, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 比亚迪官方公众号, 国信证券经济研究所整理

冠军版、荣耀版打法持续, 抢占合资份额, 夯实规模优势

➤ 2023 年打法: 冠军系列聚焦油电同价

2023 年 2 月 10 日, 比亚迪推出秦 PLUS DM-i 2023 冠军版, 打出“秦统天下, 颠覆燃油”的口号。2 月 10 日, 秦 PLUS DM-i 2023 冠军版正式上市, 官方指导价 9.98 万元-14.58 万元, DM-i 车型价格首次下探至 10 万以内。在未推出冠军版车型阶段, 比亚迪月销量基本在 24 万以内, 整体在 20 万销量波动, 随着 23 年冠军版的发布及新车型的落地上量, 比亚迪月销突破 25 万台, 并在 23 年 10 月迅速实现超 30 万台月销。

表11: 比亚迪发布冠军版车型

车型	冠军版价格 (万元)	调整时间	价格中值下调幅度 (万元)
秦 Plus Dmi	9.98-14.58	2023.2.10	1.4 万
秦 Plus EV	12.98-17.68	2023.4.07	1.2 万
元 Plus	13.58-16.38	2023.9.15	0.4 万
宋 Pro Dmi	13.58-15.98	2023.5.25	0.5 万
唐 Dmi	20.98-23.38	2023.3.16	-
汉 EV	20.98-29.98	2023.3.16	1 万
汉 Dmi	18.98-24.98	2023.5.18	2.8 万
海豹 ev	18.98-27.98	2023.5.10	2.3 万
驱逐舰	10.18-14.88	2023.4.28	2 万
宋 Plus DMI	15.98-18.98	2023.6.19	1 万
宋 Plus V	16.98-20.98	2023.6.19	1 万

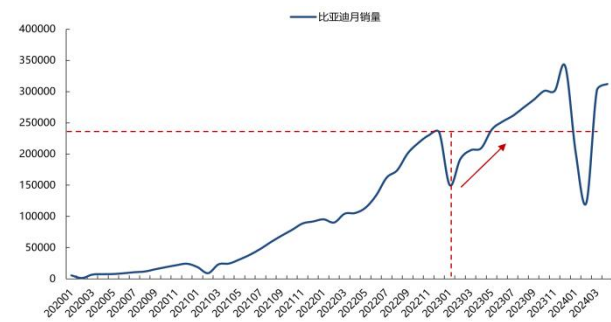
资料来源: 比亚迪官网, 比亚迪官方公众号, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图41: 比亚迪推出秦冠军版



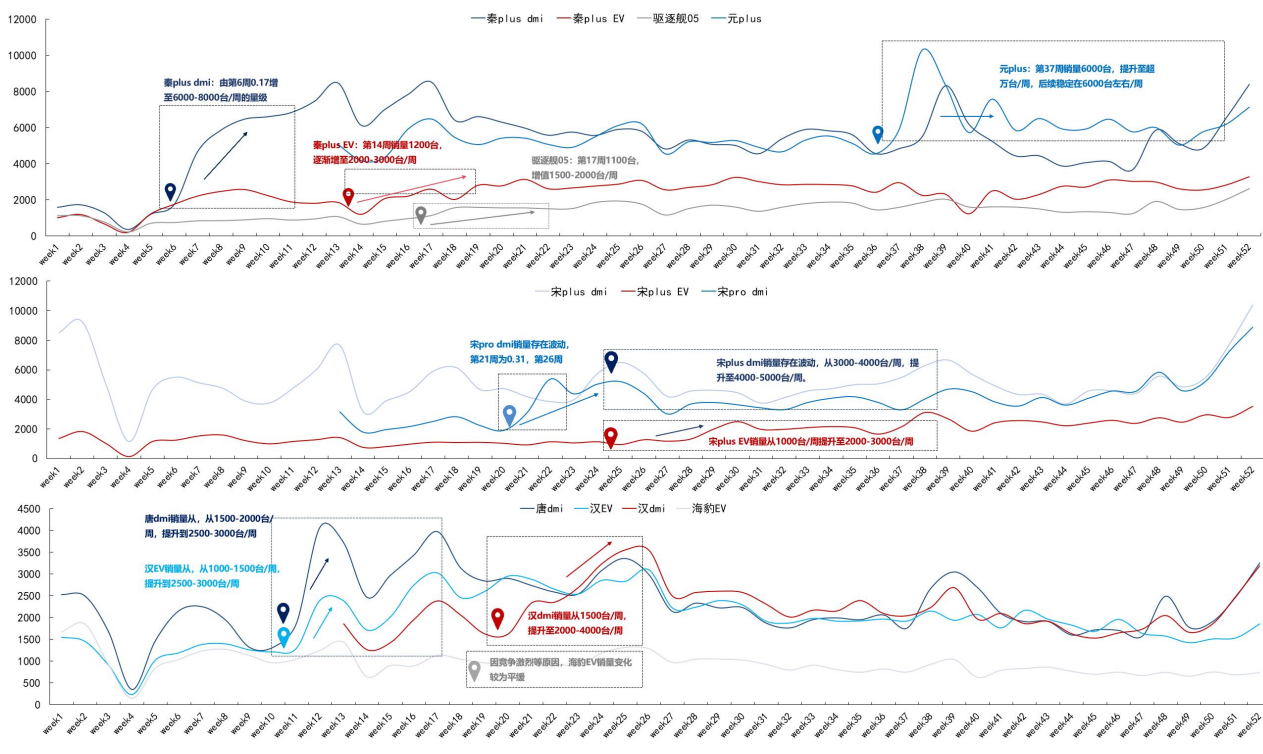
资料来源: 比亚迪官网, 国信证券经济研究所整理

图42: 比亚迪月销量在冠军版发布之后整体中枢突破 24 万



资料来源: 比亚迪公告, 国信证券经济研究所整理

图43: 比亚迪推出冠军版后周度数据变化梳理 (2023年52周数据列示)



资料来源: 交强险, 公司官网, 国信证券经济研究所整理

➤ 2024年: 荣耀系列主打电比油低

荣耀版发布主打电比油低, 公司产品竞争力持续增强。2024年2月19日, 比亚迪秦 PLUS 荣耀版和驱逐舰 05 荣耀版正式上市, 7.98 万元起售, 产品价格下调超 2 万元, 升级换代同时实现电比油低, 高价值产品力远超同级燃油车, 后续唐、汉等多款车型接力, 公司主流产品竞争力持续增强, 保障销量稳定增长。

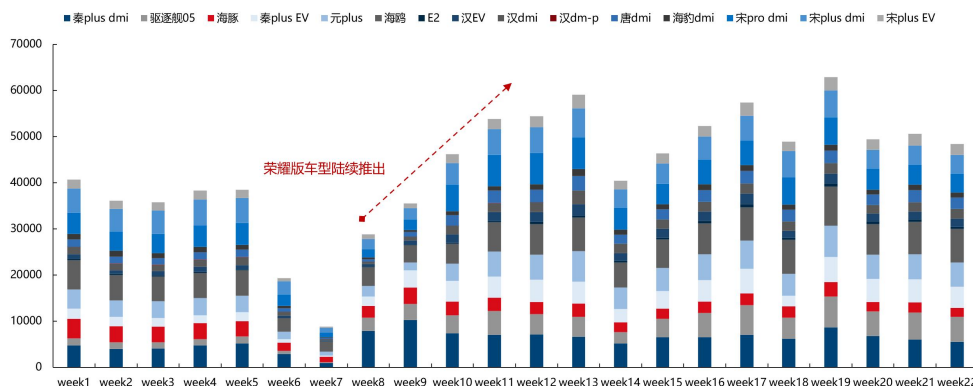
表12: 比亚迪荣耀版车型指导价格调整情况

车型	最新价格 (万元)	调整时间	价格中值下调幅度(万元)	23年价格 (万元)	23年销量 (万辆)
秦系列	7.98-13.98	2024.02.19	2.85	9.98-17.68	48.2
元系列	11.98-14.78	2024.03.04	1.6	13.58-16.38	42.8
宋 Pro	10.98-13.98	2024.03.01	2.3	13.58-15.98	20.3
宋 L	18.98-24.98	2023.12 首发	0	18.98-24.98	1.0
唐系列	17.98-21.98	2024.02.28	7	24.98-30.98	13.7
汉系列	16.98-25.98	2024.02.28	2.5	18.98-28.98	22.8
海鸥	6.98-8.58	2024.03.06	0.4	7.38-8.98	28.0
海豚	9.98-12.98	2024.02.23	1.31	11.68-13.98	36.7
海豹 DM-i	14.98-21.98	2024.02.29	1.7	16.68-23.68	12.7
海豹系列	17.98-24.98	2024.03.25	2	18.98-27.98	12.7
驱逐舰	7.98-12.88	2024.02.19	2.06	10.18-14.88	9.2
护卫舰	17.98-25.98	2024.03.18	2.65	20.28-28.98	7.0
宋 Plus	12.98-18.98	2024.02.29	2.5	15.98-20.98	42.7

资料来源: 汽车之家, 中汽协, 盖世汽车, 国信证券经济研究所整理 注: 数据可能不完全, 仅供参考

从比亚迪周度销量可以看见, 比亚迪在 2024 年 2 月中下旬 (对应第 8 周左右) 推出以来, 荣耀版车型和未推出荣耀版之前的周度数据相比, 实现较为明显的提升, 并稳定在更高的周度上险中枢。

图44: 比亚迪周度上险数据贡献拆分 (辆)



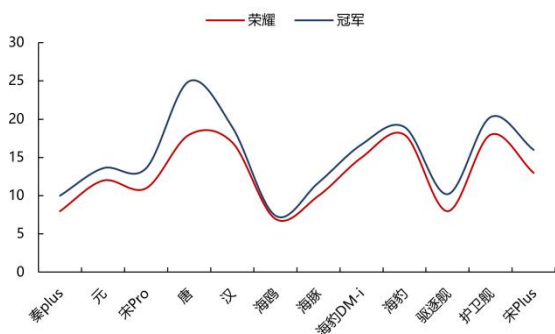
资料来源: 交强险, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

战术: 价格带下沉+DM5.0 新产品周期

复盘比亚迪 2023 年、2024 年的竞争策略, 我们认为可以大致归类成两点:

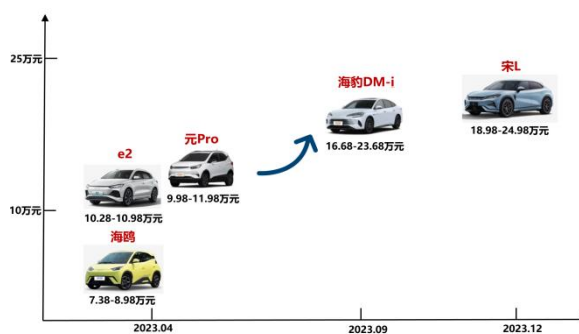
- 1) **下沉:** 通过发布冠军版、荣耀版车型增加车型性价比和竞争力, 并进行价格下探, 提升各价格带车型投放丰富度。比如, 10-15 万价格带从季度数据来看, 比亚迪在 10-15 万上险销量区间份额逐步提升, 一方面系原有车型如海豚、元 Plus、秦 plus 降价带来竞争力的提升, 另外宋 Plus DMi 荣耀版起售价降低 2 万元至 12.98 万起, 增厚了此价位段比亚迪产品矩阵。
- 2) **新品:** 持续投放新品抢夺合资市场份额。如 2023 年比亚迪海鸥进军 A0 级细分市场, 比亚迪 B+级车型驱逐舰 07 亮相上市, 首款电动中级轿跑 SUV 宋 L, 宋 L 以及驱逐舰 07 则聚焦合资品牌的核心市场 B 级车市。整体来看, 通过针对性的新品投放, 增强各价格带的竞争力。另外 5 月推出 DM5 技术, 首发搭载秦 L+海豹 06, 定价 9.98 万起, 油耗降低至 2.9L, 市场探讨度高, 订单持续突破, “DM5 技术”正逐渐形成品牌标签, 24H2 开始多款 DM5 车型有望推出 (预估如宋 Plus dm-i、宋 L dmi 等), 纯电后续也将陆续推出新品, 在此之下, 比亚迪新一轮产品周期有望逐步开启, 月销中枢有望持续上探。

图45: 比亚迪荣耀车型与冠军车型最低价格差异



资料来源: 比亚迪官网, 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

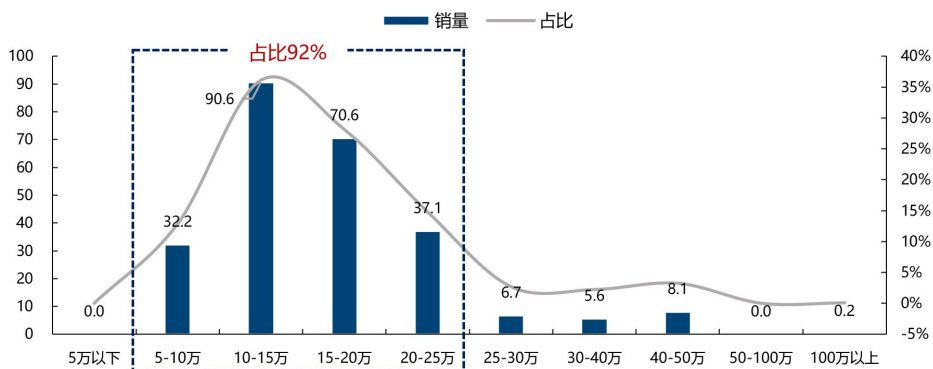
图46: 比亚迪 2023 年新车型节奏



资料来源: 比亚迪官网, 国信证券经济研究所整理

价格带竞争分析: 因比亚迪海洋与王朝网络车型主要聚焦于 5-25 万价格带区间 (2023 年上险销量占比 92%), 因此我们对比亚迪基本盘进行分析时主要聚焦于 5-25 万价格区间, 中高端品牌 (仰望、腾势、方程豹) 在后面篇幅进行分析。

图47: 比亚迪车型销量价格带 (万辆)

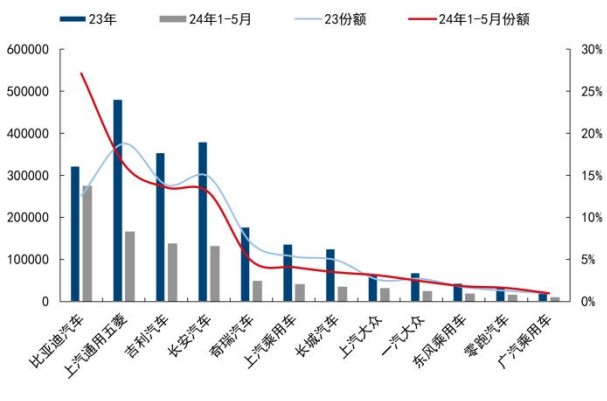


资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

5-10 万价格带: 爆款车型持续夯实优势地位 (比亚迪份额 27%)

价格带概览: 2023 年 5-10 万价格带上险销量约 256 万, 新能源车渗透率约 34.8% (插混 4.0%+纯电 30.8%); 此价格带格局较为分散、竞争激烈, 主要系此价格带车型较多所致, 龙头车型市场份额占比较其他价格带低, CR3 为 20.8%, CR10 为 44.4% (2023 年上险口径), 前十的畅销车型已基本被自主品牌垄断。2023 年比亚迪在此区间的上险销量为 32.2 万辆, 市占率 12.6%, 2024 年 1-5 月综合来看比亚迪此价格带份额提升至 27.1%。

图48: 5-10 万价格带品牌格局 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图49: 2023 年 5-10 万价格带车型销量排序 (辆)

排名	类型	具体车型	2023 年上险销量	份额
1	自主	比亚迪 海鸥	221117	8.7%
2	美系合资	五菱缤果	160652	6.3%
3	自主	逸动 Plus	147576	5.8%
4	自主	帝豪 EC7 NB	137700	5.4%
5	自主	秦PLUS DM-i	99271	3.9%
6	自主	Lumin	84590	3.3%
7	自主	五菱宏光S	78843	3.1%
8	自主	缤越	71428	2.8%
9	自主	熊猫MINI	66874	2.6%
10	自主	哈弗H6	63163	2.5%
11	自主	哈弗M6 Plus	58497	2.3%
12	自主	荣威 i5	55366	2.2%
13	美系合资	科鲁泽	51739	2.0%
14	日系合资	飞度 HB	51722	2.0%
15	欧系合资	捷达 VA3	49300	1.9%
CR3			529345	20.8%
CR10			1131214	44.4%

资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

表13: 5-10 万价格带 SUV 与轿车车型格局拆分 (2024 年 1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)

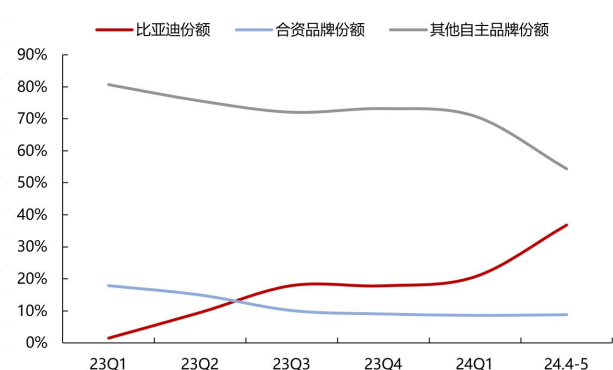
SUV	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量	轿车	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量
1	吉利	中系	缤越	汽油	26779	1	比亚迪	中系	比亚迪 海鸥	纯电动	125904
2	长城	中系	哈弗 H6	汽油	22122	2	比亚迪	中系	秦 PLUS DM-i	插电式混合	87586
3	上汽通用五菱	中系	五菱星驰	汽油	13287	3	上汽通用五菱	中系	五菱缤果	纯电动	61659
4	长城	中系	哈弗 M6 Plus	汽油	12744	4	吉利	中系	帝豪 EC7 NB	汽油	52366
5	吉利	中系	吉利几何 E	纯电动	11734	5	长安	中系	逸动 Plus	汽油	46762
6	长安	中系	长安 CS35	汽油	11519	6	上汽大众	欧系	朗逸 新锐	汽油	31725
7	广汽乘用车	中系	影速	汽油	10122	7	长安	中系	Lumin	纯电动	24171
8	上汽通用五菱	中系	五菱星辰	汽油	9369	8	吉利	中系	熊猫 MINI	纯电动	21983
9	一汽大众	欧系	捷达 VS5	汽油	8494	9	上汽乘用车	中系	荣威 i5	汽油	19602

10	奇瑞	中系	瑞虎 5x	汽油	6451	10	零跑	中系	零跑 T03	纯电动	16521
	合计			占比	219538		合计			占比	707796
	CR5			39.5%	86666		CR5			52.9%	374277
	CR10			60.4%	132621		CR10			69.0%	488279

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

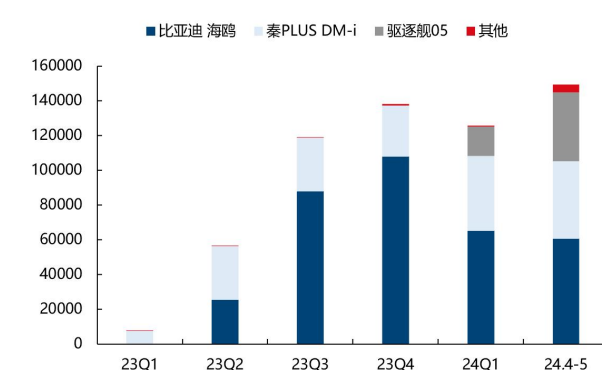
海鸥成为爆款，秦与驱逐舰锦上添花。23Q2 比亚迪针对年轻用户在此价格区间投放小型代步车——海鸥，自推出后凭借高性价比成为市场爆款（2023 年销量 28 万辆，24 年 6 月月销 3.6 万辆）。随后 23 年 2 月秦 plus 荣耀版发布继续增强此价格带产品矩阵。从季度数据来看，比亚迪在 5-10 万上险销量区间份额逐步提升，一方面海鸥、秦 Plus DMi 销量的稳中有升，另外 24 年 2 月发布驱逐舰 05 荣耀版，入门版降价 2 万元，持续增强比亚迪低价位区间产品竞争力。截至 24 年 1-5 月，此价格带合计上险份额 27.1%，实现提升。

图50: 5-10 万价位竞争市占率变化



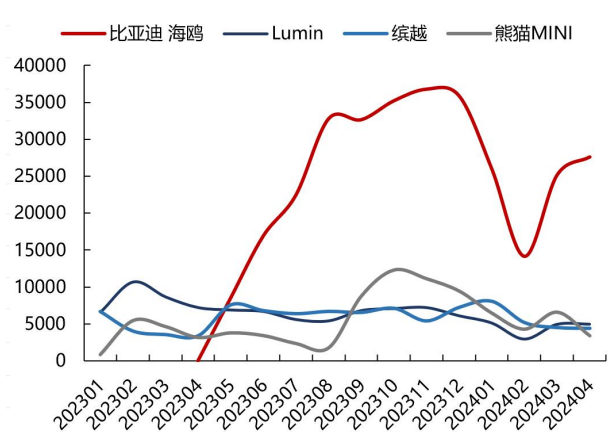
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图51: 比亚迪 5-10 万价格核心车型贡献拆分 (辆)



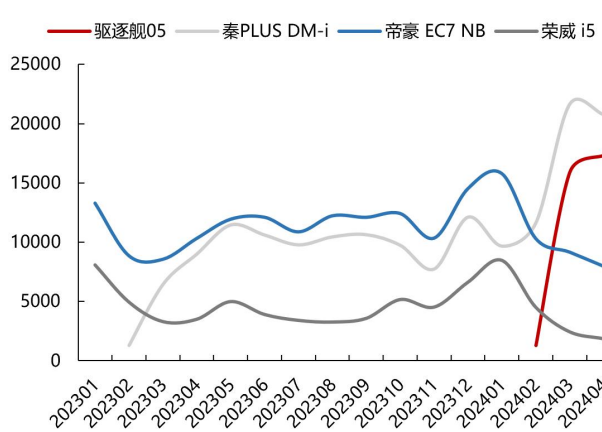
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图52: 比亚迪海鸥成为市场爆款 (辆)



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图53: 驱逐舰进入 5-10 万价格带 (辆)



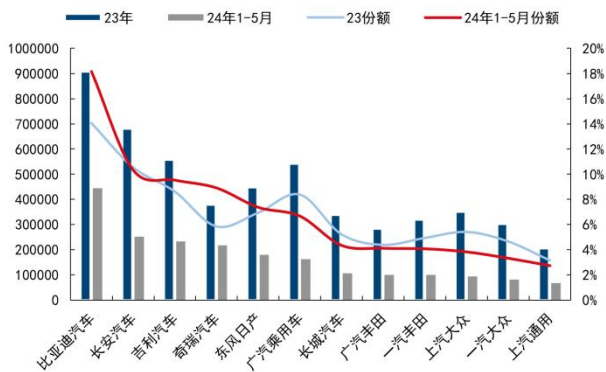
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

10-15 万价格带：产品矩阵全面，份额渐升（比亚迪份额 18%）

价格带概览：2023 年 10-15 万价格带上险销量约 644 万，新能源车渗透率约 26.2%（插混 6.3%+纯电 19.7%+增程 0.3%）；此区间格局较为分散，竞争激烈，主要系

此价格带车型较多所致，龙头车型市场份额占比较其他价格带低，CR3为11.6%，CR10为29.3%，合资品牌依旧占据较重地位。2023年比亚迪在此区间上险销量90.6万辆，市占率14.1%，2024年1-5月综合来看比亚迪此价格端份额提升至18.2%。

图54: 10-15万价格带品牌格局（辆）



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图55: 2023年10-15万价格带车型销量排序（辆）

	类型	具体车型	2023年上险销量	份额
1	自主	比亚迪 海豚	286653	4.4%
2	日系合资	轩逸 经典版	233556	3.6%
3	欧系合资	朗逸	229846	3.6%
4	自主	长安 CS75 PLUS	187728	2.9%
5	自主	元 PLUS	171590	2.7%
6	自主	秦PLUS DM-i	167434	2.6%
7	自主	埃安 Y Plus	164668	2.5%
8	日系合资	锋兰达	152404	2.4%
9	自主	哈弗H6	151765	2.3%
10	自主	埃安 S	151170	2.3%
11	欧系合资	宝来	149260	2.3%
12	日系合资	思域	144435	2.2%
13	自主	捷途	136694	2.1%
14	日系合资	轩逸	128888	2.0%
15	自主	长安 UNI-V	121035	1.9%
CR3			750055	11.6%
CR10			1896814	29.3%

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

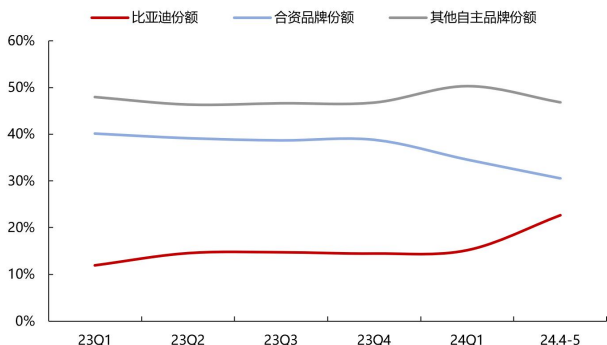
表14: 10-15万价格带 SUV 与轿车格局拆分（2024年1-5月累计上险数据口径，单位：辆）

SUV	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量	轿车	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量		
1	比亚迪	中系	宋 Pro DM-i	插电式混合	90779	1	东风日产	日系	轩逸 经典版	汽油	88446		
2	比亚迪	中系	元 PLUS	纯电动	85931	2	上汽大众	欧系	朗逸	汽油	68519		
3	长安	中系	长安 CS75 PLUS	汽油	62719	3	比亚迪	中系	秦 PLUS EV	纯电动	63492		
4	广汽丰田	日系	锋兰达	汽油	53739	4	比亚迪	中系	比亚迪 海豚	纯电动	58977		
5	比亚迪	中系	宋 PLUS DM-i	插电式混合	49852	5	吉利	中系	星瑞	汽油	57653		
6	长城	中系	哈弗 H6	汽油	49159	6	奇瑞	中系	艾瑞泽 8	汽油	46001		
7	东风日产	日系	逍客	汽油	42617	7	广汽乘用车	中系	埃安 S	纯电动	42887		
8	吉利	中系	博越 L	汽油	40819	8	东风日产	日系	轩逸	汽油	42790		
9	一汽丰田	日系	卡罗拉 锐放	汽油	40007	9	比亚迪	中系	秦 PLUS DM-i	插电式混合	42759		
10	奇瑞	中系	捷途 X70 Pro	汽油	28683	10	一汽大众	欧系	宝来	汽油	42471		
合计					占比	1241538	合计					占比	1165404
CR5					27.6%	343020	CR5					28.9%	337087
CR10					43.8%	544305	CR10					47.5%	553995

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

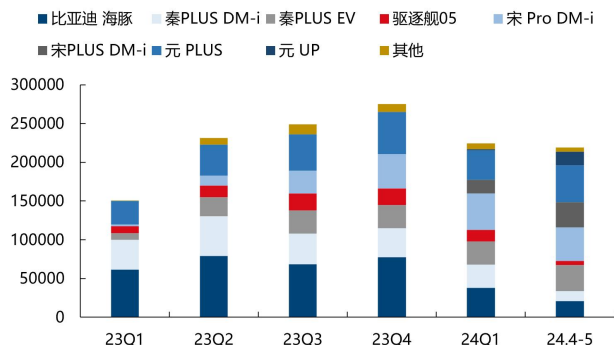
比亚迪此价位段产品全面，份额持续提升。2023年10-15万价格带比亚迪的核心车型为海豚（上险28.7万）、秦Plus(Dmi版上险16.7万，EV版上险9.3万）、元Plus（上险17.2万）、驱逐舰05（上险6.7万）、宋Pro(Dmi版上险8.9万），此价格带用户往往也对价格较为敏感，随着比亚迪荣耀版车型以及DM5加持下的海豹06和秦L的上市，有望持续侵蚀轩逸（经典版销量23.4万辆）、朗逸（销量23万辆）等合资产品的份额。从季度数据来看，比亚迪在10-15万上险销量区间份额逐步提升，一方面原有车型如海豚、元Plus、秦plus降价带来竞争力的提升，另外宋Plus DMi 荣耀版售价12.98万起，降低2万元，持续完善此价位段产品矩阵，另外3月元UP上市，也贡献一定增量（此价位段4、5月累计上险1.7万辆）。

图56: 10-15 万价位竞争市占率变化



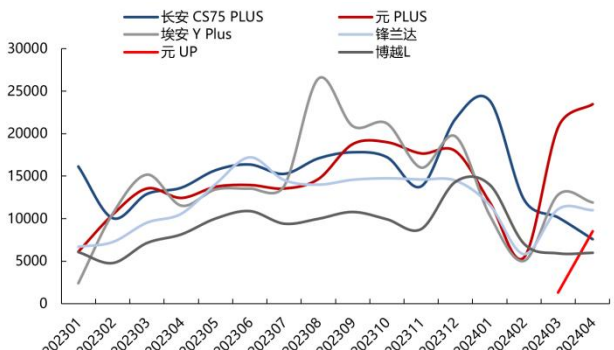
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图57: 比亚迪 10-15 万价格核心车型贡献拆分 (辆)



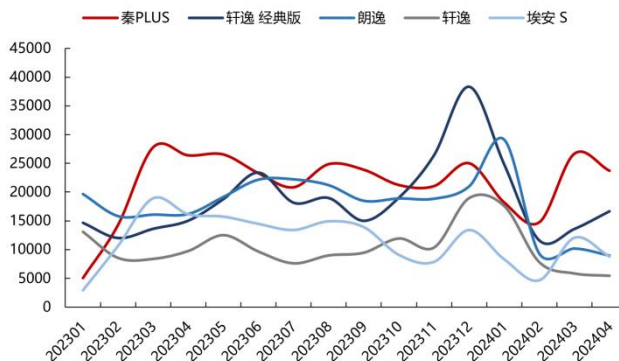
资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图58: 元 Plus 与元 UP 在 10-15 万价格带上险情况 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图59: 比亚迪秦 PLUS 在 10-15 万价格带上险情况 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

15-20 万: 比亚迪占据龙头, 份额持续修复 (比亚迪份额 14%)

价格带概览: 2023 年 15-20 万价格带上险销量约 393 万, 新能源车渗透率约 39.4% (插混 15.1%+纯电 20.8%+增程 3.4%); 此区间格局 CR3 为 17.0%, CR10 为 34.7%。2023 年比亚迪在此区间上险销量 70.6 万辆, 市占率 18.0%, 2024 年 1-5 月综合来看比亚迪此价格端份额为 14.2%(其中 4、5 月份额为 15.7%)。

图60: 15-20 万价格带品牌格局 (辆)

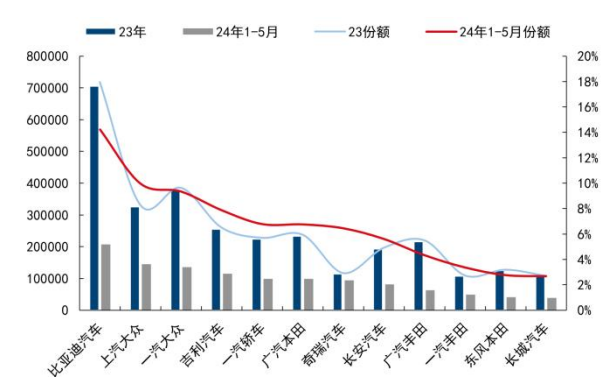


图61: 2023 年 15-20 万价格带车型销量排序 (辆)

排名	类型	具体车型	2023 年上险销量	份额
1	欧系合资	速腾	272133	6.9%
2	自主	宋PLUS DM-i	262642	6.6%
3	自主	星越L	138489	3.5%
4	日系合资	凯美瑞	119254	3.0%
5	自主	元 PLUS	111302	2.8%
6	自主	宋 Pro DM-i	99243	2.5%
7	欧系合资	凌渡L	94858	2.4%
8	欧系合资	途岳	94119	2.4%
9	自主	红旗H5	92707	2.3%
10	日系合资	皓影	88094	2.2%
11	日系合资	Altima	84788	2.1%
12	自主	秦 EV	76687	1.9%
13	欧系合资	ID.3	75548	1.9%
14	日系合资	雅阁	72982	1.8%
15	自主	红旗HS5	70283	1.8%
CR3			673264	17.0%
CR10			1372841	34.7%

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

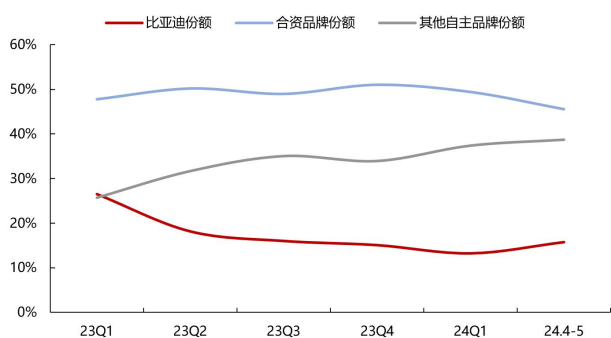
表15: 15-20 万价格带 SUV 与轿车格局拆分 (2024 年 1-5 月累计上险数据口径, 单位: 辆)

SUV	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量	轿车	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量		
1	吉利	中系	星越 L	汽油	56931	1	一汽大众	欧系	速腾	汽油	87472		
2	比亚迪	中系	宋 PLUS DM-i	插电式混合	48867	2	一汽轿车	中系	红旗 H5	汽油	48701		
3	比亚迪	中系	宋 Plus EV	纯电动	36697	3	广汽本田	日系	雅阁	汽油	37269		
4	上汽大众	欧系	途岳	汽油	36656	4	东风日产	日系	Altima	汽油	30754		
5	广汽本田	日系	皓影	汽油	36387	5	上汽大众	欧系	ID. 3	纯电动	30546		
6	奇瑞汽车	中系	捷途旅行者	汽油	34060	6	上汽大众	欧系	长安 CS35	汽油	29045		
7	长安	中系	深蓝 S7	增程+纯电	27708	7	长安福特	美系	蒙迪欧	汽油	21340		
8	一汽轿车	中系	红旗 HS5	汽油	25393	8	比亚迪汽车	中系	汉 DM-i	插电式混合	20379		
9	广汽丰田	日系	威兰达	汽油	24924	9	上汽通用	美系	君威	汽油	20170		
10	一汽大众	欧系	探歌	汽油	23302	10	比亚迪	中系	海豹 DM-i	插电式混合	19790		
合计					占比	784823	合计					占比	645352
CR5					27. 5%	215538	CR5					36. 4%	234742
CR10					44. 7%	350925	CR10					53. 5%	345466

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

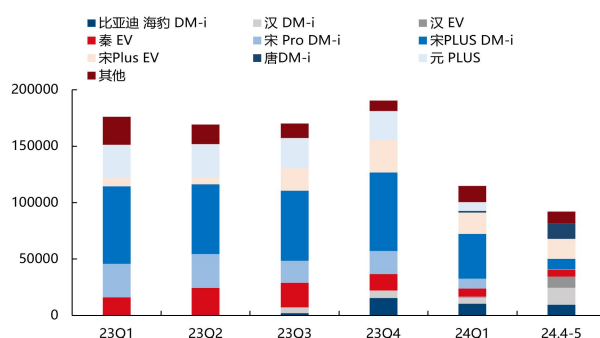
短期份额略有下滑，新车型上量有望拉动份额提升。15-20 万价格带从上险结构来看，2023 年比亚迪核心车型为宋 Plus DM-i（上险 26.3 万）、元 Plus（上险 11.1 万）、宋 Pro Dm-i（上险 9.9 万）、秦 EV（上险 7.7 万）。15-20 万价格带从比亚迪上险销量份额来看，2023 年呈现下滑趋势，主要系 1) 该价格带优质新能源车型供给较多，竞争较激烈；2) 本价格带受冠军版车型下沉影响，整体车型供给种类减少（如宋 Pro、秦 Plus 等）。2024 年随荣耀版车型发布，比亚迪在 15-20 万价格带增强了如海豹 DM-i、宋 Plus EV、唐 DM-i、汉 EV、汉 DM-i 等车型供给，随着 Q1 的调整，在 24 年 4-5 月整体份额已实现修复提升(15.7%，24Q1 为 13.2%)。后续叠加 DM5 新车的落地，比亚迪在 15-20 万价格区间份额有望持续增长。

图62: 15-20 万价位竞争市占率变化



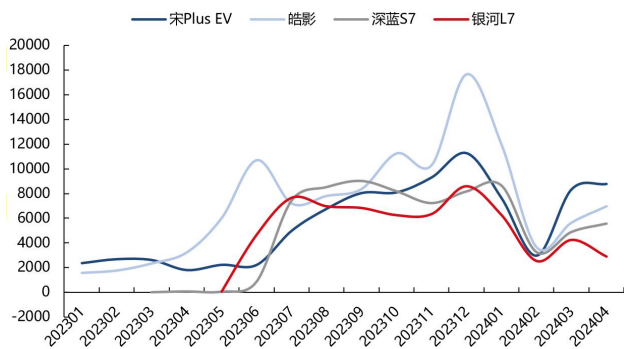
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图63: 比亚迪 15-20 万价格核心车型贡献拆分 (辆)



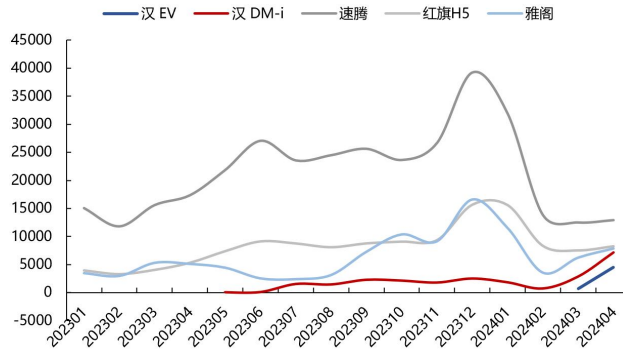
资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图64: 宋 PLUS EV 在 15-20 万价格带上险情况 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图65: 汉在 15-20 万价格带上险情况 (辆)

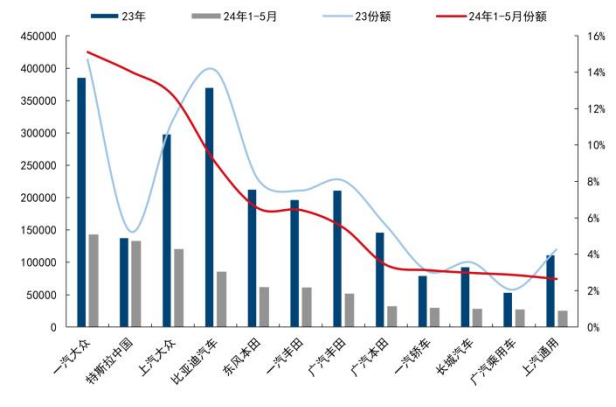


资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

20-25 万: 静待新品持续推出提升竞争力 (比亚迪份额 9%)

价格带概览: 20-25 万价格带上险销量约 263 万, 新能源占比约 33.1% (增程 1.6%+插混 11.8%+纯电 19.7%)。20-25 万价格是合资品牌的核心优势市场, 2023 年此价位段前 6 名热销车型均为合资 (或外资) 主导, 一汽大众、上汽大众、特斯拉、比亚迪为本价位区间的优势玩家。本价格带 CR3 为 18.0%, CR10 为 45.7%。2023 年比亚迪在此区间上险销量 90.6 万辆, 市占率 14.1%, 2024 年 1-5 月综合来看比亚迪此价格带份额为 9.0%。

图66: 20-25 万价格带品牌格局 (辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

图67: 2023 年 20-25 万价格带车型销量排序 (辆)

排名	类型	具体车型	2023年上险销量	份额
1	欧系合资	帕萨特	163829	6.2%
2	欧系合资	迈腾	158428	6.0%
3	日系合资	本田CR-V	152133	5.8%
4	美系	Model 3	138257	5.3%
5	欧系合资	探岳	118655	4.5%
6	欧系合资	途观L	114350	4.3%
7	自主	唐DM-i	101387	3.9%
8	自主	汉 DM-i	88706	3.4%
9	日系合资	荣放	88549	3.4%
10	日系合资	凯美瑞	76614	2.9%
11	自主	坦克300	73580	2.8%
12	自主	汉 EV	71782	2.7%
13	日系合资	雅阁	69224	2.6%
14	日系合资	威兰达	68223	2.6%
15	日系合资	亚洲龙	50170	1.9%
16	自主	护卫舰07	39381	1.5%
CR3			474390	18.0%
CR10			1200908	45.7%

资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

表16: 20-25 万价格带 SUV 与轿车格局拆分 (1-5 月累计上险数据口径, 单位辆)

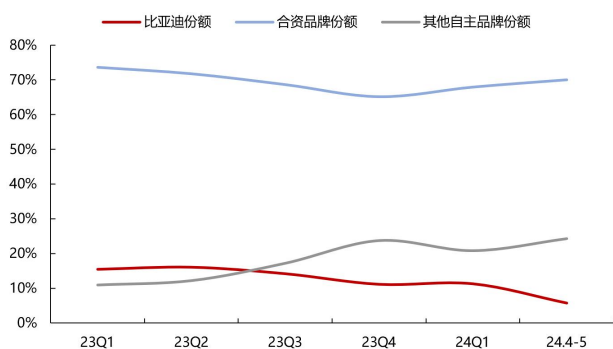
SUV	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量	轿车	主机厂	车系	车型	燃油类型	上险销量
1	特斯拉	美系	Model Y	纯电动	86687	1	上汽大众	欧系	帕萨特	汽油	68652
2	一汽大众	欧系	探岳	汽油	50949	2	一汽大众	欧系	迈腾	汽油	55347
3	上汽大众	欧系	途观 L	汽油	47430	3	特斯拉中国	美系	Model 3	纯电动	46527
4	东风本田	日系	CR-V	汽油	46379	4	比亚迪	中系	汉 EV	纯电动	19216
5	一汽丰田	日系	荣放	汽油	34275	5	广汽丰田	日系	雅阁	汽油	17325
6	比亚迪	中系	唐 DM-i	插电式混合	25242	6	比亚迪	中系	汉 DM-i	插电式混合	16639
7	长城汽车	中系	坦克 300	汽油	24914	7	一汽轿车	中系	红旗 E-QM5	纯电动	15682
8	吉利汽车	中系	领克 08 EM-P	插电式混合	22851	8	一汽丰田	日系	亚洲龙	汽油	12423
9	广汽丰田	日系	威兰达	汽油	19349	9	广汽丰田	日系	凯美瑞	汽油	12043
10	赛力斯汽车	中系	问界 M7	增程式混合	17655	10	一汽大众	欧系	奥迪 A3 Sportback	汽油	11840

11	比亚迪	中系	宋 L EV	纯电动	11838	11	广汽丰田	日系	凯美瑞 双擎	非插电式混合	9440
	合计			占比	543964		合计			占比	371546
	CR5			48.8%	265720		CR5			55.7%	207067
	CR10			69.1%	375731		CR10			74.2%	275694

资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

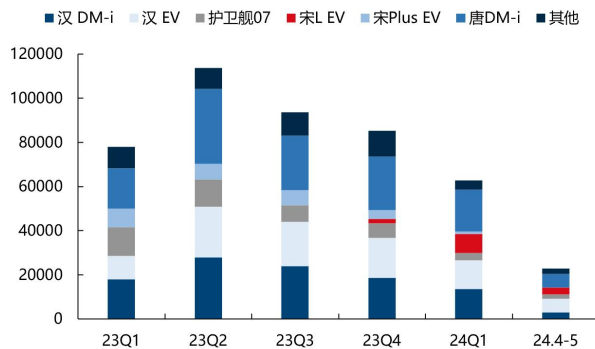
短期份额略有下滑，新车型上量有望拉动份额提升。20-25 万价格带从上险结构来看，2023 年比亚迪核心车型为唐 DM-i（上险 10.1 万）、护卫舰 07（上险 3.9 万）、汉 Dm-i（上险 8.9 万）、汉 EV（上险 7.2 万）。20-25 万价格带从比亚迪上险销量份额来看，2023 年呈现下滑趋势，主要系 1）荣耀版降价影响部分唐、汉车型价位区间下沉；2）本价格区间竞争激烈，是新势力、合资、外资的必争之地，本区间有较多热门车型如 Model 3、坦克 300、帕萨特等。随着后续公司新品的持续发布，叠加 DM5 技术的搭载，有望提升本区间比亚迪竞争力。

图 68: 20-25 万价位竞争市占率变化



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

图 69: 比亚迪 20-25 万价格核心车型贡献拆分 (辆)



资料来源：交强险，国信证券经济研究所整理

利（高端化）：品牌向上突破，车型矩阵成长




核心观点：2023 年 25 万以上价格带上险销量约 486 万辆，占比 23.2%，30 万以上价格带上险销量约 345 万辆，占比 16.5%，且高端市场盈利性也一般高于低价格带车型，高端市场不容忽视。比亚迪 2023 年三大高端品牌销量 13.6 万辆（上险 11.9 万），整体份额不足 4%。比亚迪高端化采用多品牌战略，命名**腾势、方程豹、仰望**，与比亚迪（王朝海洋）维持相对独立，多维度提升高端品牌的车型矩阵：1）腾势定位豪华新能源汽车，覆盖价位 25-60 万区间，车型主要包括腾势 D9、N7 等；2）方程豹定位新能源个性化品牌，产品覆盖具有强悍越野能力的硬派 SUV 及跑车等多品类的专业级新能源车型，定位更极致、独特、自由的新物种产品。3）仰望品牌主打的是百万级别高端市场。2023 年以来，腾势 D9、腾势 N7、方程豹 5、仰望 U8 等陆续上市，30 万元以上价格带产品空缺迅速补足。后续腾势（Z9GT、新款 SUV）、仰望、方程豹（3 和 8）均有新品推出，预计后续公司高端化产品矩阵将持续完善，带来整体高端化产品销量中枢的提升。

高端化系车型成长必由之路，车型蕴含丰厚利润回报

高端品牌和车型往往蕴含更为丰厚的利润。根据大众集团的盈利拆分，第一类是走量的品牌群，包括大众、斯柯达、西雅特等，2023 年该品牌群的营业利润率为 5.3%；第二类是豪华品牌群包括奥迪、兰博基尼、宾利、杜卡迪，该品牌群营业利润率为 9.0%；第三类运动豪华品牌，即保时捷营业利润率为 18.6%，从单车营业利润的角度，也发现越豪华的品牌，盈利也越充足，保时捷等运动豪华品牌的

单车营业利润为走量品牌的十倍以上，因此对于主机厂而言，保障规模的前提之下，品牌的高端化是提升整体利润的有效策略。

表17: 大众集团不同品牌群盈利拆分

大众集团	走量品牌群	豪华品牌群	运动豪华品牌群（保时捷）
品牌集合			
销量（万辆）	482.6	128.2	33.4
同比变化	19%	20%	6%
收入（亿欧元）	1377.7	689.7	373.5
同比变化	21%	12%	8%
营业利润率（%）	5.3	9.0	18.6
同比变化	1.7	(3.3)	0.0
营业利润（万欧元）	72.7	62.8	69.4
单车营业利润（万欧元）	0.15	0.49	2.08
同比变化	0.05	-0.22	0.03

资料来源：公司公告，公司官网，汽车之家，国信证券经济研究所整理

品牌上浮与下沉战术为两种主流的车型策略，丰田、吉利、比亚迪为品牌上浮战略，特斯拉、蔚来等为品牌下沉战术。

- 品牌上浮：**即先在低端市场站稳脚跟，积累资本和技术后逐步向高端市场渗透。如丰田创立于1933年，彼时通用和福特已是全球汽车巨头，丰田从模仿知名车型、生产高性价比车型起步，积累生产技术和经验，到1983年才在董事会讨论后进军高端市场，豪华品牌雷克萨斯应运而生。国内的自主品牌如吉利、奇瑞、比亚迪等也是如此，从低端车型起步，逐步向高端市场迈进。品牌上浮战略成长路径清晰，技术积累扎实，盈利能力可靠，有助于车企尽可能地规避品牌发展壮大过程中的投资风险，保持进可攻、退可守的战略姿态。但该战略同样存在短板，即长期沉溺于低端市场会固化品牌形象，在消费者认知中产生刻板印象，给品牌形象的后续上浮带来长久且深远的阻力。
- 品牌下沉：**即在创立之初高举高打，坚持高昂的资本投入，持续推出顶尖车型从而塑造高端品牌形象，然后发布平价车型进行品牌下探，打开销量并实现盈利。此模式具有较大商业潜力，可帮助车企同时在高端市场和中端市场获得充足影响力，解决高端产品难以走量、低端产品损害品牌形象的矛盾。此战略的短板在于风险较高，后发品牌想要在早期持续推出高端车型，将极大地依赖企业的融资能力。特斯拉早期发布Roadster、Model S、Model X售价高而较小众，长期坚持高昂的研发投入导致资金链极为紧张，一度濒临破产，直到平价车Model 3发布真正打开销量，提升了品牌的活力和影响力，并成为主流汽车市场中最年轻的豪华品牌。

图70: 吉利汽车的品牌上浮之路

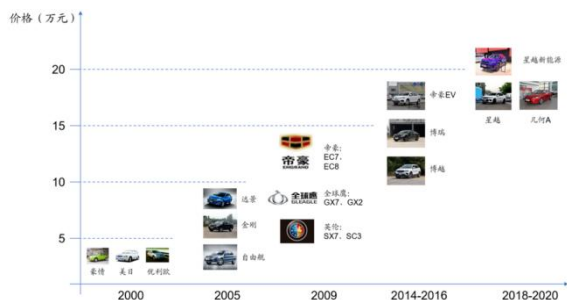
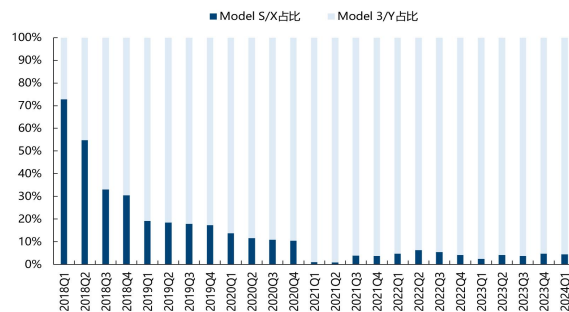


图71: 特斯拉采用品牌下沉战略



资料来源：吉利汽车官网，汽车之家，国信证券经济研究所整理

资料来源：特斯拉公告，国信证券经济研究所整理

战术：品牌上浮、多品牌战略推进高端化

整体来看，比亚迪 1) 坚持品牌上浮：从性价比车型入手，积累资本和技术后逐步向高端市场渗透，推出中高端产品汉唐，并通过技术与性能集大成者仰望的营销和上量实现品牌形象的拔高，避免之前中低端品牌形象的固化。进而围绕中间价格区间进行高端产品布局。同时 2) 采用多品牌战略，命名腾势、方程豹、仰望，与比亚迪（王朝海洋）维持相对独立。2023 年以来，比亚迪腾势 D9、腾势 N7/N8、方程豹 5、仰望 U8 等陆续上市，30 万元以上价格带迅速补足。1) 腾势定位豪华新能源汽车，覆盖价位在 25-60 万区间，车型主要包括腾势 D9、N7 等；2) 方程豹定位新能源个性化品牌，产品将覆盖具备强悍越野能力的硬派 SUV 以及跑车等多品类的专业级新能源车型，定位更极致、独特、自由的新物种产品。3) 仰望品牌主打的是百万级别高端市场。

图72：比亚迪三大高端产品及相关定位



资料来源：比亚迪汽车公众号，汽车之家，公司官网，国信证券经济研究所整理

腾势：D9 稳定，Z9GT 蓄势待发

腾势成立于 2010 年，由比亚迪和梅赛德斯-奔驰携手打造，专注于新能源豪华汽车市场的品牌，2022 年推出 D9、N7、N8 等车型。腾势 D9 定位对标别克 GL8 等车型的豪华中大型 MPV，配备腾势 Link、云辇智能车身控制系统，2023 年销量近 12 万辆，是全品类 MPV 年度销量冠军，并在 2024Q1 荣登中国汽车质量新能源 MPV 质量排行第一。2023 年 7 月腾势进一步推出豪华猎跑 SUV 腾势 N7，搭载“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统和云辇-A 智能空气车身控制系统，实现整车智电融合。从销量来看，目前腾势 D9 月销稳定在 1 万台左右，其他车型如腾势新版 N7 也在 24 年 4 月改款后逐步起量，24 年 5 月销量 2031 台，环比接近翻倍。

图73：比亚迪腾势销量（万辆）

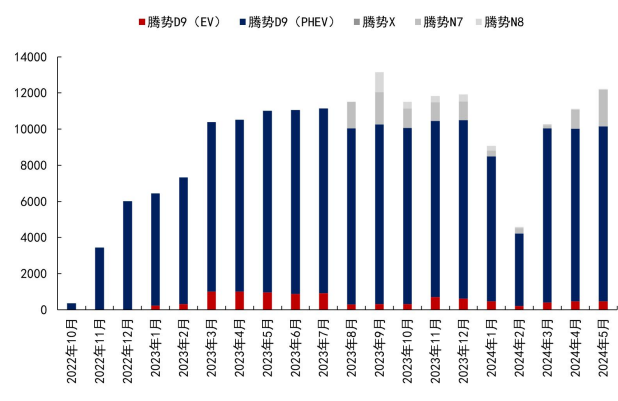


图74：比亚迪腾势 D9



资料来源: Marklines, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

图75: 24Q1 新能源中型及中大型 MPV 质量排行榜

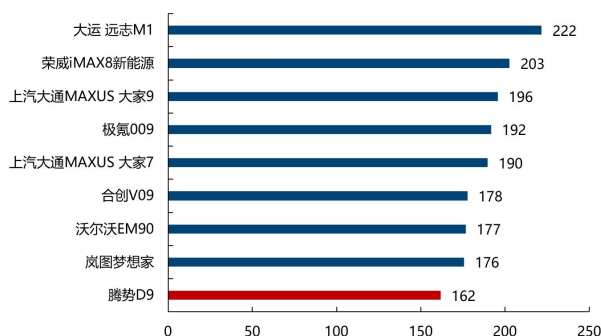
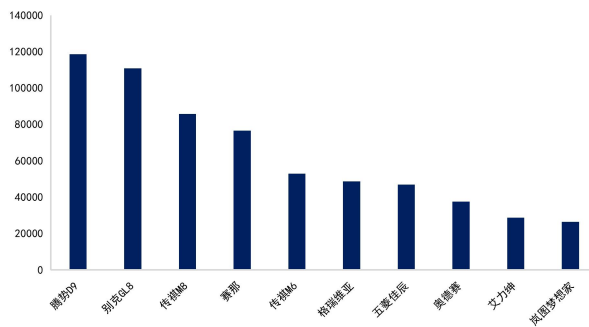


图76: 2023 年 MPV 销量排行榜 (万辆)



资料来源: 中国汽车质量网, 国信证券经济研究所整理

资料来源: 汽车之家, 国信证券经济研究所整理

表18: 腾势 D9 竞品分析

车型	小鹏 X9 2024 款 长续航 pro	610 腾势 D9 2024 款 1050 尊享型	Dm-i 岚图梦想家 2024 款 PHEV 超长续航卓越版	极氪 009 2022 款 WE 版	改款别克 GL8 新能源 2024 款 陆尊智享版 7 座
图示					
参考价	35.98 万	35.98 万	30.99 万	50.00 万	35.99 万
厂商	小鹏汽车	腾势汽车	岚图汽车	极氪	上汽通用别克
能源类型	纯电动	插电式混合动力	插电式混合动力	纯电动	插电式混合动力
级别	中大型 MPV	中大型 MPV	中大型 MPV	中大型 MPV	中大型 MPV
CLTC 纯电续航里程 (km)	610	200	236	702	138
最低荷电状态油耗 (L/100km)		6.2	5.36		
整备质量 (kg)	2560	2565	2590	2830	2345
最大功率 (kW)	235	254	420	400	292
最大扭矩 (Nm)	450	571	840	686	580
变速箱		E-CVT 无级变速	电动车单速变速箱		2 档 DHT
发动机		1.5T 139 马力 L4	1.5T 150 马力 L4		1.5T 180 马力 L4
长度 (mm)	5293	5250	5315	5209	5219
宽度 (mm)	1988	1960	1985	2024	1878
高度 (mm)	1785	1920	1820	1848	1807
轴距 (mm)	3160	3110	3200	3205	3088
0-100km/h 加速 (s)	7.7	9.5	5.9	4.5	7.8
超声波雷达 (个)	12	8	8	12	8
毫米波雷达 (个)	3	3		1	
摄像头 (个)	11	5	5	12	5
电动机总功率 (kW)	235	170	310	400	160
电动机总扭矩 (Nm)	450	340	620	686	330
电池能量 (kWh)	84.5	40	43	116	24.4
巡航系统	全速自适应巡航	全速自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航	全速自适应巡航
扬声器品牌		Dynaudio 丹拿		YAMAHA 雅马哈	
扬声器数量	23 喇叭	14 喇叭	8 喇叭	20 喇叭	8 喇叭
触摸式阅读灯		有	有	有	
副座椅调节方式	前后调节 靠背调节	前后调节 靠背调节 高低调节 (4 向) 腰部支撑 (4 向)	前后调节 靠背调节 高低调节 (4 向)	前后调节 靠背调节 高低调节 (4 向) 腰部支撑 (4 向)	前后调节 靠背调节 高低调节 (4 向)

智能化配置	手机 APP 远程功能	车门控制 车辆启动 充电管理 空调控制 车况查询/诊断 车辆定位/寻车	车门控制 车辆启动 充电管理 空调控制 车况查询/诊断 车辆定位/寻车 车主服务 (寻找充电桩、加油站、停车场等) 预约保养/维修	车门控制 车辆启动 充电管理 空调控制 车况查询/诊断 车辆定位/寻车 车主服务 (寻找充电桩、加油站、停车场等) 预约保养/维修	车门控制 车窗控制 车辆启动 充电管理 空调控制 车况查询/诊断 车辆定位/寻车 车主服务 (寻找充电桩、加油站、停车场等) 预约保养/维修	车门控制 车辆启动 空调控制 车况查询/诊断 车辆定位/寻车 预约保养/维修
	其他	中控屏幕尺寸 中控屏幕分辨率 多层隔音玻璃	17.3 英寸 1920x1080 前排/后排	15.6 英寸 1920x1080 全车	12.3 英寸 1920x720 前排	15.4 英寸 1920x1200 全车

资料来源：汽车之家，各公司官网，国信证券经济研究所整理

腾势新品 D 级轿车与中大型 SUV 上市，逐步补全腾势产品矩阵，有望提升品牌销量中枢。同时渠道层面，目前腾势品牌全国直营店突破 370+家，覆盖超 135+城，新品也有望借助于现有的完整的渠道服务体系提升市场竞争力：

- ◆ **腾势 Z9GT：**腾势 Z9GT 定位智能豪华旗舰 D 级轿车，由比亚迪设计总监沃尔夫冈·艾格领衔设计。①动力方面：将首搭技术平台易三方（全球首个可同时实现三电机独立驱动和独创后轮转向技术平台。腾势 Z9GT 麋鹿测试成绩超 85km/h 创造新纪录，同时最大功率近 1000 匹马力，百公里加速达 2 秒级；②尺寸层面：车身尺寸为 5180mm/1990mm/1500/1480mm，轴距 3125mm，将搭载 CTB 电池车身一体化技术；③智驾层面：腾势 Z9GT 提供多激光雷达选装方案，搭载“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统。
- ◆ **腾势新款旗舰 SUV：**后续腾势预计发布一款旗舰型 SUV，结合腾势汽车销售事业部总经理赵长江公开场合发言，新款旗舰 SUV 预计定位一台大尺寸旗舰 SUV，于今年第 4 季度正式亮相。

图 77：腾势 Z9 和法拉利并排



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图 78：腾势 Z9



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

方程豹：产品矩阵有望逐步补齐

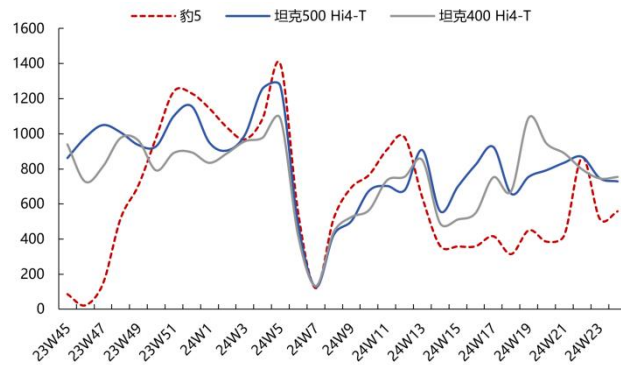
方程豹定位新能源个性化品牌，产品将覆盖具备强悍越野能力的硬派 SUV 以及跑车等多品类的专业级新能源车型，定位更极致、独特、自由的新物种产品。2023 年 8 月比亚迪举办方程豹品牌暨技术发布会，正式发布新能源专业个性化品牌方程豹及专属核心技术 DMO 超级混动越野平台，方程豹汽车产品矩阵将覆盖 SUV、跑车、轿车等不同车型。品牌系列首款车型中大型 SUV 方程豹豹 5 基于 DMO 超级混动越野平台打造，零百加速 4.8 秒，综合续航里程 1200 公里，搭载新能源专属云辇智能车身控制系统，采用全新混动非承载式架构。方程豹豹 5 分为云辇版和标准版，满足户外越野与城市出行双重场景需求，新车定位为硬派新能源越野车，在拥有越野硬核技术的同时价格贴近大众市场。

图79: 方程豹产品矩阵规划



资料来源: 比亚迪官网, 国信证券经济研究所整理

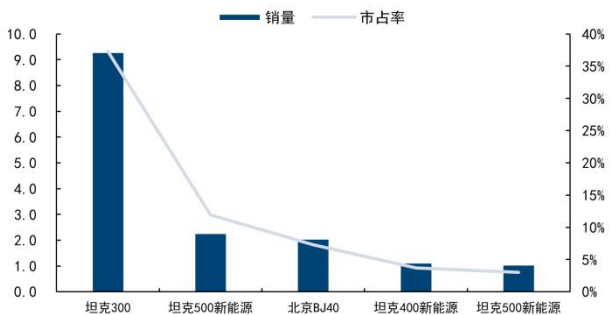
图80: 方程豹豹5与竞品上险销量变化



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

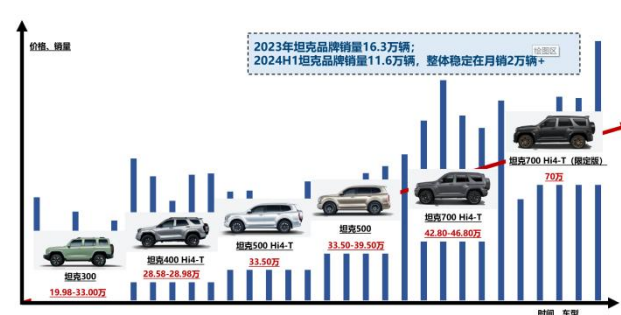
新品上市有望补全比亚迪越野产品矩阵。越野 SUV 是路况适应能力强, 个性化程度高, 行业规模持续提升, 23 年国内越野 SUV 销量为 25.5 万辆, 同比+22.0%, 此细分领域龙头为长城汽车的坦克品牌, 2023 年销量为 16.3 万辆。复盘长城越野 SUV 的成长之路, 我们认为其成功一方面在于其利用先发优势, 打造爆款产品, 挖掘、抢占了越野 SUV 细分市场, 另外在此细分领域充分布局, 利用完善的产品矩阵辐射市场, 形成品牌影响力; 2024 年 4 月比亚迪发布方程豹豹 8、豹 3 及概念车 SUPER 9, 与豹 5 共同组成方程豹 583 硬派家族, 逐步完善产品矩阵, 以更宽的价格带覆盖更广泛的越野用户群体。叠加后续比亚迪在渠道的持续发力, 以及技术端的积累, 方程豹有望在越野 SUV 领域占据一定市场份额。

图81: 2023 年越野 SUV 销量前五车型 (万台)



资料来源: 易车, Marklines, 国信证券经济研究所整理

图82: 长城汽车坦克矩阵及销量 (辆)



资料来源: 长城汽车官网, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

仰望: 抬升整体品牌力

仰望品牌主打的是百万级别高端市场。23 年 9 月, 比亚迪全新高端品牌仰望正式发布, 以其颠覆性的技术和产品开拓百万级新能源市场, 并重塑新能源时代高端品牌价值观。仰望 U8 豪华版于 23 年 9 月上市, 价格为 109.8 万元, 并在年底首个完整交付月, 成为百万级新能源 SUV 月度销量第一。2023 年 4 月上海车展, 比亚迪旗下的仰望 U8 开启预售, 推出两大版本, 豪华版和越野玩家版, 预售, 定位高端新能源硬派越野车; 2024 年 2 月, 纯电性能超跑「仰望 U9」二月正式上市, 上市价格为 168 万元, 两者均搭载易四方技术和云辇-P 智能液压车身控制系统。比亚迪仰望 U8 具备原地掉头、水中行驶以及灵活驾驶等多种硬实力加持, 热度较高。比亚迪也通过技术与性能集大成者仰望的营销和上量实现品牌形象的拔高。

图83: 比亚迪仰望 U8



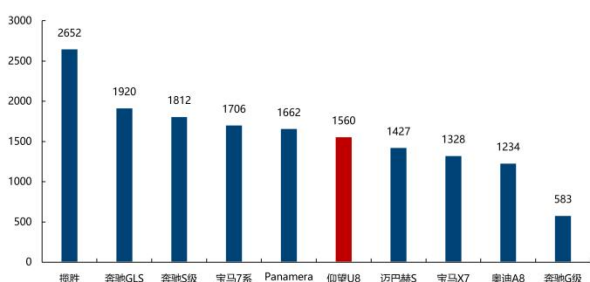
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图84: 比亚迪仰望 U9



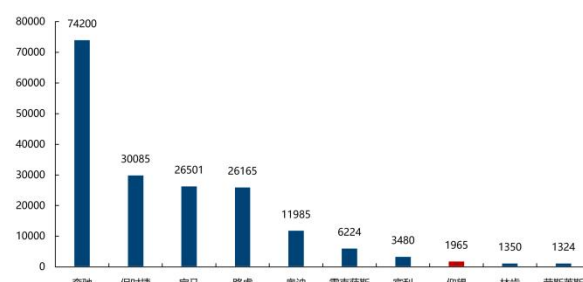
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图85: 12月百万豪车车型销量 Top10 (单位: 辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

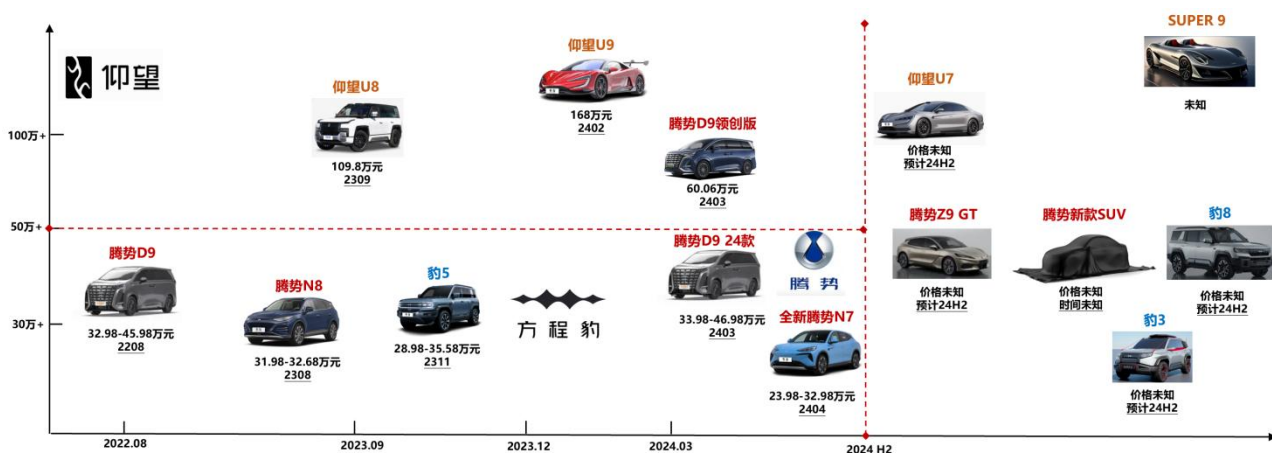
图86: 2023年百万豪车品牌销量 Top10 (单位: 辆)



资料来源: 交强险, 国信证券经济研究所整理

后续高端化产品蓄势待发。比亚迪高端化策略从性价比车型入手, 积累资本和技术后逐步向高端市场渗透, 推出中高端产品汉唐, 并通过技术与性能集大成者仰望的营销和上量实现品牌形象的拔高, 避免之前中低端品牌形象的固化。同时采用多品牌战略, 命名腾势、方程豹、仰望, 与比亚迪(王朝海洋)维持相对独立, 多维度提升高端品牌的车型矩阵。2023年腾势D9、N7、方程豹5、仰望U8等陆续上市, 30万元+价格带产品迅速补足。后续腾势、仰望、方程豹均有新品推出, 预计后续公司高端化产品矩阵将持续完善, 带来高端化业务量利双增。

图87: 比亚迪高端化产品规划



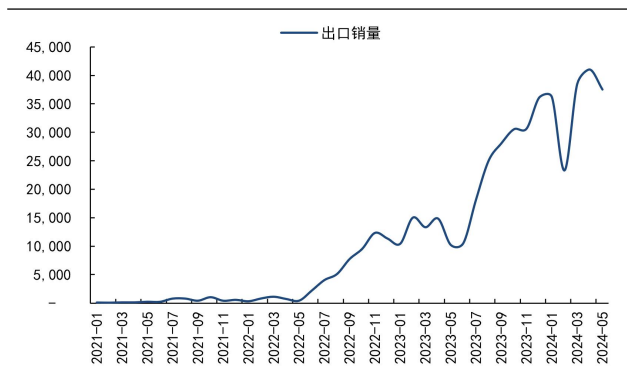
资料来源: 公司官网, 工信部, 国信证券经济研究所整理 注: 新车型节奏未知, 仅作参考, 具体以公司为准

利（出海）：渠道+产能+产品驱动，出海打开新空间

核心观点：2023 年国内汽车出口 491 万辆，超越日本成为第一大出口国，出海逐渐成为国内主机厂成长新路径。比亚迪 23 年乘用车出口 24.3 万辆，同比+334%，展望后续，1) 车型投放循序渐进：出口产品矩阵持续丰富，包括宋 Plus、海鸥、海豹、元 Plus、海豚，腾势 D9、驱逐舰 05、宋 Pro dm-i，及皮卡 SHARK 等；2) 渠道（市场）持续开拓：出口市场超 80 个国家及地区，在泰国、巴西、欧洲等多国和地区均表现优异；深度合作经销商广撒网式快速扩张渠道，合作质地好、规模大的经销伙伴；规划海运体系，夯实出海货运能力。3) 海外产能陆续落地：泰国、匈牙利、巴西、乌兹别克斯坦等地建设乘用车工厂，更有效地满足市场需求，更有利于合理规避关税，享受补贴，增强全球竞争力。

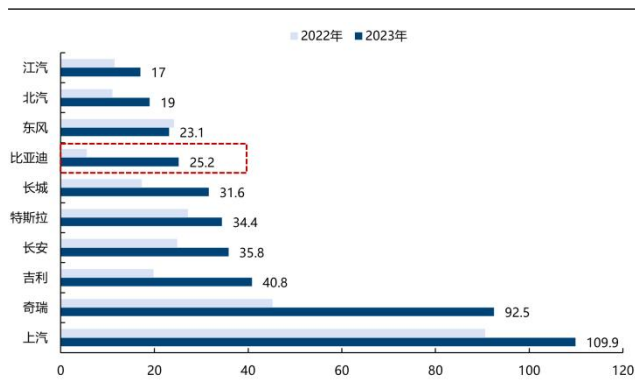
2023 年国内汽车出口 491 万辆，超越日本成为第一大出口国。近两年自主品牌逐步建立起竞争优势，出口呈加快增长趋势。2023 年我国汽车出口 491 万辆，同比+57.9%，超越日本成为全球第一大汽车出口国。分车型看，乘用车出口 414 万辆，同比+63.7%，商用车出口 77 万辆，同比+32.2%。其中新能源汽车出口 120.3 万辆，同比+77.6%。2023 年，整车出口前十企业中，从增速上来看，比亚迪出口 25.2 万辆，同比+3.3 倍，奇瑞出口 92.5 万辆，同比+1 倍；长城出口 31.6 万辆，同比+82.5%。比亚迪目前已经覆盖全球六大洲的 80 多个国家和地区，超 400 个城市，技术和车型也在国际上获得多项奖项，未来比亚迪还会有更多车型走向海外。

图88: 比亚迪月度出口销量（辆）



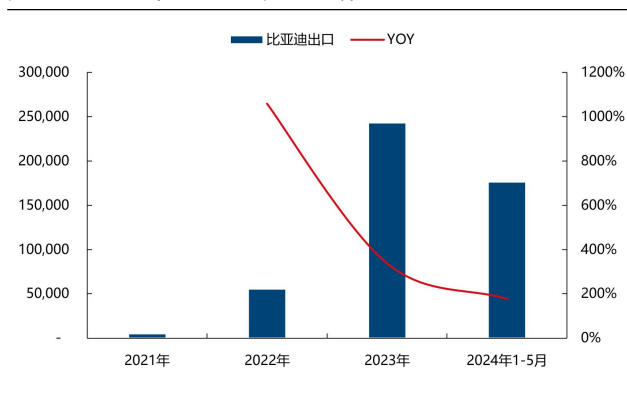
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图89: 2022-2023 年整车出口格局（万辆）



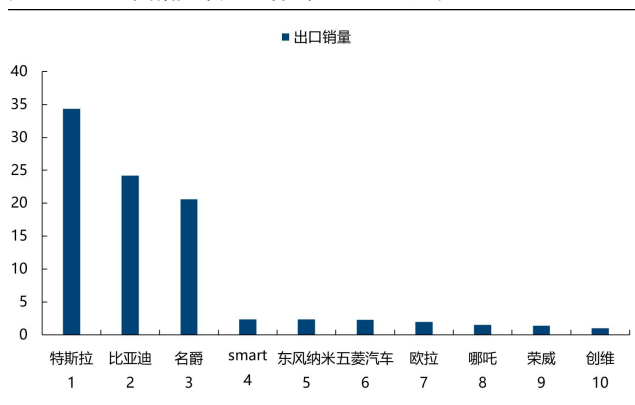
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图90: 比亚迪出口销量（辆）及增速



请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图91: 2023 年新能源分品牌出口销量（万辆）

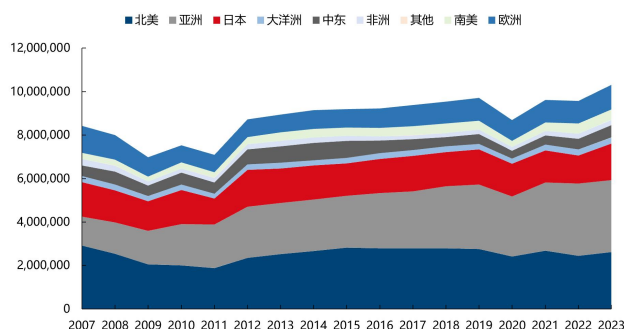


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

资料来源：易车，国信证券经济研究所整理

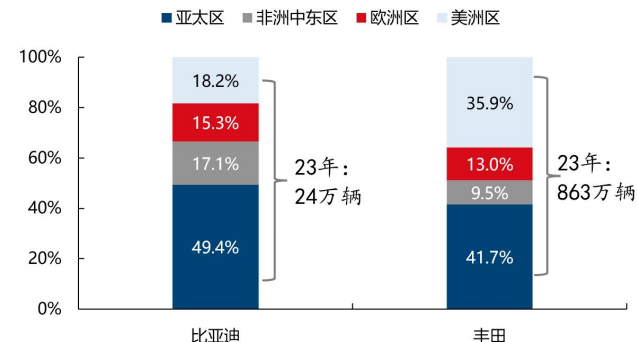
回顾丰田海外销售情况：丰田 2023 年销量 1030.7 万辆（剔除大发、日野等），同比+7.7%，2023 年丰田海外销售 863 万辆，同比+4.3%，海外销售结构：亚洲 38%+北美 30%+欧洲 13%+中东 7%+南美 6%+非洲 3%的结构，美国（225 万辆）和中国（191 万辆）是海外销售前二的国家。丰田的海外销售得益于 1）海外布局产能（包括合资等）以及 2）出口扩张所实现。

图92：丰田海外销售结构（辆）



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

图93：比亚迪与丰田海外销售对比

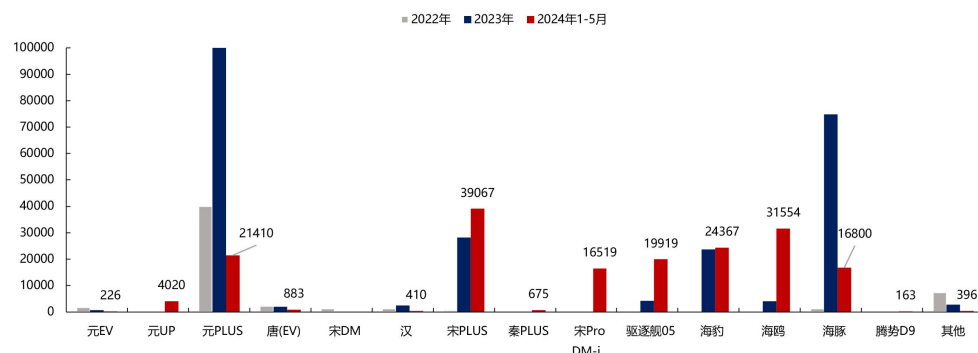


资料来源：公司公告，公司官网，Marklines，国信证券经济研究所整理 注：采用 marklines 数据，可能存在统计不完全，仅供参考，具体以公司为准。

1 车型维度：产品矩阵逐渐扩张

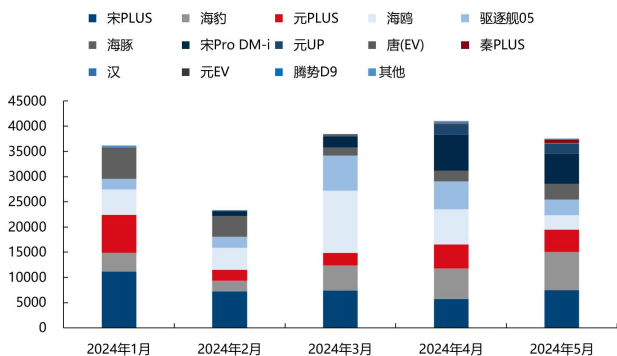
比亚迪海外车型矩阵逐渐丰富。从比亚迪出口车型的角度来看，2022 年比亚迪出口的核心车型为元 Plus（即 ATT03；4 万辆，占比 72%）、唐 EV（0.2 万辆，占比 4%），单一车型依赖程度高，且主打性价比，2023 年比亚迪出口主要依靠三款车型：元 Plus（10 万辆，占比 41%）、海豚（7.5 万辆，占比 31%）、宋 Plus（2.8 万辆，占比 12%），截至 2024 年 5 月，比亚迪出口产品矩阵进一步优化丰富，其中宋 Plus（3.9 万辆，占比 22%）、海鸥（3.2 万辆，占比 18%）、海豹（2.4 万辆，占比 14%）、元 Plus（2.1 万辆，占比 12%）、海豚（1.7 万辆，占比 10%）等，同时腾势 D9、驱逐舰 05、宋 Pro dm-i 也加入出口渠道，整体来看，比亚迪出口结构均衡度持续提升。

图94：比亚迪海外销售车型结构及销量（万辆）



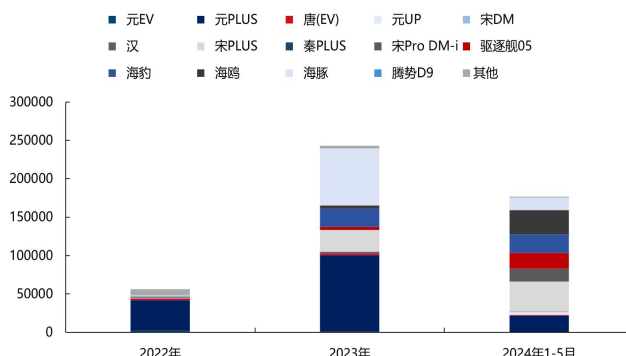
资料来源：中汽协，国信证券经济研究所整理

图95: 比亚迪 24 年 1-5 月出口结构 (辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

图96: 比亚迪累计出口结构(辆)



资料来源: 中汽协, 国信证券经济研究所整理

适配性定价策略, 整体看出口价格较大幅度领先国内。从比亚迪出口的核心车型的海内外价格对比来看, 得益于国内更为领先的三电系统及规模化带来的成本优势, 比亚迪车型整体在海外具有较大的价格调整空间和优势, 并针对性定价: 比亚迪出口价格一般高于国内价格, 欧洲等发达国家, 比亚迪同款车型售价一般是国内售价的接近 2 倍, 在泰国等发展中国家, 车型售价与国内有所收窄(约 20%-50% 左右), 更高的售价也有望带来更为丰厚的利润水平。

表19: 比亚迪车型海外销售价格与国内对比 (万元)

车型	国内价格	海外价格
宋 PLUS	13.98	比利时 42740 欧元 (约 33.7 万 RMB)、荷兰 42990 欧元 (约 33.9 万 RMB); 泰国 900000 泰铢 (约 17.9 万 RMB); 巴西 249000 巴西雷亚尔 (约 33.2 万 RMB)
海鸥	6.98	巴西 115800 巴西雷亚尔 (约 15.4 万 RMB)
海豹	14.98	法国 46990 欧元 (约 37.0 万 RMB)、英国 45695 英镑 (约 42.5 万 RMB)、荷兰 45990 欧元 (约 36.2 万 RMB)、德国 44990 欧元 (约 35.4 万 RMB)
元 PLUS	11.98	德国 37990 欧元 (约 29.9 万 RMB)、荷兰 38990 欧元 (约 30.7 万 RMB)、英国 37195 英镑 (约 34.6 万 RMB); 泰国 899900 泰铢 (约 17.9 万 RMB); 巴西 225200 巴西雷亚尔 (约 30.0 万 RMB)
海豚	9.98	法国 33990 欧元 (约 26.8 万 RMB)、德国 28000 欧元 (约 22.1 万 RMB)、英国 26000 英镑 (约 24.2 万 RMB)、荷兰 29990 欧元 (约 23.6 万 RMB)、泰国 667800 泰铢 (约 13.3 万 RMB)、巴西 179900 巴西雷亚尔 (约 24.0 万 RMB)
唐	21.98	荷兰 69990 欧元 (约 55.1 万 RMB)、德国 71400 欧元 (约 56.2 万 RMB)、巴西 426700 巴西雷亚尔 (约 56.8 万 RMB)
汉	17.98	法国 70800 欧元 (约 55.8 万 RMB)、荷兰 69990 欧元 (约 55.1 万 RMB)、德国 69020 欧元 (约 54.4 万 RMB)、巴西 426700 巴西雷亚尔 (约 56.8 万 RMB)

资料来源: 比亚迪官网, EV-database, insideevs, ccarprice, 国信证券经济研究所整理 注: 车型价格主要选择低配版本进行对比, 可能因为时间不一致价格有所调整, 因此仅作参考, 具体以公司为准。

比亚迪市场进行推出产品, 循序渐进。24 年 5 月比亚迪首款皮卡 BYD SHARK 全球发布暨墨西哥上市发布会举行。BYD SHARK 定位新能源豪华智能皮卡, 搭载 DMO 超级混动越野平台, 售价 969800 墨西哥比索 (约 41.6 万元人民币), 是比亚迪产品矩阵再拓宽的最新成果。BYD SHARK 基于全球市场开发, 结合专业新能源技术和多元用户需求, 以超级技术颠覆传统燃油皮卡市场, 通过人性化设计、DMO 技术、智能化体验为用户带来具有无限可能的生活方式。比亚迪将正式开启全球新能源皮卡时代。

图97: 比亚迪海外车型矩阵



资料来源: 比亚迪汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

图98: 比亚迪皮卡墨西哥首发



资料来源: 比亚迪汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

2 市场&格局维度：遍布全球 80+国家地区

从市场维度来看, 比亚迪出口市场已遍布全球 80 多个国家及地区, 超 400 个城市, 在日本、泰国、巴西、新加坡和哥伦比亚等多个国家和地区都取得优秀的业绩。2023 年海豚、海豹、BYD ATTO 3 (元 PLUS) 等车型在全球范围内频频获各大专业媒体认可, 如海豚荣获由 AUTOBEST 评比“2024 年欧洲最值得购买汽车”奖项。在巴西, 海豚发布当日, 平均每 5 分钟售出 2 台, 24 小时内售出 300 台, 获得热烈的市场反响。在 24 年初的日内瓦车展上, 比亚迪携 8 款新能源车型亮相, 在此车展上, 世界汽车大奖 (World Car Awards) 还公布 2024 年三强入围名单。比亚迪海豹和海豚在众多车型中脱颖而出, 分别入围“世界年度车” (World Car of the Year) 和“世界城市车” (World Urban Car) 三强, 并进入最终决赛。

图99: 比亚迪车型在海外受到好评

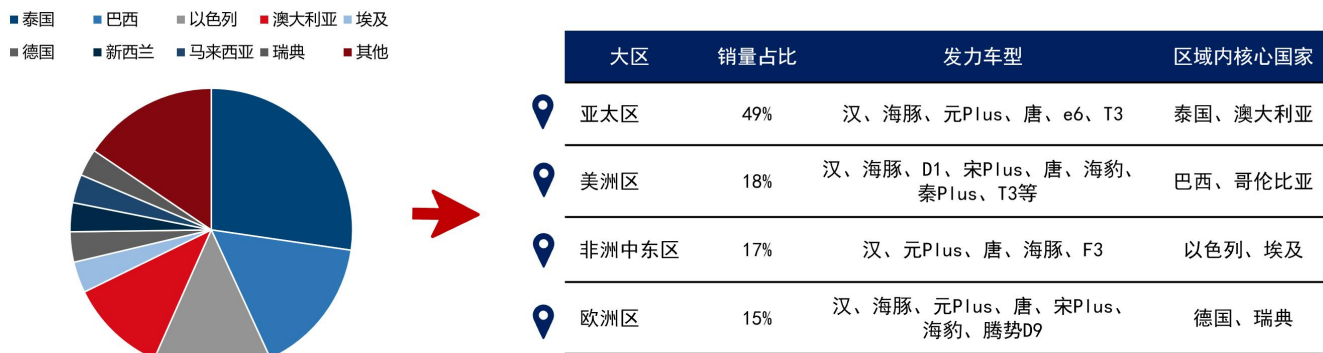


资料来源: 比亚迪汽车公众号, 国信证券经济研究所整理

从具体市场拆分来看, 我们使用 Marklines 中比亚迪在海外各国销售数据进行大致拆分, 发现比亚迪 2023 年出口结构中排名前八的国家分别为泰国 (占比 27%)、巴西 (占比 16%)、以色列 (占比 14%)、澳大利亚 (占比 11)、埃及 (占比 4%)、

德国（占比 4%）、新西兰（占比 3%）、马来西亚（占比 3%）；从比亚迪四大海外销售事业部视角来看，亚太区销量占比 49%，美洲区销量占比 18%，非洲中东区销量占比 17%，欧洲区销量占比 15%。随着比亚迪在渠道端的发力以及产品的持续扩张，海外市场有望持续扩张。

图100: 比亚迪 2023 年海外销售结构销量占比



资料来源: Marklines, 公司官网, 国信证券经济研究所整理 注: 采用 Marklines 数据, 可能存在统计不完全, 仅供参考, 具体以公司为准。

选取比亚迪四大海外事业部下的重点市场进行梳理和分析:

亚太地区-泰国市场: 泰国 2023 年乘用车销量约 80 万辆, 比亚迪整体市占率不足 5%。2023 年数据显示, 日系品牌市场份额为 78%, 同比-8pct, 中国品牌市场份额 11%, 同比+1.2 倍。比亚迪竞争对手多为丰田、本田以及五十铃等日系车型, 比亚迪元 Plus 的在销量排名中排名第十, 后续提升空间较大。

表20: 泰国市场竞争格局 (万辆)

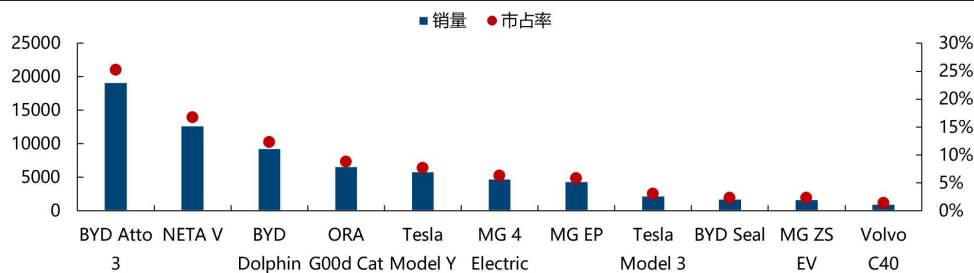
泰国	车型维度						车企维度			
	车企	车型	级别	22 年	23 年	同比	车企	23 年	同比	市占率
1	五十铃	D-Max	皮卡	18.1	12.7	-30%	丰田集团	27.8	-3.9%	34.8%
2	丰田集团	Hilux	皮卡	14.5	11.5	-21%	五十铃	15.0	-25.4%	18.7%
3	丰田集团	Yaris ATIV	轿车-C	2.6	5.6	110%	本田	9.1	3.0%	11.4%
4	本田	City	轿车-C	4.6	4.3	-6%	福特集团	4.2	14.7%	5.2%
5	福特集团	Ford Ranger	皮卡	2.9	2.9	-2%	三菱	3.8	-29.4%	4.7%
6	丰田集团	Fortuner	SUV-D	2.7	2.6	-6%	比亚迪	3.1	7963.1%	3.8%
7	本田	HR-V	SUV-C	1.5	2.2	51%	上汽集团	2.9	-4.3%	3.7%
8	五十铃	MU-X	SUV-D	1.9	2.2	16%	马自达	2.2	-39.8%	2.8%
9	丰田集团	Corolla Cross	SUV-C	2.1	2.0	-7%	雷诺-日产	1.8	-29.9%	2.3%
10	比亚迪	ATTO 3	SUV-C	0.0	1.9	6058%	宝马集团	1.6	3.1%	1.9%
		CR10		61%	60%	-1%	总计	79.9	-5.3%	100.0%

资料来源: Marklines, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 数据剔除卡客车等, 具体结果可能有一定偏差, 具体以公司为准

新能源层面, 2022 年 9 月泰国实施电动车财政补贴计划, 采取税收减免措施, 例如消费税、道路税、进口税等, 同时制定“30·30”政策, 即到 2030 年泰国国内 EV 电动汽车渗透率需在 30%以上。2023 年泰国纯电汽车销量约 7.6 万辆, 渗透率约 10%。自 2023 年以来, 比亚迪已连续 18 个月在泰国新能源车市场占据领先地位。比亚迪在泰国销售车型有 ATTO 3、海豚、海鸥等车型。据 Auto Life 官网, 比亚迪 Atto 3 (元 PLUS) 为销量第一的电动车型, 为 1.9 万辆, 纯电市占率 25%, 哪吒 V、比亚迪海豚、欧拉好猫等 8 款中国品牌电动车型跻身销量前十, 中国电动车共占据泰国电动车市场八成份额。我们认为随着后续比亚迪在泰国工厂落地带来的支撑以及产品线 (计划逐渐导入混动车型) 和经销渠道的逐步扩张 (目前

在泰拥有 115 个销售网点和 27 家经销商), 后续比亚迪在泰国仍有较大成长空间。

图101: 2023 年泰国电动车车型销量排名 (辆) 及份额



资料来源: Auto life, 国信证券经济研究所整理

欧洲地区-德国市场: 德国 2023 年乘用车销量约 285 万辆, 比亚迪市占率相对较低, 主要系德国本土汽车工业较为发达, 优质供给较多所致: 大众(市占率 38.6%)、Stellantis (市占率 11.7%)、奔驰(市占率 10.4%)、宝马(市占率 9.8%), 竞争相对激烈; 车型销量 CR10 为 20%左右; 新能源层面, 2023 年德国纯电汽车销量约 52 万辆, 渗透率约 18%, 纯电领域排名靠前的车型为特斯拉 Model Y 和 Model Y (合计销量 6.2 万辆)、大众 ID.4 和 ID.3 (合计销量 4.6 万辆)、斯柯达 Enyaq iV (销量 2.3 万辆) 等, 比亚迪 2023 年德国销量 (主要是 ATTO 3 车型) 份额不足 10%, 仍有较大提升空间。

营销与产品推进, 欧洲市场持续发力。 比亚迪自 2022 年 9 月以来积极布局欧洲市场, 旗下多款新能源车型已经在德国、英国、西班牙、意大利、法国、荷兰等 20 个欧洲国家销售, 累计开店超 260 家。今年 1 月, 比亚迪正式官宣为 2024 欧洲杯官方合作伙伴, 取代德国大众成为欧洲杯唯一的汽车赞助厂商, 也是历史上首个与欧洲杯牵手的中国汽车制造商。23 年 9 月, 比亚迪海豹、宋 PLUS EV 冠军版、ATTO 3、海豚、汉及腾势 D9 亮相德国慕尼黑车展 (IAA MOBILITY 2023)。海豹正式在欧洲上市, 并提供两个版本, 售价分为 50990 欧元 (约合人民币 40 万元) 和 44900 欧元 (约合人民币 35 万元)。

表21: 德国市场竞争格局 (万辆)

车型维度							车企维度			
德国	车企	车型	级别	22 年	23 年	YOY	车企	23 年	同比	市占率
1	大众集团	Golf	C	8.4	8.1	-4%	大众集团	109.9	12.2%	38.6%
2	大众集团	T-Roc	SUV-C	5.9	6.9	17%	Stellantis	33.3	0.9%	11.7%
3	大众集团	Tiguan	SUV-C	5.9	6.4	8%	梅赛德斯-奔驰集团	29.5	15.0%	10.4%
4	Stellantis	Opel Corsa	B	5.0	5.4	7%	宝马集团	27.8	11.6%	9.8%
5	大众集团	Passat (Santana)	D	3.9	4.7	21%	现代-起亚汽车集团	18.1	0.6%	6.4%
6	Stellantis	Fiat 500	A	5.2	4.7	-10%	雷诺-日产联盟	16.9	1.1%	5.9%
7	Tesla	Model Y	SUV-D	3.5	4.6	29%	福特集团	11.6	-11.3%	4.1%
8	宝马集团	MINI	B	1.2	4.6	288%	丰田集团	7.8	-3.3%	2.8%
9	梅赛德斯-奔驰集团	C-Class	D	3.3	4.4	32%	Tesla	6.4	-9.0%	2.2%
10	大众集团	Kodiaq	SUV-C	4.0	4.4	9%	吉利控股集团 (Geely)	5.4	6.7%	1.9%
		CR10		18%	19%	2%	总计	284.5	7.3%	100.0%

资料来源: Marklines, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 数据剔除卡客车等, 具体结果可能有一定偏差, 具体以公司为准

美洲地区-巴西市场: 巴西 2023 年乘用车销量约 172 万辆, 比亚迪整体市占率相对较低。从整体格局来看, 巴西市场由外资车企占主导, 当地本土品牌竞争力相对薄弱, Stellantis 市占率 27.0%, 大众集团市占率 17.5%, 通用集团市占率 15.8%, 现代-起亚市占率 10.8%; 车型来看, 日系、欧系、美系均占据一定市场地位, 单一车型年销量在 10 万辆左右。

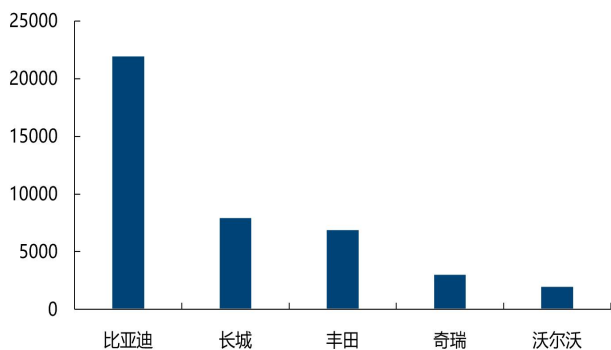
表22: 巴西市场竞争格局 (万辆)

巴西	车型维度						车企维度			
	车企	车型	级别	22年	23年	YOY	车企	23年	同比	市占率
1	现代-起亚	HB20	C	12.2	11.9	-2%	Stellantis	46.4	4.1%	27.0%
2	大众集团	Polo	B	0.8	11.1	1258%	大众集团	30.0	22.0%	17.5%
3	通用集团	Onix	B	8.5	10.2	20%	通用集团	27.1	2.7%	15.8%
4	通用集团	Onix Plus	C	7.5	7.5	0%	现代-起亚	18.5	-1.2%	10.8%
5	Stellantis	Mobi	A	7.3	7.3	1%	雷诺-日产联盟	16.6	11.6%	9.7%
6	大众集团	T-Cross	SUV-C	6.5	7.2	11%	丰田集团	14.5	1.7%	8.4%
7	Stellantis	Argo	B	6.4	6.7	4%	本田	7.1	27.7%	4.1%
8	通用集团	Tracker	SUV-B	7.1	6.7	-6%	奇瑞集团	3.1	-10.3%	1.8%
9	现代-起亚	Creta (ix25)	SUV-C	6.3	6.6	5%	比亚迪汽车 (BYD)	1.8	-	1.0%
10	雷诺-日产联盟	Kwid	A	5.7	6.3	10%	宝马集团	1.3	2.5%	0.8%
		CR10		43%	47%	4%	总计	172.1	9.1%	100.0%

资料来源: Marklines, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 数据剔除卡客车等, 具体结果可能有一定偏差, 具体以公司为准

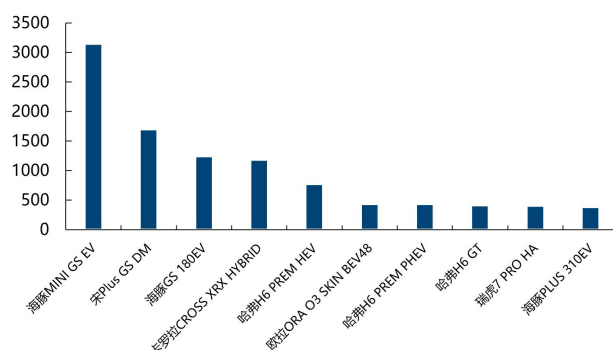
新能源层面, 2023 巴西年电动车销量 9.4 万辆, 同比+90.7%, 2024 年 1-4 月 5.1 万辆, 同比+162%。从车企来看, 2024 年 1-4 月电动车销量排名 TOP5 车企中, 比亚迪销量 21984 辆, 位居榜首。比亚迪在巴西在售车型有 ATTO 3、海豚、宋 Plus、海豹、唐等车型, 驱逐舰 05 也于 24 年 6 月正式上市巴西, 今年 4 月, 比亚迪跃升成为巴西前十大汽车制造商之一。同时比亚迪也已开始在巴西属地化布局生产基地。未来随着比亚迪品牌认知度的提高, 以及产能的落地 (实现对关税的规避)、渠道的扩张, 预计后续比亚迪出口的销量有望持续提高。

图102: 1-4 月巴西车企电动车销量排名 (辆)



资料来源: ABVE, 中国汽车工业信息网, 国信证券经济研究所整理

图103: 4 月巴西电动车型销量排行榜 (辆)



资料来源: ABVE, 中国汽车工业信息网, 国信证券经济研究所整理

非洲中东地区-以色列市场: 以色列 2023 年乘用车销量约 26 万辆, 比亚迪整体市占率不足 10%, 销量前五的车企分别是现代-起亚 (销量 7.5 万辆)、丰田 (销量 3.3 万辆)、大众集团 (销量 2.8 万辆)、比亚迪 (销量 1.5 万辆)、马自达 (销量 1.4 万辆); 车型的维度来看, 比亚迪 ATTO3 销量达 1.4 万辆。据以色列汽车进口商协会数据显示, 以色列市场 BYD ATTO 3 2023 年 5 月上牌量达 1,246 台, 连续七个月荣获以色列全车系单车型销量冠军。比亚迪品牌 2023 年前五个月在以色列市场的上牌量 8,496 台, 占纯电动车上牌总量的 35.5%, 从全年维度来看, BYD ATTO 3 也成为 23 年以色列最畅销电动汽车品牌, 领跑以色列纯电动乘用车市场。

表23: 以色列市场竞争格局 (万辆)

以色列	车型维度						车企维度			
	车企	车型	级别	22年	23年	YOY	车企	23年	同比	市占率
1	比亚迪汽车	Yuan PLUS / ATTO 3	SUV-C	0.4	1.4	283%	现代-起亚	7.5	-8.1%	28.6%

2	现代-起亚	NIRO	SUV-C	0.5	0.9	70%	丰田集团	3.3	-14.9%	12.4%
3	现代-起亚	Avante (Elantra)	C	0.6	0.8	42%	大众集团	2.8	1.0%	10.9%
4	吉利控股	Geometry C	SUV-C	0.7	0.7	4%	比亚迪	1.5	307.5%	5.8%
5	丰田集团	Yaris Cross	SUV-C	0.6	0.7	13%	马自达	1.4	-26.4%	5.3%
6	现代-起亚	Morning (Picanto)	A	1.3	0.6	-51%	Stellantis	1.3	-13.9%	5.0%
7	奇瑞集团	Tiggo 8	SUV-D	0.1	0.6	1092%	奇瑞集团	1.1	1140.5%	4.3%
8	现代-起亚	Tucson (ix35)	SUV-C	0.7	0.6	-20%	三菱	1.0	-12.3%	3.9%
9	丰田集团	Corolla	C	1.1	0.6	-47%	吉利控股	1.0	9.8%	3.7%
10	三菱	Outlander	SUV-D	0.3	0.5	70%	铃木	0.9	0.1%	3.3%
		CR10		24%	29%	5%	总计	26.2	0.0%	100.0%

资料来源: Marklines, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 数据剔除卡客车等, 主要是乘用车, 但剔除过程有一定偏差, 供参考

3 渠道维度: 以经销方式扩张渠道

深度合作经销商助力广撒网式的快速扩张。比亚迪的海外扩张主要依托与经销商的深度合作, 如在巴西与 DVA 经销商集团合作, 土耳其与经销商 ALJ Turkey 合作, 在智利与经销商 ASTARA 集团合作等, 选择的经销商合作伙伴均为当地比较优质、规模较大的合作伙伴。这种合作方式帮助比亚迪开启广撒网式的快速扩张, 迅速进入各市场然后与当地消费者产生链接。以欧洲为例, 自 2022 年 9 月以来, 比亚迪积极布局欧洲市场, 携手各地合作伙伴迅速将旗下多款新能源车型推向包括德国、英国、西班牙、意大利、法国、荷兰、挪威、匈牙利在内的 20 个欧洲国家, 累计开设超过 250 家门店。

表24: 比亚迪海外渠道建设梳理

地区	节点时间	节点事件	渠道规划和进展
牙买加	2024 年 6 月	牙买加的首家门店开幕	已向牙买加市场推出汉、唐、元 PLUS、海豚和 e6 等多款车型, 2023 年 6 月, 比亚迪宣布与牙买加领先的汽车经销商 ATL 汽车集团达成合作, 将共同为加勒比地区消费者提供新能源乘用车销售及售后服务。
突尼斯	2024 年 7 月	正式进军	发布唐、海豚、元 PLUS (当地称 BYD ATTO 3) 及两款混动车型: 驱逐舰 05 (当地称 BYD KING) 与宋 PLUS DM-i 车型, 后续会与经销商保持紧密合作。
匈牙利	2024 年 2 月	ATTO 3 交付	携手三大经销商合作伙伴, 致力于为消费者提供从购车咨询至售后维护的一体化无缝体验。目前比亚迪已在首都布达佩斯设立三家门店, 并计划持续拓展销售和服务网络, 预计到 2024 年底将增至 6 家门店。
希腊	2024 年 3 月	ATTO 3 和海豚上市	比亚迪与希腊经销商 Sfakianakis 集团合作。本次上市的两款比亚迪车型分别为元 PLUS (BYD ATTO 3) 和海豚, 后续比亚迪还将引入海豚、宋 PLUS EV 冠军版和宋 PLUS DM-i 冠军版等车型。
泰国	2024 年 6 月	泰国第 108 家门店迎来开业。	预计 2024 年内, 比亚迪在泰国将布局超过 150 家门店, 完整覆盖泰国 77 个府。
沙特阿拉伯	2024 年 2 月	沙特阿拉伯首家门店开幕	由比亚迪与沙特经销商 Al-Futtaim Electric Mobility Company 合作; 比亚迪在沙特市场的投入不断深化, 现今已构建起超过百人规模的精英团队, 致力于为沙特消费者打造全方位的购车服务体系
巴西	2024 年 5 月	巴西第 100 家门店开幕;	此次庆典由比亚迪与巴西 DVA 经销商集团联袂举行; 比亚迪计划 2024 年底在巴西的经销商门店数量达到 250 家。 当前比亚迪在巴西的销售网络已涵盖 39 个经销商集团、100 个直营门店及 135 个指定网点。
哥伦比亚	2024 年 4 月	海鸥在哥伦比亚正式上市	比亚迪预计今年在哥伦比亚的销售网络将扩展至 20 家, 同时销售 9 款纯电及插电式混动车型, 未来还将继续丰富产品矩阵, 加强营销网络建设。
卡塔尔	2024 年 2 月	经销商合作	比亚迪正式宣布与卡塔尔知名经销商 MANNAI CORPORATION 达成战略合作, 在未来将共同为卡塔尔市场带来多元的新能源汽车选择。
厄瓜多尔	2024 年 6 月	推出新一代主流代步车比亚迪海鸥	比亚迪厄瓜多尔经销商 Andor 集团正式宣布比亚迪成为 2024 年美洲杯拉美区域官方合作伙伴; 截至目前, 比亚迪在厄瓜多尔乘用车市场已经建立了 5 个销售点, 并计划在 2024 年内将销售网络扩展至 10 个。
加勒比地区	2024 年 5 月	首家门店开业	比亚迪已在加勒比地区引进多款新能源车型, 业务覆盖多个国家, 包括牙买加和特立尼达和多巴哥共和国等。未来, 比亚迪将进一步携手加勒比地区经销商, 以创新技术和卓越品质, 为当地客户提供多样化的新能源产品选择。
日本	2024 年 2 月	比亚迪 2 月销量在日本进口纯电动汽车市场占比 20%,	目前已在日本全国开设了 17 家门店, 覆盖了东京、大阪、横滨、名古屋、福冈等多个城市; 比亚迪还计划于 2025 年年底前, 携手当地优质经销商和合作伙伴, 在日本开设 100 家门店, 以满足当地消费者对新能源汽车的更多需求。
欧洲	2024 年 2 月	比亚迪与法巴安诺集团 (ARVAL) 签署战略合作谅解备忘录	比亚迪在欧洲的乘用车业务已覆盖英国、法国、德国、意大利、西班牙等 19 个国家, 累计开店超 250 家, 发布了元 PLUS、海豚、海豚和宋 PLUS EV 等六款车型。未来, 比亚迪将不断深耕欧洲市场, 携手当地优质合作伙伴推动绿色转型。
墨西哥	2024 年 1 月	宋 PLUS DM-i 上市墨西哥	比亚迪已向墨西哥市场推出汉 EV、唐 EV、元 PLUS、海豚以及海豚等纯电车型, 覆盖 SUV、轿车及掀背车等, 比亚迪品牌及产品实力获得了广大消费者的关注和青睐。截至目前, 比亚迪已在墨西哥开设了 9 家门店, 业务布局将扩展至 32 个州。

澳大利亚	2023年10月	海豹上市澳大利亚	自2022年进入澳大利亚乘用车市场以来，一共开设了13家门店，其中包括全球首创的比亚迪超级体验店。目前比亚迪已在当地上市三款车型。
中国香港	2023年10月	海豹上市中国香港	比亚迪已新增沙田及西贡陈列室，未来还将新增将军澳陈列室、九龙湾服务中心以及大围服务中心，销售网络将触达香港的各个角落。
智利	2023年10月	海豹上市智利	比亚迪将继续携手智利经销商 ASTARA 集团，共同打造本地化的销售和服务体系，为当地客户带来卓越的电动出行体验。
土耳其	2023年9月	比亚迪首登土耳其乘用车市场	比亚迪将携手经销商 ALJ Turkey (以下简称 ALJ) 在土耳其首都安卡拉、人口数量最大城市伊斯坦布尔和第三大港口城市伊兹密尔开设5家门店； 目标是24年比亚迪的经销商网络将覆盖82%的土耳其市场。
以色列	2023年5月	ATTO 3 月上牌量达 1,246 台，连续七个月获以色列全单车型销冠	比亚迪品牌 2023 年前五个月在以色列市场的上牌量为 8,496 台，占纯电动车上牌总量的 35.5%，成为今年 1 至 5 月以色列最畅销电动汽车品牌。 目前本地经销商在以色列主要城市如海法、特拉维夫等地一共开设 5 家比亚迪门店 ，供客户到店体验及订购。

资料来源：比亚迪汽车公众号，汽车之家，国信证券经济研究所整理

规划规模化海运体系，标志着“国车自运”时代正式开启，夯实出海货运能力。2024年5月，比亚迪“EXPLORER NO.1”汽车运输滚装船完成了自中国至巴西的27天跨洋之旅，抵达巴西苏阿佩（Suape）港。本次首航的 EXPLORER NO.1 是比亚迪的第一艘汽车滚装运输船，长199.9米，拥有7000个标准车位，应用最新LNG双燃料动力技术，适应多元航线需求，适装各种新能源车辆，增强了比亚迪响应国际市场需求的能力。**未来两年内，比亚迪还有另外7艘滚装船陆续投入运营**，比亚迪储能电池技术、轴带发电机系统将在船上得到应用，**预计比亚迪将具备更充足的运力保障汽车出海，继续提升全球市场份额。**

图104: 比亚迪滚装船



资料来源：比亚迪汽车公众号，国信证券经济研究所整理

4 产能维度：推进海外产能推进全球化进程

近两年随着国内新能源汽车出口持续增长，在海外影响力逐渐增强，海外部分国家和地区如巴西、欧洲和土耳其、美国等开始针对中国车企加征高额关税，**海外布局产能一方面能更充分的享受政策补贴，同时也是规避关税的有效途径之一。**

表25: 海外对我国征收关税情况梳理

生效时间	具体政策细则
2024年1月起逐步对新能源车征收进口关税。在巴西2026年6月30日之前，仍可在配额范围内享受进口免税。	混合电动车的税率从2024年1月开始为15%、2024年7月为25%、2025年7月为30%、2026年7月达到35%；插电式混合电动车的税率分别为12%、20%、28%、35%。对于纯电动车，分别为10%、18%、25%和35%；对于电动货车，恢复全额税率的速度会更快，1月份的税率为20%、2024年7月将达到35%。 免税配额情况如下：对于混合电动车，2024年6月前的配额为1.3亿美元，2025年7月前为9700万美元，2026年6月30日前为4300万美元。对于插电式混合电动车，配额分别为2.26亿美元、1.69亿美元和7500万美元。对于纯电动汽车，配额分别为2.83亿美元、2.26亿美元和1.41亿美元。

欧洲	7月5日生效	欧盟委员会对来自中国的电动汽车进口征收临时反补贴税。临时关税适用于部分中国生产商，分别为：比亚迪 17.4%，吉利 19.9%，上汽 37.6%。其他合作但未被抽样的中国生产商将被征收 20.8% 的加权平均关税未合作的公司税率为 37.6%。
土耳其	7月7日生效	6月8日，土耳其宣布对原产地为中国的燃油及混合动力乘用车征收 40% 额外进口关税，并自发布之日起 30 日后实施。23年3月，土耳其对从中国进口的纯电动汽车征收 40% 的额外关税。7月土耳其软化最近对进口中国汽车征收关税的决定，以鼓励汽车制造商投资，根据“投资奖励证书”进口的原产于中国的汽车将免除这些额外的财政义务。

资料来源：商务部，欧盟委员会，汽车之家，国信证券经济研究所整理

为推进全球化进程，满足市场需求，比亚迪陆续在海外布局新能源乘用车产能：

1) **泰国**：22年9月，比亚迪与 WHA 伟华集团大众有限公司签约，正式签署土地认购、建厂相关协议，标志比亚迪全资投建的首个海外乘用车工厂正式在泰国落地，生产的汽车将投放到泰国本土及周边东盟国家及其他地区；24年7月4日，比亚迪在泰国工厂竣工暨第 800 万辆新能源汽车下线仪式。比亚迪泰国工厂从开工到投产历时仅 16 个月，年产能约 15 万辆，包含整车四大工艺和零部件工厂。

2) **匈牙利**：23年比亚迪宣布在匈牙利赛格德市建设新能源乘用车生产基地，24年1月正式签署土地预购协议。

3) **巴西**：23年7月，比亚迪与巴西巴伊亚州政府共同宣布，双方将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，其中，新能源乘用车整车生产线涵盖纯电动和插电式混动车型，计划年产能达 15 万辆；

4) **乌兹别克斯坦**：2023年10月，比亚迪与乌兹别克斯坦签署投资协议投资建厂，2024年6月27日，比亚迪乌兹别克斯坦工厂首批量产新能源汽车——宋 PLUS DM-i 冠军版正式下线。工厂设在吉扎克州，第一阶段计划生产两款热销插电式混合动力车型，分别是宋 PLUS DM-i 冠军版和驱逐舰 05 冠军版，年产能预计达 5 万台。

得益于公司出口车型矩阵的持续提升，以及海外建厂对于后续出海业务的支持，**预计比亚迪 2024 年乘用车海外销量有望达 40-50 万辆，2025 年有望达 70-100 万辆，后续叠加公司产能陆续落地，出口销量有望持续提升。**

图105：比亚迪主要新能源乘用车海外产能布局规划

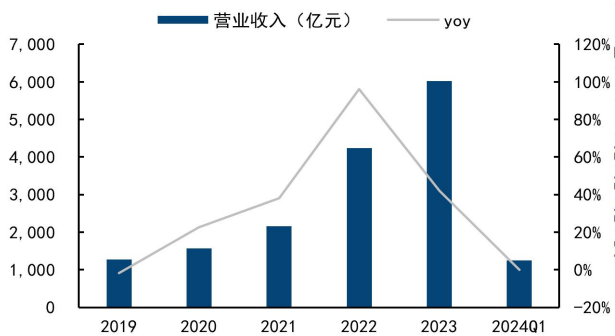


资料来源：比亚迪汽车公众号，汽车之家，百度有驾，懂车帝，国信证券经济研究所整理 注：具体进展和规划情况以公司为准

财务分析

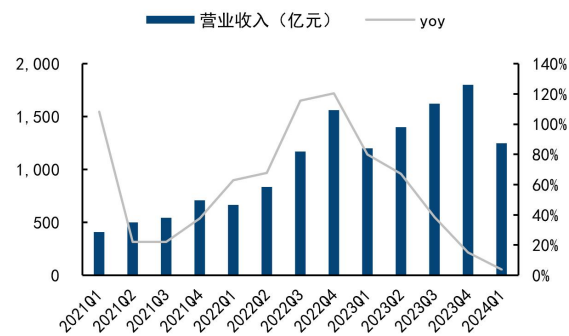
收入&利润：比亚迪 24Q1 实现营收 1249.4 亿元，同比+42%，实现归母净利润 45.7 亿元，同比+10.6%，环比-47.3%，实现扣非净利润 37.5 亿元，同比+5.2%，环比-58.8%。整体看比亚迪凭借多方位布局品牌力、持续扩大规模优势和强大产业链控本能力。

图106: 比亚迪营业收入及增速（单位：亿元、%）



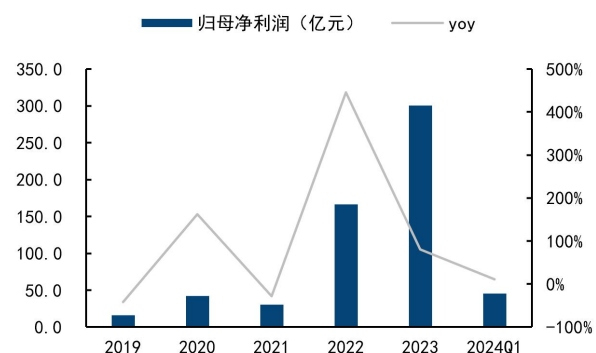
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图107: 比亚迪单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



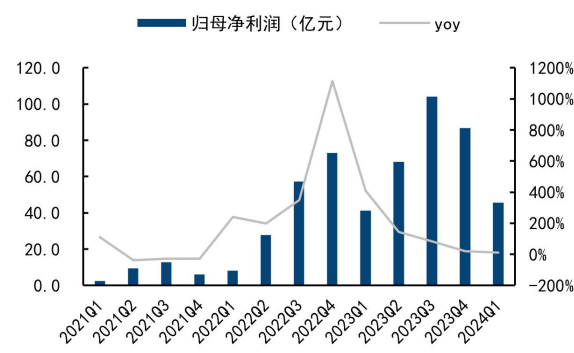
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图108: 比亚迪归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图109: 比亚迪单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

毛利率&费率层面：24Q1 比亚迪毛利率 21.9%，同比+4.0pct，环比+0.7pct，预计毛利率的提升主要系 1) 供应链降本；2) 高端车与出口销量提升所致；费率方面，24Q1 公司销售/管理/研发/财务费率 5.4%/3.0%/8.5%/-0.2%，同比+1.6/+0.2/+3.3/-0.2pct，环比+1.0/+1.2/+0.4/+0.0pct，研发费用增长系持续重视研发投入。

图110: 比亚迪毛利率及净利率情况（单位：%）

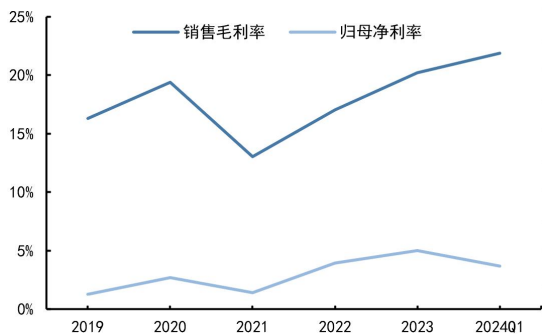
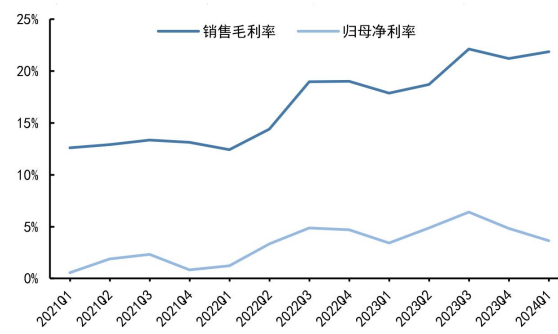
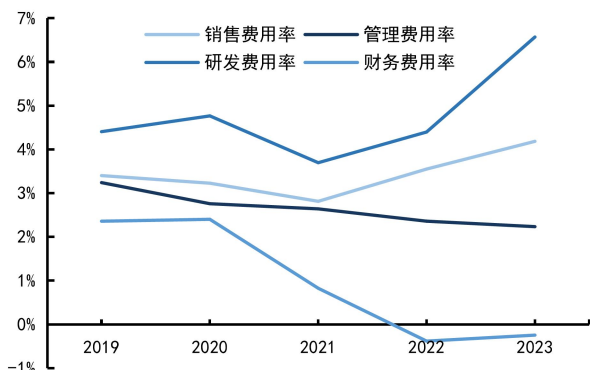


图111: 比亚迪单季毛利率及净利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

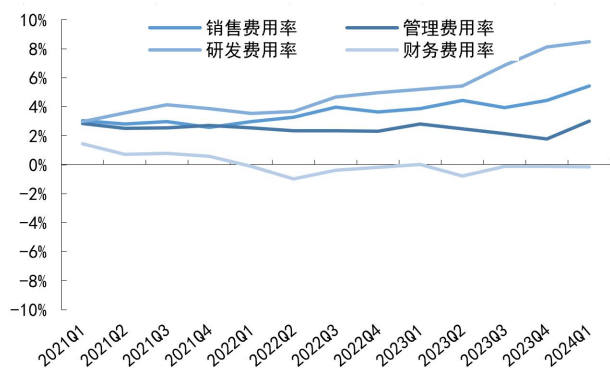
图112: 比亚迪四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

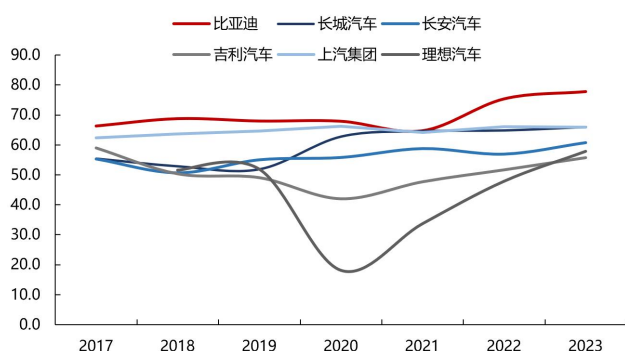
图113: 比亚迪单季四项费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

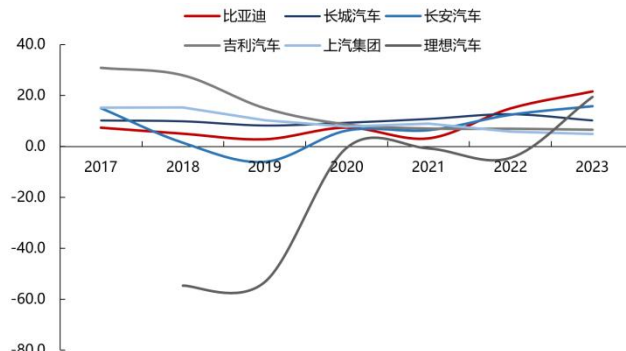
其他财务指标端：资产负债率层面，比亚迪与可比公司相比略高，ROE 端，公司销量持续提升带来的产能利用率提升，以及业绩的持续释放，2023 年比亚迪逐步领先同行玩家；现金流层面，比亚迪目前领先其他竞争对手。

图114: 比亚迪与同行业公司资产负债率对比（%）



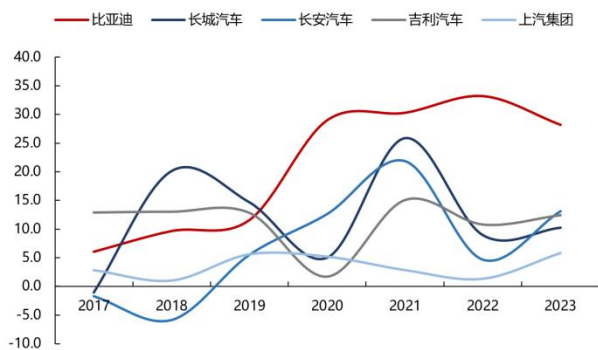
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图115: 比亚迪与同行业公司 ROE 对比（%）



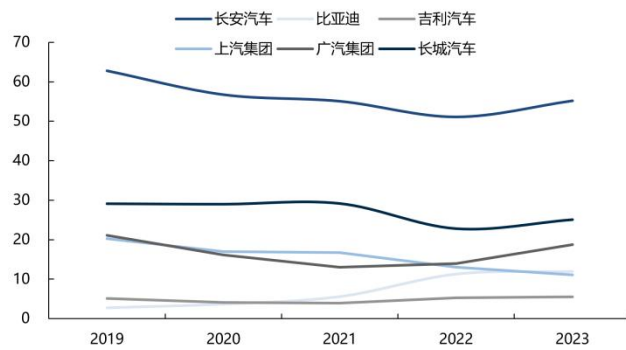
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图116: 比亚迪与同行业公司经营现金净流/营收对比（%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图117: 比亚迪与同行业公司应收账款周转率对比



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

汽车、汽车相关产品及其他产品业务：本业务主要包括汽车销售业务和电池业务，其中乘用车销售业务为核心，2023 年汽车、汽车相关产品及其他产品业务实现营业收入 4834.5 亿元，同比增长 48.9%，毛利率 23.0%，同比+2.6pct。比亚迪 2023 年销量 302.4 万辆，同比+61.9%，出口 24.3 万辆，同比+334.2%，基本盘王朝海洋网络销量 287.7 万辆，同比+55.3%，腾势汽车销量 12.8 万辆，另外仰望和方程豹也开始起量。考虑到后续公司荣耀版推出及 DM5 车型的陆续上市，以及高端化产品周期的开启，我们预计后续比亚迪汽车销量有望持续增长。预计比亚迪乘用车 2024/2025/2026 年销量分别为 392/455/519 万辆，同比分别+30%/+17%/+15%。假设 2024 年之后比亚迪汽车的均价逐步提升（得益于高端产品和出口销量的占比提升），假设 2024/2025/2026 年汽车业务毛利率分别为 22%/22%/23%，整体预测公司汽车、汽车相关产品及其他产品业务的收入分别为 6083/7334/8456 亿元，同比分别+26%/+21%/+15%。

表26: 比亚迪乘用车销量预测（万辆）

万辆	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乘用车销量合计	186	301	392	455	519
YOY		62%	30%	17%	14%
其中王朝海洋	185	288	373	420	472
其中高端化品牌	1	14	19	35	47
出口	6	24	46	70	100

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理和预测

手机部件及组装等业务：涵盖消费电子、新型智能产品等多元化领域，消费电子业务方面，凭借领先科研优势及产品设计制造实力，不断发掘业务增长潜力，仍稳步扩大市场份额；新型智能产品业务方面，积极完善 AI 服务器及其他高增长赛道的布局，不断深化与各板块的行业头部客户紧密合作，无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展，市场份额不断提升。2023 年本业务营收 1185.8 亿元，同比+20.0%，随着消费电子的复苏，预计本业务有望持续增长，预计 2024/2025/2026 年毛利率分别为 9%/9%/9%，收入 1411/1651/1899 亿元，同比分别+19%/+17%/+15%。

整体来看，比亚迪 24/25/26 年整体收入有望达 7498/8992/10361 亿元，同比分别增长 25%/20%/15%。预计随着公司荣耀版推出及 DM5 车型的陆续上市夯实基本盘，以及高端化产品周期的开启、出口业务的持续落地，以及公司其他业务的稳定成长，我们预计后续比亚迪整体收入有望保持稳定提升。

费率方面：我们认为公司费率有望逐渐趋稳，其中研发费用：公司 2023 年加大对新产品项目的研发投入，使得研发费用有所提升，同时公司多年以来保持对研发的重视和投入，我们假设 24/25/26 年公司研发费用率分别为 6%/6%/6%；管理费用率层面，公司历史上看管理费率一直相对稳定，假设 24/25/26 年公司管理费用率为 4%/4%/4%；销售费用率层面，预计后续销售费用率维持在相对稳态水平，假设 24/25/26 年销售费用率为 4%/4%/4%。

表27: 比亚迪业务拆分 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
汽车、汽车相关产品及其他产品					
收入	3247	4835	6083	7336	8456
YOY		48.9%	25.8%	20.6%	15.3%
毛利率 (%)	20%	23%	22%	22%	23%
手机部件及组装等					
收入	988	1186	1411	1651	1899
YOY		20%	19%	17%	15%
毛利率 (%)	6%	9%	9.0%	9%	9%
其他主营业务					
收入	6	3	4	5	6
毛利率 (%)	12%	17%	17%	17%	17%
合计					
收入	4241	6023	7498	8992	10361
yoy		42%	25%	20%	15%
成本	3518	4806	6050	7214	8286
毛利	722	1218	1448	1778	2075
毛利率 (%)	17%	20%	19%	20%	20%

资料来源: 公司公告, wind, 国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件与假设, 公司24/25/26年整体收入有望达7498/8992/10361亿元, 同比分别增长26%/20%/15%, 毛利率分别为19%/20%/20%, 对应归母净利润分别为382/503/620亿元, 对应EPS分别为13.13/17.27/21.28元。

表28: 未来3年盈利预测表(单位: 亿元)

	2023	2024	2025	2026
营业总收入 (亿元)	6023	7498	8992	10360
毛利率	20%	19%	20%	20%
研发费用率	7%	6%	6%	6%
销售费用率	4%	4%	4%	4%
管理费用率	4%	4%	4%	4%
归母净利润 (亿元)	300	382	503	620
净利率	5%	5%	6%	6%
EPS	10.32	13.13	17.27	21.28
ROE	22%	22%	23%	23%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

表29: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	424061	602315	760945	920850	1064301
(+/-%)	96.2%	42.0%	26.3%	21.0%	15.6%
净利润(百万元)	16622	30041	50131	64943	79235
(+/-%)	445.9%	80.7%	66.9%	29.5%	22.0%
摊薄 EPS	5.71	10.32	17.22	22.31	27.22
中性预测					
营业收入(百万元)	424061	602315	757835	913964	1053550
(+/-%)	96.2%	42.0%	25.8%	20.6%	15.3%
净利润(百万元)	16622	30041	38211	50273	61962
(+/-%)	445.9%	80.7%	27.2%	31.6%	23.3%
摊薄 EPS(元)	5.71	10.32	13.13	17.27	21.28
悲观的预测					

营业收入(百万元)	424061	602315	754724	907103	1042871
(+/-%)	96.2%	42.0%	25.3%	20.2%	15.0%
净利润(百万元)	16622	30041	26478	35926	45152
(+/-%)	445.9%	80.7%	-11.9%	35.7%	25.7%
摊薄 EPS	5.71	10.32	9.10	12.34	15.51
总股本(百万股)	2911	2911	2911	2911	2911

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点, 我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司合理价值区间。

绝对估值: 305.1-308.1 元

未来估值假设条件见下表:

表30: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	96.20%	42.04%	25.82%	20.60%	15.27%	17.00%	10.00%	8.00%
营业成本/营业收入	82.96%	79.79%	80.69%	80.23%	79.98%	82.00%	83.00%	83.00%
管理费用/营业收入	1.16%	1.54%	1.44%	1.50%	1.50%	2.00%	2.20%	2.20%
研发费用/营业收入	4.40%	6.57%	6.15%	6.15%	6.00%	6.10%	6.00%	6.50%
销售费用/销售收入	3.55%	4.19%	4.20%	4.20%	4.10%	5.00%	5.00%	5.00%
营业税及附加/营业收入	1.71%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%	1.72%
股利分配比率	9.82%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%	13.65%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所预测

表31: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.10	T	15.90%
无风险利率	3.00%	Ka	10.15%
股票风险溢价	6.50%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价(元)	252.50	Ke	10.47%
发行在外股数(百万)	2911	E/(D+E)	94.88%
股票市值(E, 百万元)	704584	D/(D+E)	5.12%
债务总额(D, 百万元)	38039	WACC	10.13%
Kd	4.50%	永续增长率(10年后)	2.0%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设, 采用 FCFF 估值方法, 得出公司价值区间为 305.1-308.1 元, 估值中枢为 306.5 元。

表32: 比亚迪 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
EBIT	42459	55225	69150	37730	26737	21673	13887	14502	15141	15807
EBIT*(1-所得税税率)	35709	46446	58158	31704	22467	18211	11669	12186	12723	13282
折旧与摊销	27258	31281	34489	37802	41144	44493	47839	51182	54521	57854
营运资金的净变动	117452	99577	92384	-145233	70788	57951	53198	45902	46517	47158
FCFF	130417	127302	135030	-125728	84398	70654	62705	59269	63760	68294
PV(FCFF)	118419	104956	101086	-85463	52091	39596	31909	27386	26750	26016
核心企业价值	769072									
减: 净债务	-123308									
股票价值	892380									
每股价值	307									

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表33：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		8.3%	8.4%	8.54%	8.6%	8.7%
永续 增长 率变 化	2.2%	309.59	309.59	309.59	309.59	309.59
	2.1%	308.05	308.05	308.05	308.05	308.05
	2.0%	306.54	306.54	306.54	306.54	306.54
	1.9%	305.07	305.07	305.07	305.07	305.07
	1.8%	303.63	303.63	303.63	303.63	303.63

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值：288.8-315.0 元

我们选取比亚迪同行业玩家在硬派越野 SUV 细分领域的龙头长城汽车、率先实现盈利的造车新势力理想汽车、新能源转型持续推进的长安汽车以及华为智选模式下优质主机厂赛力斯作为可比公司。**量**：下沉战术+新品周期夯实基盘；24H2 多款 DM5 车型有望推出，新品周期开启下月销中枢有望持续上探。**利**：品牌向上突破，车型矩阵成长。比亚迪采用多品牌战术推进高端化策略，后续三大品牌均有新品推出，助力公司量利双增；**利**：渠道+产能+产品驱动，打开新空间。比亚迪 23 年乘用车出口 24.3 万辆，同比+334%，展望后续车型循序投放、渠道持续投入、海外产能推进，后续出口有望持续增长。**底层**：技术创新、供应链整合和降本。比亚迪重视研发，对插混、纯电技术领域均深度布局，性能优势领先行业，同时平台化战略架构多重技术共通沿用，加速研发成本有效摊销。同时中游布局电池及其他汽零，上游投资锂矿、IGBT 等，下游聚焦整车业务，成熟配套体系带来了创新（技术自研）、效率（协同效应显著）及成本（自制率高+提升议价能力）的优势。从更长期的维度来看，全球汽车龙头丰田 2023 年销量 1030.9 万辆，2023 财年（2022 年 3 月-2024 年 3 月）净利润达 4.9 万亿日元（约 2300 亿人民币），展望比亚迪，预计后续依旧有较大的成长空间。

盈利预测与估值：考虑到公司基盘业务稳定及高端与出海进程提速，上调盈利预测，预计 24/25/26 年净利润 382/503/620 亿元（原 353/414/497 亿元），EPS 为 13.13/17.27/21.28 元（12.13/14.21/17.08 元），参考可比公司估值，考虑到公司垂直供应链整合带来的长期优势，以及在规模化、高端化和全球化的持续布局，给予 24 年 22-24x PE，对应目标价 288.8-315.0 元，相较当下具 14%-25%空间，维持“优于大市”评级。

表34：可比公司估值表（20240710）

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价（元）	总市值（亿元）	2023A	EPS 2024E	2025E	2023A	PE 2024E	2025E
601633.SH	长城汽车	优于大市	25.21	2153	0.83	1.05	1.26	30	24	20
2015.HK	理想汽车-W	无评级	77.10	1636	5.55	4.93	7.97	14	16	10
000625.SZ	长安汽车	优于大市	14.16	1404	1.14	0.92	1.18	12	15	12
601127.SH	赛力斯	优于大市	85.20	1286	-1.62	2.14	4	-	40	21
	平均							19	24	16
002594.SZ	比亚迪	优于大市	252.50	7346	10.32	13.13	17.27	24	19	15

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：理想汽车采用 wind 一致预期

投资建议

量：下沉战术+新品周期夯实基盘；24H2 多款 DM5 车型有望推出，新品周期开启下月销中枢有望持续上探。**利：**品牌向上突破，车型矩阵成长。比亚迪采用多品牌战术推进高端化策略，后续三大品牌均有新品推出，助力公司量利双增；**利：**渠道+产能+产品驱动，打开新空间。比亚迪 23 年乘用车出口 24.3 万辆，同比+334%，展望后续车型循序投放、渠道持续投入、海外产能推进，后续出口有望持续增长。**底层：**技术创新、供应链整合和降本。比亚迪重视研发，对插混、纯电技术领域均深度布局，性能优势领先行业，同时平台化战略架构多重技术共通沿用，加速研发成本有效摊销。同时中游布局电池及其他汽零，上游投资锂矿、IGBT 等，下游聚焦整车业务，成熟配套体系带来了创新（技术自研）、效率（协同效应显著）及成本（自制率高+提升议价能力）的优势。考虑到公司基盘业务稳定及高端与出海进程提速，上调盈利预测，预计 24/25/26 年净利润 382/503/620 亿元（原 353/414/497 亿元），EPS 为 13.13/17.27/21.28 元（12.13/14.21/17.08 元），给予 24 年 22-24x PE，对应目标价 288.8-315.0 元，相较当下具 14%-25%空间，维持“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

绝对估值的风险：我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定，融入了个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

- 1) 可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2) 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算WACC时假设无风险利率为3.0%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3) 我们假定未来10年后公司TV增长率为2.0%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大变化，公司持续成长性有所影响，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：考虑到公司基盘业务稳定及高端与出海进程提速，上调盈利预测，预计24/25/26年净利润382/503/620亿元，EPS为13.13/17.27/21.28元，参考可比公司估值，给予24年22-24x PE，对应目标价288.8-315.0元，相较当下具14%-25%空间，维持“优于大市”评级，可能存在相对估值过于乐观的风险。

盈利预测的风险

- 1) 我们假设公司24-26年收入增速为26%/21%/15%，可能存在对公司产品销量及售价预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险。
- 2) 我们预计公司24-26年毛利率分别为19%/20%/20%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司盈利预测值高于实际值的风险。

经营的风险

海运费与原材料价格上行的风险：若未来海运费持续上行，可能影响公司产品出口销售，进而对公司经营业绩形成不利影响；另外若未来原材料价格高企，公司虽有相应措施应对但具有一定滞后性，将对公司盈利带来一定压力。

行业竞争的风险：新能源汽车行业竞争加剧，市场秩序受到影响；行业产能过剩、产品同质化，促使国内行业竞争加速恶化。

技术风险

技术进步和产品更新风险：汽车行业属于资金密集、技术密集型行业。公司具备丰富的产品开发和制造经验，而且历年来始终注重新技术、新产品的研究与开发。新技术、新产品的研发离不开资金的投入，如果公司未来在新产品开发过程中无法持续投入研发或没能及时开发出与新车型相配套的产品，将面临技术进步带来的风险和经营风险。

关键技术人才流失风险：关键技术人才的培养和管理是公司竞争优势的主要来源之一。随着行业竞争格局的变化，对行业技术人才的争夺将日趋激烈。若公司未来不能在薪酬、待遇等方面持续提供有效的奖励机制，将面临核心技术人员流失的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	51471	109094	235723	336669	469124	营业收入	424061	602315	757835	913964	1053550
应收款项	40739	64624	81310	98061	113038	营业成本	351816	480558	611516	733240	842595
存货净额	79107	87677	115841	139132	160131	营业税金及附加	7267	10350	13022	15705	18103
其他流动资产	47807	23655	29763	35895	41377	销售费用	15061	25211	31829	38386	43196
流动资产合计	240804	302121	479709	626828	800741	管理费用	10007	13462	12402	15199	17293
固定资产	176502	265630	291789	312035	328951	研发费用	18654	39575	46607	56209	63213
无形资产及其他	23223	37236	35748	34259	32771	财务费用	(1618)	(1475)	(1546)	(4444)	(7399)
投资性房地产	37846	56913	56913	56913	56913	投资收益	(792)	1635	1600	1600	50
长期股权投资	15485	17647	17647	17647	17647	资产减值及公允价值变动	1513	2446	2400	200	70
资产总计	493861	679548	881805	1047683	1237024	其他收入	(20707)	(40187)	(46607)	(56209)	(63213)
短期借款及交易性金融负债	11618	26064	26064	1200	1200	营业利润	21542	38103	48005	61469	76670
应付款项	143766	198483	262242	314967	362506	营业外净收支	(462)	(834)	(600)	900	200
其他流动负债	177961	229120	301387	362339	416577	利润总额	21080	37269	47405	62369	76870
流动负债合计	333345	453667	589693	678505	780283	所得税费用	3367	5925	7536	9915	12220
长期借款及应付债券	7594	11975	11975	11975	11975	少数股东损益	1091	1303	1658	2181	2688
其他长期负债	31533	63444	95355	127266	159177	归属于母公司净利润	16622	30041	38211	50273	61962
长期负债合计	39126	75419	107330	139241	171152	现金流量表（百万元）					
负债合计	372471	529086	697023	817747	951435	净利润	16622	30041	38211	50273	61962
少数股东权益	10361	11652	12978	14723	16873	资产减值准备	529	802	473	163	154
股东权益	111029	138810	171804	215213	268715	折旧摊销	19704	41892	27258	31281	34489
负债和股东权益总计	493861	679548	881805	1047683	1237024	公允价值变动损失	(1513)	(2446)	(2400)	(200)	(70)
关键财务与估值指标						财务费用	(1618)	(1475)	(1546)	(4444)	(7399)
每股收益	5.71	10.32	13.13	17.27	21.28	营运资本变动	122708	111219	117452	99577	92384
每股红利	0.56	1.41	1.79	2.36	2.91	其它	455	324	853	1582	1996
每股净资产	38.14	47.68	59.02	73.93	92.31	经营活动现金流	158506	181831	181847	182675	190916
ROIC	20.72%	25%	36%	243%	-114%	资本开支	0	(130093)	(50001)	(50001)	(50001)
ROE	14.97%	22%	22%	23%	23%	其它投资现金流	(14842)	4609	0	0	0
毛利率	17%	20%	19.31%	19.77%	20.02%	投资活动现金流	(22422)	(127647)	(50001)	(50001)	(50001)
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%	7%	权益性融资	610	98	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	9%	9%	10%	负债净变化	(1150)	4382	0	0	0
收入增长	96%	42%	26%	21%	15%	支付股利、利息	(1633)	(4102)	(5217)	(6864)	(8460)
净利润增长率	446%	81%	27%	32%	23%	其它融资现金流	(130113)	2781	0	(24864)	0
资产负债率	78%	80%	81%	79%	78%	融资活动现金流	(135069)	3438	(5217)	(31728)	(8460)
股息率	0.2%	0.6%	0.7%	0.9%	1.2%	现金净变动	1014	57623	126629	100946	132455
P/E	44.2	24.5	19.2	14.6	11.9	货币资金的期初余额	50457	51471	109094	235723	336669
P/B	6.6	5.3	4.3	3.4	2.7	货币资金的期末余额	51471	109094	235723	336669	469124
EV/EBITDA	27.0	16.8	20.5	18.0	16.3	企业自由现金流	0	50906	130417	127302	135030
						权益自由现金流	0	58068	131718	106176	141253

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032