

► **规模化、高端化、全球化、智能化，多重成长向上。** 新能源+出口为乘用车总量的核心增长驱动，20 万元以下市场降本、规模化为核心优势，利好行业龙头；20 万元以上市场，合资溢价丢失，自主加速。我们看好比亚迪：1) 规模化：公司作为行业龙头，凭借 Dm-i 5.0 技术+成本优势夯实国内 20 万元以下市场领先地位，规模效应加强；2) 高端化：技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；3) 全球化，出口销量高增，全球化建厂加速；4) 智能化：持续研发投入，加速试点落地。**我们看好公司规模化、全球化、高端化、智能化，多重向上正当时。** 本篇报告为比亚迪深度报告系列二，重点研究公司潜在出海空间及策略。

► **海外建厂+自建船队+渠道布局，公司海外竞争力进一步提升。** 1) 海外建厂将带来成本效益和品牌影响力的双重提升，同时规避部分贸易摩擦限制。2022 年 9 月起公司先后宣布在海外五个国家建设新能源乘用车工厂，合计规划年产能超过百万辆，加速产能出口。目前，公司乌兹别克斯坦工厂和泰国工厂已分别于 2024 年 1 月和 2024 年 7 月投产，巴西工厂预计将于 2024H2 投产，印尼工厂和匈牙利工厂预计将于 2026 年左右投产；2) 自建汽车运输船队将降低运输成本，保障海外市场的快速交付与拓展，加速整车出口；3) 多方合作拓宽销售渠道，公司因地制宜选择经销商合作策略，实现本地销售网络的快速扩张。

► **重点布局东南亚/南美洲/中亚/大洋洲/西欧区域，预计公司远期全球出海空间将达到 491.8 万辆。** 1) **东南亚市场 (12.5%/162.5 万辆)**：新能源市场初起步，为公司最大投放区域，泰国工厂已于 2024 年 7 月投产，预计公司将以泰国为中心，加快东南亚新能源出海；2) **南美洲市场 (17.1%/56.3 万辆)**：新能源市场快速起步，公司深化本土扩张，随着巴西工厂 2024H2 投产，公司有望以巴西为核心打开南美洲市场；3) **大洋洲市场 (20.5%/24.6 万辆)**：新能源加速渗透，零关税下澳大利亚空间可观；4) **中亚市场 (29.1%/69.9 万辆)**：以色列市场表现优异，乌兹别克斯坦工厂已开始投产，2023 年元 PLUS 以色列销量位居全车型第一，超越燃油车；5) **西欧 (4.8%/58.1 万辆)**：新能源市场进入平稳期，公司面临贸易摩擦问题，加速渠道布局和本地化生产，长期看随着匈牙利工厂的建成投产，有望规避部分贸易限制，进一步拓展西欧市场。

(注：括号内数字表示预估的公司在海外当地的远期市占率和终端注册量)

► **投资建议：**我们看好公司技术驱动产品力与品牌力持续向上，加速出海成为全球领先新能源车企，规模化、全球化、高端化、智能化共振，维持盈利预测，预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/ 10,003.3/11,603.8 亿元，归母净利润 398.1/511.8/636.1 亿元，对应 2024 年 7 月 11 日 253.06 元/股收盘价，PE 分别为 18/14/12 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**车市下行风险，销量不及预期，行业竞争加剧，出海不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	602,315	833,604	1,000,325	1,160,377
增长率 (%)	42.0	38.4	20.0	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	30,041	39,810	51,176	63,610
增长率 (%)	80.7	32.5	28.6	24.3
每股收益 (元)	10.33	13.68	17.59	21.86
PE	25	18	14	12
PB	5.3	4.3	3.4	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 07 月 11 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

253.06 元



分析师 崔琰

执业证书：S0100523110002

邮箱：cuiyan@mszq.com

相关研究

1. 比亚迪 (002594.SZ) 系列深度一：Dm-i 5.0 新纪元启幕 龙头格局再优化-2024/07/02
2. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：Dm-i 5.0 驱动需求 月销再创新高-2024/07/02
3. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十一：销量持续亮眼 Dmi5.0 促进格局优化-2024/06/03
4. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评十：油耗 2.0 时代开启 格局优化逻辑再加强-2024/05/30
5. 比亚迪 (002594.SZ) 系列点评九：王朝海洋新车亮剑 出口再创新高-2024/05/04

目录

1 引言	3
2 公司加速全球布局 海外销量快速增长	5
2.1 出口概况：海外销量快速增长 纯电汽车占据主导地位	5
2.2 出口区域：遍布六大洲 销量集中于重点市场	6
2.3 出口车型：车型矩阵日益丰富 元 PLUS 海外畅销	8
3 本地化生产稳步推进 渠道布局日臻完善	10
3.1 出海历程：从商用车到乘用车 公司深耕海外市场	10
3.2 出海模式：海外建厂+买船海运 加速产能与产品出口	10
3.3 出海渠道：因地制宜精选本地经销商 加速渠道布局	12
4 把握海外新能源机遇 公司领跑多地新能源车市	14
4.1 东南亚：市场空间广阔 立足泰国辐射东南亚	15
4.2 南美洲：公司主导巴西新能源车市 深化本土化扩张	23
4.3 大洋洲：新能源加速渗透 澳大利亚空间可观	30
4.4 中亚：出口重要市场 元 PLUS 夺得以色列销量冠军	35
4.5 西欧：新能源渗透率高 贸易摩擦下加速本地化生产	41
4.6 其他区域：市场规模可观 公司短期内突破存在难度	45
4.7 公司远期出海空间测算汇总	47
5 投资建议	49
5.1 盈利预测假设与业务拆分	49
5.2 估值分析及投资建议	49
6 风险提示	52
插图目录	54
表格目录	55

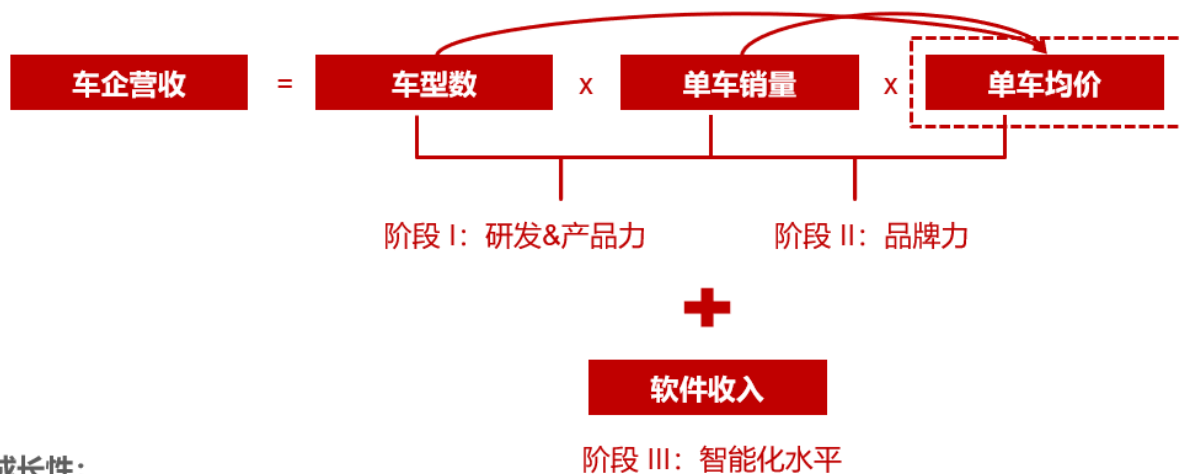
1 引言

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

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

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

图1：民生汽车整车研究框架



成长性:

1) 短期车企营收由三个要素决定

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

2) 中长期车企智能化水平决定软件收入

资料来源：民生证券研究院绘制

本篇报告比亚迪系列报告第二篇，聚焦于公司的新能源乘用车出海之路，深入探讨其出海策略，分析各个重点区域的出海情况，并展望其远期出海空间，为自主新能源汽车品牌的国际化之路提供参考。

首先，我们回顾公司 2022Q1 以来的出口情况，包括海外销量、出口区域和出口车型。海外销量方面，自 2021 年 5 月正式开启新能源乘用车出海战略以来，公司出口量和海外销量快速增长；出口区域方面，公司海外布局遍布六大洲，东南

亚、南美洲、大洋洲、中西亚和西欧是公司目前的主要出口区域；出口车型方面，纯电车型为主导，元 PLUS 和海豚在海外畅销。

其次，我们对公司的出海策略进行了探讨。出海历程上，从 2010 年商用车出海再到 2021 年乘用车出海，公司深耕海外市场十余年；出海模式上，公司先后宣布在泰国、乌兹别克斯坦、巴西、匈牙利和印尼建设新能源乘用车工厂，加速产能出口，同时积极自建运输船队，加速整车出口；出海渠道上，公司因地制宜选择经销商合作策略，加速全球渠道布局。

最后，我们对公司的五大重点出口区域（东南亚、南美洲、大洋洲、中西亚和西欧）的情况进行分析并预测公司的远期出海空间。从新能源渗透率、竞争格局、新能源汽车相关支持政策、汽车进口关税等方面分析当地的新能源汽车市场发展潜力，从公司在该区域重点国家的销售情况、产品布局和售价、本地化建厂等方面分析公司的优势和在该区域的发展潜力。基于各大区域的分析，我们参考丰田的市占率，给出了公司在各区域远期市占率的预期，并假设各区域市场规模保持稳定，由此测算公司的远期出海空间：

(1) 东南亚市场：新能源市场初起步，为公司最大投放区域；(2) 南美洲市场：新能源市场快速起步，公司深化本土化扩张；(3) 大洋洲市场：新能源加速渗透，零关税下澳大利亚空间可观；(4) 中西亚市场：元 PLUS 夺得以色列销量冠军，乌兹别克斯坦工厂已开始投产；(5) 西欧市场：新能源市场进入平稳期，公司面临贸易摩擦问题，加速渠道布局和本地化生产；(6) 其他区域（北欧/东欧/非洲/北美洲）：市场规模可观，公司突破短期内存在难度。

我们认为公司作为国内新能源汽车龙头企业，全球化布局为公司下一阶段成长的必经之路；加速海外市场的建厂进度、渠道布局将为公司的下一阶段发展重心。**预计公司的远期出海空间将达到 491.8 万辆，其中重点出口区域（东南亚/南美洲/大洋洲/中西亚/西欧）371.4 万辆**，其他区域（北欧/东欧/非洲/北美洲）120.4 万辆。考虑到工厂投产节奏，我们判断公司未来重点出口区域将集中于亚太（泰国工厂）、南美（巴西工厂）、欧洲（匈牙利工厂），其中，亚太和南美市场规模较大且无本地强势工厂，因此我们认为亚太和南美增速将优于欧洲。

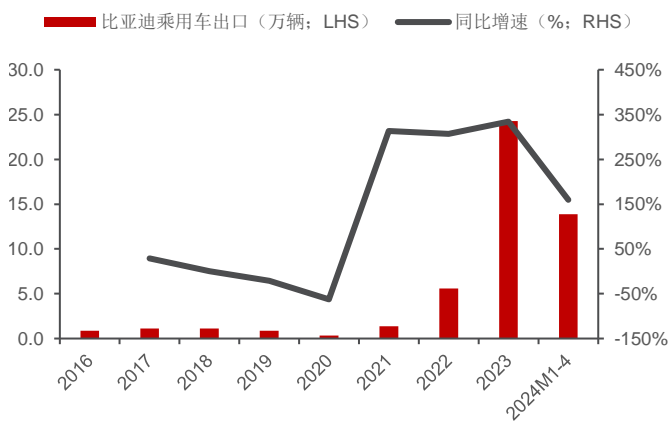
2 公司加速全球布局 海外销量快速增长

2023 年公司新能源乘用车批发销量超 300 万辆，夺得中国和全球新能源汽车市场销量冠军。公司 2023 年新能源乘用车批发销量 301.3 万辆，同比增长 61.8%，占 2023 年国内乘用车行业批发销量的 11.6%，占 2023 年国内新能源汽车行业批发销量的 33.5%，持续巩固中国新能源汽车行业龙头地位，同时夺得全球新能源汽车市场销量冠军，品牌影响力继续扩大。2021 年 5 月，公司正式开启新能源乘用车出海战略，开启海外扩张新纪元。

2.1 出口概况：海外销量快速增长 纯电汽车占据主导地位

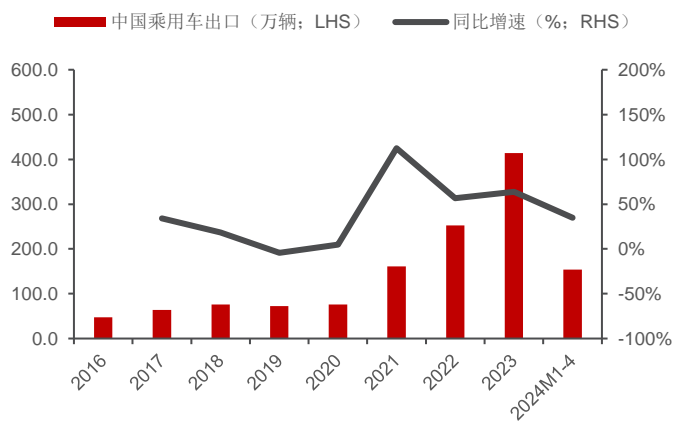
自 2022H2 起，公司乘用车出口批发销量快速增长，2024 年 4 月单月出口批发销量突破 4 万辆，创历史新高。2023 年，公司乘用车出口批发销量 24.3 万辆，同比+334.2%，占公司新能源乘用车批发销量的 8.1%，出口批发销量快速增长；中国乘用车出口批发销量 414.0 万辆，同比+63.7%，公司占比 5.9%，同比+3.7pts。2024 年 4 月，公司乘用车单月出口批发销量 4.1 万辆，同比+176.6%，单月出口量创历史新高；中国乘用车单月出口批发销量 42.9 万辆，同比+35.9%，公司占比 9.6%。公司于 2021 年正式开启新能源乘用车出海战略，依托国内产业链优势，短短数年取得了丰硕的成果。

图2：公司乘用车出口批发销量及增速（万辆；%）



资料来源：中汽协，民生证券研究院

图3：中国乘用车出口批发销量及增速（万辆；%）

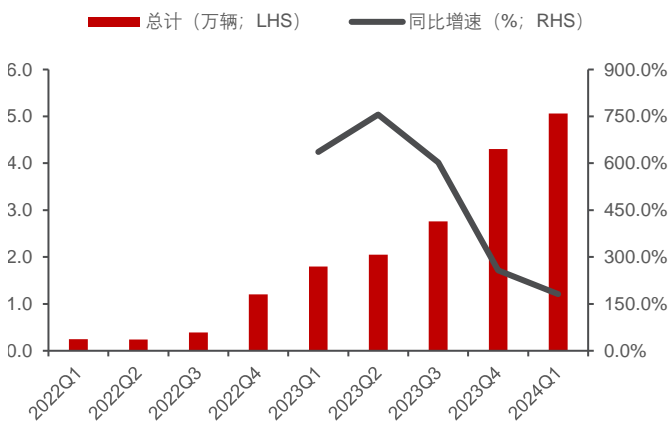


资料来源：中汽协，民生证券研究院

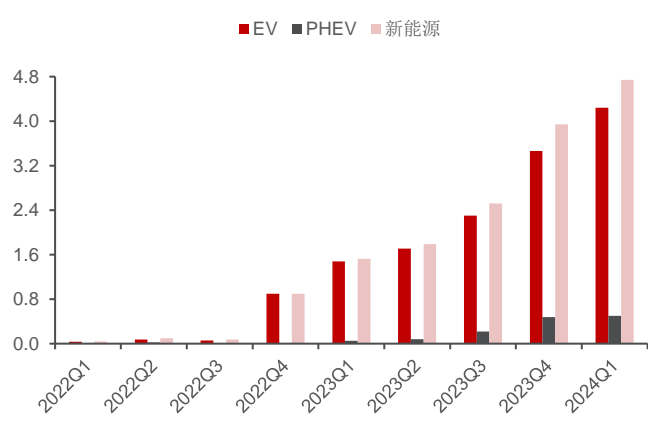
公司海外终端注册量持续增长，长期发展向好。2024Q1 公司海外总终端注册量 5.1 万辆，同比/环比+181.3%/+17.7%；2023 年海外总终端注册量 10.9 万辆，同比+424.1%。借助全球新能源汽车市场增长的机遇，公司不断深化全球化布局，持续强化在全球的影响力。

分动力类型看，纯电汽车占据公司出口的主导地位，优越的新能源技术成为公

司抢占海外市场的关键因素。公司纯电汽车（EV）2024Q1 海外终端注册量 4.2 万辆，同比/环比+187.2%/+22.4%，占海外总终端注册量 83.7%；2023 年海外终端注册量 9.0 万辆，同比+739.9%，占海外总终端注册量 82.0%。公司插电式混合动力汽车（PHEV）2024Q1 海外终端注册量 0.5 万辆，同比/环比+892.3%/+4.8%，占海外总终端注册量 9.9%；2023 年海外终端注册量 0.8 万辆，同比+1,911.2%，占海外总终端注册量 7.6%。作为全球首个宣布停产燃油车的企业，近年来公司不断加速对新能源汽车市场的布局深化，持续扩大品牌在新能源方向的相关优势。

图4：公司海外销售总量及增速（万辆；%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

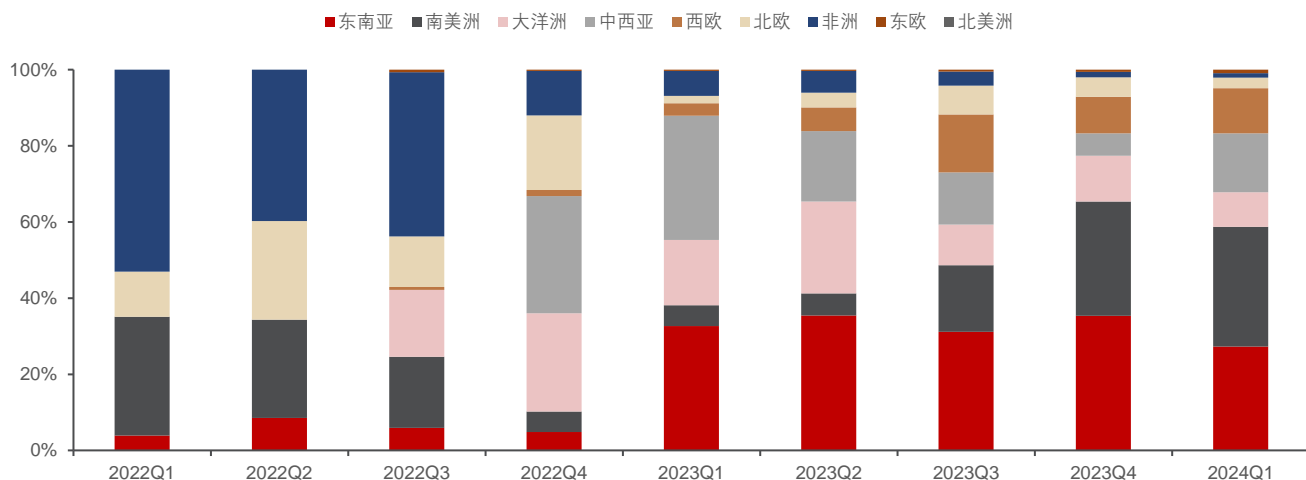
图5：公司出口分动力类型（万辆）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

2.2 出口区域：遍布六大洲 销量集中于重点市场

分区域看，东南亚、南美洲、大洋洲、中西亚和西欧是公司目前的主要出口区域。东南亚/南美洲/大洋洲/中西亚/西欧 2024Q1 公司的终端注册量份额分别为 27.3%/31.5%/9.1%/15.5%/11.9%，2023 年的终端注册量份额分别为 33.9%/18.3%/14.8%/14.6%/9.4%。东南亚等地区近年来密集出台新能源鼓励政策和措施，对新能源汽车需求持续增长。中国与东盟主要国家一直保持着良好的贸易往来，为公司进一步拓展市场提供了发展机遇。

图6: 公司出口分区域占比 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

分国家看, 泰国、巴西、以色列和澳大利亚是公司的重点出口国家, 合计终端注册量占比超七成。2024Q1 公司在四个国家的海外终端注册量合计 3.7 万辆, 占公司海外终端注册量的比重为 72.3%; 2023 年公司终端注册量合计 7.5 万辆, 占比 69.0%。

(1) 泰国: 位于东南亚, 公司 2024Q1 终端注册量 1.0 万辆, 同比/环比 +80.0%/-19.6%; 2023 年终端注册量 3.0 万辆, 同比+9,653.6%。

(2) 巴西: 位于南美洲, 公司 2024Q1 终端注册量 1.5 万辆, 同比/环比 +2,700.9%/+26.5%; 2023 年终端注册量 1.7 万辆, 同比+52,297.0%。

(3) 以色列: 位于中西亚, 公司 2024Q1 终端注册量 0.7 万辆, 同比/环比 +24.1%/+334.9%; 2023 年终端注册量 1.5 万辆, 同比+307.5%。

(4) 澳大利亚: 位于大洋洲, 公司 2024Q1 终端注册量 0.4 万辆, 同比/环比 +113.6%/+20.1%; 2023 年终端注册量 1.2 万辆, 同比+488.6%。由于泰国、以色列等国家实施新能源激励政策, 公司借助技术优势迅速占领市场。

表1: 公司海外重点出口国家情况

国家	地区	公司当地终端注册量 (辆)			占公司海外终端注册量比重 (%)			公司当地市场占有率 (%)		
		2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
泰国	东南亚	312	30,432	9,973	1.5%	27.9%	19.7%	0.0%	3.8%	5.2%
巴西	南美洲	33	17,291	14,873	0.2%	15.8%	29.4%	0.0%	0.8%	3.2%
以色列	中西亚	3,713	15,130	7,293	17.8%	13.9%	14.4%	1.4%	5.8%	8.4%
澳大利亚	大洋洲	2,113	12,438	4,481	10.1%	11.4%	8.8%	0.2%	1.1%	1.6%
埃及	非洲	5,349	3,982	575	25.7%	3.6%	1.1%	3.4%	5.1%	3.8%
德国	西欧		3,872	308	0.0%	3.5%	0.6%	0.0%	0.1%	0.0%

新西兰	大洋洲	1,684	3,713	125	8.1%	3.4%	0.2%	1.5%	3.4%	0.6%
马来西亚	东南亚		3,637	1,919	0.0%	3.3%	3.8%	0.0%	0.5%	1.0%
瑞典	北欧	1,088	3,450	217	5.2%	3.2%	0.4%	0.4%	1.2%	0.3%
日本	东南亚	11	1,446	671	0.1%	1.3%	1.3%	0.0%	0.0%	0.1%
新加坡	东南亚	786	1,416	1,196	3.8%	1.3%	2.4%	2.5%	4.7%	14.7%
挪威	北欧	2,655	1,383	484	12.7%	1.3%	1.0%	1.5%	1.1%	2.2%
CR3		4,058	62,853	32,139	19.5%	57.6%	63.5%	0.1%	2.0%	4.3%
CR6		11,520	83,145	37,503	55.3%	76.2%	74.1%	0.2%	1.1%	2.1%
CR12		17,744	98,190	42,115	85.2%	90.0%	83.2%	0.1%	0.8%	1.4%
总计		20,826	109,148	50,642						

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

2.3 出口车型: 车型矩阵日益丰富 元 PLUS 海外畅销

分车型看,元 PLUS 为公司出海主力车型,海豚终端注册量快速增加,宋 PLUS 和海豹较受欢迎。

(1) 元 PLUS:2024Q1 海外终端注册量 1.6 万辆,同比/环比+10.4%/+6.8%; 2023 年海外终端注册量 6.3 万辆, 同比+679.4%。

(2) 海豚:2024Q1 海外终端注册量 1.4 万辆,同比/环比+23,748.3%/-4.4%; 2023 年海外终端注册量 1.9 万辆, 同比+23,037.8%。

(3) 宋 PLUS: 2024Q1 海外终端注册量 0.5 万辆, 同比/环比 +1,171.5%/+8.1%; 2023 年海外终端注册量 0.8 万辆。其中,元 PLUS (ATTO 3) 作为公司首款“战略出海”的全球化车型,自 2022 年交付以来在泰国、巴西和以色列等多地连续数月问鼎新能源车市场单车型终端注册量冠军,2023 年元 PLUS 海外终端注册量占公司海外总终端注册量的 57.6%,为公司出海主力车型。

表2: 公司出口分车型 (辆)

出口车型	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2022 合计	2022 占比	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2023 合计	2023 占比	2024 Q1
元 PLUS	-	-	20	8,040	8,060	38.7%	14,109	16,279	17,851	14,584	62,823	57.6%	15,570
海豚	-	-	10	72	82	0.4%	60	39	3,915	14,959	18,973	17.4%	14,309
宋 PLUS	-	-	-	-	-	0.0%	383	713	2,070	4,504	7,670	7.0%	4,870
F3	1,297	953	1,695	1,404	5,349	25.7%	1,181	1,172	1,014	615	3,982	3.6%	575
海豹	-	-	-	-	-	0.0%	-	-	91	3,485	3,576	3.3%	8,580
唐	291	621	532	260	1,704	8.2%	205	206	260	576	1,247	1.1%	395
汉	-	-	-	351	351	1.7%	248	193	217	341	999	0.9%	268
宋	59	200	125	22	406	1.9%	121	86	120	269	596	0.5%	131
D1	-	1	12	7	20	0.1%	12	8	298	18	336	0.3%	7
其他	799	623	1,534	1,898	4,854	23.3%	1,685	1,826	1,756	3,679	8,946	8.2%	5,937

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图7：公司部分出口车型图示



资料来源：央广网，民生证券研究院

3 本地化生产稳步推进 渠道布局日臻完善

3.1 出海历程：从商用车到乘用车 公司深耕海外市场

从电池电子到汽车，从商用车到乘用车，从产品到产能，公司深耕海外市场，加速全球扩张。公司走向海外历经四大阶段：

(1) 电池电子业务出海：1998 年，公司在荷兰成立第一家海外分公司，开启早期的电池和电子出海业务，逐步积累国际贸易经验，提高品牌知名度。

(2) 新能源商用车出海：2010 年，公司提出“城市公共交通电动化”战略，开启以公交、大巴为代表的商用车出海。2013 年起，在海外多地建设电动大巴生产基地。新能源商用车的成功出海为公司积累了整车出海的成功经验和市场资源，储备了海外人才，为乘用车出海奠定坚实基础。

(3) 新能源乘用车产品出海：2021 年，以挪威为起点，公司正式宣布“乘用车出海”计划，进一步发力全球市场。截至 2024 年 4 月，公司新能源汽车已遍及全球六大洲的 83 个国家和地区，部分车型在泰国、新加坡、巴西、以色列等多个市场接连斩获新能源车终端注册量冠军。

(4) 新能源乘用车产能出海：2022 年 9 月起，先后宣布在泰国、乌兹别克斯坦、巴西、匈牙利和印尼建设新能源乘用车工厂，从产品出海到产能出海，进一步打开出海空间。

表3：公司新能源乘用车海外销售市场版图

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

资料来源：公司官方，新能源产业家，民生证券研究院

注：数据统计截至 2023 年 9 月

3.2 出海模式：海外建厂+买船海运 加速产能与产品出口

3.2.1 海外乘用车工厂加速布局 本土化生产策略稳步推进

公司持续推进海外生产基地建设，加快落实本地化生产。2022 年 9 月以来，公司先后宣布在泰国、乌兹别克斯坦、巴西、匈牙利和印尼建设新能源乘用车工厂，辐射东南亚、中亚、美洲和欧洲区域，五座工厂的合计规划新能源乘用车年产能超过百万辆。目前，公司乌兹别克斯坦工厂已于 2024 年 1 月实现首车投产下线，泰

国工厂已于 2024 年 7 月投产，巴西工厂预计将于 2024H2 建成投入运营，印尼工厂和匈牙利工厂预计将于 2026 年左右建成投入运营。此外，公司也计划在墨西哥等地建厂，加快海外建厂步伐。

表4：公司海外乘用车工厂建设规划

地区&国家	宣布时间	预计投产时间	投资规模	年产能和车型规划	工厂进展
东南亚-泰国	2022.9	2024 年 7 月 4 日已正式投产	178.91 亿泰铢 (约 34 亿人民币)	15 万辆 (BEV 和混合动力汽车)	2022 年 9 月，签约泰国 WHA 伟华工业园，正式签署土地认购、建厂相关协议； 2023 年 3 月，在泰国举行首家海外乘用车生产基地奠基仪式； 泰国工厂为公司全资投建的首个海外乘用车工厂。
东南亚-印尼	2024.1	2026H1	13 亿美元 (约 94 亿人民币)	15 万辆	2024 年 1 月，印尼经济统筹部部长宣布公司将在印尼投资建设一家汽车工厂； 2024 年 4 月，公司汽车印尼公司宣布与“梳邦智能城市” (Subang Smartpolitan) 工业区开发商 PT Suryabuat Swadaya 签署合作协议。Suryacipta Swadaya 声明称，公司已将“梳邦智能城市”工业园区作为电动汽车工厂选址。
中亚-乌兹别克斯坦	2022.12	2024, 2024.1 首车 (宋 PLUS DM-i) 投产下线	-	一、二期均为 5 万辆，三期建成后将达到 30 万辆； 计划 2027 年实现年产 50 万辆 (驱逐舰、宋)	2022 年 12 月，公司与 UzAuto 签署合资协议，正式成立合资公司“公司乌兹别克斯坦工厂”，生产新能源汽车及相关零部件，乌兹别托萨诺阿特公司占授权资本的 60%，公司欧洲公司 (荷兰) 占 40%； 2023 年 9 月，与乌兹别克斯坦共和国投资、工业与贸易部签署投资协议，乌兹别克斯坦投资、工业与贸易部将为公司与 UzAuto 的合资企业在整车和零部件生产等方面提供政策支持。
美洲-巴西	2023.7	2024H2	最初计划 30 亿雷亚尔 (约 45 亿人民币)，后计划追加投资至 55 亿雷亚尔 (约 82 亿人民币)	新能源乘用车整车达 15 万辆 (海豚、宋 Plus、Mini)	2023 年 7 月，公司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，包括一座主营电动客车和卡车底盘的生产工厂、一座新能源乘用车整车生产工厂，以及一座专门从事磷酸铁锂电池材料的加工工厂； 2024 年 3 月，巴西生产基地综合体正式开工。
欧洲-匈牙利	2023.12	三年内建成并投入运营	预计数十亿欧元	-	2023 年 12 月 22 日，公司宣布将在匈牙利赛格德市建设一个新能源汽车整车生产基地，该基地将分阶段建设；2024 年 1 月 30 日，公司与匈牙利赛格德市政府正式签署公司匈牙利乘用车工厂的土地认购协议； 匈牙利工厂是公司第一个欧洲新能源乘用车工厂。

资料来源：迪声漂洋，中华人民共和国商务部，人民网，盖世汽车，中亚经贸，金融界，IT 之家，民生证券研究院

公司多年海外电动大巴生产基地的建设，为乘用车的海外本土化生产积累了经验。2013 年，公司在美国建立一座纯电动大巴工厂；2015 年，公司在巴西开设电动巴士底盘工厂；2017 年，在匈牙利建设公司在欧洲的第一座纯电动大巴工厂。海外电动公交车生产基地的建设为公司积累了海外建厂的经验，加速公司乘用车还未本土化生产的步伐。

海外建厂有望为公司带来成本效益和品牌影响力的双重提升。一方面，通过在海外设立生产基地，可以减少因整车出口而产生的运输和关税成本，降低由关税、跨境物流等环节带来的风险。同时，部分建厂地区如东南亚，相比国内劳动力成本更低，将进一步降低公司的生产成本。成本降低将提高产品性价比或利润空间，增加产品在当地的竞争力。另一方面，本地化生产能够为当地创造就业机会，有助于提升品牌在当地的影响力。

3.2.2 积极自建运输船队 加速整车出口

中国汽车出口量攀升，汽车滚装船海运需求增大。2023 年中国乘用车出口 414.0 万辆，同比增长 63.7%，成为全球最大汽车出口国。我国汽车出口以整车出口为主，海运是主要的物流方式，占汽车出口运输的九成以上。其中，汽车滚装船是海运的首选方式，可供汽车可直接驶入驶出，具有运输批量大、装卸效率高、运输成本低的优势。随着中国汽车出口量攀升，汽车滚装船需求大幅增加。

汽车滚装船供不应求，排期加长+运费飞涨加速本土车企组建汽车运输团队。2023 年汽车滚装船运价较 2020 年涨了约 8 倍，车企运输成本大幅增加。截至 2023 年，全球汽车滚装船数量为 700 余艘，国内主要参与者的滚装船总量不到 100 艘，而远洋滚装船的数量仅 10 艘左右。汽车滚装船供不应求，车企海外交付速度受阻。

公司积极打造自有汽车运输船队，保障海外市场的快速交付与拓展，加速整车出口。2022 年末，公司订购了 6 艘汽车运输船，总投资额达到 5.84 亿美元。加上租赁的船舶，公司预期将运营一支至少 8 艘滚装船的出海舰队。公司首艘汽车滚装船“EXPLORER NO.1”（开拓者一号）已于 2024 年 1 月正式起航，为首艘由国内船厂建造、专门用于国产汽车出口的滚装船，装载量 7,000 台。自有汽车运输船队将提高公司的运力和运输效率，满足其海外业务快速扩张带来的整车跨境运输需求。

3.3 出海渠道：因地制宜精选本地经销商 加速渠道布局

出海渠道上，公司主要采用经销商模式，与海外本地经销商合作，实现本地销售网络的快速扩张。公司在海外多地与本地大型优质经销商合作，建立本地化的销售和服务体系，在当地快速铺开销售网络。海外直接开设自营门店存在一定难度，公司选择与熟悉当地市场、受当地消费者认可的本地优质经销商合作，这有助于公司迅速进入当地市场并扩大销售网络。此外，公司还依托海外优质的本地销售服务提供商，为客户提供包括质保、保养、维修、客户关怀和车联网服务等在内的全面售后服务，降低消费者的买车顾虑并提升消费者的用车体验。公司在全球拥有数量庞大的经销商门店，截至 2024 年 6 月初，在欧洲开店超过 260 家，泰国 112 家，巴西 100 家，本地销售网络快速扩张。

公司因地制宜选择经销商合作策略，独家合作可避免价格战，多方合作可拓宽销售渠道。在某些地区，公司选择了独家合作策略，选择特定经销商作为当地市

场的独家合作伙伴。例如，在泰国市场，公司选择 RÊVER Automotive 作为其在泰国的独家授权经销商，有利于统一定价避免价格战，增强信任和品牌影响力；在一些地区，公司采取多元化的合作策略，与多家当地经销商集团建立合作关系，有助于形成相互竞争和拓宽销售渠道。例如，公司在巴西引入 39 个经销商集团服务其销售网络。在引入经销商之后，公司也为销售人员的培训提供支持，帮助经销商提高销售能力。同时增加店面数量、提供金融方案支持，培训建立本地化销售和服务体系。

表5：公司部分重点国家和地区经销商合作情况和门店数量

地区	代表性国家	经销商	介绍	门店
欧洲	德国	Hedin Mobility	公司与 Hedin Mobility 集团合作，为德国本地消费者提供销售、售后等全方位一体化服务；Hedin Mobility 是 欧洲最大的经销商集团之一 ，旗下拥有 330 多家经销商门店，业务涵盖德国等 14 个国家和地区。	截至 2024 年 5 月底，公司累计进入德国、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 ，开设 超过 260 家门店 。
亚太	泰国	RÊVER Automotive	RÊVER Automotive 作为泰国知名的新能源汽车经销商，是公司在泰国的 独家授权经销商 。	截至 2024 年 6 月初，公司和 RÊVER Automotive 的泰国官网显示 已有经销商门店 112 家 。
美洲	巴西	Saga, DVA, Eurobike 等	截至 2024 年 5 月底，公司在巴西的销售网络已涵盖 39 个经销商集团 。	截至 2024 年 5 月底，公司累计在巴西开设了 100 家经销商门店 ，涵盖 135 个指定网点；计划 2024 年达到 250 门店。
中东&南非	以色列	Shlomo Motors	公司指定 Shlomo Motors 为全国经销商，负责电动汽车在当地的销售和售后服务；两者的合作始于公司的电动巴士业务，合作已持续十多年。	截至 2023 年 6 月初，在以色列主要城市海法、特拉维夫等地，共开设 5 家公司门店。

资料来源：公司汽车，迪声漂洋，民生证券研究院

4 把握海外新能源机遇 公司领跑多地新能源车市

东南亚、南美洲、中亚、大洋洲、西欧为公司的重点出口区域，终端注册量占比超九成。公司 2023 年在东南亚、南美洲、中亚、大洋洲、西欧的终端注册量合计为 9.9 万辆，占海外总终端注册量的 90.9%，在北欧、东欧、非洲、北美洲的合计终端注册量占比不足 10%。

泰国/巴西/以色列/澳大利亚分别是公司在东南亚/南美洲/中亚/大洋洲的重点出口国家。2023 年各国终端注册量占区域终端注册量的比重分别为 82.4%/86.8%/94.7%/77.0%；西欧地区公司终端注册量相对分散，表现最好的是德国，2023 年区域终端注册量占比 38.0%。公司在重点出口国家的成功经验可推广至同区域其他国家。

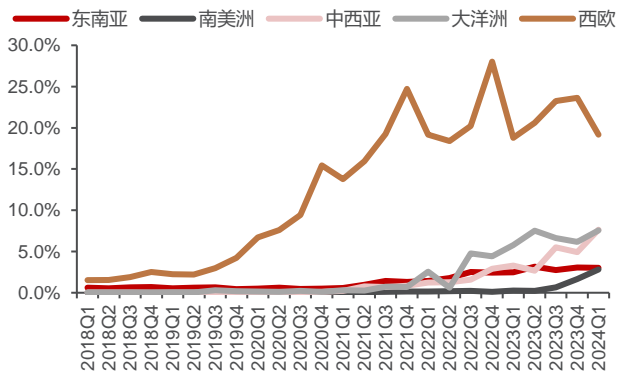
表6：公司重点出口区域和国家终端注册量情况

地区	国家	区域终端注册量 (万辆)			占海外终端注册量比重 (%)			国家终端注册量 (万辆)			占区域终端注册量比重 (%)		
		2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
东南亚	泰国	0.1	3.7	1.4	5.3%	33.8%	27.3%	0.0	3.0	1.0	28.1%	82.4%	72.2%
南美洲	巴西	0.3	2.0	1.6	13.3%	18.3%	31.4%	0.0	1.7	1.5	1.2%	86.8%	93.4%
中亚	以色列	0.4	1.6	0.8	17.8%	14.6%	15.5%	0.4	1.5	0.7	100.0%	94.7%	93.0%
大洋洲	澳大利亚	0.4	1.6	0.5	18.2%	14.8%	9.1%	0.2	1.2	0.4	55.6%	77.0%	97.3%
西欧	德国	0.0	1.0	0.6	1.1%	9.3%	11.8%	0.0	0.4	0.0	0.0%	38.0%	5.1%
CR5		1.2	9.9	4.8	55.8%	90.9%	95.1%	0.6	7.9	3.7			

资料来源：Marklines，民生证券研究院

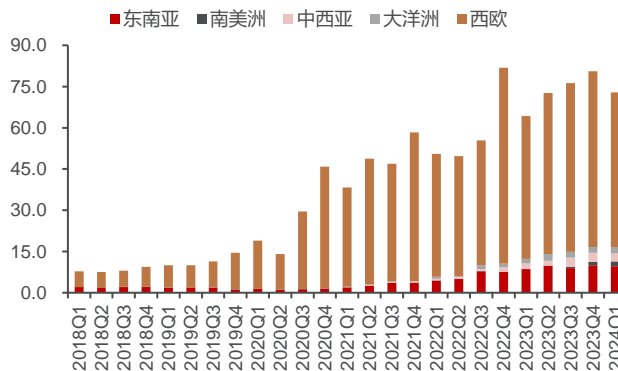
东南亚、南美洲、中亚、大洋洲新能源市场初起步，公司入局较早，出海前景广阔。东南亚/南美洲/中亚/大洋洲新能源起步较晚，于 2022 年后开始发展，公司于 2021 年正式开启新能源乘用车出海战略，入局较早出海前景广阔。东南亚 2024Q1 新能源渗透率为 3.0%，同比+0.5pts，增速较慢，新能源汽车供给较少，处于初起步阶段；南美洲 2024Q1 渗透率 2.8%，同比+2.6pts，增速较快，处于快速起步阶段；中亚/大洋洲 2024Q1 渗透率分别为 7.6%/7.6%，同比+4.3pct/+1.8pts，国内车企快速布局，均处于加速渗透阶段。西欧新能源市场 2019 年开始扩张，2024Q1 新能源渗透率达 19.2%，同比+0.4pts，新能源补贴退坡，新能源发展进入平稳期。

图8: 公司重点出口区域新能源渗透率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图9: 公司重点出口区域新能源车市场规模 (万辆)



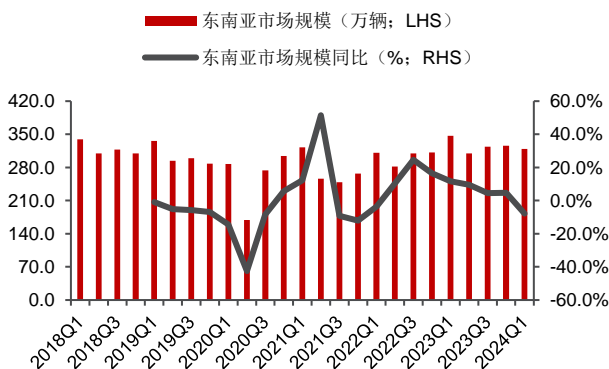
资料来源: Marklines, 民生证券研究院

4.1 东南亚: 市场空间广阔 立足泰国辐射东南亚

4.1.1 东南亚市场空间广阔 新能源市场初起步

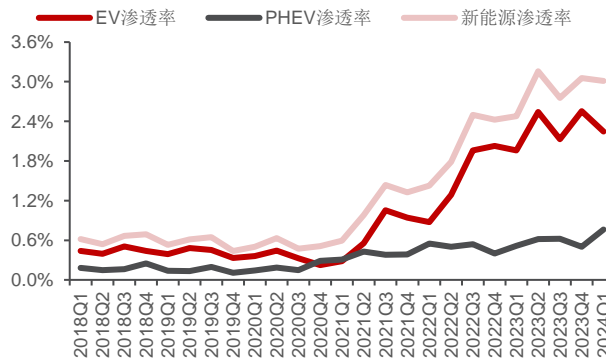
东南亚地区市场规模庞大, 新能源市场处于起步阶段。2024Q1 东南亚市场规模 319.4 万辆, 同比/环比-7.9%/-2.0%; 2023 年市场规模 1,306.1 万辆, 同比+7.5%, 市场规模庞大。2024Q1 新能源渗透率 3.0%, 同比/环比+0.5pts/+0.0pts; 2023 年新能源渗透率 3.0%, 同比+0.8pts, 新能源市场处于起步阶段。

图10: 东南亚市场规模及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图11: 东南亚新能源渗透率 (%)

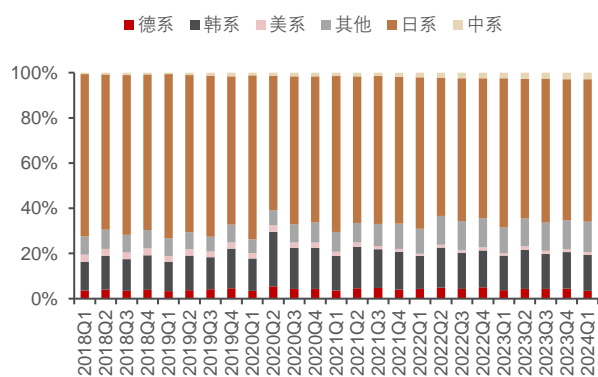


资料来源: Marklines, 民生证券研究院

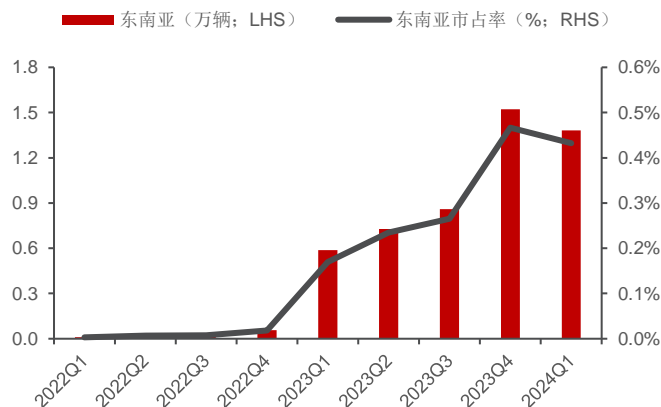
东南亚日系车占据主导地位, 中系车逐步增加, 公司终端注册量增势明显。

2023 年东南亚日系车终端注册量 830.4 万辆, 占比 63.6%; 中系车终端注册量 34.7 万辆, 占比 2.7%。公司在东南亚的终端注册量增势明显, 2024Q1 终端注册

量 1.4 万辆，同比/环比+135.2%/-9.2%，市占率 0.5%；2023 年终端注册量 3.7 万辆，同比+3,231.5%，市占率 0.3%。

图12：东南亚各车系市占率（%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

图13：东南亚公司终端注册量及市占率（万辆；%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

泰国为公司东南亚的主力市场，马来西亚和新加坡终端注册量增速明显。

公司在泰国 2024Q1 的终端注册量 1.0 万辆，同比/环比+80.0%/-19.6%，市占率 5.2%；2023 年终端注册量 3.0 万辆，同比+9,653.6%，市占率 3.9%。马来西亚 2024Q1 终端注册量 0.2 万辆，环比+22.9%，市占率 1.0%；2023 年终端注册量 0.4 万辆，市占率 0.5%。借助东盟各国的税收优惠和补贴政策，公司凭借技术优势进一步拓展海外布局。

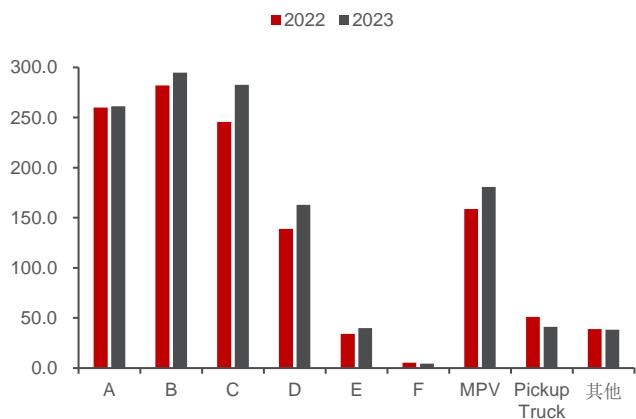
表7：东南亚公司出口国家（辆）

出口国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
泰国	-	-	-	312	5,542	5,625	6,858	12,407	9,973
马来西亚	-	-	-	-	-	1,081	995	1,561	1,919
日本	-	-	9	2	208	325	353	560	671
新加坡	96	204	223	263	124	239	387	666	1,196
菲律宾	-	-	-	-	-	-	-	15	57

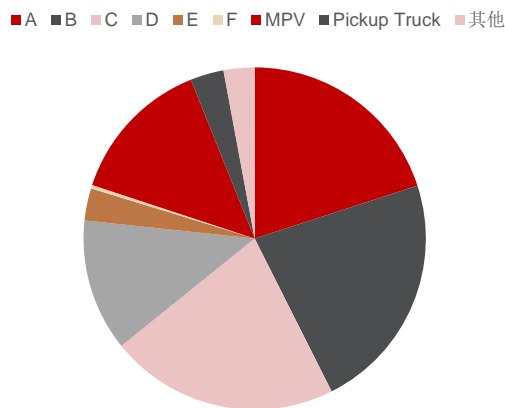
资料来源：Marklines，民生证券研究院

东南亚市场 A/B/C 级车终端注册量分布均衡，SUV-C 级车元 PLUS 为公司主力车型，B 级车海豚后来居上。2023 年，东南亚市场 A 级车终端注册量为 261.2 万辆，占比 20.0%；B 级车终端注册量为 294.9 万辆，占比 22.6%；C 级车终端注册量为 282.6 万辆，占比 21.6%。公司元 PLUS 作为主力车型，2024Q1 终端注册量 0.3 万辆，同比/环比-42.2%/-34.1%；2023 年终端注册量 2.3 万辆，同比+7,228.53%；2023 年连续多月终端注册量夺冠，持续领跑泰国纯电动乘用车市

场。海豹 2023Q3 开始进入东南亚市场，表现良好，2024Q1 终端注册量 0.5 万辆，超越元 PLUS。

图14：东南亚各级别车终端注册量（万辆）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

图15：2023年东南亚各级别车市占率（%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

表8：东南亚公司出口车型（辆）

出口车型	级别	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
元 PLUS	SUV-C	-	-	-	312	5,542	6,706	5,751	4,866	3,206
海豚	B	-	-	-	-	-	-	2,102	7,307	5,133
海豹	D	-	-	-	-	-	-	-	1,810	3,605
汉	E	-	-	-	-	-	-	-	-	5
其他		96	204	232	265	332	564	740	1,226	1,867

资料来源：Marklines，民生证券研究院

东南亚主流品牌为铃木/丰田/现代等日系韩系品牌，公司海豚位于东南亚轿车市场的主流价格带上。2023 年，东南亚前五大竞品轿车车型在马来西亚的起售价区间为 5.6-21.5 万元，公司海豚售价 15.4 万元，在轿车的主流价格带内；前五大竞品 SUV 车型在菲律宾的起售价区间为 9.3-18.5 万元，公司元 PLUS 售价 19.8 万元，价格偏高。

表9：2023年东南亚轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量（万辆）	总市占率	轿车市占率	马来西亚起售价（万林吉特）	人民币（万元）
B	Swift	铃木	23.8	1.8%	4.2%	13.1	20.1
B	Yaris	丰田	11.1	0.9%	2.0%	8.8	13.5
C	Corolla	丰田	10.3	0.8%	1.8%	14.0	21.5
A	Axia	Perodua	8.3	0.6%	1.5%	4.0	6.1

B	Bezza	Perodua	8.1	0.6%	1.4%	3.7	5.6
B	Dolphin	公司	0.9	0.1%	0.2%	10.0	15.4

资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

注: 已剔除没有在马来西亚售卖的车型, 方便与公司做价格对比; 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 马来西亚林吉特 ≈ 1.54 人民币

表10: 2023 年东南亚 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	SUV 市占率	菲律宾起售价 (万比索)	人民币 (万元)
SUV-C	Creta (ix25)	现代	16.8	1.3%	3.5%	104.8	13.0
SUV-C	SELTOS	起亚	16.6	1.3%	3.4%	119.8	14.8
SUV-C	Corolla Cross	丰田	12.4	1.0%	2.6%	149.8	18.5
SUV-C	Yaris Cross	丰田	12.1	0.9%	2.5%	120.4	14.9
SUV-B	Raize	丰田	10.4	0.8%	2.2%	75.1	9.3
SUV-C	Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	0.0	0.2%	0.5%	159.8	19.8

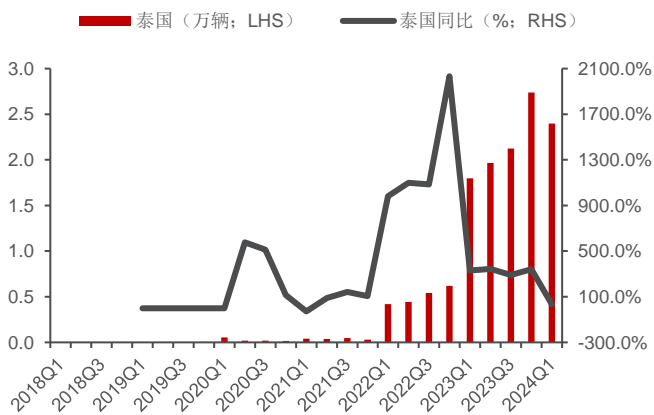
资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

注: 已剔除没有在菲律宾售卖的车型, 方便与公司做价格对比; 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 菲律宾比索 ≈ 0.12 人民币

4.1.2 泰国积极推动电动化转型 公司纯电领跑泰国

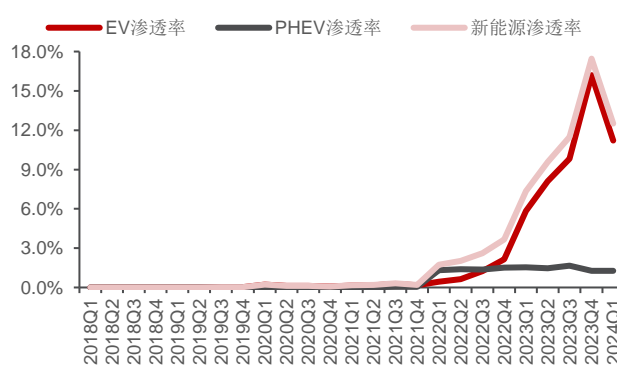
泰国汽车行业处于转型变革期, 2022Q1 起新能源渗透率迅速攀升。泰国新能源市场 2024Q1 终端注册量 2.4 万辆, 同比/环比+33.3%/-12.5%; 新能源渗透率 12.5%, 同比+5.1pts, EV 渗透率 11.2%, 同比+5.4pts; 2023 年总终端注册量 8.6 万辆, 同比+325.9%; 新能源渗透率 10.9%, 同比+8.5pts, EV 渗透率 9.4%, 同比+8.4pts。随着泰国政府加大电动汽车政策扶持力度, 市场发展迅速。目前新能源渗透率尤其是纯电渗透率在迅速攀升, 预计有较大的市场增长空间。

图16: 泰国新能源市场规模及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

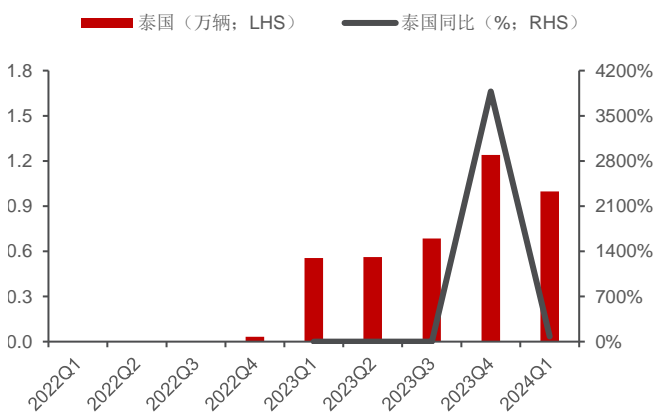
图17: 泰国市场新能源渗透率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

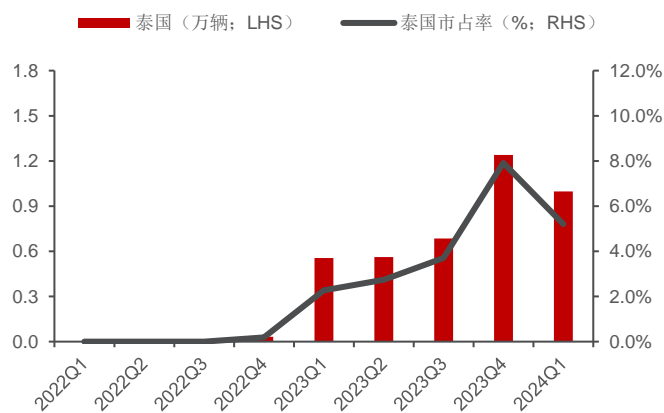
公司 2022 年 8 月进入泰国，目前泰国终端注册量占东南亚终端注册量比重超七成，以泰国为中心，加快东南亚新能源出海。公司在泰国 2024Q1 终端注册量 1.0 万辆,同比/环比+80.0%/-19.6%,市占率 5.2%,同比/环比+2.9pts/-2.7pts,占东南亚终端注册量比重为 72.2%;2023 年终端注册量 3.0 万辆,同比+9,653.6%,市占率 3.9%,同比+3.8pts,占东南亚终端注册量比重为 82.4%。受益于泰国新能源市场增长，公司市占率迅速提升。预计 2024 年泰国右舵车工厂开始运营后，终端注册量和市占率有望进一步提升。

图18: 泰国市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图19: 泰国市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

泰国日系占比超八成，公司聚焦新能源赛道避开竞争。泰国没有本土车企，铃木、丰田等车企在泰国扎根 60 年左右，泰国市场车型长期以日系为主，市场份额超八成。泰国正推动电动化转型，日系反应较慢，公司聚焦新能源赛道，可避免在传统的市场与主流品牌竞争。

公司领跑泰国新能源汽车市场，2023 年销售占比 35.3%，同比+33.8pts。2023 年，泰国新能源汽车市场前五大品牌分别为比亚迪/上汽/合众新能源/特斯拉和长城，终端注册量分别为 3.0/1.3/1.3/0.8/0.8 万辆，新能源占比分别为 35.3%/15.4%/14.8%/9.5%/9.2%，合计 84.2%。2024Q1，公司终端注册量 1.0 万辆，占比上升至 41.6%。

表11: 泰国新能源市场前五大品牌终端注册量及比重 (单位: 辆)

集团	终端注册量			终端注册量比重		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
比亚迪	312	30,432	9,973	1.5%	35.3%	41.6%
上汽集团	4,760	13,267	3,023	23.5%	15.4%	12.6%
合众新能源	71	12,777	2,805	0.4%	14.8%	11.7%
Tesla	422	8,206	1,288	2.1%	9.5%	5.4%

长城汽车)	3,848	7,913	841	19.0%	9.2%	3.5%
CR5	9,413	72,595	17,930	46.5%	84.2%	74.8%
合计	20,244	86,225	23,958	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

注: 按 2023 年新能源车终端注册量排序

公司元 PLUS 问鼎泰国新能源汽车市场 2023 年终端注册量冠军。截至 2024Q1, 泰国新能源汽车市场共有 19 个品牌投放 85 款新能源车, 公司在泰国市场投放的车型有元 PLUS/海豚/海豹三款纯电动车型, 2023 年终端注册量分别为 1.9/0.9/1.8 万辆, 占比 22.3%/10.9%/2.1%, 均进入了 2023 年泰国新能源车终端注册量前十。

表12: 泰国新能源市场前十大车型终端注册量及比重 (单位: 辆)

车型	品牌	动力	级别	终端注册量			终端注册量比重		
				2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
元 PLUS (ATTO 3)	比亚迪	EV	SUV-C	312	19,213	2,072	1.5%	22.3%	8.6%
哪吒 V	合众新能源	EV	SUV-C	71	12,777	2,805	0.4%	14.8%	11.7%
海豚 (Dolphin)	公司	EV	B	-	9,409	4,296	0.0%	10.9%	17.9%
欧拉好猫	长城	EV	C	3,828	6,712	457	18.9%	7.8%	1.9%
Model Y	Tesla	EV	SUV-D	232	5,881	215	1.1%	6.8%	0.9%
名爵 4	上汽	EV	C	-	4,832	1,728	0.0%	5.6%	7.2%
名爵 EP	上汽	EV	D	2,361	4,181	620	11.7%	4.8%	2.6%
Model 3	Tesla	EV	D	186	2,324	1,073	0.9%	2.7%	4.5%
海豹 (Seal)	比亚迪	EV	D	-	1,810	3,605	0.0%	2.1%	15.0%
名爵 ZS	上汽	EV	SUV-C	805	1,753	203	4.0%	2.0%	0.8%
CR10				7,795	68,892	17,074	38.5%	79.9%	71.3%
合计				20,244	86,225	23,958	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

注: 按 2023 年新能源车终端注册量排序

泰国畅销车型以日系车为主, 公司元 PLUS 凭借产品力优势突围。2023 年, 泰国前五大轿车车型起售价区间为 10.9-19.1 万元, 公司海豚和海豹售价分别为 13.8 万/26.5 万元人民币; 前四大 SUV 车型起售价区间为 19.4-27.7 万元, 公司元 PLUS 售价 18.0 万, 处于泰国 SUV 车型主流价格带, 凭借产品力优势强势突围, 2023 年终端注册量 1.9 万台, 位列泰国 SUV 市场第五名。

表13: 2023 年泰国轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	轿车市占率	泰国起售价 (万泰铢)	人民币 (万元)
C	Yaris ATIV	丰田	5.6	7.0%	23.0%	54.9	10.9
C	City	本田	4.3	5.5%	17.9%	59.9	11.8

B	Yaris	丰田	1.8	2.3%	7.5%	55.9	11.1
C	Civic	本田	1.3	1.7%	5.6%	96.5	19.1
B	Demio (Mazda 2)	马自达	1.0	1.3%	4.3%	59.9	11.8
B	Dolphin	比亚迪	0.9	1.2%	3.9%	70.0	13.8
D	Haibao/Seal	比亚迪	0.2	0.23%	0.75%	132.5	26.2

资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

注: 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 泰铢 ≈ 0.20 人民币

表14: 2023 年泰国 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	SUV 市占率	泰国起售价 (万泰铢)	人民币 (万元)
SUV-D	Fortuner	丰田	2.6	3.2%	12.0%	140.0	27.7
SUV-C	HR-V	本田	2.2	2.8%	10.5%	97.9	19.4
SUV-D	MU-X	五十铃	2.2	2.8%	10.5%	118.4	23.4
SUV-C	Corolla Cross	丰田	2.0	2.5%	9.3%	99.9	19.8
SUV-C	Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	1.9	2.4%	9.0%	90.0	17.8

资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

注: 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 泰铢 ≈ 0.20 人民币

4.1.3 公司泰国工厂今年将投产 立足泰国辐射东南亚

泰国积极推动“电动化”转型, 推出“EV3.5”电动汽车激励措施。泰国是东盟最大的汽车市场和东南亚汽车制造中心, 具备完整的汽车工业产业链, 泰国也通过各项措施积极促进汽车电动化发展。泰国政府推出为期四年 (2024-2027 年) 的“EV3.5”电动汽车激励措施, 旨在促进电动汽车行业持续扩张, 推动泰国成为区域领先的电动汽车生产基地, 实现到 2030 年零排放汽车产量至少占国内汽车总产量的 30% 的“30@30”政策目标。在政策推动下, 泰国新能源销售和制造市场有望持续加速扩张。

表15: 泰国“EV3.5”电动汽车激励措施 (2024-2027 年)

政策类型	具体措施
为消费者提供价格补贴	售价不超过 200 万泰铢, 电池容量大于 50 千瓦时的电动汽车, 第 1 年每辆汽车获得 10 万泰铢的补贴, 第 2 年获得 7.5 万泰铢补贴, 第 3-4 年获得 5 万泰铢补贴; 电池容量小于 50 千瓦时的电动汽车, 第 1 年每辆汽车获 5 万泰铢的补贴, 第 2 年获得 35,000 泰铢, 第 3-4 年获得 25,000 泰铢补贴。
降低新能源汽车整车进口关税	2024—2025 年, 售价不超过 200 万泰铢 (约为人民币 394,640 元) 的新能源汽车整车进口关税将降低 40%。
下调消费税率	2024-2025 年, 售价不超过 700 万泰铢 (约为人民币 1,381,240 元) 的进口新能源汽车消费税将从 8% 降至 2%。
刺激车企对泰国投资	针对享有 EV3.5 激励措施的电动汽车制造商, 在 2026 年内汽车进口与生产比例为 1:2, 即国外进口 1 辆, 本土生产 2 辆作为补偿。到 2027 年, 该比例将进一步增至 1:3。

资料来源: 泰国澜象网, 民生证券研究院

公司抓住政策机遇泰国建厂，预计今年下半年投产。2022年9月宣布签约泰国 WHA 伟华工业园，在泰国投资 178.9 亿泰铢（约 34 亿人民币）建设公司首个海外乘用车工厂，泰国工厂已于 2024 年 7 月 4 日正式投产，年产能将达 15 万辆。生产的汽车将投放到泰国本土市场，同时辐射周边东盟国家及其他地区。目前长城汽车、哪吒和上汽名爵 3 家中国车企已开始开始在泰生产电动汽车，公司和广汽埃安将于 2024Q3 或 Q4 投产，长安汽车计划 2025 年初投产。

公司印尼工厂也在筹建中，预计 2026H1 投产。2024 年 1 月，公司宣布将在印尼投资建设一家汽车工厂；2024 年 4 月确定印尼工厂选址。印尼工厂是公司在东南亚的第二个乘用车工厂，预计 2026H1 投产，年产能将达到 15 万辆。

泰国和印尼建厂有利于减少关税成本，以泰国为中心辐射东南亚其他国家。东南亚地区国家普遍实行贸易保护政策，对非东盟国家的汽车进口关税较高，泰国最高关税达 40%，但东盟内部普遍在 0-5%。泰国是东南亚成员国之一，公司通过在东南亚建厂生产新能源车，可以更好辐射东南亚其他国家。

4.1.4 小结+公司东南亚出海空间预测

东南亚市场：新能源市场初起步，公司最大投放区域。东南亚市场规模庞大，新能源市场处于起步阶段，多数国家正积极推动新能源发展，推出新能源税收优惠与补贴政策。公司抓住政策机遇，聚焦新能源赛道避开主流竞争，凭借元 PLUS 和海豚等开拓东南亚市场，同时积极推进在泰国与印尼的乘用车工厂建设。泰国为公司东南亚的主力市场，马来西亚和新加坡终端注册量增速明显。公司纯电领跑泰国新能源汽车市场，泰国工厂已于 2024 年 7 月投产，预计公司将以泰国为中心，加快东南亚新能源出海。

公司东南亚出海空间预测：

从丰田全球扩张历程，看公司远期出海空间。丰田为日本汽车龙头企业，1971 年日本市占率达 40.2%，20 世纪 70 年代，丰田抓住两次石油危机机遇，凭借车型性价比优势出口规模快速提升，之后加速海外建厂的本土化扩张，出口量持续向上。2023 年丰田集团全球销量 1,123.3 万辆，位居全球各车企集团第一，其中海外市场销量占比超八成。对比丰田来看，公司为国内新能源汽车龙头企业，2023 年新能源乘用车批发销量 301.3 万辆，夺得全球新能源汽车市场销量冠军，国内新能源汽车市占率达 33.5%，出口占比 8.1%。公司自 2021 年开启乘用车出海战略，抓住全球新能源转型机遇，凭借领先的新能源技术与性价比优势打开海外市场，同时推进海外重要市场的本土化扩张。公司和丰田均为亚洲企业，分别为全球新能源汽车和燃油车领域的龙头企业，均凭性价比优势打开海外市场，故以丰田集团现行市占率为基础，估计公司各个出口区域的远期市占率，从而测算公司的远期出海空间。

在丰田市占率基础上给予偏低预期。（1）日韩印：给予低预期，东南亚日本和

韩国有强势本土品牌，印度关税壁垒较高，比亚迪进入日韩印市场难度较高，故假设比亚迪最终在日韩印的市占率达到 5.0%；(2) 东南亚（剔除日韩印）：考虑到产品力优势，假设比亚迪最终做到丰田东南亚（剔除日韩印）市占率的 100.0%

表16：公司东南亚出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
东南亚市场规模（万辆）	1,214.5	1,306.1	7.5%	1,300.0	
日韩印市场规模（万辆）	912.5	1,002.5	9.9%	990.0	
东南亚市场规模（剔除日韩印）（万辆）	302.0	303.6	0.5%	310.0	
丰田东南亚市占率（%）	24.9%	26.7%			
丰田日韩印市占率（%）	20.9%	23.8%			
丰田东南亚市占率（剔除日韩印）（%）	36.8%	36.1%			
公司东南亚市占率（%）	0.0%	0.3%			
公司日韩印市占率（%）	0.0%	0.0%		5.0%	假设公司最终在日韩印的市占率达到 5.0%
公司东南亚市占率（剔除日韩印）（%）	0.0%	1.2%		36.4%	=1.0*丰田东南亚市占率（剔除日韩印）（36.4%）
公司东南亚销量（万辆）	0.1	3.7	3,231.5%	162.5	
公司日韩印销量（万辆）	0.0	0.1	13,045.5%	49.5	=5.0%*日韩印市场规模（990.0）
公司东南亚销量（剔除日韩印）（万辆）	0.1	3.6	3,133.2%	113.0	=36.4%*东南亚市场规模（剔除日韩印）（310.0）

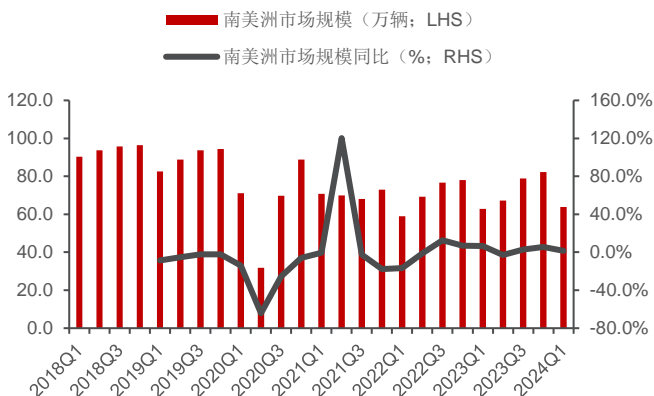
资料来源：Marklines，民生证券研究院测算

4.2 南美洲：公司主导巴西新能源车市 深化本土化扩张

4.2.1 南美洲新能源快速起步 公司增势明显

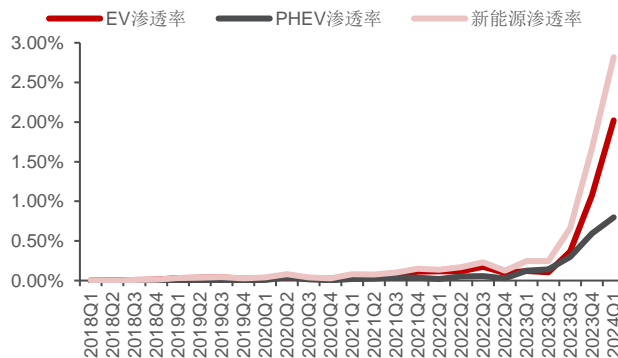
南美洲新能源市场处于起步阶段但增速较快。2024Q1 市场规模 63.8 万辆，同比/环比为+1.6%/-22.4%；2023 年市场规模 291.1 万辆，同比+2.9%。2024Q1 新能源渗透率 2.8%，同比/环比+2.6pts/+1.2pts；2023 年新能源渗透率 0.8%，同比+0.6pts。

图20: 南美洲市场规模及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

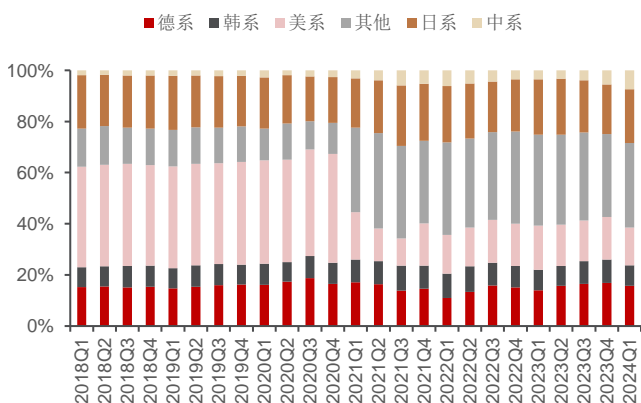
图21: 南美洲新能源渗透率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

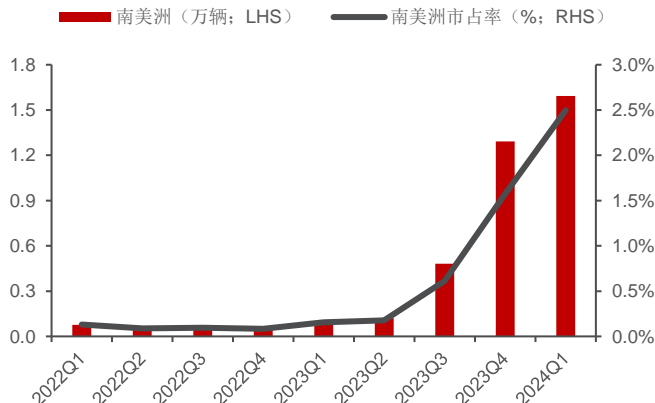
南美洲竞争格局较为分散，中系占比提升，公司2023Q3起终端注册量快速增长。2024Q1中系品牌终端注册量4.8万辆，占比7.5%；2023年中系终端注册量12.0万辆，占比4.1%。公司2023Q3起终端注册量快速增长，处于持续上升空间。2024Q1终端注册量1.6万辆，同比/环比+1,511.8%/+23.2%，市占率2.5%；2023年终端注册量2.0万辆，同比+619.3%。

图22: 南美洲各车系占比 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图23: 南美洲公司终端注册量及市占率 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

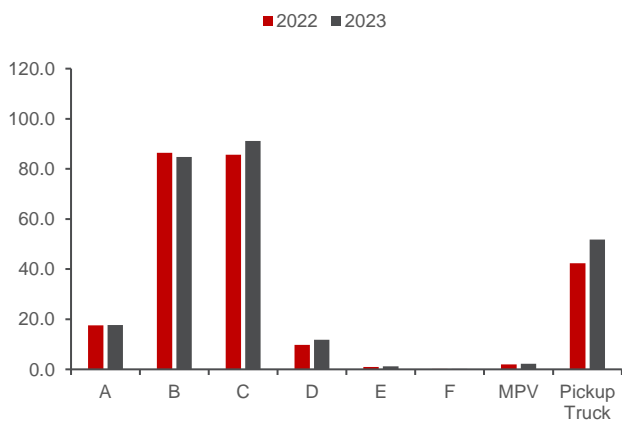
巴西为公司南美洲的主要市场，2023年区域终端注册量比重超八成。2024Q1终端注册量1.5万辆，同比/环比+2,700.9%/+26.5%，市占率3.2%，区域终端注册量比重为93.4%；2023年终端注册量1.7万辆，同比+52,297.0%，市占率0.8%，区域终端注册量比重为86.8%。

表17: 南美洲公司出口国家 (辆)

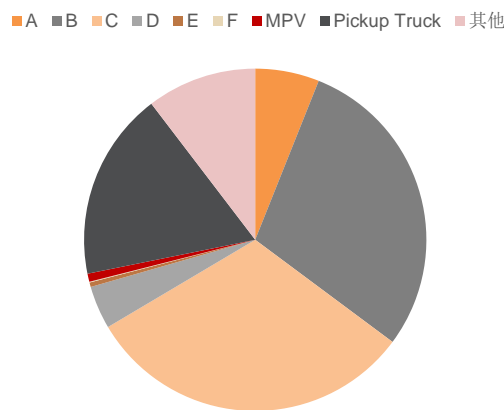
出口国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
巴西	3	12	11	7	531	759	4,239	11,762	14,873
哥伦比亚	696	482	516	293	249	228	246	657	362
乌拉圭	63	126	208	354	203	179	253	378	509
智利	-	-	-	-	5	34	80	128	181

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

南美洲市场以 B 级车和 C 级车为主, 占总终端注册量超六成, B 级车海豚和 SUV-D 级车宋 PLUS 为公司主力车型。2023 年, 南美洲市场 B 级车终端注册量为 84.8 万辆, 占比 29.1%; C 级车终端注册量为 91.1 万辆, 占比 31.3%。宋 PLUS 和海豚为公司在南美洲的主力车型, 表现亮眼。公司宋 PLUS 2024Q1 终端注册量 0.5 万辆, 同比/环比+1,171.5%/+8.1%; 2023 年终端注册量 0.8 万辆, 是 8 月巴西最畅销的插电式混动车型。公司海豚 2024Q1 终端注册量 0.5 万辆, 同比+8,930.0%; 2023 年终端注册量 0.7 万辆, 同比+8,492.7%, 是最畅销的电动车型之一。

图24: 南美洲各级别车终端注册量 (万辆)


资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图25: 2023 年南美洲各级别车市占率 (%)


资料来源: Marklines, 民生证券研究院

表18: 公司南美洲地区出口车型 (辆)

出口车型	级别	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
宋 PLUS	SUV-D	-	-	-	-	383	713	2,070	4,504	4,870
海豚	B	-	-	10	72	60	24	1,519	5,443	5,418
元 PLUS	SUV-C	-	-	-	-	79	-	277	976	723
海豹	D	-	-	-	-	-	-	91	949	1,415
宋	SUV-D	59	200	125	22	121	86	120	269	131
BYD D1	MPV	-	1	12	7	12	8	298	18	7
元	SUV-C	34	96	10	180	56	62	65	133	82

汉	E	-	-	-	-	35	19	12	12	25
BYD T3	MPV	3	12	-	-	22	12	5	9	13
BYD e5	D	2	2	1	12	5	-	-	2	-
e1	B	6	2	-	-	-	-	-	-	-
海鸥 (海豚 mini)	A	-	-	-	-	-	-	-	-	2,494
e2	C	8	7	-	-	-	-	-	-	-
e3	C	16	6	-	-	-	-	-	-	-
其他		634	294	577	361	215	276	361	610	747

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

南美洲车型竞争格局较为分散, 公司定位中高端, 展现产品力。2023年, 南美洲前五大轿车车型在巴西的起售价区间为 11.8-15.3 万人民币, 公司海豚售价 20.2 万人民币, 海豹则高达 40.0 万人民币; 前五大 SUV 车型在巴西的起售价区间为 16.2-24.3 万人民币, 公司宋 PLUS 和元 PLUS 售价均为 31.0 万人民币, 公司在南美洲尤其是巴西的定价远高于当地主流价格带和同款产品其他区域定价, 定位中高端而销售占比提升较快, 展现产品力。

表19: 2023 年南美洲轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	轿车市占率	巴西起售价 (万雷亚尔)	人民币 (万元)
C	HB20	现代	12.0	4.1%	10.3%	8.8	11.8
B	Polo	大众	11.9	4.1%	10.2%	11.4	15.3
B	Onix	雪佛兰	11.3	3.9%	9.7%	8.8	11.8
B	Cronos	菲亚特	9.5	3.3%	8.2%	9.4	12.7
C	Onix Plus	雪佛兰	7.5	2.6%	6.4%	9.9	13.4
B	Dolphin	比亚迪	0.7	0.2%	0.6%	15.0	20.2
D	Haibao/Seal	比亚迪	0.1	0.0%	0.1%	29.7	40.0

资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

 注: 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 巴西雷亚尔 \approx 1.35 人民币

表20: 2023 年南美洲 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	SUV 市占率	巴西起售价 (万雷亚尔)	人民币 (万元)
SUV-B	Tracker	雪佛兰	8.2	2.8%	9.0%	12.0	16.2
SUV-C	T-Cross	大众	7.6	2.6%	8.4%	12.0	16.2
SUV-C	Creta (ix25)	现代	6.6	2.3%	7.3%	12.0	16.2
SUV-C	Compass	吉普	6.2	2.1%	6.8%	18.0	24.3
SUV-C	Corolla Cross	丰田	5.8	2.0%	6.4%	17.9	24.1
SUV-D	Song PLUS	比亚迪	0.8	0.3%	0.8%	23.0	31.0
SUV-C	Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	0.1	0.0%	0.1%	23.0	31.0

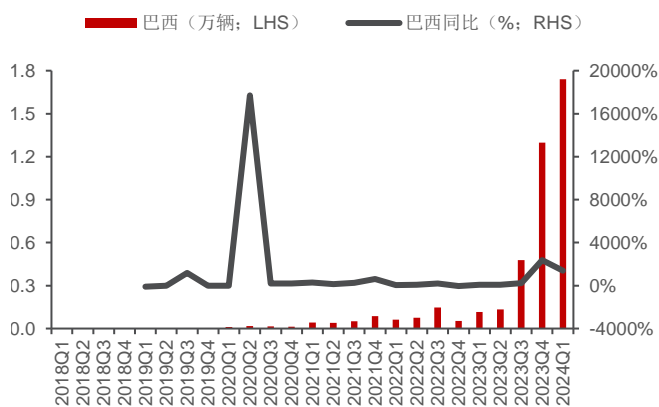
资料来源: Marklines, 各家车企官网, 民生证券研究院

 注: 使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率: 1 巴西雷亚尔 \approx 1.35 人民币

4.2.2 巴西新能源市场快速崛起 公司强势主导

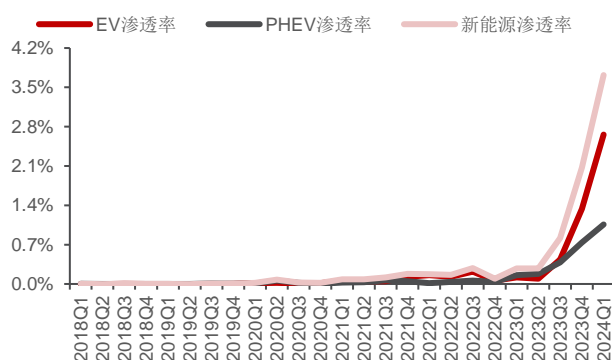
巴西新能源市场迅速崛起。巴西新能源市场 2024Q1 终端注册量 1.7 万辆，同比/环比+1,395.5%/+34.1%，渗透率 3.7%；2023 年总终端注册量 2.0 万辆，同比+496.4%，渗透率 1.0%。随着巴西政府大力推行清洁能源补贴政策，预计巴西新能源市场的发展空间和增量极大。

图26: 巴西新能源市场规模及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

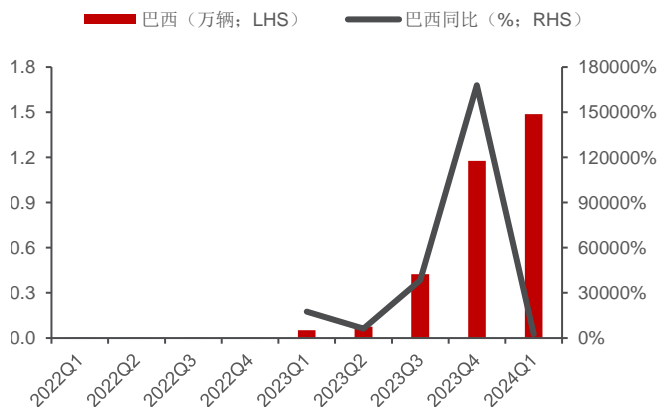
图27: 巴西市场新能源渗透率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

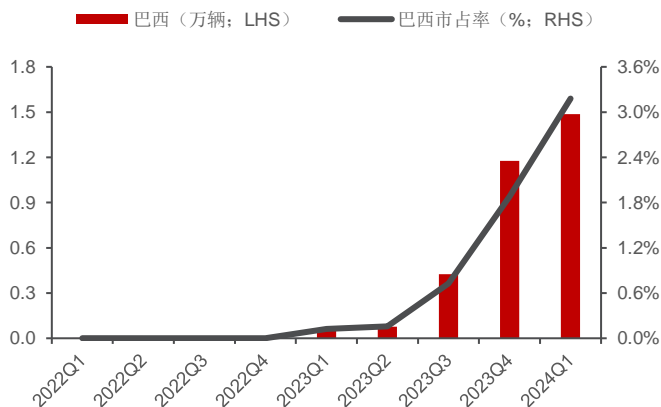
2021年12月进入巴西乘用车市场，赶上巴西新能源汽车发展风口，公司迅速起量。公司 2024Q1 终端注册量 1.5 万辆，同比/环比+2,700.9%/+26.5%，市占率 3.2%，同比/环比+3.1pts/1.3pts；2023 年终端注册量 1.7 万辆，同比+52,297.0%，市占率 0.8%，同比+0.8pts。

图28: 巴西市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图29: 巴西市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

公司主导巴西新能源汽车市场，2023 年销售占比 85.5%，同比+84.5pct。2023 年，巴西新能源汽车市场前三大品牌分别为公司/宝马/长城，终端注册量分别为 1.7/0.1/0.18 万辆，新能源占比分别为 85.5%/4.1%/3.8%。2024Q1，公司终端注册量 1.5 万辆，接近 2023 年全年终端注册量，持续主导巴西新能源市场。

表21：巴西新能源市场前五大品牌终端注册量及比重（辆）

集团	终端注册量			终端注册量比重		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
比亚迪	33	17,291	14,873	1.0%	85.5%	85.5%
宝马集团	892	830	103	26.3%	4.1%	0.6%
长城汽车	-	772	1,892	0.0%	3.8%	10.9%
江淮汽车	661	456	118	19.5%	2.3%	0.7%
雷诺-日产	544	370	24	16.0%	1.8%	0.1%
CR5	2,130	19,719		62.8%	97.5%	0.0%
合计	3,391	20,225	17,393	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

巴西新能源汽车市场竞争较小，宋 PLUS 和海豚在巴西热销。截至 2024Q1，巴西新能源汽车市场共有 11 个品牌投放 26 款新能源车，新能源市场竞争较小，公司在巴西市场共投放 8 款车型，一半进入终端注册量前十，宋 PLUS/海豚/元 PLUS/海豹占据 2023 年巴西新能源车终端注册量前四，2023 年终端注册量分别为 0.8/0.7/1.3/1.0 万辆，占比 37.9%/33.6%/6.6%/5.1%。

表22：巴西新能源市场前十大车型终端注册量及比重（辆）

车型	品牌	动力	级别	终端注册量			终端注册量比重		
				2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
宋 PLUS	比亚迪	PHV	SUV-D	-	7,670	4,870	0.0%	37.9%	28.0%
海豚 (Dolphin)	比亚迪	EV	B	-	6,800	5,333	0.0%	33.6%	30.7%
元 PLUS (ATTO 3)	比亚迪	EV	SUV-C	-	1,332	723	0.0%	6.6%	4.2%
海豹 (Seal)	比亚迪	EV	D	-	1,040	1,415	0.0%	5.1%	8.1%
ORA 03	长城	EV	C	-	772	1,892	0.0%	3.8%	10.9%
3 Series	宝马	PHV	D	609	568	84	18.0%	2.8%	0.5%
E-JS1	江淮	EV	A	611	373	111	18.0%	1.8%	0.6%
Leaf	雷诺-日产	EV	C	347	370	24	10.2%	1.8%	0.1%
比亚迪 D1	比亚迪	EV	MPV	18	323	-	0.5%	1.6%	0.0%
Taycan	大众	EV	E	241	322	41	7.1%	1.6%	0.2%
CR10				1,826	19,570	14,493	53.8%	96.8%	83.3%
合计				3,391	20,225	17,393	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

4.2.3 公司深耕巴西市场近十年 以巴西为中心辐射拉丁美洲

深耕巴西市场近十年，新能源汽车市场底蕴深厚。公司于 2015 年进入巴西商用车市场，并分别于 2015 年和 2017 年投资建设电动巴士底盘工厂和光伏组件工厂。近十年的耕耘让公司对当地政策法规、风俗习惯、汽车市场的规模以及消费者的用车习惯等有着深刻的认知和了解，为公司打开巴西新能源乘用车市场奠定坚实基础。

公司在巴西新建新能源乘用车工厂，预计 2024H2 投产。2023 年 7 月，宣布在巴西建设由三座工厂组成的大型生产基地综合体，包括一座主营电动客车和卡车底盘的生产工厂、一座新能源乘用车整车生产工厂，以及一座专门从事磷酸铁锂电池材料的加工工厂。巴西生产综合基地预计 2024H2 投产，新能源乘用车整车年产能将达 15 万辆，生产的汽车将投放到巴西，同时辐射拉丁美洲区域。借助 2024 年在巴西投资的乘用车整车车厂开始进行本土生产，公司有望以巴西为核心打开美洲市场。

巴西关税高且附加税项多，建厂可减少税收负担，进一步提升产品性价比。中国纯电动汽车出口到巴西需缴纳 20% 的关税，25% 的海运附加费以及报关费等费用。公司在巴西建厂可以减少税收负担，减少成本，有望进一步提升产品性价比和打开利润空间。

4.2.4 小结+公司南美洲出海空间预测

南美洲市场：新能源市场快速起步，公司深化本土化扩张。南美洲新能源市场处于起步阶段但增速较快，公司 2023Q3 起终端注册量快速增长。巴西为公司在南美洲的主要市场，公司强势主导巴西新能源汽车市场，2023 销售占比超八成。B 级车海豚和 SUV-D 级车宋 PLUS 在巴西畅销，定位中高端，展现公司的产品力。公司于 2015 年进入巴西商用车市场，深耕巴西市场近十年，巴西乘用车工厂预计 2024H2 投产，将进一步降低成本，提升产品性价比和打开利润空间。随着巴西工厂的投产，公司有望以巴西为核心打开南美洲市场。

公司南美洲出海空间预测：因南美市场没有本土强势车企，终端市场对于不同品牌接受度较高，考虑到比亚迪产品力优势，在丰田市占率基础上给予乐观预期，假设公司最终做到丰田南美洲市占率的 150%。

表23：公司南美洲出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
南美洲市场规模 (万辆)	282.8	291.1	2.9%	330.0	
丰田南美洲市占率 (%)	11.6%	11.2%			
公司南美洲市占率 (%)	0.1%	0.7%		17.1%	=1.5*丰田南美洲市占率 (11.4%)
公司南美洲销量 (万辆)	0.3	2.0	619.3%	56.3	=17.1%*南美洲市场规模 (330.0)

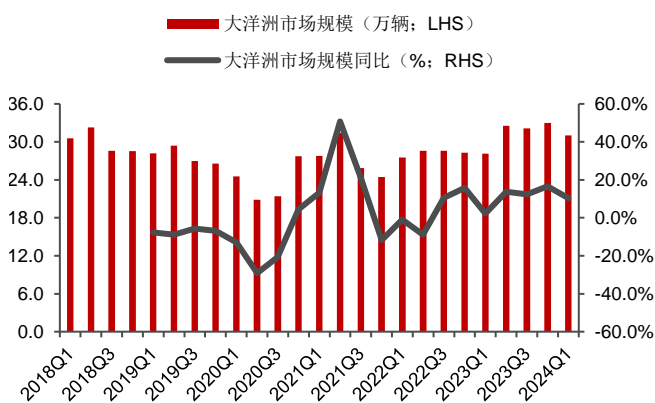
资料来源：Marklines，民生证券研究院测算

4.3 大洋洲：新能源加速渗透 澳大利亚空间可观

4.3.1 大洋洲新能源加速渗透 澳大利亚为主要市场

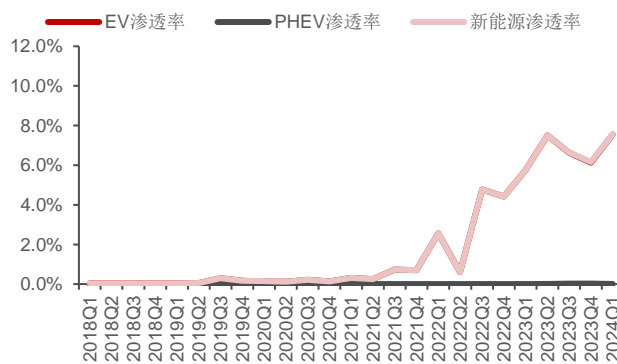
大洋洲地区市场规模小幅增加，新能源加速渗透。大洋洲地区市场规模 31.0 万辆，同比/环比为+10.3%/-6.0%；2023 年市场规模 125.8 万辆，同比+11.3%。2024Q1 新能源渗透率 7.6%，同比/环比+1.8pts/+1.4pts；2023 年新能源渗透率 6.5%，同比+3.5pts，新能源汽车市场处于加速渗透阶段。

图30：大洋洲市场规模及增速（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

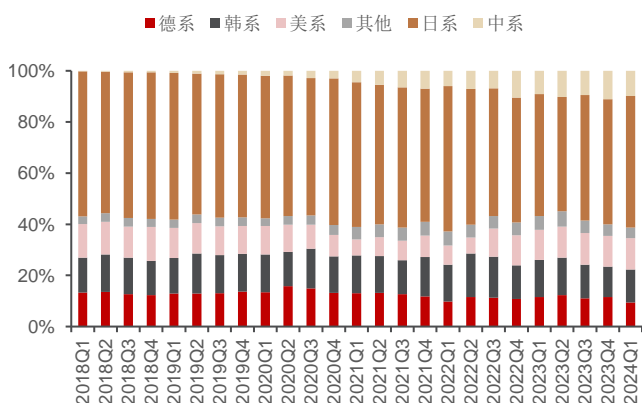
图31：大洋洲新能源渗透率（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

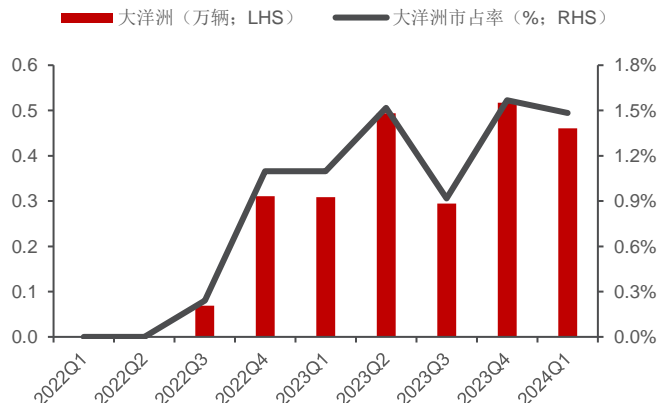
大洋洲日系车占主导，中系占比逐步提升，公司增速较慢。2023 年大洋洲日系车终端注册量 59.9 万辆，占比 47.6%；中系车终端注册量 12.6 万辆，占比 10.0%。公司 2024Q1 终端注册量 0.5 万辆，同比/环比+49.2%/-11.0%，市占率 1.5%；2023 年终端注册量 1.6 万辆，同比+325.4%，市占率 1.3%。

图32：大洋洲各车系占比（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

图33：大洋洲公司终端注册量及市占率（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

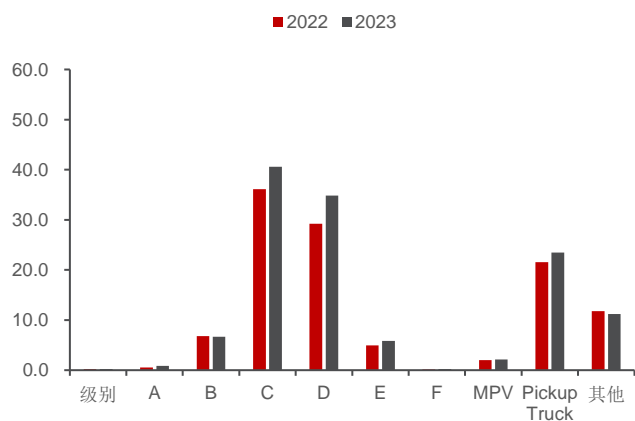
分国家看，在澳大利亚和新西兰都颇受欢迎。公司 2024Q1 在澳大利亚的终端注册量 0.4 万辆，同比/环比+113.6%/+20.1%，市占率 1.6%；2023 年终端注册量 1.2 万辆，同比+488.6%，市占率 1.1%。澳大利亚对中国汽车进口零关税的政策，十分有利于公司对其进行大规模的新能源汽车出口。

表24：大洋洲公司出口国家（辆）

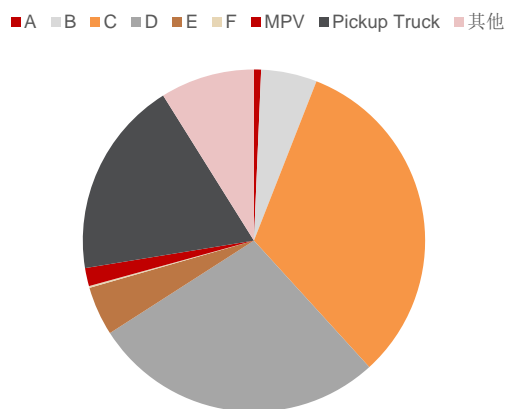
出口国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
澳大利亚	-	-	-	2,113	2,098	4,098	2,510	3,732	4,481
新西兰	-	-	688	996	990	843	438	1,442	125

资料来源：Marklines，民生证券研究院

大洋洲市场偏好中大型车，C 级车和 D 级车占六成，SUV-C 级车元 PLUS 是公司的主力车型，D 级车海豹迅速起量。2023 年，大洋洲市场 C 级车终端注册量为 40.6 万辆，占比 32.3%；D 级车终端注册量为 34.8 万辆，占比 27.7%。公司元 PLUS 2024Q1 在大洋洲的终端注册量 0.2 万辆，同比/环比+5.82%/+95.0%；2023 年终端注册量 1.1 万辆，同比+422.6%；海豹于 2023Q4 开始投放到澳大利亚市场，2024Q1 终端注册量 0.2 万辆，同比+234.0%，迅速起量。

图34：大洋洲各级别车终端注册量（万辆）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

图35：2023 年大洋洲各级别车市占率（%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

表25：大洋洲公司出口车型（辆）

出口车型	级别	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
元 PLUS	SUV-C	-	-	-	2,113	2,098	4,098	2,510	2,336	2,220
海豚	B	-	-	-	-	-	-	-	925	688
海豹	D	-	-	-	-	-	-	-	471	1,573
其他		-	-	688	996	990	843	438	1,442	125

资料来源：Marklines，民生证券研究院

大洋洲畅销车型价格跨度大，公司部分车型定价与东南亚接近展现性价比。
 2023年，大洋洲前五大轿车车型在澳大利亚的起售价区间为 9.1-26.4 万元，价格跨度较大，公司海豚售价 17.7 万元，海豹则高达 33.0 万元，定位不同市场；前五大 SUV 车型在澳大利亚的起售价区间为 11.0-50.8 万元，公司元 PLUS 售价均为 21.6 万元，和东南亚市场定价（19.8 万元）接近，在大洋洲市场具有性价比。

表26：2023 年大洋洲轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	轿车市占率	澳大利亚起售价 (万澳元)	人民币 (万元)
C	i30	现代	2.1	1.6%	10.4%	2.8	13.3
C	Corolla	丰田	2.0	1.6%	10.1%	3.6	17.3
D	Model 3	Tesla	1.7	1.4%	8.7%	5.5	26.4
B	MG3	MG	1.5	1.2%	7.8%	1.9	9.1
D	Camry	丰田	1.1	0.8%	5.3%	4.2	20.2
B	Dolphin	比亚迪	0.1	0.1%	0.5%	3.7	17.7
D	Haibao/Seal	比亚迪	0.0	0.0%	0.2%	6.9	33.0

资料来源：Marklines，各家车企官网，民生证券研究院

注：使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率：1 澳元 ≈ 4.80 人民币

表27：2023 年大洋洲 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率

级别	车型	品牌	终端注册量 (万辆)	总市占率	SUV 市占率	澳大利亚起售价 (万澳元)	人民币 (万元)
SUV-D	RAV4	丰田	3.0	2.4%	4.3%	4.7	22.4
SUV-C	MG ZS SUV	MG	2.9	2.3%	4.2%	2.3	11.0
SUV-D	Model Y	Tesla	2.9	2.3%	4.2%	5.6	26.8
SUV-E	Land Cruiser	丰田	2.6	2.1%	3.8%	10.6	50.8
SUV-D	Outlander	三菱	2.4	1.9%	3.5%	4.2	20.1
SUV-C	Yuan PLUS / ATTO 3	公司	1.1	0.9%	1.6%	4.5	21.6

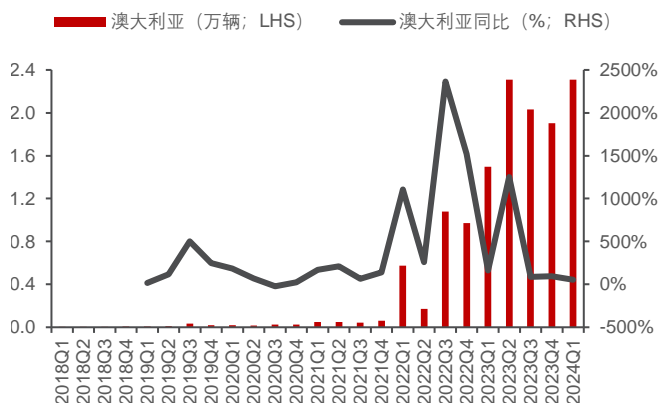
资料来源：Marklines，各家车企官网，民生证券研究院

注：使用 2024 年 6 月 14 日的收盘汇率：1 澳元 ≈ 4.80 人民币

4.3.2 澳大利亚汽车零关税 公司迅速起量

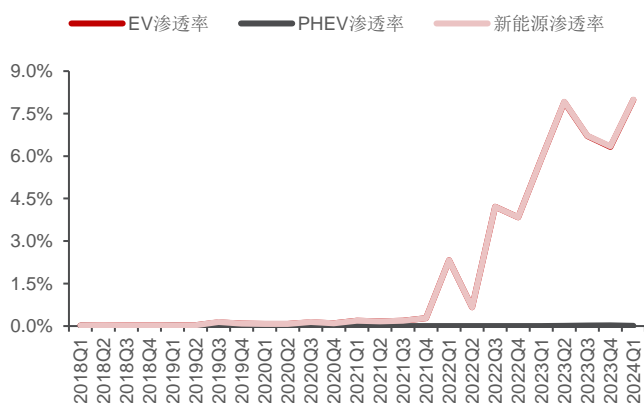
澳大利亚新能源市场处于起步阶段，发展前景颇有空间。澳大利亚 2024Q1 新能源终端注册量 2.3 万辆，同比/环比+54.1%/+21.3%，渗透率 8.0%；2023 年终端注册量 7.7 万辆，同比+177.1%，渗透率 6.8%。澳大利亚新能源相关立法推进缓慢，新能源普及度较低，但其政府目前为达成温室气体减排目标，正在大力促进纯电车转型，市场前景广阔。

图36: 澳大利亚新能源市场规模及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

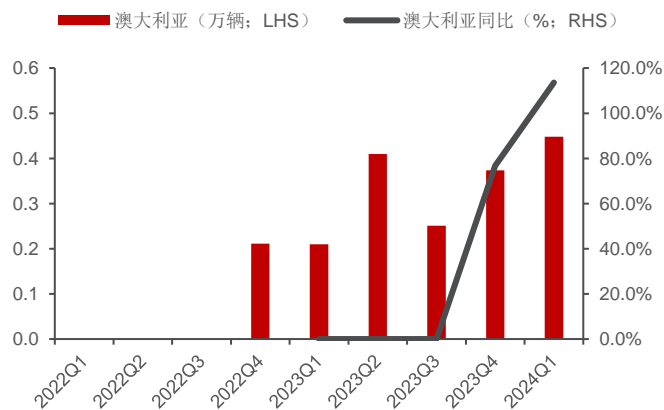
图37: 澳大利亚市场新能源渗透率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

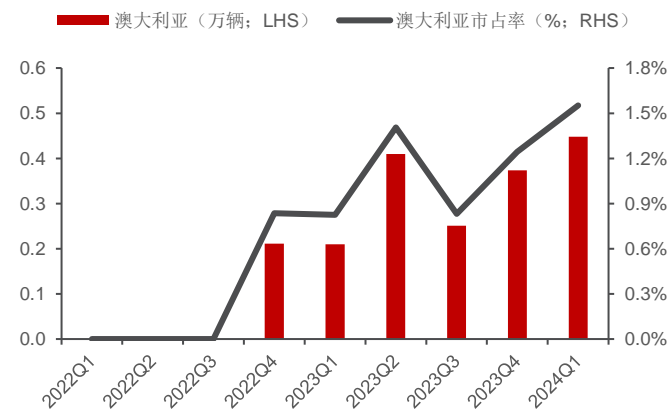
借助零关税政策，攻坚澳大利亚市场。公司 2024Q1 在澳大利亚的终端注册量 0.4 万辆，同比/环比+113.6%/+20.1%，市占率 1.6%；2023 年终端注册量 1.2 万辆，同比+488.6%，市占率 1.1%。澳大利亚对中国汽车进口实施零关税政策，十分有利于公司对其进行大规模的新能源汽车出口。

图38: 澳大利亚市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图39: 澳大利亚市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

公司位列澳大利亚新能源市场第二，份额快速提升，仅次于特斯拉。2023 年，澳大利亚新能源汽车市场前三大品牌分别为特斯拉/公司/现代-起亚，终端注册量分别为 4.6/1.2/0.4 万辆，新能源占比 59.6%/16.1%/4.9%，同比-10.5/+8.5/-0.2pts。公司在澳大利亚新能源汽车市场的份额迅速提升，2024Q1 占比达到 19.4%。

表28：澳大利亚新能源市场前五大品牌终端注册量及比重（辆）

集团	终端注册量			终端注册量比重		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
Tesla	19,594	46,116	12,789	70.1%	59.6%	55.4%
比亚迪	2,113	12,438	4,481	7.6%	16.1%	19.4%
现代-起亚	1,434	3,800	1,105	5.1%	4.9%	4.8%
吉利集团	2,015	3,566	399	7.2%	4.6%	1.7%
上汽集团	-	3,134	1,335	0.0%	4.0%	5.8%
CR5	25,156	69,054		90.0%	89.2%	0.0%
合计	27,948	77,439	23,088	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

公司元 PLUS 进入澳大利亚热销新能源车型前三。截至 2024Q1，澳大利亚新能源汽车市场共有 15 个品牌投放 40 款新能源车，公司在澳大利亚市场投放的车型有元 PLUS/海豚/海豹三款纯电动车型，其中，元 PLUS 和海豚进入澳大利亚 2023 年终端注册量前十，终端注册量分别为 1.1/0.1 万辆，占比 9.6%/3.0%。

表29：澳大利亚新能源市场前十大车型终端注册量及比重（辆）

车型	品牌	动力	级别	终端注册量			终端注册量比重		
				2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
Model Y	Tesla	EV	SUV-D	8,717	28,769	6,835	31.2%	37.2%	29.6%
Model 3	Tesla	EV	D	10,877	17,347	5,954	38.9%	22.4%	25.8%
Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	EV	SUV-C	2,113	11,042	2,220	7.6%	14.3%	9.6%
MG 4	上汽	EV	C	-	3,134	1,335	0.0%	4.0%	5.8%
Polestar 2	吉利	EV	D	1,524	2,463	264	5.5%	3.2%	1.1%
EV6	现代-起亚	EV	SUV-D	564	1,831	589	2.0%	2.4%	2.6%
EQA	梅赛德斯-奔驰	EV	SUV-C	624	1,196	258	2.2%	1.5%	1.1%
C40 Recharge	吉利	EV	SUV-C	491	1,103	135	1.8%	1.4%	0.6%
IONIQ 5	现代-起亚	EV	SUV-D	756	947	244	2.7%	1.2%	1.1%
Dolphin	比亚迪	EV	B	-	925	688	0.0%	1.2%	3.0%
CR10				25,666	68,757	18,522	91.8%	88.8%	80.2%
合计				27,948	77,439	23,088	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

澳大利亚政府出台多项新能源汽车及充电网络建设补贴政策，推动电动化转型。充电网络建设方面，联邦政府计划通过 2.5 亿澳元的未来燃料基金，加速全国范围内的充电桩建设；2023 年，澳大利亚新建了 397 个汽车充电站和 755 个充电桩，充电站数量同比增长 90%。未来燃料“战略”计划到 2030 年电动车终端注册量占比达到 30%，以减少碳排放。同时，澳各州政府开始陆续推出优惠补贴政策，促进消费者购买新能源汽车。此外，澳大利亚对电动汽车免征 5% 的进口关税，

利好公司出口。

4.3.3 小结+公司大洋洲出海空间预测

大洋洲市场：新能源加速渗透，零关税下澳大利亚空间可观。大洋洲新能源处于加速渗透阶段，澳大利亚为公司在大洋洲的主力市场，市场规模占大洋洲的 90% 以上，空间可观。澳大利亚出台多项新能源汽车及充电网络建设补贴政策，对电动汽车免征 5% 的进口关税，公司借助零关税政策攻坚澳大利亚，在澳大利亚的定价与东南亚接近，展现性价比。公司位列澳大利亚新能源市场第二，份额快速提升，元 PLUS 进入澳大利亚热销新能源车型前三。随着澳大利亚电动化转型加速，看好公司凭借性价比优势进一步提升在澳大利亚的市占率。

公司大洋洲出海空间预测：澳洲整体关税政策友好，且新能源政策支持。假设公司最终做到丰田大洋洲市占率的 100%。

表30：公司大洋洲出海空间测算（万辆；%）

项目	2022	2023	同比	远期	说明
大洋洲市场规模（万辆）	113.0	125.8	11.3%	120.0	
丰田大洋洲市占率（%）	21.6%	19.4%			
公司大洋洲市占率（%）	0.3%	1.3%		20.5%	=1.0*丰田大洋洲市占率（20.5%）
公司大洋洲销量（万辆）	0.4	1.6	325.4%	24.6	=20.5%*大洋洲市场规模（120.0）

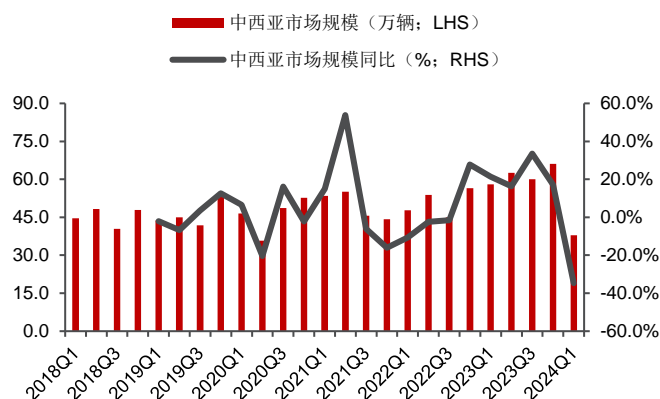
资料来源：Marklines，民生证券研究院测算

4.4 中西亚：出口重要市场 元 PLUS 夺得以色列销量冠军

4.4.1 中西亚新能源加速渗透 公司销量增速明显

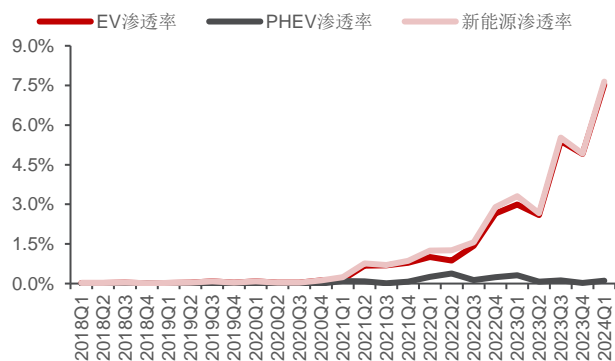
中西亚市场规模波动较大，新能源加速渗透。中西亚地区 2024Q1 市场规模 37.9 万辆，同比/环比为-34.7%/-42.7%；2023 年市场规模 246.8 万辆，同比+21.6%。2024Q1 新能源渗透率 7.6%，同比/环比+4.3pts/+2.7pts；2023 年新能源渗透率 4.1%，同比+2.3pts。新能源汽车市场处于加速渗透阶段。

图40：中西亚市场规模及增速（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

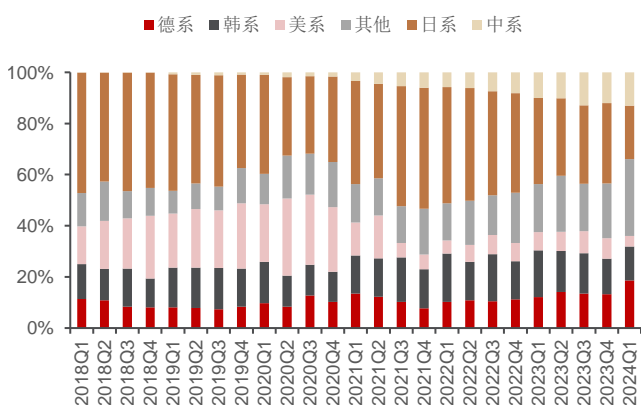
图41：中西亚新能源渗透率（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

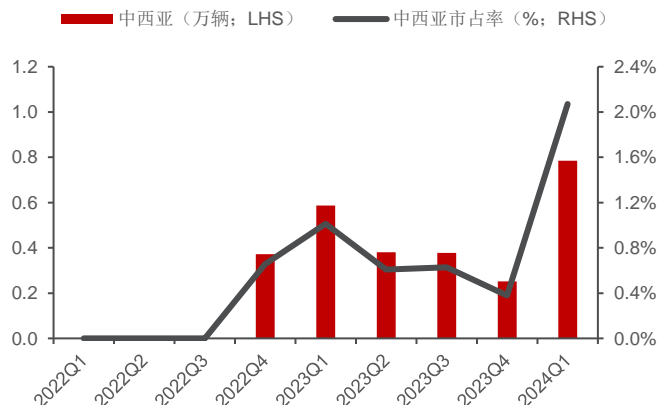
中西亚竞争格局较为分散，日系美系占比下降，中系占比上升，公司2024Q1终端注册量创新高。2023年中西亚中系终端注册量27.9万辆，占比11.3%，同比+4.4pts。公司2024Q1终端注册量0.8万辆，同比/环比+33.5%/+211.7%，市占率2.1%，创历史新高；2023年终端注册量1.6万辆，同比330.1%，市占率0.7%。

图42：中西亚各车系占比（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

图43：中西亚公司终端注册量及市占率（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

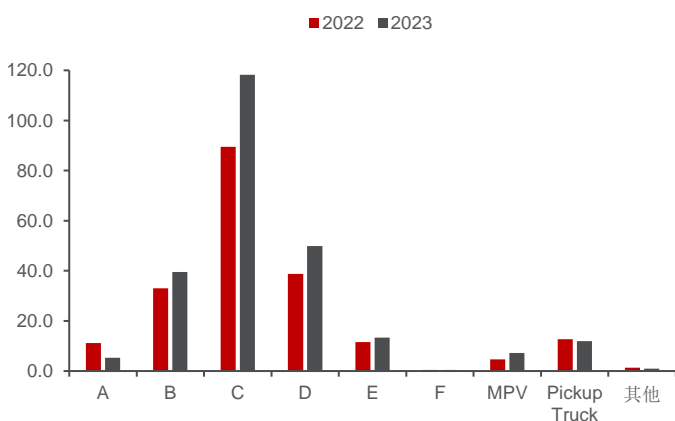
分国家看，公司在以色列表现亮眼。2024Q1终端注册量0.7万辆，同比/环比+24.1%/+334.9%，市占率8.4%；2023年终端注册量1.5万辆，同比+307.5%，市占率5.8%。以新能源转型为契机，公司沿“一带一路”出海绿色环保产业，在共建“一带一路”国家有所布局。

表31：中西亚公司出口国家（辆）

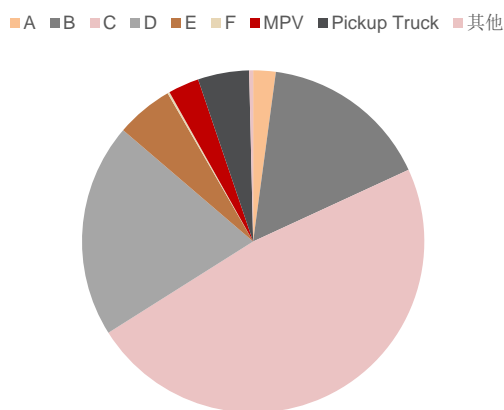
出口国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
以色列	-	-	-	3,713	5,875	3,801	3,777	1,677	7,293
土耳其	-	-	-	-	-	-	-	839	550

资料来源：Marklines，民生证券研究院

中西亚市场以 C 级车为主，占比约五成，SUV-C 级车元 PLUS 为公司主力车型。2023 年，中西亚市场 C 级车终端注册量为 118.3 万辆，占比 47.9%。公司元 PLUS 表现出色，2024Q1 终端注册量 0.6 万辆，同比/环比-42.2%/-34.1%；2023 年终端注册量 2.3 万辆，同比+7,228.53%。

图44：中西亚各级别车终端注册量（万辆）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

图45：2023 年中西亚各级别车市占率（%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

表32：公司中西亚地区出口车型（辆）

出口车型	级别	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
元 PLUS	SUV-C	-	-	-	3,709	5,608	3,739	3,532	2,153	6,166
海豚	B	-	-	-	-	-	-	195	327	1,381
唐	SUV-D	-	-	-	4	165	43	36	20	102
汉	E	-	-	-	-	102	19	14	16	6
ETP3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9
海豹	D	-	-	-	-	-	-	-	-	179

资料来源：Marklines，民生证券研究院

中西亚畅销车型以丰田和现代为主，公司元 PLUS 市占率快速提升。2023 年，中西亚前五大轿车车型中丰田占三款，前五大 SUV 车型中现代占两款，畅销车型以丰田和现代等日系韩系品牌为主。2023 年，公司元 PLUS 在中西亚的终端注册量达 1.5 万辆，市占率 0.6%，较为畅销。

表33：2023 年中西亚轿车市场前五大车型及公司畅销车型（万辆；%）

级别	车型	品牌	终端注册量（万辆）	总市占率	轿车市占率
C	Egea	菲亚特	12.4	5.0%	10.6%
D	Camry	丰田	7.0	2.8%	6.0%
C	Corolla	丰田	6.9	2.8%	5.9%
B	Clio	雷诺	5.9	2.4%	5.0%
B	Vitz (Yaris)	丰田	5.0	2.0%	4.3%
B	Dolphin	比亚迪	0.1	0.0%	0.0%

资料来源：Marklines，各家车企官网，民生证券研究院

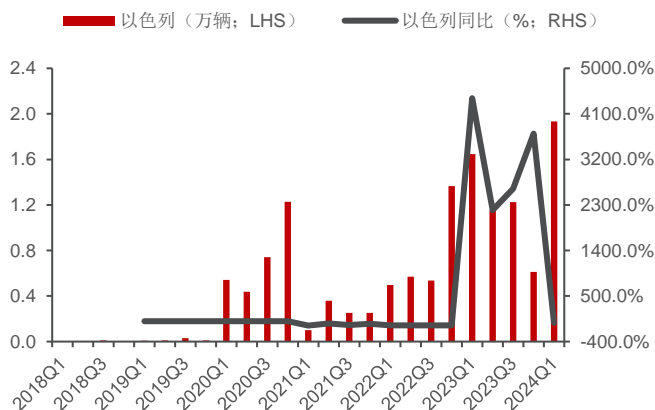
表34：2023 年中西亚 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型（万辆；%）

级别	车型	品牌	终端注册量	总市占率	SUV 市占率
SUV-C	Tucson (ix35)	现代	5.4	2.2%	4.9%
SUV-E	Land Cruiser	丰田	3.4	1.4%	3.1%
SUV-C	Sportage	起亚	2.7	1.1%	2.5%
SUV-C	Duster	Dacia	2.5	1.0%	2.3%
SUV-C	Bayon	现代	2.5	1.0%	2.3%
SUV-C	Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	1.5	0.6%	1.4%

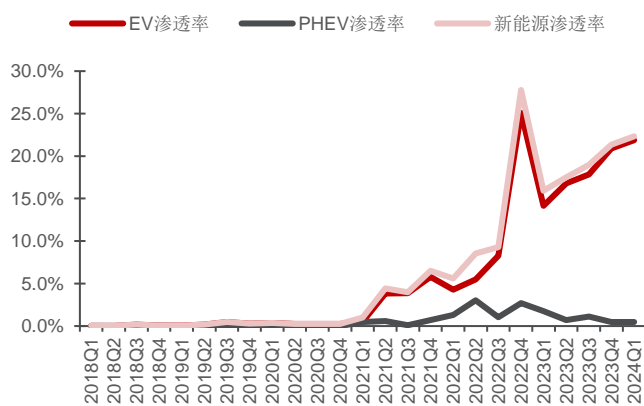
资料来源：Marklines，各家车企官网，民生证券研究院

4.4.2 以色列积极拥抱新能源 元 PLUS 销量第一超越燃油车

以色列积极拥抱新能源，纯电动终端注册量增速迅猛。以色列新能源市场 2024Q1 终端注册量 1.9 万辆，同比/环比+17.4%/+215.6%，新能源渗透率 22.3%；2023 年总终端注册量 4.6 万辆，同比+56.2%，新能源渗透率 17.7%。作为中东地区唯一的发达国家，以色列汽车依赖纯进口，政府积极推动新能源转型。政策方面，从 2030 年起将全面禁止进口和销售汽油和柴油汽车，积极补贴新充电站建设；税收方面，2023 年，传统燃油车/插电混动汽车/纯电汽车的购置税分别为 83%/40%-60%/20%，纯电税收负担远低于其他车型。预计以色列新能源终端注册量增势加快。

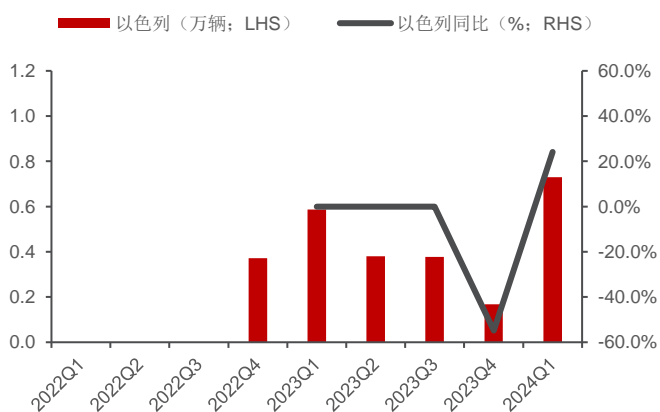
图46：以色列新能源市场规模及增速（万辆；%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

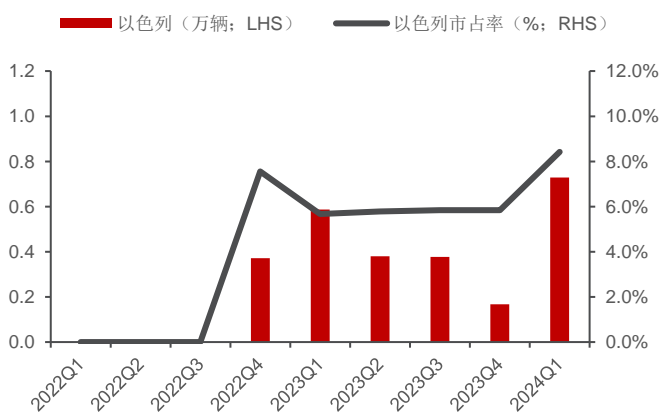
图47：以色列市场新能源渗透率（%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

以色列是公司新能源出海重要市场，发展势头良好。公司 2024Q1 终端注册量 0.7 万辆，同比/环比+24.1%/+334.9%，市占率 8.4%，同比/环比+2.7pts/+2.6pts；2023 年终端注册量 1.5 万辆，同比+307.5%，市占率 5.8%，同比+4.4pts。以色列是公司出海战略中的重要市场，公司也占据以色列电动车市场的超三成份额，未来增长空间十分可观。

图48：以色列市场公司终端注册量及增速（万辆；%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

图49：以色列市场公司终端注册量及市占率（万辆；%）


资料来源：Marklines，民生证券研究院

公司领跑以色列新能源汽车市场，2023 年销售占比 32.1%，同比+19.6pts。
 2023 年，以色列新能源汽车市场前五大品牌分别为公司/吉利/特斯拉/上汽/现代-起亚，终端注册量分别为 1.5/0.7/0.6/0.6/0.2 万辆，新能源占比分别为 32.1%/16.2%/14.5%/10.6%/7.2%。2024Q1，公司终端注册量 0.7 万辆，占比 37.2%，持续领跑以色列新能源汽车市场。

表35：以色列新能源市场前五大品牌终端注册量及比重（辆）

集团	终端注册量			终端注册量比重		
	2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
比亚迪	3,709	14,866	7,191	12.5%	32.1%	37.2%
吉利	7,021	7,529	2,860	23.6%	16.2%	14.8%
Tesla	6,058	6,719	1,974	20.4%	14.5%	10.2%
上汽	5,555	4,925	1,418	18.7%	10.6%	7.3%
现代-起亚	1,780	3,344	823	6.0%	7.2%	4.3%
CR5	24,123	37,383	14,266	81.2%	80.6%	73.7%
合计	29,692	46,373	19,347	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

元 PLUS 以色列终端注册量全车型第一，超越燃油车。截至 2024Q1，以色列新能源汽车市场共有 22 个品牌投放 71 款新能源车，市场竞争激烈，公司在以色列市场共投放 5 款车型，优势车型元 PLUS 位列以色列乘用车市场终端注册量第一，2023 年终端注册量为 1.4 万辆，占新能源市场 30.6%，占乘用车市场 5.4%；2024Q1 终端注册量 0.6 万辆，占新能源市场比 29.0%，占乘用车市场 6.5%。

表36：以色列新能源市场前十大车型终端注册量及比重（辆）

车型	品牌	动力	级别	终端注册量			终端注册量比重		
				2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	EV	SUV-C	3,709	14,194	5,616	12.5%	30.6%	29.0%
Geometry C	吉利	EV	SUV-C	6,841	7,121	1,793	23.0%	15.4%	9.3%
Model Y	Tesla	EV	SUV-D	1,110	4,098	1,089	3.7%	8.8%	5.6%
MG HS	上汽	PHV	SUV-D	5,060	2,651	184	17.0%	5.7%	1.0%
IONIQ 5	现代-起亚	EV	SUV-D	1,778	2,368	517	6.0%	5.1%	2.7%
Model 3	Tesla	EV	D	4,654	2,367	874	15.7%	5.1%	4.5%
Enyaq iV	大众	EV	SUV-D	1,268	1,706	457	4.3%	3.7%	2.4%
MG 4	上汽	EV	C	8	1,628	743	0.0%	3.5%	3.8%
Good Cat / Funky Cat	长城	EV	C	-	950	699	0.0%	2.0%	3.6%
bZ4X	丰田	EV	SUV-D	80	935	441	0.3%	2.0%	2.3%
CR10				24,508	38,018	12,413	82.5%	82.0%	64.2%
合计				29,692	46,373	19,347	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：Marklines，民生证券研究院

注：按 2023 年新能源车终端注册量排序

表37：以色列乘用车市场前五大车型（辆）

车型	品牌	动力	级别	终端注册量			终端注册量比重		
				2022	2023	2024Q1	2022	2023	2024Q1
Yuan PLUS / ATTO 3	比亚迪	EV	SUV-C	3,709	14,194	5,616	1.4%	5.4%	6.5%
NIRO	现代-起亚	HV/EV/PHV	SUV-C	5,368	9,099	2,636	2.0%	3.5%	3.0%
Avante (Elantra)	现代-起亚	其他	C	5,655	8,044	2,406	2.2%	3.1%	2.8%

Geometry C	吉利	EV	SUV-C	6,841	7,121	1,793	2.6%	2.7%	2.1%
Yaris Cross	丰田	其他	SUV-C	6,020	6,788	1,143	2.3%	2.6%	1.3%

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

注: 按 2023 年新能源车终端注册量排序

4.4.3 中亚乌兹别克斯坦工厂已投产, 公司加速布局中西亚地区

公司乌兹别克斯坦工厂已实现首车投产下线, 公司加速布局中西亚地区。

2022 年 12 月, 公司宣布与 UzAuto 成立合资公司“公司乌兹别克斯坦工厂”, 生产新能源汽车及相关零部件。该工厂分三期建设, 2024 年 1 月已实现首车 (宋 PLUS DM-i) 投产下线, 计划 2027 年达到年产能 50 万辆。乌兹别克斯坦是中亚地区人口最多的国家, 拥有丰富的矿产资源和多样化的可再生能源, 汽车产业链发展较为完善, 而 UzAuto 是乌兹别克斯坦的国有汽车集团, 也是中亚地区规模最大、且唯一具备完整汽车产业布局的汽车制造商, 拥有当地及地区间庞大的销售网络 and 完善的售后服务体系。随着乌兹别克斯坦工厂的投产, 预计公司将加速中西亚地区的布局。

4.4.4 小结+公司中西亚出海空间预测

中西亚市场: 元 PLUS 夺得以色列销量冠军, 乌兹别克斯坦工厂已开始投产。

中西亚新能源加速渗透, 竞争格局较为分散, 日系美系占比下降, 中系占比上升。以色列是公司在中西亚的主力市场, 汽车依赖纯进口, 政府积极推动新能源转型, 将从 2030 年起将全面禁止进口和销售汽油和柴油汽车。同时以色列纯电车型购置税远低于其他车型, 2023 年公司元 PLUS 以色列终端注册量位居全车型第一, 超越燃油车。2024 年 1 月公司乌兹别克斯坦工厂已实现首车投产下线, 预计公司将加速布局中西亚地区。

公司中西亚出海空间预测: 中西亚无本土强势车企, 品牌接受度高, 考虑到比亚迪在中西亚布局完善, 产品力优秀, 假设公司最终做到丰田中西亚市占率的 150%。

表38: 公司中西亚出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
中西亚市场规模 (万辆)	203.0	246.8	21.6%	240.0	
丰田中西亚市占率 (%)	20.9%	18.0%			
比亚迪中西亚市占率 (%)	0.2%	0.6%		29.1%	=1.5*丰田中西亚市占率 (19.4%)
比亚迪中西亚销量 (万辆)	0.4	1.6	330.1%	69.9	=29.1%*中西亚市场规模 (240.0)

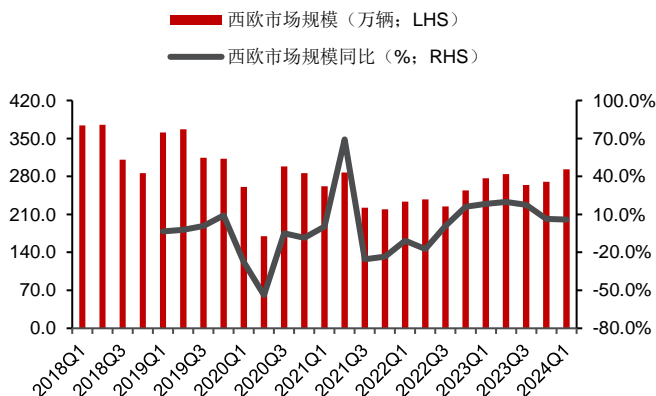
资料来源: Marklines, 民生证券研究院测算

4.5 西欧: 新能源渗透率高 贸易摩擦下加速本地化生产

4.5.1 新能源渗透率高 公司销售分散

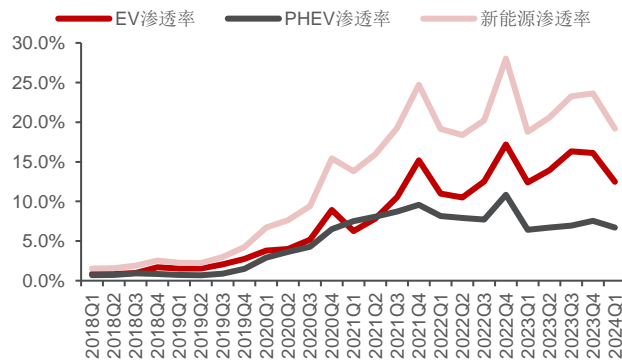
西欧市场规模逐渐回温，新能源渗透率高。西欧地区 2024Q1 市场规模 293.0 万辆，同比/环比为+5.9%/-8.4%；2023 年市场规模 1095.6 万辆，同比+15.3%。2024Q1 新能源渗透率 19.2%，同比/环比+0.4pts/-4.5pts；2023 年新能源渗透率 21.5%，同比-0.1pts。

图50：西欧市场规模及增速（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

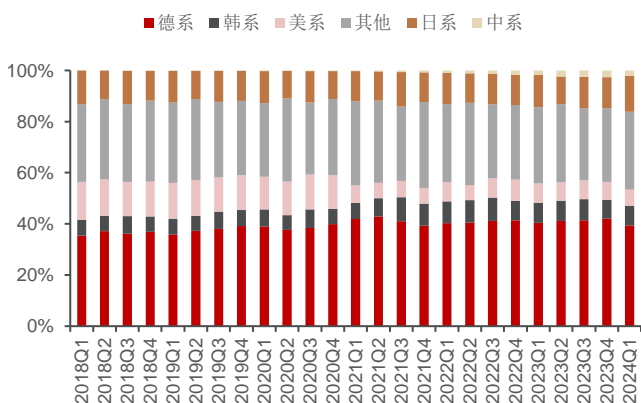
图51：西欧地区新能源渗透率（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

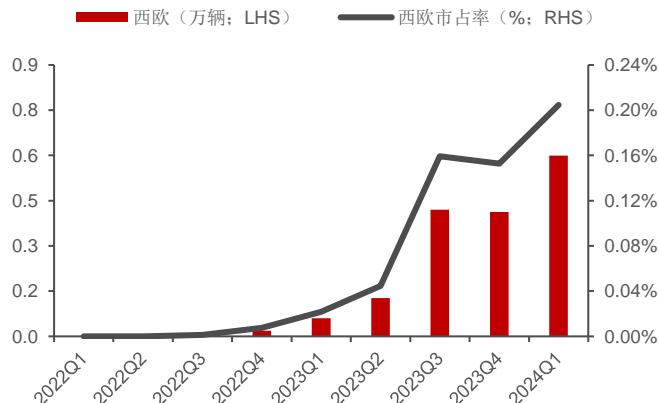
西欧德系车占主导，公司市场规模逐步增加。2023 年西欧德系车终端注册量 452.1 万辆，占比 41.3%；中系车终端注册量 25.4 万辆，占比 2.3%。公司 2024Q1 终端注册量 0.6 万辆，同比/环比+904.2%/+45.2%，市占率 0.2%；2023 年终端注册量 1.0 万辆，同比+4,515.8%，市占率 0.1%。随着公司新能源技术的发展和逐步领先的智能化技术，在西欧地区的终端注册量有所增长。

图52：西欧各车系占比（%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

图53：西欧公司终端注册量及市占率（万辆；%）



资料来源：Marklines，民生证券研究院

分国家看，大力推广新能源的国家都有出口涉及。德国 2024Q1 终端注册量 308 辆，同比/环比+422.0%/-72.8%；2023 年终端注册量 0.4 万辆，市占率 0.1%。荷兰 2024Q1 终端注册量 550 辆，同比/环比+93.0%/+31.9%，市占率 0.5%；2023 年终端注册量 0.1 万辆，市占率 0.3%。英国 2024Q1 终端注册量 0.1 万辆，同比/环比+3,658.8%/+79.2%，市占率 0.2%；2023 年终端注册量 0.1 万辆，市占率 0.1%。

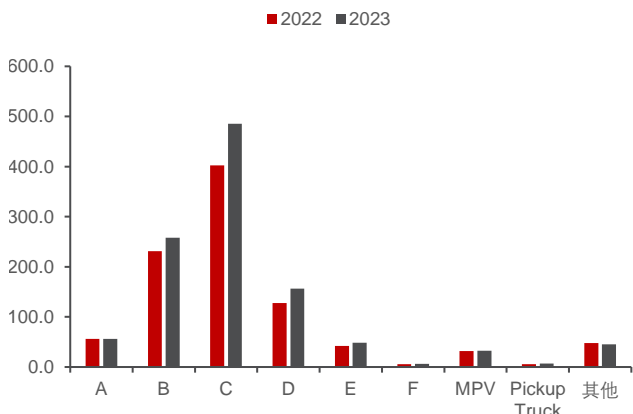
表39：西欧公司出口国家（辆）

出口国家	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
德国	-	-	-	-	59	148	2,534	1,131	308
荷兰	-	-	32	148	285	300	228	417	550
英国	-	-	-	-	34	65	346	713	1,278
奥地利	-	-	-	-	76	236	286	426	682
西班牙	-	-	-	-	24	93	85	426	434
比利时	-	-	-	41	117	134	148	160	423
爱尔兰	-	-	-	-	-	113	347	86	729
法国	-	-	-	-	1	92	89	338	996
葡萄牙	-	-	-	-	-	67	88	295	411
意大利	-	-	-	-	-	21	51	136	158
卢森堡	-	-	-	-	1	2	1	2	26

资料来源：Marklines，民生证券研究院

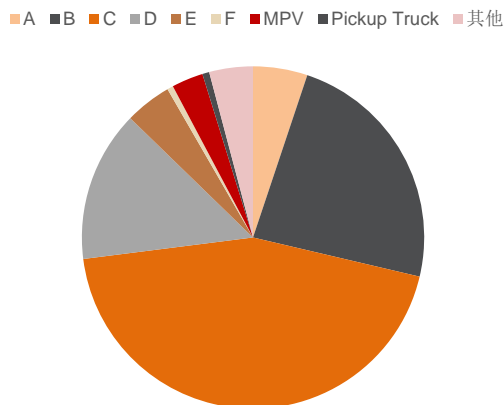
西欧市场以 C 级车为主，B 级车和 D 级车为辅，SUV-C 级车元 PLUS 为公司主力车型，B 级车海豚和 D 级车海豹快速起量。2023 年，西欧市场 C 级车终端注册量为 485.6 万，占比 44.3%；B 级车终端注册量 257.9 万辆，占比 23.5%。公司元 PLUS 2024Q1 终端注册量 0.3 万辆，同比/环比+458.3%/-3.0%；2023 年终端注册量 0.9 万辆，同比+5176.8%。海豚 2024Q1 终端注册量 0.1 万辆，环比+78.1%；2023 年终端注册量 0.1 万辆。为实现 2050 年碳中和目标，欧盟出台一系列政策措施加强对清洁能源转型的支持，欧洲各国新能源需求逐步增加。

图54: 西欧各级别车终端注册量 (万辆)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

图55: 2023年西欧各级别车市占率 (%)



资料来源: Marklines, 民生证券研究院

表40: 公司西欧地区出口车型 (辆)

出口车型	级别	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
元 PLUS	SUV-C	-	-	20	144	528	1,106	3,981	3,039	2,948
海豚	B	-	-	-	-	-	15	87	716	1,275
汉	E	-	-	-	-	34	92	91	62	90
唐	SUV-D	-	-	12	4	34	56	43	100	27
海豹	D	-	-	-	-	-	-	-	211	1,578
N/A		-	-	-	41	1	2	1	2	26

资料来源: Marklines, 民生证券研究院

4.5.2 公司加速欧洲渠道布局 积极推进本地化生产

公司加速欧洲渠道布局。截至 2024 年 5 月底, 公司累计进入德国、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, 开设超过 260 家门店。

公司积极推进本地化生产, 匈牙利工厂预计 2026-2027 年投产。2023 年 12 月公司宣布将投资数十亿欧元在匈牙利建设公司欧洲第一个新能源乘用车工厂, 预计三年内建成投产。匈牙利位于欧洲大陆心脏地带, 是欧洲重要的交通枢纽, 在匈牙利建设工厂有利于公司加速渗透欧洲其他国家。

欧盟拟对公司加征临时关税, 公司面临贸易摩擦问题。欧盟拟对公司加征 17.4% 的临时关税, 加上之前 10% 的关税将高达 27.4%, 公司汽车出口欧洲关税成本提升, 进一步突破较为困难。

4.5.3 小结+公司西欧出海空间预测

西欧: 新能源市场进入平稳期, 公司面临贸易摩擦问题, 加速渠道布局和本地化生产。西欧市场新能源渗透率高, 德系车占主导。公司已进入 20 个欧洲国家, 德国为公司在欧洲的主要出口国家。SUV-C 级车元 PLUS 为公司在欧洲的主力车

型, B 级车海豚和 D 级车海豹快速起量。公司加速欧洲渠道布局, 已开设超过 260 家门店, 同时积极推进本地化生产, 匈牙利工厂预计 2026-2027 年投产。但公司在欧洲面临贸易摩擦问题, 欧盟拟对公司加征 17.4% 的临时关税, 预计短期内公司因关税成本的增加在西欧进一步突破较为困难, 长期看随着匈牙利工厂的建成投产, 有望规避部分贸易限制, 进一步拓展西欧市场。

公司西欧出海空间预测: 考虑到西欧竞争压力较大, 在丰田市占率基础上下调, 假设公司最终做到丰田西欧市占率的 80%。

表41: 公司西欧出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
西欧市场规模 (万辆)	950.0	1,095.6	15.3%	1,200.0	
丰田西欧市占率 (%)	6.2%	5.9%			
公司西欧市占率 (%)	0.0%	0.1%		4.8%	=0.8*丰田西欧市占率 (6.0%)
公司西欧销量 (万辆)	0.0	1.0	4,515.8%	58.1	=4.8%*西欧市场规模 (1200.0)

资料来源: Marklines, 民生证券研究院测算

4.6 其他区域: 市场规模可观 公司短期内突破存在难度

4.6.1 北欧&东欧面临贸易摩擦, 俄罗斯前景可观

欧盟拟对公司加征临时关税, 公司面临贸易摩擦问题。 欧盟拟对公司加征 17.4% 的临时关税, 加上之前 10% 的关税将高达 27.4%, 预计短期内公司同在西欧地区一样, 因关税成本的增加进一步突破较为困难, 长期看随着匈牙利工厂的建成投产, 有望规避部分贸易限制, 进一步拓展欧洲市场。

俄罗斯中系占比快速提升, 公司在俄罗斯的前景可观。 受俄乌冲突影响, 丰田于 2022 年 9 月宣布退出俄罗斯市场; 2023 年俄罗斯市场中系占比达 48.9%, 同比+30.9pts。预计中系车在俄罗斯市场的占比将进一步提升, 公司在俄罗斯的销量前景可观。

公司北欧&东欧出海空间预测: (1) 俄罗斯: 受俄乌冲突影响, 多数外资车企撤出俄罗斯市场, 自主车企产品力得到认可填补市场空白。自主车企俄罗斯市占率 2023 年大幅提升, 达到 48.9%, 同比+30.9 pts。目前比亚迪俄罗斯布局较少, 但潜在市场空间仍然存在, 仍有进一步提升空间, 假设公司最终在俄罗斯的市占率达到 25.0%; (2) 北欧&东欧 (剔除俄罗斯): 在丰田市占率基础上下调预期, 假设公司最终做到丰田北欧&东欧 (剔除俄罗斯) 市占率的 80%。

表42: 公司北欧&东欧出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
北欧&东欧市场 (万辆)	260.9	303.0	16.1%	400.0	

俄罗斯市场规模 (万辆)	68.7	93.7	36.3%	170.0	
北欧&东欧市场规模 (剔除俄罗斯) (万辆)	192.2	209.3	8.9%	230.0	
丰田北欧&东欧市占率 (%)	9.8%	9.1%			
丰田俄罗斯市占率 (%)	3.2%	0.0%			2022年9月, 丰田宣布退出俄罗斯市场
丰田北欧&东欧市占率 (剔除俄罗斯)	12.2%	13.2%			
公司北欧&东欧市占率 (%)	0.1%	0.2%			
公司俄罗斯市占率 (%)	0.5%	0.8%		25.0%	假设公司最终在俄罗斯的市占率达到 25.0%
公司北欧&东欧市占率 (剔除俄罗斯) (%)	0.2%	0.3%		10.2%	=0.8*丰田北欧&东欧市占率 (剔除俄罗斯) (12.7%)
公司北欧&东欧销量 (万辆)	0.4	0.6	54.4%	65.9	
公司俄罗斯销量 (万辆)	0.0	0.0		42.5	=25.0%*俄罗斯市场规模 (170.0)
公司北欧&东欧销量 (剔除俄罗斯) (万辆)	0.4	0.6	54.4%	23.4	=10.2%*北欧&东欧市场规模 (剔除俄罗斯) (230.0)

资料来源: Marklines, 民生证券研究院测算

4.6.2 北美洲整体壁垒较高, 美国市场较难进入

北美洲地区整体壁垒较高, 美国市场公司难以进入。北美洲整体关税较高, 短期内较难突破; 公司正考虑在墨西哥建厂, 长期有望渗透北美洲区域。美国宣布将对中国电动汽车的关税从 25% 提高到 100%, 美国市场公司难以进入。

公司非洲&北美洲出海空间预测: (1) 美国: 假设公司在美国的市占率为 0%;
(2) 非洲&北美洲 (剔除美国): 假设公司最终做到丰田非洲&北美洲 (剔除美国) 市占率的 90%。

表43: 公司非洲&北美洲出海空间测算

项目	2022	2023	同比	远期	说明
非洲&北美洲市场规模 (万辆)	1,668.0	1,869.5	12.1%	1,960.0	
美国市场规模 (万辆)	1,350.9	1,519.8	12.5%	1,500.0	
非洲&北美洲市场规模 (剔除美国) (万辆)	317.0	349.7	10.3%	460.0	
丰田非洲&北美洲市占率 (%)	15.2%	14.5%			
丰田美国市占率 (%)	15.6%	14.8%			
丰田非洲&北美洲市占率 (剔除美国)	13.3%	13.1%			
比亚迪非洲&北美洲市占率 (%)	0.0%	0.0%			
比亚迪美国市占率 (%)	0.0%	0.0%		0.0%	假设比亚迪最终在美国的市占率为 0.0%
比亚迪非洲&北美洲市占率 (剔除美国)	0.2%	0.1%		11.9%	=0.9*丰田非洲&北美洲市占率 (剔除美国) (13.2%)
比亚迪非洲&北美洲销量 (万辆)	0.5	0.4	-25.6%	54.5	
比亚迪美国销量 (万辆)	0.0	0.0		0.0	
比亚迪非洲&北美洲销量 (剔除美国) (万辆)	0.5	0.4	-25.6%	54.5	=11.9%*非洲&北美洲市场规模 (剔除美国) (460.0)

资料来源: Marklines, 民生证券研究院测算

4.7 公司远期出海空间测算汇总

预计公司远期出海空间合计为 491.8 万辆。

公司重点出口区域 371.4 万辆：参考丰田市占率，预计公司在东南亚（剔除日韩印）/南美洲/大洋洲/中西亚/西欧远期的市占率将分别达到丰田当地市占率的 100%/150%/100%/150%/80%，对应的公司市占率为 36.4%/17.1%/20.5%/29.1%/4.8%，对应的公司出海规模为 113.0/56.3/24.6/69.9/58.1 万辆；预计公司在东南亚日本&韩国&印度远期的市占率为 5.0%，对应的公司出海规模为 49.5 万辆。

其他区域 120.4 万辆：参考丰田市占率，预计公司在北欧&东欧销量（剔除俄罗斯）/非洲&北美洲销量（剔除美国）远期的市占率将分别达到丰田当地市占率的 80%/90%，对应的公司市占率为 10.2%/11.9%，对应的公司出海规模为 23.4/54.5 万辆；预计公司在俄罗斯/美国远期的市占率分别为 25.0%/0.0%，对应的公司出海规模为 42.5/0.0 万辆。

表44：公司出海空间测算汇总

项目	2022	2023	同比	远期	说明
公司出海空间总量 (万辆)	2.1	10.9	424.1%	491.8	
公司海外市占率 (%)	0.0%	0.2%		8.9%	
公司东南亚销量 (万辆)	0.1	3.7	3,231.5%	162.5	
公司日韩印销量 (万辆)	0.0	0.1	13,045.5%	49.5	=5.0%*日韩印市场规模 (990.0)
公司日韩印市占率 (%)	0.0%	0.0%		5.0%	假设公司最终在日韩印的市占率达到 5.0%
公司东南亚销量 (剔除日韩印) (万辆)	0.1	3.6	3,133.2%	113.0	=36.4%*东南亚市场规模 (剔除日韩印) (310.0)
公司东南亚市占率 (剔除日韩印) (%)	0.0%	0.3%		36.4%	=1.0*丰田东南亚市占率 (剔除日韩印) (36.4%)
公司南美洲销量 (万辆)	0.3	2.0	619.3%	56.3	=17.1%*南美洲市场规模 (330.0)
公司南美洲市占率 (%)	0.1%	0.7%		17.1%	=1.5*丰田南美洲市占率 (11.4%)
公司大洋洲销量 (万辆)	0.4	1.6	325.4%	24.6	=20.5%*大洋洲市场规模 (120.0)
公司大洋洲市占率 (%)	0.3%	1.3%		20.5%	=1.0*丰田大洋洲市占率 (20.5%)
公司中西亚销量 (万辆)	0.4	1.6	330.1%	69.9	=29.1%*中西亚市场规模 (240.0)
公司中西亚市占率 (%)	0.2%	0.6%		29.1%	=1.5*丰田中西亚市占率 (19.4%)
公司西欧销量 (万辆)	0.0	1.0	4,515.8%	58.1	=4.8%*西欧市场规模 (1200.0)
公司西欧市占率 (%)	0.0%	0.1%		4.8%	=0.8*丰田西欧市占率 (6.0%)
公司北欧&东欧销量 (万辆)	0.4	0.6	54.4%	65.9	
公司俄罗斯销量 (万辆)	0.0	0.0		42.5	=25.0%*俄罗斯市场规模 (170.0)
公司俄罗斯市占率 (%)	0.5%	0.8%		25.0%	假设公司最终在俄罗斯的市占率达到 25.0%
公司北欧&东欧销量 (剔除俄罗斯) (万辆)	0.4	0.6	54.4%	23.4	=10.2%*北欧&东欧市场规模 (剔除俄罗斯) (230.0)
公司北欧&东欧市占率 (剔除俄罗斯) (%)	0.2%	0.3%		10.2%	=0.8*丰田北欧&东欧市占率 (剔除俄罗斯) (12.7%)
公司非洲&北美洲销量 (万辆)	0.5	0.4	-25.6%	54.5	
公司美国销量 (万辆)	0.0	0.0		0.0	
公司美国市占率 (%)	0.0%	0.0%		0.0%	假设公司最终在美国的市占率为 0.0%
公司非洲&北美洲销量 (剔除美国) (万辆)	0.5	0.4	-25.6%	54.5	=11.9%*非洲&北美洲市场规模 (剔除美国) (460.0)

公司非洲&北美洲市占率 (剔除美国) (%)	0.2%	0.1%	11.9%	=0.9*丰田非洲&北美洲市占率 (剔除美国) (13.2%)
------------------------	------	------	-------	---------------------------------

资料来源: Marklines, 民生证券研究院测算

5 投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

汽车业务:公司主要为乘用车销售,2023年收入6,023亿元、毛利率20.21%。乘用车国内基盘市场份额稳固,高端化车型加速推出,海外销量快速增长,同时,高端车型上量、规模效应加强,后续盈利能力有望提升。我们预计汽车业务2024-2026年收入为6,967/8,460/9,907亿元,同比增速为44.11%/21.43%/17.10%。

手机部件及组装业务:主要包含消费电子及新型智能产品(无人机、智能家居、游戏硬件)产品组装,2023年收入1,186亿元、毛利率约8.78%,后续消费电子方面,公司将持续深化与大客户的战略合作,提升在海外大客户核心产品的份额,并开拓新品类的结构件;新型智能产品业务方面,公司将积极完善AI服务器及其他高增长赛道的布局,无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展。我们预计手机部件及组装业务2024-2026年收入为1,366/1,550/1,718亿元,同比增速为15.20%/13.50%/10.80%。

其他主营业务:该部分业务收入规模较小,2023年收入2.9亿元,毛利率17.15%,预计后续依然维持该收入体量。我们其他主营业务2024-2026年收入为3.0/3.2/3.3亿元,同比增速为5.26%/6.67%/1.56%。

表45: 公司分业务盈利预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入(亿元)	4,241	6,023	8,336	10,014	11,628
收入增速(%)	96.20%	42.04%	38.40%	20.13%	16.12%
毛利率(%)	17.04%	20.21%	19.53%	19.65%	19.70%
汽车					
收入(亿元)	3,247	4,835	6,967	8,460	9,907
收入增速(%)	188.64%	48.90%	44.11%	21.43%	17.10%
毛利率(%)	20.39%	23.02%	21.63%	21.62%	21.55%
手机部件及组装等					
收入(亿元)	988	1,186	1,366	1,550	1,718
收入增速(%)	14.30%	20.00%	15.20%	13.50%	10.80%
毛利率(%)	6.06%	8.78%	8.82%	8.91%	9.02%
其他主营业务					
收入(亿元)	5.5	2.9	3.0	3.2	3.3
收入增速(%)	-23.80%	-48.56%	5.26%	6.67%	1.56%
毛利率(%)	11.96%	17.15%	17.00%	17.00%	17.00%

资料来源:公司公告,民生证券研究院测算

5.2 估值分析及投资建议

5.2.1 估值分析

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

2024-2026年可比公司PE估值均值为17/12/10倍，我们预计比亚迪2024-2026年EPS分别为13.68、17.58、21.85元/股，当前股价对应PE分别为18/14/11倍，高于可比公司均值。我们认为公司作为自主新能源龙头，新能源份额领先，凭借Dm-i 5.0技术+成本优势夯实国内20万元领先地位，规模效应加强，利润确定性高；且公司且正迎高端、出口机遇，技术赋能高端，腾势、仰望、方程豹三箭齐发；出口销量高增，全球化建厂加速，应享有估值溢价。

表46：可比公司估值对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	15.18	0.81	1.06	1.36	19	14	11
2015.HK	理想汽车	76.83	4.01	7.54	9.85	19	10	8
0175.HK	吉利汽车	7.73	0.74	1.15	1.49	10	7	5
601633.SH	长城汽车	26.22	1.27	1.59	1.7	21	16	15
可比公司均值			-	-	-	17	12	10
002594.SZ	比亚迪	253.06	13.68	17.58	21.85	18	14	12

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据为民生证券研究院预测，股价为人民币，时间为2024年7月11日，港币兑人民币汇率1:0.92

5.2.2 投资建议

作为中国车企出海代表企业之一，公司自2021年开启乘用车出海战略以来，出口量和海外销量快速增长。2023年公司乘用车出口批发销量为24.3万辆，同比+334.2%。我们认为，公司出海优势包括：

1) **海外建厂将带来成本效益和品牌影响力的双重提升，同时规避部分贸易摩擦限制。**2022年9月起公司先后宣布在海外五个国家建设新能源乘用车工厂，加速产能出海。目前，公司乌兹别克斯坦工厂和泰国工厂已分别于2024年1月和2024年7月投产，印尼工厂和匈牙利工厂预计将于2026年左右投产；合计规划年产能超过百万辆。

2) **自建运输船队将降低运输成本，保障海外市场的快速交付与拓展，加速整车出口。**公司预期将运营一支至少8艘滚装船的出海船队。自有汽车运输船队将提高公司的运力和运输效率，满足其海外业务快速扩张带来的整车跨境运输需求。

3) **公司因地制宜选择经销商合作策略，实现本地销售网络的快速扩张。**出海渠道上，公司主要采用经销商模式，与海外本地经销商合作，实现本地销售网络的快速扩张。截至2024年6月初，在欧洲开店超过260家，泰国112家，巴西100家，完善的经销商网络为客户提供包括质保、保养、维修、客户关怀和车联网服务

等在的全面售后服务，降低消费者的买车顾虑并提升消费者的用车体验

公司重点布局东南亚/南美洲/中亚/大洋洲/西欧区域。预计公司远期全球出海空间将达到 491.8 万辆。其中：公司重点出口区域为 371.4 万辆，预计公司在东南亚 / 南美洲 / 大洋洲 / 中亚 / 西欧 远期的市占率将分别 12.5%/17.1%/20.5%/29.1%/4.8%，对应的公司出海规模为 162.5/ 56.3/ 24.6/ 69.9/ 58.1 万辆。

我们看好公司加速出海成为全球领先新能源车企。我们认为公司有望重走丰田之路，从整车出口到海外建厂，从国内龙头走向世界领先。短期，公司在国内市场迎来 Dm-i 5.0+ 高端化产品周期大年，新车提振需求，销量预期上修；长期，公司海外建厂布局加速，智能化大力投入研发，成长强化，我们看好公司通过技术降本驱动市占率提升，同时全球化、高端化加速，海内外成长共振。维持盈利预测，预计 2024-2026 年营收为 8,336.0/ 10,003.3/11,603.8 亿元，归母净利润 398.1/511.8/636.1 亿元，对应 2024 年 7 月 11 日 253.06 元/股收盘价，PE 分别为 18/14/12 倍，维持“推荐”评级。

6 风险提示

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

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

3) 行业竞争加剧风险: 汽车行业特别是电动车领域, 面临行业竞争加剧, 导致新能源车企盈利困难, 带来风险;

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

公司财务报表数据预测汇总

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

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	146,589	268,517	382,224
应收账款及票据	61,866	72,352	79,575	81,251
预付款项	2,215	7,307	7,114	8,906
存货	87,677	128,643	152,357	178,181
其他流动资产	41,269	58,922	60,229	73,060
流动资产合计	302,121	413,814	567,792	723,622
长期股权投资	17,647	19,314	21,315	23,636
固定资产	230,904	339,344	354,898	373,958
无形资产	37,236	40,455	40,942	41,400
非流动资产合计	377,426	486,163	500,642	518,915
资产合计	679,548	899,977	1,068,434	1,242,537
短期借款	18,323	25,323	26,323	27,323
应付账款及票据	198,483	276,798	333,870	387,137
其他流动负债	236,860	334,116	397,488	460,091
流动负债合计	453,667	636,237	757,681	874,551
长期借款	11,975	13,996	15,496	16,496
其他长期负债	63,444	64,516	64,516	64,516
非流动负债合计	75,419	78,512	80,012	81,012
负债合计	529,086	714,749	837,693	955,562
股本	2,911	2,909	2,909	2,909
少数股东权益	11,652	13,441	15,740	18,598
股东权益合计	150,462	185,228	230,741	286,974
负债和股东权益合计	679,548	899,977	1,068,434	1,242,537

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.04	38.40	20.00	16.00
EBIT 增长率	63.52	43.60	24.23	23.33
净利润增长率	80.72	32.52	28.55	24.30
盈利能力 (%)				
毛利率	20.21	19.32	19.00	19.00
净利润率	4.99	4.78	5.12	5.48
总资产收益率 ROA	4.42	4.42	4.79	5.12
净资产收益率 ROE	21.64	23.17	23.80	23.70
偿债能力				
流动比率	0.67	0.65	0.75	0.83
速动比率	0.42	0.38	0.49	0.57
现金比率	0.24	0.23	0.35	0.44
资产负债率 (%)	77.86	79.42	78.40	76.90
经营效率				
应收账款周转天数	37.49	33.00	30.25	26.62
存货周转天数	66.59	71.75	70.03	70.61
总资产周转率	1.03	1.06	1.02	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	10.33	13.68	17.59	21.86
每股净资产	47.71	59.05	73.90	92.25
每股经营现金流	58.34	65.07	71.68	74.46
每股股利	3.10	2.74	3.52	4.37
估值分析				
PE	25	18	14	12
PB	5.3	4.3	3.4	2.7
EV/EBITDA	8.89	6.78	5.45	4.59
股息收益率 (%)	1.22	1.08	1.39	1.73

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	41,599	53,476	66,468
折旧和摊销	43,553	52,834	65,756	75,203
营运资金变动	92,770	88,960	82,928	68,196
经营活动现金流	169,725	189,293	208,541	216,616
资本开支	-121,623	-159,156	-76,451	-89,373
投资	-16,089	5,304	-1,400	-1,900
投资活动现金流	-125,664	-152,706	-77,851	-91,273
股权募资	98	-400	0	0
债务募资	18,073	9,550	2,540	2,030
筹资活动现金流	12,817	909	-8,762	-11,636
现金净流量	57,329	37,495	121,927	113,707

插图目录

图 1: 民生汽车整车研究框架	3
图 2: 公司乘用车出口批发销量及增速 (万辆; %)	5
图 3: 中国乘用车出口批发销量及增速 (万辆; %)	5
图 4: 公司海外销售总量及增速 (万辆; %)	6
图 5: 公司出口分动力类型 (万辆)	6
图 6: 公司出口分区域占比 (%)	7
图 7: 公司部分出口车型图示	9
图 8: 公司重点出口区域新能源渗透率 (%)	15
图 9: 公司重点出口区域新能源车市场规模 (万辆)	15
图 10: 东南亚市场规模及增速 (万辆; %)	15
图 11: 东南亚新能源渗透率 (%)	15
图 12: 东南亚各车系市占率 (%)	16
图 13: 东南亚公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	16
图 14: 东南亚各级别车终端注册量 (万辆)	17
图 15: 2023 年东南亚各级别车市占率 (%)	17
图 16: 泰国新能源市场规模及增速 (万辆; %)	18
图 17: 泰国市场新能源渗透率 (%)	18
图 18: 泰国市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)	19
图 19: 泰国市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	19
图 20: 南美洲市场规模及增速 (万辆; %)	24
图 21: 南美洲新能源渗透率 (%)	24
图 22: 南美洲各车系占比 (%)	24
图 23: 南美洲公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	24
图 24: 南美洲各级别车终端注册量 (万辆)	25
图 25: 2023 年南美洲各级别车市占率 (%)	25
图 26: 巴西新能源市场规模及增速 (万辆; %)	27
图 27: 巴西市场新能源渗透率 (%)	27
图 28: 巴西市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)	27
图 29: 巴西市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	27
图 30: 大洋洲市场规模及增速 (万辆; %)	30
图 31: 大洋洲新能源渗透率 (%)	30
图 32: 大洋洲各车系占比 (%)	30
图 33: 大洋洲公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	30
图 34: 大洋洲各级别车终端注册量 (万辆)	31
图 35: 2023 年大洋洲各级别车市占率 (%)	31
图 36: 澳大利亚新能源市场规模及增速 (万辆; %)	33
图 37: 澳大利亚市场新能源渗透率 (%)	33
图 38: 澳大利亚市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)	33
图 39: 澳大利亚市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	33
图 40: 中西亚市场规模及增速 (万辆; %)	36
图 41: 中西亚新能源渗透率 (%)	36
图 42: 中西亚各车系占比 (%)	36
图 43: 中西亚公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	36
图 44: 中西亚各级别车终端注册量 (万辆)	37
图 45: 2023 年中西亚各级别车市占率 (%)	37
图 46: 以色列新能源市场规模及增速 (万辆; %)	39
图 47: 以色列市场新能源渗透率 (%)	39
图 48: 以色列市场公司终端注册量及增速 (万辆; %)	39
图 49: 以色列市场公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	39
图 50: 西欧市场规模及增速 (万辆; %)	42
图 51: 西欧地区新能源渗透率 (%)	42
图 52: 西欧各车系占比 (%)	42
图 53: 西欧公司终端注册量及市占率 (万辆; %)	42
图 54: 西欧各级别车终端注册量 (万辆)	44

图 55: 2023 年西欧各级别车市占率 (%)44

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司海外重点出口国家情况	7
表 2: 公司出口分车型 (辆)	8
表 3: 公司新能源乘用车海外销售市场版图	10
表 4: 公司海外乘用车工厂建设规划	11
表 5: 公司部分重点国家和地区经销商合作情况和门店数量	13
表 6: 公司重点出口区域和国家终端注册量情况	14
表 7: 东南亚公司出口国家 (辆)	16
表 8: 东南亚公司出口车型 (辆)	17
表 9: 2023 年东南亚轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	17
表 10: 2023 年东南亚 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	18
表 11: 泰国新能源市场前五大品牌终端注册量及比重 (单位: 辆)	19
表 12: 泰国新能源市场前十大车型终端注册量及比重 (单位: 辆)	20
表 13: 2023 年泰国轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	20
表 14: 2023 年泰国 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	21
表 15: 泰国“EV3.5”电动汽车激励措施 (2024-2027 年)	21
表 16: 公司东南亚出海空间测算	23
表 17: 南美洲公司出口国家 (辆)	25
表 18: 公司南美洲地区出口车型 (辆)	25
表 19: 2023 年南美洲轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	26
表 20: 2023 年南美洲 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	26
表 21: 巴西新能源市场前五大品牌终端注册量及比重 (辆)	28
表 22: 巴西新能源市场前十大车型终端注册量及比重 (辆)	28
表 23: 公司南美洲出海空间测算	29
表 24: 大洋洲公司出口国家 (辆)	31
表 25: 大洋洲公司出口车型 (辆)	31
表 26: 2023 年大洋洲轿车市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	32
表 27: 2023 年大洋洲 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型销量、价格、市占率	32
表 28: 澳大利亚新能源市场前五大品牌终端注册量及比重 (辆)	34
表 29: 澳大利亚新能源市场前十大车型终端注册量及比重 (辆)	34
表 30: 公司大洋洲出海空间测算 (万辆; %)	35
表 31: 中西亚公司出口国家 (辆)	37
表 32: 公司中西亚地区出口车型 (辆)	37
表 33: 2023 年中西亚轿车市场前五大车型及公司畅销车型 (万辆; %)	38
表 34: 2023 年中西亚 SUV 市场前五大车型及公司畅销车型 (万辆; %)	38
表 35: 以色列新能源市场前五大品牌终端注册量及比重 (辆)	40
表 36: 以色列新能源市场前十大车型终端注册量及比重 (辆)	40
表 37: 以色列乘用车市场前五大车型 (辆)	40
表 38: 公司中西亚出海空间测算	41
表 39: 西欧公司出口国家 (辆)	43
表 40: 公司西欧地区出口车型 (辆)	44
表 41: 公司西欧出海空间测算	45
表 42: 公司北欧&东欧出海空间测算	45
表 43: 公司非洲&北美洲出海空间测算	46
表 44: 公司出海空间测算汇总	47
表 45: 公司分业务盈利预测	49
表 46: 可比公司估值对比	50
公司财务报表数据预测汇总	53

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

民生证券研究院：

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

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

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