

公司研究 | 点评报告 | 比亚迪 (002594.SZ)

比亚迪出海之拉美：新能源尚处早期阶段，巴西建厂探索本土化扩张

报告要点

比亚迪已依靠纯电大巴进入海外市场，随着新能源乘用车实力崛起，公司逐步将乘用车业务拓展至海外，选择与全球各区域经销商进行合作并探索本土化扩张，加速海外布局。拉美市场新能源尚处早期阶段，比亚迪巴西建厂探索本土化扩张，同时拉美市场新能源车型供给仍然较少，比亚迪纯电车型竞争力强，插混宋 Plus 销量表现创记录，居首位。当前海外新能源市场仍处于快速增长阶段，比亚迪有望凭借技术与成本优势，输出优质车型抢占市场份额，全球化布局将进一步打开销量与业绩成长空间。

分析师及联系人



高伊楠

SAC: S0490517060001

SFC: BUW101



张扬

SAC: S0490524030004

比亚迪 (002594.SZ)

比亚迪出海之拉美：新能源尚处早期阶段，巴西建厂探索本土化扩张

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

需求分析：销量逐步恢复，新能源尚处于早期发展阶段

拉美轻型车市场销量逐步恢复，2024.1-5 月需求持续增长。拉美轻型车市场 2023 年销量为 444.4 万辆，同比增长 8.0%，2020 年后持续恢复，但尚未恢复至 2019 年前水平，2024.1-5 销量为 178.3 万辆，同比增长 7.66%。拉美新能源市场高速发展，但渗透率低。拉美新能源轻型车市场 2023 年销量为 29374 辆，同比增长 268.8%，2024.1-5 销量 36735 辆，同比增长 776.52%，新能源渗透率源渗透率增长至 2.06%。分国家来看，拉美轻型车市场以巴西与墨西哥为主，合计占比超七成，2024.1-5 月市占率合计达到 81.8%。拉美主要国家发布新能源转型目标与支持政策，推动城市交通电动化发展，新能源销量主要分布于巴西、墨西哥与哥伦比亚，其中巴西新能源渗透率大幅提升，2024.1-5 月巴西新能源销量达 30912 辆，渗透率 3.53%。

车型需求：偏好小型、紧凑型级别，主流需求新能源普及度较低

从消费特征来看，拉美市场整体偏好小型、紧凑型级别与皮卡车型。2024.1-5 月拉美轻型车市场中，小型轿车、紧凑型轿车分别占比 18.8% / 13.0%，紧凑型 SUV 占比 21.3%，皮卡占比 16.3%，以上级别合计约 69.4%。巴西与墨西哥消费特征基本类似，哥伦比亚更为集中于小型轿车与紧凑型 SUV，分别占比 23.4% / 35.7%。新能源车方面，巴西、墨西哥中大型轿车级别的新能源渗透率大幅领先，但主流需求级别的新能源普及度仍然较低。以销量最高的巴西市场来看，2024.1-5 月，巴西中型轿车级别的新能源渗透率达到 42.0%，中大型级别达到 19.1%。

比亚迪竞争力：插混车型竞争力强，纯电车型发布完善产品矩阵，新车反响较好

在巴西市场，比亚迪布局多款热销车型，本地化建厂持续拓展当地市场。比亚迪在巴西陆续发布一系列纯电及混动车型，包括唐 EV、汉 EV、元 PLUS EV 以及宋 PLUS DM-i，同时投资 30 亿雷亚尔，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，计划年产 15 万辆。从竞争格局来看，巴西市场以菲亚特、大众、雪佛兰为主，当前合计占比约五成，但新能源车型供给仍然较少，比亚迪纯电车型竞争力强，插混宋 Plus 销量表现创记录。2024.1-5 月比亚迪在巴西市场合计销量 27110 辆，新能源市场市占率达到 87.7%，其中宋 PLUS 销量为 8129 辆，新能源市场市占率达 26.3%，居于第一，纯电车型海豚/海豚 mini 销量为 8096/7735 辆，新能源市占率分别为 26.2%/25.0%，分别居于第二第三。

投资建议：技术与产品大年基本盘稳固，出海与高端化发力迈向新巅峰

公司 2024 年将迎来新技术、新产品大年，DM5.0 与 e 4.0 平台加持下，王朝海洋网主力车型将迎来改款换代，持续升级产品力，站稳主流市场。腾势、仰望与方程豹高端品牌车型储备丰富，加速布局高端市场。出海持续发力，海外渠道布局与车型矩阵将进一步完善。规模效应加持下，随着出海与高端化放量，盈利能力有望保持高位，不惧竞争影响。预计 2024-2026 年公司归母净利润 386、479、557 亿元，对应 PE 20.0X、16.1X、13.9X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、市场需求较弱导致新能源汽车销量低于预期；
- 2、动力电池降本幅度不及预期；
- 3、海外市场需求低于预期；
- 4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	265.61
总股本(万股)	290,927
流通A股/B股(万股)	116,247/0
每股净资产(元)	49.15
近12月最高/最低价(元)	276.58/162.77

注：股价为 2024 年 7 月 22 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《比亚迪出口之东南亚：泰国工厂投产加速本地化扩张，市场份额跻身前列》2024-07-19
- 《比亚迪 2024 年 6 月销量点评：DM5.0 落地提升产品竞争力，6 月销量同环比提升》2024-07-08
- 《比亚迪 2024 年 5 月销量点评：开创油耗 2 时代，高端化与出口持续放量》2024-06-05



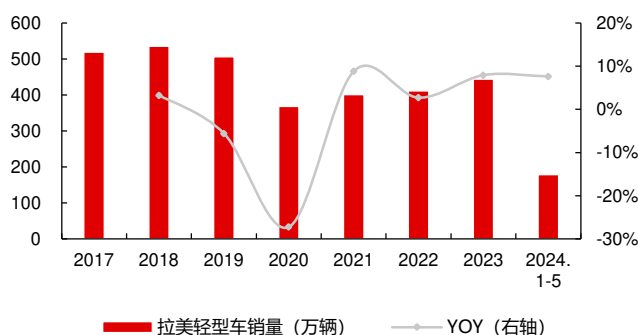
更多研报请访问
长江研究小程序

需求分析：销量逐步恢复，新能源尚处于早期发展阶段

拉美¹轻型车市场销量逐步恢复，2024.1-5月需求持续增长。拉美轻型车市场2023年销量为444.4万辆，同比增长8.0%，2020年后持续恢复，但尚未恢复至2019年以前水平；2024.1-5销量为178.3万辆，同比增长7.66%。

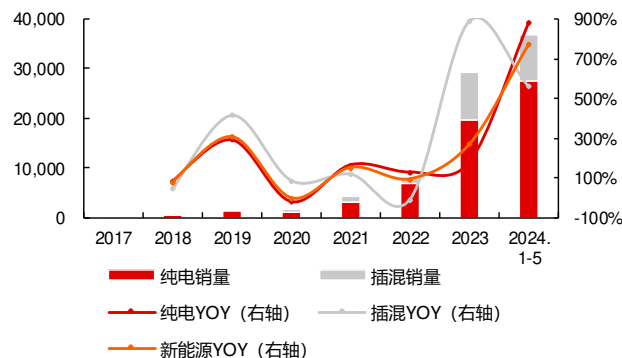
拉美新能源市场高速发展，但渗透率低。拉美新能源轻型车市场2023年销量为29374辆，同比增长268.8%，2024.1-5销量36735辆，同比增长776.52%。渗透率方面，2023年新能源渗透率为0.66%，其中纯电0.44%，插混0.22%；2024.1-5新能源渗透率为2.06%，其中纯电1.55%，插混0.51%。

图 1：2024.1-5 拉美轻型车销量同比增长 7.66%



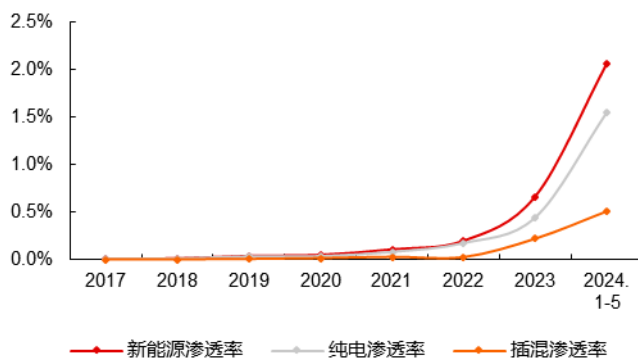
资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 2：2024.1-5 拉美新能源轻型车销量同比增长 776.5%（单位：辆）



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 3：2024.1-5 拉美新能源渗透率为 2.06%



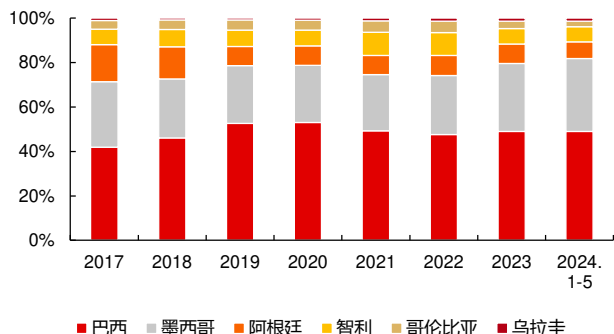
资料来源：Marklines，长江证券研究所

分国家来看，拉美轻型车市场以巴西与墨西哥为主，合计占比超七成。2017-2024.1-5月，巴西与墨西哥市场的合计占比在70%-80%的区间内波动，2024.1-5月为81.8%。巴西轻型车2023年销量达218.0万辆，同比增长11.3%，2024.1-5为87.5万辆，同比增长15.9%；墨西哥轻型车2023年销量达136.1万辆，同比增长24.4%，2024.1-5

¹ 受数据可获得性的影响，本文所指的拉美市场包含：巴西、墨西哥、阿根廷、智利、哥伦比亚、乌拉圭。

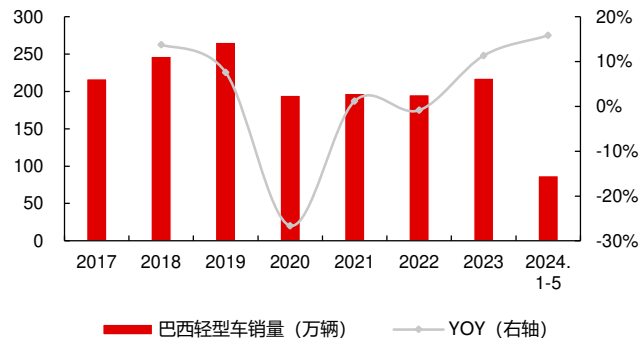
月为 58.4 万辆，同比增长 12.4%；哥伦比亚轻型车 2023 年销量 14.7 万辆，同比下滑 30.6%，2024.1-5 销量 4.5 万辆，同比下滑 22.4%。

图 4：2024.1-5 拉美轻型车市场巴西与墨西哥合计占比 81.8%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 5：2024.1-5 巴西轻型车销量同比增长 15.9%



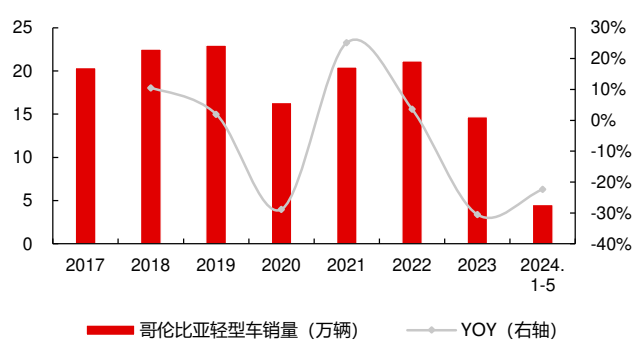
资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 6：2024.1-5 墨西哥轻型车销量同比增长 12.4%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 7：2024.1-5 哥伦比亚轻型车销量同比下滑 22.4%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

拉美新能源销量主要分布于巴西、墨西哥与哥伦比亚，其中巴西新能源渗透率大幅提升。

2024.1-5 月，拉美新能源轻型车销量为 36735 辆，渗透率 2.06% (2023 年为 0.66%)；其中巴西 30912 辆，渗透率大幅提升至 3.53% (2023 年为 0.94%)；墨西哥 4739 辆，渗透率 0.81% (2023 年为 0.52%)；哥伦比亚 791 辆，渗透率 1.75% (2023 年为 1.23%)。2024.1-5 月巴西插混渗透率提升较快，达到 0.94%，所有市场均为纯电渗透率更高。

图 8：2017-2024.1-5 拉美市场分国家新能源渗透率表现

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024.1-5
新能源渗透率								
拉美	0.00%	0.01%	0.03%	0.04%	0.10%	0.19%	0.66%	2.06%
巴西	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	0.11%	0.17%	0.94%	3.53%
墨西哥	0.01%	0.02%	0.04%	0.06%	0.14%	0.36%	0.52%	0.81%
阿根廷			0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%
智利								
哥伦比亚	0.02%	0.08%	0.49%	0.29%	0.21%	0.25%	1.23%	1.75%
乌拉圭				0.01%	0.08%	0.05%	0.05%	0.09%
纯电渗透率								
拉美	0.00%	0.01%	0.03%	0.03%	0.08%	0.17%	0.44%	1.55%
巴西	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	0.07%	0.14%	0.55%	2.59%
墨西哥	0.01%	0.01%	0.02%	0.04%	0.12%	0.34%	0.45%	0.68%
阿根廷			0.00%	0.01%	0.01%	0.01%	0.02%	0.01%
智利								
哥伦比亚	0.02%	0.08%	0.49%	0.29%	0.21%	0.25%	0.82%	1.33%
乌拉圭				0.01%	0.08%	0.05%	0.05%	0.09%
插混渗透率								
拉美	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.03%	0.02%	0.22%	0.51%
巴西		0.00%	0.00%	0.02%	0.04%	0.04%	0.38%	0.94%
墨西哥	0.00%	0.00%	0.01%	0.02%	0.02%	0.02%	0.07%	0.13%
阿根廷								
智利								
哥伦比亚						0.00%	0.41%	0.42%
乌拉圭								

资料来源：Marklines，长江证券研究所

拉美主要国家发布新能源转型目标与支持政策，推动城市交通电动化发展。哥伦比亚 2019 年即提出到 2030 年国内新能源乘用车保有量达到 60 万辆的目标，针对公共交通领域提出明确的新能源转型目标，并推进充电基础设施建设；巴西政府积极推动国会审议通过《促进可持续交通》法案，给予新能源汽车激励政策；墨西哥目标到 2030 年，零排放车型的占比达到 50%。

表 1：拉美国家新能源车相关发展目标与支持政策

国家	主要内容
哥伦比亚	乘用车：目标到 2022 年底电动车注册量达 6,600 辆，到 2030 年底达 600,000 辆。电动车税率不得超过其商业价值的 1%，相比之下燃油车的税率在其商业价值的 1.5%-3.5% 左右。其他激励措施包括：针对车辆排放测试价格给予折扣；强制交通意外第三者责任保险费率 10% 的折扣；提供优惠停车位，公共泊车位至少 2% 需要优先用于电动车；豁免车辆交通限制政策；针对车辆登记费给予折扣等。（针对 BEV & PHEV）
	重型车辆：2025 年起，拥有大型公共交通系统的城市必须确保公共交通领域一定比例的新车购买为纯电车型，2035 年目标电动车新车占比达到 100%。到 2025 年，特定的政府机构用车必须满足 30% 的纯电车型购买配额。
	充电基础设施：除 Buenaventura、Tumaco 外的特殊直辖市，至少建立 5 个快速充电站；允许市政当局建造充电站，以公私合作的方式达成基础设施建设的目标；将充电基础设施纳入新建住宅与商业建筑。
巴西	PLS 454/2017 法案规定到 2060 年禁止销售化石燃料汽车
	积极推动国会审议通过《促进可持续交通》法案，将对新能源汽车在关税、消费税等税收方面给予激励政策
墨西哥	目标到 2030 年，零排放汽车与货车的销量占比达到 50%；到 2040 年，加速推进 100% 的新车销售向零排放车型转型
智利	发布 National Electromobility Strategy，目标成为第一个到 2035 年所有道路车辆实现 100% 零排放车型销售。
乌拉圭	目标沿电力路线每 50 公里安装一个充电站，建立拥有广泛充电网络的高速公路走廊

资料来源：TransportPolicy，科技日报，懂车帝，Accelerating to Zero Coalition Steering Committee，长江证券研究所

车型需求：偏好小型、紧凑型级别，主流需求新能源普及度较低

从消费特征来看，拉美市场整体偏好小型、紧凑型级别与皮卡车型。2024.1-5 月拉美轻型车市场中，小型轿车、紧凑型轿车分别占比 18.8% / 13.0%，紧凑型 SUV 占比 21.3%，皮卡占比 16.3%，以上级别合计约 69.4%。巴西与墨西哥消费特征基本类似，哥伦比亚更为集中于小型轿车与紧凑型 SUV，分别占比 23.4% / 35.7%。

图 9：2024.1-5 拉美市场分级别销量结构

	A	B	C	D	E	F	MPV	Pickup Truck	SUV-A	SUV-B	SUV-C	SUV-D	SUV-E	不可分级
拉美	3.9%	18.8%	13.0%	1.3%	0.1%	0.1%	1.3%	16.3%	0.1%	5.7%	21.3%	5.4%	0.6%	12.1%
巴西	6.3%	21.3%	11.7%	0.6%	0.1%	0.1%	0.8%	18.8%	0.0%	7.0%	24.7%	4.2%	0.2%	4.1%
墨西哥	1.3%	15.2%	20.0%	3.0%	0.1%	0.1%	2.6%	15.5%	0.4%	5.2%	22.0%	8.5%	1.5%	4.8%
阿根廷	0.9%	36.6%	5.8%	0.1%	0.0%	0.0%	0.3%	26.0%	0.0%	6.7%	14.2%	3.5%	0.1%	5.7%
智利													0.0%	100.0%
哥伦比亚	10.8%	23.4%	8.6%	0.5%	0.0%	0.3%	0.1%	0.0%	0.7%	4.5%	35.7%	11.6%	1.6%	2.5%
乌拉圭													0.0%	100.0%

资料来源：Marklines，长江证券研究所

巴西、墨西哥中大型轿车级别的新能源渗透率大幅领先，但主流需求级别的新能源普及度仍然较低。2024.1-5 月，巴西中型轿车级别的新能源渗透率达到 42.0%，中大型级别达到 19.1%；墨西哥中大型轿车级别的新能源渗透率达到 24.0%，微型级别约 8.1%；而两大市场主流的小型、紧凑型级别细分市场的新能源渗透率仍然偏低。哥伦比亚主流的中大型轿车市场新能源渗透率 10.0%，MPV 级市场渗透率 58.6%。

图 10：2024.1-5 月拉美市场分级别新能源渗透率

	A	B	C	D	E	F	MPV	Pickup Truck	SUV-A	SUV-B	SUV-C	SUV-D	SUV-E	不可分级
拉美	12.3%	2.5%	1.5%	9.1%	20.7%	0.9%	0.5%	0.0%		1.3%	0.5%	9.7%	1.4%	0.6%
巴西	14.2%	4.4%	3.0%	42.0%	19.1%	0.6%	1.4%			0.5%	0.5%	22.0%		
墨西哥	8.1%	0.0%	0.4%	0.1%	24.0%	1.7%		0.0%		3.4%	0.4%	2.0%	1.8%	3.0%
阿根廷	0.1%		0.0%	0.5%							0.0%	0.0%	0.7%	
智利														0.2%
哥伦比亚		2.1%	0.4%	0.5%	10.0%		58.6%			1.0%	0.8%	4.0%	0.1%	16.6%
乌拉圭														0.1%

资料来源：Marklines，长江证券研究所

比亚迪竞争力：插混车型竞争力强，纯电车型发布完善产品矩阵，新车反响较好

在巴西市场，比亚迪布局多款热销车型，本地化建厂持续拓展当地市场。车型角度，比亚迪在巴西陆续发布一系列纯电及混动车型，包括唐 EV、汉 EV、元 PLUS EV 以及宋 PLUS DM-i，并于 2023 年 6 月底发布海豚车型。渠道角度，截至 2023 年 6 月底，公司已在巴西建立 24 家经销商线下门店。2024 年 5 月 23 日，比亚迪巴西市场第 100 家经销商门店开幕，当前来看，比亚迪在巴西的销售网络已涵盖 39 个经销商集团、100 个现营门店以及 135 个指定网点。按照计划，比亚迪 2024 年在巴西的经销商门店数量将达到 250 家。产能端，2023 年 7 月初，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，总投资额达 30 亿雷亚尔（折合人民币约 45 亿）。该生产基地综合体包含主营电动客车、卡车底盘的生产工厂，新能

源乘用车整车生产工厂以及碳酸铁锂电池材料的加工工厂。新能源乘用车整车生产工厂产线涵盖纯电与插混车型，计划年产 15 万辆。

表 2：比亚迪巴西市场车型布局

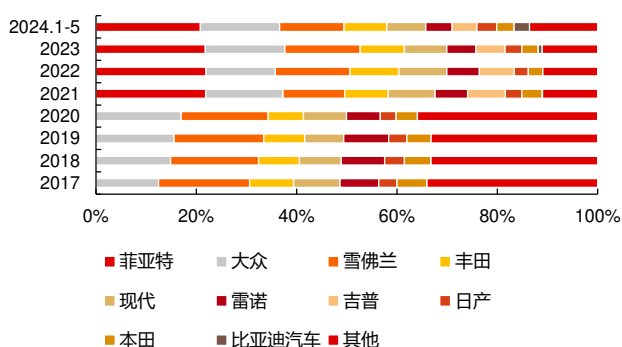
车型	级别	类型	售价（万巴西雷亚尔）	折算人民币售价（万元）
SONG PRO DM-i	SUV-D	PHEV	18.98	24.87
KING DM-i	D	PHEV	17.58	23.03
DOLPHIN MINI	A	EV	11.98	15.7
DOLPHIN PULS	B	EV	18.48	24.22
SEAL	D	EV	29.98	39.29
DOLPHIN	B	EV	15.98	20.94
YUAN PULS	SUV-C	EV	22.98	30.12
SONG PULS	SUV-D	EV	23.98	31.43
HAN	E	EV	53.98	70.74

资料来源：BYD Brasil，长江证券研究所

注：折算汇率为截至 2024 年 7 月 19 日巴西雷亚尔兑人民币汇率

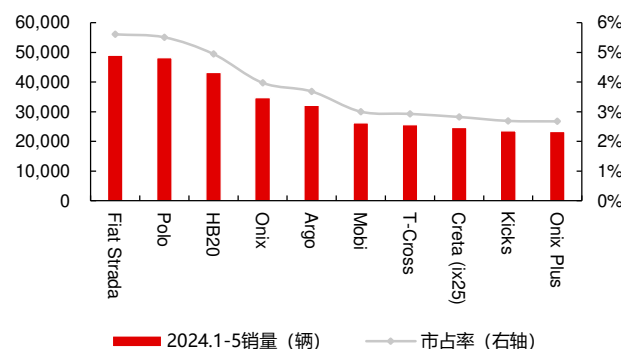
从竞争格局来看，巴西市场以菲亚特、大众、雪佛兰为主，当前合计占比约五成。2024.1-5 月菲亚特、大众、雪佛兰市占率分别为 20.8% / 15.8% / 12.8%，合计为 49.5%。从主力车型来看，2024.1-5 月菲亚特的燃油皮卡 Strada 销量达 4.9 万辆，市占率 5.6%，位列第一，大众的小型轿车 Polo 销量 4.8 万辆，市占率 5.5%，现代的小型轿车 HB20 销量 4.3 万辆，市占率 4.9%。

图 11：2024.1-5 巴西轻型车市场菲亚特、雪佛兰、大众合计占 52.2%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

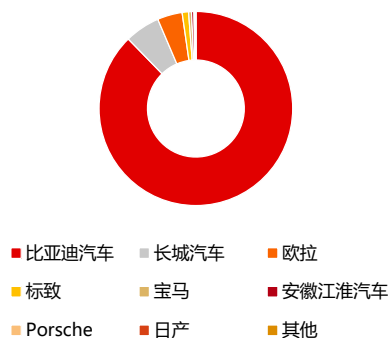
图 12：2024.1-5 巴西轻型车市场前十大车型



资料来源：Marklines，长江证券研究所

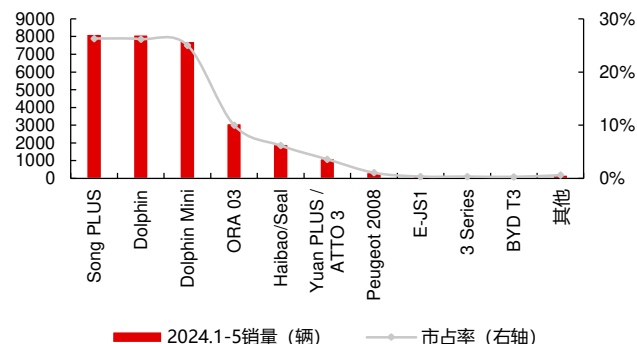
巴西新能源车型供给仍然较少，比亚迪纯电车型竞争力强，插混宋 Plus 销量表现创记录。比亚迪有宋 PLUS DM、海豚/海豚 mini、海豹、元 PLUS 以及 BYD T3 等车型，2024.1-5 月合计销量 27110 辆，新能源市场市占率达到 87.7%，其中宋 PLUS 销量为 8129 辆，新能源市场市占率达 26.3%，居于第一，纯电车型海豚/海豚 mini 销量为 8096/7735 辆，新能源市占率分别为 26.2%/25.0%，分别居于第二第三。

图 13：2024.1-5 巴西新能源轻型车市场比亚迪占比达 87.7%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 14：2024.1-5 巴西新能源轻型车市场前十大车型



资料来源：Marklines，长江证券研究所

在墨西哥市场，比亚迪推出汉、唐、元 PLUS 三款纯电车型。比亚迪在墨西哥新能源出租车、卡车与叉车市场具备发展基础。2022 年 11 月，比亚迪宣布与八家墨西哥经销商达成合作，并亮相汉、唐两款车型；2023 年 3 月，公司正式在墨西哥市场推出汉 EV、唐 EV 与元 PLUS EV 三款车型，2023 年 9 月海豚作为比亚迪第四款车在墨西哥上市，2023 年 11 月比亚迪海豹正式在墨西哥上市；2024 年 1 月比亚迪宋 PLUS DM-i 上市墨西哥；公司计划通过 11 家授权经销商开展业务，在 2023 年底设立 50 家门店、拓展业务布局至 32 个州。

图 15：2023 年 6 月比亚迪墨西哥分公司交付首批元 PLUS



资料来源：比亚迪“迪声漂洋”公众号，长江证券研究所

图 16：比亚迪墨西哥门店示意图



资料来源：比亚迪“迪声漂洋”公众号，长江证券研究所

比亚迪首款皮卡 BYD SHARK 墨西哥首发，开启全球新能源皮卡时代。2024 年 5 月 14 日，比亚迪首款皮卡 BYD SHARK 全球产品发布暨墨西哥上市发布会在墨西哥城举行。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（折合约 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，比亚迪在皮卡领域的全新突破将重塑全球皮卡市场的新格局，打造中国新能源汽车出海的新标杆。

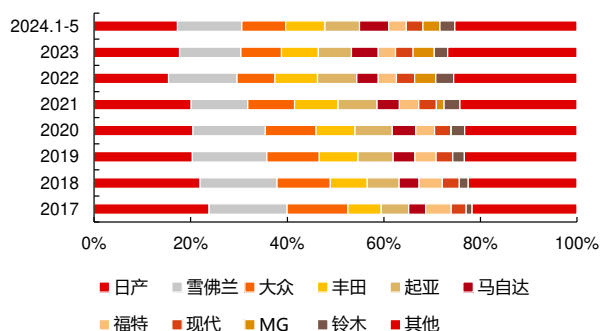
图 17：比亚迪首款皮卡 BYD SHARK 墨西哥首发



资料来源：比亚迪官网，长江证券研究所

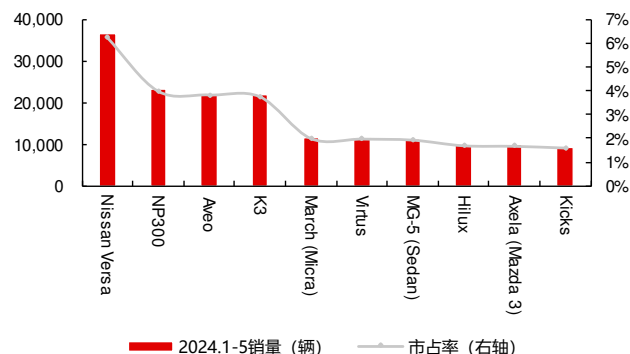
从竞争格局来看，墨西哥市场日产、雪佛兰份额相对更高，合计占比三成左右。2024.1-5 月墨西哥轻型车市场日产、雪佛兰销量分别为 10.1 万/7.8 万辆，市占率分别为 17.2%/13.3%，合计达 30.6%。从主力车型来看，日产的紧凑型轿车 Versa 以及皮卡车型 NP300 是当前最为畅销的车型，2024.1-5 月销量分别为 3.6 万/2.3 万辆，市占率分别为 6.2%/4.0%。

图 18：2024.1-5 墨西哥轻型车市场日产、雪佛兰占比达 30.6%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

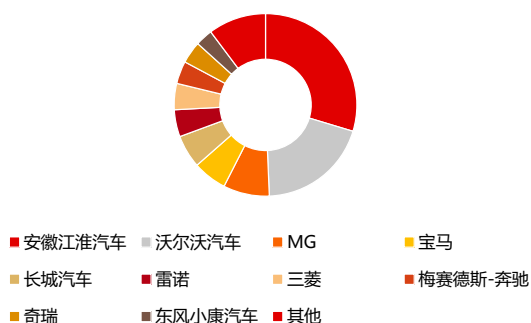
图 19：2024.1-5 墨西哥轻型车市场前十大车型



资料来源：Marklines，长江证券研究所

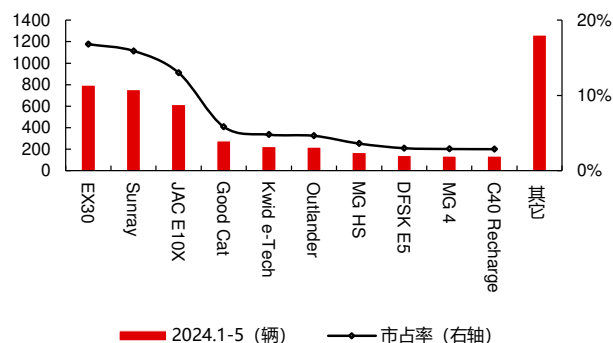
比亚迪上市前，2024.1-5 月江淮在墨西哥新能源市场市占率较为领先。分品牌来看，2024.1-5 月墨西哥新能源轻型车市场江淮销量为 1406 辆，市占率达 29.7%。其中 Sunray 贡献主要销量，2024.1-5 月销量为 754 辆，车型市占率为 15.9%。沃尔沃小型 SUV EX30 销量为 796 辆，车型市占率为 16.8%，占比第一。

图 20：2024.1-5 墨西哥新能源轻型车市场江淮占比 29.7%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 21：2024.1-5 墨西哥新能源轻型车市场前十大车型



资料来源：Marklines，长江证券研究所

在哥伦比亚市场，比亚迪通过电动大巴建立良好口碑，2020 年进入当地乘用车领域，已成为主要新能源乘用车品牌之一。2012 年比亚迪进入哥伦比亚市场，2019 年一举拿下该国最大、也是美洲最大的纯电动大巴订单。2020 年起，公司与哥伦比亚经销商 Motorysa 合作，提供新能源乘用车产品。公司于 2020 年 5 月授权 Motorysa 销售全新一代唐、元以及 e 系列等；于 2022 年 3 月宣布 DM-i 车型出海，首批 500 台秦 PLUS DM-i 与宋 PLUS DM-i 被引入哥伦比亚市场；2023 年 9 月，纯电轿跑比亚迪海豹上市哥伦比亚；2024 年 4 月比亚迪海鸥在哥伦比亚正式上市。

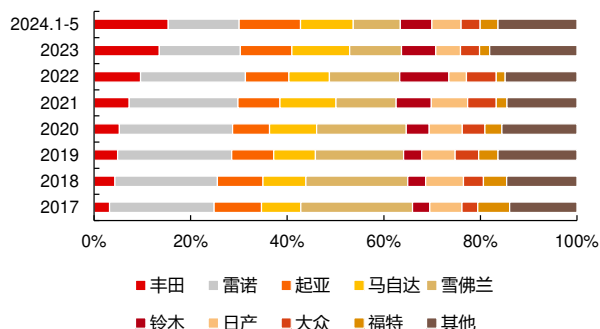
图 22：比亚迪秦 PLUS DM-i 和宋 PLUS DM-i 抵达哥伦比亚



资料来源：比亚迪“迪声漂洋”公众号，长江证券研究所

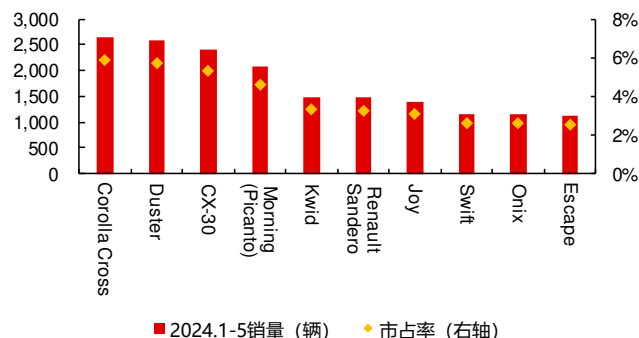
哥伦比亚轻型车市场前两大品牌丰田，雷诺占比三成。2024.1-5 月哥伦比亚轻型车市场丰田，雷诺销量分别为 6937 / 6645 辆，市占率分别为 15.3% / 14.7%，合计占比 30.0%，其中雪佛兰市占率近年有大幅下滑，由 2017 年的 23.1% 下滑至 2024.1-5 月的 9.7%。丰田市占率持续提升，2017 年仅为 3.2%，到 2024.1-5 月已达到 15.3%，位居第一。从主力车型来看，丰田的紧凑型 SUV Corolla Cross 是当前哥伦比亚轻型车市场最为畅销的车型，2024.1-5 月销量达 2638 辆，市占率达 5.8%。

图 23：2024.1-5 哥伦比亚轻型车市场



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 24：2024.1-5 哥伦比亚轻型车市场前十大车型

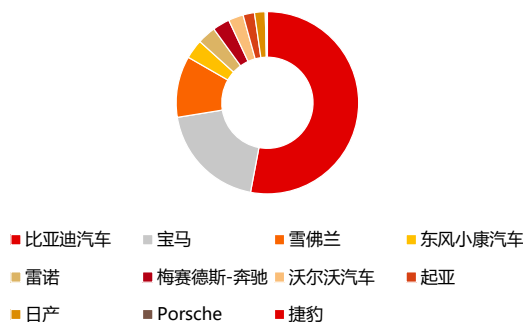


资料来源：Marklines，长江证券研究所

哥伦比亚新能源轻型车市场体量小，车型供给少，比亚迪份额领先，纯电动车型迅速发展。

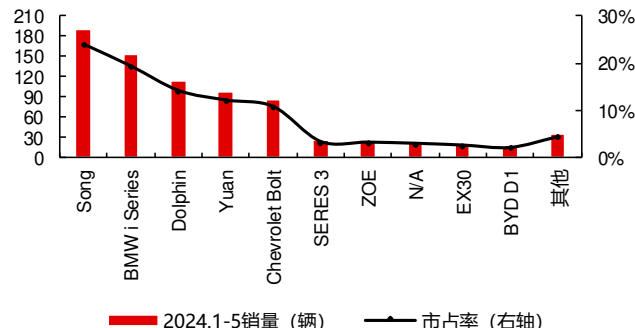
与墨西哥、巴西市场类似，哥伦比亚新能源市场参与玩家少，且市场体量更小，2024.1-5月新能源销量791辆。比亚迪2024.1-5月销量419辆，市占率53.0%。从车型维度来看，哥伦比亚新能源市场前四中的三大车型均为比亚迪车型，分别为宋/宋 PLUS DM、海豚、元，其中宋/宋 PLUS DM 作为哥伦比亚市场当前唯一的插混车型，展现较强竞争力，超越其他纯电车型份额居于第一，市占率达到24.1%。

图 25：2024.1-5 月哥伦比亚新能源轻型车市场比亚迪占比 53.0%



资料来源：Marklines，长江证券研究所

图 26：2024.1-5 哥伦比亚新能源轻型车市场前十大车型



资料来源：Marklines，长江证券研究所

投资建议：技术与产品大年基本盘稳固，出海与高端化发力迈向新巅峰

公司2024年将迎来新技术、新产品大年，DM5.0与e 4.0平台加持下，王朝海洋网主力车型将迎来改款换代，持续升级产品力，站稳主流市场。腾势、仰望与方程豹高端品牌车型储备丰富，加速布局高端市场。出海持续发力，海外渠道布局与车型矩阵将进一步完善。规模效应加持下，随着出海与高端化放量，盈利能力有望保持高位，不惧竞争影响。预计2024-2026年公司归母净利润386、479、557亿元，对应PE 20.0X、16.1X、13.9X，维持“买入”评级。

风险提示

1、市场需求较弱导致新能源汽车销量低于预期。公司的主要收入和利润来自于新能源汽车销售。汽车销量受宏观经济、居民购买力影响，后续需求回升力度可能对新能源汽车销量造成影响。

2、动力电池降本幅度不及预期。电动车成本中，电池和电池原材料占比较高。碳酸锂价格对电动车成本有较大影响，因此价格波动会带来公司盈利能力波动。2023 年以来，碳酸锂价有所下降，但后续如果价格回升，可能会对公司盈利能力造成不利影响。

3、海外市场需求低于预期。公司新能源汽车业务拓展至海外，国际地缘政治局势变化及海外经济体增长放缓等复杂因素会影响海外市场新能源汽车需求，进而影响公司海外业务进展。

4、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着新车型放量，海外以及高端化业务开拓，预计公司 2024、2025 年营收分别为 7492.6 亿元、8406.3 亿元，增速分别为 24.4%、12.2%；归母净利润分别为 385.8 亿元、479.1 亿元，增速分别为 28.4%、24.2%。

若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。极端悲观假设下，若行业竞争加剧，或者公司高端化及海外业务拓展低于预期，公司未来收入/业绩的预期可能会有所降低，假设极端悲观情况下，2024、2025 年营业收入分别为 6743.4 亿元、7397.5 亿元，增速为 12.0%、9.7%；归母净利润分别为 347.2 亿元、421.6 亿元，增速为 15.6%、21.4%。

表 3：公司收入和利润的敏感性分析（单位：亿元）

	基准情形			悲观情形		
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
营业收入	6023.2	7492.6	8406.3	6023.2	6743.4	7397.5
——YOY	42.0%	24.4%	12.2%	42.0%	12.0%	9.7%
归母净利润	300.4	385.8	479.1	300.4	347.2	421.6
——YOY	80.7%	28.4%	24.2%	80.7%	15.6%	21.4%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602315	749264	840629	939604	货币资金	109094	251542	378484	519576
营业成本	480558	593992	660995	736276	交易性金融资产	9563	9563	9563	9563
毛利	121757	155272	179634	203328	应收账款	61866	76960	86344	96510
%营业收入	20%	21%	21%	22%	存货	87677	108372	120597	134332
营业税金及附加	10350	12737	14291	15973	预付账款	2215	2738	3047	3394
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	31706	35087	36753	38558
销售费用	25211	29971	33625	37584	流动资产合计	302121	484262	634788	801933
%营业收入	4%	4%	4%	4%	长期股权投资	17647	17647	17647	17647
管理费用	13462	16484	18494	20671	投资性房地产	83	83	83	83
%营业收入	2%	2%	2%	2%	固定资产合计	230904	191199	149994	107288
研发费用	39575	48702	54641	61074	无形资产	37236	37236	37236	37236
%营业收入	7%	7%	7%	7%	商誉	4428	4428	4428	4428
财务费用	-1475	0	0	0	递延所得税资产	6584	7092	7092	7092
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	80544	78795	78795	78795
加: 资产减值损失	-2188	6	6	6	资产总计	679548	820741	930061	1054501
信用减值损失	-1580	0	0	0	短期贷款	18323	18323	18323	18323
公允价值变动收益	258	0	0	0	应付款项	194430	240324	267433	297891
投资收益	1635	0	0	0	预收账款	0	0	0	0
营业利润	38103	47384	58589	68031	应付职工薪酬	17139	21184	23574	26259
%营业收入	6%	6%	7%	7%	应交税费	7852	9768	10959	12250
营业外收支	-834	0	0	0	其他流动负债	215922	264715	293546	325726
利润总额	37269	47384	58589	68031	流动负债合计	453667	554315	613835	680448
%营业收入	6%	6%	7%	7%	长期借款	11975	11975	11975	11975
所得税费用	5925	7108	8788	10205	应付债券	0	0	0	0
净利润	31344	40276	49801	57826	递延所得税负债	3951	3705	3705	3705
归属于母公司所有者的净利润	30041	38581	47913	55718	其他非流动负债	59493	60803	60803	60803
少数股东损益	1303	1695	1888	2108	负债合计	529086	630799	690318	756932
EPS (元)	10.32	13.26	16.47	19.15	归属于母公司所有者权益	138810	176595	224508	280226
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	11652	13347	15235	17343
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	150462	189942	239743	297569
经营活动现金流净额	169725	150456	136942	151092	负债及股东权益	679548	820741	930061	1054501
取得投资收益收回现金	192	0	0	0	基本指标				
长期股权投资	-2162	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-121623	-10097	-10000	-10000	每股收益	10.32	13.26	16.47	19.15
其他	-2072	1146	0	0	每股经营现金流	58.30	51.72	47.07	51.93
投资活动现金流净额	-125664	-8951	-10000	-10000	市盈率	19.19	20.03	16.13	13.87
债券融资	0	0	0	0	市净率	4.15	4.38	3.44	2.76
股权融资	98	-263	0	0	EV/EBITDA	6.58	5.86	4.02	2.49
银行贷款增加 (减少)	45304	0	0	0	总资产收益率	4.4%	4.7%	5.2%	5.3%
筹资成本	-4102	0	0	0	净资产收益率	21.6%	21.8%	21.3%	19.9%
其他	-28483	1314	0	0	净利率	5.0%	5.1%	5.7%	5.9%
筹资活动现金流净额	12817	1051	0	0	资产负债率	77.9%	76.9%	74.2%	71.8%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	57329	142448	126942	141092	总资产周转率	1.03	1.00	0.96	0.95

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。