

比亚迪 (002594)

新车+出海+高端化共聚力，全球龙头起航正当时

买入 (维持)

2024年08月15日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书: S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书: S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 岳斯瑶

执业证书: S0600522090009
yuesy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	424061	602315	718441	832637	920023
同比 (%)	96.20	42.04	19.28	15.89	10.50
归母净利润 (百万元)	16622	30041	38060	46148	55526
同比 (%)	445.86	80.72	26.69	21.25	20.32
EPS-最新摊薄 (元/股)	5.71	10.33	13.08	15.86	19.09
P/E (现价&最新摊薄)	40.52	22.42	17.70	14.59	12.13

投资要点

- **国内新能源龙头车企，新车大年开启新一轮成长周期。**公司23年销量突破300万辆，国内市占率超30%稳居第一，23Q4起单月销量持续突破30万辆，龙头地位稳固。2024年公司计划陆续发布DM5.0+e 4.0平台，有望复刻2021年Dmi+Dmp+E3.0平台新品周期带动的销量跃升，叠加出海及高端化，预计开启新一轮成长周期，量利空间进一步打开。
- **量：DM5.0新车周期+价格下探推动市场空间提升，远期国内销量有望达500万辆。**比亚迪24年2月推出荣耀版车型，实现“电比油低”抢占燃油车份额，5月推出DM5.0平台主打低油耗及2000km+续航，订单爆发超预期，单月订单稳定40万辆左右，国内市占率持续提升，全年销量预计上修至400万辆，25年预计维持20%增长。自主品牌5-20万价格带为比亚迪主力车型基本盘，整体市场空间预计1000-1200万辆左右，随着比亚迪抢占合资燃油车份额，我们预计其主力车型市场空间提升至1500万辆。对标大众国内销量高峰410万辆，市占率18%，我们预计比亚迪远期有望突破20%市占率，国内本土销量有望达500万辆。
- **量：出海车型投放加速+本土工厂投产+渠道铺设，24-25年出口预计持续高增长。**23年比亚迪出口24万辆，同增300%+，主要覆盖欧洲、南美和东南亚市场，24年公司宋PLUS、海鸥、海豹、驱逐舰05等车型完善出口产品矩阵，叠加海外工厂落地辐射周边市场，且销售国家及各国渠道全面铺开，我们预计出口45万辆左右，接近翻倍增长，巴西、东南亚、以色列等地贡献主要增量，25年出海预期70万辆，同比维持50%+增长。远期看，不考虑较难进入的美国、欧洲部分国家等市场，比亚迪海外销量空间有望接近500万辆。
- **利：规模化降本实现单车盈利Q2拐点，出海占比提升+高端化起量未来可期。**Q1受降价及产能利用率影响，单车盈利6700元；公司五代DM秦L、宋PLUS等普遍较DM4.0版本定价高，公司已实现电比油低，后续再降价必要性较小；销量端，公司Q2销量接近100万辆环增明显，规模效应带动单车折旧摊薄我们预计0.5w+，再考虑Q2荣耀版降价充分反应，及部分在建工程转固，我们预计Q2单车盈利有望迎来拐点。远期看，出海单车净利明显高于国内，有望达2万/辆以上，24年出海占比有望提升至11%，对单位盈利提升显著，此外公司高端品牌23年销量占比仅4%，对利润弹性较小，随着腾势、方程豹产品矩阵进一步完善+产能利用率提升，我们预计高端车型超额利润将逐步体现，公司整体单车盈利远期有望维持1万元/辆以上。
- **投资建议：**我们预计公司24-26年归母净利381/461/555亿元，同增27%/21%/20%，对应PE 18/15/12x，考虑公司市占率有望进一步提升，出海空间广阔，给予24年26x，目标价340元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**价格竞争超市场预期、原材料价格波动、投资增速下滑。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	226.60
一年最低/最高价	162.77/270.10
市净率(倍)	4.61
流通A股市值(百万元)	263,415.83
总市值(百万元)	659,239.64

基础数据

每股净资产(元,LF)	49.15
资产负债率(% ,LF)	77.14
总股本(百万股)	2,909.27
流通A股(百万股)	1,162.47

相关研究

- 《比亚迪(002594): 销量点评: 7月销量持平微增, 插电占比持续提升》
2024-08-04
- 《比亚迪(002594): 销量点评: 6月销量持续向上, 新车型订单表现强劲》
2024-07-02

内容目录

1. 全球领先的新能源车企，营收利润持续增长	5
1.1. 公司：国内新能源车企龙头，新车大年开启新一轮成长周期	5
1.2. 财务：营收高速增长，汽车业务贡献主要利润	5
1.3. 销量：国内市占率持续提升，出口+高端化贡献增量	7
2. DM5.0 开启新车周期，技术领先巩固竞争优势	9
2.1. 纯电 E 平台+插混 DM 平台双轮驱动，推动销量增长	9
2.2. 五代 DM 开启新一轮新车周期，技术实力领先同行	9
2.3. E 3.0 平台迭代升级，4.0 即将发布，纯电车型换代将至	11
2.4. 定价激进叠加新车周期，上修 24 年销量至 400 万辆	12
2.5. 远期看，比亚迪国内销量有望达 500 万辆，市占率 20%+	13
3. 出海进入加速期，打开后续成长空间	17
3.1. 23 年出海销售 24 万辆，主要瞄准东南亚南美欧洲市场	17
3.2. 海外渠道布局加速铺开，海外建厂逐步落地规避关税影响	17
3.3. 24 年出海有望达 45 万辆，25 年有望同增 50%+	18
3.4. 分地区看，比亚迪远期海外销量有望接近 500 万辆	19
3.4.1. 东南亚：以泰国为基础辐射东南亚，预计远期 75 万辆空间	19
3.4.2. 南美：巴西市场为主，预计远期达 100 万辆+空间	21
3.4.3. 大洋洲：新能源车快速提升，预计远期 40 万辆+空间	22
3.4.4. 中西亚及日韩印：预计远期近 90 万辆空间	24
3.4.5. 欧洲：通过 PHEV+本土生产规避关税，远期空间 130 万辆+	25
3.4.6. 合计：25 年有望达 70 万辆，远期出口市场空间接近 500 万辆	27
4. 高端化未来可期，产品矩阵不断完善	28
4.1. 布局腾势、仰望、方程豹三大品牌，高端化持续推进	28
4.2. 自研易四方平台+云辇车身控制系统，构建高端车型竞争力	28
4.3. 高端车型矩阵不断完善，后续销量占比有望提升	29
4.4. 自研高阶智驾辅助系统，智能化逐步推进	30
5. 规模效应+出海+高端化多重催化，单位盈利拐点可期	32
5.1. 供应链垂直一体化布局，打通全产业链构建成本优势	32
5.2. 价格战基本见底，规模效应降本带来短期单位盈利拐点	33
5.3. 出口+高端化进一步打开空间，单车盈利未来可期	35
6. 盈利预测与投资评级	38
6.1. 盈利预测：预计公司 24-26 年归母净利 381/461/555 亿元	38
6.2. 估值与投资建议	38
7. 风险提示	40

图表目录

图 1: 比亚迪汽车销量 (万辆)	5
图 2: 比亚迪营收及同比增速 (亿元)	6
图 3: 比亚迪归母净利润及同比增速 (亿元)	6
图 4: 比亚迪分业务营收	6
图 5: 比亚迪各项业务毛利率 (%)	7
图 6: 比亚迪汽车销量及国内乘用车市占率 (万辆)	7
图 7: 比亚迪汽车 24 年年初降价策略	7
图 8: 比亚迪销量预测 (万辆)	8
图 9: 比亚迪纯电销量 (万辆)	9
图 10: 比亚迪插混销量 (万辆)	9
图 11: 秦 L 与秦 PLUS 车型对比	10
图 12: 比亚迪新专利动力系统示意图	10
图 13: 比亚迪五代 DM 满油满电续航实测	10
图 14: 比亚迪 12 合 1 智能电驱技术	11
图 15: 比亚迪智能升流快充技术	11
图 16: 比亚迪与竞品售价及性能对比	12
图 17: 比亚迪新能源车销量预期 (万辆)	13
图 18: 国内轿车分类别市占率	13
图 19: 国内 SUV 分类别市占率	13
图 20: 国内分价格带车型空间估算 (万辆, 按照全国 2300 万辆总销量测算)	14
图 21: 10-15 万主流合资车企燃油车型销量市场空间 (万辆)	14
图 22: 15-25 万主流合资车企燃油车型销量市场空间	15
图 23: 国内车企分价格带测算市场空间 (万辆)	16
图 24: 国内分车企市占率变化图	16
图 25: 比亚迪新能源乘用车出口情况(辆)	17
图 26: 比亚迪 23 年出口分国家分布情况 (终端销售)	17
图 27: 比亚迪乘用车海外渠道铺设	17
图 28: 比亚迪海外产能进度	18
图 29: 比亚迪出口销量预测 (万辆)	19
图 30: 比亚迪 24 年出口分地区预测	19
图 31: 泰国新能源车销量及渗透率(辆)	19
图 32: 泰国新能源车分车企市占率	19
图 33: 泰国新能源车政策	20
图 34: 东南亚市场空间测算 (万辆, 不考虑日韩印)	20
图 35: 巴西新能源车销量及渗透率(辆)	21
图 36: 巴西新能源车分车企市占率	21
图 37: 巴西新能源车政策	22
图 38: 南美洲市场空间测算 (万辆)	22
图 39: 澳大利亚新能源车销量及渗透率(辆)	23
图 40: 澳大利亚新能源车分车企市占率	23
图 41: 澳大利亚新能源车政策	23
图 42: 大洋洲市场空间测算 (万辆)	23

图 43: 以色列新能源车销量及渗透率(辆).....	24
图 44: 以色列新能源车分车企市占率.....	24
图 45: 以色列新能源车政策.....	24
图 46: 中西亚市场空间测算 (万辆)	25
图 47: 日韩印市场空间测算 (万辆)	25
图 48: 欧洲市场空间测算 (万辆)	26
图 49: 主流车企出口欧洲销量及对应关税 (辆)	26
图 50: 比亚迪出口市场空间测算 (万辆)	27
图 51: 公司高端车型销量占比 (辆, % (右轴))	28
图 52: 公司现有高端车型及价格带.....	28
图 53: 易四方系统参数.....	29
图 54: 云辇系统产品矩阵.....	29
图 55: 高端品牌新车型发布节奏.....	29
图 56: 比亚迪车型智驾对比.....	30
图 57: 比亚迪中游供应链体系.....	32
图 58: 比亚迪与电池龙头厂商成本对比.....	32
图 59: 比亚迪单车电池利润测算.....	33
图 60: 比亚迪与竞品价格对比 (万元)	34
图 61: 公司历史销量及单车利润.....	34
图 62: 比亚迪单车折旧测算 (万元/辆)	34
图 63: 比亚迪单车折旧摊销估算 (万元/辆)	35
图 64: 公司单车折旧及摊销测算 (万元/辆)	36
图 65: 比亚迪远期单车盈利估算 (万辆, 万元/辆)	36
图 66: 比亚迪 25 年归母净利对出口销量及单车盈利敏感性测算 (万辆, 万元/辆, 亿元) ...	37
图 67: 公司业绩拆分.....	38
图 68: 比亚迪可比公司估值 (截至 8 月 14 日收盘价, 长城汽车、长安汽车、赛力斯为 Wind 一致预期)	39

1. 全球领先的新能源车企，营收利润持续增长

1.1. 公司：国内新能源车企龙头，新车大年开启新一轮成长周期

第一阶段，2003~2006年：销量低于10万辆。收购西安秦川进入汽车行业，延续秦川福莱尔销售，2006年之前销量均在1万辆左右，以福莱尔为主；2006年比亚迪F3正式发行，迅速替代福莱尔成为比亚迪销量主力车型。

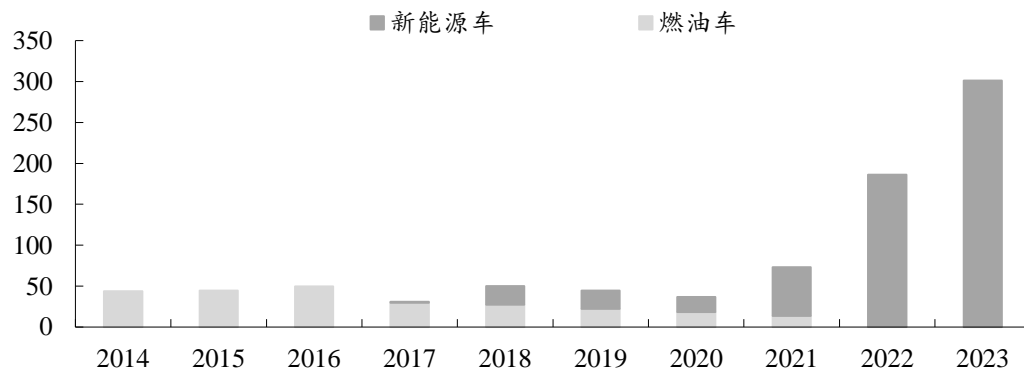
第二阶段，2007~2010年：销量在10-50万辆。2007年比亚迪F3继续放量，销量首次突破10万辆大关；其后比亚迪陆续上市轿车F0/F6，2009年三款产品销量增160%，2010年实现销量突破50万辆。

第三阶段，2010~2020年：销量稳定在40~50万辆。逐步切换新能源，推出王朝系列多款车型且王朝系列销量超越字母系列，车型结构优化。

第四阶段，2021~2023年：全面切换新能源，e3.0平台+DM4.0平台双发力，年销量突破300万辆。全面切换新能源，EV/PHEV双向发力，王朝/海洋车型持续上市完善产品矩阵，助力比亚迪新能源销量不断突破。

新阶段，2024年至今：DM5.0+e4.0开启新车周期，出口+高端化持续推进，打开更大市场空间。

图1：比亚迪汽车销量（万辆）



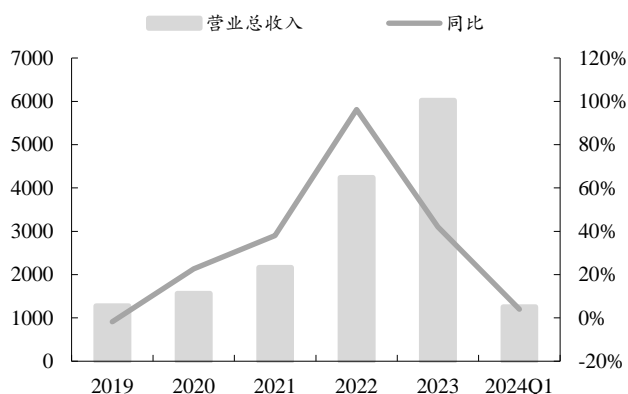
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 财务：营收高速增长，汽车业务贡献主要利润

20年起实现销量、营收、利润高速增长，23年公司归母净利润300亿、同增81%。23年公司营收6023亿、同增42%；归母净利润300亿、同增81%；扣非净利润284.62亿，同增82%；毛利率20%，同增3.2pct；归母净利率4.99%。其中Q4收入1800亿，环增11%；归母净利86.7亿，环减17%；Q4毛利率21%，环减0.9pct。

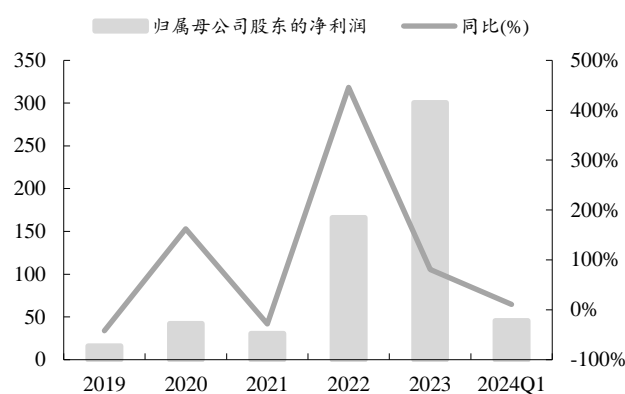
24Q1 价格战激烈增速放缓，实现归母净利润 46 亿元，同增 11%。24Q1 实现营收 1249 亿元，同环比+4%/-30%，归母净利润 46 亿元，同环比+11%/-47%，扣非归母净利润 38 亿元，同环比+5%/-59%；毛利率 22%，同环比+4pct/+0.7pct，归母净利率 3.7%，同环比+0.2pct/-1.2pct，扣非归母净利率 3%，同比持平，环降 2.1pct。

图2：比亚迪营收及同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

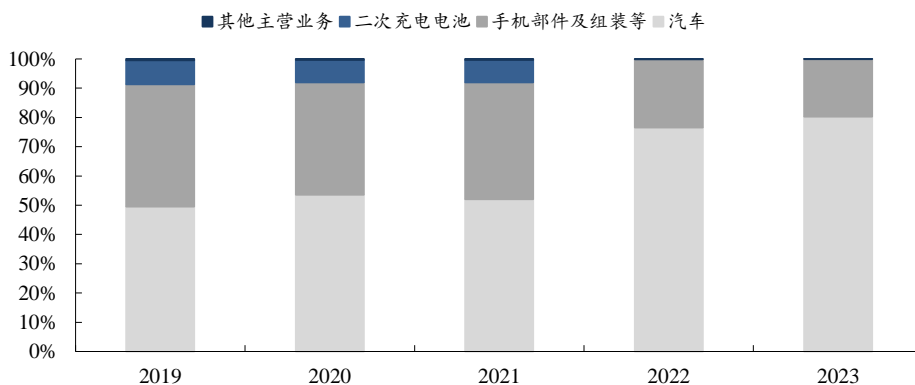
图3：比亚迪归母净利润及同比增速（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

受益于全球电动车市场爆发，汽车业务营收规模迅速增长，贡献主要增量。2023 年汽车及相关产品业务实现营收 4834 亿元，同比增长 49%，公司新车周期开启，且单车售价企稳，我们预计支撑持续高增长；手机部件及组装业务收入也有所增加，营收 1186 亿元，同比增长 20%，随着公司不断拓宽产品领域，新型智能产品有望维持稳定增长。

图4：比亚迪分业务营收

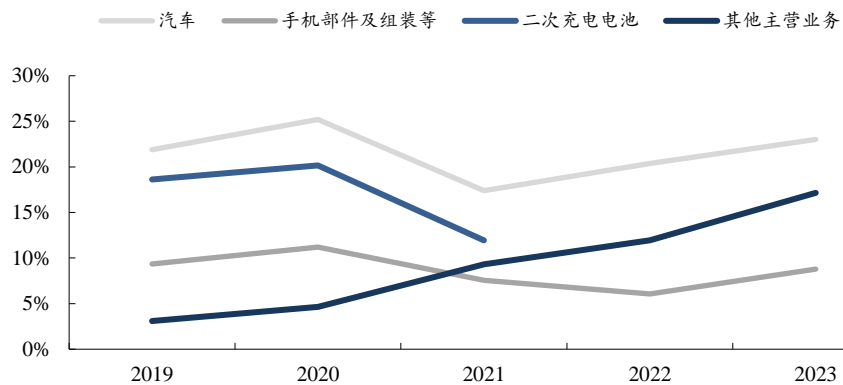


数据来源：Wind，东吴证券研究所

汽车业务毛利率逐步提升，23 年达 23%，手机部件及组装毛利率 9%。比亚迪汽车

业务毛利率随着规模提升，毛利率逐步提升，2020年、2021年分别为25.20%、17.39%，2022年为20.39%，23年毛利率23%，同比进一步提升；手机部件及组装业务毛利较低，自2020年起毛利有下降趋势，2020年、2021年分别为11.20%、7.57%，2022年6.06%，23年小幅恢复至9%。

图5：比亚迪各项业务毛利率（%）



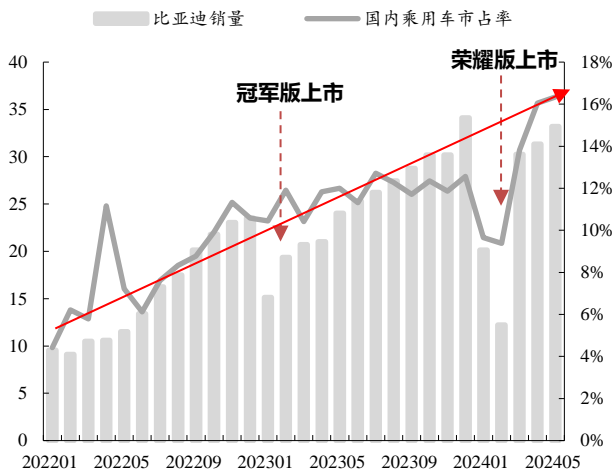
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 销量：国内市占率持续提升，出口+高端化贡献增量

公司23年年初推出冠军版，24年年初推出荣耀版，定价激进市占率持续提升。1) 23年行业加大折扣力度去库，年初公司推出冠军版，降价1-2万，实现“油电平价”，将新能源车中份额维持30%+；2) 24年行业内价格战氛围强，叠加碳酸锂价格下跌给主机厂留出降价空间，公司2月推出秦PLUS荣耀版，起售价仅为7.98万元，相较于之前下探2万元，实现“电比油低”，价格战目标对准燃油车，抢占低价价格带中油车市场份额，3月起公司乘用车市占率持续提升。

图6：比亚迪汽车销量及国内乘用车市占率（万辆）

图7：比亚迪汽车24年年初降价策略



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

车型	降价幅度 (万元)	新价格	开始时间
驱逐舰05	2-2.2	7.98-12.88万元	2月19日
秦 Plus DM-i 荣耀版	2	7.98-12.58万元	
秦 Plus EV 荣耀版	2	10.98-13.98万元	2月28日
汉 DM-i 荣耀版	2	16.98-22.58万元	
汉 EV 荣耀版	3	17.98-24.98万元	
唐 DM-i 荣耀版	3	17.98-21.98万元	2月29日
宋 PLUS DM-i 荣耀版	2	12.98-16.98万元	
宋 PLUS EV 荣耀版	2	14.98-18.98万元	2月23日
海豚 荣耀版	0.4-0.7	9.98-12.98万元	
宋Pro DM-i 荣耀版	2.8	10.98-13.98万元	3月1日
元PLUS 荣耀版	1.6	11.98-14.78万元	3月4日
海鸥 荣耀版	0.4	6.98-8.58万元	3月6日
2024款腾势D9	1	33.98-46.98万元	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

新车型推动销量快速增长，预计公司24年销量403万辆，同增30%+。24年DM5.0换代推动销量提升，我们预计比亚迪24年销量403万辆，同增33%，我们预计25年销量483万辆，同增20%，出口+高端化贡献增量。

图8：比亚迪销量预测（万辆）

		2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
比亚迪	纯电动	海鸥			28	36	37	37	
		海豚		3	21	37	46	57	72
		元	2	4	23	43	47	57	68
		宋	1	3	7	10	11	13	14
		宋L					5	6	7
		秦	5	8	15	15	15	18	20
		海豹			5	8	11	14	19
		汉	3	9	14	11	9	10	12
		唐	0	1	3	1	1	1	2
		腾势D9				1	1	1	2
		腾势N7				1	0	0	0
		海狮07					3	4	6
	插混	宋	1	8	41	54	81	89	97
		秦	0	5	20	33	56	56	56
		汉	1	3	13	12	12	13	15
		腾势D9			1	11	11	12	14
		豹5				1	5	7	8
		唐	2	5	13	12	12	14	15
		海豹				4	12	14	17
		驱逐舰05			6	9	11	12	13
		仰望U8				0	1	1	1
		护卫舰07			0	7	8	9	11
		腾势N8				0	4	5	7
秦L						20	20		
海豹06						10	10		
宋MAX	0	0	1	0	1	2	2		
比亚迪 汇总		18	60	186	301	403	483	561	

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

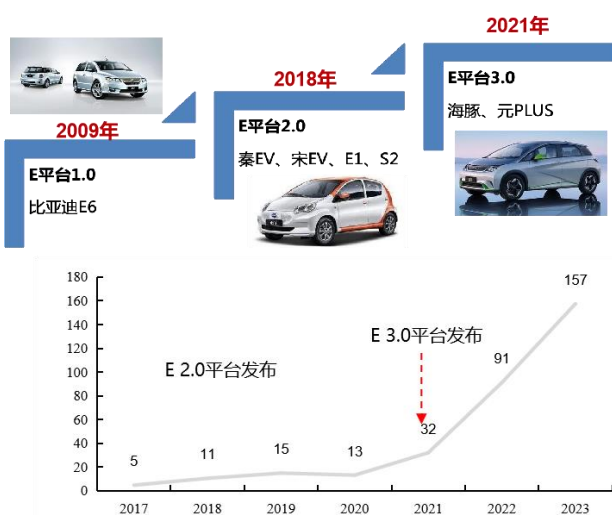
2. DM5.0 开启新车周期，技术领先巩固竞争优势

2.1. 纯电 E 平台+插混 DM 平台双轮驱动，推动销量增长

比亚迪 2021 年发布 E3.0 平台，实现纯电销量跃升。E 平台 1.0 2009 年发布，续航里程 300km，百公里加速<10 秒，最高车速 140km/h。E 平台 2.0 实现关键系统平台化，2018 年发布，E 平台 3.0 实现整车平台化，2021 年上海车展发布，首款量产车型海洋系列海豚 2021 年 8 月上市，首款纯电动 SUV 车型元 PLUS 22 年 2 月上市。

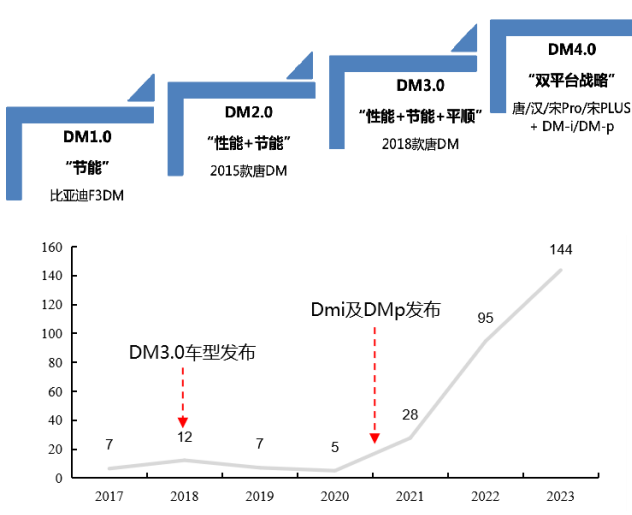
比亚迪 2021 年升级至第四代 DM 系统，DM-i 及 DM-p 双平台推动销量增长。2021 年 1 月，比亚迪正式发布 DM-i 超级混动，第四代 DM 技术有 DM-p & DM-i 双平台，其中 DM-p 由 DM3.0 升级而来，延续其追求动力极速的理念，DM-i 则继承 DM1.0 追求节能高效的理念，插混销量由 20 年 5 万辆快速提升至 23 年 144 万辆。

图9：比亚迪纯电销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图10：比亚迪插混销量（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所



2.2. 五代 DM 开启新一轮新车周期，技术实力领先同行

5 月底公司升级 DM5.0，亏电油耗降至 3 以下，技术水平全球领先。根据公司口径，第五代 DM 技术拥有全球最高 46.06% 发动机热效率，全球最低 2.9L 百公里亏电油耗，全球最长 2100 公里综合续航。第五代 DM 技术发动机压缩比从四代的 15.5:1 进一步提升到 16:1，刀片电池能量密度提升至 115Wh/kg，提升 15.9%，放电倍率 16C，回馈倍率 5C，提升 20.3%，技术水平全球领先。

秦 L 与海狮 06 首发，后续 DM4.0 车型预计陆续迭代，下半年开启新一轮新车周期。五代 DM 技术首发两款车型秦 LDM-i、海豹 06DM-i，定价 9.98-13.98 万，定位中

型轿车，宋 L DM-i 与宋 PLUS DM-i 定价 13.58-17.58 万元，宋 LDM-i 填补了王朝网宋 Pro 和唐 DM 之间的产品空白，贡献新增增量，此外海豹 07DM-i 定价 13.98 万元-19.58 万元；后续 DM4.0 车型有望陆续迭代，下半年起有望陆续推出，今年完成五代 DM 技术迭代，开启新一轮新车型周期。

图11：秦 L 与秦 PLUS 车型对比

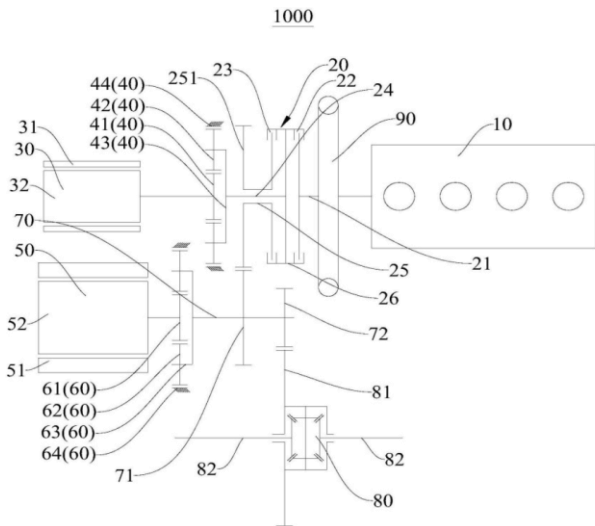
	秦	
	秦PLUS	秦L
车身		
动力系统	四代DM	五代DM
定位	紧凑型轿车	中型轿车
车身	4765/1837/1495mm	4830/1900/1495mm
轴距	2718mm	2790mm
电池	8.32kWh、18.32kWh	10.08kWh、15.874kWh
发动机排量	1.5L	1.5L
百公里亏电油耗	3.8L	2.9L
定价	7.98-12.58万元	9.98-13.98万元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

五代 DM 彻底以“电驱”为核心，采用以电为主的动力架构，全温域整车热管理架构，智电融合电子电气架构。公司采用了业内首个全温域整车热管理架构，打通了电池热管理、前机舱热管理、座舱热管理三套系统，连为一体进行整体智能调度。采用了“智电融合”电气架构，将电压控制单元 VCU 与两颗电机控制单元 MEU 集成在一起，大幅提升控制效率、降低静态功耗。而且功耗控制系统还集成了高压充电模块，大幅提升了插电混动车型的充电速度，而且还提高了车辆对外放电的峰值功率（最大 6KW）。发动机热效率、油耗及续航等在混动车型中全球领先。根据比亚迪新专利推测，混动系统不光加大了总电驱功率、提升了能耗表现，还提高了电驱单元的利用率，且这样的设计用了更少的轴系，能减少动力切换的路径，这可以减小尺寸、提高传动效率。

图12：比亚迪新专利动力系统示意图

图13：比亚迪五代 DM 满油满电续航实测



数据来源: Nice 好车, 东吴证券研究所

满油满电综合续航里程媒体实测结果

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

数据来源: 公司发布会, 东吴证券研究所

比亚迪五代 DM 核心参数领先竞品一年以上时间, 产品竞争力强劲。比亚迪深耕插混路线, 五代 DM 大改款后, 亏电油耗降低至 3L 以内, 续航里程等参数显著领先竞品, 竞争对手新平台我们预计明后年推出, 公司产品竞争力领先对手一年以上时间。

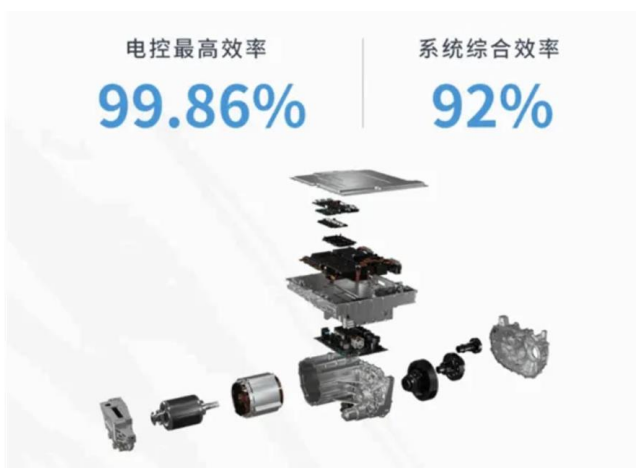
2.3. E 3.0 平台迭代升级, 4.0 即将发布, 纯电车型换代将至

比亚迪 5 月发布 e 平台 3.0 Evo 版, 在原有基础上进一步升级。e3.0 Evo 平台搭载 12 合 1 智能电驱技术集群, 电控最高效率 99.86%, 系统综合效率 92%, cow 奥还量产了全球转速最高的驱动电机, 转速可达 23000rpm。全球首创叠层激光焊碳化硅功率模块, 杂散电感大幅降低 75%, 电控最高效率达 99.86%, 过流能力提高了 10%, 实现碳化硅功率模块性能全面跃升, 使得续航里程提高超 50km。快充方面, 搭载全域智能快充技术集群, 支持智能升流快充技术, 10%-80%SOC 充电时间缩短至 25 分钟, 并通过智能末端快充技术, 可将 80%-100%SOC 充电时间缩短至 18 分钟。

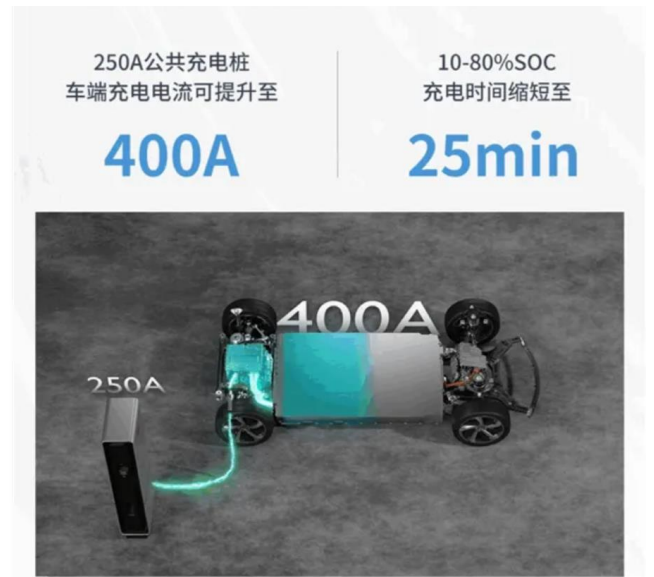
E3.0 Evo 平台 5 月首发海狮 07 EV, E 4.0 平台有望后续推出, 纯电车型换代在即。海狮 07 EV 定位中大型 SUV, 定价 18.98 万元-23.98 万元, 采用内骨骼式 CTB 安全架构, 并升级碳化硅功率模块, 提升能耗效率, 且升级快充方案, 推出了单枪智能升流快充技术, 5 月首发搭载 E3.0 Evo 平台。此外, 2025 款海豹是 e 平台 3.0 Evo 打造的首款轿车, 售价为 17.58 万元- 23.98 万元, 为比亚迪品牌首款激光雷达车型。后续比亚迪 E 4.0 平台筹备中, 有望后续配合新车周期发布, 对集成化、轻量化进一步提升, 纯电车型换代在即。

图14: 比亚迪 12 合 1 智能电驱技术

图15: 比亚迪智能升流快充技术



数据来源：公司官网，东吴证券研究所



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.4. 定价激进叠加新车周期，上修 24 年销量至 400 万辆

年初“电比油低”策略抢占合资车企市场份额，五代 DM 进一步提升产品力。此前国内 10-20 万燃油车轿车以合资车为主，自主车企较少，公司 2 月将秦 plus dm-i 荣耀版最低价格压至 7.98 万，低于轩逸、朗逸最低价格，抢占 A 级合资车市场份额。秦 L DM-i 推出后，产品在油耗、尺寸、续航、智能化等方面全面领先，产品力增强市占率进一步提升。

图16：比亚迪与竞品售价及性能对比

	秦L DM-i	朗逸	卡罗拉	轩逸	雷凌
款式	2024款 80KM领先型	2024款 1.5L 自动得逸版	2024款 1.5L CVT先锋版	2024款 经典 1.6L XE CVT舒适版	2024款 180Turbo CVT 豪华版
官方指导价 (燃油车含购置税, 万元)	9.98-13.98	8.38-15.19	11.68-15.58	10.86-12.26	11.38-14.88
2024年月均销量(辆)	20100	21306	7697	27413	2101
尺寸(mm)					
长度	4830	4678	4678	4631	4640
宽度	1900	1806	1780	1760	1780
高度	1495	1474	1435	1503	1435
轴距	2790	2688	2700	2700	2700
油耗(L100km)					
工信部综合油耗	1.54	6.8	5.2	5.94	5.4
动力性能					
发动机	1.5L	1.5L	1.5L	1.6L	1.2T
最大功率(kw)	74	83	89	90	85
最大扭矩(Nm)	126	141	148	155	185
官方0-100km/h加速(s)	7.5	8.36	10.37	11.47	9.65
驾驶辅助					
车道偏离预警	√	√	√	√	√
车道保持辅助	√	√	√	√	√
主动刹车/主动安全系统	√	√	√	√	√
驾驶辅助影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像	倒车影像
巡航系统	ACC自适应巡航	定速巡航	全速自适应巡航	定速巡航	ACC自适应巡航

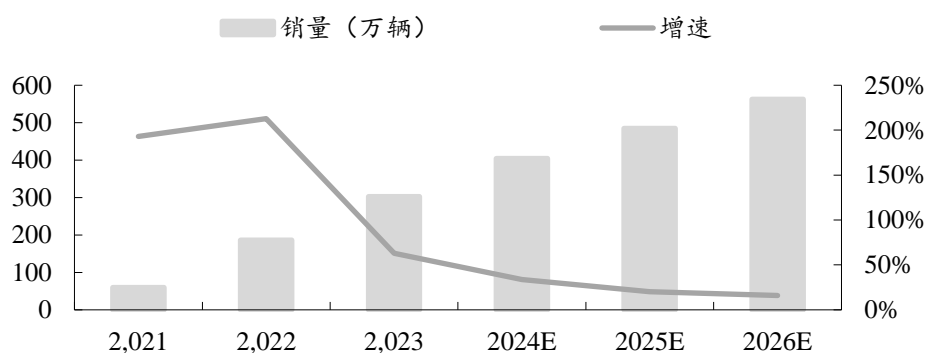
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

24 年纯电及混动均有大升级，开启新一轮新车周期。23 年为比亚迪新车小年，公

司通过主力车型推出冠军版、荣耀版等延续生命周期, 23 年销售 302.4 万辆, 同增 62%, 24 年公司发布五代 DM、E 3.0 EVO 版, 纯电及混动均有大升级, 我们预计将开启新一轮新车周期, 销量有望超预期。

2024 年 5 月五代 DM 发布, 订单超预期, 我们上修 2024 年销量预期至 403 万辆, 25 年销量我们预计达 483 万辆。公司 2024 年 Q1 销量 62 万辆, 2024 年 Q2 我们预计销量近 100 万辆。2024 年 5 月底推出搭载 DM5 的秦 L 及海豹 06, 定价 9.98 万, 油耗降低至 2.9L/100km, 订单爆发超预期, 宋 LDM-i 等新车将陆续推出, 全年销量上修至 403 万辆, 同增 33%, 超年初 360 万辆预期, 新车周期推动下, 25 年销量有望达 483 万辆, 同增 20%。

图17: 比亚迪新能源车销量预期 (万辆)



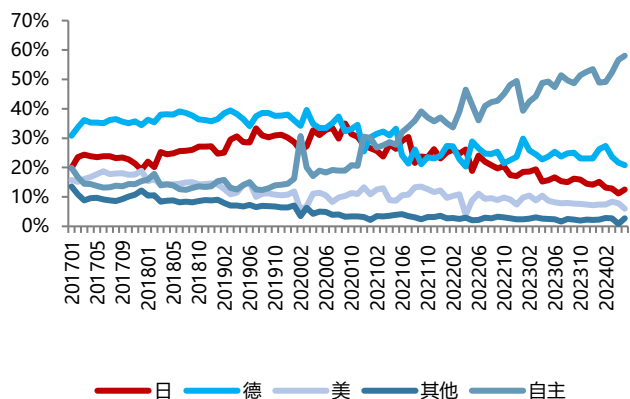
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.5. 远期看, 比亚迪国内销量有望达 500 万辆, 市占率 20%+

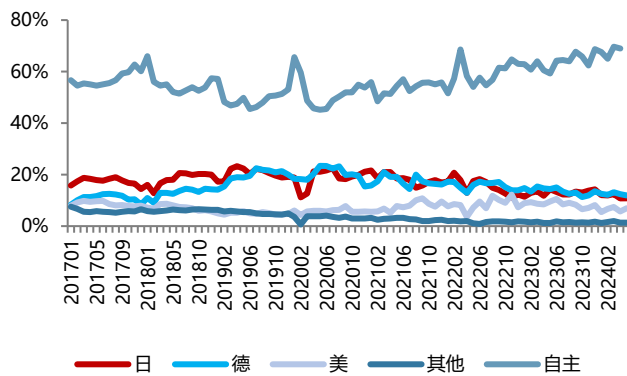
合资车企份额下滑明显, 预计比亚迪主力车型市场空间显著提升。自主品牌 5-20 万价格带为比亚迪主力车型基本盘, 整体市场空间预计 1000-1200 万辆左右, 比亚迪抢占燃油车市场, 合资企业份额下滑明显, 我们预计对应市场空间提升至 1500 万辆左右。

图18: 国内轿车分类别市占率

图19: 国内 SUV 分类别市占率



数据来源：乘联会，东吴证券研究所



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图20：国内分价格带车型空间估算（万辆，按照全国 2300 万辆总销量测算）

品牌档次	价格段	2021	2022	2023	对应市场空间估算
豪华	40万以上	2%	2%	2%	47
	30-40万	5%	5%	5%	110
	20-30万	6%	6%	6%	148
合资	40万以上	0%	0%	0%	1
	30-40万	1%	1%	1%	30
	20-30万	8%	7%	6%	142
	15万-20万	10%	10%	9%	210
	10-15万	19%	16%	12%	281
自主	5-10万	4%	3%	1%	34
	40万以上	0%	0%	1%	15
	30-40万	1%	1%	3%	64
	20-30万	2%	4%	4%	98
	15万-20万	4%	5%	7%	166
	10-15万	12%	17%	22%	500
	5-10万	20%	17%	17%	400
5万以下	4%	5%	2%	54	
总计		100%	100%	100%	2300

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

秦 L、海豹 06 瞄准 10-15 万 A 级轿车市场，对应合资车企市场 200 万辆+。公司秦 LDM-i，海豹 06 DM-i 定价 9.98-13.98 万元，瞄准 10-15 万价格带 A 级车市场，预计对合资燃油车冲击较大，对应约 200 万辆+市场空间。

图21：10-15 万主流合资车企燃油车型销量市场空间（万辆）

车企	车型	级别	类型	价格带 (万元)	2021年销量 (万辆)	2022年销量 (万辆)	2023年销量 (万辆)
东风日产	轩逸	A	CAR	10.86 - 17.49	50.0	43.8	37.4
上汽大众	朗逸	A	CAR	8.00 - 15.19	39.3	37.7	35.2
广汽丰田	锋兰达	A	SUV	12.58 - 18.48	0.0	9.9	19.8
一汽大众	速腾	A	CAR	12.79 - 17.29	23.6	21.6	28.0
一汽丰田	卡罗拉	A	CAR	11.68 - 15.58	32.3	25.8	17.6
东风本田	思域	A	CAR	12.99 - 18.79	15.9	15.6	16.3
一汽大众	宝来	A	CAR	11.20 - 15.70	24.8	23.1	15.0
一汽丰田	锐放	A	SUV	12.98 - 18.48	0.0	8.8	15.0
上通雪佛兰	科鲁泽	A	CAR	9.49 - 10.89	8.6	11.3	13.8
广汽本田	型格	A	CAR	12.99 - 18.69	0.4	8.3	12.7
广汽丰田	雷凌	A	CAR	11.38 - 14.88	22.3	19.6	12.0
东风日产	逍客	A	SUV	12.59 - 18.89	15.7	15.4	11.3
北京现代	伊兰特	A	CAR	9.98 - 14.98	13.1	9.5	11.3
上汽大众	凌渡	A	CAR	14.39 - 19.09	5.6	10.3	10.6
一汽大众	捷达VS5	A	SUV	8.69 - 12.19	8.3	7.2	7.8
一汽大众	高尔夫	A	CAR	12.98 - 22.98	5.9	7.4	5.2
广汽本田	飞度	A0	CAR	8.18 - 10.88	9.6	6.6	5.1
东风本田	XR-V	A0	SUV	11.99 - 15.29	18.8	9.4	5.9
长安马自达	马自达3	A	CAR	8.99 - 18.99	8.9	6.3	4.9
广汽本田	缤智	A0	SUV	11.99 - 13.99	17.4	9.9	4.0
上汽大众	波罗	A0	CAR	9.09 - 12.49	4.0	3.2	3.5
一汽大众	捷达VS7	A	SUV	10.59 - 14.49	4.1	2.8	3.2
上汽大众	桑塔纳	A	CAR	8.79 - 11.28	13.7	11.2	1.2
东风日产	启辰大V	A	SUV	9.98 - 14.28	1.5	4.0	3.5
合计					343.8	328.8	300.4
——CAR					278.1	261.3	229.8
——SUV					65.7	67.5	70.5

数据来源：汽车之家，乘联会，东吴证券研究所

下半年推出的宋、唐 DM-i 瞄准 15-25 万 B 级 SUV 市场，对应合资车企市场 150 万辆左右。公司下半年即将更新宋、唐系列五代 DM 车型，宋 L 定价 13.58 万起，预计唐定价 20 万起，瞄准 15-25 万价格带 B 级 SUV 市场，对应约 150 万辆左右市场空间。

图22：15-25 万主流合资车企燃油车型销量市场空间

车企	车型	级别	类型	价格带 (万元)	2021年销量 (万辆)	2022年销量 (万辆)	2023年销量 (万辆)
广汽丰田	凯美瑞	B	CAR	17.18 - 25.98	21.7	25.0	22.9
东风本田	CR-V	A	SUV	18.59 - 26.39	21.4	23.0	21.1
上汽大众	帕萨特	B	CAR	18.19 - 25.29	12.5	19.1	21.2
一汽大众	迈腾	B	CAR	17.49 - 25.39	14.7	16.2	20.6
一汽丰田	RAV4	A	SUV	17.58 - 26.38	20.0	17.1	18.6
广汽本田	雅阁	B	CAR	16.98 - 25.98	20.1	23.4	16.3
上汽大众	途观	A	SUV	18.68 - 26.68	16.5	16.1	15.8
广汽丰田	威兰达	A	SUV	17.38 - 26.48	12.8	14.3	15.5
一汽大众	探岳	A	SUV	20.49 - 25.99	11.1	11.4	14.0
广汽本田	皓影	A	SUV	18.59 - 26.39	16.6	12.8	12.8
上汽大众	途岳	A	SUV	15.86 - 21.66	12.6	11.0	10.2
一汽丰田	亚洲龙	B	CAR	17.88 - 27.98	12.3	11.2	9.8
上汽通用别克	昂科威	A	SUV	19.69 - 29.59	14.6	17.2	14.3
东风日产	天籁	B	CAR	17.98 - 23.98	16.2	14.7	8.7
一汽大众奥迪	奥迪A3	A	CAR	20.31 - 25.13	6.0	7.0	6.1
上汽通用别克	君威	B	CAR	15.98 - 24.98	9.7	7.9	6.4
一汽大众	探歌	A0	SUV	15.89 - 17.99	6.7	8.6	5.9
长安福特	蒙迪欧	B	CAR	14.98 - 22.98	3.3	6.1	7.6
东风本田	INSPIRE	B	CAR	17.99 - 25.59	5.6	7.3	5.4
北京现代	途胜	A	SUV	16.18 - 22.58	3.0	3.7	5.9
东风日产	奇骏	A	SUV	17.99 - 26.29	7.9	2.9	5.3
东风本田	HRV	A	SUV	15.99 - 22.89	0.0	0.0	3.7
上汽通用别克	君越	C	CAR	17.99 - 23.99	5.0	3.2	3.1
一汽丰田	bZ3	A	CAR	16.98 - 19.98	0.0	0.0	2.8
长安福特	锐际	A	SUV	16.98 - 22.18	3.3	2.6	2.1
合计					273.7	281.8	276.2
——CAR					127.2	141.0	130.9
——SUV					146.5	140.8	145.3

数据来源：汽车之家，乘联会，东吴证券研究所

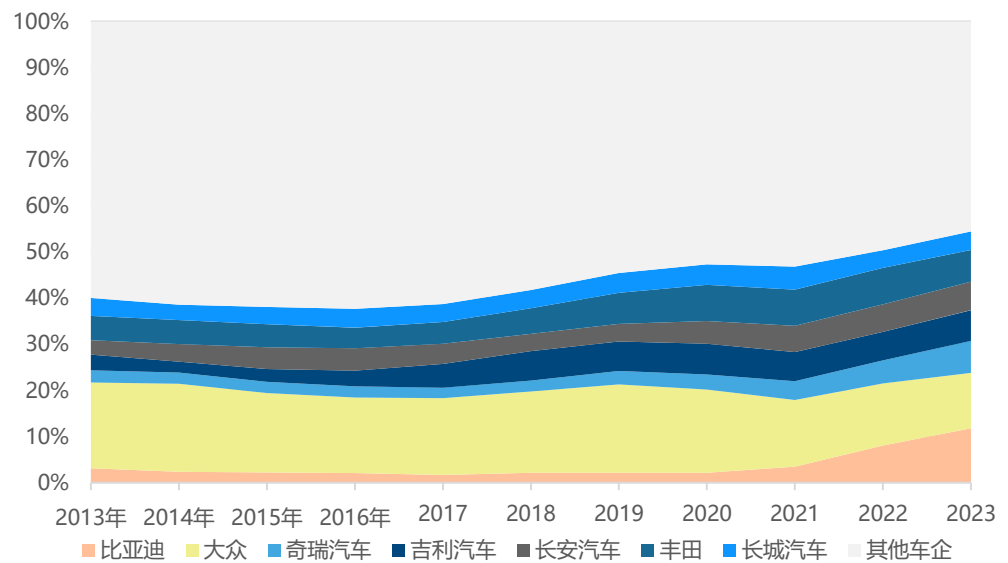
远期看比亚迪国内市场空间有望达 500 万辆，市占率 20-25%。大众国内销量高峰达 410 万辆，市占率 18%，新能源车行业集中度高于油车，头部企业先发优势明显，预计比亚迪远期有望突破 20%市占率天花板，国内本土销量有望达 500 万辆，超越大众等合资车企成为国内销量龙头。

图23：国内车企分价格带测算市场空间（万辆）

合计	2022	2023	远期E	远期市占率E	远期空间E
0-5万	74.1	60.8	60.8	0%	0
5-10万	285.5	283.5	311.9	30%	94
10-15万	607.4	638.8	702.7	25%	176
15-20万	310.8	363.4	399.8	25%	100
20-25万	263.3	281.5	309.6	25%	77
25-30万	138.5	130.7	143.7	18%	26
30-40万	179.9	212.6	233.8	10%	23
40万以上	98.8	127.1	139.8	4%	6
合计	1958.3	2098.4	2308.2	22%	501

数据来源：交强险，东吴证券研究所

图24：国内分车企市占率变化图



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

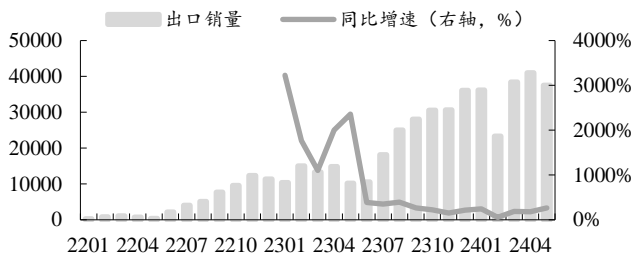
3. 出海进入加速期，打开后续成长空间

3.1. 23 年出海销售 24 万辆，主要瞄准东南亚南美欧洲市场

23 年比亚迪出口 24 万辆，同增 300%+，销量占比提升至 8%，主要覆盖东南亚、南美、欧洲等市场。23 年比亚迪出口销售 24 万辆，同比增长 337%，其中主要覆盖东南亚、南美等市场，根据 Marklines 统计的终端销售数据，2023 年比亚迪出口结构中，东南亚以泰国、印尼为主，亚太终端销量整体占比 51%，欧洲初步推进中，23 年销量占比 18%左右，南美以巴西为主，占比 18%，此外澳洲占比 13%。

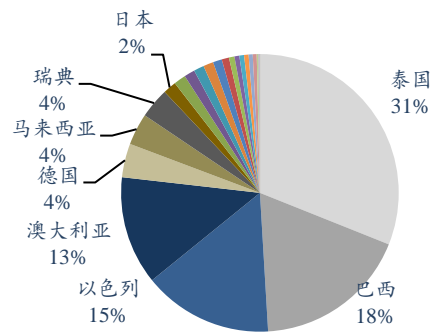
23 年出口车型相对单一，24 年产品矩阵逐步完善，插混车型出口加速。23 年海外出口车型较单一，以元 PLUS 为主，23 年 7 月发布海豚，9 月份发布海豹、宋 plus，也逐步贡献增量；今年车型进一步丰富，插混车型推进速度加快，秦 plus dmi、驱逐舰 05 dmi、宋 pro dmi 等陆续发布，有望进一步打开海外市场。

图25：比亚迪新能源乘用车出口情况(辆)



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图26：比亚迪 23 年出口分国家分布情况（终端销售）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

3.2. 海外渠道布局加速铺开，海外建厂逐步落地规避关税影响

和全球各地经销商合作，亚/欧/大洋/拉丁美洲多点布局，销售国家及各国渠道全面铺开。22 年 7 月比亚迪元 PLUS/海豚/海豹等车型亮相日本东京发布会，9 月向欧洲市场推出元 PLUS/汉/唐三款新车型，面向挪威、丹麦、德国等国家；24 年 7 月比亚迪面向巴西市场发布宋 Pro DM-i。渠道端，比亚迪与当地经销商合作，门店推进加速，亚太地区已布局 300 家以上，南美地区巴西已布局 100 家以上，欧洲加速推进中。同时销售范围进一步拓展，今年计划海外销售拓展至 80 多个国家。

图27：比亚迪乘用车海外渠道铺设

时间	目标市场	当地合作	车型推出
2020		挪威	
2021	拉美	巴西、墨西哥、哥伦比亚、乌拉圭	唐EV
2022	东亚	日本	汉EV
2022	拉美	在日成立子公司	元PLUS、海豚、海豚
2022	欧洲	瑞典、德国	元Pro
2022	大洋洲	澳大利亚	元PLUS
2022	欧洲	德国、瑞典、丹麦、比利时、荷兰、法国、英国、意大利	唐、汉、元PLUS
2022	中东、中亚、非洲、澳洲	非洲毛里求斯、摩洛哥、南非、中东以色列、约旦、阿联酋，中亚乌兹别克斯坦，澳洲新西兰与澳大利亚等	元PLUS、汉EV
2022	东南亚	柬埔寨、泰国、老挝、印度、马来西亚	元PLUS
2023	欧洲	英国	元PLUS
2023	拉美	牙买加	汉、唐、元PLUS、海豚及e6等多款车型
2023	欧洲	匈牙利	元PLUS、海豚和海豚
2023	拉美	厄瓜多尔	汉EV、元PLUS EV以及海豚、2024推出宋PLUS DM-i
2024	拉美	墨西哥	汉EV、唐EV、元PLUS、海豚以及海豚，首款皮卡BYD SHARK及宋PLUS DM-i
2024		突尼斯	唐、海豚、元PLUS及驱逐舰05与宋PLUS DM-i
2024	欧洲	希腊	ATTO 3和海豚
2024	西亚	沙特阿拉伯	汉、元PLUS、海豚、秦PLUS和宋PLUS
2024	西亚	卡塔尔	元PLUS、海豚、汉、秦PLUS DM-i以及宋PLUS DM-i
2024	欧洲	法国、瑞典、德国	元PLUS、海豚、汉、秦PLUS DM-i以及宋PLUS DM-i

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

海外建厂逐步落地，泰国工厂、乌兹别克斯坦工厂已投产，巴西、匈牙利工厂预计25年年底投产。乌兹别克斯坦工厂总规划产能30万台，一、二期分别规划产能5万台，24年1月一期已投产，计划生产宋PLUS DM-i 冠军版和驱逐舰05 冠军版；22年9月，比亚迪与泰国 WHA 集团签署土地购买协议，在东南亚建立第一家电动汽车工厂，年产能预计达15万辆，24年7月已投产，海豚车型已下线亮相。比亚迪巴西、匈牙利工厂建设中，巴西涵盖纯电及混电车型，规划年产能15万辆，匈牙利工厂规划总产能20万辆，均预计25年年底投产；此外印尼、土耳其等工厂规划建设中。

图28：比亚迪海外产能进度

国家	建厂规划
乌兹别克斯坦	23年9月公告，总规划产能30万台，分三期建设，一、二期分别规划产能5万台，24年1月一期已投产
泰国	22年9月公告，规划年产能15万台，23年3月开工建设，目前处于调试阶段，24年7月已投产
巴西	23年7月公告，拟投资30亿雷亚尔（约45亿元人民币）在巴西卡马萨里市建设大型生产基地综合体，含3座电动车工厂，规划年产能15万辆，预计25年建成投产
印尼	拟投资13亿美元（约93.55亿人民币）在印尼建设电动车工厂，规划年产能15万辆
匈牙利	23年12月公告，选址在南部的塞格德市，规划总产能20万辆，分期建设，目前处于建设阶段，预计27年前投产
土耳其	24年7月新闻报道，拟投资10亿美元建设电动汽车工厂，年产量达15万辆，预计将于2026年底投产

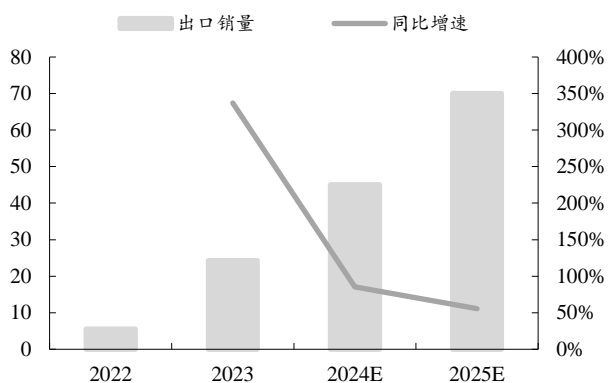
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.3. 24年出海有望达45万辆，25年有望同增50%+

24年比亚迪出口预计达45万辆，25年有望同增50%+至70万辆。比亚迪24Q1出口9.8万辆，Q2预计近12万辆，比亚迪目前出口以南美、亚太为主，当地电动化率低

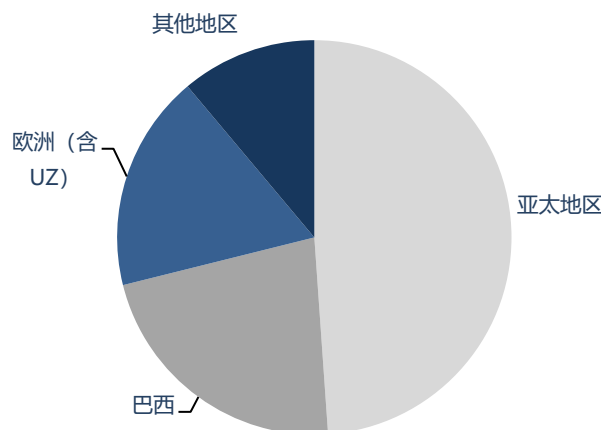
空间足够，其中亚太地区占比预计接近 50%，南美地区以巴西为主，预计占比 20%+，欧洲（含 UZ）销量占比预计 20%左右，我们预计 24 年出口 45 万辆，同比接近翻倍增长，25 年有望达 70 万辆，同增 50%+。

图29：比亚迪出口销量预测（万辆）



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图30：比亚迪 24 年出口分地区预测



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

3.4. 分地区看，比亚迪远期海外销量有望接近 500 万辆

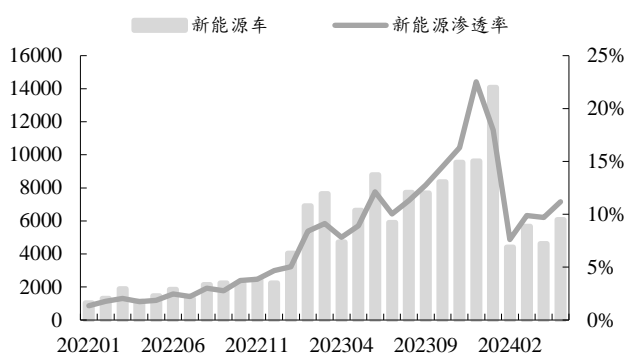
3.4.1. 东南亚：以泰国为基础辐射东南亚，预计远期 75 万辆空间

泰国补贴退坡电动车抢装，23 年电动化率提升至 11%。泰国电动车补贴政策持续至 27 年，每年逐步退坡，23 年电动车销量 8.75 万辆，同增 300%+，电动化率提升至 11%，单月电动化率受抢装影响达 20%+，24 年 1-5 月销量 3.5 万辆，同增 16%。

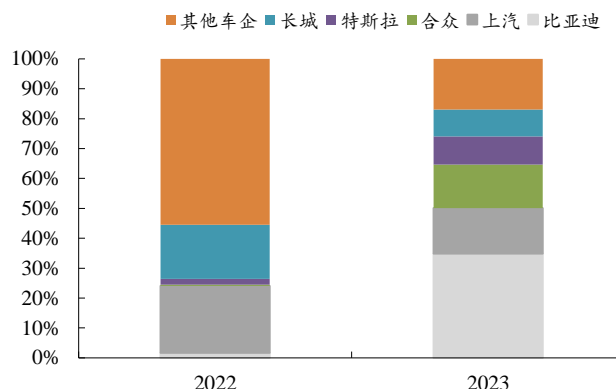
泰国没有本土车企，新能源车市场以国内车企为主，23 年比亚迪份额快速提升至 30%+。泰国没有本土车企，此前燃油车主要以日系为主，市占率超 80%，当前泰国新能源车市场以国内车企为主，23 年比亚迪、上汽、合众、特斯拉、长城占据 83%左右份额，比亚迪 23 年销量由 363 辆提升至 3 万辆+，市占率迅速提升至 30%+。

图31：泰国新能源车销量及渗透率(辆)

图32：泰国新能源车分车企市占率



数据来源：Marklines，东吴证券研究所



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图33：泰国新能源车政策

新能源车支持政策
2024-2025 年，售价不超过 200万泰铢(约为人民币40万元)的新能源汽车整车进口关税将降低 40%。
2024-2025 年，售价不超过 700万泰铢(约为人民币138万元)的进口新能源汽车消费税将从 8%降至 2%。
200万泰铢 (约40万元RMB) 以下车价格，50kwh以上带电量，补贴5-10万泰铢 (约1-2万元RMB)；120万泰铢 (约25万元RMB) 以下车价格，50kwh以下带电量，补贴2-5万泰铢 (约0.4-1万元RMB)
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。

数据来源：国家官网，东吴证券研究所

比亚迪布局泰国工厂，规划 15 万辆产能，辐射东南亚市场，印尼工厂建设中。泰国工厂规划年产能 15 万台，23 年 3 月开工建设，24 年 7 月已投产，此外，公司拟投资 13 亿美元在印尼建设电动车工厂，规划年产能 15 万辆，我们预计 26 年投产，我们预计可规避东南亚市场后续关税影响。

东南亚市场（不含日韩印）空间预计达 300 万辆+，比亚迪远期销量有望达 75 万辆+。不考虑有本土汽车工业的日韩印市场，东南亚整体汽车空间预计达 330 万辆，若比亚迪在新能源车中占据 35%份额，远期销量有望达 75 万辆+。

图34：东南亚市场空间测算（万辆，不考虑日韩印）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	泰国	73.5	84.4	79.9	71.9	80.0	80.0
	马来西亚	49.2	69.8	77.7	83.9	85.0	85.0
	印尼	64.3	76.4	76.2	68.6	75.0	80.0
	菲律宾	28.7	36.6	43.5	47.9	50.0	50.0
	新加坡	5.7	4.1	3.2	3.8	4.0	5.0
	越南	22.9	30.7	23.5	21.8	25.0	30.0
	合计	244.4	302.0	303.9	297.9	319.0	330.0
新能源车	泰国	0.2	2.1	8.8	10.5	14.4	64
	马来西亚	0.0	0.1	0.8	1.2	2.1	51
	印尼	0.0	1.0	1.7	3.8	6.0	48
	菲律宾	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	30
	新加坡	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	4
	越南	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	18
	合计	0.3	3.4	11.3	15.7	23.0	215.0
电动化率	泰国	0%	3%	11%	15%	18%	80%
	马来西亚	0%	0%	1%	1%	3%	60%
	印尼	0%	1%	2%	5%	8%	60%
	菲律宾	0%	0%	0%	0%	0%	60%
	新加坡	2%	2%	2%	4%	6%	80%
	越南	0%	0%	0%	0%	0%	60%
合计	0%	1%	4%	5%	7%	65%	
比亚迪市占率		0%	1%	30%	35%	35%	35%
比亚迪市场空间		0.0	0.0	3.4	5.5	8.0	75.3

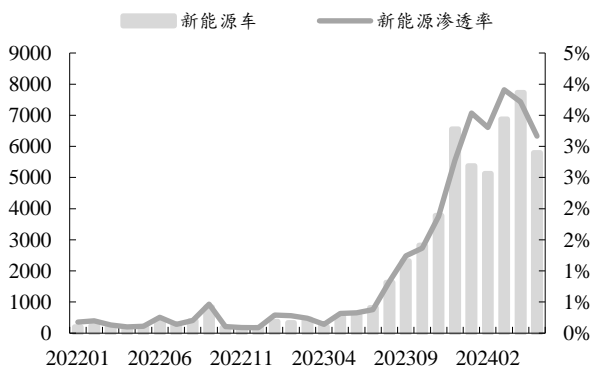
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

3.4.2. 南美：巴西市场为主，预计远期达 100 万辆+空间

巴西 23 年新能源车爆发，同比增长 500%+。巴西 23 年比亚迪引爆新能源车市场，23 年电动车销量 2 万辆，同增 500%+，电动化率达 1%，处于起步初期，24 年 1-5 月销量 3.1 万辆，同增 1524%，电动化率提升至 3.5%。

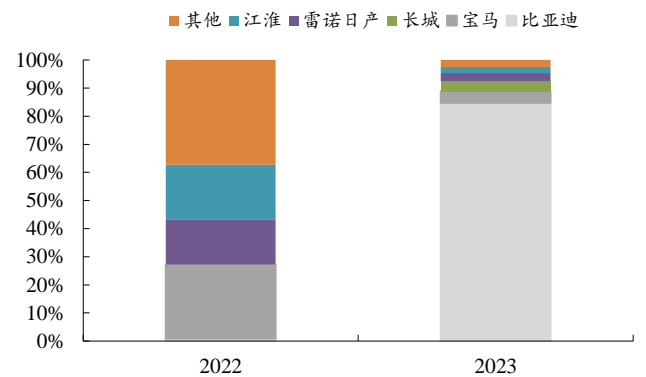
巴西新能源车市场由比亚迪主导，23 年比亚迪份额达 80%+。巴西同样没有本土车企，比亚迪赶上新能源车发展初期，迅速抢占市场，根据 Marklines 数据，23 年比亚迪销量达 1.7 万辆，占比 80%+。

图35：巴西新能源车销量及渗透率(辆)



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图36：巴西新能源车分车企市占率



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

巴西此前新能源车豁免关税，24 年起逐步征收引发抢装。2018 年，巴西政府推出《巴西汽车工业新政》，对新能源汽车的税收优惠、技术标准、研发投入等方面提供支持。2024 年 1 月起，巴西将重新开始对新能源汽车征收进口关税，1 月起针对进口纯电

车、油电混合动力汽车和插电车关税分别上调至 10%、12%、12%，7 月调整为 18%、25%、20%，25 年 7 月为 25%、30%、28%，2026 年 7 月均升至 35%。

图37：巴西新能源车政策

国家	车辆类型	2023年		2024年	
		补贴/政策趋势	变化幅度	补贴/政策趋势	变化幅度
巴西	EV/PHEV	关税0%，但计划未来3年提升至35%（燃油车关税35%）	不变	关税预计提升	下降

数据来源：国家官网，东吴证券研究所

比亚迪布局巴西工厂，规划 15 万辆产能，规避巴西关税政策影响。公司拟投资 30 亿雷亚尔（按 2024 年 8 月 5 日汇率计算约 37 亿元人民币，1 雷亚尔=1.2461 元人民币）在巴西卡马萨里市建设大型生产基地综合体，含 3 座电动车工厂，涵盖纯电及混电车型，规划年产能 15 万辆，我们预计 25 年建成投产。

南美乘用车空间预计达 390 万辆，比亚迪远期有望达 100 万辆+规模。南美市场整体乘用车空间预计达 390 万辆，电动化尚处于起步初期，公司已率先卡位巴西市场，市占率 80%+，产品力充分体现，考虑远期比亚迪在新能源车中占据 40%份额，远期销量有望达 100 万辆+。

图38：南美洲市场空间测算（万辆）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	巴西	197.5	195.8	218.0	250.6	260.0	280.0
	哥伦比亚	24.2	25.1	17.8	16.6	17.0	25.0
	智利	41.6	42.7	31.4	28.2	30.0	40.0
	乌拉圭	4.9	5.3	5.8	6.4	6.5	7.0
	阿根廷	34.8	37.2	38.4	34.5	38.0	40.0
	合计	302.9	306.1	311.3	336.4	351.5	392.0
新能源车	巴西	0.2	0.3	2.0	7.0	10.0	196
	哥伦比亚	0.0	0.1	0.2	0.4	0.7	15
	智利	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2	24
	乌拉圭	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	4.2
	阿根廷	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	24
	合计	0.3	0.4	2.2	7.5	10.9	263.2
电动化率	巴西	0%	0%	1%	3%	4%	70%
	哥伦比亚	0%	0%	1%	2%	4%	60%
	智利	0%	0%	0%	0%	1%	60%
	乌拉圭	0%	0%	0%	0%	0%	60%
	阿根廷	0%	0%	0%	0%	0%	60%
	合计	0%	0%	1%	2%	3%	67%
	比亚迪市占率	10%	4%	83%	85%	85%	40%
	比亚迪市场空间	0.0	0.0	1.8	6.4	9.3	105.3

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

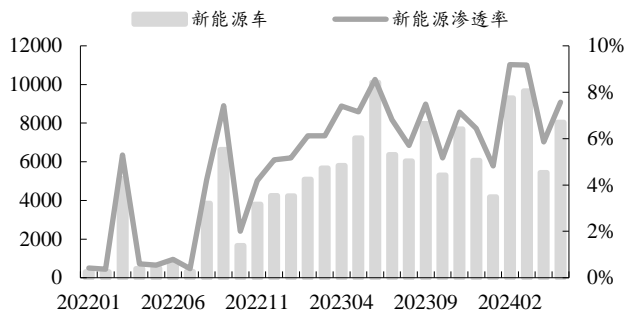
3.4.3. 大洋洲：新能源车快速提升，预计远期 40 万辆+空间

澳大利亚提供电动车免税政策，23 年电动化率提升至 7%。澳大利亚电动车进口免关税，且可免交附加福利税，电动化率逐步提升，23 年电动车销量 7.75 万辆，同增 177%，

电动化率提升至 6.6%，24 年 1-5 月销量 3.7 万辆，同增 31%，电动化率提升至 7.4%。

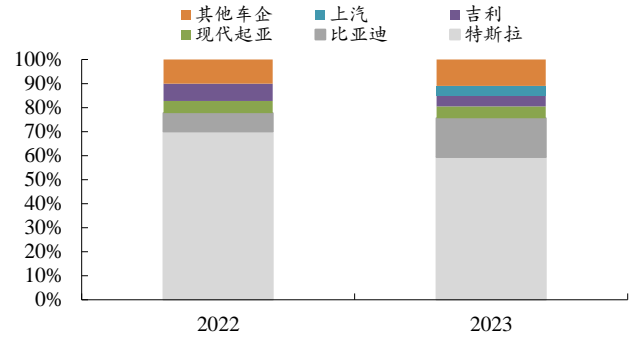
澳大利亚此前特斯拉为主导，23 年比亚迪份额快速提升。澳大利亚燃油车主要以日系为主，市占率 40%+。新能源市场以特斯拉为主，23 年特斯拉销 4.6 万辆，占比 60%，比亚迪快速起量，销量由 22 年的 0.2 万辆提升至 23 年的 1.2 万辆，市占率迅速提升至 16%。

图39：澳大利亚新能源车销量及渗透率(辆)



数据来源：东吴证券研究所

图40：澳大利亚新能源车分车企市占率



数据来源：东吴证券研究所

图41：澳大利亚新能源车政策

国家	车辆类型	2023年		2024年	
		补贴/政策趋势	变化幅度	补贴/政策趋势	变化幅度
澳大利亚	新能源车	减免5%进口关税，部分中国进口零关税（燃油车为5%） 新增8.5万澳元（约40万元RMB）以下的公司用电动汽车免于缴纳附加福利税(FBT)	上升	8.6万澳元（约40.5万元RMB）以下的公司用电动汽车免于缴纳附加福利税(FBT)，2025年起PHEV不再享受	不变

数据来源：东吴证券研究所

大洋洲关税政策友好，比亚迪远期有望达 40 万辆+规模。大洋洲基础设施建设好于东南亚及南美，有电动化基础，电动化率达 6%，且处于快速提升阶段，目前关税政策友好，比亚迪市占率有望快速提升，大洋洲市场整体汽车空间预计达 148 万辆，若比亚迪在新能源车中占据 35%份额，远期销量有望达 40 万辆+。

图42：大洋洲市场空间测算（万辆）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	澳大利亚	100.7	103.4	116.5	128.2	125.0	130.0
	新西兰	16.5	16.4	14.9	13.4	15.0	18.0
	合计	117.1	119.9	131.4	141.5	140.0	148.0
新能源车	澳大利亚	0.2	2.8	7.8	10.1	12.5	104
	新西兰	0.3	0.7	0.5	0.3	0.5	14.4
	合计	0.5	3.5	8.2	10.4	13.0	118.4
电动化率	澳大利亚	0%	3%	7%	8%	10%	80%
	新西兰	2%	4%	3%	3%	3%	80%
	合计	0%	3%	6%	7%	9%	80%
比亚迪市占率		0%	6%	15%	20%	25%	35%
比亚迪市场空间		0.0	0.2	1.2	2.1	3.3	41.4

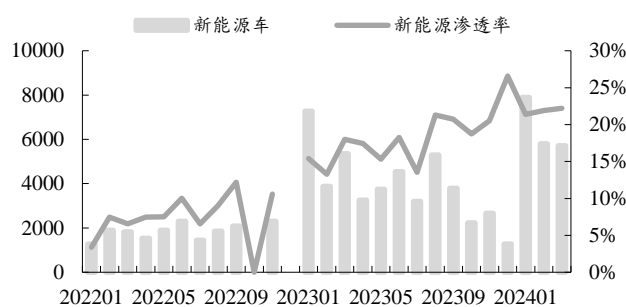
数据来源：Marklines，东吴证券研究所

3.4.4. 中西亚及日韩印：预计远期近 90 万辆空间

以色列电动化政策激进，23 年电动车销量达 4.6 万辆，同增 150%+。根据以色列能源部制定的计划，从 2030 年起，以色列将全面禁止进口汽油和柴油汽车，进口汽车仅限定为电动或天然气汽车。以色列 23 年电动车销量 4.6 万辆，同增 152%，电动化率 17%，24 年 Q1 销量 1.94 万辆，同增 18%。

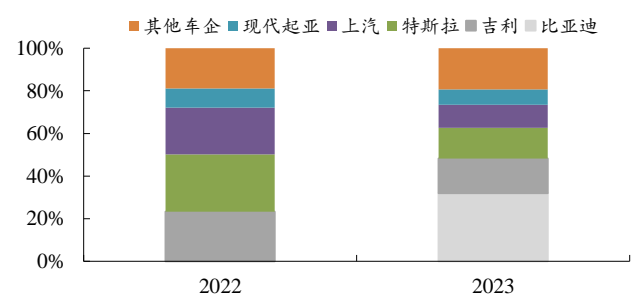
以色列此前特斯拉为主导，比亚迪后来居上。以色列无本土汽车工业，电动车购置税远低于燃油车，推动电动车快速增长，以前特斯拉占比最高，接近 25%，23 年比亚迪进军以色列市场快速起量，销量 1.5 万辆，市占率迅速提升至 32%。

图43：以色列新能源车销量及渗透率(辆)



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图44：以色列新能源车分车企市占率



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图45：以色列新能源车政策

国家	车辆类型	2023年		2024年	
		补贴/政策趋势	变化幅度	补贴/政策趋势	变化幅度
以色列	EV	购置税升至20% (燃油车为83%)	下降	购置税升至35% (燃油车为83%)	下降

数据来源：国家官网，东吴证券研究所

中西亚及日韩市场电动化率逐步提升，比亚迪远期有望达近 90 万辆规模。比亚迪在乌兹别克斯坦建厂辐射其余亚洲市场，中西亚市场整体汽车空间预计达 180 万辆，若比亚迪在新能源车中占据 35%份额，远期销量有望达 50 万辆；此外日韩印考虑有本土汽车产业，远期市占率假设 5%，市场空间预计达 38 万辆。

图46：中西亚市场空间测算（万辆）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	以色列	29.1	25.7	27.1	24.3	27.0	30.0
	土耳其	73.7	78.3	123.3	130.7	135.0	150.0
	合计	102.8	104.0	150.3	155.0	162.0	180.0
新能源车	以色列	1.0	1.8	4.6	4.2	7.0	24
	土耳其	0.3	0.6	5.4	10.9	14.0	120
	合计	1.2	2.4	10.1	15.0	21.0	144.0
电动化率	以色列	3%	7%	17%	17%	26%	80%
	土耳其	0%	1%	4%	8%	10%	80%
	合计	1%	2%	7%	10%	13%	80%
比亚迪市占率		0%	0%	16%	30%	35%	35%
比亚迪市场空间		0.0	0.0	1.6	4.5	7.4	50.4

数据来源：东吴证券研究所

图47：日韩印市场空间测算（万辆）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	日本	411.9	390.5	446.9	402.3	420.0	450.0
	韩国	122.9	118.4	124.0	114.1	120.0	125.0
	印度	353.2	433.6	469.9	455.8	465.0	500.0
	合计	888.0	942.5	1040.8	972.1	1005.0	1075.0
新能源车	日本	4.0	9.2	13.9	13.2	16.8	360
	韩国	9.7	15.4	14.8	12.6	18	100
	印度	0.3	0.5	1.6	1.3	2.3	300
	合计	14.0	25.1	30.3	27.1	37.1	760.0
电动化率	日本	1%	2%	3%	3%	4%	80%
	韩国	8%	13%	12%	11%	15%	80%
	印度	0%	0%	0%	0%	1%	60%
	合计	2%	3%	3%	3%	4%	71%
比亚迪市占率		0%	0%	0%	1%	2%	5%
比亚迪市场空间		0.0	0.0	0.2	0.3	0.7	38.0

数据来源：东吴证券研究所

3.4.5. 欧洲：通过 PHEV+本土生产规避关税，远期空间 130 万辆+

关税预计影响下半年欧洲出口，后续有望通过 PHEV 规避，远期空间有望达 130 万辆+。比亚迪 23 年欧洲出口 1.6 万辆，24 年 1-4 月注册量达 1 万辆，但欧洲关税预计 7 月落地，预计影响下半年欧洲出口，公司后续有望通过出口插混车型规避出口影响，远期看，假设德法英市占率 2%，俄罗斯市占率 25%，其余欧洲国家市占率 15%，远期欧洲市场销量有望达 130 万辆+。

图48：欧洲市场空间测算（万辆）

		2021	2022	2023	2024E	2025E	远期
乘用车	德法英	671.6	642.5	724.3	760.5	760.0	780.0
	俄罗斯	166.7	68.7	93.7	121.8	130.0	150.0
	其他	652.7	600.0	693.6	728.2	730.0	750.0
	合计	1491.0	1311.2	1511.6	1511.6	1620.0	1680.0
新能源车	德法英	129.8	153.2	166.2	182.8	201.1	624
	俄罗斯	0.1	0.1	0.3	0.2	0.4	120
	其他	84.3	97.2	122.0	128.1	152.6	600
	合计	214.2	250.5	288.5	311.1	354.0	1344.0
电动化率	德法英	19%	24%	23%	24%	26%	80%
	俄罗斯	0%	0%	0%	0%	0%	80%
	其他	13%	16%	18%	18%	21%	80%
	合计	14%	19%	19%	21%	22%	80%
比亚迪市占率		0%	0%	1%	1%	2%	10%
比亚迪市场空间		0.1	0.4	1.6	3.4	5.8	132.5

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

欧盟将从下个月起对自中国进口的电动汽车最高加征 38.1% 的额外关税，如无法与中方达成解决方案，加征关税将于 7 月 4 日左右实施，或追溯至 4 月 5 日，其中比亚迪征收 17.4%，且不影响 PHEV，好于预期。1) 此次加征关税的范围为纯电电动车，不涉及 PHEV、燃油，好于此前预期。2) 对不同车企采取差额关税，平均幅度略好于此前 25%-35% 预期。差额原因或为在欧定价策略不同。3) 加征关税目的，一是保护 1.5-3 万欧元主力消费市场，因欧洲车企低价车型 26 年推出；其次，加速电动车本土化生产。关税可部分传导至消费者，对比亚迪盈利影响可控。1) 车企的应对策略，关税部分传导至消费者，并可控范围内降低 FOB 价格和运费。2) 盈利角度看，比亚迪可控，名爵影响大。比亚迪关税较此前增加 17.4%，考虑提价降费，对应单车毛利预计影响 2-4 万元，考虑此前出口欧洲单车利润 3-5 万，加征关税后单车利润仍有 1-2 万元。3) 比亚迪影响小，24 年出口目标 50 万辆，欧洲市场占 20%+，1-4 月实现 1 万辆（注册量），同比增 7x，全年有望达到 10 万辆，增量 8 万辆。

图49：主流车企出口欧洲销量及对应关税（辆）

		1月	2月	3月	4月	预计税率
上汽集团	EV	5922	7840	8746	6992	38%
	PHEV	620	600	1506	831	-
	EV占比	91%	93%	85%	89%	-
吉利集团	EV	1358	1582	2651	2146	20%
	PHEV	633	606	474	743	-
	EV占比	68%	72%	85%	74%	-
比亚迪	EV	2538	2390	3032	2865	17%
	PHEV	0	0	0	12	-
	EV占比	100%	100%	100%	100%	-
长城汽车	EV	124	196	582	289	21%
	PHEV	69	107	135	191	-
	EV占比	64%	65%	81%	60%	-
小鹏汽车	EV	203	164	293	231	21%
蔚来汽车	EV	120	133	135	157	21%
一汽集团	EV	31	36	64	67	21%
零跑汽车	EV	113	32	65	29	21%
江淮汽车	EV	39	34	19	25	21%
东风汽车	EV	17	44	18	16	21%
奇瑞集团	EV	0	0	0	14	21%
	PHEV	20	27	43	0	-
福建汽车	EV	7	7	16	12	21%
赛力斯	EV	23	7	14	7	21%
合众汽车	EV	0	24	29	0	21%
总计		11837	13829	17822	14627	-

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

3.4.6. 合计：25年有望达70万辆，远期出口市场空间接近500万辆

24年比亚迪出口预计45万辆，25年有望达70万辆，远期空间预计接近500万辆。根据Marklines数据，23年比亚迪出口9.8万辆，24年有望实现翻倍以上增长，25年我们预计随着东南亚、南美及欧洲市场放量，出口终端销量有望达34万辆；但考虑Marklines数据统计部分国家有缺失，且渠道库存产生误差，公司实际出口更多，23年出口达24万辆，24年出口销量预计达45万辆，25年有望达70万辆，同增55%，远期出口空间预计接近500万辆。

图50：比亚迪出口市场空间测算（万辆）

	2022	2023	2024E	2025E	远期
东南亚	0.0	3.4	5.5	8.0	75.3
南美	0.0	1.8	6.4	9.3	105.3
大洋洲	0.2	1.2	2.1	3.3	41.4
中西亚	0.0	1.6	4.5	7.4	50.4
日韩	0.0	0.2	0.3	0.7	38.0
欧洲	0.4	1.6	3.4	5.8	132.5
北美	0.0	0.0	0.0	0.0	25.0
合计 (Marklines)	0.7	9.8	22.1	34.4	467.9
出口合计 (公司公告)	5.6	24.3	45.0	70.0	-

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

4. 高端化未来可期，产品矩阵不断完善

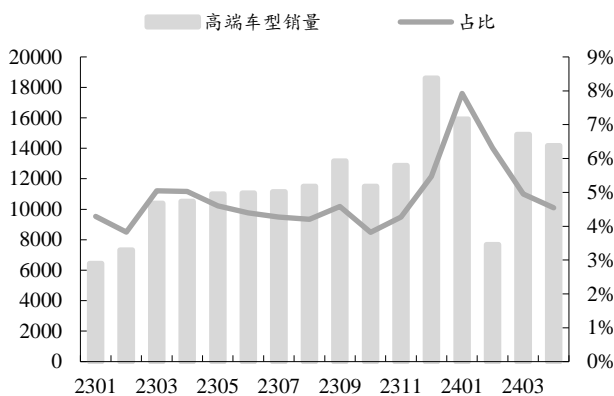
4.1. 布局腾势、仰望、方程豹三大品牌，高端化持续推进

持有腾势 90% 股权，定位智能安全新豪华品牌，价格带 25-50 万左右。21 年 12 月，比亚迪公告收购戴姆勒持有的部分腾势股权，股权转让完成后比亚迪将持有腾势 90% 股权，目前推出智能豪华猎跑 SUV N7+智能豪华全场景 SUV N8+智臻豪华全能 MPV D9。

成立独立团队、销售网络，“仰望”定位全新高端，价格带 100 万元左右。22 年 11 月，比亚迪正式公布高端汽车品牌“仰望”，价格区间达百万元级别，进一步深化高端市场布局。该品牌将采用全新标识、独立团队、独立销售网络，新车 U8、U9 于 23 年下半年上市。

23 年推出方程豹品牌，定位新能源个性化品牌，价格带 30-40 万元左右。目前推出超级混动硬派 SUV 豹 5，2024 年下半年我们预计推出豹 8 以及豹 3，完善产品矩阵。

图51：公司高端车型销量占比（辆，%（右轴））



数据来源：乘联会，东吴证券研究所

图52：公司现有高端车型及价格带

品牌	车型	定位	售价 (万元)	上市时间	23年销量 (万辆)
腾势	N7	SUV	23.98-32.98	2023年7月	0.64
	N8	SUV	31.98-32.68	2023年8月	0.2
	D9	MPV	33.98-46.98	2022年8月	1.2
仰望	U8	SUV	109.8	2023年9月	0.2
	U9	轿车	168	2024年2月	-
方程豹	豹5	SUV	28.98-35.28	2023年11月	0.6

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

4.2. 自研易四方平台+云辇车身控制系统，构建高端车型竞争力

比亚迪发布“易四方”平台，以四电机独立驱动为核心，结合整车深度融合感知、车身稳定矢量控制的极致安全技术平台。平台具备三大核心技术：（1）四电机独立驱动的动力架构系统（2）极限防滑控制（3）车身稳定控制；构建四位一体的安全体系，以四电机独立驱动为核心的汽车动力架构系统，可以提升操控稳定性。突破传统燃油车只能单向输出动力的局限性，可以快速独立调整单轮扭距，为车身稳定控制创造灵活性。通过独立控制两侧车轮的反向转动，可以原地调头。不依赖制动机构，通过车轮输出的负向扭距刹车。

比亚迪车身控制系统将采用云辇系列产品。2023 年 4 月 10 日，比亚迪发布全球首

个新能源专属智能车身控制系统——云辇，包括云辇-C、云辇-A、云辇-P 等产品。**云辇-C**：智能阻尼车身控制系统，可实现车辆舒适性和运动性的完美兼容，目前已搭载在比亚迪汉、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-A**：智能空气车身控制系统，让整车具备极致的舒适性、支撑性与通过性，首搭腾势 N7。**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，首搭仰望 U8。**云辇-X**：除概念平台之外，还集合其他三种云辇系列的技术，为比亚迪品牌中的旗舰型号，首搭仰望 U9。

图53：易四方系统参数

系统	参数指标	数值
易四方平台电驱总成系统	整车马力	最高超 1100 匹
	单电机峰值功率	220 ~ 240kW
	单电机峰值扭矩	320 ~ 420N·m
	百公里加速	3s级
易四方全系标配SIC电控	最高效率	99.5%
	电流输出能力提升	50%
	功率密度提升	100%
	工况效率提升	3%

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图54：云辇系统产品矩阵

云辇 智能车身控制系统	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
	王朝海洋旗舰 腾势 仰望 专业个性化品牌		
优势项	毫秒级阻尼调节 防晕车模式、俯仰抑制	国内首创智能侧倾融合 高度/刚度/阻尼	露营调平 四轮贴地 超强耐久 超宽温域
阻尼控制技术	●	●	●
高度控制技术	-	●	●
刚度控制技术	-	○	●
感知技术	●	●	●
四轮联动技术	-	-	●

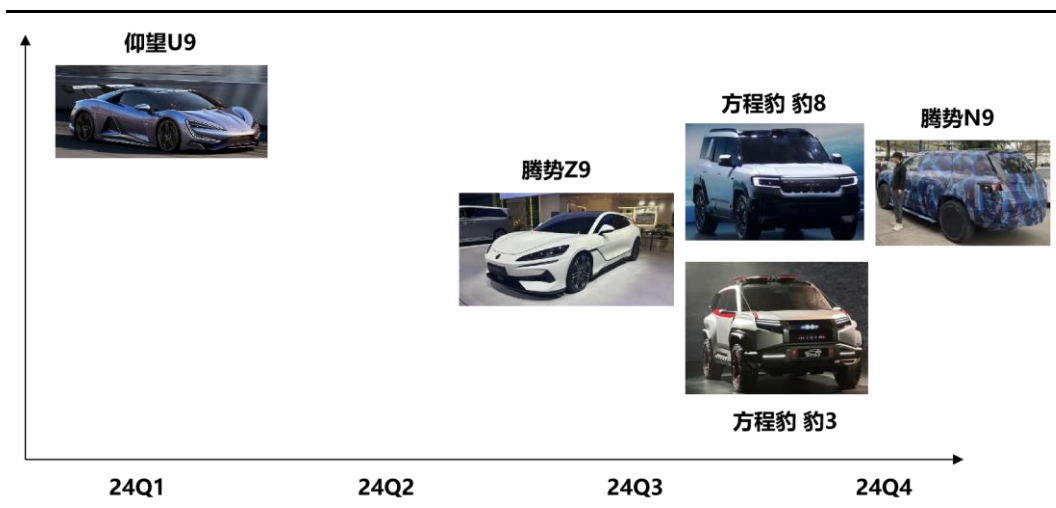
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

4.3. 高端车型矩阵不断完善，后续销量占比有望提升

24 年高端品牌新车将进一步完善，腾势、方程豹等均有新车推出。腾势规划 Z9、N9 两款车型，分别对标全尺寸 SUV、宝马五系豪华轿车，我们预计 24 年 Q3、Q4 分别推出，我们预计搭载“易三方”专属技术，实现腾势品牌的定向技术研发；方程豹规划豹 3、豹 8 两款新车，我们预计在 Q3 末上市，品牌矩阵将进一步完善。

24Q1 高端车型占比提升至 7-8%，下半年新车放量规模效应提升，高端车型增厚利润。23 年腾势、方程豹等车型均处于初期爬坡期，销量占比 4-5%左右，24 年随着豹 5、仰望 U8 爬坡，24Q1 销量占比提升至 7-8%，随着新车型发布，产能利用率提升，我们预计高端车型超额利润将逐步体现。

图55：高端品牌新车型发布节奏



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.4. 自研高阶智驾辅助系统，智能化逐步推进

比亚迪 21 年起与 Momenta 及地平线合作，智驾布局逐步推进。比亚迪在 2021 年投资地平线，并基于征程系列芯片开展平台化的合作，2023 年起比亚迪王朝系列的宋、汉、唐等车型以及海洋系列的海豹均搭载基于征程 2 的基础辅助驾驶功能。此外，公司在 2021 年底与 Momenta 成立了合资公司迪派智行，比亚迪占股 60%，增强自研高阶智驾算法端的自研能力。

23 年发布自研的“天神之眼”智驾辅助系统，已陆续在腾势 N7、仰望 U8、汉、海狮 07 EV 等车型量产交付。比亚迪重视智能驾驶的研发和投入，拥有超四千名工程师的研发队伍，团队规模及研发能力位居行业第一梯队。比亚迪 23 年发布“天神之眼”高阶智能驾驶辅助系统，实现架构系统定义和全栈自研，首发中央计算平台加区域控制器深度协同的系统架构，并提出整车级融合感知平台，及控制算法的分布式布局，依托于全自研的控制架构，中央计算平台根据各域控制器优势，进行科学分布算法，择优决策精准控制。

比亚迪多平台同步开发，加速车型智驾布局。当前比亚迪量产车型的智驾平台主要分为三个版本：基于地平线单征程 5 的方案，在 20 万元级的汉等车型上量产；基于单 OrinX 配合双激光雷达方案，在 30 万元级的腾势 N7 上量产；基于双 OrinX 配合三激光雷达方案，在 110 万的仰望车型上搭载。以腾势 N7 为例，其搭载的腾势 Pilot 将提供标准版和高阶版两种平台方案，标准版基于全车 24 个传感器，配合自研算法，能够实现 30 多项 L2 级的智能驾驶辅助功能；高阶版采用英伟达 Orin X 芯片，254 TOPS 高算力，提供能够覆盖城区、高速、停车场等用车全场景的智能驾驶辅助。

图56：比亚迪车型智驾对比

车企	比亚迪						
	仰望U8		腾势N7			汉EV	
车型	越野玩家版	豪华版	智驾标配	高快智驾	高阶智驾	四驱智驾版	荣耀版506km
款式							
价格 (万元)	109.8	109.8	23.98	25.18	26.28	24.98	17.98
芯片	OrinX *1	OrinX *2	征程3	Orin N *1	OrinX *1	征程5	征程5
算力 (TOPS)	254	508	5	84	254	128	128
摄像头	8	13	5	13	13	11	6
激光雷达	-	3	-	-	-	-	-
毫米波	-	5	5	5	5	5	3
BEV	√	√	√	√	√	√	√
占用网络	-	-	-	-	-	-	-
TransFormer	√	√	√	√	√	√	√
自动变道辅助	√	√	√	√	√	√	-
匝道自动驶入/出	-	√	√	√	√	√	-
城市NOA	-	√	-	-	√	-	-
高速NOA	-	√	√	√	√	-	-
自动泊车	-	√	√	√	√	√	-
窄路辅助	-	-	-	-	√	√	-

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 规模效应+出海+高端化多重催化，单位盈利拐点可期

5.1. 供应链垂直一体化布局，打通全产业链构建成本优势

核心产业链全部自供，一体化做到极致。比亚迪三电系统全自主研发，成为行业内唯一一家核心产业链完全自供的企业，上游投资锂矿资源，中游零部件通过弗迪系子公司实现自主研发电池、电机、电控等，比亚迪芯片掌握半导体领域，下游整车则拥有完整的整车制造及研发体系。

电池 100%自供，中游电池材料采用招标形式，将供应链成本压到最低。电池一般占整车成本 30%+，公司实现 100%自供，吸收电池环节利润反哺车企，此外比亚迪中游材料采用招标形式，对供应链依赖度低，价格可压制全行业最低水平，进一步降低成本。

图57：比亚迪中游供应链体系

子公司	业务大类	业务领域	具体产品	子公司	业务大类	业务领域	具体产品	
弗迪动力	业务总成系统及相关细分控制器等零部件	线束	新型铝导体高压线束	弗迪科技	车身底盘控制	线束	低压线束、特种线束	
			高压连接器			连接器、配电箱		
			高压配电箱			定钳、浮钳制动总成、EPB控制器		
		充配电	充电桩、充电枪、充电枪			碳陶刹车盘		
			交直流充电口总成			域控制器（电控、天窗控制、充电口控制）		
			高压电控总成			热管理	热泵空调、空调滤芯、电动空调压缩机、PTC电池加热器、热管理系统	
		电控	商用车电机控制器			乘用车电机控制器（多合一集成）	车身附件	隐藏式门把手、天刷电机风扇、口盖执行器、限位密封件
			DM3.0技术BSG电机			扁线电机	车身控制	配电箱、全景天窗、电动尾门系统、换挡操作系统
		电机	定子、转子（电机的核心零部件）			八合一电驱动系统	转向系统	转向管柱、转向执行系统
			三合一电驱动系统（驱动三合一+高压三合一）			NVH抑制技术	悬架	悬架系统、半主动悬架系统
			轮边/同轴/集成电驱桥			排气	排气	排气系统
			减振器			主动减振器	车架	一体式中空铸造铝合金副车架
			智能座舱			多媒体系统、信息显示系统、音响系统、NFC车钥匙	高级驾驶辅助系统	全景影像、盲区监测系统、自动泊车、智能前视、紧急制动、驻车辅助
			车联网		中央网关	被动安全	转向盘系统、约束系统、Airbag系统	
			模具		整体侧围等大型覆盖件模具、大吨位塑胶模具、冲压模具	智能车载	汽车照明类组合前灯、组合后灯、后视镜	
		弗迪精工	车身模具以及车灯		智能座舱	多媒体系统、信息显示系统、音响系统、NFC车钥匙		
					高级驾驶辅助系统	全景影像、盲区监测系统、自动泊车、智能前视、紧急制动、驻车辅助		
			车联网		中央网关			
			被动安全		转向盘系统、约束系统、Airbag系统			
		弗迪电池	电动化领域		模具	整体侧围等大型覆盖件模具、大吨位塑胶模具、冲压模具		
					智能车载	汽车照明类组合前灯、组合后灯、后视镜		
					电池	纯电以及混动产品用电池		
					水泵	整车电池/空调/涡轮增压冷却/发动机冷却水泵		
弗迪科技	电动化领域	控制器	12v/24v网关控制器 低压油泵控制器					
		ECU	自然吸气电喷ECU					
		ECU	自然吸气电喷ECU					

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

刀片电池成本较低，预计行业内仅次于宁德时代。我们测算比亚迪铁锂 BOM 成本 0.23 元/Wh，略低于宁德时代，但是刀片电池的折旧较高（3 年折旧），且良率仍有进步空间，平均综合良率 94%（加上二次返工），综合成本 0.34 元/Wh，略高于宁德时代。

图58：比亚迪与电池龙头厂商成本对比

磷酸铁锂	龙头厂商					比亚迪				
	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比	单位用量	单位	单位价格 (万)	单位成本 (元/wh)	占比
电芯原材料成本	(/gwh)					(/gwh)				
正极材料	2000	t	4.0	0.07	23%	2000	t	3.9	0.07	23%
正极导电剂 (炭黑)	50	t	5.5	0.00	1%	50	t	5.2	0.00	1%
正极黏贴剂 (PVDF)	60	t	13.5	0.01	2%	60	t	12.8	0.01	2%
正极集流体 (铝箔)	360	t	3.3	0.01	4%	360	t	3.1	0.01	3%
负极活性物质 (石墨)	1000	t	1.9	0.02	6%	1000	t	1.8	0.02	5%
负极粘剂1(SBR)	40	t	15.0	0.01	2%	40	t	14.3	0.01	2%
负极集流体 (铜箔)	750	t	9.5	0.06	21%	750	t	9.5	0.06	21%
电解液	1500	t	2.0	0.03	9%	1500	t	2.0	0.03	9%
隔膜 (干法)	2000	万m2	0.4	0.01	3%	2000	万m2	0.4	0.01	2%
壳体&铝压膜及其他	1	套	0.04	0.04	12%	1	套	0.03	0.03	10%
电芯材料成本合计(元/wh)			0.24		0%			0.23		0%
碳酸锂 (正极+电解液含量)	520	t	10.00	0.05	17%	520	t	10.00	0.05	18%
六氟磷酸锂	180	t	7.0	0.01	4%	180	t	7.0	0.01	4%
折旧(元/wh)			0.02		5%			0.03		8%
电费、人工费等(元/wh)			0.04		13%			0.04		12%
成本合计(元/wh)			0.30		100%			0.29		100%
合格率			97.0%					94.0%		
产能利用率			75.0%					70.0%		
成本合计 (元/wh) , 不含税			0.33					0.34		
现金成本合计 (元/wh) , 不含税			0.31					0.30		

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

比亚迪 24 年电池出货预计 234GWh, 同增 23%。比亚迪电池 2023 年装机规模 151gwh, 实际出货我们预计 191gwh, 其中动力自供 161、动力外供 10、储能出货 20gwh, 自供电池单车带电量 43kwh, 但考虑公司销量中插电占比提升, 我们预计 24-26 年单车带电量小幅下降, 对应 24 年电池出货我们预计为 234gwh, 增长 23%。

按照行业均价测算, 我们预计 24 年单 wh 净利 0.05 元, 对应单车增厚 2000 元左右。从盈利角度看, 按照行业均价及比亚迪成本测算, 24 年铁锂电池 pack 0.6 元/wh (含税), 我们预计单 wh 利润 0.05 元/wh, 对应单车电池利润 2000 元左右, 因此我们测算 24 年电池端贡献 120-130 亿元利润, 占整车利润 20%左右。

图59: 比亚迪单车电池利润测算

	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年E	2025年E	2026年E
新能源车 (万辆)	19	60	186	302	400	472	557
-增速		218%	209%	62%	32%	18%	18%
动力及储能自用装机(gwh)	13	38	90	151	188	219	259
动力及储能自用出货(gwh)	15	46	108	181	221	257	304
其中: 储能	1	3	10	20	24	29	35
其中: 动力	14	43	98	161	197	228	269
自用动力单车带电量 (kwh)	61	58	43	43	41	40	40
电池外供出货 (gwh)	0.5	2	5	10	13	17	22
合计电池出货 (gwh)	16	48	113	191	234	274	326
-增速		204%	137%	69%	23%	17%	19%
均价 (pack, 元/wh)	0.88	0.75	0.89	0.77	0.60	0.58	0.57
单wh利润 (元/wh)	0.04	0.05	0.06	0.06	0.05	0.05	0.05
合计电池利润 (亿)	6	25	71	118	124	142	165
单车电池利润 (元)	2,381	3,065	2,687	2,671	2,171	2,085	2,043

数据来源: GGII, 东吴证券研究所

5.2. 价格战基本见底, 规模效应降本带来短期单位盈利拐点

公司已实现与同级别燃油车相比绝对价格优势，后续降价必要性较小。公司年初推出秦 PLUS 荣耀版本，价格降至 7.99 万起，对比燃油车竞品已有明显价格优势，日产轩逸售价优惠后售价仍在 10 万元+，且合资车降价后销量提升不明显，公司推出秦 L 定价高于秦 PLUS 荣耀版 2 万，价格回升同时靠技术领先订单超预期，后续再降价必要性较小。

DM5.0 推出后价格回升，叠加高端车型放量，我们预计 H2 起价格企稳。Q2 公司荣耀版降价我们预计充分体现，单车价格环比下降，但考虑 6 月起五代 DM 大批量交付，叠加后续腾势、方程豹等高端品牌随着新车发布销量提升，我们预计下半年起公司售价预计企稳。

图60：比亚迪与竞品价格对比（万元）

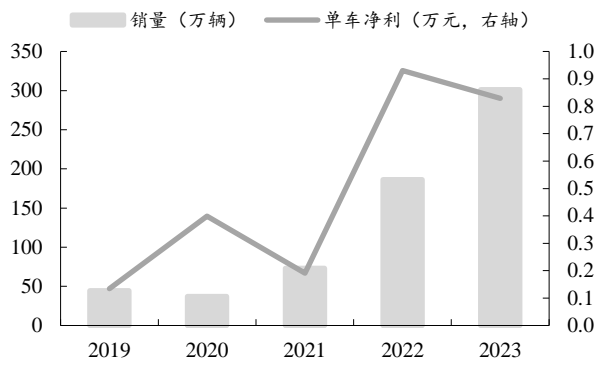
品牌	车型	动力类型	级别	售价
比亚迪	秦L	PHEV	B级轿车	9.98-13.98
比亚迪	秦PLUS	PHEV	A级轿车	7.98-12.98
本田	雅阁	燃油	B级轿车	13.98-18.88
大众	迈腾	燃油	B级轿车	14.89-21.59
大众	帕萨特	燃油	B级轿车	14.69-21.33
丰田	凯美瑞	燃油	B级轿车	15.18-18.68
日产	轩逸	燃油	A级轿车	10.86-17.49
大众	朗逸	燃油	A级轿车	7.99-15.19

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

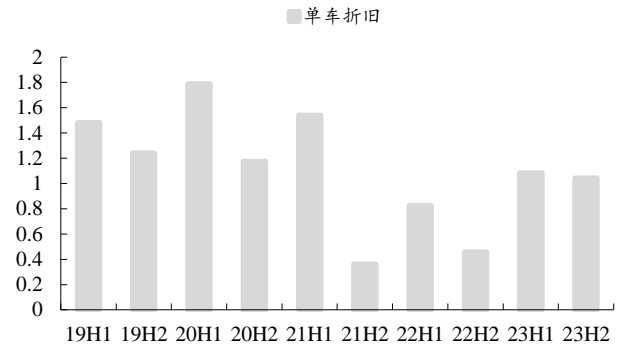
历史上看，公司单车盈利与销量走势基本一致，规模提升推动单车盈利跃升。2019-2021 年，公司总销量在 40-70 万辆左右波动，单车净利微利，达 0.1-0.2 万/辆左右，22 年起销量爆发，Q1 销量突破 29 万辆，Q2 进一步提升至 35.5 万辆，上半年单车净利提升至近 0.6 万/辆，Q3 进一步提升至 1 万/辆+，实现了单车净利的快速跃升，23 年 ASP 下降情况下单车净利基本维持，规模效应体现明显。

图61：公司历史销量及单车利润

图62：比亚迪单车折旧测算（万元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

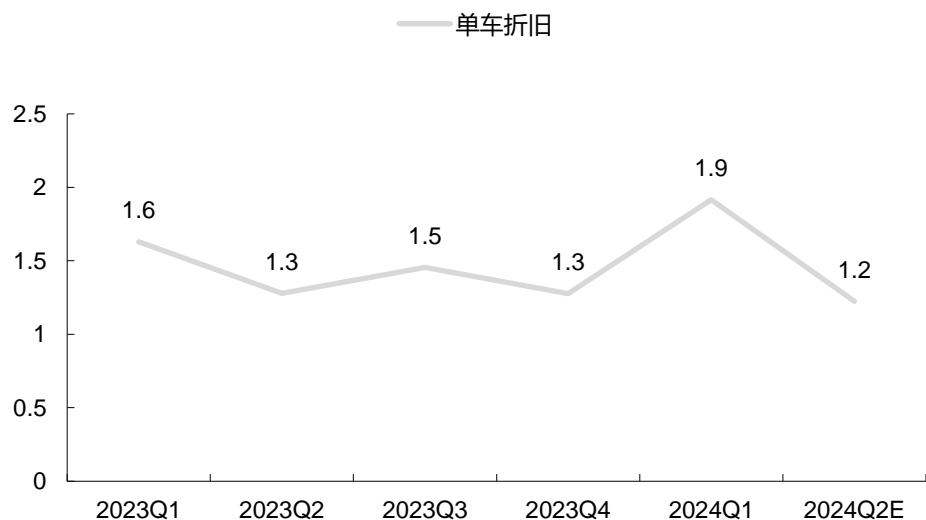


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

单车盈利提升主要来源于折旧摊销的摊薄，22-23 年公司单车折旧维持 1 万/辆左右。22 年起公司资本开支快速提升，CAPX 近 1000 亿，23 年 CAPX1200 亿+，使得公司固定资产快速提升，23 年公司单车折旧维持 1 万元左右。

考虑 Q2 规模效应所带来的单车折旧下降，我们预计单车利润有望提升至 0.8 万+。若假设 Q1、Q2 折旧摊销维持 23 年下半年水平，测算得 Q1 单车折旧近 2 万，Q2 有望环比下降 0.5 万+，我们预计全系车型单车盈利均有所提升，同时考虑到 Q2 荣耀版降价充分体现，出海及高端品牌占比下降，我们预计 Q2 单车净利有望提升至 0.8 万+，Q3 随着 DM 五代订单交付，成本下降 ASP 提升，我们预计下半年单车净利有望进一步提升。

图63：比亚迪单车折旧摊销估算（万元/辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5.3. 出口+高端化进一步打开空间，单车盈利未来可期

24年起CAPX预计开始下降，估算全年单车折旧摊销有望下降1000元+。后续公司CAPX放缓，随着规模进一步提升，单车折旧有望逐步摊薄，我们测算24年全年单车折旧摊销有望下降至1.2-1.3万/辆，较23年下降1000元以上，远期随着规模进一步提升，长期看单车折旧有望下降至0.5-1万/辆，盈利弹性明显。

图64：公司单车折旧及摊销测算（万元/辆）

年份	新增固定资产原值 (除房屋及建筑物, 亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
2019	125.8	23.9	23.9	23.9	23.9	12.0						
2020	135.3	12.8	25.7	25.7	25.7	25.7	12.8					
2021	155.3		14.8	29.5	29.5	29.5	29.5	14.8				
2022	676.3			51.4	128.5	128.5	128.5	128.5	77.1			
2023	971.2				119.9	184.5	184.5	184.5	184.5	64.6		
	新增动力电池折旧				33.5	33.5	33.5					
2024E	800.0					60.8	152	152	152	152	91.2	
2025E	600.0						45.6	114	114	114	114	68.4
2026E	500.0							38	95	95	95	95
2027E	500.0								38	95	95	95
2028E	300.0									22.8	57	57
2029E	300.0										22.8	57
2030E	300.0											22.8
设备折旧合计 (亿元)		92.4	108.8	146.0	377.2	474.4	586.4	631.8	660.6	543.4	475.0	395.2
年份	新增无形资产原值 (除土地使用权, 亿元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
2019	25.8	4.9	4.9	4.9	4.9	2.4						
2020	20.9	2.0	4.0	4.0	4.0	4.0	2.0					
2021	49.8		4.7	9.5	9.5	9.5	9.5	4.7				
2022	26.6			1.5	5.1	5.1	5.1	5.1	3.5			
2023	22.9				2.2	4.4	4.4	4.4	4.4	2.2		
2024E	25.0					2.4	4.8	4.8	4.8	4.8	2.4	
2025E	25.0						2.4	4.8	4.8	4.8	4.8	2.4
2026E	25.0							2.4	4.8	4.8	4.8	4.8
2027E	25.0								2.4	4.8	4.8	4.8
2028E	25.0									2.4	4.8	4.8
2029E	25.0										2.4	4.8
2030E	25.0											2.4
无形资产摊销合计 (亿元)		30.7	29.3	51.0	41.7	27.7	28.0	26.0	24.5	23.6	23.8	23.8
折旧摊销合计 (亿元)		123.2	138.1	197.0	418.9	502.1	614.4	657.8	685.1	566.9	498.8	419.0
销量预期 (万辆)		39.5	72.1	180.2	302.4	400.0	480.0	560.0	616.0	677.6	745.4	819.9
单车折旧摊销 (万元)		3.12	1.91	1.09	1.39	1.26	1.28	1.17	1.11	0.84	0.67	0.51

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

考虑远期出口及高端化占比提升，我们预计单车盈利有望提升至1万左右。对标大众单车盈利分布，23年平价品牌（大众、斯柯达等，单车3万欧元左右）经营利润率5.3%，高端品牌（奥迪、宾利、兰博基尼等，单价5.5万欧元左右）经营利润率9%，豪华品牌（保时捷，单价10万欧元左右）经营利润率18.6%，高端车型盈利优势明显。我们估算了25-26年的出口及高端车型销量，其中出口单位盈利考虑海外工厂投产及关税影响，预计同比略降，高端车型及王朝海洋网车型单位盈利假设不变，随着出口及高端车型占比逐步提升，我们预计公司远期单车盈利有望提升至1万左右。

图65：比亚迪远期单车盈利估算（万辆，万元/辆）

		2024E	2025E	2026E
王朝网海洋网	销量 (万辆)	338	391	426
	单车盈利	0.5	0.5	0.5
	合计 (亿元)	169	196	213
出口	销量 (万辆)	45	70	105
	-关税地区(欧洲巴西)	10	25	37
	-无关税地区	35	45	68
	单车盈利	2.3	1.8	1.7
	-关税地区(欧洲巴西)	1.5	1	1
	-无关税地区	2.5	2.2	2
	合计 (亿元)	103	124	173
高端化	销量 (万辆)	17	24	29
	-仰望	1	1	1
	-腾势	12	15	18
	-方程豹	4	8	10
	单车盈利	4.7	4.6	4.5
	-仰望	20	20	20
	-腾势	5	5	5
	-方程豹	0	2	2
合计 (亿元)	80	111	130	
合计	销量 (万辆)	400	485	560
	单车盈利	0.88	0.89	0.92
手机业务及其他 (权益, 亿元)		30	36	40
归母净利合计 (亿元)		382	467	556

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

我们预计 25 年出口销量达 70 万辆，同增 55%，该假设下我们预计公司整体归母净利有望达 460 亿左右，考虑 25 年出口销量及出口单车净利变动对公司盈利的影响，根据敏感性测算，若出口销量超预期，则公司整体归母净利有进一步上修空间。

图66：比亚迪 25 年归母净利对出口销量及单车盈利敏感性测算（万辆，万元/辆，亿元）

出口销量 单车净利	60	65	70	75	80	85	90	95	100
1.5	433	440	448	455	463	470	478	485	493
1.7	445	453	462	470	479	487	496	504	513
1.9	457	466	476	485	495	504	514	523	533
2	463	473	483	493	503	513	523	533	543
2.2	475	486	497	508	519	530	541	552	563
2.3	481	492	504	515	527	538	550	561	573
2.5	493	505	518	530	543	555	568	580	593

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：其他车型销量、毛利率等假设条件不变

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 盈利预测：预计公司 24-26 年归母净利 381/461/555 亿元

汽车业务方面，考虑公司销量超预期，我们预计公司 24-26 年汽车业务营收 5758/6615/7318 亿元，同比增长 19%/15%/11%，毛利率稳步提升，24-26 年毛利率分别为 22.8%/22.9%/23%，对应单车毛利分别为 3.2/3.1/3.0 万元。

手机部件及组装业务方面，我们预计公司 24-26 年手机部件及组装营收 1423/1708/1878 亿元，毛利率维持 8.5%。

我们预计公司 24-26 年归母净利 381/461/555 亿元，同增 27%/21%/20%，对应 PE 为 18、15、12 倍。

图67：公司业绩拆分

	2,023	2024E	2025E	2026E
1.汽车				
收入 (百万元)	483,453	575,821	661,510	731,764
增速	48.90%	19.11%	14.88%	10.62%
出厂价 (万元, 不含税)	16.0	14.3	13.6	13.0
销量 (辆)	3,024,417	4,040,367	4,849,290	5,624,330
增速	61.86%	33.59%	20.02%	15.98%
合计汽车 装机电量 (gwh)	116.7	163.6	205.9	238.8
毛利率	23.02%	22.80%	22.90%	23.00%
销售成本 (百万元)	372,162	444,534	510,024	563,458
毛利 (百万元)	111,291	131,287	151,486	168,306
平均单车毛利 (万元)	3.7	3.2	3.1	3.0
平均单车成本 (万元)	12.3	11.0	10.5	10.0
2.手机部件及组装				
销售收入 (百万元)	118,577	142,292	170,751	187,826
-增长率	35.00%	20.00%	20.00%	10.00%
毛利率	8.78%	8.50%	8.50%	8.50%
合计				
销售收入 (百万元)	602,315	718,441	832,637	920,023
增长率	42.04%	19.28%	15.89%	10.50%
毛利率	20.21%	19.97%	19.95%	20.04%
销售成本 (百万元)	480,558	574,994	666,562	735,665

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

6.2. 估值与投资建议

维持“买入”评级。我们选取从事新能源车为主营业务的长城汽车、长安汽车、赛力斯作为可比公司，2024-2026 年同行业平均 PE 分别为 16、13、11 倍。我们预计 24-26 年公司归母净利 381/461/555 亿元，同增 27%/21%/20%，对应 PE 为 18/15/12 倍。考虑到公司新一代产品竞争力强，国内市占率有望进一步提升，出海空间广阔，给予 24 年

26xPE，目标价 340 元，维持“买入”评级。

图68：比亚迪可比公司估值（截至 8 月 14 日收盘价，长城汽车、长安汽车、赛力斯为 Wind 一致预期）

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601633.SH	长城汽车	22.28	1,603.03	70.2	114.3	139.3	163.8	0.8	1.3	1.6	1.9	27	17	14	12
000625.SZ	长安汽车	13.17	1,145.26	113.3	86.4	108.7	128.9	1.1	0.9	1.1	1.3	12	15	12	10
601127.SH	赛力斯	77.51	1,170.23	-24.5	43.5	73.0	102.8	-1.6	2.9	4.8	6.8	-48	27	16	11
	平均值	17.73	1,374.15	13.4	14.2	18.8	24.5	1.4	1.1	1.9	2.7	19	16	13	11
002594.SZ	比亚迪	231.49	6,331.27	300.4	380.6	461.5	555.3	10.3	13.1	15.9	19.1	22	18	15	12

数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

市场竞争加剧：新能源汽车市场迅速发展，市场竞争日趋激烈。动力电池作为新能源汽车核心部件之一，吸引众多投资者通过产业转型、收购兼并等方式参与市场竞争，各大厂商产能扩大迅速，市场竞争十分激烈，市场平均价格逐年走低，压缩了公司的盈利水平。

原材料价格不稳定，影响利润空间：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动将会直接影响各板块的毛利水平。

投资增速下滑：各板块投资开始逐渐放缓，对行业发展和核心技术的突破有直接影响。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302,121	374,970	435,991	487,562	营业总收入	602,315	718,441	832,637	920,023
货币资金及交易性金融资产	118,657	92,392	111,351	130,839	营业成本(含金融类)	480,558	574,994	666,562	735,665
经营性应收款项	69,646	102,703	119,008	131,481	税金及附加	10,350	12,345	14,307	15,809
存货	87,677	129,177	149,748	165,273	销售费用	25,211	27,301	29,975	31,281
合同资产	2,660	25,145	29,142	32,201	管理费用	13,462	15,087	16,653	17,480
其他流动资产	23,481	25,553	26,742	27,768	研发费用	39,575	45,262	50,791	54,281
非流动资产	377,426	432,412	472,324	502,077	财务费用	(1,475)	(1,121)	111	(622)
长期股权投资	17,647	22,647	27,647	32,647	加:其他收益	5,253	5,029	4,996	4,600
固定资产及使用权资产	240,583	280,307	304,958	324,450	投资净收益	1,635	1,437	2,082	2,300
在建工程	34,726	39,726	44,726	44,726	公允价值变动	258	0	10	10
无形资产	37,236	42,498	47,760	53,022	减值损失	(3,768)	(3,391)	(3,675)	(4,017)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	90	72	83	92
长期待摊费用	4,063	4,063	4,062	4,061	营业利润	38,103	47,721	57,733	69,114
其他非流动资产	38,744	38,744	38,744	38,744	营业外净收支	(834)	(918)	(1,010)	(1,111)
资产总计	679,548	807,382	908,315	989,638	利润总额	37,269	46,803	56,724	68,003
流动负债	453,667	542,301	599,172	627,690	减:所得税	5,925	7,020	8,509	10,200
短期借款及一年内到期的非流动负债	26,064	51,485	30,486	100	净利润	31,344	39,782	48,215	57,803
经营性应付款项	198,483	237,487	275,308	303,849	减:少数股东损益	1,303	1,723	2,067	2,277
合同负债	34,699	46,000	53,325	58,853	归属母公司净利润	30,041	38,060	46,148	55,526
其他流动负债	194,421	207,329	240,054	264,888	每股收益-最新股本摊薄(元)	10.33	13.08	15.86	19.09
非流动负债	75,419	75,419	75,419	75,419	EBIT	34,588	43,453	54,349	65,506
长期借款	11,975	11,975	11,975	11,975	EBITDA	78,141	82,769	103,737	122,053
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	20.21	19.97	19.95	20.04
租赁负债	8,847	8,847	8,847	8,847	归母净利率(%)	4.99	5.30	5.54	6.04
其他非流动负债	54,597	54,597	54,597	54,597	收入增长率(%)	42.04	19.28	15.89	10.50
负债合计	529,086	617,720	674,591	703,109	归母净利润增长率(%)	80.72	26.69	21.25	20.32
归属母公司股东权益	138,810	176,287	218,282	268,810					
少数股东权益	11,652	13,375	15,442	17,719					
所有者权益合计	150,462	189,662	233,724	286,529					
负债和股东权益	679,548	807,382	908,315	989,638					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169,725	43,843	133,604	140,722	每股净资产(元)	47.68	60.56	74.98	92.34
投资活动现金流	(125,664)	(93,711)	(88,145)	(85,019)	最新发行在外股份(百万股)	2,909	2,909	2,909	2,909
筹资活动现金流	12,817	23,603	(26,509)	(36,226)	ROIC(%)	17.08	16.08	16.89	18.80
现金净增加额	57,329	(26,265)	18,950	19,478	ROE-摊薄(%)	21.64	21.59	21.14	20.66
折旧和摊销	43,553	39,316	49,388	56,547	资产负债率(%)	77.86	76.51	74.27	71.05
资本开支	(121,623)	(90,146)	(85,226)	(82,319)	P/E(现价&最新股本摊薄)	22.42	17.70	14.59	12.13
营运资本变动	92,770	(39,292)	32,134	22,805	P/B(现价)	4.85	3.82	3.09	2.51

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>