

比亚迪(002594.SZ)

经济型车上行空间仍大，高端化任重道远

推荐（首次）

股价：262.8元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.bydglobal.com
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/37.72%
实际控制人	王传福
总股本(百万股)	2,909
流通A股(百万股)	1,162
流通B/H股(百万股)	1,098
总市值(亿元)	7,646
流通A股市值(亿元)	3,005
每股净资产(元)	49.08
资产负债率(%)	77.5

行情走势图



证券分析师

王德安	投资咨询资格编号 S1060511010006 BQV509 WANGDEAN002@pingan.com.cn
王跟海	投资咨询资格编号 S1060523080001 WANGGENHAI964@pingan.com.cn



平安观点：

- 公司经济型车市场地位强势，国内零售上行空间仍大。DMi 5.0 强化公司在混动领域的优势，多款产品推出逐步替代第四代混动系统，为公司未来两年内在混动领域的领先奠定基础。公司在经济型车市场地位较强，其市场份额较高，该价格带内的可替代的燃油车市场依然可观，公司在经济型车的市场份额和销量仍有上行空间，我们预计公司在国内经济型市场的零售销量空间有望达到 450 万台。
- 易三方助推腾势向上，但与头部玩家仍有差距，方程豹任重道远。易三方使得腾势的产品力有较大提升，但与主要竞品问界、理想相比，我们认为腾势在 30 万以上用户普遍关注的智驾方面仍稍显不足，同时在营销、渠道等方面与竞争对手也有一定差距。对于方程豹而言，“583”的越野组合短期内较难撼动坦克的强势地位，此外方程豹在销量基数不高的情况下进行多品类产品布局可能会造成用户认知割裂，多品类战略对方程豹的品牌渠道及营销也提出了更高的挑战。
- 产品出海走向产能出海，海外业务进一步释放业绩潜力。公司新能源车已在多个国家取得不错的市场份额，尽管目前新能源车出口面临的贸易壁垒逐渐增加，但随着公司海外产能投产，可规避贸易壁垒加大的风险。在盈利方面，海外明显强于国内，我们测算其海外单车营收在 20 万元左右，毛利率则超过 30%，海外销量增长有望进一步释放公司业绩潜力。
- 盈利预测与投资建议：DMi 5.0 巩固公司在混动领域的优势，经济型车国内零售仍有较大上行空间。腾势凭借易三方以及后续新车上市有望带动品牌向上势能。公司海外盈利能力强，海外产能投产后加速海外拓展，进一步释放业绩潜力。我们预计公司 2024 年~2026 年净利润分别为 354 亿/432 亿/503 亿元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。
- 风险提示：1) 汽车消费需求不足；2) 降价行为可能导致公司毛利率进一步下滑；3) 高端车型销量不达预期；4) 出海进度不达预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	424061	602315	701705	847844	960371
YOY(%)	96.2	42.0	16.5	20.8	13.3
净利润(百万元)	16622	30041	35372	43190	50339
YOY(%)	445.9	80.7	17.7	22.1	16.6
毛利率(%)	17.0	20.2	19.8	20.1	20.4
净利率(%)	3.9	5.0	5.0	5.1	5.2
ROE(%)	15.0	21.6	20.8	20.8	20.0
EPS(摊薄/元)	5.71	10.33	12.16	14.85	17.30
P/E(倍)	46.0	25.5	21.6	17.7	15.2
P/B(倍)	6.9	5.5	4.5	3.7	3.0

正文目录

一、	公司汽车业务发展史：我国新能源汽车发展缩影.....	4
二、	规模优势+产业链垂直整合释放公司业绩.....	5
三、	DMi 5.0 巩固混动优势，国内销量仍有上行空间	7
	3.1 成本优势大，DMi 5.0 开启新一轮产品周期	7
	3.2 燃油车可替代空间可观，国内零售上行空间仍大.....	9
四、	易三方助推腾势向上，方程豹任重道远.....	9
	4.1 腾势：易三方赋能，品牌向上趋势显现	10
	4.2 方程豹：多品类探索，任重而道远.....	11
	4.3 仰望：目标百万级豪华车市场，定位稀缺.....	14
五、	产品出海走向产能出海，海外业务释放业绩潜力.....	15
六、	盈利预测与投资建议.....	17
	6.1 汽车业务关键假设以及盈利预测	17
	6.2 公司盈利预测与估值分析	19
七、	风险提示	20

图表目录

图表 1	比亚迪汉 EV	4
图表 2	2021 年国内高端新能源车销量	4
图表 3	比亚迪新能源乘用车销量变化 单位：万台	5
图表 4	比亚迪主要营业收入拆分 单位：亿元	5
图表 5	比亚迪主要业务毛利率变化	5
图表 6	比亚迪单车净利润测算	6
图表 7	比亚迪旗下零部件公司主要业务	6
图表 8	2023 年比亚迪动力电池国内装机量分布	7
图表 9	比亚迪主要车型销量情况 单位：万台	7
图表 10	比亚迪品牌单车零售价格变化 单位：万元	7
图表 11	比亚迪各代混动系统技术路线	8
图表 12	秦 L DMi、海豹 06 DMi 销量 单位：台	8
图表 13	搭载第五代混动系统车型售价区间 单位：万元	8
图表 14	24 年上半年不同价格带新能源车渗透率	9
图表 15	20 万以下乘用车零售销量 单位：万台	9
图表 16	腾势、方程豹、仰望对比	9
图表 17	腾势 2024 年上半年销量 单位：台	10
图表 18	搭载易三方平台的腾势 Z9 GT	10
图表 19	易三方五大标志性核心功能	11
图表 20	方程豹目前已公布的产品矩阵	12
图表 21	DMO 超级混动越野平台	12
图表 22	坦克 Hi4-T 混动越野平台	13
图表 23	比亚迪 DMO 混动越野平台与长城 Hi4-T 混动越野平台对比（以豹 5 和坦克 400Hi4-T 为例）	13
图表 24	方程豹 2024 年月销量 单位：台	14
图表 25	坦克品牌 2024 年月销量 单位：台	14
图表 26	“易四方”的四电机平台独立驱动架构	14
图表 27	仰望品牌目前公布的车型矩阵	15
图表 28	比亚迪新能源乘用车海外基地分布	16
图表 29	公司新能源乘用车出口销量 单位：台	17
图表 30	海外收入以及毛利率水平 单位：亿元	17
图表 31	公司主要汽车品牌销量预测 单位：万台	17
图表 32	公司汽车相关业务营收与毛利率假设（分品牌） 单位：亿元	18
图表 33	公司汽车相关业务营收与毛利率假设（分区域） 单位：亿元	18
图表 34	公司营业收入与毛利率预测 单位：亿元	19
图表 35	公司与可比公司估值对比	20

一、公司汽车业务发展史：我国新能源汽车发展缩影

比亚迪成立于 1995 年，2003 进入汽车行业，经过 20 多年的发展，比亚迪已经成长为全球新能源汽车领域的龙头之一。2023 年比亚迪新能源车销量超过 300 万台，动力电池装机量仅次于宁德时代，居全球第二位。比亚迪的发展历程一定程度上反映了我国新能源汽车产业从无到有，从有到强的发展历程。

- **1995~2003：消费电子起家，进入国际巨头供应链。**比亚迪创立之初生产镍氢、镍镉和锂离子电池，并于 2000 年后陆续进入摩托罗拉、诺基亚等国际手机巨头的电池供应链，2003 年初开始进入消费电子的代工业务，并逐步成为公司重要的业务板块“手机部件及组装业务”，2007 年公司将该业务拆分，并在港股上市成为比亚迪电子（0285.HK）。
- **2003~2010：初入汽车行业，新能源车尚处于萌芽阶段。**2003 年比亚迪收购陕西西安秦川汽车厂，正式进军汽车行业。但当时新能源车还处于萌芽阶段，比亚迪推出的车型也基本以燃油车为主。2005 年推出比亚迪 F3，F3 凭借便宜、大气、高配置的特点，迅速受到市场追捧，彼时的比亚迪恰逢中国汽车快速增长的阶段，其燃油车产销规模得以迅速增长，但公司坚持节能减排是全球汽车产业发展的长远趋势，等待合适时机推动新能源汽车的商业化普及。
- **2010~2012 年：重拾初心，坚定新能源路线。**2010/2011 年是公司发展过程中的第一个转折点，彼时公司的汽车产销规模已经达到 50 万台，但此时国内汽车销量增速放缓，合资车企价格逐渐下探，进一步压缩尚处弱小的自主品牌的发展空间，公司在第一轮燃油车发展冲高后开始也进入平台期。以吉利、长城、比亚迪为代表的民营自主车企开始重新思考发展方向；吉利在 2010 年收购沃尔沃，通过引进技术逐步提升自身的品牌形象；长城则聚焦于 SUV 领域；公司则重拾初心，逐步加强对新能源汽车的投入。
- **2012~2019 年：政策驱动为主，公司汽车销量处于平台期。**我国新能源车政策驱动先从公共车辆开始，公司 2010 年开始在深圳以出租车形式投入运营纯电动汽车 E6，2011 年纯电动大巴 K9 在深圳作为公交车运营。C 端方面，公司于 2012 年推出基于第二代 DM 技术的混动车型“秦”，并迅速国内新能源汽车销量冠军，同时与戴姆勒组建合资公司，推出电动汽车品牌“腾势”。2015/2016 年相继推出唐、宋、元等王朝系列车型，此阶段公司的燃油车业务逐渐下滑，新能源车逐渐替代此前 F3、S6 等车型的市场份额，但新能源车还是以 B 端为主，C 端主要面向限牌城市。
- **2019~2021 年：特斯拉发挥“鲶鱼效应”，“汉”助力公司汽车业务破茧重生。**2019/2020 年是我国新能源汽车的转折点，为了进一步激活新能源市场，政府将特斯拉这条鲶鱼引入中国，自此电动车市场由 2B 市场开始转向 2C 市场，公司抓住了这一市场变革，开始密集推出新能源汽车核心技术产品，2020 年初推出刀片电池，并首搭于比亚迪汉上，汉在当时的售价超过 20 万元，并且实现月销过万。汉的成功标志着公司在新能源领域的长期积累进入爆发期，消费者对公司的品牌认知亦发生重大改观。

图表1 比亚迪汉 EV



资料来源：比亚迪官网，平安证券研究所

图表2 2021 年国内高端新能源车销量

车型	2021 年零售量 (台)	售价 (万元)
Model 3	150890	27.67~33.99
Model Y	169853	30.18~38.79
比亚迪汉	117323	21.48~28.45
理想 ONE	90491	33.8
小鹏 P7	60569	22.42~40.99
比亚迪唐	50116	19.28~31.48
大众 ID4	47145	19.98~27.28
蔚来 ES6	41474	35.8~52.6

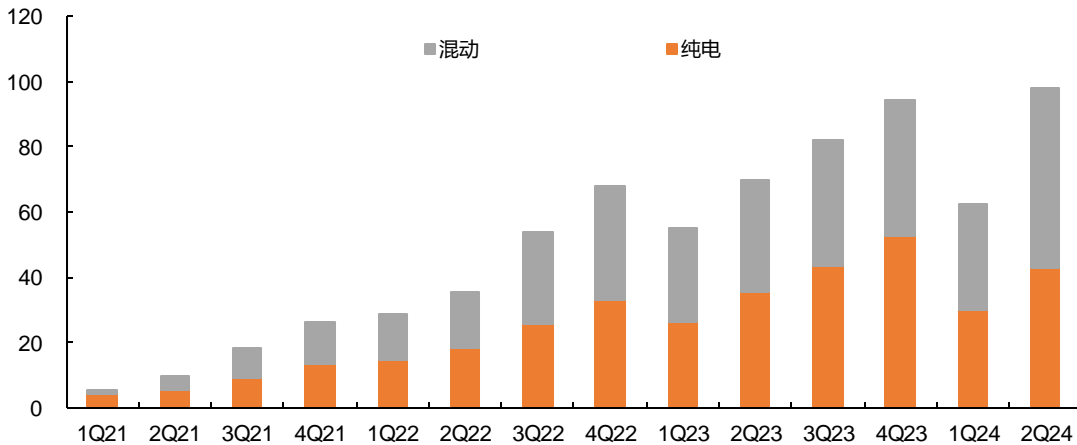
资料来源：乘联会，平安证券研究所

- **2021 年 2023 年：混动+纯电双驱动，新能源迎来爆发期。**2021 年公司推出了第四代混动系统，第四代混动系统开启

了公司新能源车替代燃油车的步伐。而在纯电方面，公司在 2021 年 9 月发布了旗下的 e 平台 3.0。凭借公司在混动和纯电领域的双线发力，公司新能源车迎来快速增长，2022 年公司宣布停产燃油车，全面迈入新能源时代。

- **2023 年至今：新能源车“电比油低”，乘用车发力海外市场。**公司在 2023 年/2024 年分别推出了“冠军版”和“荣耀版”车型，售价不断下探，逐渐实现了“电比油低”。2024 年 5 月公司推出了第五代混动系统，并将逐步替代现有的第四代混动车型，由此开启公司新一轮的产品周期。在海外市场方面，公司自 2021 年开始布局乘用车的海外市场，2022 年开始在海外投资设厂，海外市场已成为公司的另一重要增长极。

图表3 比亚迪新能源乘用车销量变化 单位：万台

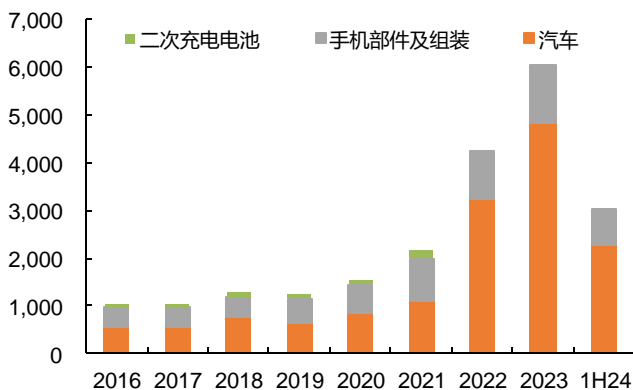


资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 规模优势+产业链垂直整合释放公司业绩

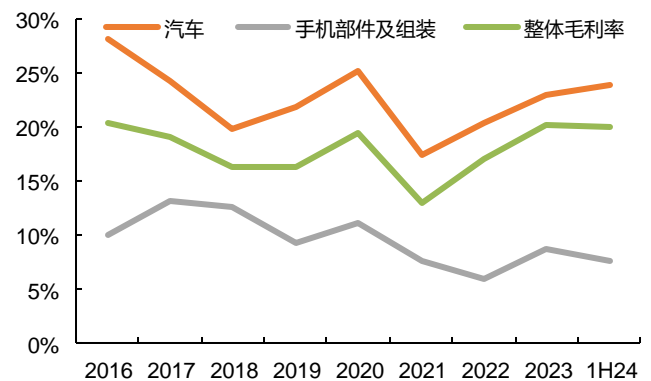
汽车业务营收占比大，毛利率维持在 20%左右，手机业务营收占比小，毛利率维持在 10%左右。公司的主要业务包括汽车业务（自 2022 年报始，原电池业务划归到汽车业务中合并计算）以及手机部件及组装业务。根据公司财报数据显示，2023 年公司汽车业务营收 4835 亿元，占公司总营收的比例为 80.3%，手机部件及组装业务营收达到 1186 亿元，占公司总营收的 19.7%。毛利率方面，汽车业务毛利率大部分时间保持在 20%以上。而手机及部件组装业务由于代工业务占比较高，平均毛利率仅维持在 10%左右。

图表4 比亚迪主要营业收入拆分 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

图表5 比亚迪主要业务毛利率变化



资料来源：公司财报，平安证券研究所

规模优势带来公司净利润大幅上升。根据公司财报披露，自 2022 年以来公司盈利大幅提升，2022 年、2023 年公司的归母净利润分别达到了 166 亿、300 亿元，这主要得益于公司新能源车销量的快速增长以及单车盈利的提升。在单车净利润方面（汽车净利润/汽车销量），2022 年、2023 年的单车净利润已超过 0.8 万元，相比往年有较大幅度提升，这主要来自于单车毛利润的增加以及由于规模效应带来的单车费用的下降。

图表6 比亚迪单车净利润测算

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	1H24
单车营收/万元	14.60	13.71	19.67	15.10	17.38	15.98	14.15
单车毛利润/万元	2.89	3.00	4.96	2.63	3.54	3.68	3.39
单车毛利率	19.8%	21.9%	25.2%	17.4%	20.4%	23.0%	23.9%
单车净利润/万元	0.26	0.12	0.15	0.20	0.82	0.91	0.78

备注：1、单车营收=汽车业务营收/汽车销量；

2、单车毛利润=汽车业务毛利润/汽车销量；

3、单车净利润=汽车业务净利润（公司净利润-应占比亚迪电子净利润）/汽车销量；

资料来源：公司财报，平安证券研究所

新能源车产业链垂直整合，动力电池自研自供，增厚单车盈利水平。公司在新能源车领域的另一大优势来自于产业链的自主可控。公司自 2019 年开始先后成立了 5 家弗迪系公司，分别是弗迪电池、弗迪视觉、弗迪科技、弗迪动力和弗迪模具，此外公司旗下的比亚迪电子在智能座舱、智能驾驶等领域深度布局，比亚迪半导体则在汽车半导体领域广泛布局。以新能源车最核心的部件动力电池为例，根据高工产业研究院（GGII）数据显示，2023 年公司动力电池国内装机量达到 100.44GWh，同比增长 58.9%，其中 94.8% 的动力电池用于自供。公司在动力电池领域自主可控，一方面保障了公司新能源车的电池供应链安全，另一方面动力电池业务的利润通过整车销售体现，增强了公司的单车盈利能力。

参考宁德时代电池盈利能力，公司单车电池应占利润约为 0.43 万元。以公司 2023 年新能源车批发销量 302 万台、单车平均带电量 37.9KWh 测算，则 2023 年公司销售的新能源车搭载的动力电池为 114.5GWh。如果参考宁德时代 2023 年 1GWh 利润 1.13 亿元测算（根据宁德时代财报数据，2023 年宁德时代锂离子电池销量 390GWh，对应归母净利润 441.2 亿元），公司 2023 年新能源车搭载动力电池应占净利润约为 129.6 亿元，对应单车电池利润为 0.43 万元，约占公司单车净利润的一半。

图表7 比亚迪旗下零部件公司主要业务

旗下主要零部件公司	主要配套大类	主要配套产品
比亚迪电子	汽车智能化相关	智能驾驶、智能座舱、传感器和控制器、智能悬架等产品
比亚迪半导体	汽车半导体	功率半导体、各类传感器、车规 MCU、电池管理 IC、LED、智能车载、影像模组、电源 IC
弗迪电池	电池领域	动力电池、高压系统元器件、电池管理系统等，还包括储能及新型电池和消费类电池
弗迪视觉	车载光相关产品	车用照明及信号系统相关产品、汽车后视镜及其他车用光学单元模块等
弗迪科技	汽车底盘、汽车电子等	热管理系统、线束、底盘悬架、主被动安全、制动系统、转向系统、人机交互、天窗系统、座椅系统、智能车控系统
弗迪动力	动力总成	电机、电控、电源、发动机、变速器、车桥等
弗迪模具（弗迪精工）	模具、夹具	冲压模具、塑胶模具、夹具、焊装生产线

资料来源：各子公司官网，各子公司官方微信公众号，平安证券研究所

图表8 2023年比亚迪动力电池国内装机量分布

配套客户	装机数量(万台)	装机量(GWh)
比亚迪	251.35	95.17
中国一汽	4.40	2.42
一汽丰田	2.40	1.37
长安汽车	1.74	0.32
长安福特	0.26	0.19
悦达起亚	0.26	0.19
东风小康	0.15	0.06
其他	2.04	0.71
合计	262.60	100.44

资料来源:交强险, 高工产业研究院(GGII), 平安证券研究所

三、DMi 5.0 巩固混动优势，国内销量仍有上行空间

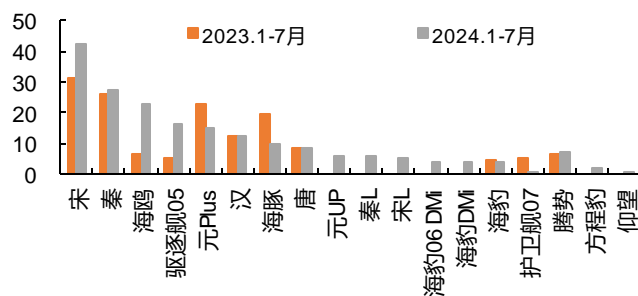
3.1 成本优势大，DMi 5.0 开启新一轮产品周期

公司目前主导 20 万元以下乘用车市场，拥有较强定价权。根据懂车帝发布的 24 年 7 月零售榜单显示，20 万元以下乘用车销量前 10 名中，比亚迪车型占 7 款，除比亚迪外仅有 3 款合资燃油车。从 20 万元以下的市场份额看，根据乘联会零售数据显示，2024 年上半年公司在 20 万元以下经济型市车（含燃油车）市场份额接近 20%，新能源车的市场份额则接近 50%（比亚迪品牌零售销量÷20 万元以下零售销量）。

“电比油低”的价格策略对销量提振作用显著。公司在 20 万元以下新能源车市场拥有其他车企难以匹配的规模优势以及产业链垂直一体化优势，由此成就了公司在经济型新能源车领域的成本领先优势。回顾公司过去在新能源车领域的打法，我们可以看到公司主要依靠成本领先的优势扩大市场份额，2023 年推出冠军版车型主打“油电同价”，2024 年进一步推出荣耀版车型主打“电比油低”。根据公司的产销数据显示，2024 年 1-7 月公司新能源车销量达到 195.5 万台，同比增长 28.8%，公司在 23 年高基数的基础上依然实现了销量的快速增长，体现出公司的价格策略对销量提振的作用。

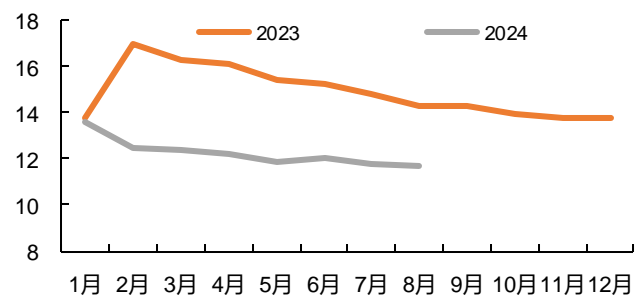
降价行为对公司毛利率造成影响，剔除自供电池因素，预计 2Q24 汽车制造端毛利率为 20%左右。价格的下探带来的是单车营收的下滑，根据汽车之家研究院发布的乘用车零售价格数据显示，2024 年比亚迪品牌单车零售价格逐月下降，相比上年同期有 3 万元左右的下滑幅度。我们认为一是由于荣耀版车型上量，二是由于低价纯电车型（如海鸥）销量占比提升所致。价格的下探使得公司汽车业务毛利率呈现一定压力，根据公司财报以及比亚迪电子财报数据测算，2Q24 公司汽车业务毛利率为 22.4%，环比一季度下滑 5.7 个百分点。倘若剔除自供电池对毛利率的正贡献，预计公司 2Q24 汽车制造端的毛利率为 20%左右。

图表9 比亚迪主要车型销量情况 单位：万台



资料来源: 公司财报, 平安证券研究所

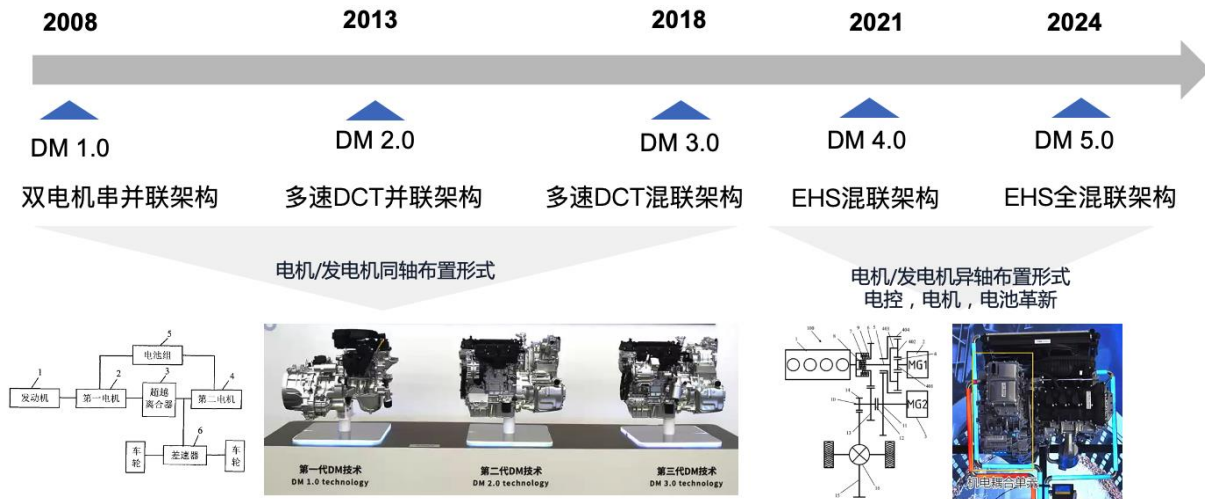
图表10 比亚迪品牌单车零售价格变化 单位：万元



资料来源: 汽车之家研究院, 平安证券研究所

第五代混动系统对混动专用发动机、EHS 电混系统、刀片电池以及热管理进行了升级。公司是自主品牌插混乘用车技术的开创者，2008 年首次推出其混动系统，此后经历 2013、2018、2021 年三度升级，并在 2024 年发布了其第五代混动系统。第五代混动系统于 2024 年 5 月发布，以第四代混动系统为基础，对混动专用发动机、EHS 电混系统、刀片电池以及热管理系统进行了升级。

图表11 比亚迪各代混动系统技术路线

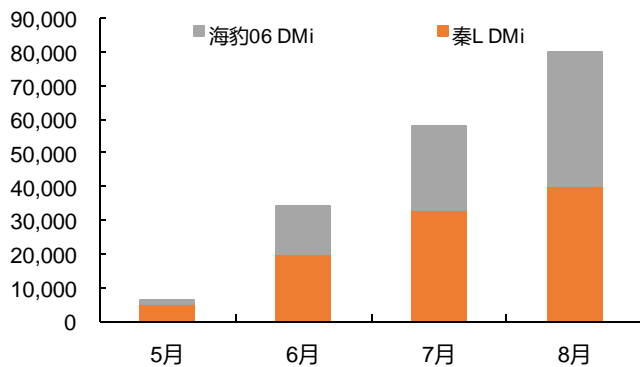


资料来源: Vehicle, 平安证券研究所

第五代混动系统再次强化消费者对公司插混车型的技术认知。公司第五代混动系统在多个方面实现升级，公司借助其在插混领域较大的影响力，通过技术营销等方式进一步强化消费者对其混动技术的认知，如续航里程超过 2000 公里，亏电油耗低至 2.9L/100km 等技术指标深入人心，树立公司在混动领域的技术领先的品牌形象。其次通过推出多款，高性价比的车型迅速占领市场，通过销量规模进一步巩固其领先优势。

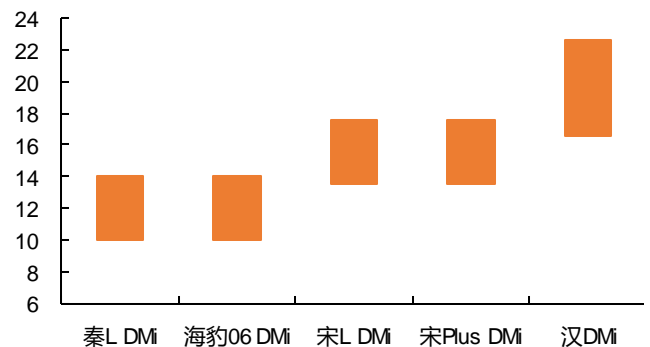
第五代混动车型迅速上量，将逐步替代第四代车型。从 24 年 5 月公司发布第五代混动系统，截至目前公司已上市多款搭载第五代混动系统的车型，如秦 L DMi、海豹 06 DMi、宋 L DMi、宋 Plus DMi、2025 款汉 DMi，覆盖比亚迪王朝和海洋网。根据乘联会统计的销量数据显示，秦 L DMi、海豹 06 DMi 自 5 月底上市以来，到 8 月份两款车型月销量均超过 4 万台。根据规划，公司逐步将第四代混动车型切换为第五代车型，我们认为第五代混动车型有望维持公司未来两年内保持较强的竞争力。

图表12 秦 L DMi、海豹 06 DMi 销量 单位：台



资料来源: 乘联会, 平安证券研究所

图表13 搭载第五代混动系统车型售价区间 单位：万元



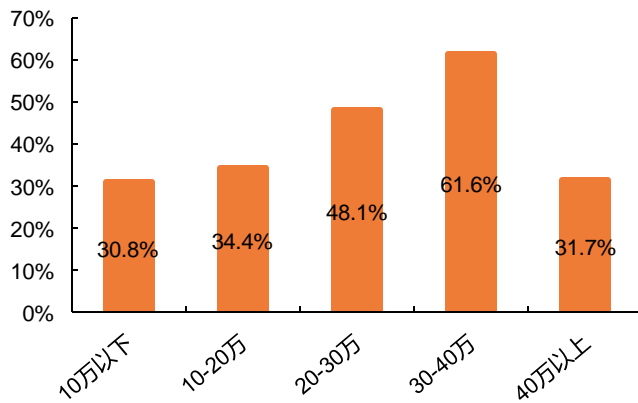
资料来源: 汽车之家, 平安证券研究所

3.2 燃油车可替代空间可观，国内零售上行空间仍大

公司优势市场群狼环伺。凭借在新能源领域的先发优势以及相比竞品的成本和规模优势，过去几年公司在 20 万元以下并未遇到强力竞争对手，但自 2023 年开始公司在中低端新能源竞争对手逐渐增加，如吉利银河、长安启源/深蓝、小鹏 MONA、零跑汽车等。对标元 Plus 的银河 E5 上市 45 天交付突破 2 万台；深蓝汽车凭借与华为的合作，在智能化方面领先；小鹏 MONA M03 上市后也成为爆款车型；蔚来乐道 L60 采用电池租用方式购买的价格仅为 14.99 万元，而在未来不排除小米进入到 20 万元以下市场的可能。

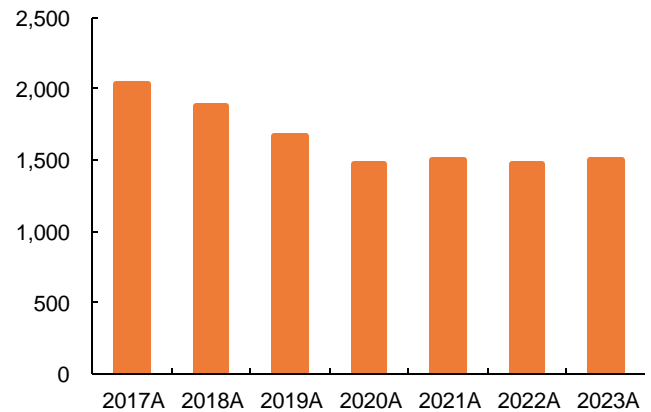
燃油车可替代空间可观，公司国内零售上行空间仍大。尽管竞争对手针对公司的优势市场发力布局，但从份额以及绝对销量来看，公司依然有较大的增长空间，这主要来自于燃油车市场份额的让渡。根据中汽协的统计数据，2024 年上半年 10 万元以下以及 10-20 万新能源乘用车渗透率为 30.8%/34.4%，低于目前新能源车行业的平均渗透率，这为公司新能源车的进一步增长提供了空间。根据乘联会零售数据显示，近几年 20 万元以下乘用车零售总量在 1500 万台左右，假设公司在 20 万元以下的市场份额由目前的接近 20% 进一步提升至 30%，则公司在 20 万以下在国内的市场空间有望达到 450 万台。

图表 14 24 年上半年不同价格带新能源车渗透率



资料来源：中汽协，平安证券研究所

图表 15 20 万以下乘用车零售销量 单位：万台



资料来源：乘联会秘书长崔东树，平安证券研究所

四、易三方助推腾势向上，方程豹任重道远

公司目前拥有腾势、方程豹和仰望三大高端品牌。在品牌定位方面，三大品牌面向不同的用户市场，其中腾势品牌主要面向 20-50 万元主流豪华市场，方程豹则定位高端个性化市场，仰望则定位百万级豪华市场。在技术平台方面，三大高端品牌对应不同的技术平台，腾势搭载易三方平台，方程豹搭载 DMO 混动越野平台，仰望品牌则搭载易四方平台。在渠道方面，腾势、方程豹和仰望最初均采用直营的销售模式，但在 24 年 6 月，腾势和方程豹宣布面向全社会启动首批渠道招商，意味着腾势、方程豹将逐步过渡到“直营+经销”的渠道模式。

图表 16 腾势、方程豹、仰望对比

品牌	定位	搭载技术平台	渠道模式
腾势	20-50 万主流豪华市场	易三方平台	直营+经销
方程豹	高端个性化市场	DMO 混动越野平台	直营+经销
仰望	百万级豪华市场	易四方平台	直营

资料来源：公司官网，平安证券研究所

单靠成本领先难以在高端市场取得成功。从过去的发展情况看，我们认为中高端市场是公司相对较弱的领域。从行业竞争层面分析，我们认为公司在高端新能源车市场面临更强大的竞争对手，在纯电领域有特斯拉、小米、极氪，混动领域有问界、理想，公司在 20 万元以下依靠成本领先的优势并不能完全适用于高端市场。腾势品牌在过去的发展一定程度上是延续了公司在经济型车的竞争思路，D9 成功抓住了混动 MPV 的市场空白，实现月销过万，但 N7、N8 在技术、营销等方面相比竞品车型竞争力不足，导致腾势品牌销量主要依靠 D9。方程豹方面，其技术架构更倾向城市轻越野，且在品牌生态方面相比坦克有一定差距，这导致豹 5 在与坦克的竞争中稍显落后。

易三方助推腾势向上，但与头部玩家仍有差距。对于腾势品牌而言，易三方的推出是腾势树立品牌竞争差异的核心，Z9&Z9 GT 以及后续的大型 SUV N9 成为决定腾势品牌向上的关键，我们认为拥有易三方平台加持下的腾势其竞争力有较大提升，后续新车型具备一定的爆款潜力。但与主要竞品问界、理想相比，我们认为腾势在 30 万以上用户普遍关注的智驾方面仍稍显不足，同时在营销、渠道等方面与竞争对手也有一定差距。总体看易三方使得腾势的产品力有较大提升，但在用户普遍关注的方面仍有进步空间。

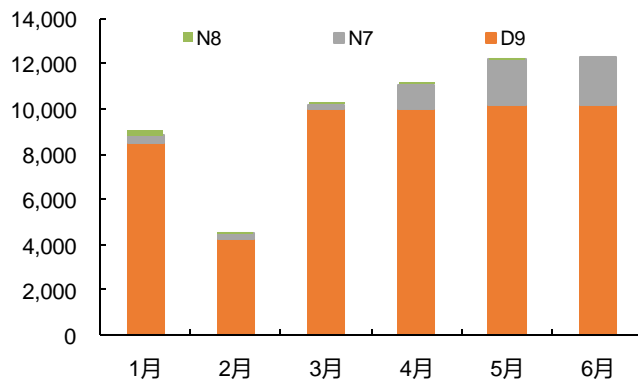
方程豹任重道远。对于方程豹而言，我们认为“583”的越野产品组合较难撼动坦克的强势地位，短期内可通过价格优势保证销量规模，但对品牌发展以及公司盈利无益。长期来看，多品类的产品布局可能会造成方程豹用户认知割裂，并不利于品牌形象建设，对品牌渠道、营销也提出了更高的挑战。

4.1 腾势：易三方赋能，品牌向上趋势显现

首款车型 D9 填补新能源 MPV 市场空白，实现月销万台。2022 年 8 月，公司推出了接手腾势后的首款车型腾势 D9，定位中高端新能源 MPV，并提供插混和纯电两种动力类型，彼时新能源 MPV 参与者少，D9 一定程度上填补了新能源 MPV 的市场空白，同时插混版可以满足大部分用户的需求，另外公司在新能源领域的影响力也为腾势 D9 的成功提供了助力，D9 上市以来平均月销量达到 1 万台左右。

高端新能源领域竞争对手多，腾势 N7、N8 未能复刻 D9 成功。腾势 N7、N8 于 2023 年 7 月和 8 月先后上市，上市初期售价均超过 30 万元，N7 为一款纯电 SUV，N8 为一款中大型插混 SUV。但 N7、N8 并没有复刻当初 D9 的成功，销量表现低于预期。N7、N8 的失利一是由于智能化相比国内头部玩家有差距，二是 N7、N8 的竞争对手要更加强大。

图表 17 腾势 2024 年上半年销量 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表 18 搭载易三方平台的腾势 Z9 GT



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

“易三方”平台发布，多项新技术首发。2024 年 8 月公司发布“易三方”技术平台，首创三电机独立驱动，采用前单电机后双电机的组合布局，同时兼容插混和纯电平台，可以实现 3 秒级的百公里加速和 240km/h 的最高车速。同时首创大角度后轮双电机独立转向、VMC 整车运动控制技术、全系 CTB 电池车身一体化技术，并可以实现圆规掉头、易三方泊车、极致转向、低附路面增稳系统、智能蟹行五大核心功能。此外“易三方”平台还拥有高速爆胎稳定控制、内八制动增稳、倒车稳定、雷达主动避让等亮点功能。

图表19 易三方五大标志性核心功能



资料来源：腾势官网，平安证券研究所

腾势 Z9 首次搭载“易三方”技术平台，开启腾势新品周期。我们认为易三方平台的推出，是公司推动腾势做大做强的有力抓手，公司形成中低端成本领先以及高端品牌技术领先的品牌差异。腾势 Z9 GT 将成为搭载“易三方”平台的首款车型，推出插混和纯电两种动力形式，售价 33.48 万~41.48 万元。在车身形态方面，Z9 将推出猎装车车型 Z9 GT 以及轿车车型 Z9，目前市场上缺少高端混动的轿车车型，腾势 Z9 的推出很好地填补了市场空白，我们“易三方”平台加持后，腾势 Z9&Z9 GT 月销量有望达到 5000 台左右。

腾势 N9 对标理想、问界。根据腾势的产品规划，24 年内预计还将推出一款大型 SUV 腾势 N9，对标问界 M9、理想 L9，预计售价在 40 万元左右。腾势 N9 将与 Z9 GT 搭载相同的动力平台易三方，座舱体验、产品品质沿袭 Z9 的水准，倘若 N9 取得成功，将大幅带动腾势品牌的声量以及盈利能力，也为腾势后续发展注入一支强心剂。但 N9 作为后来者，需要在产品体验、性价比、营销等方面超越竞争对手，我们认为拥有易三方加持的 N9 在驾控体验方面拥有不俗的竞争力，但在 30 万以上高端新能源用户普遍关注的智驾方面则稍显落后（根据腾势规划，其全国范围内的城市领航功能要到 24 年底开通），而在营销、渠道方面，问界、理想作为目前高端增程 SUV 的两大玩家，在营销方面拥有先天优势。因此我们认为 N9 想要达到 L9 甚至 M9 的销量具备一定难度。

4.2 方程豹：多品类探索，任重道远

方程豹探索高端个性化市场，产品矩阵多元化。方程豹是公司旗下的专业个性化品牌，于 2023 年 8 月份发布，首款车型豹 5 于 2023 年 11 月上市，定位混动硬派 SUV，主要对标长城汽车坦克品牌。根据方程豹的产品谱系，越野车仅是其产品系列之一，方程豹的产品体系可分为“2+X”路线，其中“2”指的是越野车、跑车，“X”是其他细分领域车型。根据目前方程豹公布的产品矩阵看，2024 年下半年将推出豹 8、豹 3 两款硬派越野车型，其中豹 8 为混动车型，豹 3 则为纯电动车型，同豹 5 形成“538”的硬派越野矩阵，而除了硬派越野车外，方程豹还将推出跑车车型“Super 9”。因此从品牌定位来看，方程豹与坦克略有差异，坦克定位更加纯粹，主攻越野市场，而方程豹产品矩阵较为多元。

图表20 方程豹目前已公布的产品矩阵



资料来源：易车网，平安证券研究所

方程豹 DMO 对比坦克 Hi4-T：DMO 以电为主，坦克 Hi4-T 更接近传统越野平台。DMO 超级越野混动平台是公司针对方程豹越野车型打造的越野平台，其技术架构与竞争对手坦克的 Hi4-T 平台有较大差异，这也体现出公司与竞争对手在越野领域的技术储备以及解决方案的思路不同。

DMO 平台是基于比亚迪混动系统衍生出的混动越野平台。公司的 DMi 混动为 P1+P3 电机，后桥无电机，搭载 DMi 混动平台的车型均为前驱车，而主打高性能的 DMp 平台则是在 DMi 平台基础上增加了后桥的 P4 电机。DMO 平台与 DMp 平台类似，其主要区别包括发动机以及 EHS 电混系统由横置改为纵置，同时后桥增加一个专用低速越野挡用来放大扭矩。因此比亚迪的 DMO 平台更加依赖电驱动，由于前后桥之间没有机械连接，因此前后轴的动力相对独立，前桥的发动机和电机的动力无法传递到后桥。

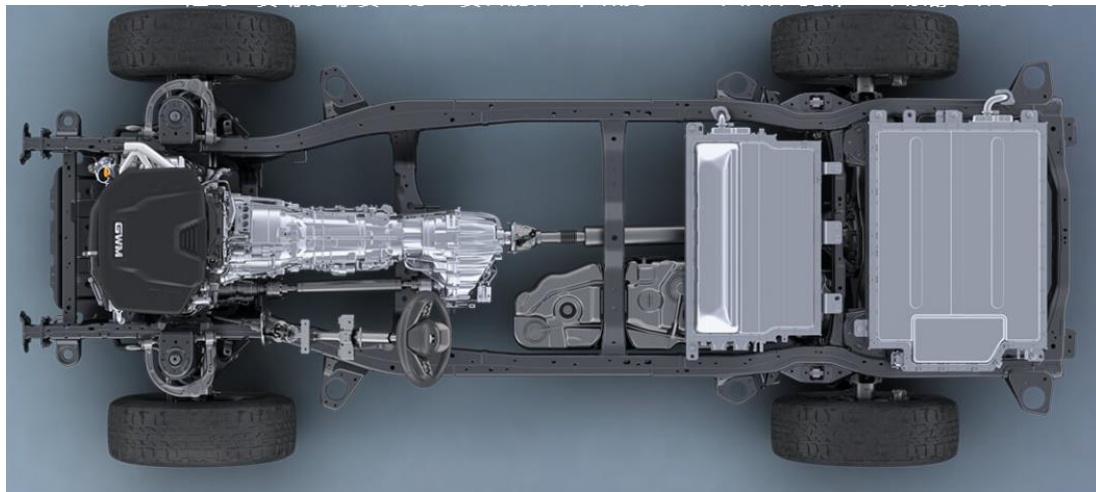
图表21 DMO 超级混动越野平台



资料来源：方程豹官网，平安证券研究所

长城汽车的 Hi4-T 更接近传统越野车平台，与比亚迪的 DMO 平台有较大的差异。坦克的 Hi4-T 保留了传统越野车的四驱架构，在此基础上增加了一台 P2 电机，发动机和电机的动力通过 9HAT 变速箱通过传动轴输往后轴，并通过分动箱将动力分配到前桥。

图表22 坦克 Hi4-T 混动越野平台



资料来源：坦克品牌官网，平安证券研究所

DMO 混动平台动力和经济性更好，Hi4-T 极限越野能力更强。方程豹的 DMO 平台更加依赖电机驱动，因此对发动机的动力要求小，如豹 5 发动机仅为 1.5T。坦克的 Hi4-T 更加依赖发动机的动力输出，对发动机的动力要求更高，因此 Hi4-T 混动平台发动机均为 2.0T，更高端的车型则采用 3.0T 发动机。由于在越野平台方面的技术差异造成了两者不同的优缺点，方程豹 DMO 平台在燃油经济性以及直线加速能力方面要更强，而坦克的 Hi4-T 保留了传统的越野四驱架构，在遭遇极限越野工况时，汽车的全部动力可通过三把差速锁分配到单一车轮，因此 Hi4-T 的极限越野能力要更强。

图表23 比亚迪 DMO 混动越野平台与长城 Hi4-T 混动越野平台对比（以豹 5 和坦克 400Hi4-T 为例）

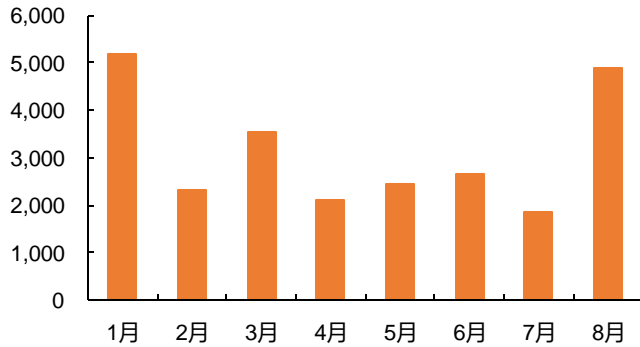
	DMO 平台	Hi4-T 平台
发动机	1.5T	2.0T
发动机功率/kw	143	185
发动机扭矩/Nm	273	380
前电机	功率 200kw，扭矩 360Nm	功率 120kw，扭矩 400Nm
后电机	功率 285kw，扭矩 400Nm	无
百公里加速时间/s	4.8	6.8
亏电油耗/L/100km	7.8	8.8
差速锁	前桥差速锁 后桥差速锁 中央差速锁（电子模拟差速锁）	前桥差速锁 后桥差速锁 中央差速锁
是否非承载式车身	是	是
对比结论	<p>DMO 平台以电驱为主，前后双电机，电机功率和扭矩更大，对发动机动力要求低，燃油经济性和直线加速能力更强；</p> <p>Hi4-T 平台保留传统越野四驱架构，以发动机驱动为主，电机功率和扭矩要求相对较低，但由于保留传统越野四驱架构，极限越野能力更强。</p>	

资料来源：汽车之家，平安证券研究所

技术差异造就品牌定位差异。豹 5 与坦克均定位硬派越野，但平台技术的差异会造成用户群体的差异，我们认为豹 5 的城市属性更强，动力、经济性更好，更适合城市+轻越野的用户，坦克品牌越野属性更强，更适合有越野或者重度越野需求的用户。此外越野车一直是改装热点，也是具备高社交属性的车型，方程豹发展时间较短、车型数量以及保有量较坦克有差距，因此相较坦克在越野改装方面有一定差距，坦克则在改装方面已形成了成熟的生态体系，在构建用户生态方面领先方程豹。

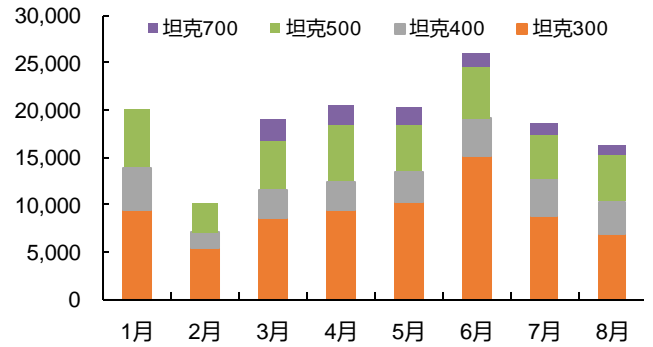
豹5销量未达预期，降价5万带动交付量提升。豹5于2023年11月上市，根据乘联会披露的产销数据显示，2024年二季度其每月销量为2000台以上，但相比坦克300、400仍有差距。2024年7月29日，方程豹宣布豹5进行价格调整，调整后售价区间为23.98~30.28万元，相较调整之前降价5万元。豹5价格调整带来交付量的较大幅度提升，根据乘联会数据，8月豹5销量达到4876台，环比增加64.7%。

图表24 方程豹2024年月销量 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表25 坦克品牌2024年月销量 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

方程豹与华为乾崮智驾合作，豹8开启硬派越野智驾时代。2024年8月，公司与华为签订智能驾驶合作协议，此次合作主要针对方程豹品牌展开智能驾驶的深入联合研发，豹8将成为公司旗下华为乾崮智驾首搭车型。根据公司产品规划，豹8将于24年Q3以后搭载华为乾崮智驾ADS 3.0正式上市，与竞品相比，智能驾驶体验是豹8的最大优势，目前硬派越野领域内鲜有车型打造高阶智驾功能，而豹8将成为全球首款搭载华为智驾的硬派车型。

品牌建设任重道远。由于在技术架构、品牌生态等领域的差异，我们认为“583”的越野组合短期内难以撼动坦克在越野领域的地位，短期内可通过价格优势保证销量规模，但对品牌建设以及公司盈利无益。从长期看，多品类的产品组合可能带来销量规模提升，但品牌的用户群体割裂，同时多品类的布局对品牌渠道、营销也提出了更高的挑战。

4.3 仰望：目标百万级豪华车市场，定位稀缺

“易四方”成就高端品牌仰望之基。公司三个高端品牌在技术端有较为明显的区隔，如腾势品牌基于易三方平台，方程豹品牌基于DMO平台，而易四方平台则是公司打造仰望品牌的基石。易四方平台是一套以四电机独立驱动为核心的动力系统，通过独立控制每个车轮驱动力的大小和方向，使得搭载“易四方”平台的车型具备原地掉头，应急浮水，转向、制动的双重安全冗余，极限防滑控制，高速爆胎控制等多项黑科技功能。

图表26 “易四方”的四电机平台独立驱动架构



资料来源：仰望品牌发布会，平安证券研究所

仰望定位超过百万。仰望是目前公司最高端的品牌，于 2023 年初发布，目前共上市了两款车型：U8 和 U9，均搭载“易四方”平台。U8 于 2023 年 9 月上市，定位高端新能源越野 SUV，售价 109.8 万元，根据乘联会统计数据，2024 年 1-7 月 U8 累计销量为 5939 台，平均月销量不足 1000 台。U9 于 2024 年 2 月份上市，定位纯电动超跑，定价 168 万元，已于 24 年 8 月开启交付。品牌第三款车型为一款中大型纯电轿车 U7，预计其售价依然在 100 万左右。

百万级豪车市场容量小，但进入壁垒高、品牌溢价强。百万级豪华车市场是国内新能源玩家并未深耕的赛道，从市场规模来看，百万级高端市场规模相对较小，国内市场基本被外资的高端品牌占据，而且基本以传统燃油车。仰望是较早探索该市场的自主品牌之一，目前除仰望外，自主车企中仅有江淮与华为合作的尊界将进入到这一市场。

图表 27 仰望品牌目前公布的车型矩阵



资料来源：汽车之家，平安证券研究所

五、产品出海走向产能出海，海外业务释放业绩潜力

从早期的电池、电子出海到汽车出海，从商用车出海到乘用车出海，从车型出海到产能出海，公司出海经历多个发展阶段。

- **早期出海阶段：**公司的乘用车出海较晚，但国际化探索起步较早，1998 年公司在荷兰成立了第一家海外分公司兼欧洲总部，主推电池、电子业务。1999 年成立北美分公司，开始进入美国市场。公司早期出海以电池、电子业务为主，尽管与汽车业务关联度不高，但通过早期出海探索提高了比亚迪的海外知名度，储备了海外人才，为日后汽车出海奠定了基础。
- **商用车出海阶段：**该阶段主要以新能源公交、大巴为主导的商用车出海。2010 年公司提出“城市公共交通电动化”战略，开始在全球范围内推广新能源公交车、出租车。2012 年公司首款纯电动大巴 K9 开始在欧洲、美国等地开展试运营，2013 年 1 月 K9 正式获得欧盟 WVTA 整车认证，标志着公司电动大巴拿到了欧盟国家的无限制自由销售权，并进一步获得美国市场的订单。根据公司年报披露数据，2020 年公司在欧洲纯电动巴士市场份额超过 20%。
- **乘用车出海阶段：**2021 年公司加快了乘用车出海步伐，首站挪威。2022 年加速开拓欧洲、亚太、美洲等多个地区市场，相继进入澳洲、日本、巴西、欧洲等市场。截至 2023 年公司新能源乘用车已进入日本、德国、澳大利亚、巴西、阿联酋等 50 多个国家和地区，根据公司披露数据，2023 年公司新能源车出口达到 24.3 万台，同比增长 334.2%。

出口车型日渐丰富。根据乘联会统计数据，2024 年上半年公司新能源乘用车出口达到 20.3 万台，同比增长 173.8%。公司出口车型日渐丰富，2022 年主要以元 Plus 为主，2023 新增海豚、海豹、宋 Plus DMi，2024 年出口车型进一步丰富，目前公司出口销量较多的车型包括海豚、海豹、海鸥、驱逐舰 05、元 Plus、宋 Plus DMi、宋 Pro DMi 等车型，涵盖轿车、SUV，纯电、插混两种动力形式，市场覆盖度更高。

公司新能源车已在多个国家取得较高的市场份额。公司新能源车海外优势区域包括泰国、巴西、澳大利亚、以色列等市场，并在多个国家取得较高的市场份额。根据公司主要出口目的国终端零售数据显示，公司已在多个国家取得较高的市场份额。

第一财经7月份报道，比亚迪在泰国新能源车消费市场份额约为41%，从2023年1月至今，比亚迪已连续18个月蝉联泰国新能源销量冠军。

汽车出口模式由贸易出海走向产能出海。根据公司上半年海外销量情况，我们预计公司2024年乘用车海外销量有望超过40万台。但目前公司整车出海主要以海外贸易为主，面临一定的关税风险。如公司重要的海外市场巴西从2024年开始逐步恢复、增加对各类电动车辆的进口关税，欧盟地区也将从2024年对我国纯电动车出口加征额外的关税。为应对可能的关税风险，公司自2022年始加快海外乘用车基地建设，先后宣布在泰国、巴西、乌兹别克斯坦、匈牙利、印度尼西亚建设新能源汽车整车制造基地，推动公司产能出海步伐。泰国、印尼基地可有效规避东南亚市场未来的关税风险，而巴西基地预计将于24年下半年投产，可避免巴西关税政策对公司在当地销量的影响，匈牙利基地有效辐射欧盟市场，同时可通过PHEV车型规避欧盟的关税政策。

图表28 比亚迪新能源乘用车海外基地分布

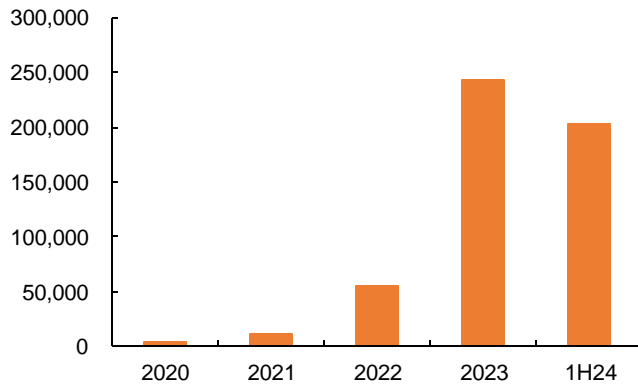
国家	海外基地主要进展
泰国	2024年7月，比亚迪泰国工厂投产，年产能约15万台，包含整车四大工艺和零部件工厂，海豚作为下线车型在泰国工厂亮相。
巴西	2023年7月，比亚迪宣布在巴西投资约45亿元，建设由3座工厂组成的大型生产基地，分别为一座主营电动客车和卡车底盘的生产工厂、一座新能源乘用车整车生产工厂，以及一座专门从事磷酸铁锂电池材料的加工工厂。其中，新能源乘用车整车生产产线涵盖纯电动和插电式混动车型，计划年产能达15万辆。巴西生产基地计划于2024年下半年投产。
乌兹别克斯坦	2022年12月，比亚迪与乌兹别克斯坦UzAuto宣布合资建厂，乌兹别克斯坦工厂第一阶段产能5万台，计划生产两款插混车型，宋Plus DMi和驱逐舰05，目前乌兹别克斯坦工厂首批量产车已于2024年6月正式下线。
匈牙利	2023年12月，比亚迪宣布在匈牙利建立新能源乘用车生产基地，该工厂是公司在欧洲的第一座乘用车工厂。
印度尼西亚	2024年4月，比亚迪汽车印尼公司宣布与“梳邦智能城市”工业区开发商PT Suryabuat Swadaya签署合作协议。Suryacipta Swadaya声明称，比亚迪已将“梳邦智能城市”工业园区作为电动汽车工厂选址，厂区占地面积超108公顷，预计2026年1月投入运营。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

海外单车营收高于国内，预计单车营收达到20万元左右。以2023年海外收入为基础测算公司海外单车营收，2023年公司海外营收1602亿元，剔除比亚迪电子海外营收874亿元、储能业务的海外营收（ $0.87 \text{元/Wh} \times 18.4 \text{GWh} = 160 \text{亿元}$ ）以及其他海外业务，预计乘用车海外业务营收在500亿元左右，以公司2023年出口24.3万台测算，公司海外单车营收超过20万元，明显高于国内单车营收。

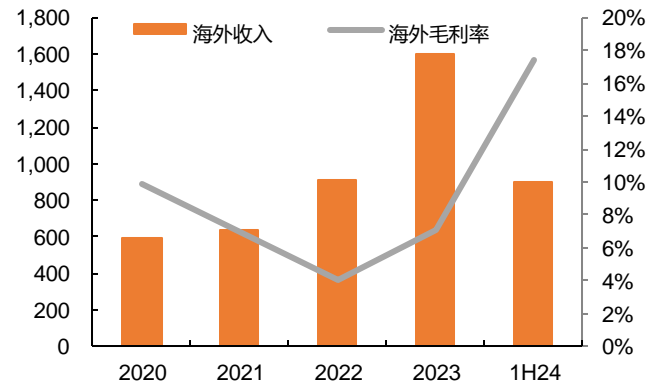
海外单车盈利能力强，单车盈利预计超过2万元。在海外市场盈利方面，根据公司财报显示，2024年上半年公司海外业务毛利率达到17.4%，剔除比亚迪电子海外业务的影响后，24年上半年公司海外汽车业务（含电池业务）达到32.9%。考虑到公司海外业务处于起步阶段，各项费用率较高，预计各项费用率在20%左右，据此测算，预计公司海外单车盈利超过2万元。但从长期来看，公司海外业务的盈利能力可能面临下行风险，一是由于国内的竞争可能会外溢到海外市场，二是由于关税增加。

图表29 公司新能源乘用车出口销量 单位：台



资料来源：乘联会，平安证券研究所

图表30 海外收入以及毛利率水平 单位：亿元



资料来源：公司财报，平安证券研究所

六、盈利预测与投资建议

6.1 汽车业务关键假设以及盈利预测

比亚迪品牌（王朝+海洋）：王朝、海洋是公司的销量基盘，目前公司在 20 万元以下市场拥有较强的话语权，规模以及产业链优势使得公司相比竞争对手拥有更强的成本优势，搭载新一代混动系统的车型销量增长迅速，有望巩固公司在 20 万元以下市场的地位。我们预计比亚迪品牌（王朝、海洋）2024~2026 年销量为 378.7 万/436.0 万/481.0 万台。毛利率方面，根据之前测算，公司汽车制造端的毛利率预计在 20%左右，但自供电池预计为公司增厚 3 个百分点左右的毛利率（单车电池利润/单车营收），尽管公司 20 万以下份额面临竞争对手的抢夺，但海外业务的高毛利可对冲国内毛利率的下滑风险，因此我们假设比亚迪品牌（王朝+海洋）的毛利率为 23%。

腾势品牌：易三方平台的赋能使得腾势品牌竞争力增强，Z9 以及 Z9 GT 填补国内高端混动轿车市场的空白，预计在 24 年底还将推出全新大尺寸 SUV N9，有望进一步带动品牌销量上行。根据乘联会数据，24 年上半年腾势品牌销量 6.0 万台，结合公司即将推出的新车型，我们预计 2024~2026 年腾势品牌销量分别为 13.6 万/19.1 万/24.0 万台。毛利率方面，腾势单车售价高，且不乏爆款车型，加之自供电池的贡献，预计毛利率在 25%左右。

方程豹品牌：豹 5 价格调整后销量提升明显，24 年年内还将推出豹 8、豹 3，与豹 5 形成“583”的新能源越野组合，此外方程豹品牌后续还将推出跑车以及其他品类车型（如皮卡）。考虑到豹 5 价格调整以及后续新车节奏，我们预计方程豹品牌 2024~2026 年销量有望达到 5.2 万/12 万/15.5 万台。毛利率方面，高端越野车型普遍盈利能力强劲，但豹 5 降价后预计毛利率会出现较大幅度下滑，但伴随销量增长带来的降本以及后续新车的发布，预计其品牌毛利率后续有望回升，预计 2024~2026 年方程豹品牌毛利率为 10%/15%/20%。

仰望品牌：仰望品牌单车售价在 100 万左右，品牌第二款车型 U9 已开启交付，第三款车型 U7 预计有望在 24 年内上市，结合仰望品牌上半年销量以及新车节奏，我们预计仰望品牌 2024~2026 年销量有望达到 0.8 万/1.5 万/2 万台。由于仰望品牌单车售价高，预计其毛利率水平高于其他品牌，参考保时捷的毛利率水平，预计仰望品牌的毛利率维持在 30%左右。

图表31 公司主要汽车品牌销量预测 单位：万台

品牌	2023A	2024E	2025E	2026E
比亚迪（王朝+海洋）	287.7	378.7	436.0	481.0
腾势	12.8	13.6	19.1	24
方程豹	0.6	5.2	12	15.5
仰望	0.2	0.8	1.5	2

商用车	1.2	1.1	1.1	1.1
合计	302.4	399.4	469.7	523.6

资料来源：乘联会，平安证券研究所预测

图表32 公司汽车相关业务营收与毛利率假设（分品牌） 单位：亿元

	2024E	2025E	2026E
比亚迪（王朝+海洋）			
营收	4728	5595	6317
毛利率	23%	23%	23%
毛利润	1087	1287	1453
腾势			
营收	434	628	783
毛利率	25%	25%	25%
毛利润	108	157	196
方程豹			
营收	125	289	352
毛利率	10%	15%	20%
毛利润	13	43	70
仰望			
营收	83	153	191
毛利率	30%	30%	30%
毛利润	25	46	57
其他汽车相关业务			
营收	103	103	103
毛利率	25%	25%	25%
毛利润	26	26	26
合计			
营收	5473	6767	7746
毛利率	23.0%	23.0%	23.3%
毛利润	1259	1559	1802

资料来源：平安证券研究所预测

海外市场：根据乘联会统计的出口数据显示，24年1-8月公司乘用车出口达到26.4万台，预计全年公司海外销量有望达到42万台。尽管目前汽车出口面临的关税壁垒增加，但随着公司海外工厂相继投产，我们预计公司海外市场销量有望维持较高增长，预计25~26年公司海外销量有望达到70万/100万台。公司海外汽车业务盈利能力较强，根据此前测算，公司海外汽车业务单车营收20万元左右，毛利率超过30%，单车净利润超过2万元。但随着海外关税风险以及国内竞争外溢，海外盈利能力有下行压力，预计2024~2026年公司海外汽车业务毛利率为32%/30%/28%。

图表33 公司汽车相关业务营收与毛利率假设（分区域） 单位：亿元

	2024E	2025E	2026E
国内			
营收	4562	5250	5622
毛利率	21.2%	21.0%	21.5%

毛利润	967	1104	1207
海外			
营收	911	1517	2124
毛利率	32.0%	30.0%	28.0%
毛利润	292	455	595
合计			
营收	5473	6767	7746
毛利率	23.0%	23.0%	23.3%
毛利润	1259	1559	1802

资料来源：平安证券研究所预测

综合上述汽车销量预测以及毛利率假设,我们预计公司 2024-2026 年汽车相关业务营业收入为 5473 亿/6767 亿/7746 亿元, 预计公司 2024-2026 年汽车业务毛利率为 23.0%/23.0%/23.3%。根据公司汽车分品牌、分区域的营收和毛利率预测, 我们对公司汽车业务盈利进行测算, 公司新能源车销量仍处于快速增长阶段, 腾势凭借易三方平台以及后续新车有望进一步释放盈利, 此外海外市场尽管当前面临的风险增加, 但向上势头不变, 且单车盈利能力较强。综合我们预测公司 2024-2026 年汽车相关业务净利润(公司净利润预测-应占比亚迪电子净利润)为 324 亿/393 亿/457 亿元, 对应单车净利润(汽车业务预测净利润/预测销量)为 0.81 万/0.84 万/0.87 万元。

6.2 公司盈利预测与估值分析

我们预计公司手机部件及组装业务在 2024-2026 年营收分别为 1543 亿/1710 亿/1857 亿元, 毛利率维持在 8.5%, 结合汽车业务预测, 预计公司 2024-2026 年营收分别为 7017 亿/8478 亿/9604 亿元, 毛利率分别为 19.8%/20.1%/20.4%。

图表 34 公司营业收入与毛利率预测 单位: 亿元

	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车相关业务				
营收	4835	5473	6767	7746
同比增速	48.9%	13.2%	23.7%	14.5%
毛利率	23.0%	23.0%	23.0%	23.3%
毛利润	1113	1259	1559	1802
手机部件及组装				
营收	1186	1543	1710	1857
同比增速	20.0%	30.1%	10.8%	8.6%
毛利率	8.8%	8.5%	8.5%	8.5%
毛利润	104	131	145	158
其他业务				
营收	2.9	1.0	1.0	1.0
毛利率	17.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利润	0.5	0.2	0.2	0.2
合计				
营收	6023	7017	8478	9604
同比增速	42.0%	16.5%	20.8%	13.3%
毛利率	20.2%	19.8%	20.1%	20.4%
毛利润	1218	1390	1704	1960

资料来源：公司财报，平安证券研究所预测

结合公司汽车业务盈利预测，我们预计公司 2024~2026 年公司净利润为 354 亿/432 亿/503 亿元，对应当前 PE 估值为 21.6/17.7/15.2 倍。我们选取长安汽车、长城汽车以及新能源业务已实现盈利的理想汽车、赛力斯作为可比公司，2024~2026 年同行业可比公司平均估值为 21.7/15.7/12.4 倍。公司估值水平（2025 年、2026 年 PE 估值）略高于同行业可比公司。公司作为全球新能源头部企业，产业链地位、市场份额等方面优势突出，盈利确定性较强，且仍处于快速发展期，高端化、出海有望在未来成为公司重要增长极，因此我们认为公司估值水平略高于行业平均水平具备合理性，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

图表35 公司与可比公司估值对比

股票代码	公司	市值/亿元 (20240925)	净利润/亿元			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000625.SZ	长安汽车	1,238	53	65	76	23.4	19.2	16.3
601633.SH	长城汽车	2,115	127	137	155	16.7	15.5	13.7
2015.HK	理想汽车	1,750	83	141	206	21.1	12.4	8.5
601127.SH	赛力斯	1,178	46	75	106	25.8	15.7	11.1
可比公司均值						21.7	15.7	12.4
002594.SZ	比亚迪	7,646	354	432	503	21.6	17.7	15.2

备注：赛力斯净利润预测来源于 Wind 一致预测值，其余为平安证券研究所预测值。

资料来源：Wind，平安证券研究所预测

七、风险提示

- 1、宏观经济下行压力加大。宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足，这将导致公司销量不达预期；
- 2、公司降价行为可能导致公司毛利率进一步下滑。公司单车营收呈下滑趋势，如果公司单车营收继续下行，公司毛利率可能有所承压，进而导致公司业绩不达预期；
- 3、公司高端车型销量不达预期。公司高端车型很大程度上决定公司智能化发展，如果公司高端车型无法上量，将导致公司智能化落后国内其他车企，也制约公司进一步的发展空间；
- 4、公司出海进度不达预期。汽车出口面临关税、海运费波动等不确定风险，公司在海外的运营可能你与当地法规、文化习俗产生冲突，导致公司海外拓展不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	302121	361463	481977	588867
现金	109094	129720	204394	276240
应收票据及应收账款	70091	86512	104529	118402
其他应收款	2758	3268	3949	4473
预付账款	2215	5767	6969	7893
存货	87677	100201	120636	136120
其他流动资产	30286	35995	41500	45739
非流动资产	377426	420452	444269	460396
长期投资	17647	32147	46947	62047
固定资产	240583	287889	310972	324048
无形资产	37236	31105	24959	18798
其他非流动资产	81960	69311	61391	55502
资产总计	679548	781916	926246	1049263
流动负债	453667	521582	627495	702298
短期借款	18323	13273	15293	11243
应付票据及应付账款	198483	234411	282217	318439
其他流动负债	236860	273898	329985	372616
非流动负债	75419	77434	76244	78294
长期借款	20822	22837	21647	23697
其他非流动负债	54597	54597	54597	54597
负债合计	529086	599016	703739	780592
少数股东权益	11652	13126	14925	17023
股本	2911	2909	2909	2909
资本公积	62042	62044	62044	62044
留存收益	73857	104821	142629	186695
归属母公司股东权益	138810	169774	207582	251648
负债和股东权益	679548	781916	926246	1049263

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	168332	136893	178500	184693
净利润	31344	36846	44989	52437
折旧摊销	42160	61745	75983	88974
财务费用	-1475	150	200	250
投资损失	-1635	-2030	-1970	-2000
营运资金变动	92494	34249	58054	43809
其他经营现金流	5444	5933	1244	1224
投资活动现金流	-125664	-108674	-99074	-104324
资本支出	96412	95000	85000	90000
长期投资	-16163	-14500	-14800	-15100
其他投资现金流	-205913	-189174	-169274	-179224
筹资活动现金流	12817	-7593	-4752	-8523
短期借款	13170	-5050	2020	-4050
长期借款	10611	2015	-1190	2050
其他筹资现金流	-10964	-4558	-5582	-6523
现金净增加额	55936	20626	74674	71846

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	602315	701705	847844	960371
营业成本	480558	562668	677420	764365
税金及附加	10350	11929	14413	16326
营业费用	25211	29472	35609	40336
管理费用	13462	16139	19500	22089
研发费用	39575	42102	50871	57622
财务费用	-1475	150	200	250
资产减值损失	-2188	-2456	-2967	-3361
信用减值损失	-1580	-1824	-2204	-2497
其他收益	5253	6950	7050	7000
公允价值变动收益	258	220	180	200
投资净收益	1635	2030	1970	2000
资产处置收益	90	0	0	0
营业利润	38103	44165	53858	62725
营业外收入	711	900	950	1000
营业外支出	1546	1200	1250	1300
利润总额	37269	43865	53558	62425
所得税	5925	7018	8569	9988
净利润	31344	36846	44989	52437
少数股东损益	1303	1474	1800	2097
归属母公司净利润	30041	35372	43190	50339
EBITDA	77953	105759	129742	151648
EPS (元)	10.33	12.16	14.85	17.30

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入(%)	42.0	16.5	20.8	13.3
营业利润(%)	76.9	15.9	21.9	16.5
归属于母公司净利润(%)	80.7	17.7	22.1	16.6
获利能力				
毛利率(%)	20.2	19.8	20.1	20.4
净利率(%)	5.0	5.0	5.1	5.2
ROE(%)	21.6	20.8	20.8	20.0
ROIC(%)	30.4	30.1	31.9	43.1
偿债能力				
资产负债率(%)	77.9	76.6	76.0	74.4
净负债比率(%)	-46.5	-51.2	-75.3	-89.8
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.8
速动比率	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	8.6	8.1	8.1	8.1
应付账款周转率	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	10.33	12.16	14.85	17.30
每股经营现金流(最新摊薄)	57.86	47.05	61.36	63.48
每股净资产(最新摊薄)	47.71	58.36	71.35	86.50
估值比率				
P/E	25.5	21.6	17.7	15.2
P/B	5.5	4.5	3.7	3.0
EV/EBITDA	7.2	7.0	5.2	4.1

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层