

比亚迪(002594)

报告日期: 2025 年 01 月 05 日

智驾厚积薄发，一体化和出海增厚盈利 ——比亚迪深度报告

投资要点

- **核心逻辑推荐:** 比亚迪是我国电动车企龙头，铸就规模优势和研发护城河，发力智驾、有望实现市占率进一步提升。
- **赛道β:** 我国新能源汽车渗透率持续提升，自主车企市占率未来有望进一步提升。
2024 年我国新能源车渗透率为 47%*，同比提升 12pct；据中国电动汽车百人会网，2025/2030 年渗透率有望达 50%/70%。
2020-2024 年自主品牌新能源乘用车市场份额由 74%提升至 89%，GGII 预计 2025 年有望突破 90%。
- **我国未来三年 L2+级别 NOA 渗透率有望由 8.5%提升至 25%。**
2020-2023 年高速 NOA 落地，打开用户对于高阶智能驾驶的认知。软件算法成熟度提升，叠加硬件成本进一步下降，车企不断在性能和成本中寻求平衡点；标配高速 NOA、选配城市 NOA 有望帮助车企占据主动权。
- **公司 α: 公司成本控制和性价比优势行业领先。2024 年，公司乘用车总销量 425 万辆，同比增长 41%。**
- **公司过去三年归母净利润复合增速为 214%，平均 ROE 为 10%；2023 年汽车业务营收占比 80%，销售毛利率/净利率分别为 20%/5%。**
- **公司核心零部件全部自主掌握，提供插混 DM5.0 电驱系统和纯电 E3.0 系统，自供刀片电池、研发 CTB 技术，综合成本降低 30%、零部件减少 45%、同时实现超长续航。同时，公司底层技术持续迭代，插混和纯电平台凭借领先行业的低油耗、续航能力、性价比优势，加速汽车市场油改电的切换。**
- **发力智能化，公司优势是研发投入、数据积累和管理层决心。**
- **年初比亚迪提出智能化发展战略，即“整车智能”璇玑架构，基础是全栈自研和垂直整合；在智驾领域，公司有 4000 多名工程师，稳居第一梯队；L2 级智能驾驶搭载量位居中国第一。12 月，高阶智能驾驶辅助系统“天神之眼”在全国范围内正式开通无图城市领航功能，首发高端车型搭载。与智能化相关的软硬件，无论是降本、还是技术迭代，同样依赖于规模优势。**
- **电车出海迎来历史性机遇，公司出海车型投放加速、本土工厂陆续投产，预计 24-26 年海外销量为 42/70/100 万辆，CAGR54%。**
2024 年世界狭义新能源车渗透率为 20%，相比 2023 年提升 4pct。据 GGII，2025 年全球汽车电动化率将达 23%，处于较为前期阶段、预计未来稳步提升。目前公司海外销量以出口为主，未来东南亚、南美、欧洲产能陆续投产，有望通过产能出海实现全球市占率提升。

主要预期差

a. 市场认为，公司成本控制能力较好，盈利能力提升空间有限。

公司产能布局快、技术立足，构建规模化和技术护城河。公司过去处于资本开支高峰期，2023 年公司资本开支达到历史新高，2024 年开始陆续回落；2023 年，公司单车折旧为 1.3 万元，显著高于同业平均 0.6 万元。同时，公司单车研发费用明显高于同业平均水平，后续利润释放空间大。

b. 市场认为，公司销量已经较高，较难实现市占率持续扩张。

投资评级: 买入(维持)

分析师: 邱世梁

执业证书号: S1230520050001
qiu shiliang@stocke.com.cn

分析师: 刘巍

执业证书号: S1230524040001
liuwei03@stocke.com.cn

分析师: 郑景毅

执业证书号: S1230523060001
zhengjingyi@stocke.com.cn

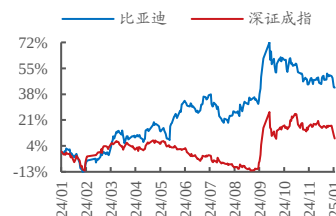
研究助理: 张逸辰

zhangyichen@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥270.73
总市值(百万元)	787,625.54
总股本(百万股)	2,909.27

股票走势图



相关报告

- 1 《盈利能力不断提升，智能化和全球化战略加速推进》 2024.09.01
- 2 《新车型周期到来推高份额，高端和出海放量增厚利润》 2024.07.11
- 3 《盈利能力持续提升，市场份额再创新高》 2024.05.20

聚集经济性，公司底层技术能力持续迭代并领先，智能化配置提升竞争力。预计国内有望突破 20% 市占率，销量达 500 万辆。随全球电动化渗透率提升，公司出海布局早、产品竞争力强，预计海外销量保持高速增长。

□ 潜在催化剂

搭载新技术平台 DM5.0/E4.0 的新车型推出；智驾系统迭代并推行至更多车型；出海及产能布局顺利、海外销量上行。

□ 盈利预测与估值

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 7559/9222/10790 亿元，YOY 为 25.5%/22.0%/17.0%；预计归母净利 368/547/676 亿元，YOY 为 22.4%/48.7%/23.6%，EPS 为 12.6/18.8/23.2 元/股，对应 PE 为 21.5/14.4/11.7 倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧；海外市场推进不及预期；新技术效果不及预期。

注：*年累，零售口径

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	602315	755906	922205	1078980
(+/-) (%)	42.0%	25.5%	22.0%	17.0%
归母净利润	30041	36775	54687	67603
(+/-) (%)	80.7%	22.4%	48.7%	23.6%
每股收益(元)	10.33	12.64	18.80	23.24
P/E	26.25	21.45	14.42	11.67
ROE	22.1%	21.4%	24.6%	23.4%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

正文目录

1 比亚迪：引领行业发展的电车龙头	5
1.1 参控股公司覆盖原材料/零部件/生产/金融服务等多个领域，是公司垂直整合供应链的基石	5
1.2 新能源汽车龙头，布局电子、电池和光伏领域	6
1.4 竞争格局：自主车企市占率持续提升	8
2 赛道β：智能化渗透加速，自主车企竞争力提升	9
2.1 远期空间：国内市占率 20%年销有望突破 500 万辆	9
2.2 NOA：预计未来 2-3 年渗透率加速提升	10
3 公司α：成本控制+整车智能+盈利弹性大	11
3.1 市场地位：持续保持领先地位，DM5.0 续航和油耗断层领先	11
3.2 竞争壁垒：三电系统研发自供，高度一体化	11
3.3 技术升级：整车智能+Dm5.0+纯电平台，开启新品周期	11
3.4 出海布局：南美及欧洲市场渗透率低、增速快，东南亚稳步推进	13
3.5 预期差：盈利能力有望提升，技术迭代+出海战略提升全球份额	14
4 盈利预测与估值	16
5 风险提示	17

图表目录

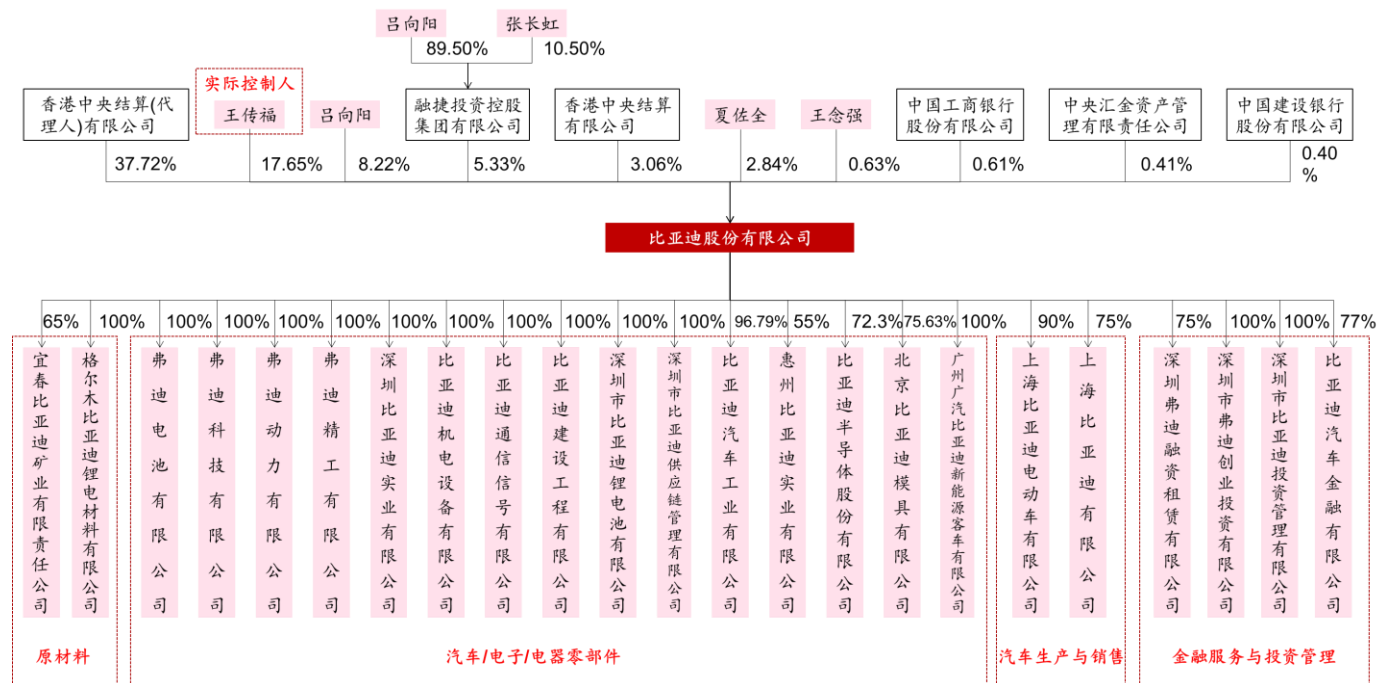
图 1: 公司股权结构稳定, 产业链全方面覆盖 (截至 2024Q3)	5
图 2: 2024H1 公司营收 3011 亿元 (汽车/手机部件及组装 76%/24%), 同比增长 16% (单位: 亿元)	7
图 3: 公司汽车业务毛利率呈上行趋势, 2024H1 达 24%	7
图 4: 公司产品价格段和车型覆盖全面	7
图 5: 王朝和海洋以经销为主, 高端品牌以直营为主	8
图 6: 截至 2024.11, 我国自主车企市占率达 60%	9
图 7: 自主车企市占率情况	9
图 8: L2+级别智驾渗透率预计稳步提升	10
图 9: 2021-2024 比亚迪插混及纯电销量走势	12
图 10: 2016-2024 年世界各国新能源渗透率	13
图 11: 2023 年至今公司汽车出海大事件	13
图 12: 公司新能源乘用车月度海外销量 (单位: 辆)	14
图 13: 公司海外销量及占比 (单位: 辆)	14
表 1: 核心管理人员在公司任职多年, 工作管理经验丰富	5
表 2: 公司主要业务介绍	8
表 3: 2024 年预计国内乘用车销售 2300 万辆, 其中比亚迪 397 万辆, 市占率 17%	9
表 4: 远期国内乘用车销量 2500 万辆, 比亚迪销量约 500 万辆, 市占率 20%	9
表 5: 基础辅助 L2/高速&城区 NOA 在开始时间和内容上的区别	10
表 6: 5 家弗迪系子公司产品覆盖电池/车灯/底盘/动力/冲压等条线	11
表 7: 比亚迪海外产能建设情况	14
表 8: 车企单车折旧成本对比	15
表 9: 车企折旧年限对比	15
表 10: 车企研发费用对比	15
表 11: 比亚迪单车售价/毛利/净利对比	16
表 12: 比亚迪盈利预测 (百万元)	16
表附录: 三大报表预测值	18

1 比亚迪：引领行业发展的电车龙头

1.1 参控股公司覆盖原材料/零部件/生产/金融服务等多个领域，是公司垂直整合供应链的基石

公司股权结构稳定，产业链全方面覆盖。截至 2024Q3，王传福为第一大股东，持股 17.65%，同时也是公司实控人；吕向阳系王传福表兄，是公司第二大股东，直接持股 8.22%。公司众多参控股公司覆盖原材料、关键零部件、整车组装、汽车销售、金融服务、供应链管理等多个领域，助力公司垂直整合供应链。

图1：公司股权结构稳定，产业链全方面覆盖（截至 2024Q3）



资料来源：iFinD，浙商证券研究所

公司核心管理人员任职多年，且工作管理经验丰富。

表1：核心管理人员在公司任职多年，工作管理经验丰富

姓名	职务	出生年份	学历	2023 年薪酬 (万元)	任职时长	有无股权	简介
王传福	董事长，总裁	1966	硕士	661	17	有	中南工业大学(现中南大学)冶金物理化学学士，北京有色金属研究总院材料学硕士，曾任北京有色金属研究总院副主任
夏佐全	非执行董事	1963	硕士	23	17	有	北京钢铁学院(现为北京科技大学)计算机专业；并于二零零七年获北京大学光华管理学院高级工商管理硕士学位
李永钊	监事会主席	1961	本科	13	2	无	毕业于西安工业学院机械制造工艺与设备专业，获学士学位；曾任职于中国兵器工业集团公司国营第六一五厂、中国兵器工业集团公司国营第八四三厂、西安北方秦川机械工业有限公司

朱爱云	监事	1965	硕士	6	2	有	毕业于长沙交通学院，获颁工程财务会计学学士学位；二零零八年获北京大学高级工商管理硕士学位
任林	副总裁	1967	本科	788	8	无	北京理工大学机械设计制造及其自动化学士，曾在陕西泰川汽车有限责任公司任职，担任广东省专业标准化技术委员会委员。
何志奇	副总裁	1972	硕士	1,045	6	有	毕业于中科院长春应用化学研究所，主修无机化学，获硕士学位；二零一零年获中欧工商管理学院工商管理硕士学位；一九九八年七月加入比亚迪实业，历任比亚迪股份有限公司中研部、品质部经理、第四事业部总经理、采购处总经理等职
何龙	副总裁	1972	硕士	1,019	17	有	毕业于北京大学，先后获得应用化学理学学士学位、法学学士学位及无机化学硕士学位；于1999年七月加入比亚迪实业，曾任第一事业部、第二事业部质量部经理，第二事业部副总经理，佛山市金辉高科光电材料有限公司副董事长
刘焕明	副总裁	1963	硕士	756	13	有	毕业于东北工学院（现为东北大学），主修冶金物理化学，先后取得学士学位和硕士学位；曾在四川攀枝花钢铁公司钢铁研究院、辽宁本溪钢铁公司任职，并于一九九七年三月加入比亚迪实业，曾任人力资源处总经理、新能源车直营管理事业部总经理、轨道业务第三事业部总经理
李巍	副总裁	1982	本科	185.19（2024年报酬及A股持股市值总计）	1	有	毕业于西安交通大学，获学士学位；于二零零五年加入比亚迪，历任比亚迪集团总裁秘书、海外事业部高级商务经理、新加坡国家经理、海外事业部市场总监、集团品牌及公关处总经理
李柯	副总裁	1970	本科	1,326	10	有	毕业于复旦大学，获统计学学士学位；曾任职于亚洲资源，并于1996年九月加入比亚迪实业，历任市场部经理、销售总经理、比亚迪电子（国际）有限公司执行董事及行政总裁等职
周亚琳	副总裁，财务总监	1977	本科	744	4	有	毕业于江西财经大学，获经济学学士学位；于一九九九年三月加入比亚迪实业，现任比亚迪股份有限公司副总裁兼财务总监
李黔	董事会秘书	1973	硕士	533	13	有	历任普华永道会计师事务所核数师、安达信会计师事务所业务顾问、中兴通讯股份有限公司证券事务代表；现任比亚迪股份有限公司董事会秘书、公司秘书、投资处总经理

资料来源：iFinD，浙商证券研究所

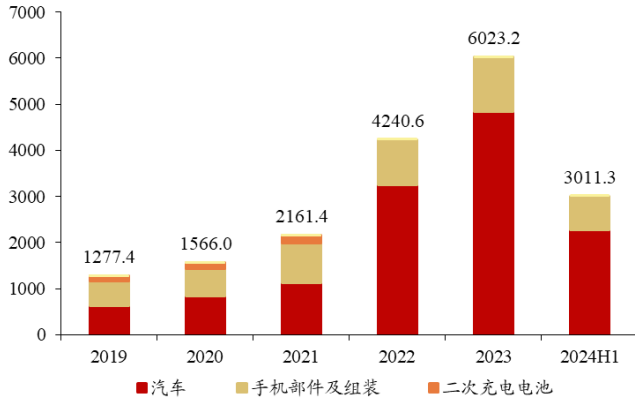
1.2 新能源汽车龙头，布局电子、电池和光伏领域

公司目前的主要业务包括新能源汽车、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务，并积极拓展城市轨道交通业务领域。

- 1) **新能源汽车**：公司主要采用自主研发设计、整车及核心零部件一体化生产，并以自主品牌进行销售的经营模式，具备动力电池、电机、电控等新能源汽车核心零部件的技术研发优势。
- 2) **手机部件及组装**：公司可为客户提供垂直整合的一站式服务，产品覆盖消费电子、汽车智能系统、物联网、机器人、人工智能及新型智能产品等领域。
- 3) **二次充电电池**：消费类电池的客户包括三星、Dell、联想等消费类电子产品领导厂商；动力电池领域，公司开发了高度安全的磷酸铁锂电池——“刀片电池”；储能电池领域，在电网储能、工商业储能、家庭储能等应用领域发力。

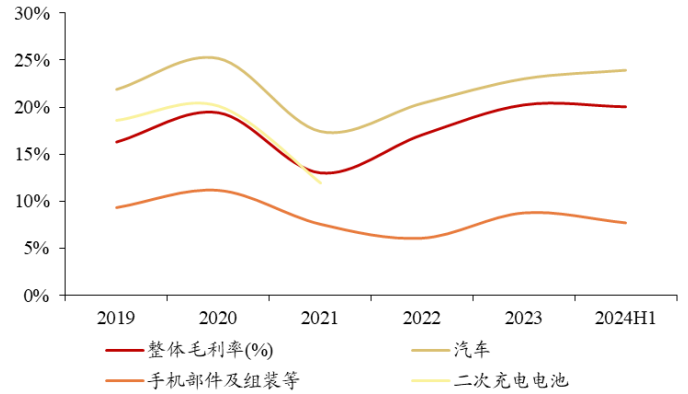
- 4) **光伏**: 公司拥有硅片、电池片、光伏组件、光伏系统应用等全产业链布局, 打通能源从吸收、存储到应用的各个环节。
- 5) **城市轨道交通**: 战略方向之一, 公司已研发出高效率、低成本的中运量“云轨”和低运量“云巴”产品, 配合新能源汽车实现对城市公共交通的立体化覆盖。

图2: 2024H1 公司营收 3011 亿元 (汽车/手机部件及组装 76%/24%), 同比增长 16% (单位: 亿元)



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

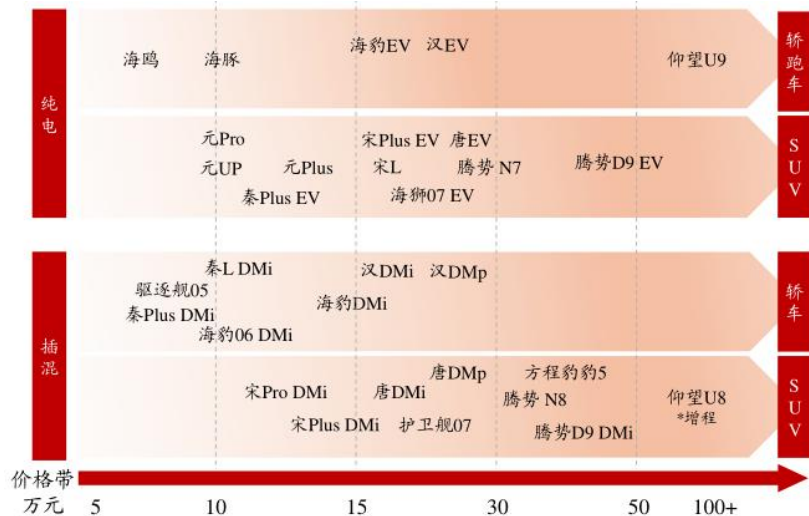
图3: 公司汽车业务毛利率呈上行趋势, 2024H1 达 24%



资料来源: Choice, 浙商证券研究所

公司有比亚迪、腾势、方程豹和仰望汽车四大品牌、车型定位覆盖全面。目前公司已经具备比亚迪汽车(王朝网和海洋网)、腾势汽车、方程豹汽车和仰望汽车四大品牌, 车型覆盖轿车、SUV、皮卡等, 价格段覆盖数万元至百万元级, 覆盖场景包括城市、越野、跑车等, 是全球覆盖面最全的新能源车企。

图4: 公司产品价格段和车型覆盖全面



资料来源: 比亚迪各品牌官网, 浙商证券研究所

1.3 渠道布局完善，经销渠道数量高于同行

表2：公司主要业务介绍

业务	内容	客户	应用场景
新能源汽车	拥有两大销售网(王朝网和海洋网)，两大技术平台(DM 平台及 E 平台)	TO C 为主，还包括公交车公司、出租车公司等	交通运输
手机部件及组装业务	可提供垂直整合的一站式服务	华为、三星、苹果、小米、iRobot、vivo 等	消费电子、汽车智能系统、物联网、机器人、人工智能等
二次充电电池	包括消费、动力和储能电池	三星、Dell 和科沃斯；动力自供为主，外供包括一汽、长安福特、东风汽车等；	消费电子、新能源车、储能等
光伏业务	拥有硅片、电池片、光伏组件、光伏系统应用等全产业链布局	出口为主	光伏发电

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司渠道布局完善，王朝和海洋以经销为主，高端品牌以直营为主。截至 2024 年 6 月 1 日，公司五大渠道网络的总数已达到约 4099 家，其中王朝渠道约 1807 家，海洋网约 1528 家，腾势约 514 家，方程豹约 170 家，仰望约 80 家。在渠道模式上，王朝和海洋以经销为主，高端品牌完全采用直营模式。在渠道选址方面，比亚迪的策略为进一步深耕具有销售潜力的新一线和三线城市，并完善四线、五线等下沉市场的渠道发展，形成“地毯式”的线下渠道覆盖。

图5：王朝和海洋以经销为主，高端品牌以直营为主

比亚迪王朝网络数量		比亚迪海洋网络数量		腾势方程豹仰望网络数量	
经销商4S店	894	经销商4S店	809	腾势	514
厂家直营店	186	厂家直营店	171	方程豹	170
城市展厅	435	城市展厅	341	仰望	80
商超	292	商超	207		
合计	1807	合计	1528		

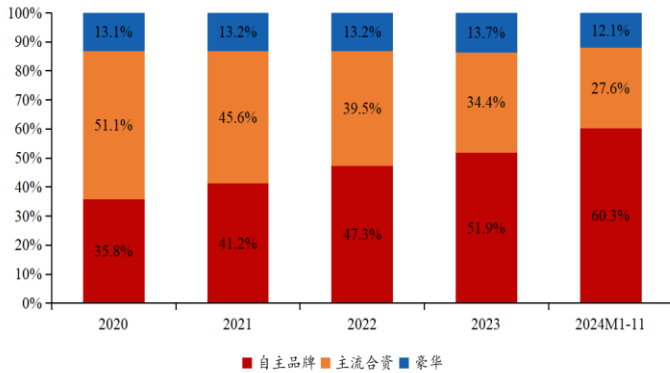
资料来源：车谈高论，浙商证券研究所

海外市场主要通过优秀经销商渠道及影响力实现规模扩张。东南亚市场方面，比亚迪建成泰国第 108 家门店暨亚太地区第 300 家门店（截至 2024.7）；南美市场方面，公司在巴西计划建成经销商门店 250 家；欧洲市场方面，比亚迪将旗下多款新能源车推向德国、英国、西班牙、意大利在内的 20 个欧洲国家，累计开店超过 260 家。

1.4 竞争格局：自主车企市占率持续提升

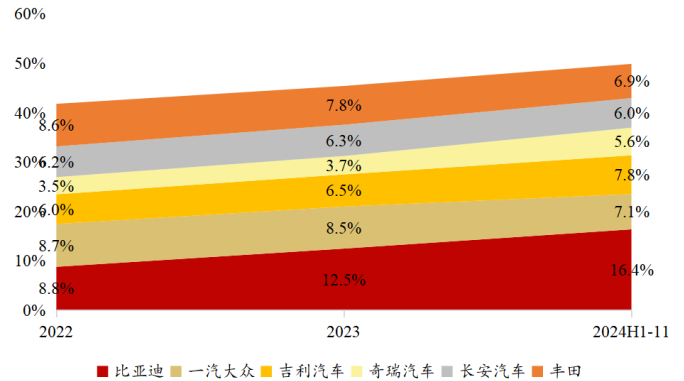
我国汽车行业新能源转型加速，合资车企市场份额下降明显。2024年1-11月，自主品牌销量持续上行：国内狭义乘用车销量比亚迪332万辆，同比增长37.8%；奇瑞汽车114万辆，同比增长62.5%；吉利汽车159万辆，同比增长26.1%；合资车企销量下滑，国内狭义乘用车销量一汽大众145万辆，同比下降11.3%。相对自主车企，传统合资车企车型矩阵不完善，电动化进程缓慢，产品设计滞后，产品竞争力薄弱，在市场竞争中居于劣势。

图6：截至2024.11，我国自主车企市占率达60%



资料来源：乘联分会，浙商证券研究所

图7：自主车企市占率情况



资料来源：乘联分会，浙商证券研究所

2 赛道β：智能化渗透加速，自主车企竞争力提升

2.1 远期空间：国内市占率20%年销有望突破500万辆

对标大众，预计公司远期有望突破20%市占率，国内销量突破500万辆。比亚迪主力车型为5-20万以下车型，整体市场空间预计为1000-1200万辆左右，随新能源抢占合资燃油车份额，比亚迪在该价格段占比有望提升。在20万以上车型中，比亚迪目前市占率10%，随高端化稳步推进，我们认为仍有向上空间。对标大众国内销量高峰410万辆，市占率18%，预计比亚迪远期有望突破20%市占率，国内销量突破500万辆。

表3：2024年预计国内乘用车销售2300万辆，其中比亚迪397万辆，市占率17%

	0-10万	10-15万	15-20万	20-30万
价格带销量占比	17%	33%	18%	18%
新能源渗透率	58%	43%	42%	55%
比亚迪市占率	13%	29%	20%	10%
比亚迪/新能源	22%	68%	48%	19%
比亚迪销量（万辆）	49	221	83	43

资料来源：崔东树公众号，浙商证券研究所

表4：远期国内乘用车销量2500万辆，比亚迪销量约500万辆，市占率20%

	0-10万	10-15万	15-20万	20-30万
--	-------	--------	--------	--------

价格带销量占比	15%	35%	20%	18%
新能源渗透率	60%	50%	50%	55%
比亚迪市占率	15%	30%	23%	14%
比亚迪/新能源	25%	60%	45%	25%
比亚迪销量（万辆）	56	263	113	62

资料来源：崔东树公众号，浙商证券研究所

2.2 NOA：预计未来 2-3 年渗透率加速提升

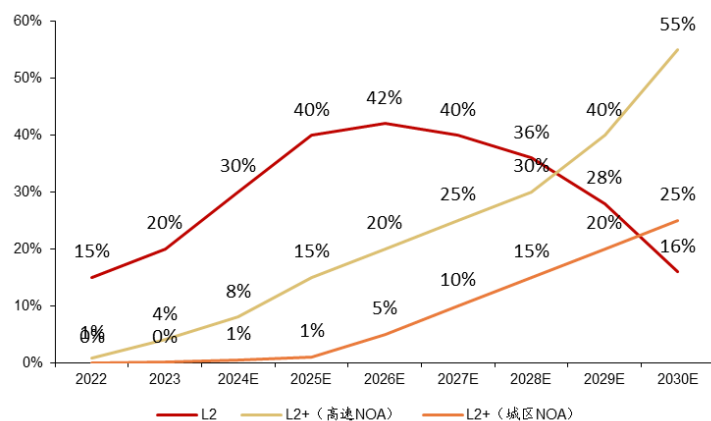
24-26 年高速/城市 NOA 渗透率有望从 8%/1%提升至 20%/5%。NOA（自动辅助导航驾驶，Navigate on Autopilot）是 L3 级别智能驾驶所需的重要功能之一，即车辆在高速或城区行驶时，自动执行车道变更、出入匝道、超车、转向、加减速等复杂操作。2024 年 L2+ 智驾功能预计将达到 8.5%，2024 年后，城区 NOA 功能也将迎来飞速发展，预计 2030 年渗透率达到 25%。

表5：基础辅助 L2/高速&城区 NOA 在开始时间和内容上的区别

智驾阶段	开始时间点	路况	具体内容
基础辅助 L2	2022 前	/	仅实现辅助驾驶功能，包括 LKA（车道保持辅助）、AEB（自适应巡航）、LCC（车道居中辅助）、ALC（自动变道辅助）、HWA（高速驾驶辅助）等。
高速 NOA	2022	封闭或半封闭路况	应用场景为封闭或半封闭场景（包括高速高架、环路、城市快速路等），功能包括自主上下匝道、主动变道、主动超车等。
城区 NOA	2023	城市全开放路况	应用场景为全城市开放路况，可实现无保护左转和掉头、识别交通信号灯、主动变道和超车等功能，也能够自主处理城市路况、处理日产交通场景中车与其他交通要素的交互。

资料来源：慧博资讯，浙商证券研究所

图8：L2+级别智驾渗透率预计稳步提升



资料来源：亿欧智库，浙商证券研究所

3 公司 α ：成本控制+整车智能+盈利弹性大

3.1 市场地位：持续保持领先地位，DM5.0 续航和油耗断层领先

比亚迪在新能源汽车市场保持领先地位，插混成为销量驱动力。2024 年以来，比亚迪推出荣耀版夯实基本盘竞争力，DM5.0 系统新车型陆续发布，续航和百公里油耗断层领先；出口方面，在东南亚、欧洲、拉美等地区渠道持续拓展，产品及产能稳步推进；高端化方面，腾势与方程豹、仰望新车陆续推向市场。2024 年比亚迪市场表现强劲，累计销量约 427 万辆，同比增长 41%，其中插电混动车型（PHEV）贡献了 249 万辆的销量，同比增长 73%。

3.2 竞争壁垒：三电系统研发自供，高度一体化

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。

表6：5 家弗迪系子公司产品覆盖电池/车灯/底盘/动力/冲压等条线

弗迪系子公司	子公司产品
弗迪电池	产品覆盖 3C 电池、动力电池及储能电池、梯次利用等多个领域。
弗迪视觉	专注于车用照明及信号系统相关产品的研发生产，被誉为“中国灯厂”。
弗迪科技	掌握大量的汽车电子及底盘技术，涵盖乘用车、商用车、轨道交通三大领域。
弗迪动力	长期致力于开发燃油车动力总成、新能源汽车动力总成及新能源整体解决方案。
弗迪精工	专业的白车身及零部件焊接生产线，连续多年获得国家高新技术企业认定。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 技术升级：整车智能+Dm5.0+纯电平台，开启新品周期

2023 年比亚迪首发全栈自研高阶智能智驾辅助系统“天神之眼”。2023 年 7 月，在腾势 N7 发布会上，比亚迪宣布全球首发其高阶智能驾驶辅助系统——“天神之眼”，腾势 N7 将搭载这一系统。比亚迪副总裁杨冬生介绍，该高阶智能驾驶辅助驾驶系统的硬件由比亚迪全栈自研，是全球首款完全由整车厂自己设计开发、自己生产的车载计算平台；软件方面，该系统则搭载了比亚迪自主研发的“BOS 比亚迪操作系统”。

比亚迪采用璇玑架构推进整车智能战略。2024 年 1 月，比亚迪梦想之日发布了全新战略——整车智能璇玑架构，是一个集合了比亚迪目前在电动化、智能化的技术的综合体，包括易四方、DMO、e 平台、云辇、三电系统、底盘系统、车身系统、智能座舱和智能驾驶等技术在内。比亚迪全球首创的易四方泊车是在整车智能的基础上，将易四方技术与智驾的泊车技术完美融合，结合四电机灵活平稳的控制能力，可以自动实现精准旋转入库。

比亚迪与华为签署智驾合作协议，基于方程豹豹 8 车型，搭载乾崮智驾 ADS3.0。2024 年 8 月，比亚迪方程豹与华为在深圳签订智能驾驶合作协议。此次合作针对比亚迪旗

下方程豹汽车展开智能驾驶的深入联合研发，首款产品聚焦方程豹豹8车型，搭载华为乾崮智驾 ADS3.0，共同打造全球首个硬派专属智驾方案。

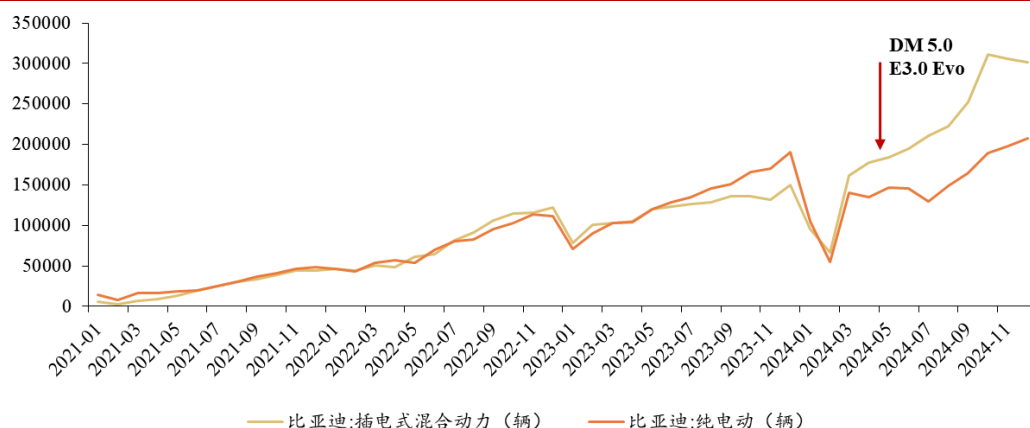
2024 年 12 月 24 日起，比亚迪高阶智能驾驶辅助系统“天神之眼”在全国范围内正式开通无图城市领航（CNOA）功能，可实现“全国都能开，有路都好开”，不论是城区道路，还是乡间小路，都能为用户带来更安全、更便捷的智能驾驶出行体验。此次无图城市领航功能全国开通，是比亚迪在高阶智能驾驶领域迈出的的一大步，标志着比亚迪“天神之眼”高阶智驾能力稳居行业第一梯队。目前，比亚迪天神之眼智能驾驶辅助系统已迭代至 BAS 3.0+超人类驾驶辅助。从搭载车型上看，仰望 U8（豪华版）、腾势 Z9 GT、腾势 N7 等车型将陆续开通全国领航功能。

- ✓ 在数据层面，比亚迪智能驾驶车型搭载已突破 400 万辆，位居中国第一，具有中国最大的车云数据库。
- ✓ 在算法层面，比亚迪拥有行业领先的端到端大模型和超强的迭代能力，支撑了比亚迪高阶智驾的快速迭代、快速更新。
- ✓ 在感知层面，基于璇玑架构打造的整车融合感知，中央计算平台完成整车全传感链大融合，可实时监测全车信息、车辆状态、车主驾驶状态，使车辆拥有全景、全天候、全地域的感知能力，最大程度地保障用户驾驶的安全与舒适。
- ✓ 在执行层面，比亚迪天神之眼发挥其智电融合的独家优势，全球首创易四方泊车、易三方泊车等功能，有超 300 种泊车场景，做到智能泊车能力的跨越式领先，重新定义智驾技术新高度。

2024 年 5 月，比亚迪第五代 DM 技术发布。第五代 DM 技术实现全球最高发动机热效率 46.06%、全球最低百公里亏电油耗 2.9L 和全球最长综合续航 2100 公里，开启油耗 2 时代，重新定义插混技术标杆。油耗是燃油车的 1/3，综合续航是燃油车的 3 倍。2023 年，中国插混车型销量同比增长 85%，已经成为新能源市场最火热的赛道。截至目前，比亚迪插混车型累销超 360 万，中国每卖出 2 辆插混，就有 1 辆是比亚迪。全球每卖出 4 辆插混，就有 3 辆是中国品牌，比亚迪引领中国插混成为全球汽车技术的主流路线。

2024 年 5 月，比亚迪发布 e 平台 3.0 Evo 版。E3.0 Evo 平台搭载 12 合 1 智能电驱技术集群，5 月首发海狮 07EV，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。E4.0 平台有望后续推出，纯电车型换代在即。

图9：2021-2024 比亚迪插混及纯电销量走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.4 出海布局：南美及欧洲市场渗透率低、增速快，东南亚稳步推进

渗透率提升空间广阔，欧美有望接棒发展。全球主要汽车市场中，除挪威和瑞典以外，大部分国家新能源汽车的渗透率处于30%以下，其中2024年1-10月，中国、美国、德国、英国和法国等的新能源汽车渗透率分别为38%、10%、18%、23%和21%，正处于行业生命周期曲线的成长期。

图10：2016-2024年世界各国新能源渗透率

汽车新能源渗透率		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年				
		:年度	:年度	:年度	:年度	:年度	:年度	:年度	:年度	1季度	2季度	3季度	4季度	年累
全球		0.7%	1.1%	2.0%	2.3%	3.7%	7.8%	13.0%	15.7%	15.0%	18.0%	20.4%	22.6%	18.4%
中国汇总		1.0%	1.8%	3.6%	4.1%	4.6%	12.6%	24.2%	29.5%	29.6%	36.8%	42.9%	44.7%	37.7%
欧洲	德国	0.7%	1.3%	1.8%	2.7%	12.6%	22.7%	28.0%	22.2%	16.3%	16.9%	19.0%	21.1%	17.7%
	法国	1.4%	1.6%	2.0%	2.5%	9.1%	14.4%	17.3%	22.0%	22.5%	20.0%	20.7%	19.5%	20.9%
	挪威	21.6%	29.0%	37.7%	41.9%	58.3%	69.8%	73.5%	70.0%	67.2%	66.5%	76.8%	76.2%	70.7%
	欧洲其他	0.7%	0.7%	1.0%	2.1%	4.3%	7.2%	10.0%	13.8%	12.8%	12.7%	13.1%	12.3%	13.6%
	瑞典	3.0%	4.5%	6.5%	10.2%	27.1%	39.1%	49.1%	51.1%	46.6%	48.5%	54.1%	54.1%	50.1%
	意大利	0.1%	0.2%	0.5%	0.7%	3.4%	9.8%	9.8%	8.0%	5.6%	7.6%	7.3%	7.3%	6.8%
	英国	1.1%	1.6%	2.0%	2.6%	8.9%	16.3%	20.3%	21.2%	20.4%	22.8%	25.2%	26.8%	23.1%
欧洲汇总		1.1%	1.4%	1.9%	2.7%	8.3%	14.2%	18.3%	18.5%	16.0%	16.5%	17.9%	17.8%	17.1%
北美	美国	0.9%	1.1%	2.0%	1.8%	2.2%	4.2%	6.9%	9.1%	9.0%	9.4%	9.8%	10.2%	9.5%
	北美其他	0.2%	0.3%	0.7%	0.8%	1.0%	1.6%	2.9%	3.9%	3.1%	4.6%	4.8%	5.5%	4.3%
北美洲汇总		0.8%	1.0%	1.8%	1.7%	2.0%	3.8%	6.2%	8.3%	8.0%	8.6%	8.9%	9.3%	8.6%
亚洲其他	韩国	0.3%	0.8%	1.9%	2.0%	2.5%	6.2%	9.9%	8.9%	7.4%	10.0%	11.9%	9.3%	9.8%
	日本	0.4%	1.0%	0.9%	0.7%	0.5%	1.0%	2.2%	2.9%	3.4%	2.6%	2.8%	2.6%	2.9%
	亚洲其他	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	0.5%	1.9%	2.2%	2.2%	2.3%	2.0%	2.2%
亚洲其他汇总		0.2%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	1.0%	1.8%	2.8%	2.9%	3.1%	3.3%	2.9%	3.1%
南半球汇总		0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.8%	2.0%	3.5%	3.4%	2.4%	2.6%	3.0%

资料来源：乘联数据，浙商证券研究所

海外上市车型、生产基地和渠道布局逐渐完善。2024年比亚迪海外销售42万辆，同增72%，主要覆盖东南亚、南美等市场。东南亚市场中，以泰国（比亚迪市占率30%+）和印尼（规划年产能15万辆，26年投产）为主；欧洲初步推进中；南美以巴西为主。出口车型中，2023年以元PLUS为主，相对单一；2024年产品矩阵逐步完善，插混车型出口加速。

图11：2023年至今公司汽车出海大事件

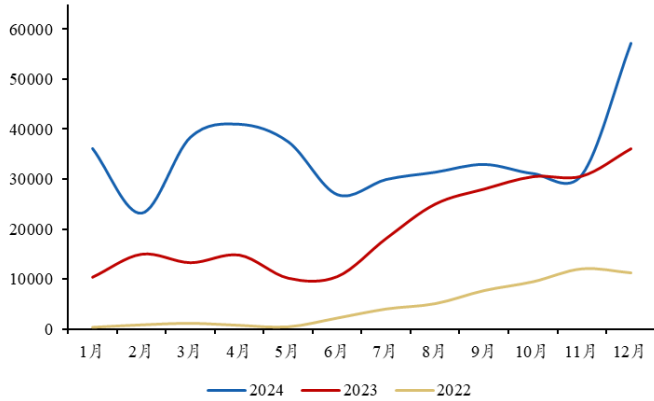


资料来源：公司公告，公司官网，盖世汽车，小迪快报，浙商证券研究所

出海销量不断提升，海外销量占比保持稳定。2022-2024年，新能源乘用车月度出口数量逐年攀升，2024年海外销量占比保持在7%以上。2024年1-11月，巴西、泰国、澳大

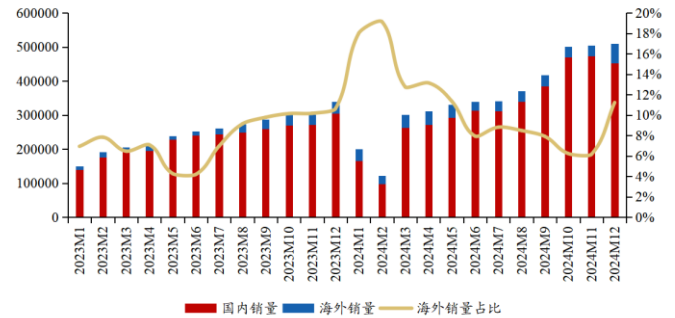
利亚、以色列、印度尼西亚、英国等国家为主要出口销量流向，销量占比分别为 31%、12%、9%、8%、7%、4%。

图12：公司新能源乘用车月度海外销量（单位：辆）



资料来源：乘联分会，浙商证券研究所

图13：公司海外销量及占比（单位：辆）



资料来源：乘联分会，公司公告，浙商证券研究所

泰国工厂规划年产能 15 万辆。2022 年，比亚迪宣布在泰国建厂，2024 年 7 月已投产；此外，公司在欧洲（匈牙利，25 年底 20 万辆；土耳其，26 年底 15 万辆）、亚洲（乌兹别克斯坦，一阶段 5 万辆，27 年 50 万辆）、南美（巴西，25 年 15 万辆乘用车）等地进行产能布局。

表7：比亚迪海外产能建设情况

海外工厂	位置	大洲	投产时间	产能	产品	投资金额
法国	法兰西大区博韦市	欧洲	2018 年	200 辆	纯电动车等	0.1 亿欧元
匈牙利	南部塞格德	欧洲	预计 2025 年底	20 万辆	乘用车	10 亿欧元
泰国	罗勇府	亚洲	2024 年 7 月	一期 15 万辆，共 30 万辆	乘用车	179 亿泰铢（约合人民币 36 亿元）
乌兹别克斯坦	吉扎克州	亚洲	2024 年 1 月	第一阶段 5 万辆，至 2027 年 50 万辆	乘用车	0.6 亿美元，合资项目，公司股比低于 50%
巴西	东北部巴伊亚州卡马萨里市	南美洲	预计 2025 年初	20 万辆（15 万乘用车、5 万商用车）	乘用车等	30 亿雷亚尔（折合人民币约 45 亿元）
印度尼西亚	西爪哇省梳邦市	亚洲	预计 2026 年 1 月	15 万辆	乘用车	16 万亿印尼盾（折合人民币约 74 亿元）
土耳其	马尼萨市	欧洲	预计 2026 年底	15 万辆	乘用车（纯电和混动）	10 亿美元

资料来源：公司官网，James 董公众号，浙商证券研究所

3.5 预期差：盈利能力有望提升，技术迭代+出海战略提升全球份额

市场认为，公司作为成本控制能力较强的企业，盈利能力提升空间有限。

我们认为，公司目前在单车成本上仍有进一步降低的空间，后续随销量持续上行、规模效应进一步加强，且资本开支和研发费用等回落到合理区间，且随高端车型和出海占比持续提升，公司利润释放有望超预期。

公司机器设备折旧年限策略更加严格，后续单车折旧有望下降。2023 年由于新能源汽车技术升级迭代持续加快，对应动力电池在产品结构及性能等方面的要求不断升级，公司原先部分技术平台下的动力电池生产设备已经无法满足新产品的生产，公司将上述动力电池长期资产折旧/摊销年限由 5 年变更为 3 年，因此 2023 年度增加长期资产折旧/摊销人民币约 33.5 亿元，减少净利润和归母净利润人民币约 28 亿元。后续由于折旧逐渐趋于平缓而公司销量持续增长，单车折旧有望显著下降，从而提升公司单车盈利空间。2023 年公司资本开支达到历史新高 1220.94 亿元，2024 年 H1 公司资本开支 472 亿元，同比下降 28%，后续由于折旧逐渐趋于平缓而公司销量持续增长，单车折旧有望显著下降，从而提升公司单车盈利空间。

表8: 车企单车折旧成本对比

车企单车折旧成本（万元）对比	2023	24H1
比亚迪	1.25	1.68
长城	0.39	0.49
长安	0.16	0.15
广汽	0.11	0.17
赛力斯	1.08	0.37

资料来源: Choice, 浙商证券研究所

表9: 车企折旧年限对比

项目/车企	比亚迪	长城	长安	广汽	赛力斯
机器设备	3-12 年	10 年	5-20 年	5-15 年	5-10 年
房屋及建筑物	5-70 年	8-40 年	20-35 年	20 年以上	10-35 年
运输工具	3-5 年	4-10 年	4-10 年	4-10 年	3-8 年

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

研发费用显著高于平均水平，盈利弹性提升空间足。费用方面，2023 年公司研发费用达到了 395.75 亿元，公司近几年都保持着高强度的研发投入，2023 年公司单车研发费用达到 1.31 万元，2024H1 单车研发费用 1.22 万元。且公司研发费用资本化率较低（2023 年 0.9%），一方面，研发费用在当期利润中直接体现；另一方面，后期亦无摊销的利润扰动风险。

表10: 车企研发费用对比

车企单车研发费用（万元）对比	2023	24H1	研发费用资本化率（2023）
比亚迪	1.31	1.22	0.9%

长城汽车	0.78	0.90	74.2%
长安汽车	0.31	0.30	50.6%
广汽集团	0.07	0.08	405.4%
赛力斯	1.42	1.42	225.0%

资料来源: Choice, 浙商证券研究所

公司单车净利相对稳健。2024 年 H1, 比亚迪的单车售价、单车毛利和单车归母净利润分别为 14.2 万、3.4 万和 0.9 万元。2022 年以来, 尽管单车售价有所下降, 但得益于规模效应, 总体上公司单车盈利相对稳健。

表11: 比亚迪单车售价/毛利/净利对比

	2019	2020	2021	2022	2023	24H1
单车售价 (万元)	13.71	19.67	15.20	17.38	15.99	14.15
单车毛利 (万元)	3.00	4.96	2.64	3.54	3.68	3.39
单车净利 (万元)	0.46	1.41	0.54	0.95	1.04	0.87

资料来源: Choice, 浙商证券研究所

与前不同的认识: 公司产品技术持续升级, 随 DM5.0、全新纯电平台、智能化等稳步推进, 公司市占率有望进一步提升; 出海方面, 公司在南美、东南亚、欧洲等地产能持续释放, 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, 全球竞争力有望提升。

股价上涨驱动因素: 销量持续上行, 利润持续增厚, 新技术行业领先。

跟踪检验指标: 公司销量情况, 海外产能建设及爬产情况, 海外渠道布局情况, 折旧及研发费用。

驱动股价上涨催化剂: 配置新技术 (DM5.0&E4.0&天神之眼) 新车型销量超预期, 海外新能源车支持力度超预期。

4 盈利预测与估值

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 6043/7252/8340 亿元, 同比增长 25%/20%/15%, 毛利率稳步提升, 24-26 年毛利率分别为 23.0%/24.0%/24.5%。

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 1482/1853/2316 亿元, 毛利率较为稳定。我们预计公司 24-26 年归母净利润 368/547/676 亿元, 同增 22%/49%/24%, 对应 PE 为 21、14、12 倍。

表12: 比亚迪盈利预测 (百万元)

业务	类型	2022	2023A	2024E	2025E	2026E
汽车	营业收入	324691.18	483453.32	604316.65	725179.98	833956.97
	YOY	188.6%	48.9%	25.0%	20.0%	15.0%

	营业成本	258498.94	372156.50	465323.82	551136.78	629637.52
	毛利率	20.4%	23.0%	23.0%	24.0%	24.5%
	业务占比	76.6%	80.3%	79.9%	78.6%	77.3%
手机部件及组装	营业收入	98815.05	118576.91	148221.14	185276.42	231595.53
	YOY	14.3%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
	营业成本	92828.6	108165.6	136363.4	169527.9	210751.9
	毛利率	6.1%	8.8%	8.0%	8.5%	9.0%
	业务占比	23.3%	19.7%	19.6%	20.1%	21.5%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧。目前公司在中国新能源汽车市场的份额位居第一，如果未来同业产品力提升，行业竞争加剧等因素导致公司市占率消化，将会影响公司的销售收入和业绩等。

海外市场推进不及预期。目前公司在海外布局越发深入，海外市场重要性也在不断提升，如果海外政策发生不利变动，将影响公司的销售收入；同时若海外产能释放不及预期，可能影响海外销量。

新技术效果不及预期。公司 DM5.0 和纯电平台、高阶智驾新车型推出之后，市场反应可能不及预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	302121	324614	390883	500474
现金	109094	62951	81836	156303
交易性金融资产	9563	13251	12021	12431
应收账款	61866	76034	97804	115192
其它应收款	2758	3774	4327	5130
预付账款	2215	7822	9967	8856
存货	87677	128543	150987	170853
其他	28948	32238	33941	31709
非流动资产	377426	401715	454642	489854
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	17647	16566	17107	16837
固定资产	230904	261615	298812	324700
无形资产	37236	41646	46736	53182
在建工程	30361	29473	28368	23873
其他	61278	52414	63619	71263
资产总计	679548	726329	845525	990328
流动负债	453667	485732	538018	605749
短期借款	18323	23494	13633	13079
应付款项	198483	251845	301581	352757
预收账款	0	2	1	1
其他	236860	210392	222803	239912
非流动负债	75419	47463	55463	59449
长期借款	11975	11975	11975	11975
其他	63444	35488	43488	47473
负债合计	529086	533195	593481	665197
少数股东权益	11652	16284	20506	25990
归属母公司股东权	138810	176850	231538	299141
负债和股东权益	679548	726329	845525	990328

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	169725	23098	129454	171330
净利润	31344	41407	58909	73087
折旧摊销	42162	42080	53017	64467
财务费用	(1475)	(982)	(1009)	(2208)
投资损失	(1635)	(128)	(229)	(300)
营运资金变动	99070	4616	40189	56152
其它	259	(63893)	(21424)	(19869)
投资活动现金流	(125664)	(78677)	(99962)	(99014)
资本支出	(89128)	(73630)	(90385)	(86835)
长期投资	(2159)	1078	(540)	271
其他	(34377)	(6126)	(9038)	(12450)
筹资活动现金流	12817	9435	(10607)	2152
短期借款	13170	5171	(9861)	(554)
长期借款	4382	0	0	0
其他	(4735)	4265	(746)	2705
现金净增加额	56879	(46143)	18885	74467

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	602315	755906	922205	1078980
营业成本	480558	604516	730651	851803
营业税金及附加	10350	12185	15505	18025
营业费用	25211	27969	32277	37764
管理费用	13462	18234	21540	25115
研发费用	39575	45354	53488	62581
财务费用	(1475)	(982)	(1009)	(2208)
资产减值损失	(3768)	(2463)	(2869)	(3033)
公允价值变动损益	258	144	176	192
投资净收益	1635	128	229	300
其他经营收益	5344	3117	3400	3936
营业利润	38103	49555	70688	87296
营业外收支	(834)	(1020)	(958)	(938)
利润总额	37269	48535	69730	86358
所得税	5925	7128	10821	13271
净利润	31344	41407	58909	73087
少数股东损益	1303	4632	4222	5484
归属母公司净利润	30041	36775	54687	67603
EBITDA	77824	90001	122398	149129
EPS（最新摊薄）	10.33	12.64	18.80	23.24

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	42.04%	25.50%	22.00%	17.00%
营业利润	76.88%	30.06%	42.64%	23.49%
归属母公司净利润	80.72%	22.42%	48.71%	23.62%
获利能力				
毛利率	20.21%	20.03%	20.77%	21.05%
净利率	5.20%	5.48%	6.39%	6.77%
ROE	22.10%	21.41%	24.57%	23.43%
ROIC	12.69%	16.09%	19.19%	19.03%
偿债能力				
资产负债率	77.86%	73.41%	70.19%	67.17%
净负债比率	7.19%	8.35%	5.62%	5.00%
流动比率	0.67	0.67	0.73	0.83
速动比率	0.47	0.40	0.45	0.54
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.08	1.17	1.18
应收账款周转率	11.96	11.17	11.14	10.87
应付账款周转率	2.87	2.78	2.74	2.69
每股指标(元)				
每股收益	10.33	12.64	18.80	23.24
每股经营现金	58.34	7.94	44.50	58.89
每股净资产	47.68	60.79	79.59	102.82
估值比率				
P/E	26.25	21.45	14.42	11.67
P/B	5.69	4.46	3.41	2.64
EV/EBITDA	7.23	8.95	6.45	4.85

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。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。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>