

买入

2025 年 02 月 19 日

天神之眼发布，智驾平权时代到来

➤ **“天神之眼”智驾系统发布，智驾平权到来：**2月10日比亚迪发布“天神之眼”高阶智驾系统矩阵，旨在通过技术普及和降低智驾门槛，让每一个消费者都能体验到更安全更舒适的出行服务。天神之眼分为三个版本：天神之眼 A（DPilot600）、天神之眼 B（DPilot300）、天神之眼 C（DPilot100）。天神之眼 A：搭载 3 颗激光雷达+双 Orin X 芯片（508 tops）+12 颗摄像头+5 毫米波雷达+12 超声波雷达。此套系统通过强大的硬件支持，实现高度智能化的驾驶能力及安全冗余，由于此套成本最高因此用于公司的仰望品牌。天神之眼 B：搭载 1-2 颗激光雷达+单 Orin X 芯片（254 tops）+5 颗毫米波雷达 +12 颗摄像头+12 颗超声波雷达。同样采用激光雷达与视觉融合方案，但激光雷达的数量更少，算力减半，平衡性能与成本。可以实现高速+城区 NOA。主要搭载于公司的中高端车型如腾势、汉/唐的高配车型。天神之眼 C：搭载前视三目摄像头（长焦 800 万像素）+5 毫米波雷达+12 超声波雷达，是一套低成本的纯视觉方案。能实现高速 NOA、代客泊车及通勤模式。得益于其较低的成本，这套系统主要搭载在公司 20 万元以下的车型上，覆盖王朝与海洋品牌 21 款车型。

➤ **2024 年销量 425 万，天神之眼将助公司保持市占率：**2024 年公司新能源乘用车销量继续创历史新高，达到 425 万辆，同比+41%，主要得益于荣耀版车型及 DMI 5.0 车型的持续热销。插电混动累计销量为 248 万辆，同环比+73%，占比提升至 58%；纯电 176 万辆，同比+16%。高端品牌腾势+方程豹+仰望累计销量 18.8 万辆，同比+39%，占总销量的 4.4%。2024 年中国新能源乘用车销量为 1090 万辆，同比+41%，比亚迪新能源市占率为 35%，较去年下降一个百分点，主要是由于下半年多款有竞争力的对标混动车型上市，使得产品优势不再凸显。进入 2025 年，预计更多混动对标车型上市将会对比亚迪 DMI5.0 形成压力，但随着全系标配天神之眼的高阶智驾车型推出，比亚迪将继续在 10-20 万元的主力价格带保持较强的竞争力，预计公司 2025 年市占率将保持稳定，预计全年销售新车达到 550 万辆。

➤ **目标价 486.4 港元，买入评级：**随着天神之眼在各个车型中陆续搭载，比亚迪补上了公司的短板，也将带动全行业智驾渗透率快速提高，整体智驾硬件和软件成本也将逐步降低，并且 25 年将是公司纯电车型的大年，新一代纯电平台及相关技术将发布，伴随公司车型的高端化及海外销量占比增加预计将持续增厚单车净利润。我们预计 2024-26 年公司综合净利润为 400.3/536.7/653.8 亿元人民币。分布式估值，给予公司 25 年汽车业务 25 倍 PE 及电子业务 20 倍 PE，综合估值 13086 亿港元，调整公司 2025 年目标价至 486.4 港元，较目前价格有 32.3%上涨空间，买入评级。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

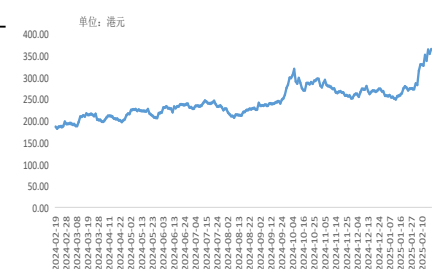
行业	汽车制造
股价	365.6 港元
目标价	486.4 港元 (+32.3%)
股票代码	1211
已发行股本	29.09 亿股
总市值	10636 亿港元
52 周高/低	372.4 港元/176.6 港元
每股净资产	59.26 元
主要股东	王传福...17.65%

盈利摘要

截至12月31日	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入(百万元)	424,061	602,315	808,416	1,018,319	1,216,631
变动(%)	96.2%	42.0%	34.2%	26.0%	19.5%
净利润(百万元)	16,622	30,041	40,029	53,674	65,378
每股收益(元)	5.7	10.3	13.8	18.4	22.5
变动(%)	445.9%	80.7%	33.2%	34.1%	21.8%
市盈率@365.6港元	59.5	32.9	24.7	18.4	15.1
每股股息(港元)	1.23	3.33	4.44	5.95	7.25
股息率(%)	0%	1%	1%	2%	2%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
人民币 百万元，财务年度截至12月											
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入	424,061	602,315	808,416	1,018,319	1,216,631	盈利能力					
毛利	72,245	121,757	177,274	233,341	284,032	毛利率 (%)	17.0%	20.2%	21.9%	22.9%	23.3%
税金及附加	(7,267)	(10,350)	(13,891)	(17,498)	(20,905)	EBITDA 利率 (%)	7.8%	11.2%	10.8%	10.7%	10.6%
销售及管理费用	(25,068)	(38,673)	(59,823)	(77,392)	(94,897)	净利率 (%)	3.9%	5.0%	5.0%	5.3%	5.4%
研发费用	(18,654)	(39,575)	(54,734)	(70,982)	(87,238)	营运表现					
经营利润	21,255	33,159	48,826	67,469	80,991	SG&A/收入 (%)	5.9%	6.4%	7.4%	7.6%	7.8%
财务费用	1,618	1,475	48	967	2,224	实际税率 (%)	16.0%	15.9%	15.9%	15.9%	15.9%
投资收益	(792)	1,635	0	0	0	股息支付率 (%)	20.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
税前盈利	21,080	37,269	49,476	66,140	80,471	库存周转天数	82.1	66.6	70.0	70.0	70.0
所得税	(3,367)	(5,925)	(7,865)	(10,514)	(12,792)	应付账款天数	147.1	148.7	128.2	128.2	128.2
少数股东应占利润	1,091	1,303	1,582	1,952	2,301	应收账款天数	33.4	37.5	37.5	37.5	37.5
净利润	16,622	30,041	40,029	53,674	65,378	财务状况					
折旧及摊销	(16,550)	(37,209)	(46,906)	(55,720)	(63,864)	净负债/权益	2.6	2.8	2.9	2.7	2.4
EBITDA	33,172	67,250	86,935	109,394	129,241	收入/总资产	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
EPS(元)	5.71	10.32	13.75	18.44	22.46	总资产/权益	4.1	4.5	4.2	4.1	3.9
增长						盈利对利息倍数					
总收入 (%)	96.2%	42.0%	34.2%	26.0%	19.5%						
EBITDA (%)	179.9%	102.7%	29.3%	25.8%	18.1%						
每股收益 (%)	445.9%	80.7%	33.2%	34.1%	21.8%						
资产负债表						现金流量表					
人民币 百万元，财务年度截至12月						人民币 百万元，财务年度截至12月					
	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测		2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
现金	51,471	109,094	65,441	93,161	135,059	净利润	33,172	67,250	86,935	109,394	129,241
应收账款	38,828	61,866	83,035	104,595	124,965	资产减值准备	1,386	2,188	0	0	0
存货	79,107	87,677	121,041	150,544	178,855	折旧摊销	16,550	37,209	46,906	55,720	63,864
其他流动资产	13,136	13,215	13,215	13,215	13,215	财务费用	616	530	0	0	0
总流动资产	240,804	302,121	317,641	398,095	490,276	其他营运活动	394	276	0	0	0
固定资产	131,880	230,904	288,287	344,231	396,135	营运性现金流	140,838	169,725	93,142	166,929	185,200
无形资产	23,223	37,236	42,926	48,097	52,797	资本开支	(97,457)	(122,094)	(127,200)	(127,200)	(127,200)
其他长期资产	21,045	15,274	15,274	15,274	15,274	其他投资活动	(23,139)	10,508	0	0	0
总资产	493,861	679,548	775,361	927,295	1,082,813	投资性现金流	(120,596)	(125,664)	(127,200)	(127,200)	(127,200)
应付账款	143,766	198,483	224,790	279,581	332,159	负债变化	(16,413)	18,073	0	0	0
短期银行贷款	5,153	18,323	18,323	18,323	18,323	权益性融资	(1,633)	(4,102)	(9,012)	(12,009)	(16,102)
其他短期负债	2,615	1,829	1,829	1,829	1,829	股息	(4,982)	0	0	0	0
总短期负债	333,345	453,667	517,465	625,783	729,724	其他融资活动	(19,489)	12,817	(9,012)	(12,009)	(16,102)
长期银行贷款	7,594	11,975	11,975	11,975	11,975	融资性现金流					
其他负债	26,897	50,646	50,646	50,646	50,646	现金变化	753	56,879	(43,071)	27,720	41,898
总负债	372,471	529,086	592,884	701,201	805,143	期初持有现金	49,820	51,182	108,512	65,441	93,161
少数股东权益	10,361	11,652	13,234	15,185	17,486	期末持有现金	51,182	108,512	65,441	93,161	135,059
股东权益	121,390	150,462	182,477	226,094	277,671						
每股账面值 (元)	42	52	63	78	95						
营运资金	(92,541)	(151,545)	(199,824)	(227,687)	(239,447)						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。