

比亚迪（002594）

高端化战略：科技安全并举，重塑新能源豪华格局

买入（维持）

2025 年 08 月 30 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

研究助理 胡锦芸

执业证书：S0600123070110

hujinyun@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	602,315	777,102	924,484	1,047,692	1,182,623
同比（%）	42.04	29.02	18.97	13.33	12.88
归母净利润（百万元）	30,041	40,254	52,337	62,894	75,607
同比（%）	80.72	34.00	30.01	20.17	20.21
EPS-最新摊薄（元/股）	3.29	4.42	5.74	6.90	8.29
P/E（现价&最新摊薄）	34.62	25.83	19.87	16.53	13.75

投资要点

■ **三个高端品牌分工明确，腾势承担规模支撑，方程豹释放增量潜力，仰望树立技术标杆。**腾势作为高端化“压舱石”，依托奔驰品牌底蕴与比亚迪技术，聚焦 30-50 万元中高端市场，2022 年推出旗舰 MPV D9，后续逐步完善产品矩阵推出 Z9GT/Z9 豪华轿车，并落地 N7、N8、N9 等 SUV；方程豹以“越野+科技+潮流”开辟 15-45 万元细分蓝海，首款车型豹 5 销量亮眼，24Q4 推出硬派旗舰豹 8，25 年推出钛 3 面向年轻群体，打造“硬派越野豹系列+潮流科技钛系列”双产品线；仰望锚定 100 万元以上超高端市场，U8、U9、U7 搭载顶级技术，核心目标是树立技术标杆、提升整体品牌溢价。从销量看，三大品牌 2025H1 达 14 万辆，同增 70%，占总销量比重从 2022 年 0.5%升至 2025H1 的 6.6%；结构上，2023 年依赖腾势单一核心，2024 年方程豹开始释放增量弹性，2025H1 腾势、方程豹分别占 56%、43%。

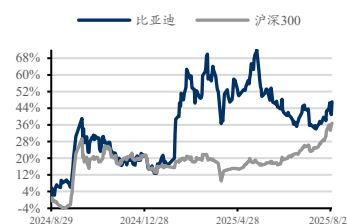
■ **比亚迪高端品牌的核心竞争力在于“科技+安全”，形成从技术突破到场景落地的完整链路。**1) **智驾系统**：“天神之眼”A 版（三激光+双芯片）用于仰望，实现全域 NOA 与复杂泊车；B 版（单激光雷达）搭载腾势，兼顾性能与成本；C 版（纯视觉）用于方程豹低配，推动“全民智驾”，且率先实现媲美 L4 级智能泊车并承诺安全兜底。2) **动力系统**：自主研发易四方/易三方，以及 DMO 越野混动平台，显著提升驾控性、灵活性和安全性；3) **智能底盘**：自研云辇悬架，通过算法对悬架进行主动调整，拓宽操控性能边界。4) **智能座舱**：以 DiLink 平台为统一底层，共享语音交互、多屏联动、OTA 升级等能力，同时差异化定制。

■ **高端车销量增长潜力大，盈利维持高水平。**我们预计 25/26 年比亚迪高端车销量有望达 36/55 万辆，同增 90%/53%。1) 腾势：25/26 年销量 19/29 万辆，N9 于 3 月上市后销量亮眼，N8L 将于 26 年 Q2 上市，D9 持续拓展海外，出口销量维持高增。2) 方程豹：25/26 年销量 17/26 万辆，钛 3 于 25 年 4 月开始销售，上半年销量已达 2.1 万辆，钛 7 将于 25 年 10 月上市。3) 仰望：超豪华车型 25 年销量受消费税影响，25H1 销量同减 82%，未来仍有增长潜力。盈利方面，高端品牌降价可能性较小，我们预计平均单车利润维持约 4 万元（普通车型 0.2-0.3 万元），25/26 年有望贡献约 142/217 亿利润。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%，对应 PE 20/17/14x，公司作为国内市占率第一的龙头，给予 25 年 26x，目标价 149 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	114.06
一年最低/最高价	102.57/416.98
市净率(倍)	1.59
流通 A 股市值(百万元)	397,754.80
总市值(百万元)	1,039,907.55

基础数据

每股净资产(元,LF)	71.85
资产负债率(% ,LF)	70.71
总股本(百万股)	9,117.20
流通 A 股(百万股)	3,487.24

相关研究

《比亚迪(002594)：2025 年 7 月销量点评：7 月销量环比回落，继续加快高端化和出口》

2025-08-06

《比亚迪(002594)：5 月销量点评：出口表现持续强劲，降价促销推动本土增长恢复》

内容目录

1. 三大品牌矩阵成型，共塑新能源豪华新范式	4
1.1. 高端品牌矩阵：腾势稳盘、方程豹出奇、仰望塑峰	4
1.2. 销量：腾势为支柱，方程豹释放弹性	5
2. “科技+安全”双核驱动，重新定义高端护城河	6
2.1. 智驾系统：天神之眼赋能，兜底 L4 级智能泊车	6
2.2. 动力系统：独创四电机/三电机+自研澎湃动力 DMO 技术	8
2.3. 智能底盘：云辇主动悬架融合感知-决策-执行层	10
2.4. 智能座舱：DiLink 实现 AI 智能交互	11
3. 高端车销量增长潜力大，盈利维持高水平	12
4. 盈利预测与投资评级	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1:	比亚迪高端产品销量及增速 (万辆)	6
图 2:	比亚迪高端品牌占比	6
图 3:	三大品牌销量占比	6
图 4:	三大品牌销量 (辆)	6
图 5:	官方承诺为智能泊车安全兜底, 率先实现媲美 L4 级智能泊车	8
图 6:	四电机平台独立驱动架构	9
图 7:	易四方平台电驱总成系统	9
图 8:	独创易三方技术, 带来易三方泊车辅助、圆规掉头、智能蟹行等智能化驾驶体验	9
图 9:	后轮双电机驱动技术	10
图 10:	腾势 N9 鱼钩测试全程轨迹	10
图 11:	DMO 八大核心技术	10
图 12:	DMO 架构构建专业级越野平台	10
图 13:	云辇 A 智能空气车身控制系统	11
图 14:	云辇在横纵垂多维技术突破	11
图 15:	Dilink 全方位互联图谱	12
图 16:	Dilink 仰望旗舰科技智能座舱	12
表 1:	品牌产品矩阵	5
表 2:	天神之眼系列辅助驾驶功能	7
表 3:	比亚迪高端车销量预期 (辆)	13
表 4:	比亚迪高端车利润预期	14
表 5:	可比公司估值 (截至 2025 年 8 月 29 日, 港股市值按 8 月 29 日汇率 0.91 换算)	14

1. 三大品牌矩阵成型，共塑新能源豪华新范式

比亚迪近年来在高端品牌矩阵的构建上展现出清晰的战略意图与技术实力。在新能源车领域的深耕令比亚迪有了系统性的产品布局，除比亚迪旗下王朝系列和海洋系列外，比亚迪在高端市场布局了腾势、方程豹、仰望三大品牌，分别覆盖不同的细分市场，形成差异化竞争格局

1.1. 高端品牌矩阵：腾势稳盘、方程豹出奇、仰望塑峰

比亚迪高端化路径呈现出“三足鼎立”的格局：腾势承担规模支撑，方程豹释放增量潜力，仰望树立技术标杆。整体来看，腾势确保规模与口碑，方程豹提供增量与弹性，仰望树立技术与品牌高点，三者协同推动比亚迪高端化战略进入全面落地阶段。

腾势作为比亚迪高端化战略布局的核心载体，凭借奔驰的品牌底蕴与比亚迪深厚的技术积累，在高端新能源汽车市场率先站稳脚跟。2022年，腾势推出首款高端MPV车型D9，该车一经上市便迅速获得市场认可，凭借出色的空间表现、豪华的内饰质感以及比亚迪领先的混动与纯电技术，2022-2023年连续两年蝉联中国MPV全市场年度销量、保值率、用户满意度三冠王，打破20年的市场垄断，为腾势品牌树立了良好口碑。当前，腾势产品矩阵覆盖轿车、SUV与MPV全品类，除旗舰MPVD9持续深耕商务与家庭出行市场外，后续分别在2025年内推出N7、N8、N9等SUV车型丰富产品线，同时腾势官方透露腾势N8L将于26Q2上市。其于2024年9、11月推出定位豪华轿车领域的Z9GT/Z9，进一步完善产品布局，巩固其在高端市场的地位，持续担当比亚迪高端化进程中的“压舱石”角色。

方程豹品牌凭借独特的“越野+科技+潮流”定位，迅速开辟出一片细分市场蓝海。2023年8月25日，方程豹首款车型豹5在成都车展正式发布并开启盲订，同年11月9日正式上市，随即快速放量，仅2024年全年豹5销量就达48913辆，助力方程豹品牌跻身新势力交付速度前列。豹5作为品牌开山之作，基于DMO超级混动越野平台打造，以出色的越野性能与新能源科技融合，满足了越野爱好者与追求个性化消费者的需求，成功塑造了品牌形象。目前，方程豹已构建起“豹系列”和“钛系列”产品体系，“豹系列”主打硬派越野性能，如硬派旗舰豹8于2024年Q4上市，延续豹5的越野基因并进一步升级；“钛系列”则聚焦潮流科技属性，钛3、钛7等车型计划面向年轻消费者，钛7已于8月12日首车正式下线。方程豹在新能源激烈竞争环境下，契合当下汽车消费年轻化、个性化的发展趋势，开辟比亚迪新的增长道路。

仰望肩负着比亚迪技术向上、品牌向上的使命，锚定百万级高端新能源汽车市场。2023年4月18日，仰望首款车型U8在上海车展发布并开启预售，同年9月20日，仰望U8豪华版正式上市，五天订单量突破3万台，4月达成5000辆交付，开创中国百万级SUV车型销量的最快达成纪录，彰显出强大的市场号召力。U8凭借“易四方”四电机独立控制技术，以及百万级豪华配置与极致性能表现，树立起行业技术标杆。仰望品牌

旗下 U7、U8、U9 分别精准切入旗舰轿车、硬派越野与纯电超跑三大高端细分赛道，虽不以销量规模为首要目标，但通过产品展现出的顶尖技术实力，大幅提升了比亚迪整体品牌溢价能力与行业影响力，助力比亚迪在全球高端汽车市场中站稳脚跟，向世界展示中国新能源汽车的技术高度与东方审美品牌魅力。后续，仰望将持续深耕高端技术领域，不断推出引领行业发展的新产品，巩固其在高端市场的领先地位。

表1：品牌产品矩阵

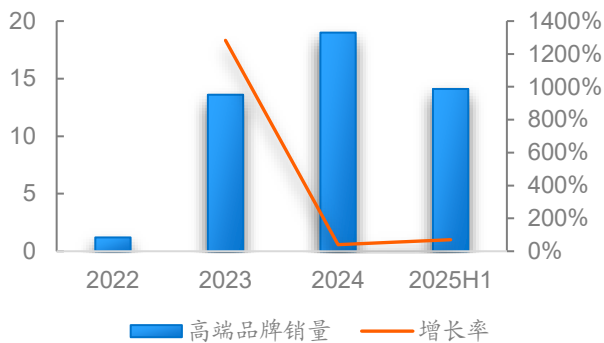
品牌	车型	主打风格	用户画像	价格带	价格	主要车型
方程豹	豹 8	个性化中低端市场	注重个性化消费人群为主	15-40 万	37-43 万	硬派越野车
	豹 5				23-35 万	
	钛 3				15-20 万	
	钛 7				未公布	
腾势	N9	中高端市场	增换购豪华车用户与家庭用户为主	25-60 万	38-45 万	中大型 MPV、SUV、轿车全车型覆盖
	N8				31-35 万	
	N7				25-28 万	
	D9				35-62 万	
	Z9 GT				33-42 万	
	Z9				33-41 万	
仰望	U9	高端豪华	经济独立的年轻成功人群	70 万以上	168 万起	极致性能的顶级豪车
	U8L				130 万起	
	U8				109 万起	
	U7				62-70 万	

数据来源：汽车之家，东吴证券研究所

1.2. 销量：腾势为支柱，方程豹释放弹性

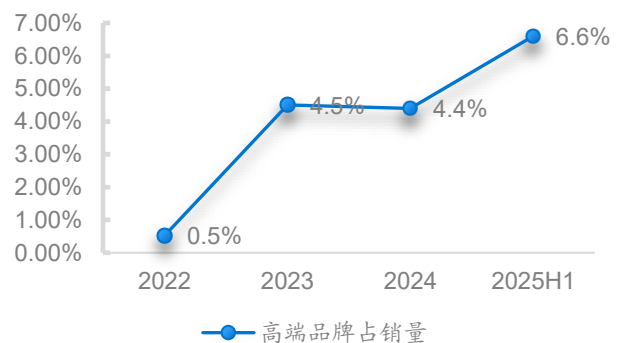
比亚迪高端化战略持续落地，销量与占比均呈现上行趋势。2023 年被视为公司高端化的起点，方程豹、腾势与仰望多款新品集中推向市场，带动销量显著提升。三大品牌在 2023/2024 年累计实现销量 13.6/19.0 万辆，同比分别增长 1283%与 40.1%。进入 2025H1，随着华为合作车型上市以及内部改革逐步见效，高端品牌合计销量进一步攀升至 14.2 万辆，同比增速达到 70%。从占比来看，高端品牌在总销量中的比重已由 2022 年的 0.5% 提升至 2024 年的 4.4%，并在 2025H1 升至 6.6%，其在整体销量结构中的战略地位正不断凸显。

图1：比亚迪高端产品销量及增速（万辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

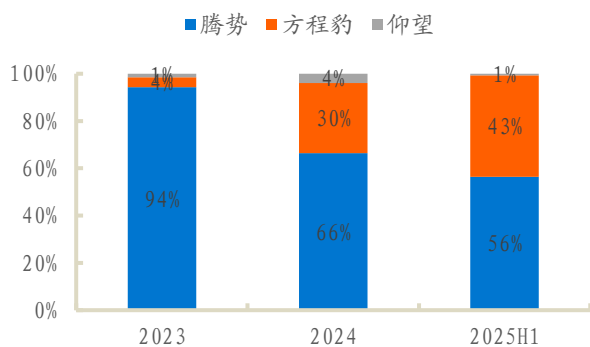
图2：比亚迪高端品牌占比



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

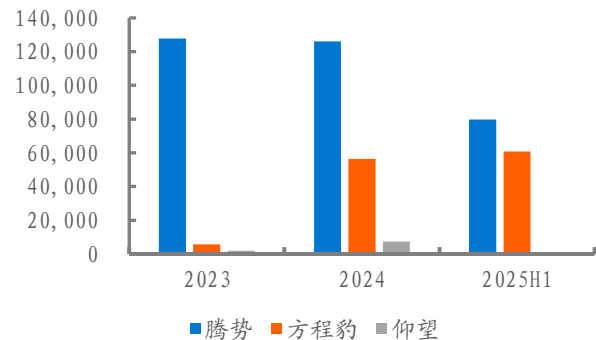
在高端品牌体系中，腾势依然是当前的销量核心，而方程豹正逐步展现出更强的增长潜力。回顾 2022-2023 年，高端品牌销量几乎完全依赖腾势，其占比长期保持在 90% 以上。自 2024 年起，方程豹与仰望相继推出新车型，带动高端品牌销量结构逐步由单一依赖腾势，向“腾势+方程豹”的双核心格局转变。至 2025H1，腾势、方程豹、仰望销量分别达到 7.98 万辆、6.07 万辆和 0.08 万辆，占比为 56%、43%和 1%；其中，腾势份额同比下滑 15 个百分点，方程豹份额提升 21 个百分点，而仰望份额下降 6 个百分点。

图3：三大品牌销量占比



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

图4：三大品牌销量（辆）



数据来源：Marklines，东吴证券研究所

2. “科技+安全”双核驱动，重新定义高端护城河

2.1. 智驾系统：天神之眼赋能，兜底 L4 级智能泊车

“天神之眼”全面渗透市场，在智能驾驶赛道上实现了“高端突破+规模扩张”的双重效果。在高端旗舰领域，天神之眼 A（三激光版）承担了树立技术标杆的任务。其采用三颗激光雷达和双 NVIDIA Orin-X 芯片的顶级硬件配置，不仅具备城市+高速

NOA 全域领航能力，还能结合易四方系统实现复杂泊车，功能覆盖行业最全面。该版本主要应用于仰望 U8（含 U8L）、U9 和 U7 等百万级车型，凸显比亚迪在高阶智驾上的技术硬实力。在中高端主流市场，天神之眼 B（激光版）成为规模化支撑。通过单颗激光雷达、单 Orin-X 芯片以及 28 颗传感器，该版本兼顾性能与成本，能够提供城市/高速 NOA 与易三方泊车、连续蟹行等功能。腾势全系车型均搭载该方案，既保证了高端市场的竞争力，也推动比亚迪高阶智驾的落地速度。在大众普及层面，天神之眼 C（三目版）通过纯视觉方案与地平线 J6M 芯片实现成本控制，是比亚迪推动“全民智驾”的关键。虽然算力与传感器规格低于前两者，但仍能覆盖高速 NOA、代客泊车与通勤模式，满足大部分日常场景需求。该版本已在豹 5 低配版与钛 3 上搭载，推动智能驾驶下探至更广泛的用户群体。

总体而言，天神之眼的三层版本形成了从旗舰到主流再到普及的全链路覆盖：A 版打造天花板，B 版构筑销量中坚，C 版推动规模普及，三者协同不仅使比亚迪具备与华为 ADS、理想 AD Max 等竞品同台竞争的能力，更加速了比亚迪智驾技术的全场景落地。

表2：天神之眼系列辅助驾驶功能

品牌	王朝/海洋	方程豹	腾势		仰望	
辅助驾驶版本	天神之眼 C	天神之眼 B	天神之眼 C	乾崮智驾	天神之眼 B	天神之眼 A
城市领航辅助	--	•	--	•	•	•
记忆泊车辅助	•	--	•	--	--	--
高快领航辅助	•	•	•	•	•	•
车道巡航辅助	•	•	•	•	•	•
窄道通行	--	--	--	--	--	•
易四方辅助泊车	--	--	--	--	--	•
易三方辅助泊车	--	--	--	--	--	--
代客泊车	•	•	•	•	•	•
遥控泊车辅助	•	•	•	•	•	•
泊车辅助	•	•	•	•	•	•
自动紧急制动	•	•	•	•	•	•
低速紧急制动	•	•	•	•	•	•
全场景环境模拟现实	•	•	•	•	•	•

数据来源：比亚迪，东吴证券研究所

公司率先实现媲美 L4 级智能泊车，并以安全兜底承诺体现对智能驾驶能力的高度自信。2025 年 7 月 9 日，公司宣布在全球率先实现媲美 L4 级的智能泊车，并承诺：在中国市场对所有天神之眼车辆用户在智能泊车场景下的安全及损失全面兜底。

图5：官方承诺为智能泊车安全兜底，率先实现媲美 L4 级智能泊车



数据来源：比亚迪，东吴证券研究所

2.2. 动力系统：独创四电机/三电机+自研澎湃动力 DMO 技术

比亚迪持续推进 e 平台技术迭代，聚焦于提升整车智能化控制与动力性能。已形成“易三方”与“易四方”两大核心架构，分别覆盖主流与高端市场。两者共同支撑腾势、方程豹、仰望等高端品牌，形成比亚迪智能化与动力性能的底层技术壁垒。

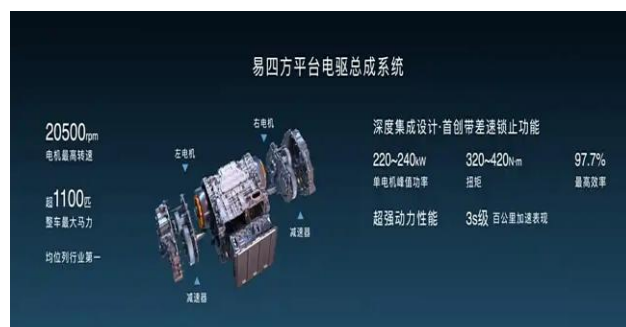
易四方：极致性能与冗余安全并重的旗舰架构。易四方是比亚迪面向高端市场推出的四电机独立驱动架构，是目前业内唯一实现“全冗余安全+极致性能”的新能源动力平台。其核心在于对四个车轮进行独立控制，能够在毫秒级完成扭矩分配和四轮矢量控制，不仅带来超千匹动力和 0-100km/h 加速低于 3 秒的性能，还显著提升车辆的稳定性和安全冗余。在极端场景下，易四方展现出行业独有的能力：即使某个电机失效，系统依然能通过剩余电机维持车辆的平衡与可控，保障安全性。此外，其差异化控制策略赋予车辆“原地掉头”“横向移动车位入库”“浮水行驶”等独特场景能力，开创新能源高端车型的差异化体验。在平台定位上，易四方不仅是性能和安全的技术标杆，更是比亚迪向上突破的重要抓手，通过此平台支撑仰望全系列车型，强化其“科技旗舰”形象，并对标甚至超越传统豪华品牌的四驱与稳定系统。

图6：四电机平台独立驱动架构



数据来源：仰望官网，东吴证券研究所

图7：易四方平台电驱总成系统



数据来源：仰望官网，东吴证券研究所

易三方定位主流，该方案脱胎于易四方，通过简化电机数量、优化控制逻辑，实现性能与成本平衡，突出能效与可靠性，适合规模化应用，同时是 e 平台 3.0/4.0 的主力形态，核心在于电池、电机、电控高度集成。其八合一电驱总成效率超 89%，结合 CTB 电池车身一体化与 800V SiC 高压平台，大幅降低能量损耗。目前已应用于腾势纯电车型（N7、N8EV 高性能版、D9 EV）。

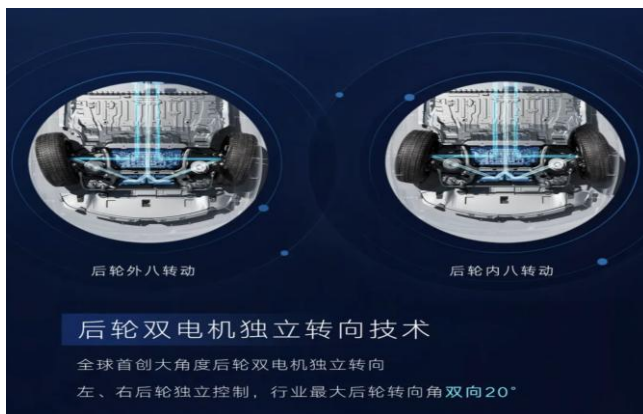
图8：独创易三方技术，带来易三方泊车辅助、圆规掉头、智能蟹行等智能化驾驶体验



数据来源：腾势官网，东吴证券研究所

易三方不仅强调效率与集成，更在极限测试中展现遥遥领先的安全性能。易三方同时其安全性在 4 月 16 日，中国汽研权威认证揭晓：腾势 N9 以 180km/h 时速完成鱼钩测试，刷新全球纪录，同时其麋鹿测试 85.7km/h，刷新了 SUV 避障速度纪录。多项安全性能的突破得益于比亚迪的多项先进核心技术平台以及多维安全系统保障。

图9：后轮双电机驱动技术



数据来源：比亚迪官方公众号，东吴证券研究所

图10：腾势 N9 鱼钩测试全程轨迹



数据来源：腾势汽车公众号，东吴证券研究所

DMO 超级混动越野平台：性能与节能兼顾。DMO 平台源自王朝/海洋系列成熟的 DM-i、DM-p 插混技术积累，是比亚迪在混动架构上的再度延伸和纵置化升级，专为新能源硬派 SUV 打造。纵置 1.5T 混动专用发动机+前后双电机四驱+刀片电池架构，发动机以发电为主、电驱提供强扭矩，支持纯电/混动切换，既能应对城市通勤，又适合长途穿越。电驱带来静音与平顺性，在保证越野硬核性能的同时实现节能与舒适兼顾，现应用于方程豹“豹”“钛”两大系列。

图11：DMO 八大核心技术



数据来源：比亚迪汽车，东吴证券研究所

图12：DMO 架构构建专业级越野平台



数据来源：比亚迪汽车，东吴证券研究所

2.3. 智能底盘：云辇主动悬架融合感知-决策-执行层

“云辇”系统实现横纵垂交互融合控制。云辇作为比亚迪自研的智能底盘控制体系，率先实现了横向（转向）、纵向（驱动/制动）、垂向（悬架）三向动力学的深度融合与协同控制。类似奔驰的魔术车身、路虎的全地形反馈系统。它通过对悬架高度、阻尼、刚度等的智能调节，实现舒适性、操控性和越野通过性的兼顾。

“云辇”家族谱系：智能底盘全面谱系化布局。不同版本按车型定位清晰分层，腾势 D9，突出舒适与性价比，搭载云辇-C 智能阻尼车身控制系统，基于 CDC（连续可变阻尼）技术动态调节悬架刚度；腾势 N7、N8 搭载云辇-A，兼顾豪华 SUV 的舒适性与通过性。智能空气车身控制系统，使其具备悬架高度调节、迎宾姿态、载物模式、转弯姿态优化等能力；方程豹豹 5、豹 8 与仰望 U8 搭载云辇-P，智能液压车身控制系统可以实现前后/四轮同步升降与单轮高度独立调节，能够满足更全面的舒适性和各种极端场景，面向旗舰和硬派越野场景；仰望 U9 配备云辇-X，展示极限研发能力（如“车辆跳舞”“三轮行驶”）；仰望 U7 则首发云辇-Z，采用悬浮电机使调节响应速度快至 10 毫秒实现底盘全面电动化与能量回收。整体形成从主流到旗舰、从实用到前瞻的完整谱系覆盖。

图13：云辇 A 智能空气车身控制系统



数据来源：比亚迪公众号，东吴证券研究所

图14：云辇在横纵垂多维技术突破



数据来源：比亚迪公众号，东吴证券研究所

2.4. 智能座舱：DiLink 实现 AI 智能交互

智能座舱求同存异：以同源底层 DiLink+差异化定制，实现品牌纵向分层，满足不同消费群体的需求。AI 不再只是车机功能，而是连接用户与车辆的第一触点。基于 DiLink 平台的统一底层，共享以下核心能力：人机交互如语音助手、多屏互动、车机与车辆底层打通。其次软件方面，生态开放性可以兼容安卓应用生态，具备强 OTA 升级能力，车机功能可持续进化。同时硬件科技感十足，大尺寸可旋转中控屏、全液晶仪表、AR-HUD 等硬件普及满足用户沉浸体验。

图15: Dilink 全方位互联图谱



数据来源: Dilink 比亚迪智慧开发平台, 东吴证券研究所

差异化定位: 三条产品线的分层演化, AI 驱动场景落地。腾势更像是一辆“会照顾全家人和商务用户的豪华 MPV/SUV”。它的座舱不只是车机, 而是一个移动空间。通过语音和场景模式一键切换影院、会议、亲子模式, 车内灯光、座椅、音响随之联动, 营造移动的客厅与办公室; 方程豹中的 Dilink 充当“驾驶舱里的工具台”。车机屏幕上会实时显示车辆的俯仰角、涉水深度、轮胎气压, 车机屏幕实时呈现俯仰角、涉水深度、胎压等越野信息, AI 可主动提示并联动三把锁与云辇调节, 成为越野指挥中心; 仰望的定位则是“科技旗舰”, 它的座舱和天神之眼智驾、易四方动力深度绑定。拥有“AI 智驾中枢”能力, HUD 实时呈现传感器与动力分配信息, AI 辅助模式与赛道模式下车机、动力、底盘和氛围灯光联动, 带来沉浸式驾驶体验。

图16: Dilink 仰望旗舰科技智能座舱



数据来源: 仰望官网, 东吴证券研究所

3. 高端车销量增长潜力大, 盈利维持高水平

我们预计 25/26 年比亚迪高端车销量有望达 36/55 万辆，同增 90%/53%，对应高端车占比 7.2%/9.4%。

1) 腾势：预计 25/26 年腾势销量 19/29 万辆，N9 于 3 月上市后销量亮眼，N8L 将于 26 年贡献增量。腾势 N9 于 25 年 3 月开始销售，上半年销量已达 1.6 万辆，预计下半年快速上量，25 全年销量有望达 4.8 万辆，26 年销量预计 5.8 万辆。N8L 将于 26 年 Q2 上市，预计 26 年销量达 6 万辆。D9 稳居国内 MPV 市场龙头，并持续拓展海外，已进入中国香港、柬埔寨、新加坡、泰国等多个地区。腾势携 Z9 GT 于 4 月正式进军欧洲市场，出口销量维持高增。

2) 方程豹：预计 25/26 年方程豹销量 17/26 万辆，钛 3 和钛 7 贡献主要增量。钛 3 于 25 年 4 月开始销售，上半年销量已达 2.1 万辆，预计 25 全年销量达 6 万辆+，26 年有望达 7.5 万辆左右。钛 7 将于 25 年 10 月上市，预计 25/26 年销量达 2/8 万辆。

3) 仰望：超豪华车型 25 年销量受消费税影响，未来仍有增长潜力。25H1 仰望销量 1003 辆，同减 82%。25 年 7 月起，超豪车消费税起征点从 130 万下调至 90 万，并首次将新能源纳入征税范围，可能影响超豪华车型销量。

表3：比亚迪高端车销量预期（辆）

车型		2023	2024	2025H1	2025E	2026E
腾势	腾势 D9（国内）	119176	101068	51215	110112	132135
	腾势 D9（出口）	6	1883	4558	11395	17093
	腾势 N7	6437	10112	1495	3140	3767
	腾势 N8	2221	469	-	-	-
	腾势 N8L	-	-	-	-	60000
	腾势 N9	-	-	16011	48033	57640
	腾势 Z9GT	-	10672	4806	10333	12399
	腾势 Z9	-	1831	1745	4014	4816
	合计	127840	126035	79830	187026	287850
方程豹	豹 8	-	7475	12964	28521	34225
	豹 5	5712	48913	27119	59662	71594
	钛 7	-	-	-	20000	80000
	钛 3	-	-	20663	61989	74387
	合计	5712	56388	60746	170172	260206
仰望	U7	-	-	165	825	1073
	U8	2001	7366	759	1670	2004
	U9	-	88	79	174	209
	合计	2001	7454	1003	2669	3285
高端车销量合计（万辆）		13.6	19.0	14.2	36.0	55.1
同比		1283%	40%	70%	90%	53%
比亚迪销量合计（万辆）		302	427	215	500	585

高端车在比亚迪销量占比	4.5%	4.4%	6.6%	7.2%	9.4%
-------------	------	------	------	------	------

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

我们预计 25/26 年高端品牌平均单车利润维持约 4 万元/辆，远好于普通车型。高端车降价可能性较小，我们预计腾势/方程豹/仰望单车利润 25/26 年分别维持 5.5/2/20 万元，平均单车利润约 4 万元，25/26 年有望贡献约 142/217 亿利润。而普通车型单车利润预计维持 0.2-0.3 万元，高端车型盈利水平远高于普通车型。

表4：比亚迪高端车利润预期

品牌		2023	2024	2025E	2026E
腾势	销量（辆）	127840	126035	187026	287850
	单车利润（万/辆）	5.5	5.5	5.5	5.5
方程豹	销量（辆）	5712	56388	170172	260206
	单车利润（万/辆）	2	2	2	2
仰望	销量（辆）	2001	7454	2669	3285
	单车利润（万/辆）	20	20	20	20
高端车利润（亿元）		75.5	95.5	142.2	216.9
高端车销量（万辆）		13.6	19.0	36.0	55.1
高端车单车利润（万/辆）		5.6	5.0	4.0	3.9

数据来源：Marklines，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

盈利预测与投资评级：我们维持公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 523/629/756 亿元，同增 30%/20%/20%，对应 PE 20/17/14x。选取规模较大的整车企业长城汽车、长安汽车、理想汽车、吉利汽车作为可比公司，可比公司 25 年 PE 估值均值 16x，公司作为国内市占率第一的龙头，正迎高端、出口机遇，我们给予 25 年 26x，目标价 149 元，维持“买入”评级。

表5：可比公司估值（截至 2025 年 8 月 29 日，港股市值按 8 月 29 日汇率 0.91 换算）

证券代码	名称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000625.SZ	长安汽车	1,246	73	75	93	114	17	17	13	11
601633.SH	长城汽车	2,212	127	143	166	190	17	15	13	12
2015.HK	理想汽车	1,787	80	89	131	169	22	20	14	11
0175.HK	吉利汽车	1,795	166	156	187	230	11	12	10	8
平均值							17	16	12	10

002594.SZ	比亚迪	10,399	403	523	629	756	26	20	17	14
-----------	-----	--------	-----	-----	-----	-----	----	----	----	----

数据来源：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期，东吴证券研究所

5. 风险提示

原材料价格波动超市场预期：原材料成本波动是核心风险之一，尤其涉及如锂、钴、镍等的价格变动。易四方和 DMO 平台采用的刀片电池技术和 CTB 电池车身一体化设计也对原材料供应链稳定性较敏感。若原材料价格大幅上涨或波动，可能导致生产成本激增，进而压缩单车利润。

终端需求不及预期：市场端需求低或导致销量目标不达预期，对比亚迪高端战略有一定冲击。如出现消费者信心减弱导致购车需求萎缩情况，尤其在高价区间且本就销量有待提升的仰望系列，可能造成库存积压和价格维持压力。同时部分品牌如腾势刚刚布局海外市场，需要销售放量支持海外市场。海外拓展若遇阻，可能拖累整体增长。新产品新车型可能面临延后发布、开发等问题。

行业竞争加剧：市场其他玩家如理想、蔚来、特斯拉等涌入相同赛道如方程豹的硬派越野或技术迭代加速可能稀释其市场份额，可能挤压规划的增量空间。同时，豪华市场面临传统车企及新势力的夹击，若竞争导致价格战或研发投入回报率下降，将影响比亚迪的高端化溢价和长期盈利。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	370,572	569,781	737,544	936,477	营业总收入	777,102	924,484	1,047,692	1,182,623
货币资金及交易性金融资产	143,250	313,284	454,025	623,029	营业成本(含金融类)	626,047	742,659	840,642	947,961
经营性应收款项	76,723	86,879	97,151	108,544	税金及附加	14,752	17,565	19,906	22,470
存货	116,036	134,154	150,118	167,793	销售费用	24,085	27,735	30,174	31,340
合同资产	1,411	1,664	1,886	2,129	管理费用	18,645	21,263	22,002	22,470
其他流动资产	33,152	33,799	34,364	34,983	研发费用	53,195	62,865	68,100	73,323
非流动资产	412,784	406,804	379,018	336,332	财务费用	1,216	(238)	162	1,122
长期股权投资	19,082	19,082	19,082	19,082	加:其他收益	14,052	13,405	12,048	10,052
固定资产及使用权资产	272,862	262,142	235,721	194,550	投资净收益	2,291	2,404	2,619	2,957
在建工程	19,954	24,954	26,954	28,954	公允价值变动	532	0	0	0
无形资产	38,424	35,209	31,843	28,328	减值损失	(5,425)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	(127)	(92)	(105)	(118)
长期待摊费用	5,007	5,007	5,007	5,007	营业利润	50,486	64,850	77,770	93,329
其他非流动资产	53,026	55,983	55,983	55,983	营业外净收支	(805)	(800)	(800)	(800)
资产总计	783,356	976,585	1,116,562	1,272,809	利润总额	49,681	64,050	76,970	92,529
流动负债	495,985	584,262	657,067	736,809	减:所得税	8,093	9,928	11,930	14,342
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,326	24,104	24,104	24,104	净利润	41,588	54,123	65,040	78,187
经营性应付款项	244,027	289,480	327,673	369,504	减:少数股东损益	1,334	1,786	2,146	2,580
合同负债	43,730	51,771	58,671	66,227	归属母公司净利润	40,254	52,337	62,894	75,607
其他流动负债	185,902	218,906	246,620	276,974	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.42	5.74	6.90	8.29
非流动负债	88,682	111,720	132,720	153,720	EBIT	49,978	63,813	77,132	93,651
长期借款	8,258	28,258	48,258	68,258	EBITDA	116,884	150,749	169,918	191,337
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.44	19.67	19.76	19.84
租赁负债	9,876	10,876	11,876	12,876	归母净利率(%)	5.18	5.66	6.00	6.39
其他非流动负债	70,549	72,586	72,586	72,586	收入增长率(%)	29.02	18.97	13.33	12.88
负债合计	584,668	695,982	789,787	890,529	归母净利润增长率(%)	34.00	30.01	20.17	20.21
归属母公司股东权益	185,251	265,380	309,406	362,330					
少数股东权益	13,437	15,223	17,369	19,950					
所有者权益合计	198,688	280,603	326,775	382,280					
负债和股东权益	783,356	976,585	1,116,562	1,272,809					

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133,454	196,650	203,284	225,637	每股净资产(元)	58.56	27.46	32.29	38.10
投资活动现金流	(129,082)	(78,722)	(63,286)	(52,962)	最新发行在外股份(百万股)	9,117	9,117	9,117	9,117
筹资活动现金流	(10,268)	51,985	742	(3,672)	ROIC(%)	19.17	18.50	17.27	17.61
现金净增加额	(6,255)	170,034	140,741	169,004	ROE-摊薄(%)	21.73	19.72	20.33	20.87
折旧和摊销	66,906	86,936	92,786	97,686	资产负债率(%)	74.64	71.27	70.73	69.97
资本开支	(96,292)	(79,244)	(65,905)	(55,918)	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.83	19.87	16.53	13.75
营运资本变动	21,878	53,850	42,283	46,313	P/B(现价)	1.95	4.15	3.53	2.99

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>