



需求东风拂面，深耕业务多面开花

投资要点

- 推荐逻辑:** (1) 行业新能源渗透率再创新高，政策发力刺激需求。25 年 1-9 月新能源乘用车批发端渗透率达 49.9%，同比+7.4pp，产品供给升级+政策端发力推动行业迈向需求拉动阶段，以旧换新政策持续推动进一步刺激需求释放。(2) 技术优势突出，持续巩固龙头地位。公司 2025H1 市占率为 29.4%，公司作为行业龙头致力于实现资源垂直整合并且加强技术研发，25H1 研发费用 296.0 亿元，同比+50.8%，强化技术有利于打造爆款车型，完成对市场占有率以及品牌地位的持续巩固。(3) 规模效应+海外销量提升带动单车盈利攀升。23 年公司销量突破 300 万辆，单车盈利 0.9 万元/辆，同比+9.9%，24 年销量突破 400 万辆，单车盈利 0.88 万元/辆。此外，公司海外布局成果显著，25H1 海外销量 25.4 万辆，同比+150.4%。长期来看，多重利好因素或将刺激销量持续增长，助力公司单车盈利水平抬升。
- 新能源渗透率破 40%，政策端助力行业销量增长。**25H1 新能源乘用车批发端渗透率达 44.3%，同比+9.1pp。特别地，今年纯电/插混齐发力，25H1 销量分别为 441.5/252.1 万辆，同比+46.2%/+31.1%。今年中央、地方、企业全面推动汽车以旧换新，截至 9 月 10 日，汽车以旧换新申请量达到了 830 万份，政策效果全面显现。此外，商务部表示还将持续开展千县万镇新能源汽车消费季，加强新能源汽车供需对接。下一步商务部还将推进汽车流通税费改革，未来商务部继续加大力度多措并举、持续释放汽车消费潜力。
- 公司实现资源垂直整合，持续巩固龙头地位。**从业务布局来看，比亚迪坚持资源垂直整合，业务范围覆盖新能源汽车、手机、电池、半导体等多个领域。目前，公司在新能源汽车领域处于绝对龙头地位，24/25H1 市占率分别为 34.1%/29.8%，大幅领先于其他厂商。此外，公司的电池产品在产品力与性价比方面具备一定竞争力，25H1 全球市占率为 17.8%，同比+2.4pp，保持全球第二地位。面对电车行业竞争，具备强大资源的车企才拥有力量抵御不确定性，而公司作为行业龙头有望在行业洗牌的过程中充分利用资源进一步巩固自身领先地位。
- 公司深耕汽车领域多年，规模效应开始显现，海外布局成效显著。**公司通过“两网”销售渠道，打造完整产品矩阵，渠道优势明显。公司产品输出能力强，已推出多款月销过万的爆款车型，23 年公司销量 302.4 万辆，单车盈利 0.9 万元/辆，同比+9.9%，24 年销量突破 400 万辆，单车盈利 0.88 万元/辆。此外，公司海外布局效果显著，25H1 海外销量 25.4 万辆，同比+150.4%。后续新平台/新车型的上市以及海外市场持续发力或将进一步拉动比亚迪销量增长，继而助力单车盈利向上。
- 盈利预测与投资建议。**公司系乘用车行业龙头，持续强化技术、产品研发以及拓展海外市场有利于为公司打造新增长动能。我们预计未来 3 年归母净利润复合增长率为 17.7%。给予公司 26 年 21 倍 PE，对应目标价 120.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 销量不及预期的风险，电池外供不及预期的风险，原材料价格上涨风险，地缘政治风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	7771.02	8662.17	10274.94	12098.26
增长率	29.02%	11.47%	18.62%	17.75%
归属母公司净利润 (亿元)	402.54	428.45	522.51	656.46
增长率	34.00%	6.44%	21.95%	25.64%
每股收益 ESP (元)	4.42	4.70	5.73	7.20
净资产收益率 ROE	20.93%	26.92%	25.67%	25.32%
PE	22	21	17	14
PB	4.49	3.92	3.15	2.54

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究院

分析师: 郑连声

执业证号: S1250522040001

电话: 010-57758531

邮箱: zllans@swsc.com.cn

分析师: 郭瑞晴

执业证号: S1250525100005

电话: 13379781776

邮箱: grq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	91.17
流通 A 股(亿股)	0.00
52 周内股价区间(元)	95.8-405.0
总市值(亿元)	9,101.70
总资产(亿元)	9,019.25
每股净资产(元)	24.11

相关研究

目 录

1 公司概况：公司厚积薄发，业务多面开花	1
2 行业分析：汽车行业迈入需求驱动阶段，成本管控成核心竞争力	3
3 公司分析：围绕汽车主业，进行垂直化布局	6
3.1 汽车业务：混动&纯电齐领先	6
3.2 电池业务：布局上游控成本，产品外供在即	19
3.3 电子业务：多元化发展，大客户合作加深	23
3.4 半导体业务：国产化&汽车电动化智能化	25
4 财务分析	29
4.1 营收规模大幅增长，净利增速触底反弹	29
4.2 各业务毛利率分化，规模化效应带来正向影响	29
4.3 产能布局加速	31
5 盈利预测与估值	32
5.1 销量预测	32
5.2 盈利预测	34
5.3 相对估值	34
6 风险提示	35

图 目 录

图 1: 比亚迪历史发展	1
图 2: 公司主营业务构成	2
图 3: 公司主要产品展示	2
图 4: 公司分地区业务占比	3
图 5: 比亚迪股权结构	3
图 6: 新能源汽车销量保持高增	4
图 7: 新能源汽车渗透率	4
图 8: 新能源乘用车各细分领域的规模 (万辆)	4
图 9: PHEV、BEV 的市场占比	4
图 10: 新能源汽车产业链	5
图 11: 2024 年新能源乘用车产销情况 (万辆)	5
图 12: 25H1 新能源乘用车产销情况 (万辆)	5
图 13: 2024 年新能源厂商零售销量占比	6
图 14: 2025H1 新能源厂商零售销量占比	6
图 15: 混动系统电机的位置与功能	6
图 16: 国内外较为成熟的混动技术	7
图 17: DM-i 五大核心系统	9
图 18: 公司 PHEV 产品销量	12
图 19: 公司 PHEV 产品市占率	12
图 20: 公司 BEV 产品销量	12
图 21: 公司 BEV 产品市场占有率	12
图 22: 12 合 1 智能电驱	14
图 23: e 平台 3.0EVO 五大集群	14
图 24: 公司新能源汽车产销量相对均衡 (万辆)	15
图 25: 2020 年以来公司新能源汽车月均产/销量	15
图 26: 公司乘用车出口量及增速	16
图 27: 公司海外实际销量	16
图 28: 海外实际销量动力形式拆分	17
图 29: EV/PHV 海外销量及增速 (左轴, 万辆; 右轴, 同比)	17
图 30: 2021 年以来公司单车均价	19
图 31: 2021 年以来公司单车净利润	19
图 32: 动力电池装车量占比 (按材料)	20
图 33: 动力电池材料体系及优缺点	20
图 34: 各类电池能量密度范围 (Wh/kg)	20
图 35: 动力电池电芯集成方式及其优缺点	21
图 36: 2024 全球 (不含中国) 动力电池装机量占比 TOP10	22
图 37: 25H1 全球动力电池装车量 TOP5	22
图 38: 弗迪电池在 2022 年的客户开拓	22
图 39: 弗迪电池产能布局	22

图 40: 比亚迪电子客户分布	24
图 41: 比亚迪电子营收构成	24
图 42: 比亚迪电子各业务营收变动 (亿元)	24
图 43: 2025Q2 全球智能手机市场份额占比	25
图 44: 全球智能手机出货量情况	25
图 45: 2025Q2 全球平板电脑市场份额占比	25
图 46: 全球平板电脑出货量	25
图 47: 比亚迪半导体股权结构	26
图 48: 比亚迪半导体 2021 年营收构成	26
图 49: 比亚迪半导体 2021 年业务营收变动 (亿元)	26
图 50: 功率半导体产品范围示意图	27
图 51: 2023 年中国新能源汽车 IGBT 市场份额	27
图 52: 汽车半导体 (按照汽车功能区域划分)	27
图 53: 车规级半导体产品在其他领域的应用	27
图 54: 中国车规级半导体市场规模预测 (亿美元)	28
图 55: 不同汽车中的半导体价值量	28
图 56: 中国新能源汽车 IGBT 市场规模预测	28
图 57: 公司营业收入及增速	29
图 58: 公司归母净利润及增速	29
图 59: 公司毛利率及净利率	30
图 60: 公司各业务毛利率	30
图 61: 公司 ROE 横向比较	30
图 62: 公司净利率横向比较	30
图 63: 公司销售期间费用横向比较	31
图 64: 公司销售费用横向比较	31
图 65: 公司在建工程	31
图 66: 公司资本性开支	31

表 目 录

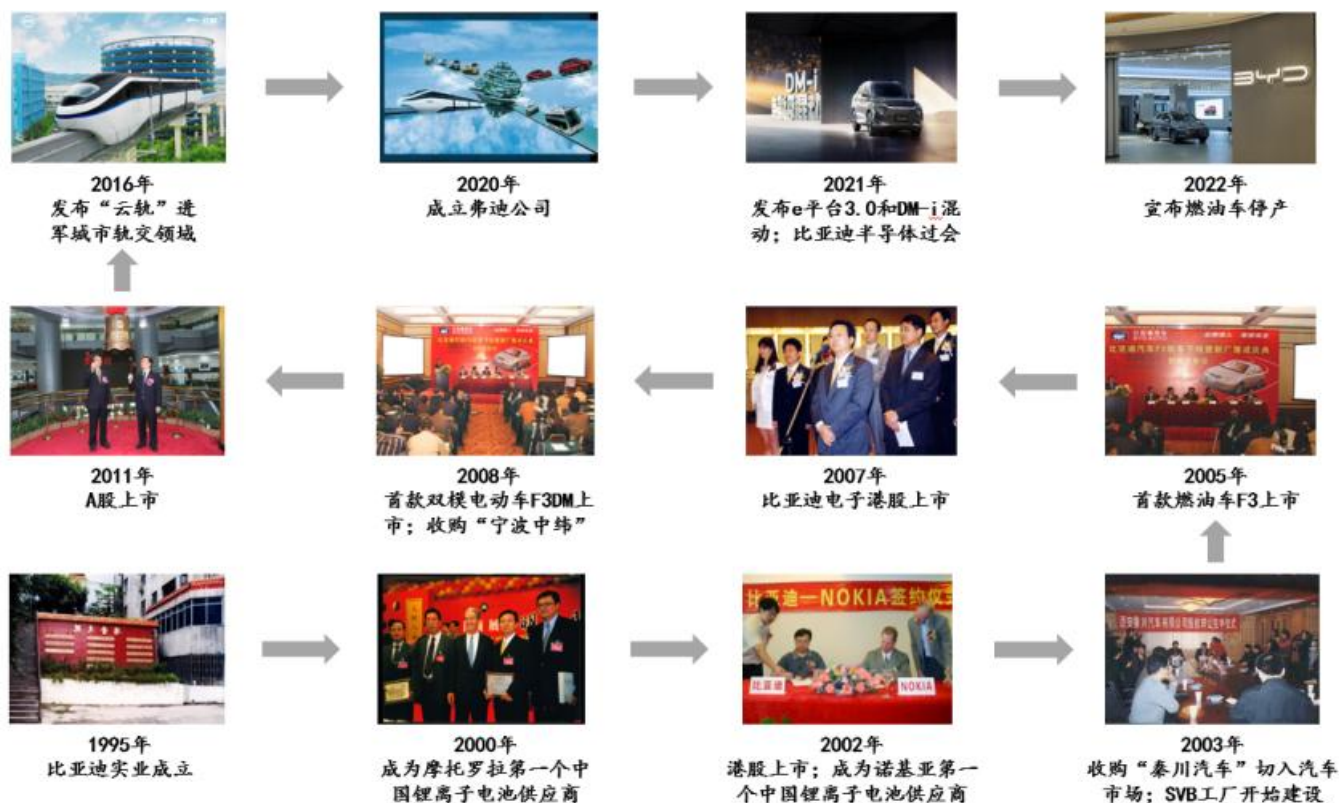
表 1: 混动系统的不同架构	7
表 2: 公司 DM 技术更迭至 5.0.....	8
表 3: 比亚迪 DM 5.0 核心优势	9
表 4: 唐 DM-i(2025 年智驾版尊贵型)与唐 DM-i(2025 年智驾版激光雷达旗舰型)参数对比.....	10
表 5: 部分混电车型性能对比	10
表 6: 混动市场产品矩阵 (价格单位: 万元)	11
表 7: 公司纯电领域产品布局 (价格单位: 万元)	13
表 8: 纯电领域主要产品车型参数对比	13
表 9: 公司整车生产的产能规划	15
表 10: 公司海外实际销量拆分 (按区域拆分)	17
表 11: 比亚迪在欧盟市占率逐步逼近特斯拉	18
表 12: 比亚迪在拉美销量 (区分国家) (辆)	18
表 13: 比亚迪海外产能情况	19
表 14: 动力电池封装形式及其优缺点	20
表 15: 公司动力电池产能规划 (GWh)	23
表 16: 公司 2025 年各类车型销量估算	33
表 17: 分业务收入及毛利率	34
表 18: 可比公司估值	35
附表: 财务预测与估值	36

1 公司概况：公司厚积薄发，业务多面开花

公司成立于 1995 年，总部位于广东省深圳市，近 30 年的发展历程，培育出比亚迪当前极具竞争力的“技术鱼池”，与管理者早期在各业务链条采取垂直整合，以及后期对各业务线条实行市场化经营密不可分。

(1) 1995-2002 年，起步于手机电池业务。成为摩托罗拉和诺基亚首位中国供应商，并于港股主板上市。(2) 2003-2009 年，围绕汽车主业布局电池、电子及芯片领域。收购“西安秦川”切入汽车市场；建设 SVB 工厂（储能及汽车电池工厂）布局动力电池的研发；将内部手机制造业务注入比亚迪电子完成港股上市；收购半导体制造企业“宁波中纬”切入汽车芯片领域。(3) 2010-2012 年，调整期内公司继续深耕技术研发。发布 TID 技术（涡轮增压直喷发动机+双离合变速器），开发出双模二代技术、双向逆变技术。(4) 2013-2016 年，聚焦新能源汽车布局产品线。启动“7+4”全市场战略布局，发布“云轨”进军城市轨道交通领域。(5) 2017 年-至今，开放供销体系，各业务线条全面开花。汽车领域发布 e 3.0 平台和 DM5.0 混动技术；电池领域发布刀片电池，成立弗迪电池。

图 1：比亚迪历史发展



数据来源：公司官网，西南证券整理

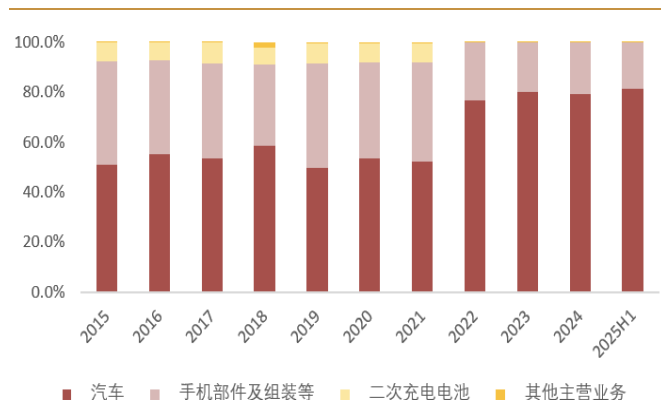
现阶段公司主要经营专注于纯电动和插电式混合动力的汽车业务，涵盖智能终端、汽车等多品类的电子业务，以及包含光伏、储能在内的电池业务，轨道交通是目前积极拓展的领域之一。

汽车业务：公司核心业务，2022 年全面转型新能源汽车。2022 年 3 月，公司调整汽车业务的发展战略，停止燃油汽车的整车生产，汽车业务将专注于纯电动和插电混动车型的发展。2024 年 1 月，公司重点发布新能源汽车智能化发展全新战略——整车智能，引领行业智能化发展新方向，公司战略由电动化向智能化延伸。目前公司掌握电池、电机、电控，芯片，汽车相关智能软硬件等新能源车全产业链核心部件的自主研发和生产能力，拥有“王朝网”和“海洋网”两大销售网络，产品实现“传统、商务、稳重”和“新潮、运动、个性”多群体，以及“7+4”多场景的覆盖。

电子业务：公司坚持多元化布局。比亚迪电子(国际)有限公司 2007 年于香港分拆上市(股票代码:0285.HK)，依托电子信息技术、人工智能技术、5G 和物联网技术、热管理技术、新材料技术、精密模具技术和数字化制造技术等核心优势，为全球客户提供一站式产品解决方案。业务涵盖智能手机、平板电脑、新能源汽车、户用储能、智能家居、游戏硬件、无人机、AI 服务器、3D 打印机、物联网、机器人、通讯设备、医疗健康设备等多元化的市场领域。

电池业务：是公司极具潜力的业务。公司是国内动力电池的深耕者，技术规模国内领先，具备动力电池完整的研发及生产体系，并对全产业链（从矿产资源开发到电池包产出）进行了布局。目前产品涵盖镍氢电池、钴酸锂电池、磷酸铁锂电池、三元电池，应用于电动汽车、光伏、储能等领域。

图 2：公司主营业务构成



数据来源：Wind，西南证券整理（注：22 年起未单独披露电池收入）

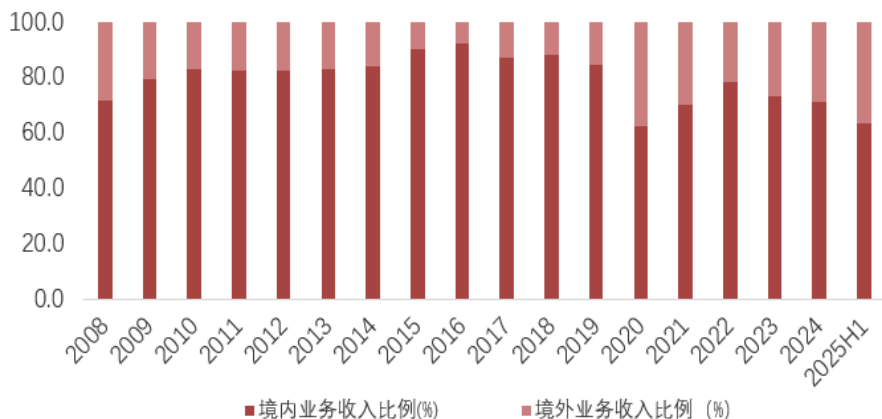
图 3：公司主要产品展示



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司业务以国内为主，近两年海外业务持续扩张，2025H1 海外业务占比 36.5%。公司一直在布局海外纯电动大巴市场，欧美市场行业领先，在欧洲纯电动巴士市场份额超过 20%，与此同时，2021 年公司进一步向海外新能源乘用车领域迈进，正式布局欧洲市场。2023 年海外业务持续拓展，3 月集团首个海外乘用车生产基地泰国工厂正式奠基，7 月、12 月分别宣布将在巴西设立大型生产基地综合体及在匈牙利打造全球领先的新能源汽车整车制造基地，积极推进本地化生产进程，推动全球汽车电动化转型。2024 年 8 月，公司与国际移动出行及配送科技公司优步 (Uber) 达成全球战略合作，不仅扩大了 Uber 平台的电动车阵容，更助力公司加速走向国际市场。2025 年公司汽车出口加速，海外收入占比持续提升，25H1 海外收入占比 36.5%，同比+6.6pp。

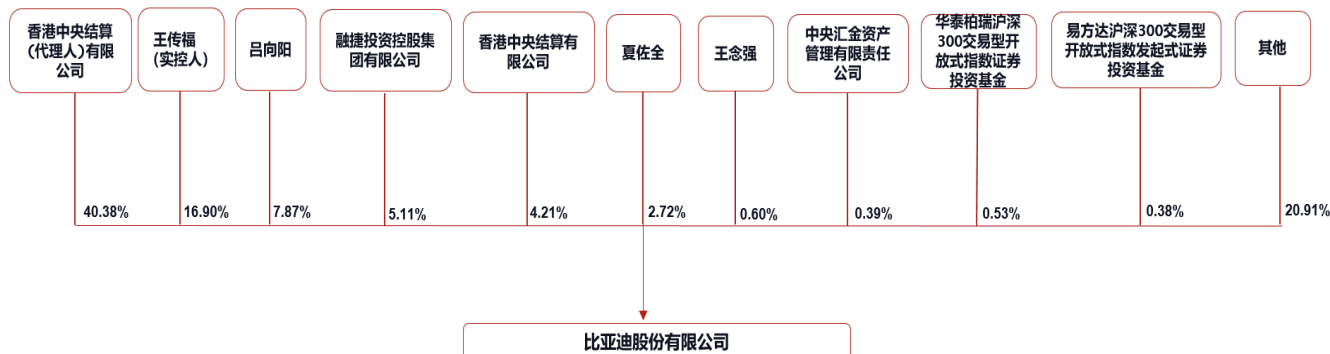
图 4：公司分地区业务占比



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构稳定。公司实际控制人和控股股东为王传福，直接持有公司 16.9%股权。吕向阳作为王传福的表哥，持有公司 7.87%股份，体现了公司内部家族成员的参与和影响力。香港中央结算(代理人)有限公司，代表香港及海外投资者持有比亚迪的股份，持股 40.38%。

图 5：比亚迪股权结构



数据来源：wind，西南证券整理（注：截止至 2025 年中报）

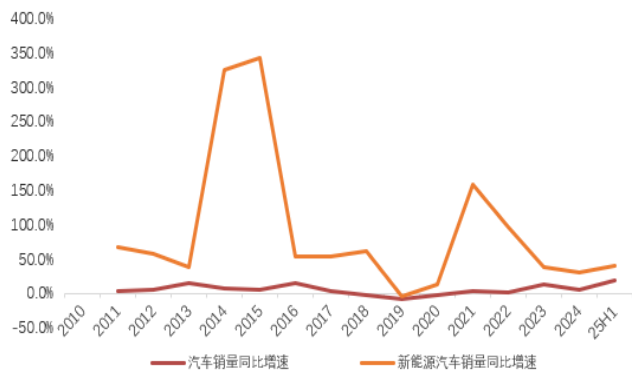
2 行业分析：汽车行业迈入需求驱动阶段，成本管控成核心竞争力

2022 年新能源汽车渗透率突破 20%，行业迈向需求拉动阶段。2021 年以来，新能源汽车销量保持快速增长，21/22 年新能源汽车销量同比+157.5%/+95.6%。2021 年新能源汽车渗透率为 13.4%，2022 年新能源汽车渗透率达 25.6%，根据 S-curve，类比彩电产品的渗透过程，当渗透率超过 20%后，行业步入“量升”阶段。

供给端性价比车型持续推出，带来需求端的持续释放。新能源汽车此前因成本较高，其价格一般高于同款车型燃油车，Model 3（续航版）2019 年 10 月推出时，价格在 35.58 万元，而国内燃油车的主要销量区间分布 10-20 万之间。近年来随着行业补贴政策的推动以及新能源车企通过自研自产带动生产成本的降低，目前 10-20 万区间的产品逐渐增多，燃油车

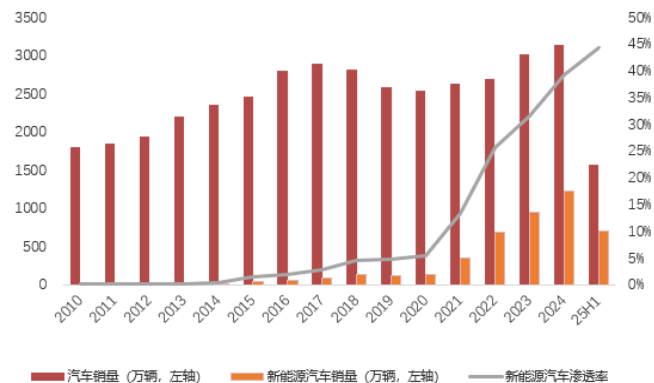
和电动车的价格差明显收窄，此外，在电车供给更加多元且极具性价比的背景下，25H1 国内批发端新能源汽车渗透率已达到 44.3%，同比+9.1pp。

图 6：新能源汽车销量保持高增



数据来源：中汽协，西南证券整理

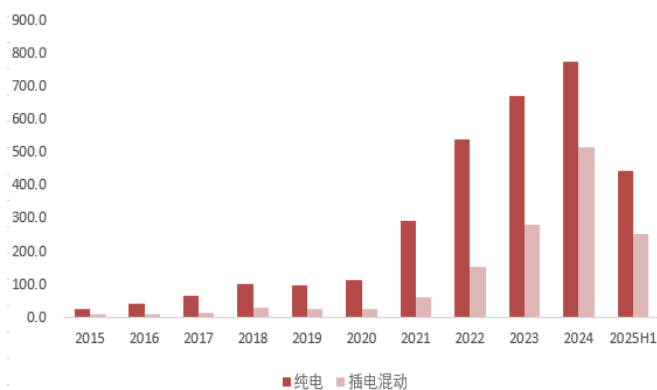
图 7：新能源汽车渗透率



数据来源：中汽协，西南证券整理

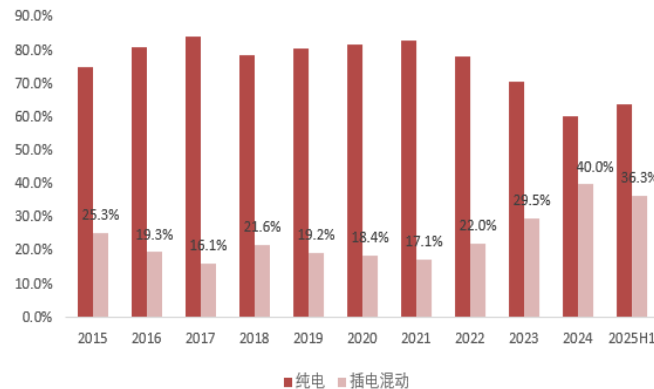
现阶段新能源汽车领域，以 BEV（纯电动）为主。2024 年全年纯电车销量 771.9 万辆，占新能源汽车销量比重达 60.0%；25H1 纯电车销量 441.5 万辆，占新能源汽车销量比重为 63.6%，超过 24 年水平。伴随众多 PHEV 车型相继推出以及市场需求迭代，混动技术进一步获得了市场的认可，2024 年 PHEV 销量的份额已抬升至 40.0%，同比提升 10.4pp，2025 年上半年累计销量 252.1 万辆，同比+31.1%，市场占比为 36.3%，同比-2.5pp。

图 8：新能源乘用车各细分领域的规模（万辆）



数据来源：中汽协，西南证券整理

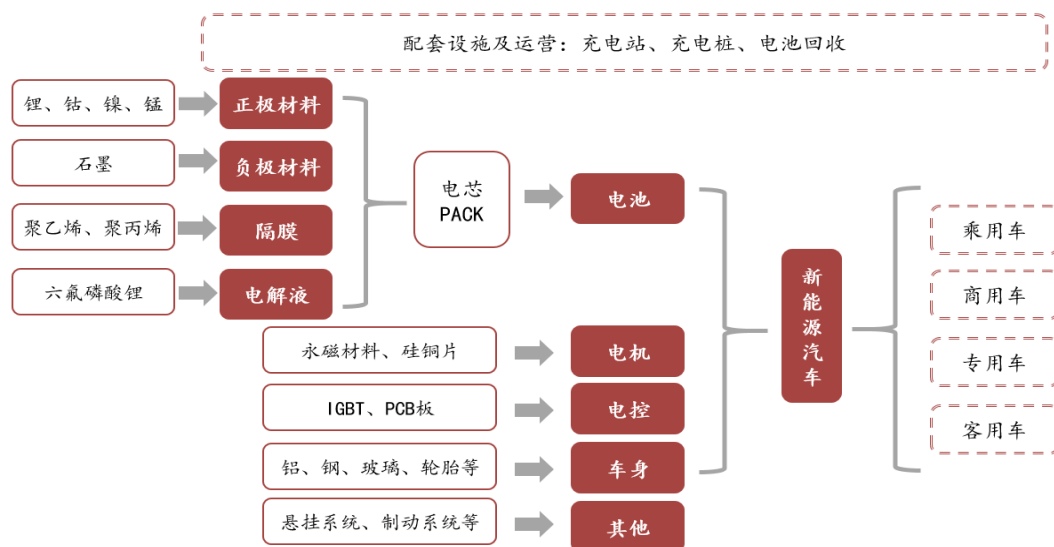
图 9：PHEV、BEV 的市场占比



数据来源：中汽协，西南证券整理

行业重回垂直整合趋势，成本管控成核心竞争力。燃油车时代，车企凭借影响整车性能的发动机、变速箱和底盘构造核心技术壁垒，造车门槛较高；掌握核心技术的车企为实现利润最大化，通常剥离其他零部件业务，让外部供应商进行竞争、生产，在实现专业化生产的同时实现零部件成本的降低。新能源汽车核心三电技术壁垒降低，车企可通过外购予以实现，因而造车技术壁垒大幅降低下，成本端管控成为车企的核心竞争力之一；而垂直化生产在销量高增情况下，可实现成本的明显下降，打造成本端优势。与此同时，在疫情冲击带来的缺芯、下游扩产带来的原材料涨价等因素推动下，产业链安全等问题也逐步受到重视，各大车企纷纷进行产业链的垂直整合，以降低成本端压力，如大众汽车、蔚小理、零跑科技等，其中，特斯拉、比亚迪是较早进行产业链多个关键环节垂直化整合的车企。

图 10：新能源汽车产业链



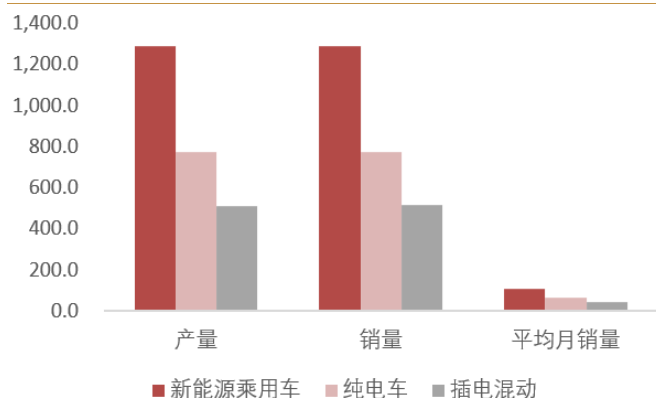
数据来源：西南证券

新能源乘用车市场目前处于供需平衡。2024 年新能源乘用车的产销基本处于平衡状态，全年产量 1287.0 万辆，销量为 1286.6 万辆；25H1 新能源车产量 696.8 万辆，销量为 693.7 万辆，总体来说新能源乘用车产销相对平衡。

行业格局尚未稳定，竞争较为激烈。行业参与者主要分为三类：传统车企、造车新势力、跨界造车。24 年行业 CR3 达到 48.0%，2024 年新能源市场份额前三的厂家分别是比亚迪、吉利汽车、特斯拉中国，市场份额分别是 34.1%、7.9%、6.0%；25H1 行业 CR3 达到 48.6%，新能源份额前三的厂家分别是比亚迪、吉利汽车、长安汽车，市场份额分别是 29.4%、12.5%、6.7%。目前各类车企持续完善产品矩阵，抢占市场份额，行业竞争较为激烈，龙头效应逐渐显现。

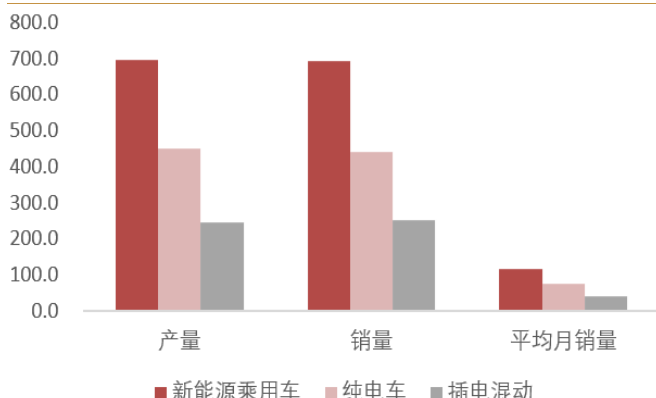
整体而言，行业正由政策驱动向市场拉动迈进，行业“量增”较为确定。不过，造车技术门槛降低，市场参与者众多，行业竞争较为激烈，成本端管控成为车企的核心竞争力之一。现阶段行业处于供需平衡状态，产能的释放对占据市场份额起到重要作用，拥有优秀产品供给能力及成本管控能力的厂商将有望充分受益于行业的高质量增长。

图 11：2024 年新能源乘用车产销情况（万辆）



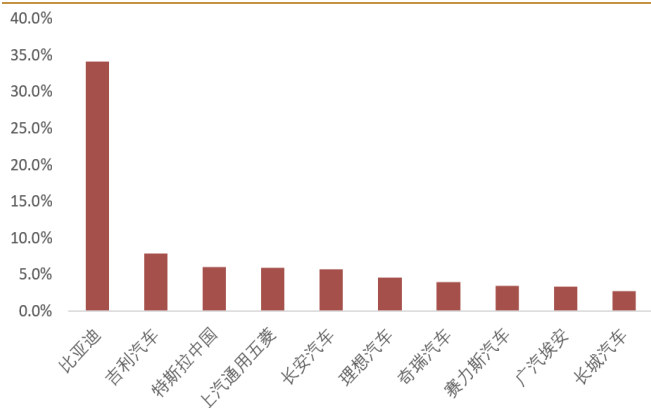
数据来源：中汽协，西南证券整理

图 12：25H1 新能源乘用车产销情况（万辆）



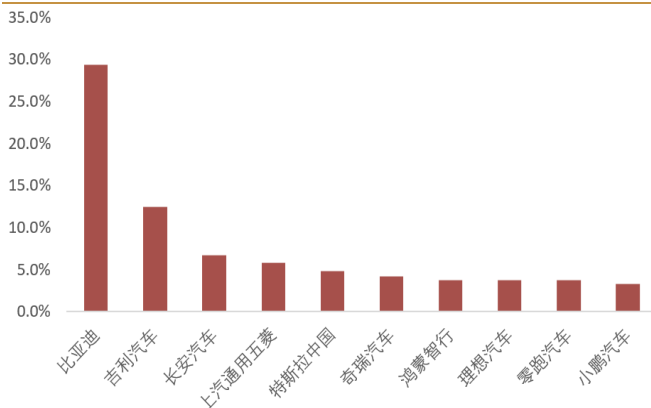
数据来源：中汽协，西南证券整理

图 13：2024 年新能源厂商零售销量占比



数据来源：乘联会，西南证券整理

图 14：2025H1 新能源厂商零售销量占比



数据来源：乘联会，西南证券整理

3 公司分析：围绕汽车主业，进行垂直化布局

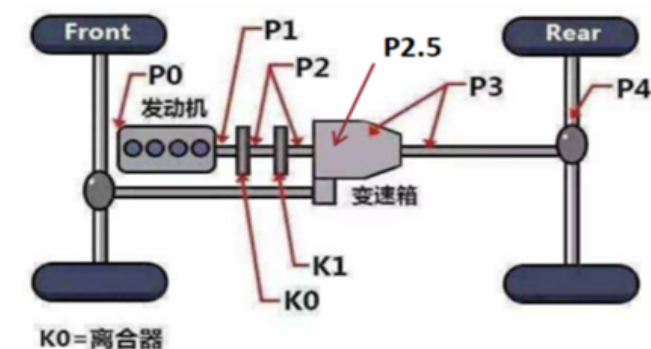
3.1 汽车业务：混动&纯电齐领先

3.1.1 PHEV 领域：技术&爆款，公司一枝独秀

(1) 公司拥有成熟的自主混动系统

混合动力系统中电机在动力传输线路上的位置主要分布在 P0、P1、P2、P3、P4、PS (2.5) 六个位置，不同位置电机所能实现的功能不同。P0、P1 只能实现 MHEV 车型，其他位置则可实现 HEV/PHEV 车型。

图 15：混动系统电机的位置与功能



电机位置	P0	P1	P2	P3	P4	PS
位置	BSG 电机，通过皮带与发动机曲轴软连接，微混	ISG 电机，发动机和离合器之间，轻混	离合器和变速箱之间，全混	变速箱后面，全混	后桥或者前桥，全混	变速箱内，基于双离合变速器 (DCT) 出现，全混
功能	发动机启停、制动能量回收发电，辅助动力输出、辅助换挡	支持发动机启停、制动能量回收发电、辅助动力输出	助力、驻车发电和启动发动机	制动能量回收、纯电驱动车辆	实现四驱	传动效率高

数据来源：驱动视界，西南证券整理

混动系统按照动力传输路线可分为 3 种基本架构：串联式、并联式和混联式。其中，并联架构可仅凭电池驱动的电机电工作，也可与发动机共同工作，灵活性更强。混动技术的更迭历程，是不同电机数量在不同位置、不同架构下，混合动力系统的不断优化。

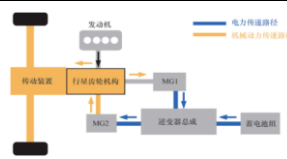
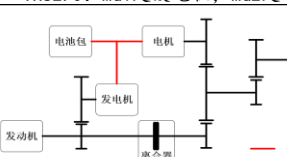
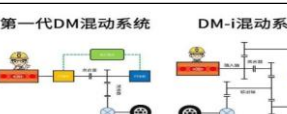
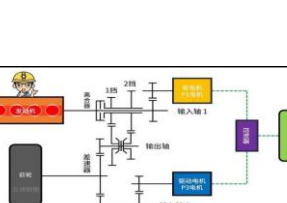
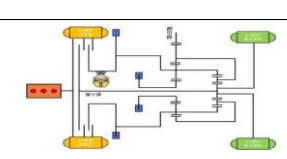
表 1：混动系统的不同架构

不同架构	串联式	并联式	混联式
工作模式	串联结构的动力来源于电动机，发动机只能驱动发电机发电，并不能直接驱动车辆行驶。	发动机和电动机都能单独驱动车轮，也可以同时工作，共同驱动车辆，当动力电池电量不足时，发动机还能带动电动机反转为电池充电。	发动机和发电机协同驱动汽车行驶的同时，发动机还能带动发电机电为电池充电。两个动力单元也能够单独驱动车辆。

数据来源：北京汇智慧汽车技术研究院，西南证券整理

全球混动技术领域，丰田较早开始研发，1977 年发布串联式增程式系统，1997 年成功研发出 THS 混动系统，并发布世界首款混动车型普锐斯；其混动系统以“行星齿轮组”为核心，该专利在 2023 年到期。目前丰田开放其混动技术，已与广汽、吉利等车企展开合作。其混动技术较为成熟，但结构较为复杂，硬件成本较高。此外，本田、日产等公司也已发布较为成熟的混动系统。国内方面，比亚迪在混动技术领域明显领先，长城、长安等车企也已发布自主研究的混动系统。

图 16：国内外较为成熟的混动技术

车企	混动技术	混动架构	构架图
丰田	THS 混动系统	并联架构；系统在工作中时是在不断调整各个动力来源的混合比例	 THS2.0: MG1 是发电机, MG2 是电机
本田	i-MMD 混动系统	混联架构；发动机可单独驱动车辆；系统在工作中时是在不断切换动力来源	
比亚迪	DM 混动系统	并联、混联多架构	 第一代 DM 混动系统 DM-i 混动系统
长城	柠檬 DHT 混动系统	混联架构	
吉利	雷神 Hi-X 混合动力系统	混联架构	

数据来源：汽车工程师之家，西南证券整理

公司在插电混动技术领域已有 10 多年的技术积累，目前 DM 技术已更迭至第五代：**DM1.0 (2008)** 采用“P1+P3”双电机串并联架构，可实现纯电驱动、混合驱动等多种工作模式，低速采取 EV 或 HEV 的串联模式、高速采用发动机直驱，发动机始终处在最佳效率工作区，**注重燃油经济性**。以“电驱为主、燃油为辅”的 DM1.0 技术，突破了以往混动汽车在燃油车基础之上混合电力的思维。

DM2.0 (2013) 是基于多速 DCT (双离合自动变速器) 的并联架构，属于“P3”单电机架构，较 DM1.0 具有传动效率高、动力强、换挡平顺性好、燃油模式无动力中断的优点；增加 P4 后轴电驱后，即“P3+P4 (双擎四驱)”的电机组架构，可实现全时电四驱。**DM2.0 较 1.0 版本更加注重汽车的动力性能**。

DM3.0 (2018) 采取“P0+P3 (前驱)、P0+P4 (双擎四驱)、P0+P3+P4 (三擎四驱)”三种不同的电机架构，可实现 EV、HEV 串联、HVE 并联、HVE 高速、能量回收 5 种工作模式。在 2.0 版本的基础上，加入 BSG 电机，新增怠速启停、智能发电、急加速助力和辅助换挡等功能，**延续对汽车动力性能的专注**。

DM-i 与 DM-p (2020) 是分别基于 DM1.0 和 DM3.0 的升级版。2020 年，公司推出 DM 技术双平台战略，将旗下 DM2.0 及 DM3.0 的所有在售车型划至侧重动力性能的 DM-p 平台。与此同时，基于 DM1.0 的混动架构推出侧重经济性的 DM-i 车型。

DM5.0 (2024) 让亏电油耗进入 2 时代。第五代 DM 技术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作为技术基底，最终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，重新定义插混技术新标杆，该技术将助力全球混动进入新时代。DM5.0 首次搭载秦 L DM-i、海豹 06 DM-i 起步价均为 9.98 万元，两款车型的上市进一步完善了比亚迪产品矩阵，更是对传统燃油车市场带来一定冲击。

表 2：公司 DM 技术更迭至 5.0

DM 技术		变速器	动力组合 (发动机混动系统)	代表车型	电池容量 (kWh)	百米加速时间 (s)	综合油耗 (L/100km)
DM-i	DM1.0	CVT	1.0L "P1+P3"	F3DM (2008)	4500Ah	10.5	2.7
DM-p	DM2.0	6 速干式 DCT	1.5T "P3"	秦 DM (2014)	13	5.9	1.6
			2.0T "P3+P4"	唐 DM (2015)	13	4.9	1.6
	DM3.0		1.5T "P0+P3"	宋 MAX DM (2019)	9.98	7.9	1.6
			1.5T "P0+P4"	宋 Pro DM (2019)	15.7	6.9	1.6
			2.0T "P0+P3+P4"	唐 DM (2018)	19.96/23.97	4.5	1.6
	DM4.0		E-CVT	1.5T "P0+P4"	汉 DM-p (2022)	37.5	3.7
DM-i	DM4.0	1.5T "P1+P3"		汉 DM-i (2022)	18.3/37.5	7.9	1.4

DM 技术		变速器	动力组合 (发动机混动系统)	代表车型	电池容量 (kWh)	百米加速时间 (s)	综合油耗 (L/100km)
DM-i	DM5.0	E-CVT	1.5T "P1+P3"	秦 L DM-i (2024)	10.08/15.87	7.9	1.36
				海豹 06 DM-i (2024)	10.08/15.87	7.9	1.36

数据来源：汽车之家，西南证券整理

表 3：比亚迪 DM5.0 核心优势

DM 5.0	核心优势
发动机热效率	46.06%（全球最高）
百公里亏电损耗	2.9L（全球最低）
综合续航	2100 公里（全球最长）
以电为主动力架构	EHS 电混系统，功率密度提升 70.28%，综合工况效率达 92%；插混专用刀片电池能量密度提升 15.9%
全温域整车热管理架构	高温/低温最高节省能耗 10%/8%（行业首个）
智电融合电子电气架构	VCU（电压控制单元）和双 MCU（电机控制单元）三脑合一，芯片算力提升 146%

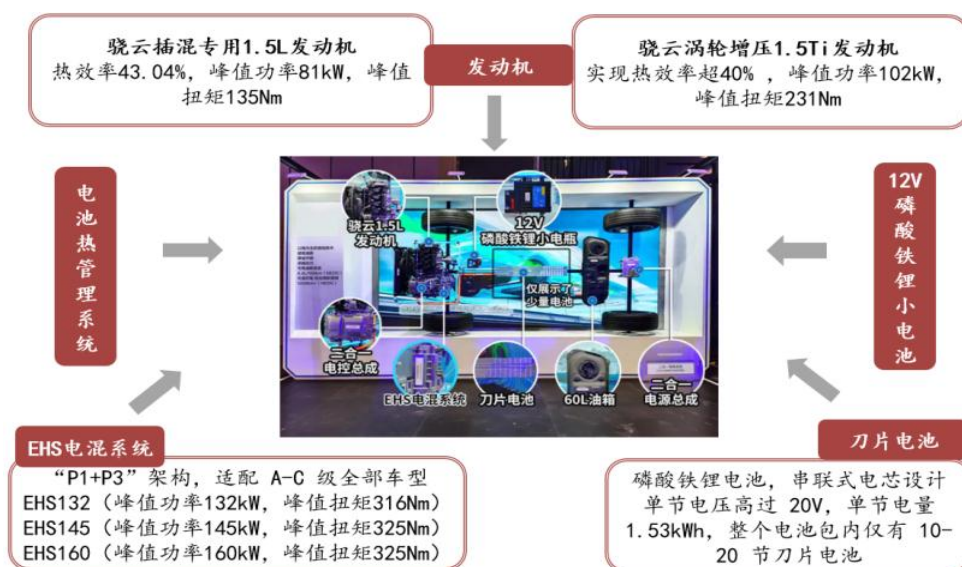
数据来源：水电科技，成都新港比亚迪，西南证券整理

（2）DM-i/DM-p 双平台完善市场布局

➤ DM-i 平台：侧重经济性，主打超低油耗

DM-i 混动架构与 DM1.0 相同，专注于燃油经济性，且基于五大核心系统的突破——包括使用全球量产最高、热效率达 43.04% 的骁云发动机（DM5.0 热效率达 46.06%），采用电机、电控、变速器集成的 EHS 电混系统以及应用功率型刀片电池及电池热管理系统等，实现对 DM1.0 的全面升级，打造出可以实现超低油耗、更加集成化、轻量化的 DM-i 平台。目前主要车型有宋 Plus DM-i、秦 Plus DM-i、宋 Pro DM-i、驱逐舰 DM-i、汉 DM-i、唐 DM-i 等。

图 17：DM-i 五大核心系统



数据来源：公司官网，西南证券整理

➤ DM-p 平台：侧重功能性，主打超强动力

DM-p 平台是对 DM3.0 的延续,继续专注于动力性能,定位相对较高。相较于 3.0 版本,DM-p 已实现骁云插混专用 1.5T 高效发动机、EHS160 电混系统、刀片电池等零部件的全面升级,系统的高度集成提升整车动力,目前推出“P0+P4 (双擎四驱)和 P0+P3+P4 (三擎四驱)”两种架构的车型,可实现百公里加速 5s 以内,在四驱脱困方面超越机械四驱。目前主要车型有唐 DM、汉 DM、宋 Pro DM、宋 MAX DM、秦 Pro DM 等。公司以往 DM2.0、DM3.0 车型侧重于汽车动力性能的提升,对于关注燃油经济性的客户的布局有所欠缺,而 DM-i/DM-p 双平台的推出,有望补全公司对于“低油耗”客户群体的覆盖。

表 4：唐 DM-i(2025 年智驾版尊贵型)与唐 DM-i(2025 年智驾版激光雷达旗舰型)参数对比

相同参数	尊贵型	旗舰型	不同参数	尊贵型	激光雷达旗舰型
车型	中型 SUV		指导价格 (万)	17.98	21.98
长*宽*高(mm)	4870*1950*1725		辅助驾驶芯片	英伟达 Orin-N	英伟达 Orin-X
发动机	1.5T		芯片总算力	84	254
变速箱	E-CVT		前方感知摄像头	双目	三目
电池类型	磷酸铁锂电池		激光雷达数量	0	1
电池容量 (kWh)	21.504		辅助驾驶路段	高速路段	城市路段 高速路段
油箱容积 (L)	53		辅助驾驶系统	DiPilot 100	DiPilot 300

数据来源：汽车之家，西南证券整理（注：信息截止至 2025 年 9 月 3 日）

（3）产品具备性价比，市场认可度高

混动电车领域，日系车企中，丰田已深耕多年，其 THS 系统已更新至第五代，本田也已发布基于混联架构的 i-MMD 混动系统；国内车企中，比亚迪的 DM 系统已更新至第五代的 DM-i，而长城（柠檬 DHT）、吉利（雷神电混 8848）、长安（蓝鲸 iDD）、奇瑞（鲲鹏）等车企也已基于其拥有的一代混动系统发布了混动车型。

较外资混电车型，公司产品具备性价比优势。对比同类可比车型（A 级 SUV），公司旗下宋 PLUS DM-i 较日系车企具备明显的性价比。尽管宋 PLUS DM-i 动力性能不及日系的威兰达、本田 CR-V，但是在能耗及价格方面具备性价比，是注重低能耗及预算有限群体的备选之一。

国内混电领域竞争加剧。当前国内混电车型供给增加，宋 PLUS DM-i 的产品力、价格优势在强竞争下有所弱化。长安 UNI-Z 在纯电续航里程、百公里加速等性能表现方面也优于宋 PLUS DM-i，且具备一定性价比；与此同时，吉利旗下的银河 L7 侧重动力性能，价格也有一定优势，新产品持续进入给国内混电领域带来竞争压力。

表 5：部分混电车型性能对比

A 级 SUV 品牌	丰田	长安	比亚迪	奇瑞	吉利
混动系统	THS	蓝鲸智电 iDD	DM-i	鲲鹏 C-DM	雷神 EM-i
车型	威兰达	长安 UNI-Z	宋 PLUS DM-i	瑞虎 9 C-DM	银河 L7 Em-i
某档价格	26.78 万	12.49 万	13.58 万	16.59 万	11.58 万
上市时间	2024.06	2025.02	2025.02	2024.09	2025.02
CLTC 纯电续航里程 (km)	-	125	75	106	115

A 级 SUV 品牌	丰田	长安	比亚迪	奇瑞	吉利
发动机	2.5L	1.5L	1.5L	1.5T	1.5L
变速器	E-CVT	E-CVT	E-CVT	3 挡 DHT	1 挡 DHT
电池类型	三元锂电池	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池
百公里加速 (s)	-	7.4	7.7	8.8	-
WLTC 综合油耗 (L/100km)	1.46	1.3	-	1.4	1.05

数据来源：汽车之家，西南证券整理（注：信息截止至 2025 年 9 月 3 日）

公司产品矩阵完整，同类产品具备价格优势。基于 DM-i 平台侧重于超低油耗、更具性价比的特点，公司在各类车型推出具备明显性价比的产品，如紧凑型车领域的秦系列、紧凑型 SUV 领域的宋系列、中大型轿车领域的汉系列，以及中大型 SUV 领域的唐系列等，其中，宋、秦、唐月销过万，受到市场广泛认可。

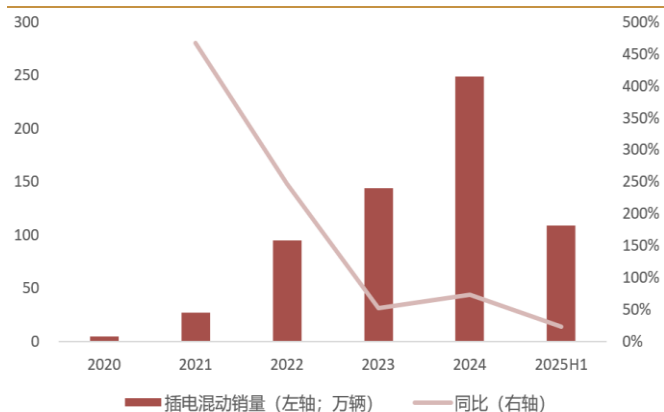
表 6：混动市场产品矩阵（价格单位：万元）

车型	轿车		SUV		MPV
	比亚迪	竞品	比亚迪	竞品	比亚迪
紧凑型	秦 Plus/DM-i /7.98-17.98 驱逐舰 05 /7.98-13.68	帝豪第 4 代 /6.29-14.98	宋 Pro/DM-i /10.28-14.28 宋 Plus/DM-i /13.58-18.08	RAV4 荣放 /16.98-23.88 途岳 /12.59-21.66 本田 CR-V /18.59-26.39 皓影 /18.59-26.39	夏 DM-i /24.98-30.98
		卡罗拉双擎（丰田） /9.28-15.58			
		轩逸 /7.99-17.49			
		朗逸 /7.99-15.19			
中大型	汉 DM-i /16.58-23.58	小米 SU7 /21.59-29.9	唐 L DM-i /22.98-28.98 海狮 07 DM-i /16.98-20.58	问界 M7 /24.98-32.98 岚图 FREE /21.99-27.99 理想 L6 /24.98-27.98	腾势 D9 /30.98-60.06
		奔驰 E 级 /45.18-59.98			
		宝马 5 系 /43.99-52.59			
		奥迪 A6L /42.79-65.68			

数据来源：汽车之家，西南证券整理（注：价格信息截止 2025 年 9 月 3 日）

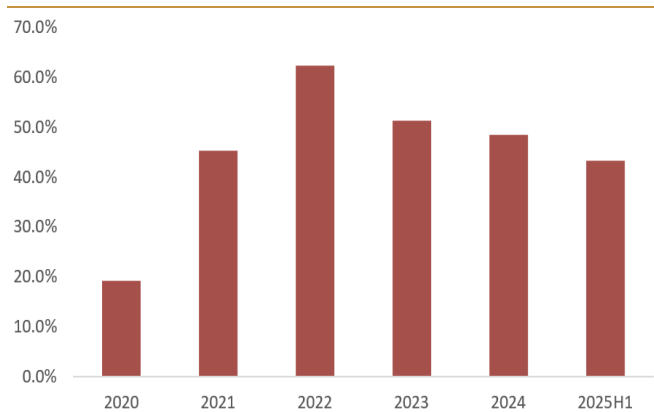
凭借 DM-i/DM-p 双平台产品的推出，公司在混电领域的市场份额快速提升，已由 2020 年的 19.2% 翻倍式提升至 2021 年的 45.2%，2022 年达到 62.3% 最高水平，23/24/25H1 受其他厂商混动车型供给增加影响，公司市场份额受到一定挤压，但仍然占据 51.3%/48.3%/43.2% 的市场份额。综合公司在 PHEV 领域的技术优势及极具性价比的产品布局，有望进一步拓宽年轻客户群体，保持较高市场占有率。

图 18：公司 PHEV 产品销量



数据来源：公司产销快报，西南证券整理

图 19：公司 PHEV 产品市占率



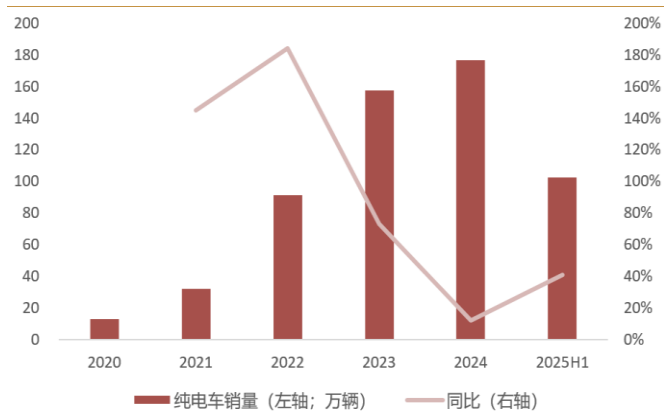
数据来源：中汽协，公司产销快报，西南证券整理

3.1.2 BEV 领域：e 3.0 平台赋能纯电产品，4.0 平台值得期待

(1) 产品矩阵完善，切入中高端市场

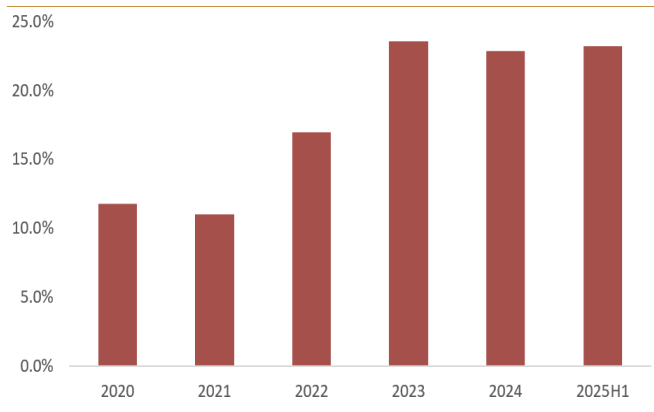
公司在纯电领域地位日益提升。2024 年公司纯电车销量 176.5 万，同比提升 12.1%，占全市场纯电销量 22.9%，同比-0.7pp；25H1 公司纯电车销量 102.3 万辆，同比增长 40.9%，占全市场纯电销量 23.2%，同比-0.9pp，市场份额位居行业第一。当前，国家强调“反内卷”，在行业走向有序的过程中，公司作为头部企业容易形成马太效应，继而龙头地位得以巩固。

图 20：公司 BEV 产品销量



数据来源：公司产销快报，西南证券整理

图 21：公司 BEV 产品市场占有率



数据来源：中汽协，公司产销快报，西南证券整理

公司已形成较为完整的产品布局。目前在纯电领域中的各类车型中，公司均已推出了相应的产品，汉/唐系列主打高端市场，其中，汉车型已成为月销过万的爆款，此外，公司海洋系列的海豹与海狮对标 Model 3 和 Model Y，形成了对高端市场的进一步加持。中端市场，公司推出了具备性价比的秦系列、元系列等车型；而低端市场，公司推出了搭载 e 3.0 平台的海豚车型，月销量突破万辆，属于海洋系列中的走量产品。

表 7：公司纯电领域产品布局（价格单位：万元）

车型	轿车		SUV	
	比亚迪	竞品	比亚迪	竞品
小型	海鸥/6.98-8.58 海豚/9.98-12.98	五菱缤果/5.68-8.48 AION UT/6.98-10.18	元 UP /7.48-11.98 元 Pro /9.58-11.38 元 PLUS /11.98-14.78 宋 PLUS 新能源/13.58-18.08	领克 06 /10.86-12.98 RAV4 荣放/16.98-23.88
紧凑型	秦 Plus /7.98-17.98 秦 EV/16.88	朗逸 /8.00-15.19 速腾 /13.99-17.29 小鹏 MONA MO3 /11.98-13.98		岚图 FREE/21.99-27.99 零跑 C16 /15.18-18.98 小米 YU7 /25.35-32.99 理想 L6 /24.98-27.98 理想 L9 /40.98-43.98 宝马 X5 /61.50-83.00 Model X /72.49-82.49
中大型	汉 EV/16.58-23.58 海豹 06 EV/9.98-13.98	奥迪 A6L /42.79-65.68 银河星耀 8 /12.58-16.58 小鹏 P7/22.39-33.99 宝马 5 系 /43.99-52.59 日产 N7 /11.99-14.99	唐 L /22.98-28.98	

数据来源：汽车之家，西南证券整理（注：价格信息截止 2025 年 9 月 3 日）

中高端市场正在布局。对比同行业的中大型车型，公司旗下中高端产品汉 EV 最大续航达到 701km，百公里加速达到 6.9s，在续航里程、百公里加速、电池容量等方面在同等价格区间的同行竞品中具备一定竞争力，助力公司拓展中高端市场。此外，公司着重推出仰望系列进攻超高端市场，23 年 1 月 5 日仰望 U8、U9 正式发布，作为智能电动豪华品牌，仰望致力于打造与国际品牌相媲美的品质和竞争力，满足消费者对高端品质电动车的需求。

表 8：纯电领域主要产品车型参数对比

车型参数	汉 EV	小鹏 P7+	极狐 阿尔法 S5	Model 3	蔚来 ET5T
车型	中大型车	中大型车	中型车	中型车	中大型车
价格	16.58-23.58 万	18.68-20.88 万	12.78-18.48 万	23.55-33.95 万	29.80-31.60 万
CLTC 纯电续航里程 (km)	506-701	615-725	560-708	634-830	710
最大功率 (kW)	150/163/180/180/180	180/230	185/200/390	194/225/343	360
最大扭矩 (Nm)	310/350	450	360/690	340/723	700
电池类型	磷酸铁锂电池	磷酸铁锂电池	三元锂电池	磷酸铁锂电池/三元锂电池	三元锂电池
百公里加速 (s)	6.9/7.9	5.9/6.9	7.0/6.8/3.7	6.1/5.2/3.1	4
电池容量 (kWh)	60.48-79.6	60.7-76.3	64.8/74.4/79.2	60/78.4	100
百公里耗电量 (kWh/100km)	13.2-13.5	11.4-12.7	12.8-14	11-14.2	14.7

数据来源：汽车之家，西南证券整理（注：信息截止至 2025 年 9 月 3 日）

（2）e 3.0 EVO 平台：全球首创，五大技术集群

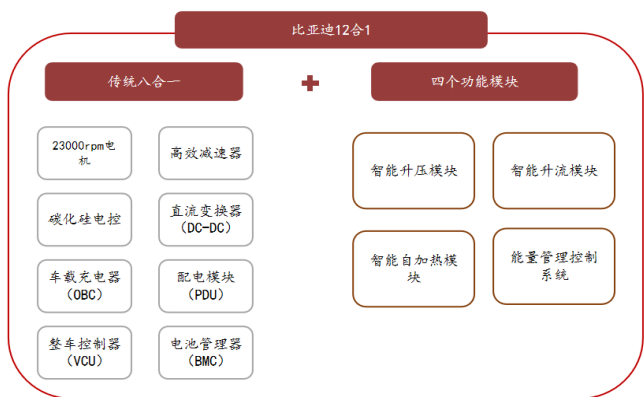
平台化是指通过标准化的底盘和车身结构，承载零部件差异化的不同车型。对于车企而言，有助于通过不同车型平台共享、提升零部件的通用率等降低研发和生产成本，并专注于改进零部件提升产品品质；对于消费者而言，则能够在较短的开发周期获得低成本、高质量的差异化的产品，满足自身个性化需求。

目前行业内诸多车企也拥有符合自身需求的平台。如奔驰的 MFA 前驱平台和 MRA 后驱平台、丰田的 TNGA 平台、吉利紧凑型轿车的“FE”平台和高端车型“KC”平台、北汽的 M-trix 平台、长安的高端车 C 平台等。其中，丰田的 TNGA 平台有着“TNGA 出品，必属精品”的市场评价。

公司平台化发展 3 阶段：e 1.0 平台（2010）是建立整个产业链的过程，实现三电关键零部件的平台化，打造出了 e 6 车型。**e 2.0 平台（2018）实现整车关键系统平台化**，提出“3311”，即电驱动三合一（驱动电机、电机控制器、减速器），充配电三合一（直流变换器、车载充电器、配电箱），1 块高安全高比能电池，1 块深度集成控制模块（智能钥匙、蓝牙模块、胎压监测、倒车雷达、空调控制器等功能控制器），1 块车载智慧大屏——Dilink 智能网联系统，实现轻量化、效率化、集成化，打造出了秦 EV、唐 EV、宋 EV 等车型。**e 3.0 平台（2019）实现整车架构平台化**。采用 CTB 技术、八合一电动力总成、宽温域高效热泵系统、电机升压快充等技术，实现了 NEDC 续航能力突破 1000km、百米加速时间 2.9s，以及充电 5min 行驶 150km 等性能指标。

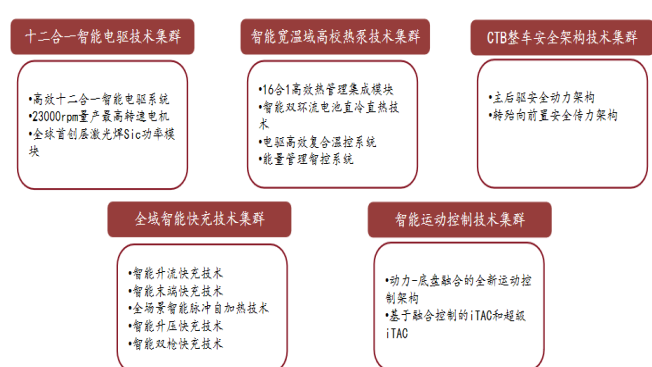
e3.0 EVO 宣告平台进入集群时代。2024 年 5 月比亚迪发布了 e 3.0 Evo 平台和首搭车型海狮 07EV。最早被提出产品形态是“三合一”，即将电机、电机控制器和减速器结合在一起，蔚来、小鹏等部分车型搭载了三合一电驱系统。伴随汽车工业进一步发展，“三合一”逐步向“六合一”、“七合一”演变，比亚迪 e 平台 3.0 更是将 BMS(Battery Management System)电池管理系统和 VCU(Vehicle Control Unit)整车控制系统集成进去，“八合一”将集成化带到了新阶段。今年，比亚迪 e 平台 3.0 Evo 全球首创“12 合 1”智能电驱技术集群，将传统“八合一”与四个功能模块（智能升压模块、智能升流模块、智能自加热模块、能量管理智控系统）进行组合，自此多合一进入新时代。除智能电驱技术集群外，比亚迪此次首创智能宽温域高效热泵技术集群、全域智能快充技术集群、CTB 整车安全架构技术集群、智能运动控制技术集群，引领汽车行业进入集群时代。

图 22：12 合 1 智能电驱



数据来源：比亚迪官方公众号，西南证券整理

图 23：e 平台 3.0EVO 五大集群



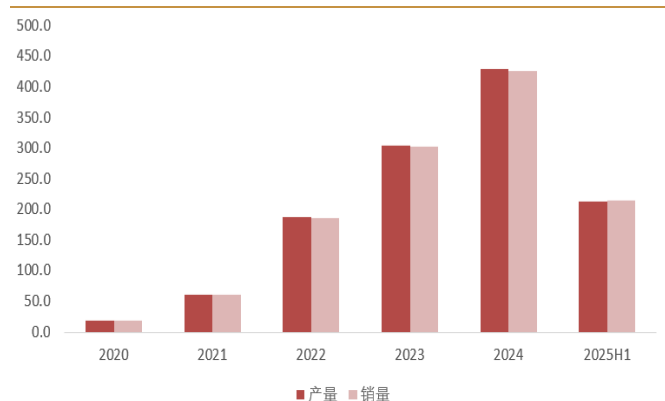
数据来源：比亚迪官方公众号，西南证券整理

e 4.0 已获国际认证，未来表现值得期待。2024 年 8 月 8 日，第三方检测认证机构 TÜV 南德意志集团为比亚迪自主研发的全新整车电子电气架构 4.0 平台颁发 ASPICE（Automotive Software Process Improvement and Capability dEtermination，汽车软件过程改进及能力评定）2 级能力评估认可。此次，比亚迪顺利通过 2 级评估，标志着其软件开发能力和软件质量管理能力达到国际领先水平，为比亚迪在全球汽车市场的竞争力增添了重要砝码。基于比亚迪 e3.0 的历史表现以及 e4.0 的高技术水准，预计新平台将继续赋能对应新车周期，刺激销量实现进一步增长。

3.1.3 产品供给丰富，产能端改善明显

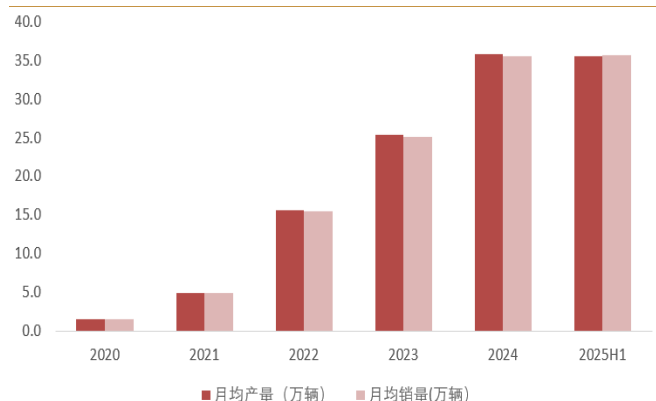
公司多个产品月销量过万。在 DM-i 技术、e 平台 3.0、刀片电池等技术的加持下，公司旗下的汉、宋 Plus 新能源、秦 PLUS、元 PLUS 等车型受到市场广泛认可。2024 年公司打出“电比油低，荣耀出击”的口号推出秦 PLUS、元 PLUS、宋 Pro、汉系列荣耀版，其中，秦 PLUS 价格下探至 7.98 万元，供给端发力刺激效果明显，当前，25H1 公司累计销量 214.6 万辆，同比增长 33.0%，月均销量 35.8 万辆，同比+33.0%。产量端来看，相比 2021 年公司新能源汽车月产量仅 5 万辆，现阶段公司新能源汽车月产量在 35 万辆/月以上并持续提升，产能端改善明显。

图 24：公司新能源汽车产销量相对均衡（万辆）



数据来源：中汽协&公司公告，西南证券整理

图 25：2020 年以来公司新能源汽车月均产/销量



数据来源：中汽协&公司公告，西南证券整理

八大整车生产基地保障产能供应，规划产能突破 480 万辆。公司已投产的工厂主要有西安、长沙、深圳、合肥、济南、抚州、郑州、常州八个非专用客车生产基地，比亚迪整车工厂全年满产的产能共计 309.7 万辆，规划产能 480.2 万辆，公司产能的大幅度突破将有力支撑销量继续爬升。

表 9：公司整车生产的产能规划

整车工厂	生产能力	备注 1	规划产能	备注 2
广东深圳工厂	35		35	
江西抚州工厂	15		15	原大乘汽车江西工厂
安徽合肥工厂	30	2022 年 6 月投产	100	
河南郑州工厂	30	2023 年 4 月投产	100	
山东济南工厂	15	2022 年 11 月投产	15	
湖南长沙工厂*	60		60	
陕西西安草堂工厂	90		100	
江苏常州工厂	30	2022 年 1 月投产	50	2024 年-计划
陕西西安工厂*	0.15	工厂停产中	0.15	工厂停产中
天津新工厂*	0.5	新能源客车	0.5	新能源客车
湖北武汉工厂*	0.2	新能源客车	0.2	新能源客车
浙江杭州工厂*	0.3	新能源客车	0.3	新能源客车
浙江杭州工厂*	0.3	新能源专用车	0.3	新能源专用车

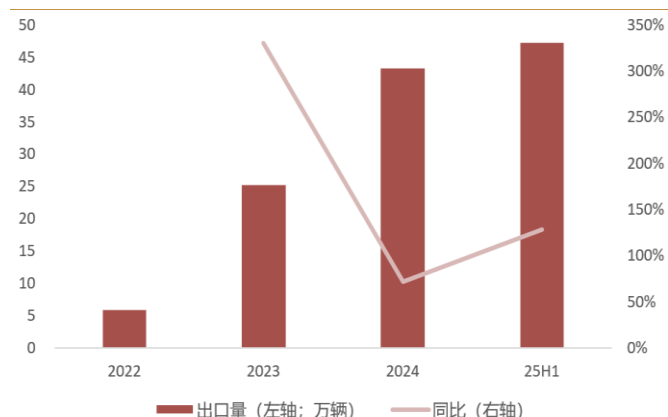
整车工厂	生产能力	备注 1	规划产能	备注 2
广东汕尾工厂*	0.5	新能源客车	0.5	新能源客车
山东青岛工厂*	0.5	纯电动客车	0.5	纯电动客车
江苏南京工厂*	0.5	纯电动客车	0.5	纯电动客车
河北承德工厂*	0.2	纯电动客车	0.2	纯电动客车
山西太原工厂*	0.2	电动客车:0.2 万	0.2	电动客车:0.2 万
广西桂林工厂*	0.15	新能源客车, 2019 年 4 月投产	0.15	新能源客车
宁夏银川工厂*	0.1	纯电动客车	0.1	纯电动客车
辽宁大连工厂*	0.1	纯电动客车	0.1	纯电动客车
江苏淮安工厂*	0.5	2020 年 7 月投产	1	
包头市比亚迪矿用汽车有限公司*	0.5		0.5	
总计*	309.7		480.2	

数据来源: Marklines, 西南证券整理 (注: 带*标记的数据是商用车或包含商用车的产能; 2024 年 2 月, 据工信部第 380 批次公告, 比亚迪汽车工业有限公司深圳新能源乘用车工厂迁移至深汕特别合作区。)

3.1.4 海外布局显成效, 出海迎来加速度

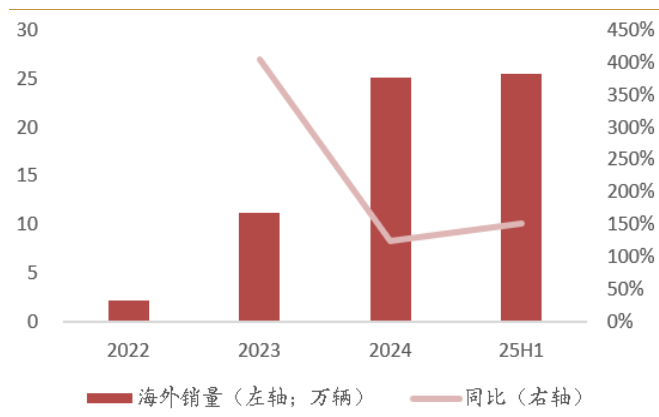
公司出海速度加快, 25H1 出口同比增速达 128.0%。从出口和海外实际销量来看, 公司海外布局取得显著成效, 23/24/25H1 公司出口 25.2/43.3/47.2 万辆, 同比 +330.0%/+71.8%/+128.0%, 海外实际销量 11.2/25.1/25.4 万辆, 同比 +404.1%/+124.7%/+150.4%。从动力形式来看, 公司海外主要以纯电为主, 25H1 纯电销量 14.3 万辆, 同比+74.2%, 纯电占比 56.1%, 同比-24.6pp。同时, 插混在海外开始贡献重要增量, 25H1 插混海外销量 7.7 万辆, 同比+571.4%, 插混占比 30.1%, 同比+18.9pp (注: 由于部分国家并未对比亚迪销量按动力形式进行拆分, 导致纯电+插混占比之和不等于 100%)。

图 26: 公司乘用车出口量及增速



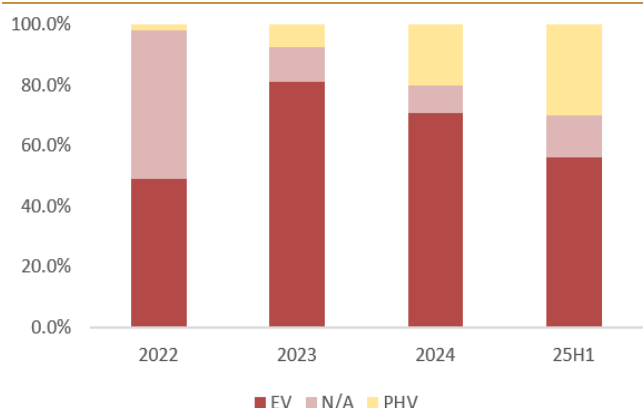
数据来源: 中汽协, 西南证券整理

图 27: 公司海外实际销量



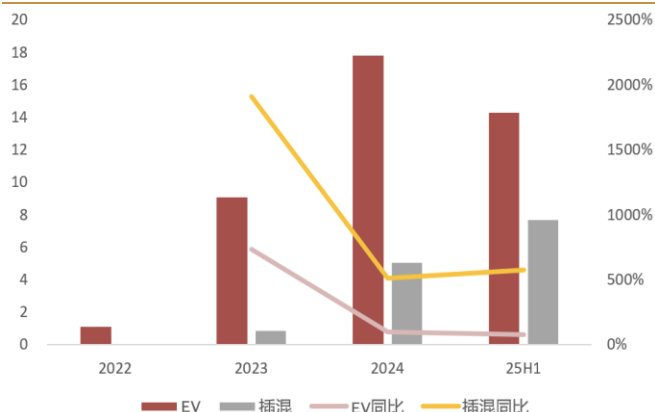
数据来源: Marklines, 西南证券整理

图 28：海外实际销量动力形式拆分



数据来源：Marklines，西南证券整理（注：部分国家未对动力形式

图 29：EV/PHV 海外销量及增速（左轴，万辆；右轴，同比）



数据来源：Marklines，西南证券整理

按区域拆分来看，公司已成功突破大洋洲、拉美、欧洲、亚洲市场。从占比角度来看，25H1 公司海外市场主要由大洋洲、拉美、欧洲、亚洲市场组成，分别占海外总销量的 10.0%、21.5%、28.6%、39.4%，其中，大洋洲、欧洲、亚洲销量增速分别达 158.1%、295.9%、173.4%，几大市场齐发力。此外，公司在拉丁美洲具有较高市占率，24/25H1 在拉美销量分别为 8.6/5.5 万辆，同比+312.1%/+54.6%。

表 10：公司海外实际销量拆分（按区域拆分）

万辆	2022	2023	2024	25H1
大洋洲	0.4	1.6	2.1	2.5
非洲	0.5	0.4	0.5	0.2
拉丁美洲	0.3	2.1	8.6	5.5
欧洲	0.5	1.7	5.3	7.3
亚洲	0.5	5.4	8.6	10.0
总计	2.2	11.2	25.1	25.4
同比	2022	2023	2024	25H1
大洋洲		325.4%	32.7%	158.1%
非洲		-25.6%	20.2%	10.0%
拉丁美洲		622.7%	312.1%	54.6%
欧洲		265.6%	206.1%	295.9%
亚洲		889.7%	61.0%	173.4%
总计		404.1%	124.7%	150.4%
占比	2022	2023	2024	25H1
大洋洲	17.1%	14.4%	8.5%	10.0%
非洲	24.1%	3.6%	1.9%	0.6%
拉丁美洲	13.0%	18.6%	34.1%	21.5%
欧洲	21.4%	15.5%	21.2%	28.6%
亚洲	24.4%	47.9%	34.3%	39.4%
总计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：Marklines，西南证券整理

比亚迪全面突破欧洲核心区域：比亚迪 25H1 在欧盟销量 5 万辆，同比+286.2%，市占率达 0.8%，同比+0.6pp，距离特斯拉市占率仅差 0.3pp（去年同期相差 1.7pp）。将特斯拉、比亚迪在欧盟的销量进行比较，比亚迪市占率逐步逼近特斯拉，25H1 市占率相差 0.3pp。截至 2025 年 5 月，比亚迪已进入超 20 个欧洲国家，全球化战略布局进一步深入推进。同时，比亚迪采取针对性的市场产品策略，在北欧，比亚迪主打纯电动车，以迎合高度电动化的环境；而在德国及中南欧，比亚迪则用“超级混动 DM-i”切入，因为这些市场燃油车仍占主导，消费者需要过渡方案。此外，比亚迪选择了扩展经销商网络与树立品牌形象的双线策略，预计到 2025 年底，比亚迪将在欧洲签署 120+份经销商合同，其中 100+家将正式投入运营。在慕尼黑，比亚迪开设了首家旗舰店，并引入 19 位资深行业专家，进一步贴近私人客户市场。

表 11：比亚迪在欧盟市占率逐步逼近特斯拉

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1
比亚迪	0	0	0	0.2	1.3	3.8	5
同比		48.0%	-13.5%	4787.5%	762.5%	182.0%	286.2%
EV	0	0	0	0.1	1.3	3.2	3.1
PHV	0	0	0	0	0	0.5	1.8
N/A	0	0	0	0	0	0	0
市占率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.8%
距特斯拉市占率	0.5%	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%	1.6%	0.3%
特斯拉	7.3	5.9	10.6	14.7	27.8	24.2	7
同比		-19.7%	80.6%	38.3%	89.5%	-13.1%	-44.0%
市占率	0.5%	0.5%	0.9%	1.4%	2.3%	1.9%	1.1%

数据来源：Marklines，西南证券整理

全球化破局，扎根突破拉美市场。面对巴西市场早期高达 35%的工业产品税（IPI）和复杂认证体系，比亚迪没有选择简单的整车出口模式，而是启动了一项本土化系统工程：2025 年，比亚迪斥资 55 亿雷亚尔（约合 71 亿人民币）投产巴伊亚州工厂。比亚迪巴西乘用车工厂选址于萨尔瓦多都市圈内的卡马萨里市。该市不仅是巴伊亚州重要的工业、经济中心，更拥有完善的汽车产业链配套和成熟的港口物流基础设施。除此之外，比亚迪通过建立企业与本土产业链融合的集成效应自建产能。截止到 2025 年 5 月，比亚迪在巴西已经发展了 180 家经销商门店，预计在年底增长至 240 家全面投入运营。

表 12：比亚迪在拉美销量（区分国家）（辆）

	25h1	24h1	同比	增量
巴西	47134	32436	45.3%	14698
哥伦比亚	3992	876	355.7%	3116
乌拉圭	2781	1583	75.7%	1198
智利	727	454	60.1%	273
总计	54634	35349	54.6%	19285

数据来源：Marklines，西南证券整理

比亚迪扩充全球产能。比亚迪的全球工厂网络主要布局了东南亚、欧洲、美洲等地。从深圳坪山的研发高地到泰国罗勇的东盟枢纽，从巴西卡马萨里的南美跳板到匈牙利工厂的欧洲桥头堡，比亚迪正从单纯产品输出向“品牌输出+本地化生产+技术模式+产业链服务”过渡，重塑海外布局生态。

表 13：比亚迪海外产能情况

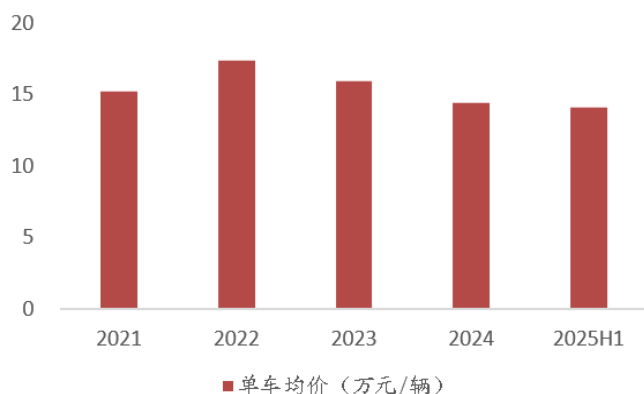
	泰国工厂	印尼	匈牙利	乌兹别克斯坦	土耳其	巴西
位置	罗勇府	西瓜哇省	琼格拉德州塞格德市	吉扎克州吉扎克市	马尼萨省	巴伊亚州卡玛萨里市
产能	15 万辆	15 万辆	20 万辆	5 万辆	15 万辆	一期 15 万辆
投资金额	70 亿元	93 亿元	400 亿元	12 亿元	70 亿元	72 亿元
投产时间	2024 年	预计 2026 年	预计 2025 年	2024 年	预计 2026 年底	预计 2025 年
生产车型	海豚、海豹、 ATTO3 等	比亚迪及腾势品牌 电动车	Dolphin、 ATTO3 等	驱逐舰 05、宋 PLUSDMI 等	纯电及插混车型	海豚、海鸥、 宋 PLUS

数据来源：Marklines，西南证券整理

3.1.5 规模效应显现，单车利润提升

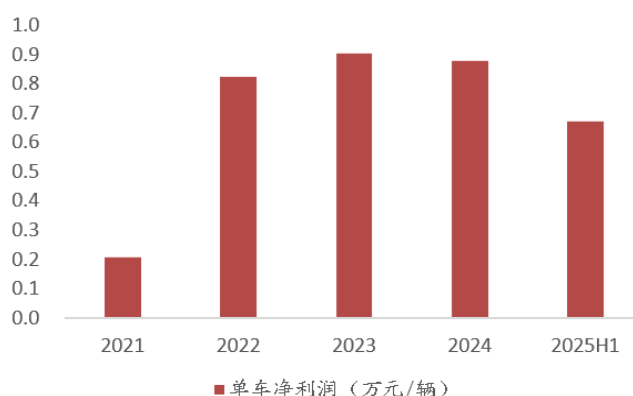
2023 年以来，汽车行业竞争加剧，“以价换量”成为各大厂商的主要策略。在此背景下，公司均价较 22 年 17.4 万元/辆下滑至 25H1 的 14.1 万元/辆，预计降价趋势在行业尚未完成出清的进程中仍将继续。但是，百万的销量规模极大程度分摊了成本，规模化效应得到一定体现。据我们测算，21/22/23/24 年公司单车净利润分别为 0.2/0.8/0.9/0.9 万元（扣除比亚迪电子利润计算所得），25H1 单车净利润为 0.7 万元，同比-14.5%，预计受智驾带来的成本上升影响，后续在政策、供给、价格、渠道等多方合力作用下，销量有望进一步增长持续助力单车利润改善。

图 30：2021 年以来公司单车均价



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 31：2021 年以来公司单车净利润



数据来源：公司公告，西南证券整理（扣除比亚迪电子利润计算所得）

3.2 电池业务：布局上游控成本，产品外供在即

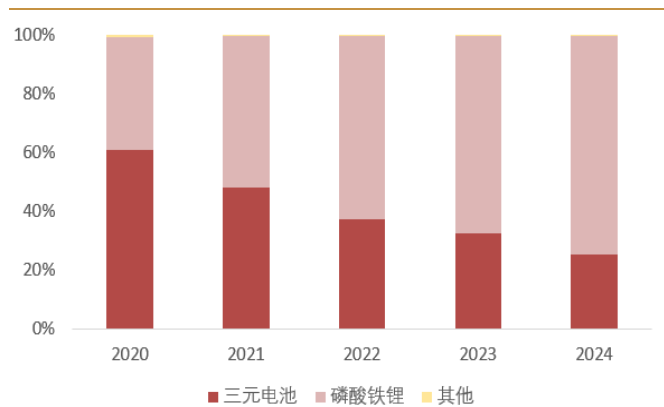
3.2.1 公司动力电池技术较为成熟

动力电池作为新能源汽车核心技术之一，影响着电动汽车的续航里程、安全性、充电效率等性能。其技术路线以高能量密度、高安全性、高倍率、长循环寿命作为主要目标，目前的技术提升路径主要有三种：材料体系、封装形式、电芯集成方式。

材料体系，是动力电池质量能量密度的重要影响因素，基于物理、化学基础学科实现电动汽车性能的突破。现阶段，市场主要用的正极材料是磷酸铁锂（LFP）、三元电池（NCM），2024 年装车量分别占 75%、25%。前者在电池寿命、安全性、成本方面具有明显优势，而

后者在能量密度、耐低温、充电效率方面性能突出，市场主流三元电池单体能量密度一般在 200-350Wh/kg 左右，而磷酸铁锂电池的单体能量密度在 150-210Wh/kg。考虑到电动汽车对能量密度的不断优化，高镍化、掺硅补锂、固态电池均是未来技术提升的路径之一；而成本压力下，市场对能量密度不占优势的钠离子电池的研究也在推进中。

图 32：动力电池装车量占比（按材料）



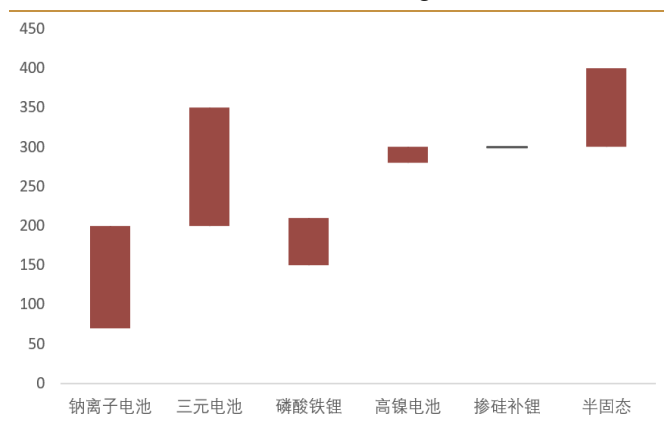
数据来源：Wind，西南证券整理

图 33：动力电池材料体系及优缺点

材料类型	单体能量密度	分解温度	低温电池效率	恒流比	使用寿命
磷酸铁锂	160-210 Wh/kg	500-600℃	-20℃时电池释放能量 54.94%	10.08%	3500
三元电池-普通	250 Wh/kg 左右	300℃	-20℃时电池释放能量 70.14%	52.75%	3000

数据来源：百度百科，西南证券整理

图 34：各类电池能量密度范围（Wh/kg）



数据来源：北拓资本，国颐科技发展，电池中国，西南证券整理

封装形式，是采用不同的电池形状及封装形式，优化电池的性能。目前主流封装形式分为圆柱、方形、软包三种形式，其中，软包具有能量密度高、安全性高的优点，有望成为未来主流的技术之一，但是现阶段由于成本较高、工艺复杂，国内电池厂商多采用方形封装形式，公司主要采用的也是这种形式。

表 14：动力电池封装形式及其优缺点

封装形式	特殊材料	产品	优点	缺点
圆柱	正极盖、安全阀、PTC 元件、电流切断机构、垫圈	1865、2170 (Model 3)、4680 (Model Y)、811 (ID.4)	生产工艺成熟、PACK 成本较低、产品良率高、电池组一致性较高、散热性能好	重量大，能量密度低
方形	外部铝壳，内部卷绕/叠片	三星 SDI、国轩高科、力神、宁德时代，磷酸铁锂较多	重量轻、安全性高、质量能量密度高、内阻稍小	PACK 成组存在散热问题、边角处化学活性差，长期使用电池性能下降较为明显

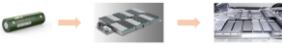
封装形式	特殊材料	产品	优点	缺点
软包	软包装材料(外阻层、阻透层、内层)	多氟多、中航锂电、万向、中信国安、微宏动力、LG、华为，三元较多	能量密度高、安全性好、容量大、内阻小、设计灵活、重量轻、循环寿命长	工艺复杂、一致性差、成本高、易漏液、通常需要配置电池热管理系统

数据来源：旺财锂电，西南证券整理

电芯集成方式，则是基于电池结构上的改进，实现性能上的提升。传统做法是“电芯—模组—电池包”三级装配模式，即 CTM (Cell to Module) 技术。近些年，市场为了提升空间利用率、降低成本以及提升能量密度，在电芯的集成方式上采用更加简化的 CTP (Cell to Pack) 技术，即取消模组化过程，将电芯直接即集成为电池包，实现降本增效。公司 2020 年推出的刀片电池 1.0 也属于这一技术，体积能量密度提升 50% 以上，续航里程达到高能量三元锂电池的同等水平，未来刀片电池 2.0 的能量密度或将达到 180Wh/kg。

而为了进一步简化集成环节，CTC (Cell to Chassis) 技术推出，即将电池、底盘和下车身进行集成设计，进一步省去电池包环节。公司也在 2022 年推出了 CTB (Cell to Body) 技术，将车身底板与电池上盖板合二为一，即整车“三明治”结构取代电池“三明治”结构，不仅进一步提升空间利用率，还将整车的扭转刚度提升了一倍，增强了整车的安全性。CTC/CTB 技术有望成为未来电芯集成方式的主流技术方向。

图 35：动力电池电芯集成方式及其优缺点

电芯集成方式	技术逻辑	代表产品	优点	缺点
CTM (Cell to Module)	电芯-模组-电池包 	355、390、590 模组	维修方便	空间利用率低
CTP (Cell to Pack)	电芯-电池包 	CATL 麒麟电池 比亚迪刀片电池	提高电池包体积能量密度和质量能量密度，降低成本	对电芯一致性要求高、电芯维修更换难度大
CTB (Cell to Body)	电芯-车身 	比亚迪 e 3.0 平台	增加车内空间，提升续航，降低成本，车身刚性提升，安全性和可维修性提升	集成度有提升空间
CTC (Cell to Chassis)	电芯-底盘 	Tesla 4680 电池 零跑 C01	增加车内 Z 轴空间，提升续航、降低成本	电芯维修更换难度高

数据来源：旺财锂电，西南证券整理

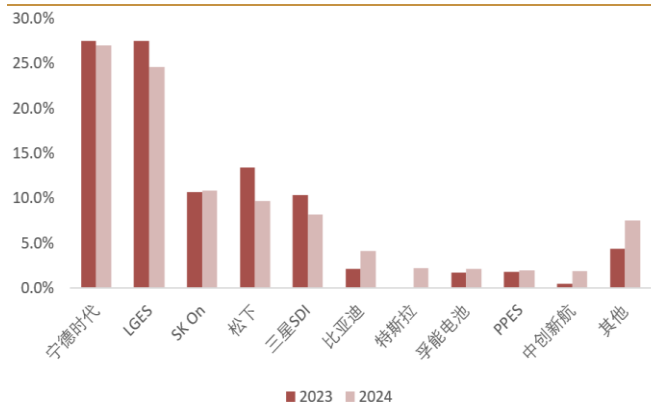
整体而言，基于材料体系的动力电池技术已形成磷酸铁锂和三元电池两条较为成熟的路线，可以满足电动汽车正常的续航里程需求，是短期满足市场化生产较为经济的方案。基于封装类型的技术，方形是目前性价比的主流选择。基于电芯集成方式，电池厂商 CTP 技术已较为成熟，与此同时 CTC/CTB 技术正在推进。

公司目前具备“磷酸铁锂(为主)/三元电池+方形/软包”的生产能力；与此同时，在续航里程达到 500 公里后，性价比和安全性将成为消费者更为关注的方面，公司的刀片电池及 CTB 技术在这两方面具备明显优势。

3.2.2 电池外供在即，产能加速布局

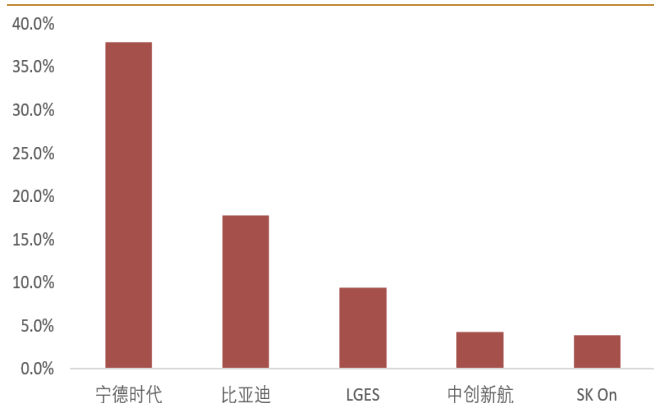
公司动力电池装机量全球第二。2024 年公司全球（不含中国）动力电池装机量实现 14.8GWh，同比提升 117.6%，占全球装机量的 4.1%，同比提升 2.0pp，位列第六，市场份额得到进一步提升。考虑中国市场，25H1 比亚迪全球动力电池装机量排名第二，装机量达 89.9GWh，同比提升 58.4%，占全球装机量的 17.8%，同比提升 2.4pp。

图 36：2024 全球（不含中国）动力电池装机量占比 TOP10



数据来源：SNE Research，西南证券整理

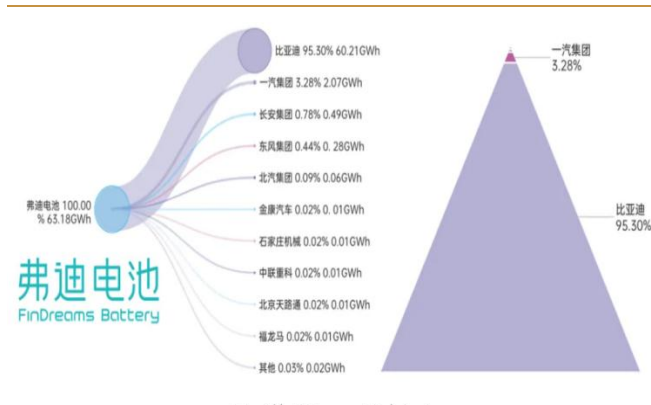
图 37：25H1 全球动力电池装车量 TOP5



数据来源：SNE Research，西南证券整理

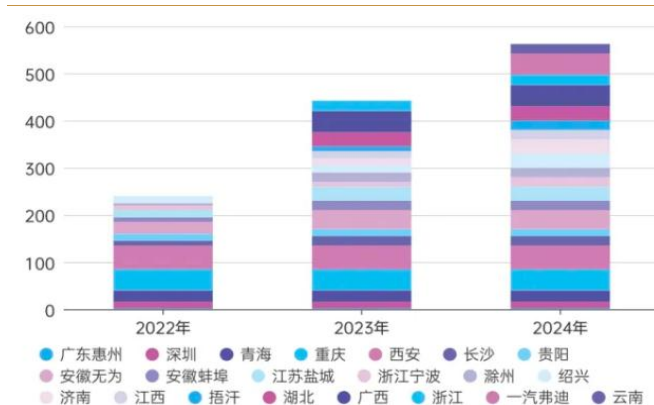
积极推动外供步伐，全面加速产能布局。公司在 2020 年成立弗迪电池，计划推动电池业务实现分拆独立上市（现已终止），目前已将旗下多个电池子公司全部纳入弗迪电池旗下。根据芝能汽车披露，早在 2022 年公司便为一汽、长安、东风、北汽供应电池，对应份额约为 5%。目前，采用弗迪电池外供的产品主要包括：一汽红旗和奔腾、长安、北汽、东风的部分纯电车型。

图 38：弗迪电池在 2022 年的客户开拓



数据来源：图片引自芝能汽车微信公众号

图 39：弗迪电池产能布局



数据来源：图片引自芝能汽车微信公众号

下游需求旺盛叠加电池外供步伐推进，公司产能加速布局。按照公司现阶段规划，未来将形成 31 个动力电池生产基地，总规划产能达到 782GWh。其中规划产能比较大的生产基地有重庆工厂（55GWh）、无为工厂（52GWh）、西安工厂（50GWh）、长春工厂（45GWh）、广西弗迪工厂（45GWh）、郑州工厂（40GWh）。

表 15：公司动力电池产能规划（GWh）

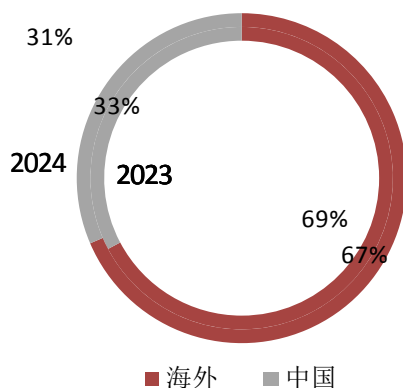
省市	基地名	生产类型	规划产能
吉林省	一汽弗迪新能源科技有限公司	锂离子电池(2024 年-, 搭载红旗新款 EV 车)	45
广东省	比亚迪汽车工业有限公司深圳工厂		14
青海省	青海弗迪电池有限公司	锂离子电池	24
陕西省	西安弗迪电池有限公司	锂离子电池, 电芯, 电池包	50
重庆市	重庆弗迪锂电池有限公司	锂电池 (刀片电池: 配套比亚迪汉 EV, 比亚迪 e6)	55
广东省	惠州比亚迪电池有限公司	(*刀片电池: 磷酸铁锂电池)	1.6
广东省	惠州比亚迪电池有限公司	磷酸铁锂电池(配套腾势 500、比亚迪秦 EV300、宋 EV300、E6)	2
湖南省	长沙弗迪电池有限公司	镍钴锰酸铝电池 (配套比亚迪秦、宋 DM)	20
安徽省	蚌埠弗迪电池有限公司	三元锂离子电池 (配套比亚迪元插电混动)	20
安徽省	无为弗迪电池有限公司	电池管理系统 (BMS)	52
湖南省	长沙弗迪电池有限公司	刀片电池(磷酸铁锂电池), 电池电芯, 电池模组等	20
安徽省	蚌埠弗迪电池有限公司	新能源电池电芯, 模组	20
安徽省	滁州弗迪电池有限公司	刀片电池	4
安徽省	无为弗迪电池有限公司	锂离子电池	40
江苏省	盐城弗迪电池有限公司	锂离子电池	30
山东省	济南弗迪电池有限公司	锂离子电池(刀片电池)	30
安徽省	滁州弗迪电池有限公司	锂离子电池(2023 年-)	20
贵州省	贵阳弗迪电池有限公司	锂离子电池(刀片电池), 新型动力电池(计划)	30
广西壮族自治区	广西弗迪电池有限公司	动力电池, 电池电芯, 电池模组, 电池包等	45
湖北省	武汉弗迪电池有限公司	锂离子电池(刀片电池)(2022 年 4 月-)	30
浙江省	绍兴弗迪电池有限公司	刀片电池	30
浙江省	台州弗迪电池有限公司	动力电池(2023 年-)	22
广西壮族自治区	南宁弗迪电池有限公司	动力电池(2023 年-)	10
广西壮族自治区	广西东盟弗迪电池有限公司	锂离子电池(用于 HV/EV, 2023 年-)	15
浙江省	宁波弗迪电池有限公司	锂离子电池(2022 年-)	20
浙江省	台州弗迪电池有限公司	刀片电池	20
湖北省	襄阳弗迪电池有限公司	锂离子电池(刀片电池, 2022 年 12 月-)	30
江西省	宜春弗迪电池有限公司	动力电池(2025 年-计划)	30
江西省	抚州弗迪电池有限公司	动力电池(刀片电池)(2023 年-)	15
浙江省	温州弗迪电池有限公司	动力电池(2024 年-计划)	20
贵州省	贵安新区弗迪电池有限公司	动力电池(2023 年-)	10
河南省	郑州弗迪电池有限公司	锂离子电池(刀片电池)	40
江苏省	徐州徐工弗迪电池科技有限公司	动力电池(刀片电池, 用于商用车)(2024 年-计划)	15
山东省	潍柴弗迪电池有限公司	商用车动力电池(计划)	50

数据来源：中商情报网，吉林省政府网，新无为微信公众号，贵阳网，广西产业园区微信公众号，起点锂电微信公众号，中工汽车网，澎湃贵阳网，OFweek 锂电网，北极星储能网，探索储能网，西南证券整理

3.3 电子业务：多元化发展，大客户合作加深

公司于 2005 年将手机及零部件制造业务分拆至比亚迪精密，并于 2007 年将其更名为比亚迪电子在港股上市，公司持有比亚迪电子 65.76% 的股份。比亚迪电子实行多元化发展，涉及领域较为广泛，主要覆盖智能手机及笔记本电脑、新型智能产品、汽车智能系统等领域。主要客户有苹果、三星、华为、小米、VIVO、OPPO 等，2024 年其海外客户的比重明显提升，占比达到 69%。

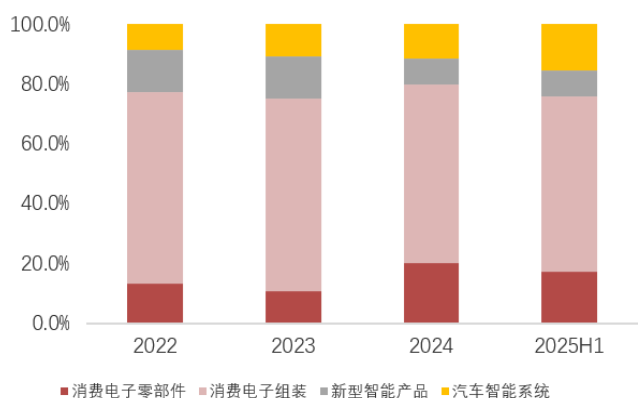
图 40：比亚迪电子客户分布



数据来源：公司公告，西南证券整理

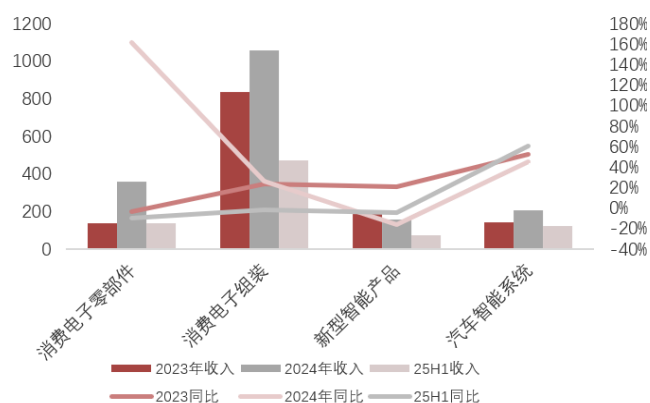
2024 年比亚迪电子营收规模达到 1773.1 亿元，同比上升 36.4%。其中，零部件收入 356.6 元，同比上升 161.49%，组装收入 1055.8 元，同比上升 26.0%，带动消费电子业务领域整体向上，合计收入 1412.3 亿元，同比上升 45.0%。新型智能产品业务收入 155.6 亿元，同比下降 15.63%，占整体收入 8.8%。此外，公司全面推进新能源汽车的多个核心产品线，汽车智能系统业务贡献收入 205.1 亿元，同比增长 45.5%，占整体收入 11.6%。2025H1 公司收入保持增长，实现收入 806.1 亿元，同比增长 2.6%。

图 41：比亚迪电子营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 42：比亚迪电子各业务营收变动（亿元）

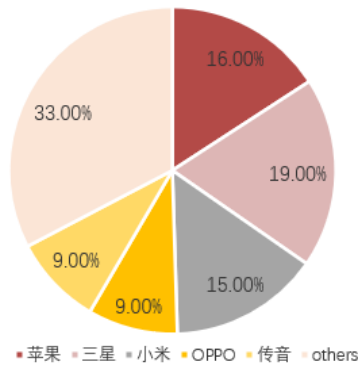


数据来源：公司公告，西南证券整理

智能手机市场由于近几年产品迭代速度趋缓，出货量增速在低位波动。与此同时，行业集中度较高，25Q2 的 CR5 达 68.0%，下游具有较强议价权，而公司作为内地最大电子厂，持续与安卓大客户及北美大客户深化战略合作，供应链地位稳步提升。2024 年全球智能手

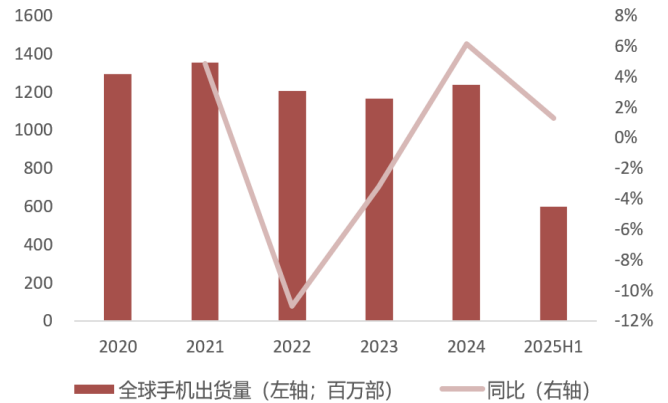
机出货量有所复苏，同比增长 6.2%至 1238.8 百万部，2025H1 继续保持复苏增长态势，同比增长 1.3%至 600.1 百万台。

图 43：2025Q2 全球智能手机市场份额占比



数据来源：Canalys，西南证券整理

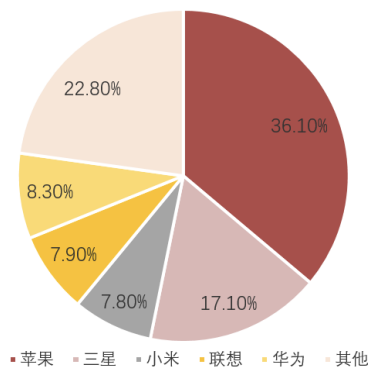
图 44：全球智能手机出货量情况



数据来源：wind，西南证券整理

25H1 平板电脑出货量同比下降 27.9%至 75.1 百万台。面临智能手机的替代，平板电脑出货量的降幅更大，24 年全球出货量同比下降 19.0%至 104.2 百万台，25H1 同比下降 27.9%至 75.1 百万台。整体而言，尽管智能手机及平板电脑行业整体疲弱，但公司有望受益于北美大客户业务的持续增长，以及安卓大客户生产线产能利用率的抬升，整体业务规模保持进一步增长。与此同时，汽车智能系统业务受益于下游需求的增长有望保持继续攀升态势。

图 45：2025Q2 全球平板电脑市场份额占比



数据来源：Canalys，西南证券整理

图 46：全球平板电脑出货量

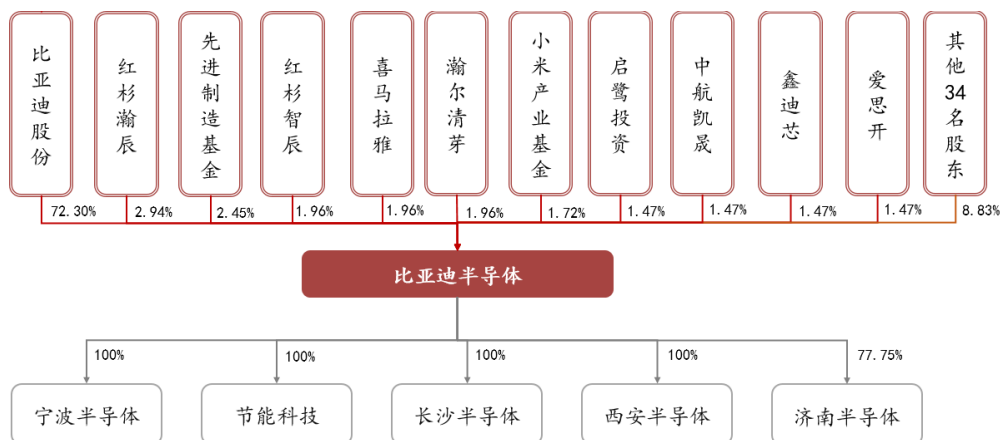


数据来源：同花顺ifind，西南证券整理

3.4 半导体业务：国产化&汽车电动化智能化

公司 2004 年与外企 BFE Ventures 共同出资设立了比亚迪微电子，并于 2020 年完成了引入战投、股份改制等工作，2021 年成功过会，目前处于终止状态。根据招股说明书披露，经过两轮增资后，公司持有比亚迪半导体 72.3%的股份。

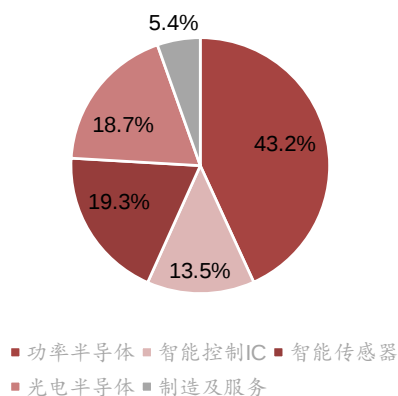
图 47：比亚迪半导体股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

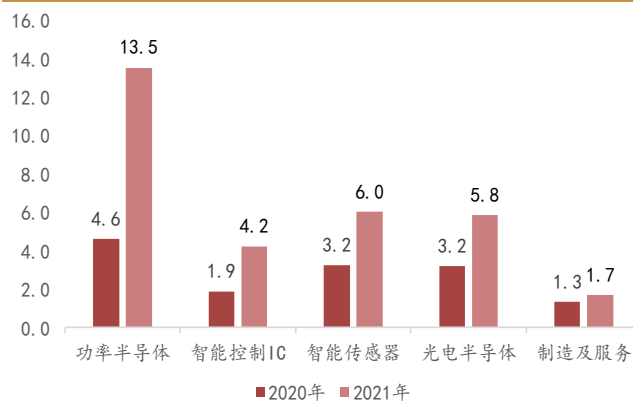
车规级半导体国产化需求抬升。比亚迪半导体以车规级半导体为核心，产品主要涉及功率半导体、智能控制 IC、智能传感器、光电半导体四大领域。2020 年新冠疫情对车规级半导体供应链形成较大冲击，“缺芯”问题推升了国内车企对车规级半导体国产化的需求，为国内具备核心技术及自主研发能力的企业提供了替代机会。比亚迪半导体在这一背景下，2021 年营收规模翻倍式增长。2021 年营收规模增长 1.2 倍至 31.3 亿元。其中，功率半导体业务贡献最大，营收规模增长 1.9 倍，占比 43.2%；智能控制 IC、智能传感器、光电半导体增速也分别实现了 1.2、0.8、0.8 倍的增速。

图 48：比亚迪半导体 2021 年营收构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 49：比亚迪半导体 2021 年业务营收变动（亿元）



数据来源：公司公告，西南证券整理

比亚迪半导体是车规级半导体多个细分领域的领先厂商。功率半导体领域，比亚迪半导体是国内首个实现车规级 IGBT 大规模量产的企业，同时也是少数车规级 IGBT 自主可控的厂商。其拥有从芯片设计、晶圆制造到模块封装、测试全产业链一体化的 IDM 模式。国际水平是 8 和 12 英寸，国内大部分企业停留在 6 英寸，而比亚迪半导体是国内少数实现 8 英寸 IGBT 芯片量产的企业，其 2018 年其发布的 IGBT4.0 实现综合损耗降低 20%、电流输出能力上高出行业 15%、温度循环寿命达到行业 10 倍以上。在新能源汽车 IGBT 领域，2023 年公司市占率排名第一。目前，除比亚迪集团外，已成为小康汽车、宇通汽车、福田汽车等新能源车企的供应商。

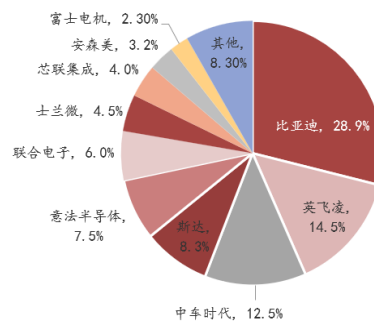
车规级 IGBT 具有极高的技术、市场、资金壁垒。车规级 IGBT 是电动汽车动力总成系统的核心器件，其中，电驱系统中 IGBT 的技术水平决定驱动系统的扭矩和最大输出功率（加速能力和最高时速），是影响电动汽车性能的核心器件之一。技术壁垒方面，IGBT 芯片设计环节参数优化复杂，生产环节对人才、设备要求极高；市场壁垒方面，车企在导入 IGBT 时，验证周期一般至少 2 年，大量验证测试导致替换成本高；资金壁垒方面，行业属于资本密集型，一条年产 25 万片 8 英寸的 IGBT 生产线，需要 10 亿元的资金投入，投产后可满足年装车 50 万辆新能源汽车的产能需求。

图 50：功率半导体产品范围示意图



数据来源：电驱驱动Benchmarker，西南证券整理

图 51：2023 年中国新能源汽车 IGBT 市场份额

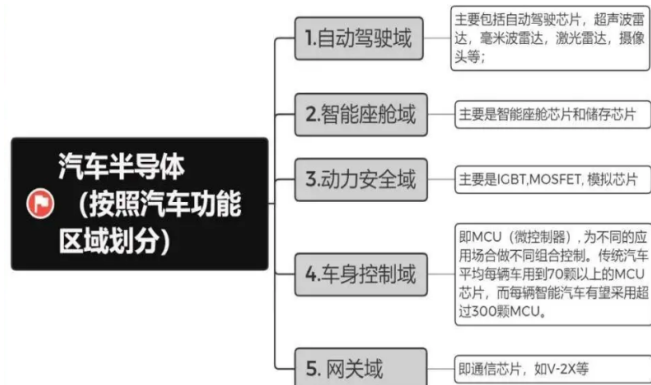


数据来源：艾邦半导体网，NE 时代，西南证券整理

智能控制 IC 领域，MCU 产品具有较强的技术优势，已成为比亚迪集团、美的、格力、格兰仕等企业的供应商。智能传感器领域，CMOS 图像传感器在已成为三星、TCL、传音控股等企业的供应商。光学半导体领域，比亚迪半导体是国内少数实现前装车规级 LED 光源量产的半导体厂商。其中，智能控制 IC、智能传感器等产品主要采用 Fabless 经营模式。

产品覆盖了汽车、工业、家电、新能源及消费电子等领域。（1）汽车领域，公司生产的 IGBT、SiC、IPM、MCU、CMOS 图像传感器、LED 显示等产品，主要应用于新能源汽车的电机驱动控制系统、热管理系统、车身控制系统、电池管理系统、车载影像系统、照明系统等重要系统。（2）工业、家电、新能源、消费电子领域，公司已成功量产 IGBT、IPM、MCU、CMOS 图像传感器、嵌入式指纹传感器、电磁传感器、电源 IC、LED 照明及显示等产品。

图 52：汽车半导体（按照汽车功能区域划分）



数据来源：珠海高新招商，西南证券整理

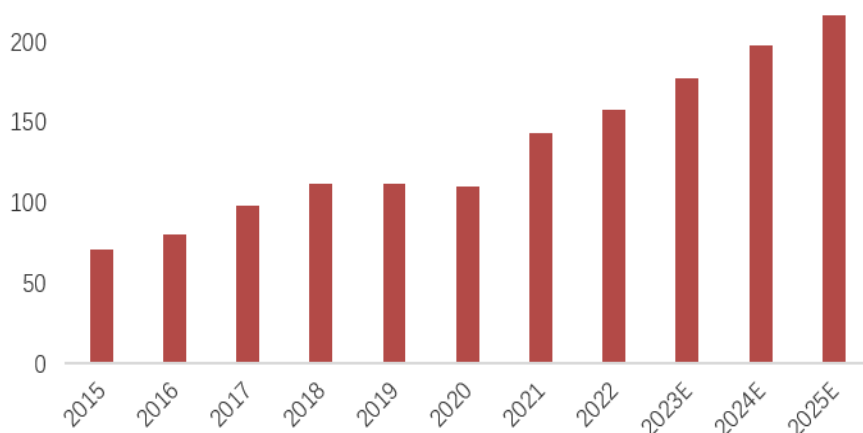
图 53：车规级半导体产品在其他领域的应用



数据来源：公司官网，西南证券整理

车规级半导体 2022-2025 年的年复合增速保持在 10.9%左右。据 Omdia 测算，2022 年中国车规级半导体市场规模达到 158 亿美元，同比增速达 10.5%，2025 年中国车规级半导体市场规模将达到 216 亿美元，23-25 年市场规模年复合增速为 11%。

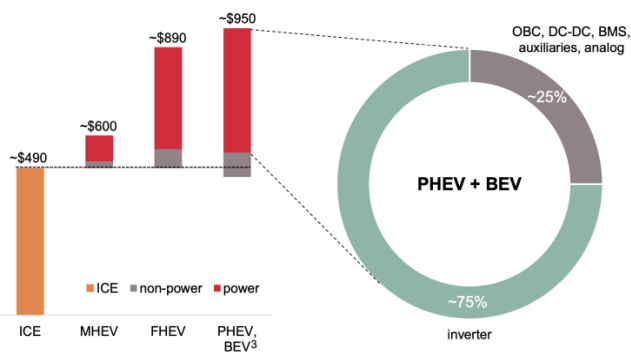
图 54：中国车规级半导体市场规模预测（亿美元）



数据来源：Omdia，致同咨询，西南证券整理

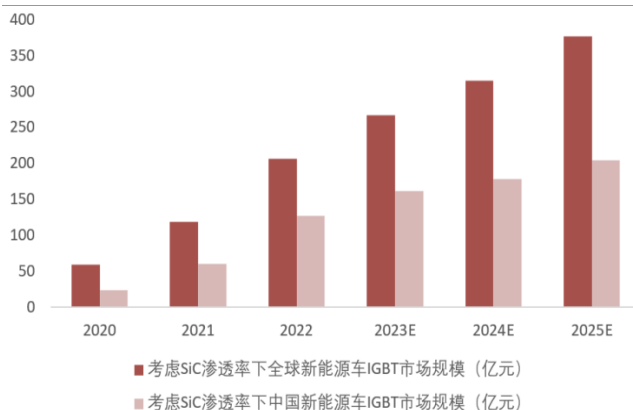
其中，新能源汽车 IGBT 领域，下游汽车的电动化、智能化，将带动新能源汽车半导体的单车价值持续提升。随着中国新能源汽车销量迅猛发展，新能源车 IGBT 市场份额将持续扩大，据集微咨询（JW Insights）统计，2025 年中国新能源车 IGBT 市场规模将达到 204 亿元。

图 55：不同汽车中的半导体价值量



数据来源：图片引自英飞凌 2021Q4 Investor Presentation

图 56：中国新能源汽车 IGBT 市场规模预测



数据来源：集微咨询，西南证券整理

整体而言，考虑下游客户对国产 IGBT 的导入意愿提升，叠加下游新能源汽车行业蓬勃发展，作为国内车规级 IGBT 领域的龙头企业，比亚迪半导体凭借领先的技术优势和先发优势，将充分受益于行业的国产化进程及下游的高增。

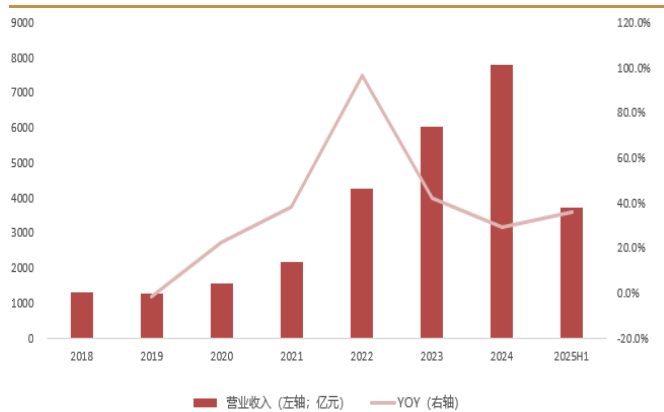
4 财务分析

4.1 营收规模大幅增长，净利增速触底反弹

公司营收保持增长态势。2024 年公司营业收入达到 7771.0 亿元，同比增长 29.0%，2019-2024 年的 CAGR 为 34.7%；25H1 公司实现营收 3712.8 亿元，同比增长 23.3%，收入增速有所放缓。

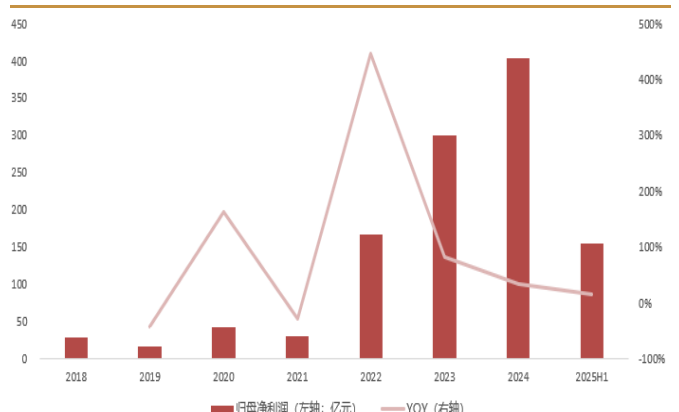
净利增速触底反弹，但波动较大。2010-2012 年为公司的调整期，公司净利规模大幅下行；在 2012 年调整经营战略，聚焦汽车主业后，2013 年经营情况开始逐步改善。2017 年在新能源汽车补贴退坡的影响下，公司净利增速大幅回落并维持低位。2020 年随着公司高端车型投放，盈利出现改善，但仍受原材料涨价、缺芯等因素的干扰，波动较大。2022 年开始，公司利润持续提升，22/23/24 年归母净利润增速高达 445.9%/80.7%/34.0%，25H1 公司实现归母净利润 155.1 亿元，同比增长 13.8%。

图 57：公司营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 58：公司归母净利润及增速

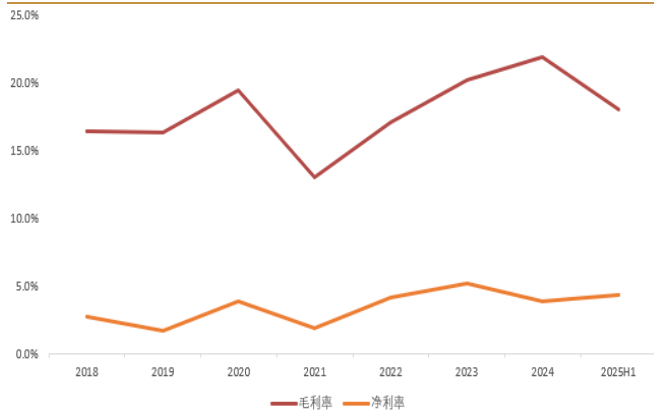


数据来源：Wind，西南证券整理

4.2 各业务毛利率分化，规模化效应带来正向影响

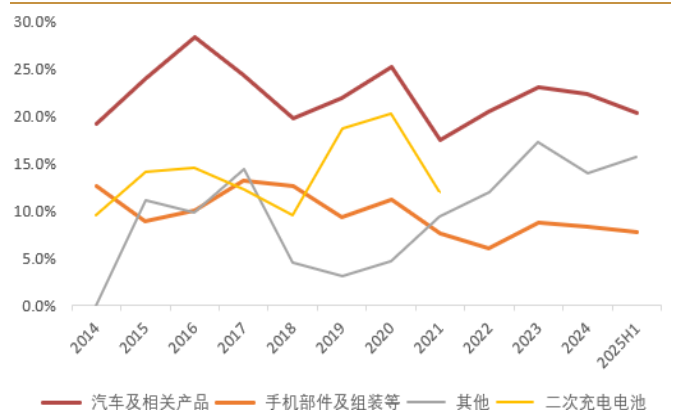
公司整体毛利率得到改善。其中，汽车业务毛利率较高，2015 年以来基本在 20% 以上；电池业务毛利率持续改善，而电子业务毛利率持续回落，是主要拖累项。2021 年在上游原材料涨价拖累下，汽车与电池业务的毛利率均大幅下滑，2022Q1 公司整体毛利率进一步回落。2023 年受到供给过剩影响，碳酸锂价格出现显著下降，年底国产电池级碳酸锂价格已跌至 10 万元左右/吨，受益于原材料价格下跌以及规模化带来的影响，23 年公司盈利能力得到改善，毛利率/净利率分别为 20.2%/5.2%，同比提升 3.2pp/1.0pp，24 年公司毛利率/净利率分别为 19.4%/5.4%，同比-0.8pp/+0.1pp，25H1 公司毛利率同比回落 2.0 个百分点至 18.0%，预计未来规模效应叠加产品结构优化、海外销量增长将利好毛利率改善。

图 59：公司毛利率及净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

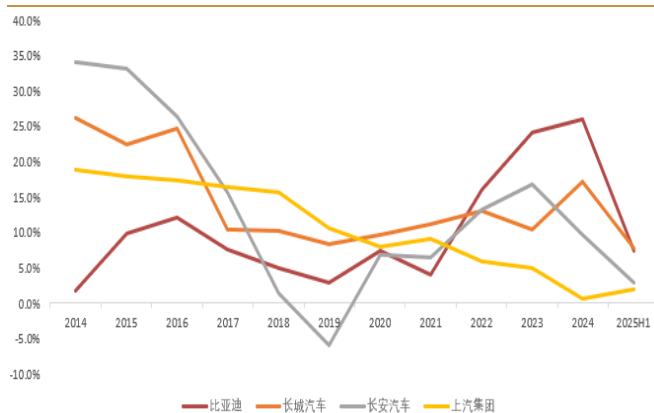
图 60：公司各业务毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

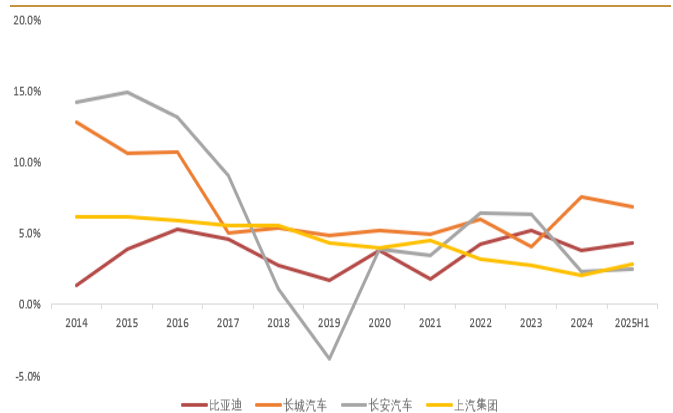
公司 ROE 近两年有较大改善。2014-2021 年，公司 ROE 一直处于行业较低水平。2021 年公司 ROE 仅 4.0%；而横向比较，长城、长安汽车、上汽集团 2021 年 ROE 分别为 11.3%、6.5%、9.2%。对应净利率来看，公司净利率 2021 年回落 2.0pp 至 1.8%，明显低于长城汽车、长安汽车、上汽集团的 4.9%、3.4%、4.5%。2022-2023 年公司 ROE 有明显改善趋势，2024 年，公司 ROE 在 24.8%，同比+0.8pp，25H1 的 ROE 为 7.4%，同比-2.2pp，相对来说在行业内仍处于相对领先地位。

图 61：公司 ROE 横向比较



数据来源：Wind，西南证券整理

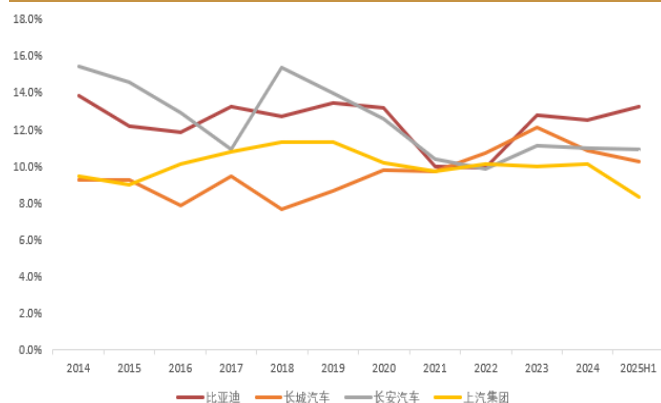
图 62：公司净利率横向比较



数据来源：Wind，西南证券整理

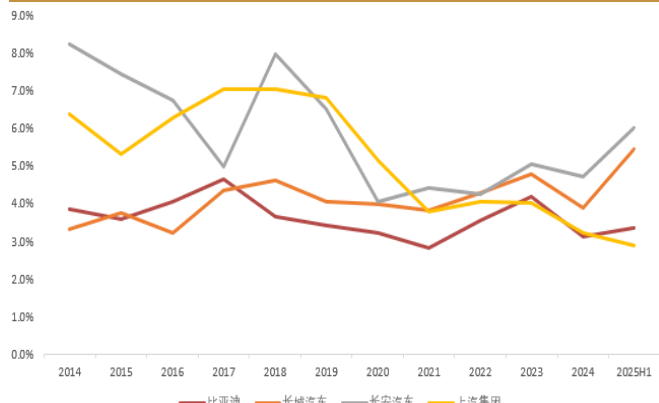
费用率方面，公司 2024 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 3.1%/9.2%/0.2%，整体处于行业较低水平。进入 25 年以来，公司销售费用率同比回落 1.4pp 至 3.3%，行业内长城/长安/上汽的销售费用率分别为 5.5%/6.0%/2.9%，同比+1.3pp/+2.0pp/-1.1pp。考虑到公司“王朝网”及“海洋网”两网销售渠道的布局，未来公司销售费用率有望走低，突显渠道优势。

图 63：公司销售期间费用横向比较



数据来源：Wind，西南证券整理

图 64：公司销售费用横向比较

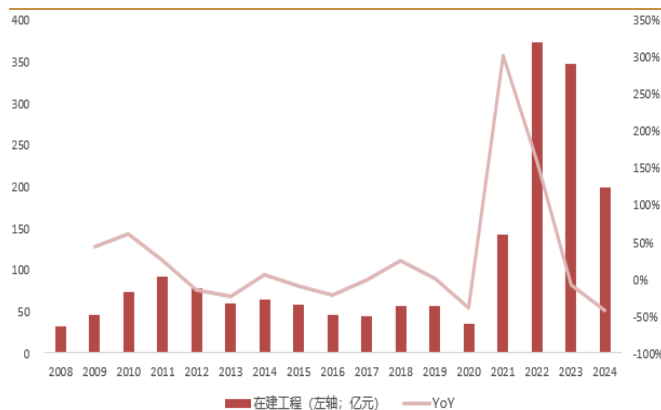


数据来源：Wind，西南证券整理

4.3 产能布局加速

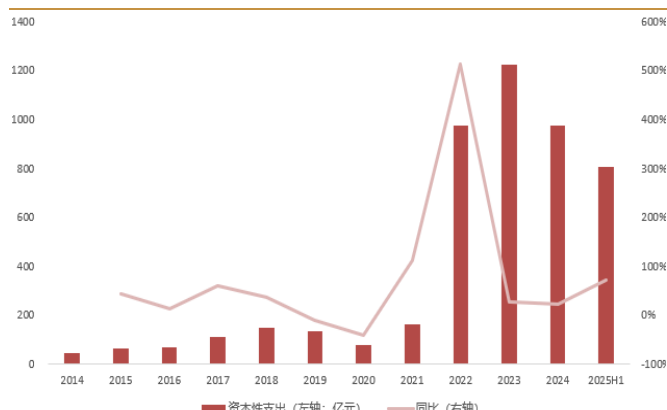
公司 2024 年末在建工程回落 42.5%，达到 199.5 亿元的规模；与此同时，资本性支出同比回落 20.3%至 973.6 亿元。2009-2023 年，公司在建工程 CAGR 为 17.3%，资本性支出显示公司加速完成产能布局。

图 65：公司在建工程



数据来源：Wind，西南证券整理

图 66：公司资本性开支



数据来源：Wind，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 销量预测

王朝网全年销量有望达到 277.6 万辆。我们针对王朝网每款车型 1-8 月销量及销售期统计出月均销量，考虑到 9 月新车上市、秦 PLUS 开启一系列降价促销活动以及年底冲量，故对部分车型的月均销量进行了一定向上调整。预计 25 年王朝网将在秦、宋等家族支撑下，实现 277.6 万辆销量。

海洋网全年销量有望达到 135.8 万辆。海洋网推出海豹 06 (EV)、海狮 06 重磅车型，考虑上市两个月便实现销量快速攀升以及年底冲量等因素，我们对海洋网部分车型月均销量进行了向上调整，预计 25 年海洋网销量 135.8 万辆。

腾势高端产品全年实现 16.8 万辆的销售量。2022 年推出腾势 D9，凭借豪华的外观、舒适的内饰、强劲的动力以及领先的智能科技配置在新能源 MPV 市场中脱颖而出。24、25 年腾势品牌持续扩大产品矩阵，对提升销量起到一定刺激作用，预计伴随产能拉升以及市场需求持续释放，腾势将贡献重要增量，按照车型月均销量来算，25 年腾势品牌销量预计达 16.8 万辆。

方程豹产品全年实现 16.9 万辆销售量。方程豹钛 3 自今年 4 月 16 日上市以来，目前累计交付超 3.8 万辆（截止 8 月 31 日），其中最高月销量突破 1.2 万辆，上市即爆款，稳居细分市场前茅。考虑钛 3 已成为爆款，且钛 7 已于 8 月份上市，预计 25 年方程豹销量达 16.9 万辆。

合计来看，预计全年销量有望冲击 458.9 万辆，同比增长 7.4%。

表 16：公司 2025 年各类车型销量估算

销售网	产品系列	车型	价格 (万元)	预期月均销量	2025年销量 (辆)	25年1-8月销量 (辆)	销售期 (月)	1-8月均销量
	元	元 UP (EV)	7.48-11.98	18,000.00	216,000.00	132833	8	16604.13
		元PLUS (EV)	11.58-14.78	16,000.00	192,000.00	118201	8	14775.13
		元系列	7-15	34,000	408,000	251,034		
	秦	秦L(EV)	11.98-13.98	11,478.83	114,788.33	68873	6	11478.83
		秦L(PHV)	9.98-15.38	15,100.00	181,200.00	115094	8	14386.75
		秦Pro (EV)	7.98-9.98	610.80	5,497.20	3054	5	610.8
		秦PLUS (EV)	8.98-17.98	13,000.00	156,000.00	71091	8	8886.38
		秦PLUS (PHV)	7.98-10.38	23,000.00	276,000.00	132662	8	16582.75
		秦系列	8-18	63,190	733,486	390,774		
		宋L (EV)	18.98-24.98	1,148.00	13,776.00	9184	8	1148
	宋	宋L (PHV)	13.58-17.58	12,076.13	144,913.50	96609	8	12076.13
		宋Pro (PHV)	10.28-14.28	25,000.00	300,000.00	160980	8	20122.5
		宋PLUS (EV)	14.98-18.08	10,000.00	120,000.00	70792	8	8849
		宋PLUS (PHV)	13.58-17.58	35,000.00	420,000.00	245894	8	30736.75
		宋系列	10-25	83,224	998,690	583,459		
		汉	汉 (EV)	16.98-23.58	11,592.88	139,114.50	92743	8
	汉 (PHV)		16.88-22.58	11,592.88	139,114.50	92743	8	11592.88
	汉L (EV)		21.98-27.98	4,606.00	41,454.00	23030	5	4606
	汉L (PHV)		20.98-25.98	3,573.60	32,162.40	17868	5	3573.6
	汉系列		17-28	31,365	351,845	226,384		
	唐	唐 (EV)	12.99-16.99	75.38	904.50	603	8	75.375
		唐 (PHV)	17.98-20.78	9,300.00	111,600.00	56494	8	7061.75
		唐L (EV)	23.98-28.98	2,270.60	20,435.40	11353	5	2270.6
		唐L (PHV)	22.98-28.58	6,999.40	62,994.60	34997	5	6999.4
		唐系列	13-29	18,645	195,935	103,447		
	夏	BYD 夏(Xia)	24.98-30.98	7,306.25	87,675.00	58450	8	7306.25
		夏系列	25-31	7,306	87,675	58,450		
王朝网合计		经典、豪华、稳中		237,731	2,775,630	1,613,548		
海洋网	海洋生物	海鸥 (EV)	6.98-8.58	12,000.00	144,000.00	79193	8	9899.13
		海豚 (EV)	9.98-12.98	7,000.00	84,000.00	41573	8	5196.63
		海豹 (EV)	17.58-23.98	5,000.00	60,000.00	27184	8	3398.00
		海豹05 (PHV)	7.98-10.38	10,000.00	110,000.00	58692	7	8384.57
		海豹06GT (EV)	13.68-18.68	5,378.88	64,546.50	43031	8	5378.88
		海豹06 (EV)	10.98-12.98	12,000.00	84,000.00	29718	3	9906.00
		海豹06 (PHV)	9.98-13.98	15,222.63	182,671.50	121781	8	15222.63
		海豹07 (PHV)	13.98-19.58	2,879.63	34,555.50	23037	8	2879.63
		海狮 05 (EV)	11.78-13.78	12,275.17	122,751.67	73651	6	12275.17
		海狮 05 (PHV)	10.28-14.28	2,527.50	30,330.00	20220	8	2527.50
		海狮 06 (EV)	14.38-16.38	20,000.00	120,000.00	22164	2	11082.00
		海狮 06 (PHV)	13.98-15.68	15,000.00	90,000.00	13319	2	6659.50
		海狮07 (EV)	18.98-23.98	10,602.75	127,233.00	84822	8	10602.75
		海狮07 (PHV)	16.98-20.58	2,000.00	16,000.00	5000	4	1250.00
	军舰系列	驱逐舰05 (PHV)	7.98-13.68	7,284.38	87,412.50	58275	8	7284.38
		护卫舰07 (PHV)	17.98-25.98	6.50	78.00	52	8	6.50
海洋网合计		年轻、美学、科技		139,177	1,357,579	701,712		
腾势	腾势系列	腾势 (Denza) Z9 (EV)	35.48-38.48	27.00	324.00	216	8	27.00
		腾势 (Denza) Z9 (PHV)	33.48-41.48	240.63	2,887.50	1925	8	240.63
		腾势 (Denza) Z9 GT (EV)	35.48-38.48	94.00	1,128.00	752	8	94.00
		腾势 (Denza) Z9 GT (PHV)	33.48-41.48	697.00	8,364.00	5576	8	697.00
		腾势N7 (Denza N7) (EV)	25.98-28.98	222.13	2,665.50	1777	8	222.13
		腾势 (Denza) N9 (PHV)	38.98-44.98	4,300.00	43,000.00	20136	6	3356.00
		腾势D9 (Denza D9) (EV)	31.98-46.98	1,336.38	16,036.50	10691	8	1336.38
		腾势D9 (Denza D9) (PHV)	30.98-45.98	7,765.63	93,187.50	62125	8	7765.63
腾势合计		高端、科技、豪华		14,683	167,593	103,198		
方程豹		方程豹5	23.98-32.98	4,569.38	54,832.50	36555	8	4569.38
		方程豹8	37.98-42.38	2,047.38	24,568.50	16379	8	2047.38
		钛3	13.38-17.78	10,000.00	90,000.00	38257	5	7651.40
方程豹合计		硬派越野		16,617	169,401	91,191		
仰望		仰望U8	109.8	114.50	1,374.00	916	8	114.50
		仰望U9	168	10.75	129.00	86	8	10.75
		仰望U7 (EV)	62.8-70.8	164.50	1,316.00	658	4	164.50
		仰望U7 (PHV)	62.8-70.8	43.50	261.00	87	2	43.50
仰望合计		百万高端品牌		333	3,080	1,747		
其他		e2	8.98-14.78	394.50	4,734.00	3156	8	394.50
		比亚迪 (BYD) e6(2021-)	26.98	2,709.88	32,518.50	21679	8	2709.88
		其他		6,500.00	78,000.00	38074	8	4759.25
其他合计		滴滴合作、燃油车停产		9,604	115,253	62,909		
合计					4,588,535	2,574,305		

数据来源：汽车之家，markines，中汽协，西南证券（注：其中，宋Plus属于海洋网，为方便统计，暂纳入宋系列）

5.2 盈利预测

关键假设：

假设 1：通过前文对车型拆分，预计 25 年新能源乘用车销量有望达 458.9 万辆。考虑公司持续发力海外市场，预计 26/27 年销量增速为 12%/15%。单价方面：国家引导行业高质量发展，内卷态势将有所缓解，且伴随公司销量海外占比提升，利好单车价格向上，故假设 25/26/27 年单车价格为 15/16/16.3 万元/辆。

假设 2：手机部件及组装业务方面，比亚迪电子（国际）有限公司于 23 年底完成收购全球最大电子制造服务及解决方案提供商之一 Jabil Inc. 的移动电子制造业务，此项收购将拓宽比亚迪电子的智能手机零部件业务，带动手机业务规模增长。同时，公司积极完善 AI 服务器及其他高增长赛道的布局，无人机、智能家居、游戏硬件等业务板块持续稳健发展，有望为公司贡献收入，故假设 25/26/27 年收入增速 10.0%/15.0%/20.0%。

表 17：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2024A	2025E	2026E	2027E
汽车	收入	6173.82	6905.30	8254.65	9674.10
	增速	27.70%	11.85%	19.54%	17.20%
	成本	4796.61	5455.19	6438.63	7449.06
	毛利率	22.31%	21.00%	22.00%	23.00%
手机部件及组装	收入	1596.09	1755.69	2019.05	2422.86
	增速	34.60%	10.00%	15.00%	20.00%
	成本	1462.89	1597.68	1827.24	2180.57
	毛利率	8.34%	9.00%	9.50%	10.00%
其他业务	收入	1.12	1.18	1.23	1.30
	增速	-60.74%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.96	0.98	1.02	1.08
	毛利率	13.91%	17.00%	17.00%	17.00%
合计	收入	7771.02	8662.17	10274.94	12098.26
	增速	29.02%	11.47%	18.62%	17.75%
	成本	6260.47	7053.85	8266.89	9630.71
	毛利率	19.44%	18.57%	19.54%	20.40%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 8662.2/10274.9/12098.3 亿元，同比增长 11.5%/18.6%/17.8%。

5.3 相对估值

我们选取规模较大的乘用车自主企业长安汽车、长城汽车、小鹏汽车以及理想汽车作为可比公司，26 年行业平均 PE 为 28 倍。考虑公司是行业龙头且正在加速拓展海外市场，给予公司 26 年 21 倍 PE，目标价为 120.3 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 18：可比公司估值

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000625.SZ	长安汽车	12.23	0.74	0.61	0.81	1.03	16.53	20.18	15.09	11.86
601633.SH	长城汽车	22.97	1.48	1.58	1.96	2.31	15.52	14.53	11.74	9.93
9868.HK	小鹏汽车-W	95.93	1.63	-0.73	1.39	3.58	58.85	-130.88	69.26	26.82
2015.HK	理想汽车-W	72.82	3.79	2.88	4.89	6.52	19.21	25.27	14.90	11.17
平均值							27.53	-17.72	27.75	14.95
002594.SZ	比亚迪	97.77	4.42	4.70	5.73	7.20	22.14	20.81	17.06	13.58

数据来源：Wind，西南证券整理（股价更新至 2025.11.12，已按 1CNY=1.0966HKD 汇率将港元转为人民币）

6 风险提示

销量不及预期的风险。存在公司未来产品技术更新幅度未能满足消费者更换需求，导致销量不及预期的风险。

电池外供不及预期的风险。弗迪电池正在积极推进电池产品外供，存在推进不及预期的风险。

原材料涨价风险。上游锂矿资源是公司电池产品的重要原材料，若下游进一步高景气，不排除价格进一步上行风险，公司利润将受到挤占。

地缘政治风险。公司加速布局海外市场，若部分国家采取贸易保护等措施，则将不利于海外销量提升。

附表：财务预测与估值

利润表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7771.02	8662.17	10274.94	12098.26	净利润	415.88	612.07	725.71	887.10
营业成本	6260.47	7053.85	8266.89	9630.71	折旧与摊销	642.63	271.63	286.63	293.75
营业税金及附加	147.52	164.44	195.06	229.67	财务费用	12.16	-4.12	-19.20	-30.19
销售费用	240.85	303.18	462.37	604.91	资产减值损失	-38.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	186.45	415.78	503.47	604.91	经营营运资本变动	25.57	1321.34	670.27	726.22
财务费用	12.16	-4.12	-19.20	-30.19	其他	277.01	-18.53	10.42	8.76
资产减值损失	-38.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1334.54	2182.38	1673.82	1885.64
投资收益	22.91	0.00	0.00	0.00	资本支出	-319.10	-300.00	-200.00	-100.00
公允价值变动损益	5.32	0.00	0.00	0.00	其他	-971.72	204.47	-46.87	-1.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1290.82	-95.53	-246.87	-101.02
营业利润	504.86	729.04	866.35	1058.25	短期借款	-62.20	-21.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-8.05	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	-37.17	50.00	60.00	70.00
利润总额	496.81	726.04	863.35	1055.25	股权融资	-13.64	0.00	0.00	0.00
所得税	80.93	113.97	137.64	168.14	支付股利	-120.77	-161.83	-172.25	-210.06
净利润	415.88	612.07	725.71	887.10	其他	131.11	85.06	276.02	287.01
少数股东损益	13.34	183.62	203.20	230.65	筹资活动现金流净额	-102.68	-47.81	163.77	146.94
归属母公司股东净利润	402.54	428.45	522.51	656.46	现金流量净额	-62.55	2039.05	1590.72	1931.56
资产负债表 (亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	1027.39	3066.44	4657.16	6588.72	成长能力				
应收和预付款项	698.89	626.46	730.51	862.61	销售收入增长率	29.02%	11.47%	18.62%	17.75%
存货	1160.36	1019.34	1198.25	1402.39	营业利润增长率	32.50%	44.41%	18.83%	22.15%
其他流动资产	819.08	528.15	592.46	623.25	净利润增长率	32.68%	47.17%	18.57%	22.24%
长期股权投资	190.82	190.82	190.82	190.82	EBITDA 增长率	47.18%	-14.06%	13.77%	16.59%
投资性房地产	0.60	0.60	0.60	0.60	获利能力				
固定资产和在建工程	2754.58	2851.78	2833.97	2709.05	毛利率	19.44%	18.57%	19.54%	20.40%
无形资产和开发支出	433.60	369.78	305.96	242.14	三费率	5.66%	8.25%	9.21%	9.75%
其他非流动资产	748.24	755.71	763.19	770.67	净利率	5.35%	7.07%	7.06%	7.33%
资产总计	7833.56	9409.08	11272.92	13390.24	ROE	20.93%	26.92%	25.67%	25.32%
短期借款	121.03	100.00	100.00	100.00	ROA	5.31%	6.51%	6.44%	6.63%
应付和预收款项	2759.68	3776.90	4513.48	5355.02	ROIC	183.80%	-123.34%	-41.75%	-31.78%
长期借款	82.58	132.58	192.58	262.58	EBITDA/销售收入	14.92%	11.50%	11.03%	10.93%
其他负债	2883.39	3126.14	3639.93	4168.67	营运能力				
负债合计	5846.68	7135.61	8445.99	9886.27	总资产周转率	1.06	1.00	0.99	0.98
股本	29.09	91.17	91.17	91.17	固定资产周转率	3.15	3.16	3.61	4.37
资本公积	606.79	544.71	544.71	544.71	应收账款周转率	11.76	14.08	16.69	16.64
留存收益	1060.22	1326.83	1677.09	2123.49	存货周转率	5.90	6.22	7.19	7.17
归属母公司股东权益	1852.51	1955.48	2305.74	2752.13	销售商品提供劳务收到现金营业收入	99.65%	—	—	—
少数股东权益	134.37	317.99	521.19	751.84	资本结构				
股东权益合计	1986.88	2273.47	2826.93	3503.97	资产负债率	74.64%	75.84%	74.92%	73.83%
负债和股东权益合计	7833.56	9409.08	11272.92	13390.24	带息债务/总负债	3.48%	3.26%	3.46%	3.67%
					流动比率	0.75	0.88	1.04	1.18
					速动比率	0.51	0.71	0.86	1.00
					股利支付率	30.00%	37.77%	32.97%	32.00%
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E	每股指标				
EBITDA	1159.65	996.55	1133.77	1321.81	每股收益	4.42	4.70	5.73	7.20
PE	22.14	20.81	17.06	13.58	每股净资产	21.79	24.94	31.01	38.43
PB	4.49	3.92	3.15	2.54	每股经营现金	14.64	23.94	18.36	20.68
PS	1.15	1.03	0.87	0.74	每股股利	1.32	1.78	1.89	2.30
EV/EBITDA	0.88	5.17	3.16	1.30					
股息率	1.35%	1.82%	1.93%	2.36%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	院长助理、研究销售部经理、 上海销售主管	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售岗	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	销售岗	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售岗	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	戴剑箫	销售岗	13524484975	13524484975	daijx@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售岗	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	欧若诗	销售岗	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售岗	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
	贾文婷	销售岗	13621609568	13621609568	jiawent@swsc.com.cn
	张嘉诚	销售岗	18656199319	18656199319	zhangjc@swsc.com.cn
	毛玮琳	销售岗	18721786793	18721786793	mwl@swsc.com.cn
北京	李杨	北京销售主管	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售岗	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	姚航	销售岗	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	杨薇	销售岗	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王宇飞	销售岗	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	王一菲	销售岗	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	张鑫	销售岗	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	马冰竹	销售岗	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售岗	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	唐茜露	销售岗	18680348593	18680348593	tdl@swsc.com.cn
	文柳茜	销售岗	13750028702	13750028702	wlq@swsc.com.cn
	林哲睿	销售岗	15602268757	15602268757	lzt@swsc.com.cn