



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

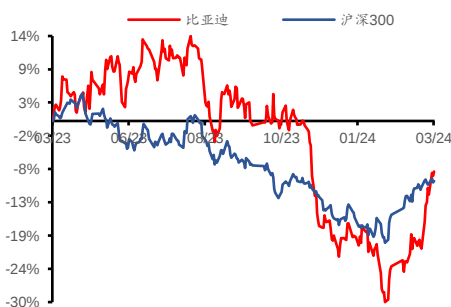
行业: 汽车
日期: 2024年03月21日

分析师: 仇百良
SAC 编号: S0870523100003
分析师: 李煦阳
SAC 编号: S0870523100001

基本数据

最新收盘价 (元)	218.48
12mth A 股价格区间 (元)	167.00-272.00
总股本 (百万股)	2,911.14
无限售 A 股/总股本	39.99%
流通市值 (亿元)	4,942.59

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《龙头地位稳固，出海表现突出》

——2023 年 04 月 28 日

《单车盈利大幅提升，加快推进全球化》

——2023 年 03 月 30 日

《龙头地位稳固，出海表现突出》

——2023 年 04 月 28 日

高端+出海+智能，新能源汽车龙头再启航

■ 投资摘要

产品布局完备，混动先发优势。作为国内新能源龙头企业，公司 2022 年停产燃油车，乘用车已形成王朝、海洋、腾势、仰望与方程豹五大品牌布局，多品牌布局初显成效。公司在插混领域率先发力，已形成 DM-i、DM-p 与 DMO 三大混动平台，面向不同定位助力混动车型销量的持续提升。2023 年公司插混车销量 143.81 万辆，YOY+51.98%，所占国内市场份额 51.29%，占市场绝对领先地位。同时多品牌布局与插混车型的升级和创新，将带动未来业绩的快速增长。

高端化+智能化赋能全品牌升级。公司先后推出刀片电池、DM-i 超级混动、e 平台 3.0、CTB 电池车身一体化、DM-p 王者混动、易四方与 DMO 超级混动等颠覆性技术/平台，助力车型升级。同时在智能驾驶与智能座舱领域发力，推出云辇智能车身控制系统、DiLink 智能网联系统、DiPilot 智能驾驶辅助系统等技术，智能化项目提升汽车硬实力，带来卓越的智驾体验。高端化与智能化 1+1>2，同品竞争实力强，性价比高，2023 年腾势 D9 销量达 11.92 万。随着公司高端化、智能化领域的推进，将进一步提升汽车产品的竞争力，助力销量、业绩双突破。

国内出海典范，加快海外市场扩张步伐。2023 年公司乘用车总出口 24.28 万辆，同比增长 334.16%，其中 12 月出口 3.61 万辆。目前公司新能源市场已辐射至全球六大洲，先后在泰国、巴西、乌兹别克斯坦和匈牙利建设乘用车工厂，已计划 6 艘汽车海运船，未来出海前景明朗。

■ 投资建议

维持“买入”评级。公司作为新能源汽车行业龙头，产品矩阵丰富。随着未来公司不断推进高端化与智能化的进程，及出海步伐加速，将带来业务新增量。我们预计 2023-2025 年实现归母净利润分别为 301.08/390.53/479.94 亿元，同比分别+81.13%/+29.71%/+22.89%；对应 2024 年 3 月 20 日收盘价的 PE 分别 21.12X/16.29X/13.25X。

■ 风险提示

宏观经济波动风险，行业发展风险，市场竞争风险，政策变化的风险，原材料价格波动风险。

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	424061	632885	766388	876741
年增长率	96.2%	49.2%	21.1%	14.4%
归母净利润	16622	30108	39053	47994
年增长率	445.9%	81.1%	29.7%	22.9%
每股收益 (元)	5.71	10.34	13.42	16.49
市盈率 (X)	38.26	21.12	16.29	13.25
市净率 (X)	5.73	4.49	3.51	2.83

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2024 年 03 月 20 日收盘价)

目 录

1 全球新能源汽车领军者	4
1.1 国内新能源车龙头，产品矩阵覆盖面广	4
1.2 销量与盈利上行，汽车业务主体地位稳固	6
1.3 股权结构稳定&员工持股，自研与外供并行	7
2 新能源龙头地位稳固，混动销量持续提升	9
2.1 停产燃油车，新能源产品布局愈发完备	9
2.2 三大平台优势互补，混动率先发力	10
3 高端化与智能化厚积厚发，赋能品牌销量增长	12
3.1 高端化进程持续推进，技术平台成果斐然	12
3.2 智能驾驶与智能座舱互利，智能化频频出新	13
3.3 高端化+智能化赋能，助力汽车销量提升	16
4 出海战略稳扎稳打，市场拓展潜力大	17
4.1 国内出口势不可挡，销量持续提升	17
4.2 全球化布局，市场扩张进一步提升成长空间	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测	20
5.2 投资建议	20
6 风险提示：	22

图

图 1：公司形成汽车、电池及光伏、电子与轨道交通四大业务体系	4
图 2：技术创新带动汽车销量提升（万辆）	6
图 3：2023Q1-Q3 营收稳定增长（亿元）	6
图 4：2023Q1-Q3 归母净利润稳定增长（亿元）	6
图 5：汽车业务是营收的主体	7
图 6：2023H1 毛利率有所增长	7
图 7：三费用率有所升高	7
图 8：研发费用保持正向增长（亿元）	7
图 9：公司股权结构与部分控股公司（截至 2023 年 9 月 30 日）	8
图 10：公司新能源全面替代燃油车（万辆）	9
图 11：车型不断迭代升级，多品牌布局初见成效	9
图 12：2023 年公司新能源乘用车销量稳居国内第一（万辆）	10
图 13：公司终成三大混动平台布局	11
图 14：公司在售插混车型经销商报价区间为 6 万-45 万	11
图 15：2023 年宋 PLUS 为插混车型销冠（辆）	12
图 16：DiPilot 搭配 HUAWEI HiCar 功能	15
图 17：腾势 Pilot 高阶智能驾驶辅助系统	15
图 18：腾势 D9 与别克 GL8 销量（辆）	16
图 19：中国乘用车出口量跨越式提升（万辆）	17

图 20：公司新能源乘用车出口量持续提升（万辆）	18
图 21：公司出口环比增速基本高于中国增速.....	18

表

表 1：汽车和轨道交通业务持续布局.....	5
表 2：电池及光伏和电子业务.....	5
表 3：2022 年公司实施员工持股计划	8
表 4：弗迪系主要子公司主营产品	8
表 5：公司新能源汽车动力相关高端化成果.....	13
表 6：云辇智能车身控制系统在整车垂直方向智能化控制..	13
表 7：DiLink 智能网联系统	14
表 8：公司已辐射六大洲的市场	18
表 9：公司积极推进海外乘用车基地建设	19
表 10：2023 年下半年公司与海外合作情况	19
表 11：公司分业务营收预测（百万元人民币）	20

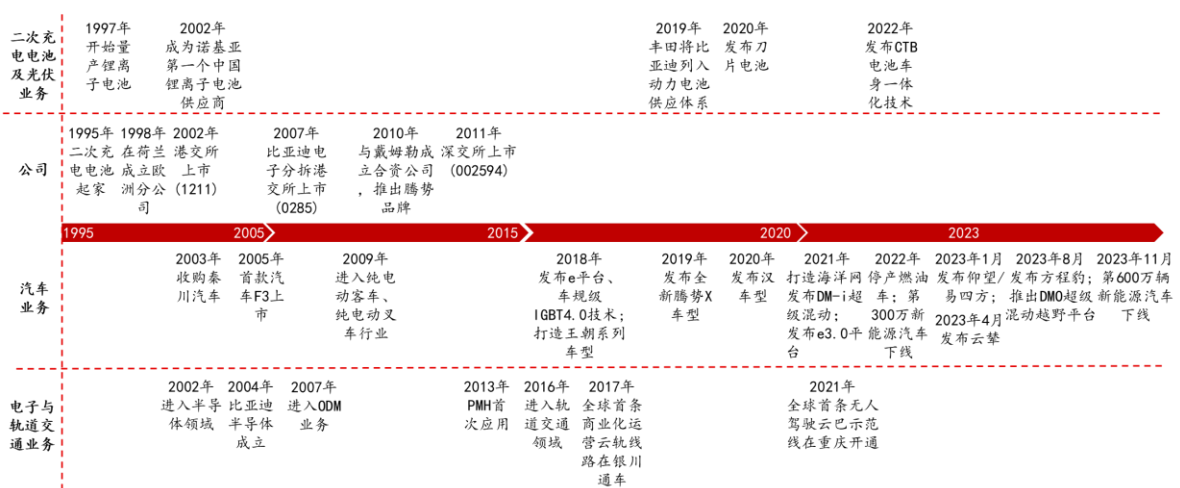
1 全球新能源汽车领军者

1.1 国内新能源车龙头，产品矩阵覆盖面广

电池业务起家，终成全球新能源汽车行业领导者。比亚迪以生产二次充电电池起家，2002 年进入半导体领域，同时在港交所上市，2003 年通过收购西安秦川汽车进入汽车行业，开始布局新能源汽车，此后布局 ODM 业务、轨道交通业务。目前公司主要业务分为四大板块：新能源汽车业务、手机部件及组装业务、二次充电电池及光伏业务和城市轨道交通业务。

新能源汽车领域，公司分别于 2018 年/2021 年打造王朝和海洋系列车型，2022 年腾势品牌焕新，发布腾势 D9，2023 发布仰望和方程豹品牌。2023 年公司新能源汽车累计销量 302.44 万辆，同比+61.86%，夺得全球新能源汽车销量冠军。

图 1：公司形成汽车、电池及光伏、电子与轨道交通四大业务体系

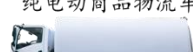


资料来源：比亚迪官网，比亚迪电子官网，公司年报，上海证券研究所

乘用车形成多品牌梯度布局。公司乘用车业务覆盖从家用到豪华、从大众到个性化的需求，逐步形成由“比亚迪”品牌、“腾势”品牌、“仰望”品牌及“方程豹”品牌构建的多品牌梯度布局。其中“比亚迪”品牌又分为以朝代命名的“王朝”系列和以“海洋生物”及“军舰”命名的“海洋”系列。

商用车和轨道交通持续深化市场布局。纯电动大巴领域，公司 2022 年在国内开辟了合肥、济南、抚州等地区的客运和公交市场，同时正式进入了印度尼西亚、毛里求斯等国家。城市轨道交通领域，稳步推进具有完全自主知识产权的中运量“云轨”和低运量“云巴”发展。

表 1：汽车和轨道交通业务持续布局

	乘用车	商用车	轨道交通
王朝	 秦	 纯电动出租	
	 汉		
	 元		
海洋	 海豚	 纯电动客车	 云轨
	 驱逐舰		
	 护卫舰		
腾势	 N7	 纯电动商品物流车	
	 N8		
	 D9		
仰望	 U8	 纯电动环卫车	 云巴
	 U9		
方程豹	 豹5	 纯电动叉车	

资料来源：比亚迪官网，懂车帝，上海证券研究所

电池技术规模国内领先，光伏迎来行业机遇。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，主要应用于电子产品、电动汽车、储能等领域，2020 年发布的刀片电池已应用在多种车型。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，打通能源从吸收、存储到应用的各个环节，以优质的产品迎接行业增长机遇。

积极部署智能化转型方案。电子业务涉及智能手机及笔记本电脑、新型智能产品、汽车智能系统、医疗健康四大领域。其中，在汽车智能系统中积极布局以智能网联系统、智能驾驶座舱以及自动驾驶系统为核心的汽车智能系统开发。

表 2：电池及光伏和电子业务

电池及光伏	电子	
 电池	 智能手机及笔记本电脑	 新型智能产品
 太阳能		
 储能	 汽车智能系统	 医疗健康

资料来源：比亚迪官网，比亚迪电子，上海证券研究所

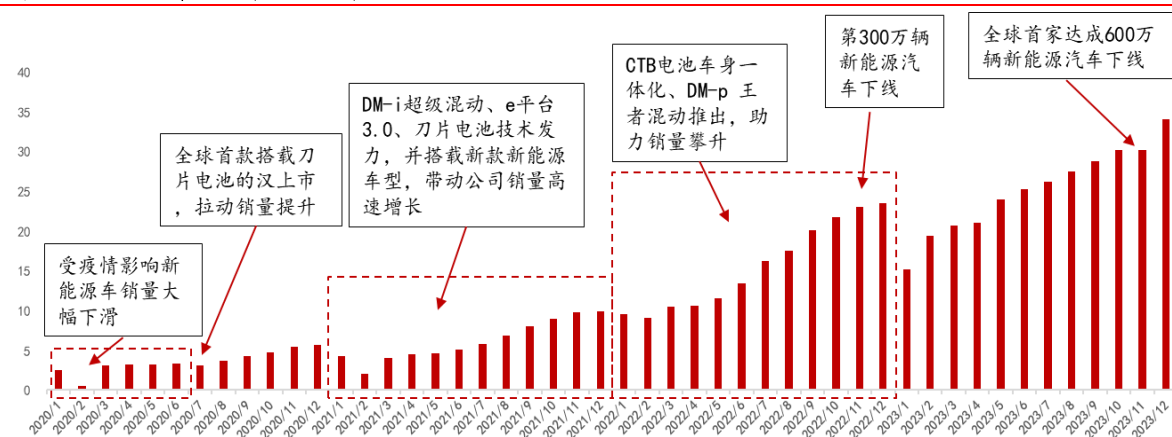
1.2 销量与盈利上行，汽车业务主体地位稳固

技术创新带动销量提升。2022 年公司宣布停产燃油车后，新能源汽车销量节节攀升，实现了同比逾两倍的大幅增长，创下历史新高，成为中国乘用车销量第一的车企。我们认为，随着公司多品牌的协同发展和全球市场的开拓，公司汽车销量将持续上升。

公司业务整体呈现稳定增长态势。2018-2022 年公司营收和归母净利润保持稳定增长态势，CAGR 分别为 34.38%和 56.37%。依托于公司精准的战略布局及深厚的技术积淀，**2023 年公司新能源汽车销量 302 万辆，获全球新能源汽车销冠。**

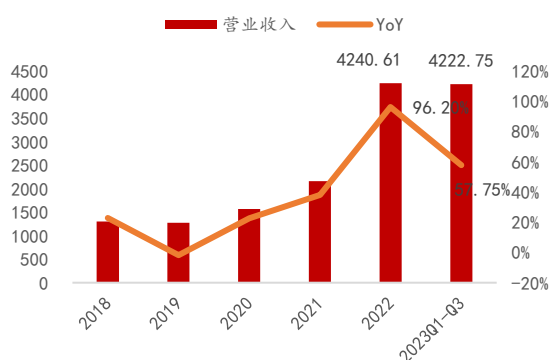
- 2022 年公司营收 4240.61 亿元，YoY+96.20%，归母净利润 166.22 亿元，YoY+445.86%；
- 2023Q1-Q3 公司营收 4222.75 亿元，YoY+57.75%，归母净利润 213.67 亿元，YoY+129.47%。

图 2：技术创新带动汽车销量提升（万辆）



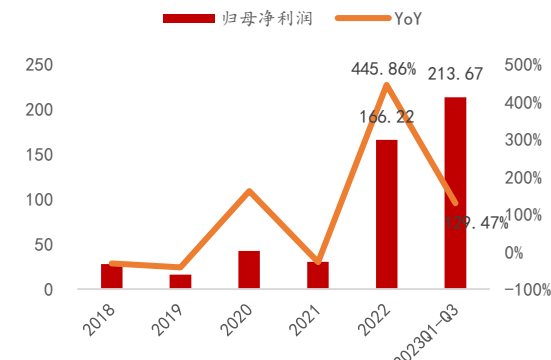
资料来源：Wind，比亚迪官网，公司年报，上海证券研究所

图 3：2023Q1-Q3 营收稳定增长（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 4：2023Q1-Q3 归母净利润稳定增长（亿元）



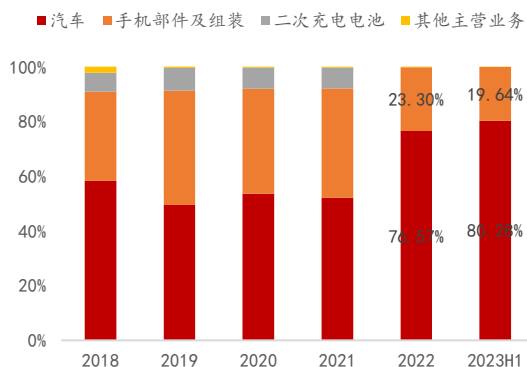
资料来源：Wind，上海证券研究所

汽车业务在营收中占主体。2022 年公司将二次充电电池业务营收并入汽车业务中，同时受益于公司新能源汽车销量的提升，

2022 年汽车业务营收占比达到 76.57%。2023H1 新能源车销量持续突破，其占比进一步扩大，2023H1 公司汽车业务营收为 2088.24 亿元，占比提升至 80.28%。

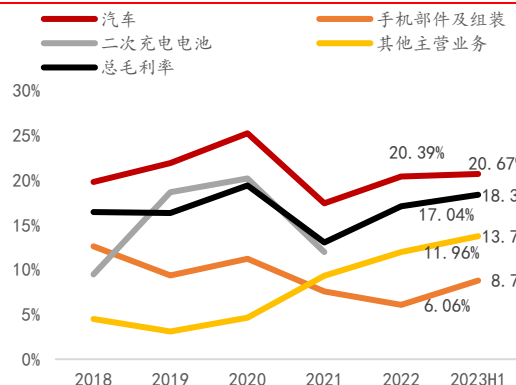
2023H1 年公司毛利率有所提高。其中汽车业务毛利率 20.67%，较 2022 年上升 0.28pct；手机业务毛利率 8.77%，较 2022 年上升 2.71pct；其他主营业务毛利率 13.72%，较 2022 年上升 1.76pct。

图 5：汽车业务是营收的主体



资料来源：Wind，上海证券研究所

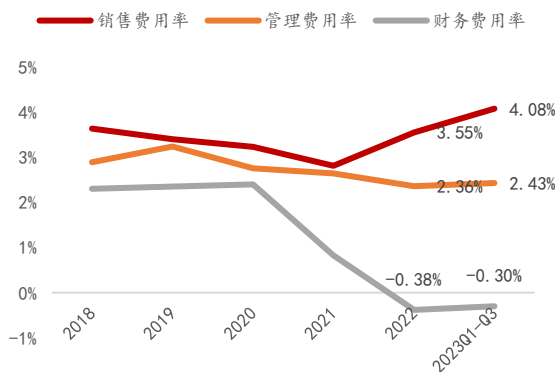
图 6：2023H1 毛利率有所增长



资料来源：Wind，上海证券研究所

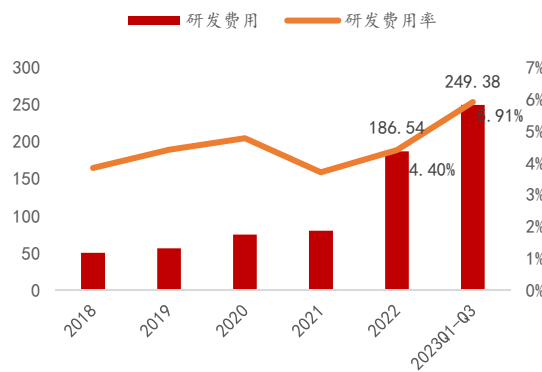
高度重视研发投入，研发费用率持续增长。2023 前三季度研发费用为 249.38 亿元，研发费用率为 5.91%。同期销售费用率为 4.08%，管理费用率为 2.43%，财务费用率为 -0.30%。

图 7：三费用率有所升高



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 8：研发费用保持正向增长（亿元）

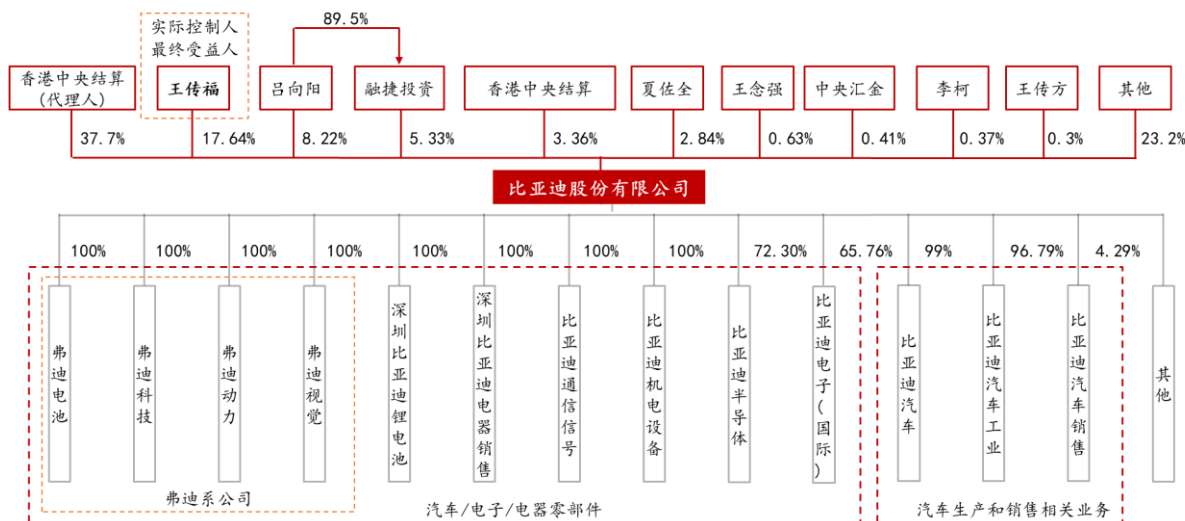


资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 股权结构稳定&员工持股，自研与外供并行

公司股权结构稳定，王传福为实际控制人和最终受益人。截至 2023 年 9 月 30 日，王传福为第一大股东，持股 17.64%；吕向阳系王传福表兄，是公司第二大股东，直接持股 8.22%，并通过融捷投资间接持股 4.77%。

图 9：公司股权结构与部分控股公司（截至 2023 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，上海证券研究所

员工持股激励业绩增长。2022 年 5 月公司通过员工持股计划，对公司职工代表监事、高级管理人员等 12000 人授予 551 万股股票，分三期解锁，解锁目标为 2022 年/2023 年/2024 年营收同比增长不低于 30%/20%/20%，其中 2022 年营收同比增长为 96.20%，超额完成目标。

表 3：2022 年公司实施员工持股计划

计划时间	授予对象	股票数量	解锁时间	解锁比例	业绩考核目标	业绩完成情况
2022 年 5 月	职工代表监事、高级管理人员以及比亚迪集团的中层管理人员、核心骨干员工共 12000 人	551 万	2023 年 7 月	30%	2022 年营收同比增长不低于 30%	2022 年营业收入为 4240.6 亿元，同比增长 96.20%，考核目标达成
			2024 年 7 月	30%	2023 年营收同比增长不低于 20%	-
			2025 年 7 月	40%	2024 年营收同比增长不低于 20%	-

资料来源：公司年报，上海证券研究所

弗迪系子公司自供与外供并行。2019 年-2021 年期间，公司将旗下零部件事业部转化为子公司，先后成立弗迪精工、弗迪科技、弗迪动力、弗迪电池等弗迪系公司，各零部件公司将自主运营，不止为比亚迪配套，还为其他车企供应零部件。

表 4：弗迪系主要子公司主营产品

名称	成立时间	主营产品
弗迪电池	2020.12	动力电池、储能及新型电池、消费类电池及零部件等
弗迪科技	2019.12	汽车电子、汽车底盘及汽车零部件等
弗迪动力	2019.12	电机、电控、电源、发动机、变速器及车桥等
弗迪精工	2019.12	各类冲压模具、塑胶模具、单件及总成类检具等

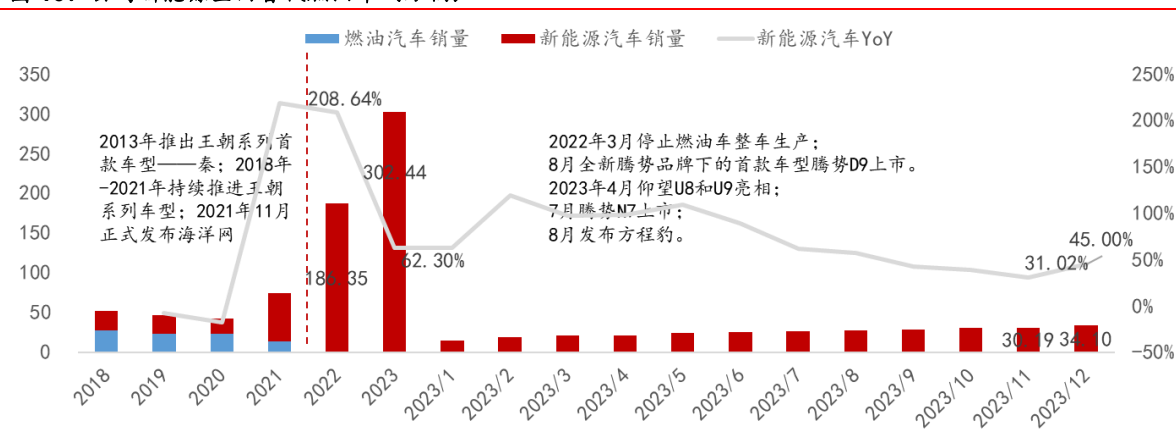
资料来源：企查查，上海证券研究所

2 新能源龙头地位稳固，混动销量持续提升

2.1 停产燃油车，新能源产品布局愈发完备

国内新能源龙头，实现新能源全面替代。公司乘用车业务逐步形成由比亚迪品牌、腾势品牌、仰望品牌及方程豹品牌所构建的多品牌梯度布局。2022 年宣布停止燃油车整车生产，聚焦新能源汽车业务发展，成为全球首家停产燃油车的车企。

图 10：公司新能源全面替代燃油车（万辆）



资料来源：Wind，公司公告，公司年报，上海证券研究所

产品迭代升级，布局更为完备。公司 2020-2023 年陆续推出多款新能源车型，在 DM-i 超级混动、e 平台 3.0、云辇等技术赋能下，助力汽车业务发展向更高层次迈进。截止到 2024 年 3 月，比亚迪品牌在售 26 款新能源车型，2024 年海豚、秦 PLUS DM-i、元 PLUS 等车型出新，我们认为新款车型上市有望进一步贡献销量。

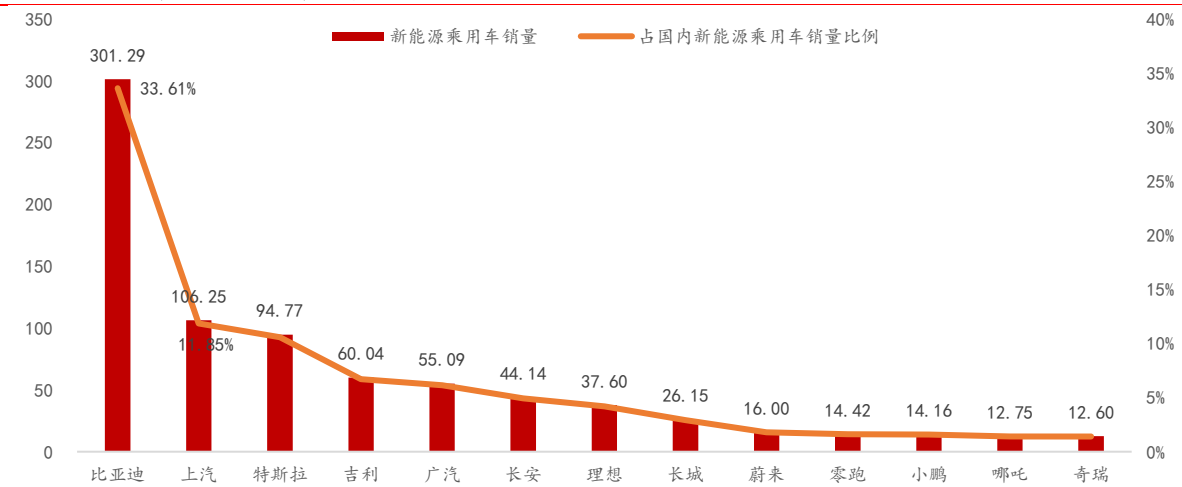
图 11：车型不断迭代升级，多品牌布局初见成效



资料来源：公司年报，懂车帝，盖世汽车，上海证券研究所

新能源乘用车市场地位稳固，销量遥遥领先。据 Marklines 数据库，2023 年公司新能源乘用车销量为 301.29 万辆，国内市场占有率达 33.61%，稳居国内第一。

图 12：2023 年公司新能源乘用车销量稳居国内第一（万辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

2.2 三大平台优势互补，混动率先发力

混动率先发力，终成三大混动平台布局，产品路线互补互促。公司 2008 年发布 F3 DM 搭载第一代 DM 混动系统。经过十几年技术发展，直至 2023 年 8 月，形成 DM-i 超级混动、DM-p 王者混动和 DMO 超级混动越野平台三大混动布局。三大布局产品面向不同产品定位，巩固公司在新能源混动车型领域的绝对龙头地位，支持业绩进一步增长。

- **DM-i 超级混动定位经济省油。**作为以电为主的混动技术，围绕大功率电机驱动和大容量动力电池供能为主，发动机为辅的电混架构，颠覆传统混动技术以油为主的设计架构。
- **DM-p 王者混动定位公路性能。**以电四驱超强动力，重新定义了四轮驱动，带来极速、安全、经济，三大极致用车体验。
- **DMO 超级混动越野平台定位越野性能。**通过全新混动非承载式架构和越野专用混动架构的极致融合，充分发挥公司在高性能底盘、智能电四驱及越野专用动力总成等方面的领先优势，成就整车安全之上超强动力、强悍越野与极致能耗之间的最佳平衡。

图 13：公司终成三大混动平台布局

	2006	2013 2018	2020	2023
节能和高效 用车经济型	P1电机+P3电机 双电机+单离合器	2006：第一代DM混动系统 2008：比亚迪F3 DM上市 搭载第一代DM混动系统	2020：比亚迪DM-i混动系统 横置发动机、单挡双电机串并联电混系统、前驱为主 2021：比亚迪秦PLUS DM-i上市 搭载DM-i混动系统	
高性能越野、 低油耗体验兼得				2023/8：DMO超混越野平台 纵置双电机串并联电混系统、后驱为主 2023/8：比亚迪豹5发布 搭载DMO混动平台
动力和极速 用车速度型	P0电机+DCT+P3 电机+P4电机 三电机+双离合 变速器	2013：第二代DM混动系统（DCT+P3+P4） 2015：比亚迪唐DM上市 搭载第二代DM混动系统 2018：第三代DM混动系统（P0+DCT+P3+P4） 2018：比亚迪唐DM上市 搭载第三代DM混动系统	2020：比亚迪DM-p混动系统（P0+DCT+P3+P4） 横置发动机、单挡双电机串并联电混系统、前驱为主 2020：比亚迪汉DM上市 搭载比亚迪DM-p混动系统	

资料来源：汽车工程师之家，汽车与运动 AutoSports，网易汽车，盖世汽车，上海证券研究所

混动产品矩阵完善，性价比优势凸显。根据懂车帝，公司目前在售混动车型经销商报价区间为 6 万-45 万。DM-i 超级混动已投入应用，搭载于秦 Plus DM-i、宋 Plus DM-i、宋 PRO DM-i、唐 DM-i、汉 DM-i、腾势 D9DM-i、驱逐舰 05、护卫舰 07 等多款车型；DM-p 王者混动，已经搭载在唐 DM-p、汉 DM-p 车型上；DMO 目前搭载于豹 5，满足不同人群的个性化需求。

图 14：公司在售插混车型经销商报价区间为 6 万-45 万



资料来源：懂车帝，腾势汽车官网，方程豹汽车官网，上海证券研究所

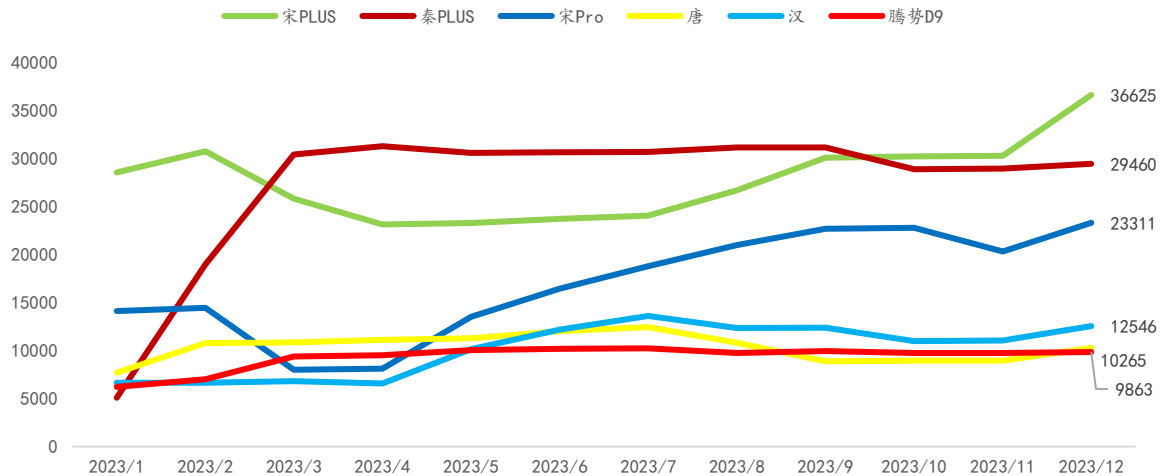
公司插混销量持续提升。公司在插混领域取得先机，曾在插混市场独揽超过 70% 以上的市场份额，随着其他自主品牌插混产品落地，公司插混市场份额出现一定下滑，但插混车销量仍在持续提升。

■ 2023 年公司插混车销量 143.81 万辆，YOY+51.98%，所占国内市场份额 51.29%。

宋 PLUS 为销冠，秦 PLUS 紧跟其后。2023 年公司插混车型请务必阅读尾页重要声明

中宋 PLUS 以 33.32 万辆登顶销量榜首，12 月单月销量达 3.66 万辆；秦 PLUS 以 32.74 万辆位居第二，12 月单月销量达 2.94 万辆；宋系列的宋 pro 销量也颇为可观，达到 20.35 万辆，其中 12 月单月销量 2.33 万辆。

图 15：2023 年宋 PLUS 为插混车型销冠（辆）



资料来源：Marklines，上海证券研究所

3 高端化与智能化厚积厚发，赋能品牌销量增长

3.1 高端化进程持续推进，技术平台成果斐然

新能源车动力技术平台优势明显，技术升级推动高端化进程。2020 年以来，公司先后推出刀片电池、DM-i 超级混动、e 平台 3.0、CTB 电池车身一体化、DM-p 王者混动、易四方与 DMO 超级混动越野平台等颠覆性技术，助力自身业务实现跨越式发展，推动新能源汽车行业技术变革。

- 公司在混动领域已发展 DM-i、DM-p 与 DMO 三大混动平台，满足用户不同用车需求。
- 刀片电池于 2020 年发布，具备超级安全、超级寿命、超级续航、超级强度、超级功率和超级低温性能六大技术创新，其安全性更是重新定义了新能源汽车安全标准。
- e 平台 3.0 于 2021 年发布，作为下一代高性能智能电动车的摇篮，兼具智能、高效、安全、美学四大优势，大幅提升智能驾驶体验。
- CTB 电池车身一体化技术于 2022 年发布，作为 e 平台 3.0 的核心技术之一，以突破性的电池安全，减少电池设计对车辆其他性能的影响，大幅拓展电动车的各项能力。
- 易四方于 2023 年 1 月发布，突破了现有汽车架构的限制，实

请务必阅读尾页重要声明

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/685323041003011130>