

比亚迪(002594)

如何看待比亚迪市场份额和盈利趋势？

投资要点：

► 原材料价格变化催化供给侧调整，2023年价格战拉开序幕

2022年底，碳酸锂价格高位企稳回落，特斯拉率先开始降价，降价幅度5万左右，实现价格带下探。新势力车企价格调整应对特斯拉“下沉式打击”，拉开“价格战”序幕。同时，2023H2新车供给持续增加，市场担心优质供给持续增加新车型冲击比亚迪市场份额。结果来看，受益于新能源价格下探和产品力升级，比亚迪在5-25万新能源车型实现销量和渗透率双升。

► 冠军版上市充分应对竞争，比亚迪8-25万基本盘稳固

比亚迪(含子品牌)2023年销量为301.3万辆，同比增长61.8%，占2023年乘用车批发销量的11.6%，同比提升3.7pct，占2023年行业新能源批发销量的33.5%，同比提升5.0pct。比亚迪以“冠军版”车型防守性降价，较入门版价格下探0.4-7.2w。冠军版上市后销量韧性明显，比亚迪车型在5-8万/8-12万/12-15万/15-20万/20-25万销量增加28.0/28.3/43.3/6.4万辆，除15-20万价格带的销量小幅下滑1.2万辆外，其余细分价格带均实现明显增长。市占率分别为32.9%/65.0%/70.5%/26.0%/38.4%，分别变化32.9pct/1.6pct/17.9pct/-10.9pct/-4.6pct，比亚迪有望持续销量领跑。

► 高端进程加速迭代出海增长，有望提升单车ASP

比亚迪高端品牌矩阵完善，2023年比亚迪30万以上价格带销量为14.2万辆，同比增长247.3%，占全年销量的4.7%，同比提升2.5pct。腾势、仰望、方程豹品牌矩阵完善和车型规划明确，有望进一步提升比亚迪高端车型占比。同时，海外市场需求明确，2023年比亚迪出口24.3万辆，同比增长334.2%，占全年销量的7.7%。滚装船的持续下海和海外工厂的正式投产有望进一步打开海外市场，高端化叠加出口有望提升比亚迪单车ASP。

► 盈利预测、估值与评级

公司作为全球新能源龙头加速成长，内销领先充分应对竞争，出口和高端化打开营收和业绩空间，逐步走向全球新能源车企龙头。我们预计公司2023-2025年营收分别为6802.78/8130.62/9529.84亿元，同比增速分别为60.42%/19.52%/17.21%，归母净利润分别为301.8/411.4/516.8亿元，同比增速分别为81.58%/36.32%/25.60%，EPS分别为10.37/14.13/17.75元/股，3年CAGR为45.95%，参考可比公司26.1倍PE，我们给予公司2024年PE目标值20倍，对应2024年目标价格282.7元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源销量不及预期；海外出口进度不及预期；跨市选取可选标的的风险；行业竞争加剧后价格战延续的风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	216142	424061	680278	813062	952984
增长率(%)	38.02%	96.20%	60.42%	19.52%	17.21%
EBITDA(百万元)	20138	39245	53711	71683	88919
归母净利润(百万元)	3045	16622	30183	41145	51679
增长率(%)	-28.08%	445.86%	81.58%	36.32%	25.60%
EPS(元/股)	1.05	5.71	10.37	14.13	17.75
市盈率(P/E)	207.4	38.0	20.9	15.4	12.2
市净率(P/B)	6.6	5.7	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA			12.0	9.2	7.6

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为2024年03月22日收盘价

行业：	汽车/乘用车
投资评级：	买入(维持)
当前价格：	216.95元
目标价格：	282.67元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,911.14/2,262.26
流通A股市值(百万元)	252,586.65
每股净资产(元)	44.61
资产负债率(%)	77.37
一年内最高/最低(元)	276.58/162.77

股价相对走势



作者

分析师：高登
 执业证书编号：S0590523110004
 邮箱：gaodeng@glsc.com.cn
 分析师：陈斯竹
 执业证书编号：S0590523100009
 邮箱：chenszh@glsc.com.cn

相关报告

1、《比亚迪(002594)：2月销量短期承压，新车放量可期》2024.03.02
 2、《比亚迪(002594)：1月销量同比高增，出口持续加速》2024.02.02

投资聚焦

核心逻辑

本篇报告复盘了 2023 年价格战的影响和比亚迪的应对策略，我们认为比亚迪充分应对行业竞争，冠军版上市后销量韧性明显，比亚迪车型在 5-8 万/8-12 万/12-15 万/15-20 万/20-25 万价格带销量增加 28.0/28.3/43.3/6.4 万辆，除 15-20 万价格带的销量小幅下滑 1.2 万辆外，其余细分价格带均实现明显增长。在五个价格带中市占率分别为 32.9%/65.0%/70.5%/26.0%/38.4%，分别变化 32.9pct/1.6pct/17.9pct/-10.9pct/-4.6pct。比亚迪基本盘稳固且持续向上，有望销量持续领跑。

创新之处

本篇报告重点分析了 2023 年价格战对比亚迪的影响，同时考虑到新车上市之后销量爬坡，分别在不同价格带对比亚迪销量的提升和应对能力进行逐步分析，充分分析在不同价格带比亚迪的车型竞争力和新车型变化带来的行业增量。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 6802.78/8130.62/9529.84 亿元，同比增速分别为 60.42%/19.52%/17.21%，归母净利润分别为 301.8/411.4/516.8 亿元，同比增速分别为 81.58%/36.32%/25.60%，EPS 分别为 10.37/14.13/17.75 元/股，3 年 CAGR 为 45.95%，参考可比公司 26.1 倍 PE，我们给予公司 2024 年 PE 目标值 20 倍，对应 2024 年目标价格 282.7 元，维持“买入”评级。

正文目录

1. 复盘 2023：价格竞争激烈，比亚迪实现销量和份额领先.....	5
1.1 原材料价格变化催化供给侧调整，2023 年价格战拉开序幕.....	5
1.2 冠军版充分应对竞争，比亚迪 8-25 万基本盘稳固.....	7
2. 高端进程加速迭代出海增长，有望提升单车 ASP.....	15
2.1 高端品牌矩阵升级，单车盈利提升.....	15
2.2 出海升级，产品优势确立海外高 ASP.....	17
2.3 高端化叠加出口占比提升，持续改善公司盈利能力.....	19
3. 盈利预测、估值与投资建议.....	20
4. 风险提示.....	21

图表目录

图表 1：22 年 12 月碳酸锂价格见顶.....	5
图表 2：特斯拉价格调整后实现国内市场销量反弹.....	5
图表 3：特斯拉中国价格变化.....	5
图表 4：部分新能源车企促销情况.....	6
图表 5：2023 年延续新车型数量的高增长.....	6
图表 6：2023 年吉利银河平台发布.....	7
图表 7：2023 年长安深蓝平台发布.....	7
图表 8：分价格带新能源车型销量（万辆）.....	7
图表 9：分价格带新能源车型渗透率.....	7
图表 10：新能源车销量及新能源渗透率.....	8
图表 11：比亚迪销量及市占率.....	8
图表 12：2023 年冠军版车型推出时间表及定价区间（单位：万元）.....	8
图表 13：2023 年比亚迪冠军版带动各车型价格带下探（单位：万元）.....	9
图表 14：比亚迪在冠军版调整后价格带分布.....	9
图表 15：比亚迪增长绝对数和细分价格带增长比较.....	10
图表 16：比亚迪各价格带份额和细分市场增长.....	10
图表 17：2023 年 5-8 万新能源品牌市占率及变化.....	10
图表 18：2023 年 5-8 万新能源品牌销量变化绝对数.....	10
图表 19：5-8 万价格带主要车型竞争（辆）.....	11
图表 20：2023 年 8-12 万新能源品牌市占率及变化.....	11
图表 21：2023 年 8-12 万新能源品牌销量变化绝对数.....	11
图表 22：新车上市对秦 Plus 销量影响较小（辆）.....	12
图表 23：比亚迪海豚销量实现持续爬坡（辆）.....	12
图表 24：2023 年 12-15 万新能源品牌市占率及变化.....	12
图表 25：2023 年 12-15 万新能源品牌销量变化绝对数.....	12
图表 26：12-15 万价格带竞品车型上市后比亚迪元销量短暂影响后快速恢复（辆）.....	13
图表 27：2023 年 15-20 万新能源品牌市占率及变化.....	13
图表 28：2023 年 15-20 万新能源品牌销量变化绝对数.....	13
图表 29：比亚迪宋 Plus 销量 5 月后实现快速提升（辆）.....	14
图表 30：2023 年 20-25 万新能源品牌市占率及变化.....	14
图表 31：2023 年 20-25 万新能源品牌销量变化绝对数.....	14
图表 32：20 万以上比亚迪汉及主要竞品车型销量（辆）.....	15
图表 33：20 万以上比亚迪唐主要 SUV 竞品车型（辆）.....	15
图表 34：比亚迪高端车型销量.....	15

图表 35:	仰望品牌技术聚焦高端化	16
图表 36:	腾势 D9 外观	16
图表 37:	腾势 D9 内饰	16
图表 38:	方程豹首款车型豹 5	17
图表 39:	2024 年比亚迪各品牌高端规划清晰	17
图表 40:	2023 年比亚迪主要出口车型	18
图表 41:	比亚迪匈牙利工厂土地预购签约	18
图表 42:	比亚迪乌兹别克斯坦工厂生产启动	18
图表 43:	比亚迪滚装运输船 EXPLORER 1	19
图表 44:	比亚迪滚装船签约仪式	19
图表 45:	2022 年 1 月-2024 年 1 月比亚迪高盈利车型销量占比持续提升	19
图表 46:	22Q1-23Q3 单车收入情况	20
图表 47:	22Q1-23Q3 单车净利润情况	20
图表 48:	比亚迪汽车业务销量测算	20
图表 49:	比亚迪盈利预测	20
图表 50:	可比公司估值对比表	21

1. 复盘 2023：价格竞争激烈，比亚迪实现销量和份额领先

1.1 原材料价格变化催化供给侧调整，2023 年价格战拉开序幕

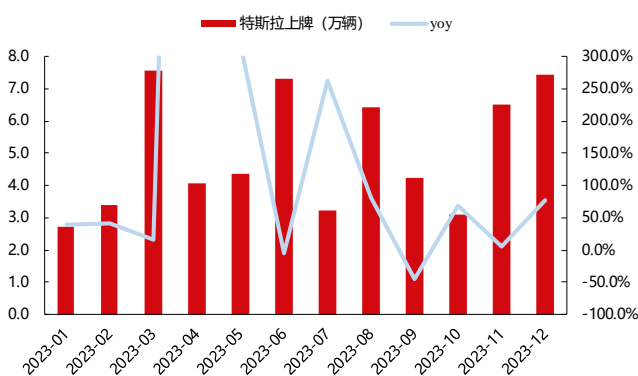
2022 年碳酸锂价格高位企稳回落，特斯拉率先降价。受碳酸锂原材料影响，电池成本持续下探。特斯拉在 1 月和 8 月分别进行价格调整，受益于产品在动力、智能驾驶等方面领先优势明显，降价有效提升车型销量。

图表1：22 年 12 月碳酸锂价格见顶



资料来源: ifind, 国联证券研究所

图表2：特斯拉价格调整后实现国内市场销量反弹



资料来源: 中保信, 国联证券研究所

图表3：特斯拉中国价格变化

单位: 万元	Model 3 后轮驱动版		Model 3 高性能版		Model 3 长续航四驱版		Model Y 后轮驱动版		Model Y 长续航版		Model Y 高性能版	
	售价	幅度	售价	幅度			售价	幅度	售价	幅度	售价	幅度
2022. 10. 24	26. 59	降 1. 4	34. 99	降 1. 8			28. 89	-	35. 79	降 3. 7	39. 79	-
2023. 1. 6	22. 99	降 3. 6	32. 99	降 2. 0			25. 99	降 2. 9	30. 99	降 4. 8	35. 99	降 3. 8
2023. 2. 10	22. 99	-	32. 99	-			26. 19	涨 0. 2	30. 99	-	35. 99	-
2023. 2. 17	22. 99	-	32. 99	-			26. 19	-	31. 19	涨 0. 2	36. 19	涨 0. 2
2023. 5. 2	23. 19	涨 0. 2	33. 19	涨 0. 2			26. 39	涨 0. 2	31. 39	涨 0. 2	36. 39	涨 0. 2
2023. 8. 14	23. 19	-	33. 19	-			26. 39	-	29. 99	降 1. 4	34. 99	降 1. 4
2023. 9. 1	25. 99	改款上市	/	产品下架	29. 59	改款上市	26. 39	-	29. 99	-	34. 99	-
2023. 11. 9	25. 99	-			29. 74	涨 0. 15	26. 39	-	30. 24	涨 0. 25	36. 39	涨 1. 4
2023. 11. 14	26. 14	涨 0. 15			29. 74	-	26. 64	涨 0. 25	30. 24	-	36. 39	-
2023. 11. 21	26. 14	-			29. 74	-	26. 64	-	30. 44	涨 0. 2	36. 39	-
2023. 11. 28	26. 14	-			29. 74	-	26. 64	-	30. 64	涨 0. 2	36. 39	-

资料来源: 特斯拉官网, 国联证券研究所

新势力车企价格调整应对特斯拉“下沉式打击”，拉开“价格战”序幕。降价幅度在0.3-3.6万元不等。由于国六b标准将于2023年7月1日正式实行，3月以来众多传统车企亦开启大规模促销活动，以刺激需求加速去库存，加剧行业竞争。新势力车企迫于销量影响，纷纷出台促销政策跟进。

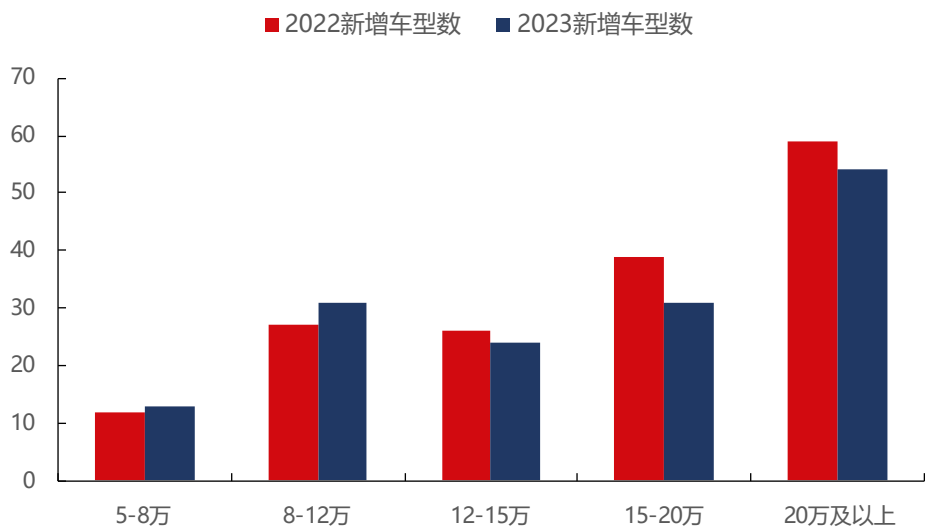
图表4：部分新能源车企促销情况

车企	优惠信息	降价幅度
蔚来	长库龄展车优惠；金融优惠；全款购车优惠；置换优惠等	起售价降低3万元
小鹏	新价格体系	2-3.6万元
问界	下调官方指导价	最高降幅3万元
飞凡	部分配置降价	2万元左右
埃安	限时交付激励，针对AION Y和AION S PLUS系列车型	5000元
极氪	部分选配免费、降价；保险补贴	2万元左右
零跑	C01限时购车优惠	2.5万元
五菱	宏光MINIEV限时优惠	3000元

资料来源：腾讯网等，国联证券研究所

平台化车型供给增加，车型供给延续高增长。2023H2新车供给持续增加，各价格带车型供给数量均与2022年保持接近。同时，各车企均加速平台上市，吉利银河平台、长安深蓝平台等上市加速车型迭代和产品发布，新车周期的缩短和车型供给增加延续供给端高强度竞争。

图表5：2023年延续新车型数量的高增长



资料来源：Marklines，国联证券研究所

图表6：2023年吉利银河平台发布



资料来源：吉利银河发布会，国联证券研究所

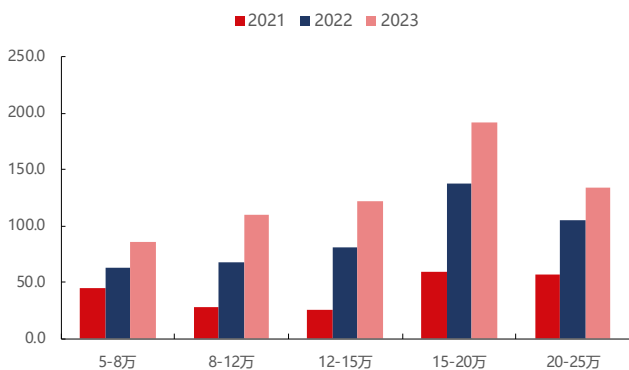
图表7：2023年长安深蓝平台发布



资料来源：长安深蓝官网，国联证券研究所

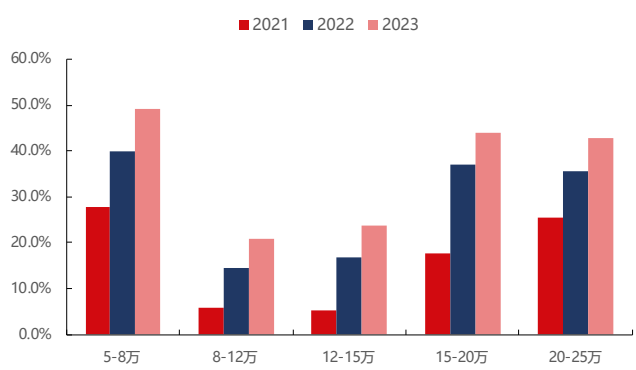
受益于新能源价格下探和产品力升级，5-25万新能源车型实现销量和渗透率双升。2023年5-8万/8-12万/12-15万/15-20万/20-25万销量分别为85/109/121/192/134万辆，分别同比增长35.9%/62.3%/51.1%/38.7%/27.6%，渗透率分别为49.3%/20.7%/23.7%/44.0%/42.9%，同比提升9.3%/6.4%/6.9%/6.9%/7.3pct。细分价格带新能源销量及渗透率有望延续增长态势，加速对燃油车替代进程。

图表8：分价格带新能源车型销量（万辆）



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表9：分价格带新能源车型渗透率

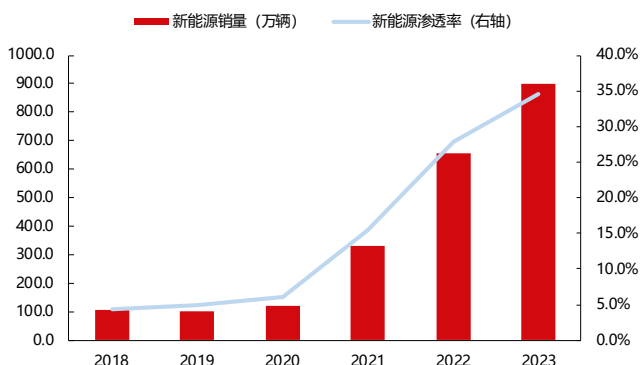


资料来源：中汽协，国联证券研究所

1.2 冠军版充分应对竞争，比亚迪8-25万基本盘稳固

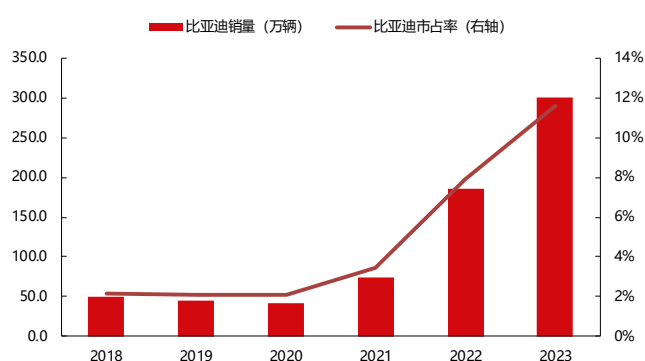
新能源销量稳步上行，比亚迪持续领跑。2023年行业批发新能源899.3万辆，同比增长37.4%，新能源渗透率为34.6%，同比提升6.8pct。比亚迪（包含腾势、仰望、方程豹子品牌）2023年销量为301.3万辆，同比增长61.8%，占2023年行业批发销量的11.6%，同比提升3.7pct，占2023年行业新能源批发销量的33.5%，同比提升5.0pct。

图表10: 新能源车销量及新能源渗透率



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表11: 比亚迪销量及市占率



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

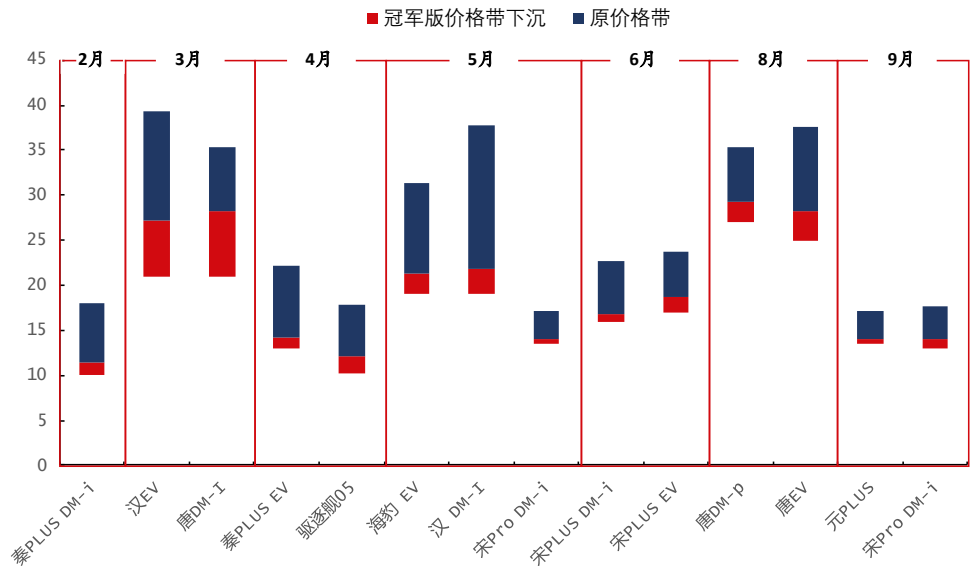
比亚迪以“冠军版”车型防守性降价,“油电同价”概念深入人心。比亚迪 2023 年 2 月 10 日推出首款冠军版车型秦 PLUS DM-i 2023 冠军版, 定价 9.98-14.58 万元, 相较原价 11.38-16.58 万元, 各配置下探 1.4-2 万元不等。同时提出“油电同价”销售策略, 加速车型供给。随后冠军版车型上市节奏贯穿全年, 3 月推出汉 EV、唐 DM-i, 4 月秦 PLUS EV、驱逐舰 05, 5 月海豹 EV、汉 DM-i、宋 Pro DM-i, 6 月宋 PLUS DM-i、宋 PLUS EV, 8 月唐 DM-p、唐 EV, 9 月元 PLUS、宋 Pro DM-i 的更新版价格进一步下探。价格对比来看, 冠军版全系价格下探, 较入门版价格下探 0.4-7.2 万元。

图表12: 2023 年冠军版车型推出时间表及定价区间 (单位: 万元)

2023 年上市时间	冠军版车型	入门价格	最高价格
2 月 10 日	秦 PLUS DM-i	9.98	14.58
3 月 16 日	汉 EV	20.98	29.98
3 月 16 日	唐 DM-i	20.98	23.38
4 月 07 日	秦 PLUS EV	12.98	17.68
4 月 28 日	驱逐舰 05	10.18	14.88
5 月 10 日	海豹 EV	18.98	27.98
5 月 18 日	汉 DM-i	18.98	24.98
5 月 25 日	宋 Pro DM-i	13.58	15.98
6 月 19 日	宋 PLUS DM-i	15.98	18.98
6 月 19 日	宋 PLUS EV	16.98	20.98
8 月 31 日	唐 DM-p	26.98	28.98
8 月 31 日	唐 EV	24.98	29.98
9 月 15 日	元 PLUS	13.58	16.38
9 月 26 日	宋 Pro DM-i	12.98	15.98

资料来源: 汽车之家, 比亚迪公众号, 国联证券研究所

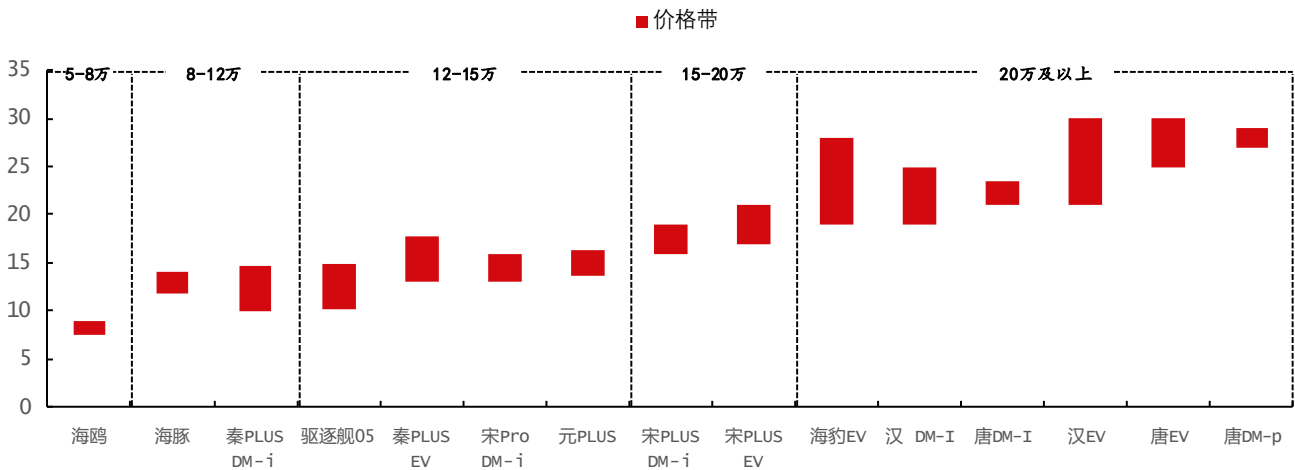
图表13：2023年比亚迪冠军版带动各车型价格带下探（单位：万元）



资料来源：汽车之家，比亚迪公众号，国联证券研究所

经冠军版调整后，比亚迪各车型价格带实现均匀分布。由于2023年新能源车型价格均有明显下降，故而在后续针对价格带的分析中按照2023年车型价格依次调整2022年/2021年价格。市占率数据上，选择新能源细分赛道中的市占率从而降低误差。分析中或存在误差，但对结果影响较小，我们认为可以忽略。

图表14：比亚迪在冠军版调整后价格带分布

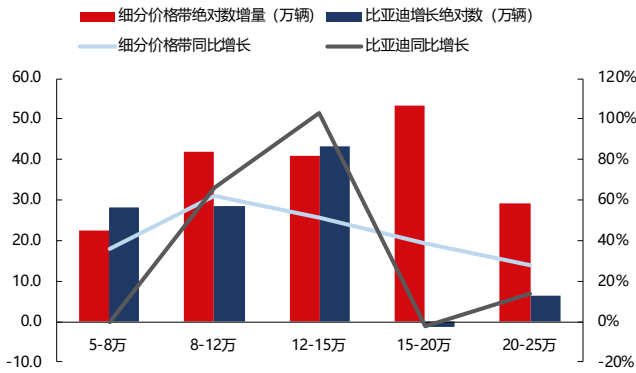


资料来源：比亚迪官网，汽车之家，国联证券研究所

比亚迪冠军版上市和新车型的发布实现各价格带销量和市占率的领先，同时实现5-15万价格带新能源车型中市占率的提升。分价格带新能源销量增长绝对数来看，5-8万/8-12万/12-15万/15-20万/20-25万销量增长分别为22.5/42.0/41.0/53.4/29.0万辆，比亚迪车型在各价格带增长分别为28.0/28.3/43.3/-1.2/6.4万辆，除15-20万价格带的销量小幅下滑外，其余细分价格带均实现销量的明显增长。市占率分别为32.9%/65.0%/70.5%/26.0%/38.4%，分别

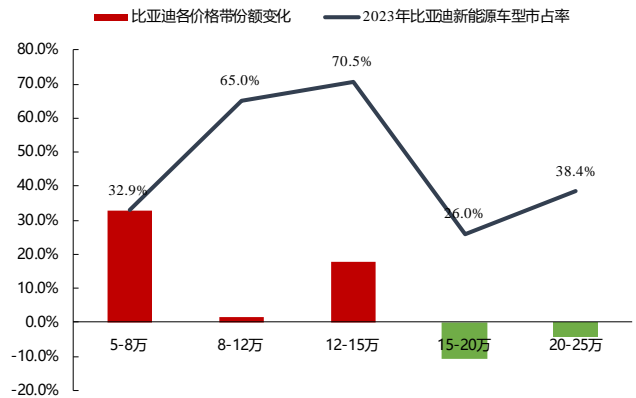
变化 32.9pct/1.6pct/17.9pct/-10.9pct/-4.6pct，优势价格带均领跑行业。

图表15：比亚迪增长绝对数和细分价格带增长比较



资料来源：中汽协，国联证券研究所

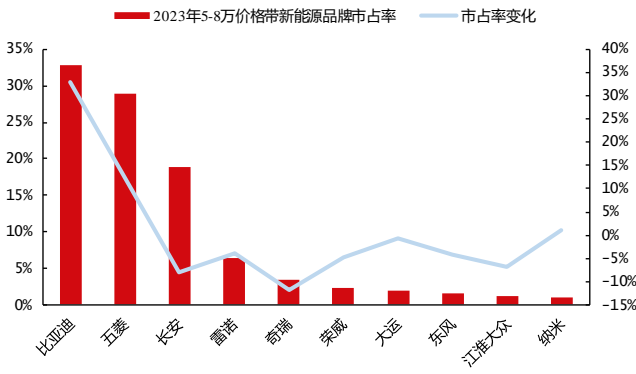
图表16：比亚迪各价格带份额和细分市场增长



资料来源：中汽协，国联证券研究所

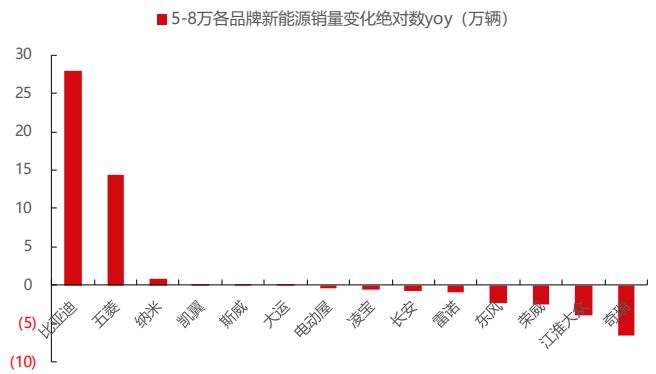
5-8万价格带：海鸥的上市改变行业格局，5-8万价格带具备较强竞争性。比亚迪海鸥的上市实现格局的改变，2023年销量绝对数为28.02万辆，为2023年5-8万新能源车型中的销量第一，市占率为32.9%。行业格局来看，比亚迪海鸥、五菱缤果两款车型在5-8万新能源市场中优势明显，市占率分别为32.9%/29.0%，分别同比增长32.9pct/12.5pct，奇瑞、江淮大众、荣威、东风等品牌下降明显。

图表17：2023年5-8万新能源品牌市占率及变化



资料来源：中汽协，国联证券研究所

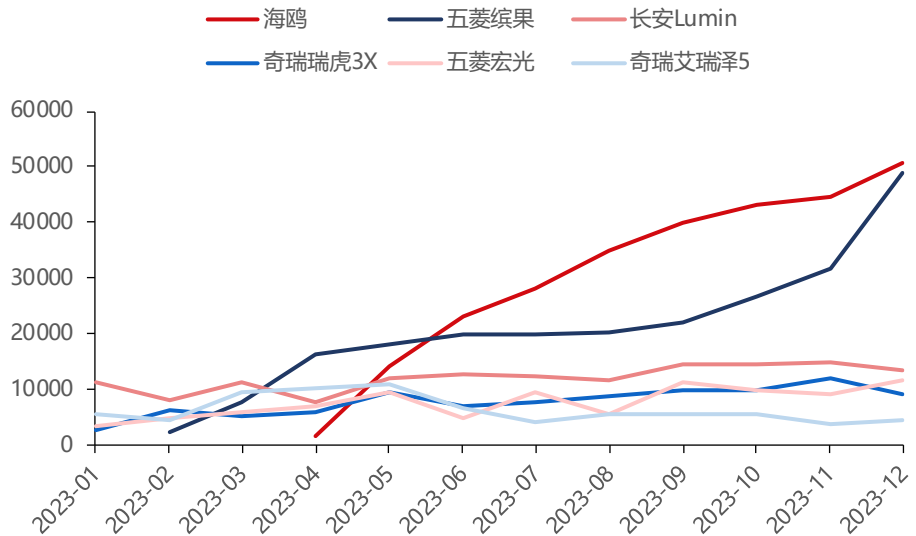
图表18：2023年5-8万新能源品牌销量变化绝对数



资料来源：中汽协，国联证券研究所

海鸥上市后，5-8万价格带呈现出“寡头格局”。2023年5月海鸥上市，海鸥和五菱缤果实现销量的快速上涨，2023年12月分别交付5.1/4.9万辆。长安Lumin、奇瑞瑞虎3X、五菱宏光、奇瑞艾瑞泽5等车型保持相对稳定，e诺、宝骏510等车型月度销量下降明显。

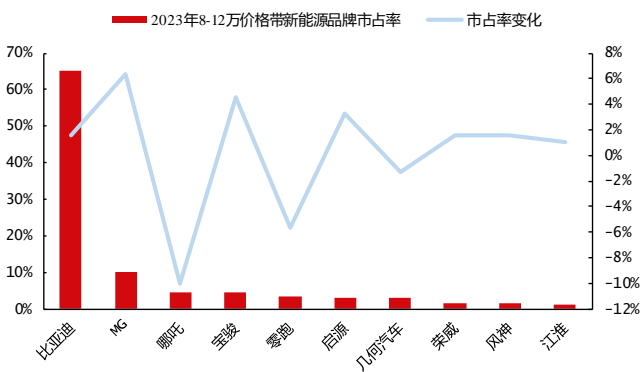
图表19: 5-8 万价格带主要车型竞争 (辆)



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

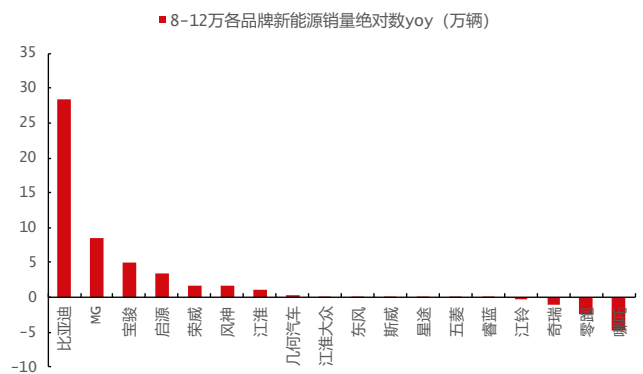
8-12 万价格带: 海豚 EV 持续热销巩固销冠地位, 秦 PLUS 冠军版价格带下沉扩大性价比优势。海豚 EV 和秦 PLUS DM-i 分列 8-12 万价格带新能源车销量前二, 2023 年这两款车型的销量绝对数分别为 36.7/32.7 万辆, 新能源车市占率为 33.6%/29.9%, 同比增长 3.1pct/1.0pct。行业格局来看, 该价格带新能源车销量扩容明显, 2023 年销售 109.4 万辆, 同比增长 62.3%, 新能源渗透率达 20.7%, 同比增长 6.4pct, 仍有较大提升空间。比亚迪品牌在 8-12 万价格带具备强竞争力, 2023 销量为 71.1 万辆, 同比增长 66.3%, 新能源车市占率为 65%, 同比提高 1.6pct, 销量增速好于行业。

图表20: 2023 年 8-12 万新能源品牌市占率及变化



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

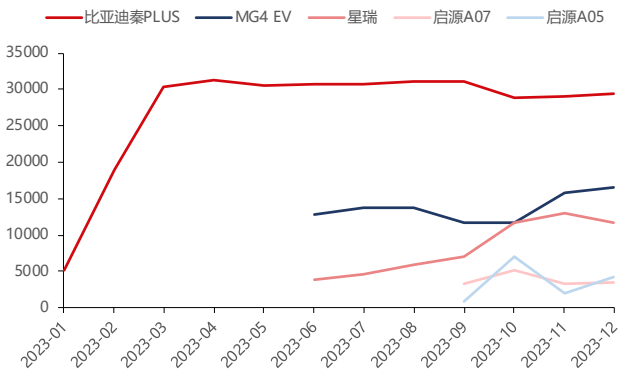
图表21: 2023 年 8-12 万新能源品牌销量变化绝对数



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

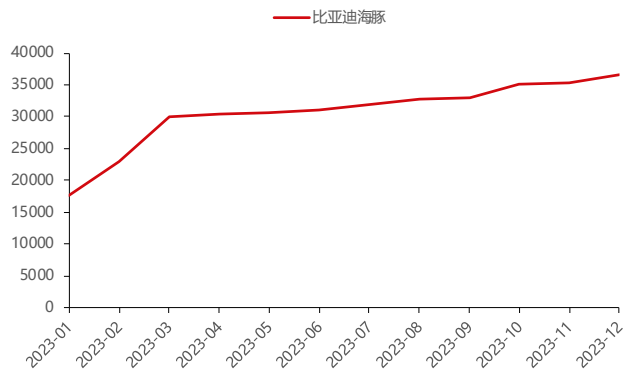
8-12 万新车上市密集, 秦 Plus 保持强劲竞争力, 海豚销量快速爬坡。比亚迪秦 Plus 保持车型销量领先, 2023 年 3 月后月销保持在 3 万辆左右, 包括 MG4 EV、星瑞、启源 A07、启源 A05 等型车型上市对秦 Plus 销量影响相对较小。同时, 比亚迪海豚的上市实现销量的快速提升, 从 1 月的 1.8 万辆提升至 12 月的 3.7 万辆。

图表22: 新车上市对秦 Plus 销量影响较小 (辆)



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

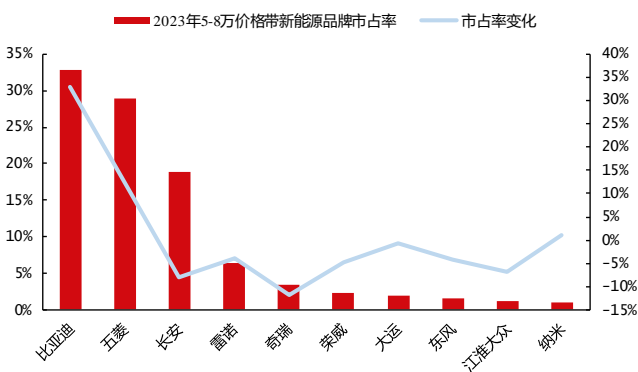
图表23: 比亚迪海豚销量实现持续爬坡 (辆)



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

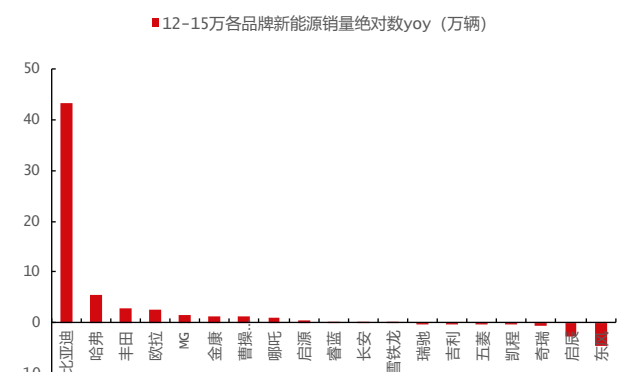
12-15 万价格带: 秦 PLUS EV、宋 PRO 冠军版价格带下沉增加车型供给, 元 PLUS 销量翻番, 比亚迪占据主导地位。2023 年价格带新能源车销量 121.4 万辆, 同比增长 51.1%, 新能源渗透率达 23.7%, 同比提升 6.9pct。行业格局来看, 比亚迪品牌销量为 85.5 万辆, 占该价格带新能源车市场的 70.5%, 同比增长 17.9pct, 在 12-15 万价格带持续领跑。其中, 元 PLUS、宋 PRO、秦 PLUS EV 包揽价格带新能源车销量前三, 分别为 41.2/20.3/12.8 万辆, 市占率分别为 34.0%/16.8%/10.6%, 同比 +8.8pct/+14.3pct/-4.3pct。驱逐舰 05 和比亚迪 E2 分别贡献了 9.2 万辆/1.9 万辆。

图表24: 2023 年 12-15 万新能源品牌市占率及变化



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

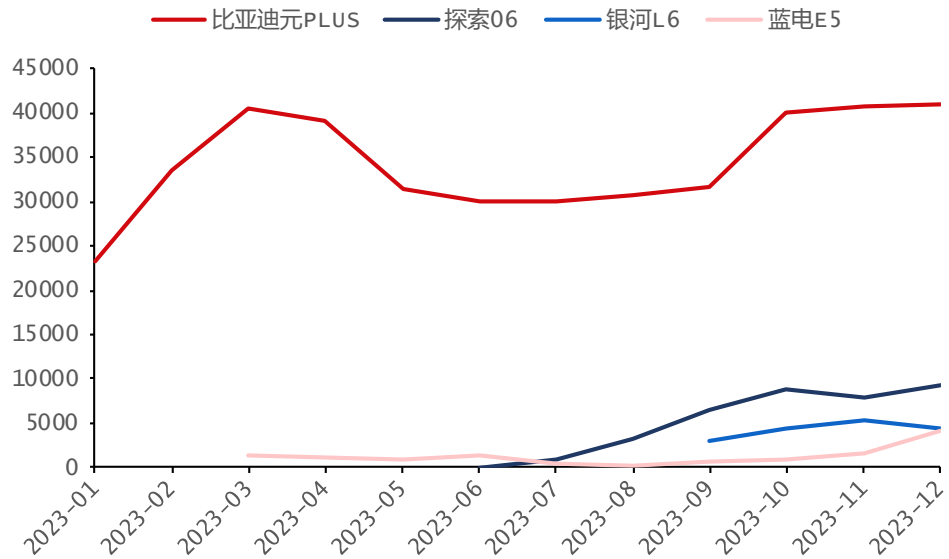
图表25: 2023 年 12-15 万新能源品牌销量变化绝对数



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

12-15 万 SUV 市场供给增加, 比亚迪元 Plus 销量具备韧性。市场供给持续增加, 包括探索 06、枭龙、银河 L6、蓝电 E5 等车型上市, 4-8 月短暂对比亚迪元 Plus 销量造成影响, Q4 后快速恢复至月销 4 万辆左右。

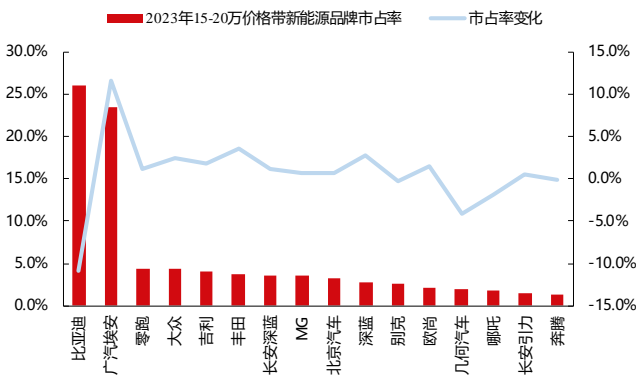
图表26: 12-15 万价格带竞品车型上市后比亚迪元销量短暂影响后快速恢复 (辆)



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

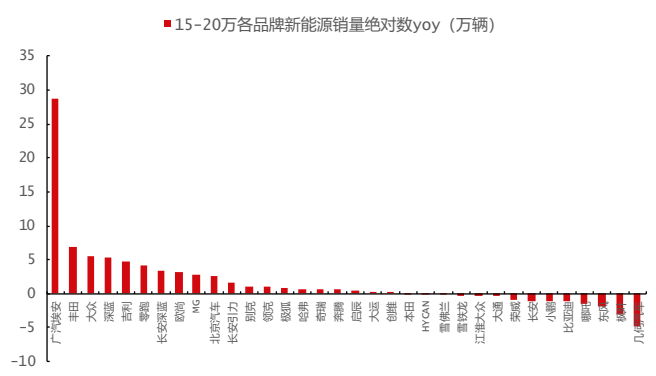
15-20 万价格带: 受冠军版车型价格带下沉影响, 比亚迪车型供给减少, 行业格局较为分散。行业整体来看, 2023 年 15-20 万价格带销售 191.5 万辆, 同比增长 38.7%, 渗透率为 44.0%, 同比提升 6.9pct。新能源格局较为分散, 15-20 万价格带新能源车型 CR5 销量为 133.7 万, 市占率为 30.7%, 相较于 20 万以下其他价格带, 5-8 万/8-12 万/12-15 万新能源车 CR5 市占率分别为 87.1%/78.9%/87.1%, CR5 占比较低, 竞争格局较分散, 侧面体现出该价格带优质新能源车型供给较多, 竞争较激烈。比亚迪受价格带车型冠军版下沉影响, 整体车型供给减少, 市占率出现略微下滑, 同比减少 2.3%。具体车型来看, 2023 年宋 PLUS 销量 42.7 万辆, 市占率 9.8%, 位列新能源车第一。秦 Pro 和海豹 DM-i 分别贡献 4.3/2.6 万辆, 市占率分别为 1.0%/0.6%。

图表27: 2023 年 15-20 万新能源品牌市占率及变化



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

图表28: 2023 年 15-20 万新能源品牌销量变化绝对数

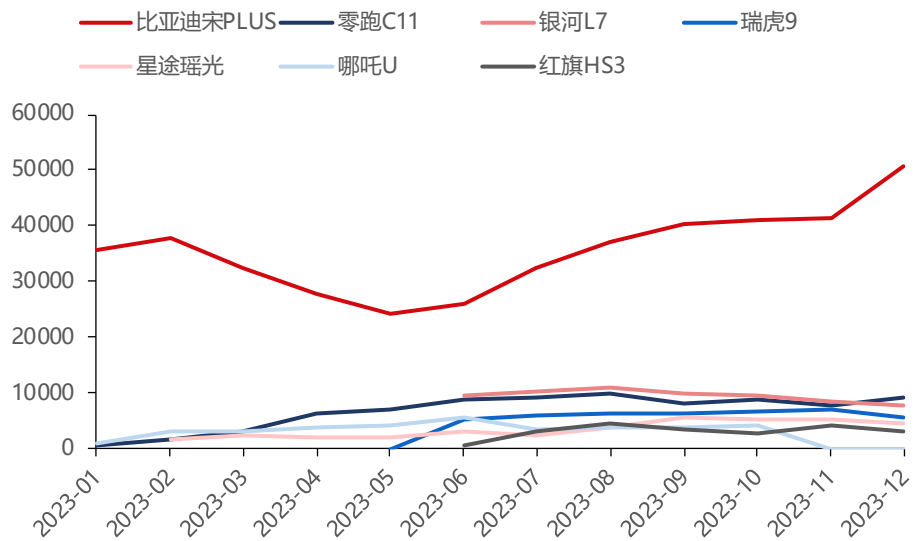


资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

比亚迪宋 Plus 销量在 5 月后实现销量快速提升, 新车型上市对销量影响较小。2023 年零跑 C11、银河 L7、瑞虎 9 等车型上市, 宋 Plus 在 5 月触底后快速反弹, 快

速爬坡至 2023 年 12 月的 5.1 万辆。

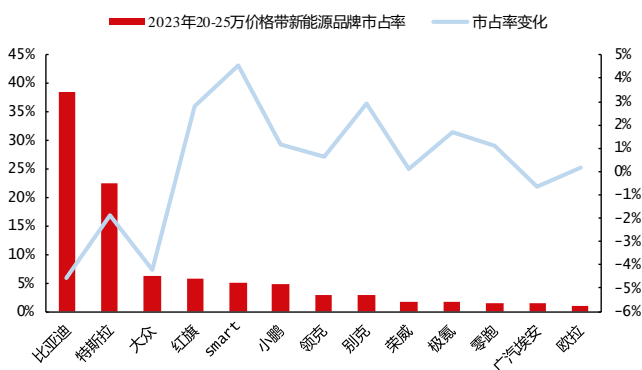
图表29：比亚迪宋 Plus 销量 5 月后实现快速提升（辆）



资料来源：中汽协，国联证券研究所

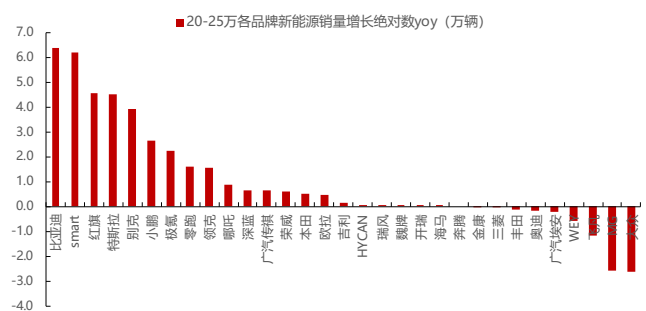
20-25 万价格带：市占率略有下滑，整体份额仍位列第一。2023 年，比亚迪销量共计 51.6 万辆，销量增长绝对数为 6.4 万辆，同比增长 14.1%，市占率 38.4%，略微下降 4.5pct。从竞争格局来看，新能源车销量前六的车型中比亚迪占据四款，分别是汉、唐、海豹 EV 和护卫舰 07，销量分别为 22.8/12.4/8.4/7.0 万辆，市占率分别为 17.0%/9.2%/6.3%/5.2%，同比-9.0pct/-2.7pct/+1.4pct/+5.2pct。特斯拉、大众等品牌市占率也有不同程度的下滑，市场格局趋于分散化。

图表30：2023 年 20-25 万新能源品牌市占率及变化



资料来源：中汽协，国联证券研究所

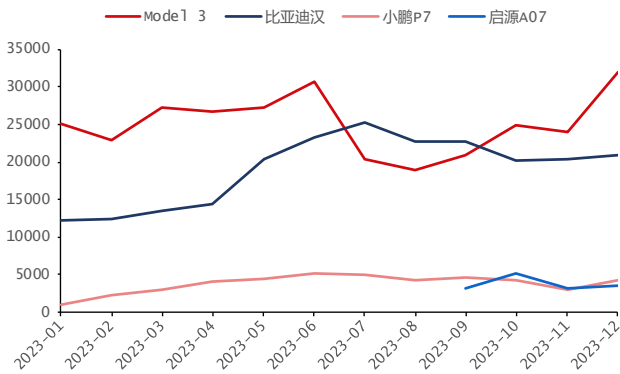
图表31：2023 年 20-25 万新能源品牌销量变化绝对数



资料来源：中汽协，国联证券研究所

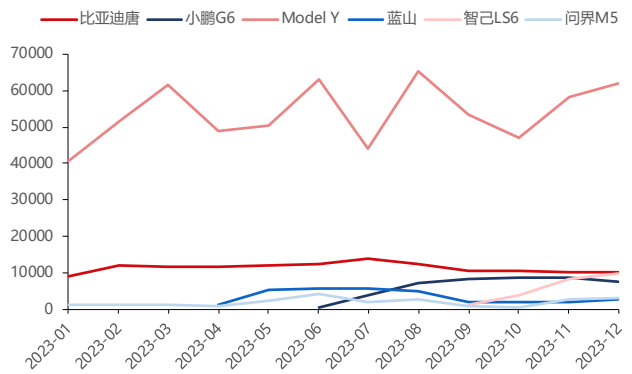
比亚迪汉&唐：市场竞争加剧，主要车型保证稳态销量。比亚迪汉和唐主要竞争对手仍为特斯拉 Model 3 和 Model Y。轿车市场中，小鹏 P7 改款、启源 A07 等车型上市未对比亚迪汉销量造成影响。比亚迪唐销量保持稳定，月销保持在 1 万辆。

图表32：20万以上比亚迪汉及主要竞品车型销量（辆）



资料来源：中汽协，国联证券研究所

图表33：20万以上比亚迪唐主要 SUV 竞品车型（辆）



资料来源：中汽协，国联证券研究所

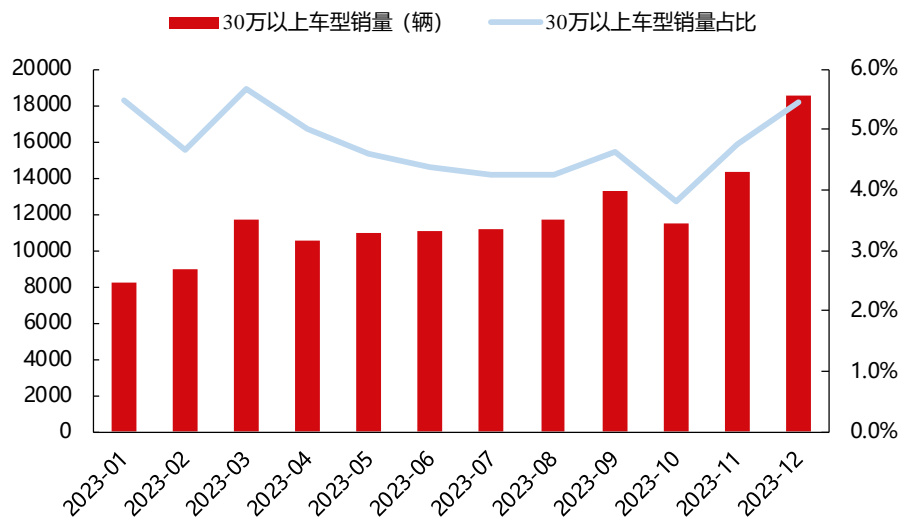
比亚迪在 2023 年价格战相对激烈的环境下仍可以通过冠军版车型上市实现各价格带销量上的领跑，高产品竞争力有望延续，看好比亚迪后续销量表现。

2. 高端进程加速迭代出海增长，有望提升单车 ASP

2.1 高端品牌矩阵升级，单车盈利提升

比亚迪高端品牌矩阵完善，2023 年 30 万以上价格带车型销量加速。2023 年比亚迪 30 万以上价格带销量为 14.2 万辆，同比增长 247.3%，占全年销量的 4.7%，同比提升 2.5pct。

图表34：比亚迪高端车型销量

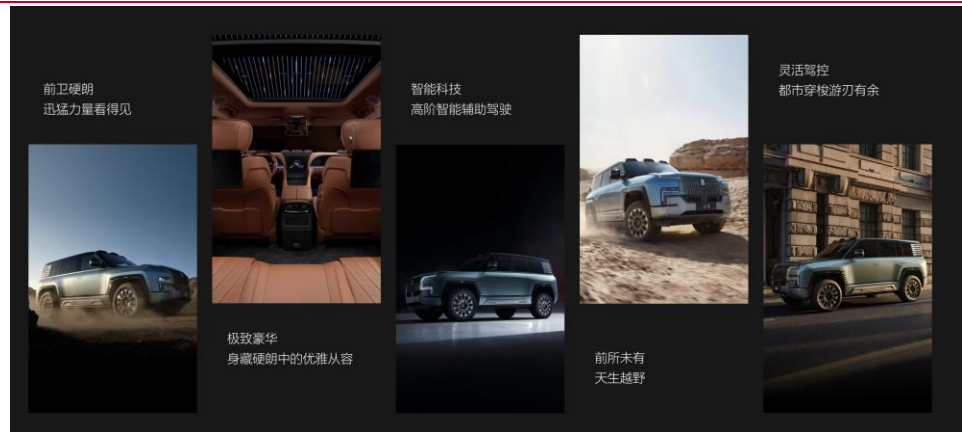


资料来源：中汽协，国联证券研究所

仰望品牌：2023 年 1 月，公司发布百万级品牌“仰望”，仰望 U8 是比亚迪旗下高端新能源车型，目前推出豪华版和越野玩家版两个版本，指导价为 109.80 万元，主要定位为高端大型 SUV。不仅是一次自主车企冲击百万级高端市场的有力尝试，更

对自主品牌高端化进程具有里程碑式的意义。仰望车型强势出击，助力品牌高端化发展。仰望 U8 定位为百万级高端新能源硬派越野车。基于两大自主研发的核心技术成果——易四方技术和云辇-P 智能液压车身控制系统，带给仰望 U8 前所未有的性能天赋。易四方技术能够实现极限操稳、应急浮水、原地掉头和敏捷转向等场景功能，为用户带来极致安全、性能与体验。云辇-P 系统是全球首款新能源越野车专属的智能液压车身控制系统。它可实现高度自主调节，有效提升车辆通过性。

图表35：仰望品牌技术聚焦高端化



资料来源：仰望官网，国联证券研究所

腾势品牌：2023 年 1 月 11 日，腾势官方发布 2023 年产品规划，在 2023 年内推出两款全新 SUV 车型，包括一款大五座 SUV 车型及一款 6/7 座 SUV 车型。旗下车型将以腾势英文名 D、E、N、Z、A 五个字母打造 5 大系列多款车型，其中 MPV 品类将延续 D9 为首的 D 系列命名，而 SUV 系列将以 N 加数字命名，大五座 SUV 腾势 INCEPTION 概念车量产版将定名腾势 N7。未来腾势将推出覆盖从 4 座到 7 座，从 MPV 到 SUV、轿跑，并提供纯电+DM 混动的多种组合产品。

图表36：腾势 D9 外观



资料来源：腾势官网，国联证券研究所

图表37：腾势 D9 内饰



资料来源：腾势官网，国联证券研究所

方程豹品牌：比亚迪凭借其在混动领域的技术优势，基于 DM-i、DM-P 混动平台的设计经验，推出了专为越野车型设计的 DMO 超级混动越野平台。DMO 越野专用混动架构基于非承载式车身，采用 P1+P3+P4 模式，实现以电为主的设计，方程豹推出了

品牌“开山之作”新能源硬派越野车豹5。预计豹3、豹8于2024年发布，同豹5一起构成“538矩阵”实现从混动到纯电，实现SUV车型的全覆盖。

图表38：方程豹首款车型豹5



资料来源：方程豹官网，国联证券研究所

高端品牌新车规划明确，2024年有望迎来销量上行。方程豹、仰望均有明确的车型销量规划，同时腾势D9调整了品牌矩阵实现更宽价格带车型覆盖，完善的高端品牌矩阵或帮助比亚迪实现高端车型销量扩容。

图表39：2024年比亚迪各品牌高端规划清晰

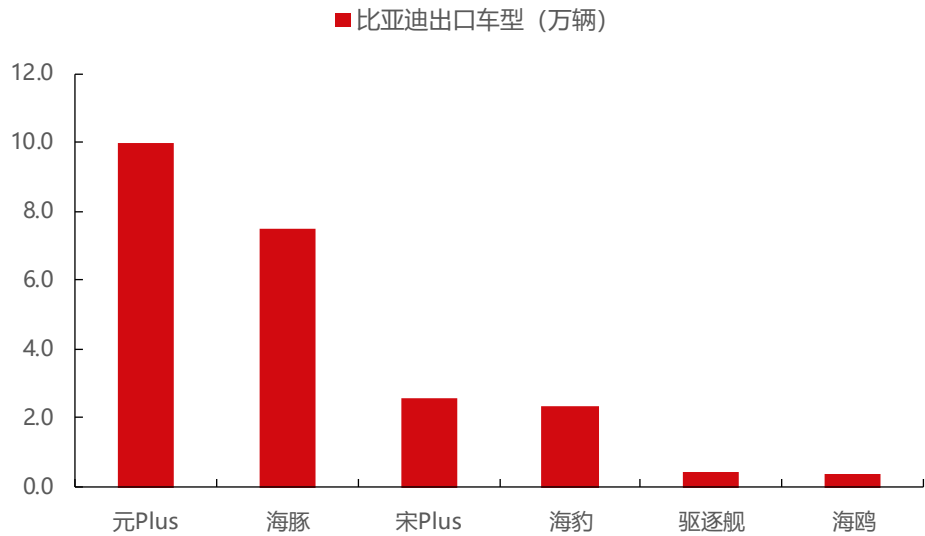
车企	品牌	车型	能源类型	上市时间	价格
比亚迪	方程豹	豹5	PHEV	2023.11	28.98-35.28万元
		豹3	EV	2024H2	
		豹8	PHEV	2024H2	
	仰望	U9	EV	2024	百万级别
		U6	EV	2024	

资料来源：MarkLines，汽车之家，国联证券研究所

2.2 出海升级，产品优势确立海外高ASP

比亚迪出口销量快速提升，出口有望进一步打开盈利空间。2023年比亚迪出口24.3万辆，同比增长334.2%，连续两年保持同比300%以上增长。

图表40：2023年比亚迪主要出口车型



资料来源：海关总署官网，国联证券研究所

海外工厂加速，产能充分布局。比亚迪在泰国、巴西、乌兹别克斯坦以及欧洲多国拥有在建拟建基地或建设计划。其中，2024年1月，比亚迪乌兹别克斯坦工厂的生产启动仪式，同时与匈牙利塞格德市政府正式签署比亚迪匈牙利乘用车工厂的土地预购协议，加速欧洲市场布局进度。

图表41：比亚迪匈牙利工厂土地预购签约



资料来源：比亚迪官网，国联证券研究所

图表42：比亚迪乌兹别克斯坦工厂生产启动



资料来源：比亚迪官网，国联证券研究所

出海运力部署加速，打造出海“舰队”。比亚迪关联公司订造8艘可装载7700辆汽车的滚装船，总造价近50亿元，其中基本确定建造的是6艘，另外2艘为选择权订单。比亚迪汽车滚装运输船EXPLORER总长199.9米，型宽38米，设计吃水9米，设计航速18.5节，采用天然气(LNG)/燃油双燃料推进系统，满足智能船舶要求。

图表43: 比亚迪滚装运输船 EXPLORER 1



资料来源: 腾讯新闻, 国联证券研究所

图表44: 比亚迪滚装船签约仪式

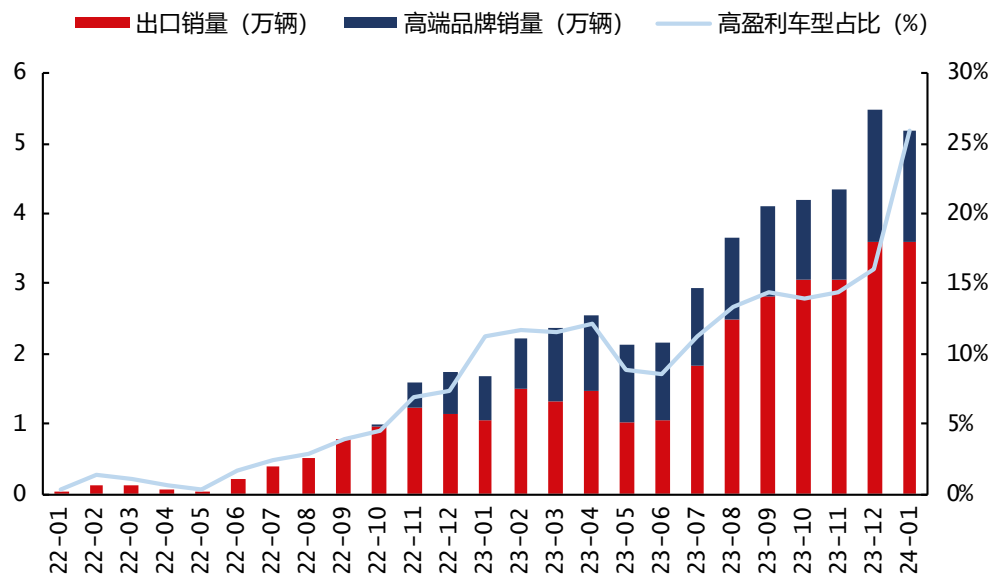


资料来源: 腾讯新闻, 国联证券研究所

2.3 高端化叠加出口占比提升, 持续改善公司盈利能力

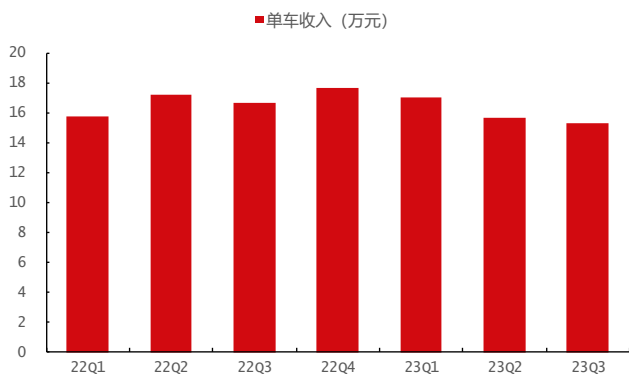
高盈利车型占比提升, 盈利能力有望得到改善。2024年1月, 比亚迪高端品牌+出口占整体销量的比重约为25.8%, 相较2022年1月, 占比仅为0.3%, 提升了约25.5pct。

图表45: 2022年1月-2024年1月比亚迪高盈利车型销量占比持续提升



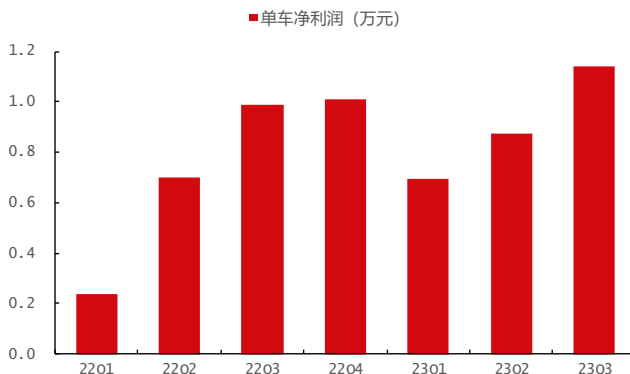
资料来源: Marklines, 国联证券研究所

2023年前三季度受行业价格战和冠军版车型价格带下探影响, 单车收入小幅下滑。根据2023年三季报数据可得, 23Q3比亚迪单车收入为15.3万元, 相较23Q1的17.0万元约减少1.7万元。从盈利情况来看, 23Q2起高盈利车型开始发力, 出口、高端车型销量占比提高, 拉动单车净利润提高。23Q3比亚迪单车净利润约为11414元, 相较23Q1的6934元增长约4480元。

图表46：22Q1-23Q3 单车收入情况


资料来源：中汽协，ifind，国联证券研究所

注：季度单车收入和单车净利润测算方式为：季度总收入-比亚迪电子收入，季度归母净利润-比亚迪电子贡献净利润，再除以汽车总销量，和真实情况或有差别，仅供参考

图表47：22Q1-23Q3 单车净利润情况


资料来源：中汽协，ifind，国联证券研究所

3. 盈利预测、估值与投资建议

公司作为全球新能源龙头加速成长，内销实现各价格带领先充分应对竞争，出口和高端化打开营收和业绩空间。我们预计公司 2023-2025 年营收分别为 6802.78/8130.62/9529.84 亿元，同比增速分别为 60.42%/19.52%/17.21%，归母净利润分别为 301.8/411.4/516.8 亿元，同比增速分别为 81.58%/36.32%/25.60%，EPS 分别为 10.37/14.13/17.75 元/股，3 年 CAGR 为 45.95%，

图表48：比亚迪汽车业务销量测算

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
合计销量 (辆)	740,131	1,868,543	3,024,417	3,689,559	4,390,022
YoY	88%	152%	62%	22%	19%
纯电乘用车销量 (辆)	320,810	911,140	1,574,822	1,921,283	2,286,327
YoY	196.1%	184.0%	80.0%	22%	19%
插混乘用车销量 (辆)	272,935	946,239	1,438,084	1,754,462	2,087,810
YoY	469.9%	246.7%	72.0%	22%	19%
新能源商用车销量 (辆)	10,038	6,115	11,511	13,813	15,885
YoY	50.9%	-39.1%	100%	20%	15%
燃油汽车销量 (辆)	136,348	5049	0	0	0
YoY	-41.2%	-96.3%	/	/	/

资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表49：比亚迪盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	216142	424061	680278	813062	952984
增长率 (%)	38.02%	96.20%	60.42%	19.52%	17.21%
EBITDA (百万元)	20138	39245	53711	71683	88919

归母净利润 (百万元)	3045	16622	30183	41145	51679
增长率 (%)	-28.08%	445.86%	81.58%	36.32%	25.60%
EPS (元/股)	1.05	5.71	10.37	14.13	17.75
市盈率 (P/E)	207.4	38.0	20.9	15.4	12.2
市净率 (P/B)	6.6	5.7	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA			12.0	9.2	7.6

资料来源：公司公告，国联证券研究所测算

相对估值法：选取特斯拉、长安汽车、理想汽车作为可比公司，考虑到公司作为全球新能源龙头加速成长，内销实现各价格带领先充分应对竞争，出口和高端化打开营收和业绩空间，逐步走向全球新能源车企龙头。参考可比公司 26.05 倍 PE，我们给予公司 2024 年 PE 目标值 20 倍，对应 2024 年目标价格 282.67 元，维持“买入”评级。

图表50：可比公司估值对比表

股票 代码	证券 简称	市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			CAGR-3 (%)	PEG
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
TSLA.O	特斯拉	5,441	4.30	3.71	5.11	39.73	46.00	33.42	12.19%	3.8
000625.SZ	长安汽车	1,538	1.22	1.09	1.38	14.60	16.34	12.91	20.95%	0.8
2015.HK	理想汽车	2,555	5.55	7.61	12.81	21.69	15.82	9.40	/	/
平均值						25.34	26.05	18.58		
002594.SZ	比亚迪	6067	10.37	14.13	17.75	20.9	15.4	12.2	16.7%	0.99

资料来源：Wind，国联证券研究所预测 注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价，特斯拉盈利预测采用 Wind 一致预期

4. 风险提示

- (1) 新能源销量不及预期。行业竞争加剧或影响新能源车型销量
- (2) 海外出口进度不及预期。或受多方政策影响，从而影响公司出口进度。
- (3) 竞争加剧或进一步加速价格战，价格战或影响销量。
- (4) 跨市选择可比公司，或存在估值偏差的风险。

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	50457	51471	13673	50814	101807
应收账款+票据	53488	65276	171278	204709	239938
预付账款	2037	8224	7583	9063	10623
存货	43355	79107	129485	154131	180016
其他	16774	36726	54874	61559	68603
流动资产合计	166110	240804	376893	480276	600987
长期股权投资	7905	15485	15146	14807	14467
固定资产	62795	135018	161284	202690	258709
在建工程	20277	44622	63081	64874	50000
无形资产	17105	23223	19704	16113	12453
其他非流动资产	21588	34709	34303	33651	33229
非流动资产合计	129670	253057	293518	332136	368859
资产总计	295780	493861	670411	812412	969845
短期借款	10204	5153	10153	15153	20153
应付账款+票据	80492	143766	229483	273161	319036
其他	80608	184426	232350	276454	322964
流动负债合计	171304	333345	471986	564768	662153
长期带息负债	12205	10211	13068	14507	14541
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	8027	28915	28915	28915	28915
非流动负债合计	20232	39126	41983	43422	43456
负债合计	191536	372471	513970	608190	705609
少数股东权益	9175	10361	17749	27820	40469
股本	2911	2911	2911	2911	2911
资本公积	60807	61706	61706	61706	61706
留存收益	31351	46412	74076	111785	159150
股东权益合计	104244	121390	156441	204222	264236
负债和股东权益总计	295780	493861	670411	812412	969845

现金流量表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	3967	17713	37571	51216	64329
折旧摊销	13833	19783	9446	11043	12938
财务费用	1787	-1618	783	1367	1531
存货减少(增加为“-”)	-11958	-35752	-50378	-24645	-25885
营运资金变动	44085	98418	-40246	21540	22668
其它	13477	41707	50747	25260	26500
经营活动现金流	65191	140251	7924	85780	102081
资本支出	-34980	-76568	-50000	-50000	-50000
长期投资	-3527	-10559	0	0	0
其他	-6897	-33469	-276	-276	-276
投资活动现金流	-45404	-120596	-50276	-50276	-50276
债权融资	-18460	-7046	7857	6439	5034
股权融资	183	0	0	0	0
其他	34340	-12443	-3303	-4802	-5846
筹资活动现金流	16063	-19489	4554	1637	-812
现金净增加额	35806	776	-37798	37141	50993

利润表

单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	216142	424061	680278	813062	952984
营业成本	187998	351816	551668	656667	766950
营业税金及附加	3035	7267	10190	12179	14274
营业费用	6082	15061	25851	26831	30495
管理费用	13701	28662	44218	51629	59085
财务费用	1787	-1618	783	1367	1531
资产减值损失	-857	-1386	-2954	-3530	-4138
公允价值变动收益	47	126	2	2	2
投资净收益	-57	-792	-445	-445	-445
其他	1959	721	-430	-882	-1358
营业利润	4632	21542	43742	59533	74709
营业外净收益	-114	-462	-260	-260	-260
利润总额	4518	21080	43482	59273	74449
所得税	551	3367	5911	8057	10120
净利润	3967	17713	37571	51216	64329
少数股东损益	922	1091	7388	10071	12650
归属于母公司净利润	3045	16622	30183	41145	51679

财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	38.02%	96.20%	60.42%	19.52%	17.21%
EBIT	-40.77%	208.68%	127.45%	36.99%	25.30%
EBITDA	-12.41%	94.88%	36.86%	33.46%	24.04%
归属于母公司净利润	-28.08%	445.86%	81.58%	36.32%	25.60%
获利能力					
毛利率	13.02%	17.04%	18.91%	19.24%	19.52%
净利率	1.84%	4.18%	5.52%	6.30%	6.75%
ROE	3.20%	14.97%	21.76%	23.32%	23.10%
ROIC	5.33%	17.48%	35.14%	34.53%	31.89%
偿债能力					
资产负债率	64.76%	75.42%	76.66%	74.86%	72.75%
流动比率	1.0	0.7	0.8	0.9	0.9
速动比率	0.6	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力					
应收账款周转率	4.0	6.5	4.0	4.0	4.0
存货周转率	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	1.0	5.7	10.4	14.1	17.8
每股经营现金流	22.4	48.2	2.7	29.5	35.1
每股净资产	32.7	38.1	47.6	60.6	76.9
估值比率					
市盈率	207.4	38.0	20.9	15.4	12.2
市净率	6.6	5.7	4.6	3.6	2.8
EV/EBITDA			12.0	9.2	7.6
EV/EBIT			14.6	10.9	8.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年03月22日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

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

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼