

比亚迪：DMI5.0技术进一步强化品牌优势，高端+出海打开成长新空间

华西证券汽车团队

2024年9月9日

分析师：白宇

SAC NO: S1120524020001

分析师：赵水平

SAC NO: S1120524050002

■ 核心观点：

1) 多品牌多层次产品矩阵雏形已现，垂直产业链打造成本领先优势。公司持续完善品牌矩阵，形成由【比亚迪】、【腾势】、【仰望】及【方程豹】所构建的多品牌梯度布局，多品牌策略初见成效。公司全方位布局垂直产业链，兼具成本与技术转型灵活优势，随销量规模不断提升，规模优势不断强化。

2) 超级混动技术不断迭代升级，DMI5.0再次强化领先优势。公司是新能源混动技术先行者，技术历经多次迭代升级，2024年发布DMI5.0混动技术，百公里亏电油耗做到2.9L/100km。DMI强化了在插混市场的领先地位，2023年在20万以下的插混市场占有率66%。

3) 高端化成效初显，海外战略布局加速。腾势、方程豹、仰望为比亚迪旗下高端品牌，目前在所处细分领域表现良好，高端化初显成效。比亚迪全球化战略驶入新的阶段，基于自研技术及规模提升带来的极致成本优势，出海有望复制领先经验。

■ **投资建议：** 公司是国内新能源领导者，DMI5.0技术进一步强化品牌优势，高端+出海打开成长新空间。我们预计2024-2026年营收为7933、9246、10298亿元，归母净利润为370、478、564亿元，EPS为12.73、16.42、19.40元；2024年9月9日收盘价249.98元，对应2024-2026年PE为19.63、15.22、12.89倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：** 竞争加剧超预期、技术拓展不及预期等。

目录

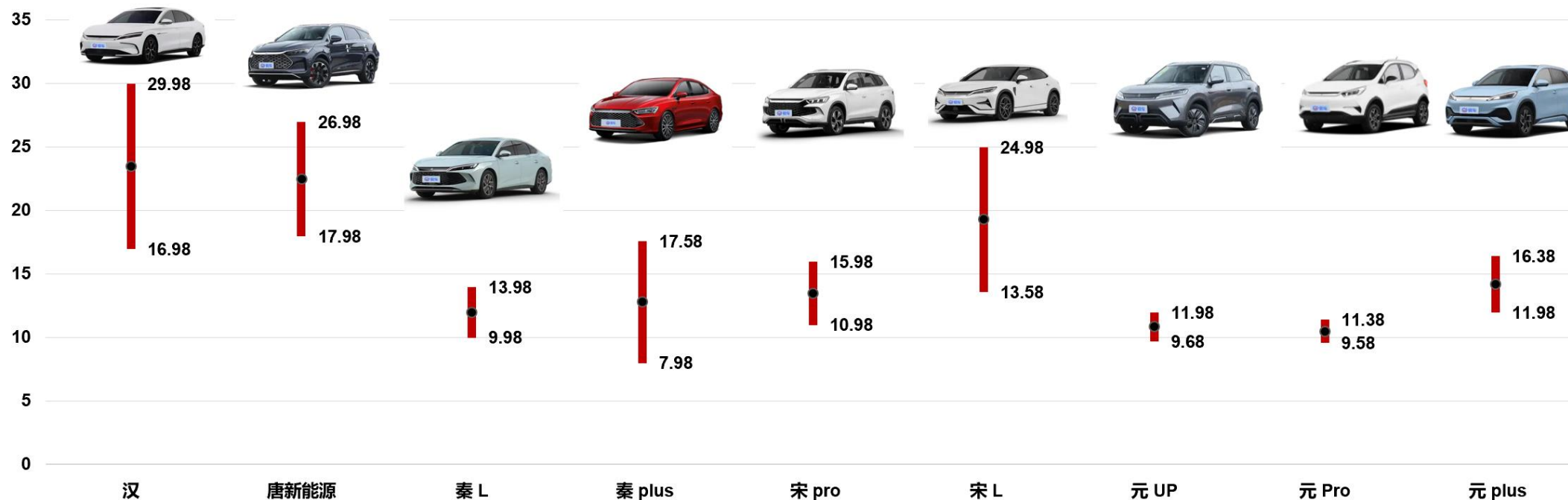
- 1 多品牌多层次产品矩阵雏形已现，垂直产业链打造成本领先优势**
- 2 超级混动技术不断迭代升级，DMI5.0再次强化领先优势**
- 3 高端化成效初显，海外战略布局加速**
- 4 投资建议与风险提示**

1、多品牌多层次产品矩阵雏形已现， 垂直产业链打造成本领先优势

1.1 四大品牌全面覆盖各层级市场，构建强大产品矩阵王国

- **四大品牌全面覆盖各层级市场，构建强大产品矩阵王国。**公司持续完善品牌矩阵，形成由【比亚迪】、【腾势】、【仰望】及【方程豹】所构建的多品牌梯度布局，多品牌策略初见成效。【比亚迪】品牌作为公司首个乘用车品牌，逐步形成了王朝、海洋两大系列产品，各车型在细分市场表现亮眼；【腾势】品牌专注新能源豪华汽车市场，致力于从中国豪华市场的破局者迈向新能源豪华科技品牌领先者。

图 1-1：比亚迪王朝网络产品矩阵（单位：万元）



1.1 四大品牌全面覆盖各层级市场，构建强大产品矩阵王国

- **四大品牌全面覆盖各层级市场，构建强大产品矩阵王国。**全新高端品牌【仰望】，以其颠覆性的技术和产品开拓百万级新能源市场，并重塑新能源时代高端品牌价值观；专业个性化品牌【方程豹】致力于用新能源“豹力”科技，基于DMO平台打造，搭载云辇-P技术，为用户提供新能源个性化体验；四大品牌全面覆盖各层级市场，构建了强大的产品矩阵王国。

图 1-2：比亚迪海洋网络产品矩阵（单位：万元）

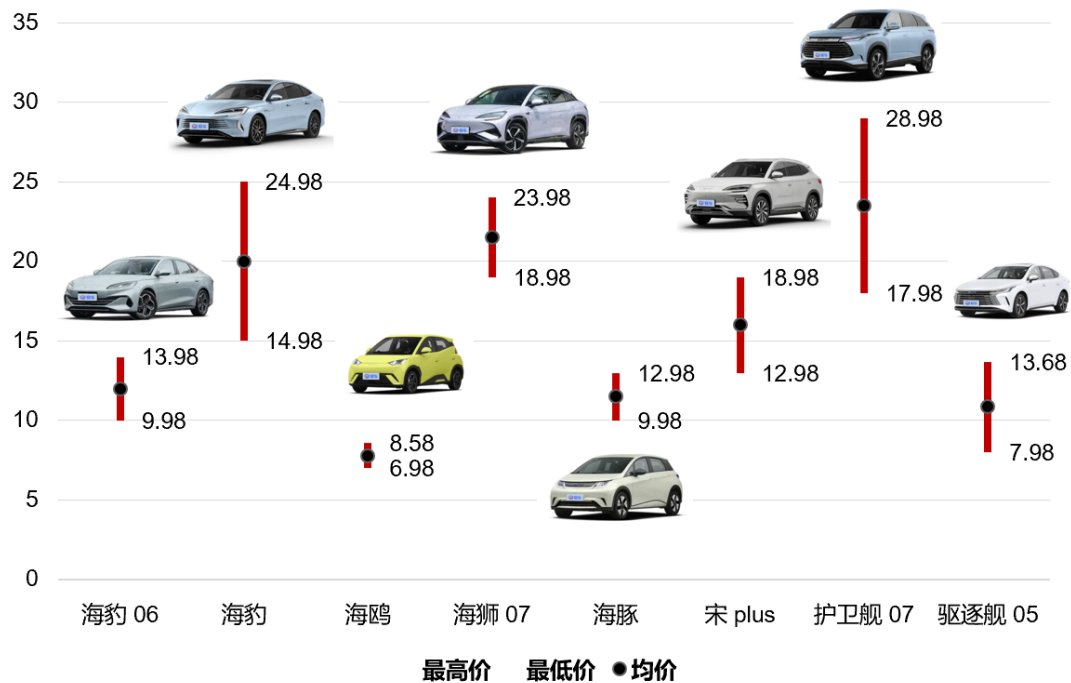
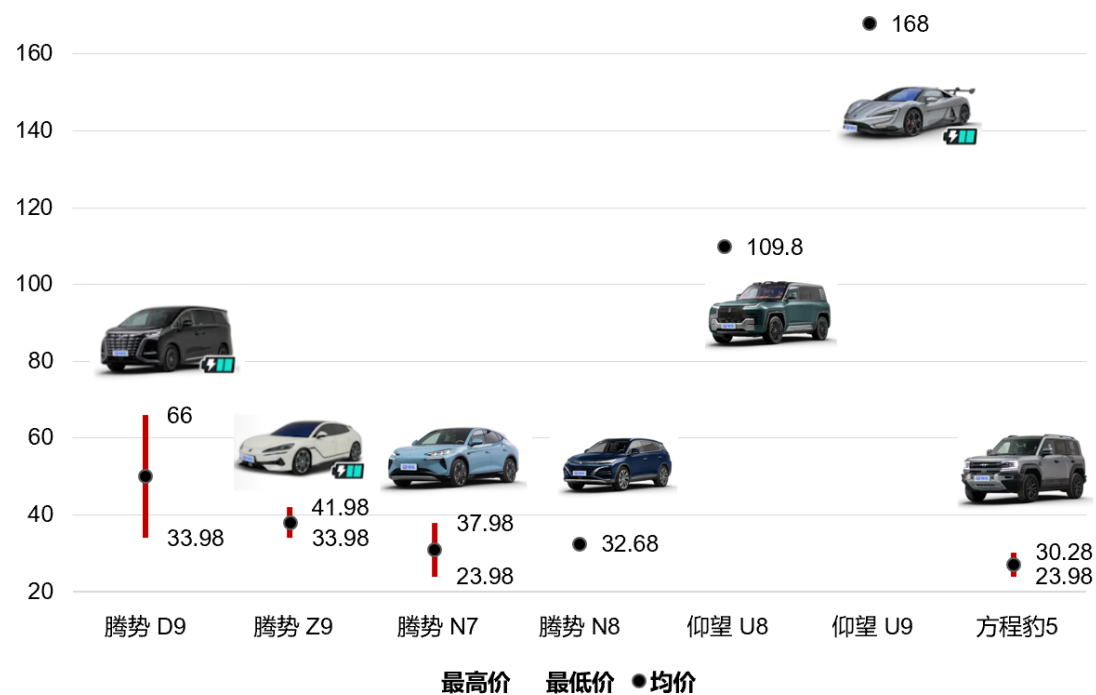


图 1-3：比亚迪腾势、方程豹、仰望品牌产品矩阵（单位：万元）



资料来源：比亚迪官网，易车，华西证券研究所

1.2 立足国内辐射全球，产能基地全球化布局

- **立足国内辐射全球，产能基地全球化布局。** 比亚迪2023年乘用车总产能190万辆（产量约300万辆，包括约160万辆纯电动车和约140万辆插电式混合动力车）。公司立足国内辐射全球，海外规划产能约80万辆。

图 1-4：2021-2023年，公司乘用车产能情况（单位：万辆）

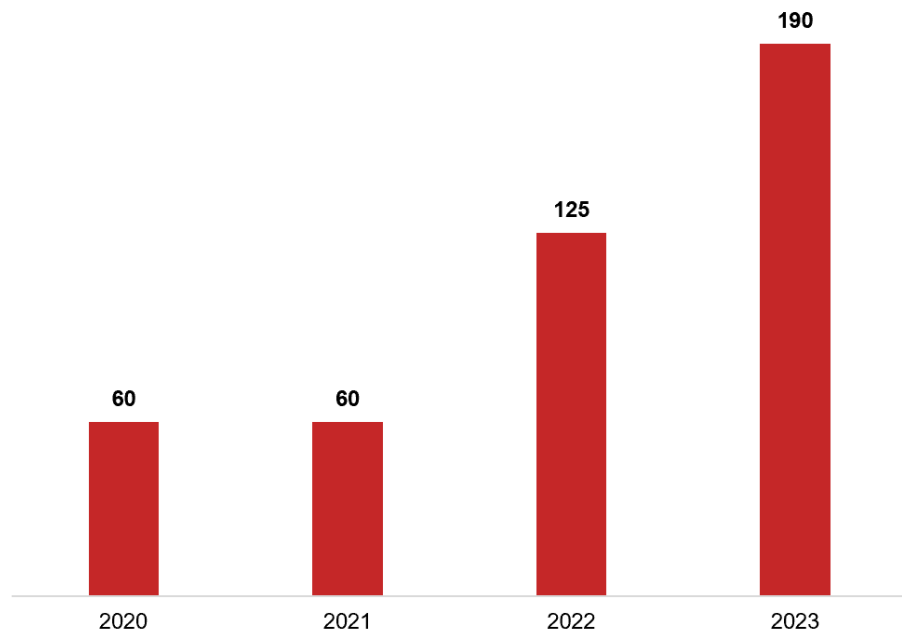


图 1-5：比亚迪国外产能基地梳理

国家	规划产能
泰国工厂	15万辆年产能，预计2024年建成投产；
巴西工厂	15万辆年产能，预计2025年建成；
匈牙利工厂	预估产能待定，预计2027年建成；
印尼工厂	规划15万辆年产能，建成时间待定；
墨西哥工厂	仍在商讨中；
乌兹别克工厂	2024年1月投产，一二期计划年产能均为5万辆，三期完成后年产量达30万辆；

1.3 技术为王，高规格研发成就全领域技术鱼池

图 1-6：比亚迪技术投入

技术名称	目的	进展	图示
DM-i超级混动	DM-i超级混动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；	搭载于秦Plus DM-i、宋Plus DM-i、宋PRO DMi、唐DM-i、汉DMi、腾势D9 DM-i、驱逐舰05、护卫舰07等；	 <p>DM-i超级混动架构 动力系统及控制100%自主研发</p> <p>专用高效发动机、交流电机+动力电池、整车控制单元VCU、发动机控制器ECU、电机控制器MCU、电池管理系统BMS、11.5电驱系统、DM-i超级混动专用刀片电池</p>
DMO超级混动越野平台	自2008年至今，比亚迪DM技术根据不同的用户需求，先后推出DM-i超级混动和DM-p王者混动； DMO超级混动越野平台则是DM技术另一块版图布局，O即Off Road，全面碾压以燃油为主的越野车性能；	2023年8月成功举办方程豹品牌暨技术发布会，发布DMO超级混动越野平台，11月搭载于方程豹豹5上市；	
云辇智能车身控制系统	云辇智能车身控制系统是行业首个新能源专属智能车身控制系统，系统化考量了新能源汽车的垂直方向控制问题，全面融合感知、决策、控制、交互等软硬件技术；	2022年3月开始逐步应用于汉、唐、宋L、腾势D9、腾势N7、腾势N8、仰望U8、仰望U9等，目前云辇智能车身控制系统仍在持续研发并持续对集团品牌车型赋能及应用；	 <p>云辇感知层、云辇决策层、云辇执行层、云辇铸构件</p>
DiPilot比亚迪辅助驾驶系统	基于智驾芯片的性能和可实现的能力，DiPilot智驾平台被分为2个体系多个档位，面向L2级的辅助驾驶系统被统一命名为DiPilot 10、30平台；而面向L2+级的高阶智能驾驶系统则被统一命名为DiPilot 100、300、600；未来会推出DiPilot 1000、2000平台，将搭载算力高达1000Tops、2000Tops的舱驾一体芯片，从硬件上为L3等真正的自动驾驶落地打好基础；	；比亚迪将继续加大智驾技术的投入，在BEV、Occ等前沿算法上持续研发，计划在2024年推出城市NOA的无图版本；	 <p>【传感链】全场景感知融合大模型</p> <p>感知多：感知分辨率持续提升 感知准：感知精度提升90% 感知广：感知范围扩大50%</p> <p>不断攀升，2D算法感知能力 加大投入，BEV+Occupancy 融合感知</p>

资料来源：汽车工艺师、公司公告、行云新能等公开资料整理，华西证券研究所

1.3 技术为王，高规格研发成就全领域技术鱼池

图 1-6：比亚迪技术投入

技术名称	目的	进展	图示
刀片电池技术	实现车载动力电池的超级安全、超级强度、超级续航、超级功率、超级低温、超级寿命、超级成本、超级可靠性能八大优势；	2020年7月，开始逐步应用于汉、E2、宋plus、秦plus、D1、海豚、海豹等多种纯电动车型；2023年，刀片电池装机量超100GWh；	
CTB (Cell to Body) 电池车身一体	车身和电池系统深度融合，利用刀片电池的安全性来支撑车身结构的轻量化，并提高整车的集成度，从而提升空间利用率，提高车辆的燃油经济性和安全性能表现；	2023年5月发布了CTB电池车身一体化技术和首款搭载该技术的e平台3.0车型——海豹；	
芯片	根据座舱芯片的性能和可实现的功能，比亚迪将DiLink智能座舱分成了四档，均采用了D系列的定制芯片。其中，性能最强的DiLink 150平台将搭载D 150定制芯片，采用4nm工艺制程，跑分高达126万分；	未来，比亚迪还将推出性能更强的D 300芯片，采用3nm工艺，跑分最高可达260万，将是目前行业主流座舱芯片性能的2.6倍；	

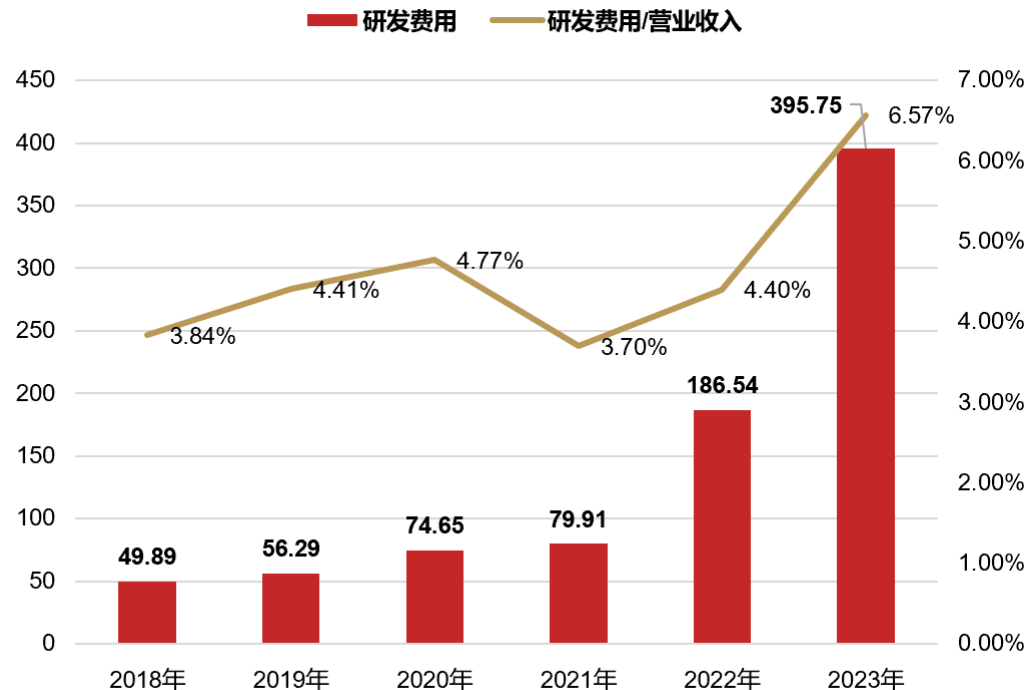
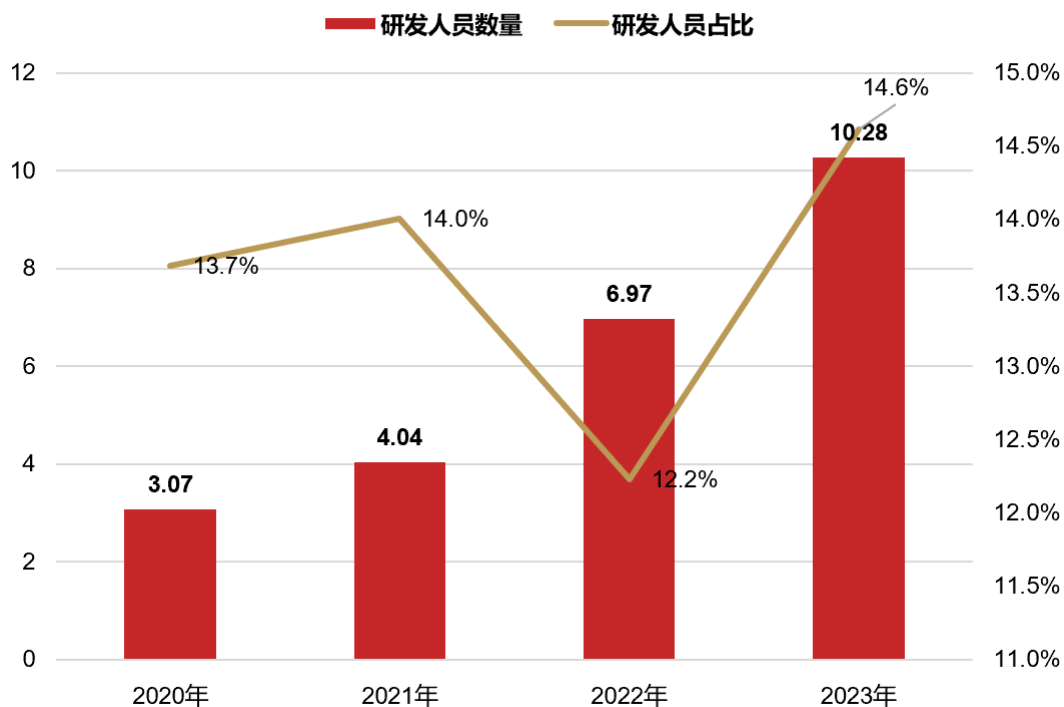
资料来源：公司公告、动力电池BMS、智能汽车电子与软件等公开资料整理，华西证券研究所

1.4 打造顶流技术研发团队，不断夯实技术领先优势

- **打造顶流技术研发团队，不断夯实技术领先优势。**根据比亚迪在逻辑思维2024“时间的朋友”跨年演讲中的分享，截止2023年底，比亚迪拥有11个研究院，超10万研发人员，平均每个工作日递交19项专利申请，获得15项专利授权；从2022年起，比亚迪研发费用逐年翻倍，2023年超395亿元（占营业收入6.57%）；研发人员数量高速增长，2023年底达10.28万人，研发人员占比为14.6%。

图 1-7：研发人员数量及占比（单位：万人、%）

图1-8：研发费用及研发费用占收入的比例（单位：亿元、%）



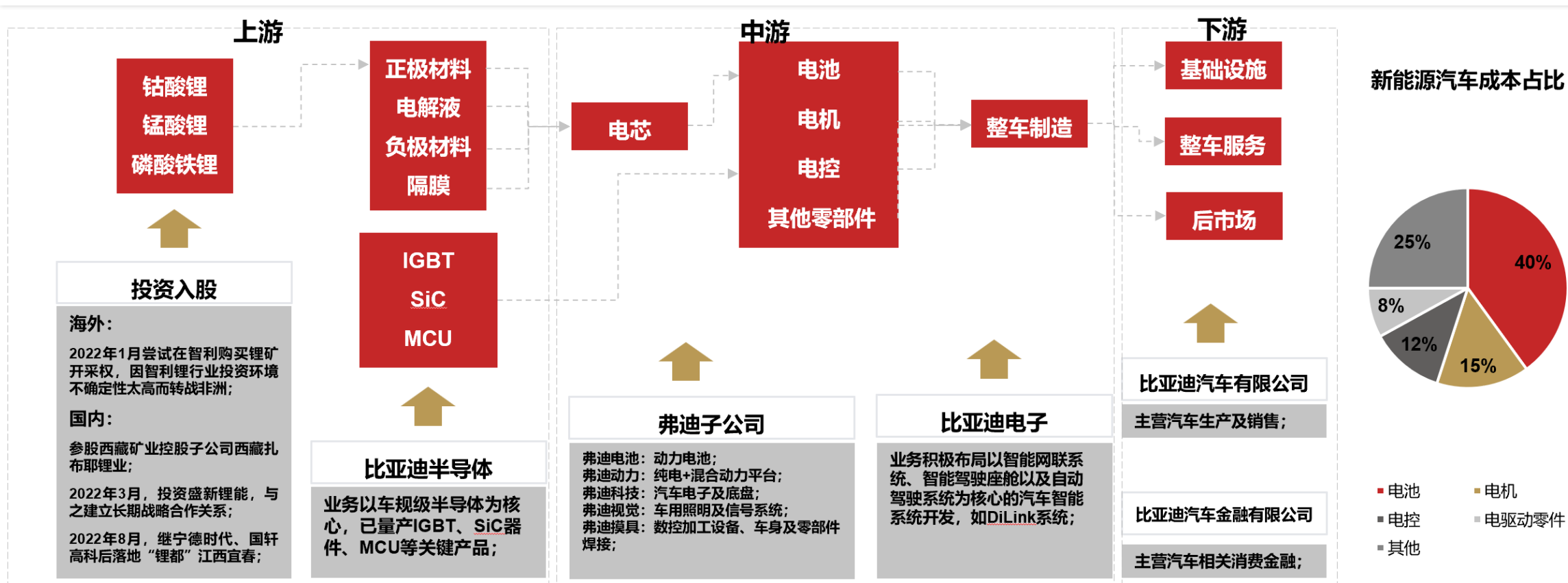
资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.5 全方位布局垂直产业链，兼具成本与技术转型灵活优势

- **全方位布局垂直产业链，兼具成本与技术转型灵活优势。** 公司从上游原材料到中游重要零部件及整车制造，再到下游基础设施、汽车服务和后市场，基本实现了新能源汽车全产业链全覆盖。在上游，比亚迪通过“投资入股”方式加强自身磷酸铁锂等原材料上的议价权；在中游，比亚迪通过成立弗迪系及比亚迪电子等子公司来维持自供，同时市场化开展外供，削弱缺芯贵电的负面影响；在下游，不同子公司承接、覆盖汽车销售及金融等领域,延长整个汽车生命周期。

图 1-9：比亚迪布局的新能源产业链、新能源汽车成本占比

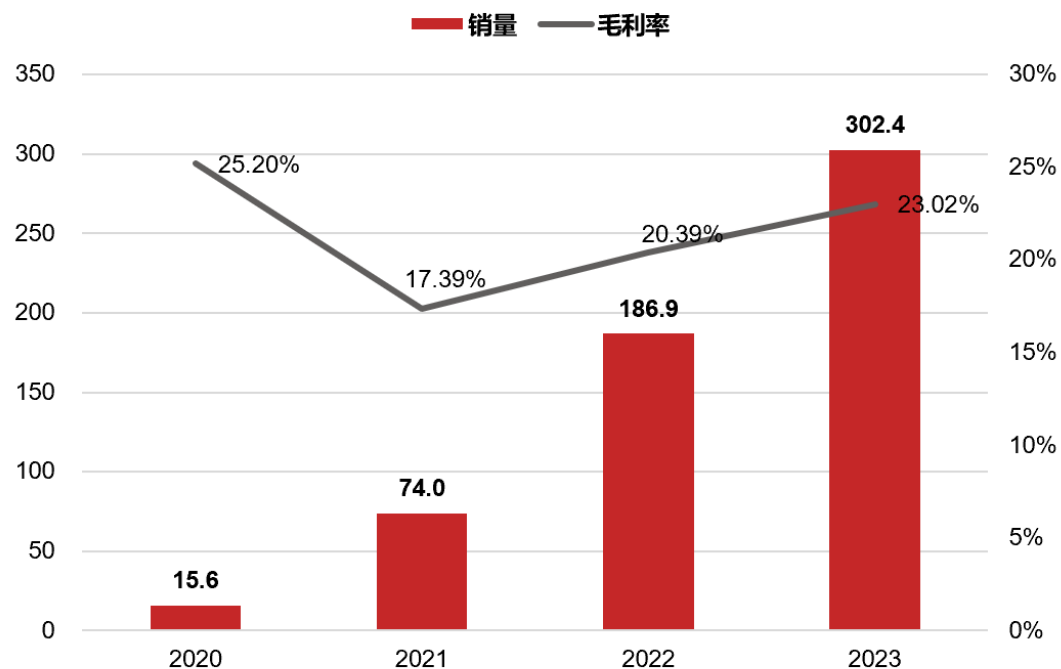


资料来源：亿欧智库、华经产业研究院，华西证券研究所

1.6 汽车销量规模不断提升，规模优势不断强化

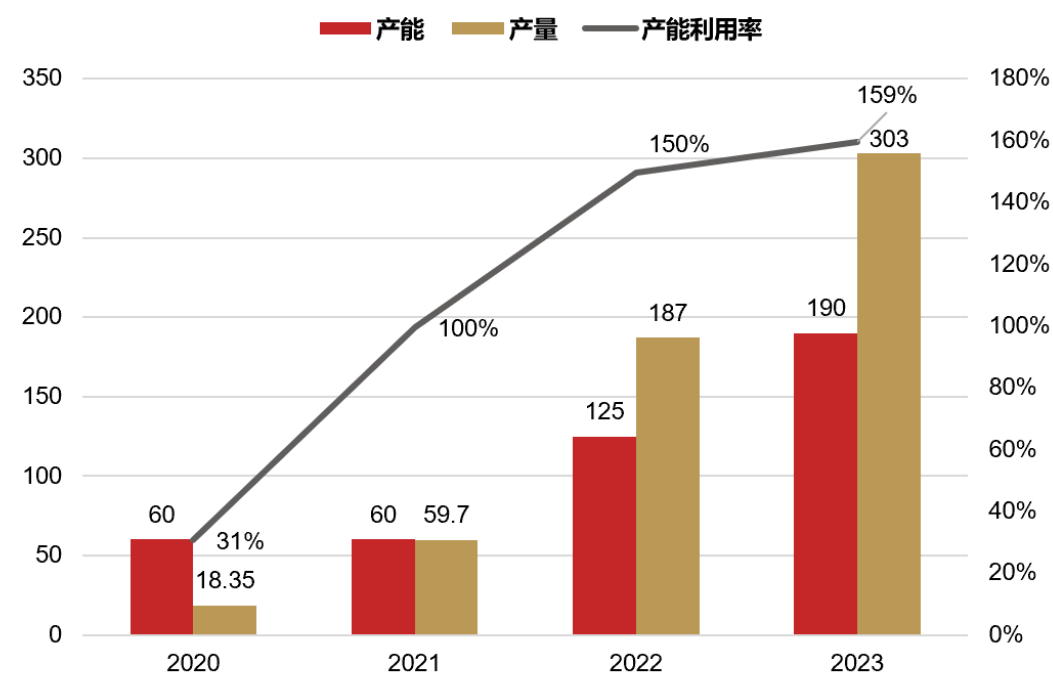
- **汽车销量规模不断提升，规模优势不断强化。**自2021年以来，公司销量规模大幅增长，由2021年的74.0万辆增长至2023年的302万辆；毛利率从2021年的17.39%、增长至2023年23.02%，规模优势显著体现。销量规模扩大、产能布局扩张，但公司乘用车产能利用率也在大幅改善，由2021年100%提升至2023年159%。

图 1-10：公司销量与毛利率情况（单位：万辆、%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 1-11：公司乘用车产能利用率情况（单位：万辆、%）



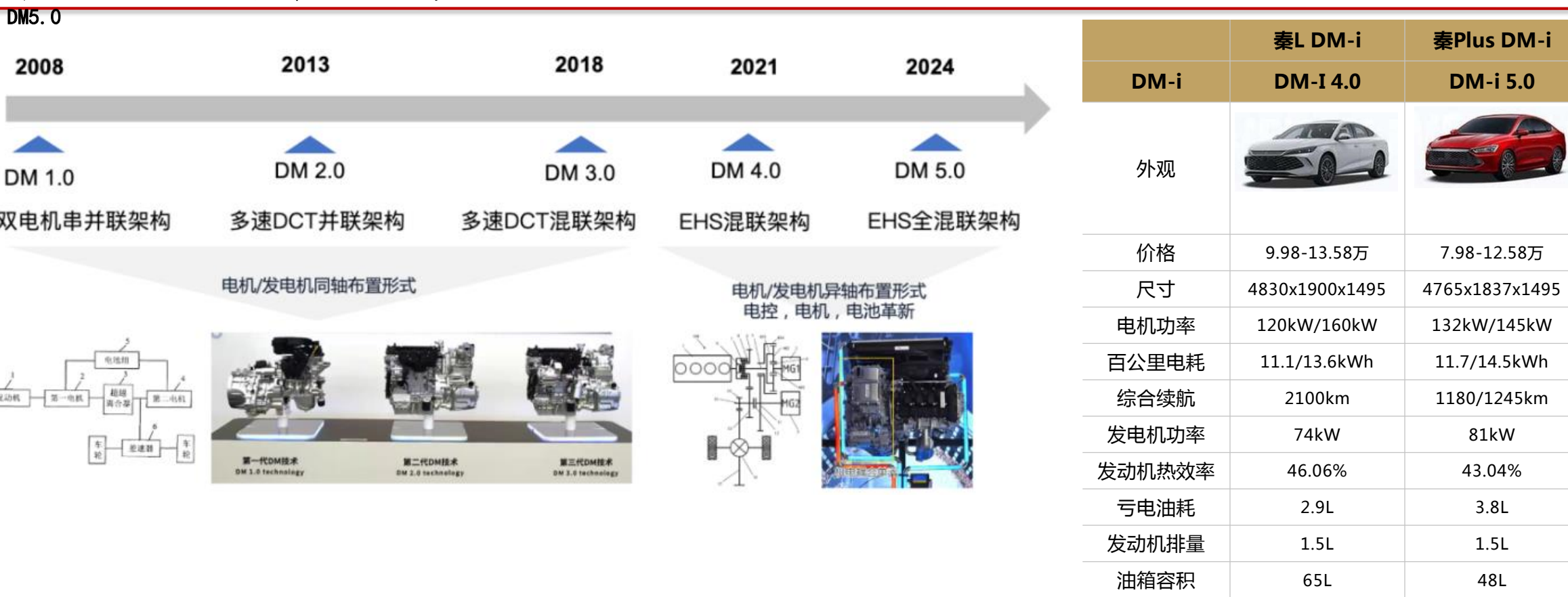
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2、超级混动技术不断迭代升级，DMI5.0 再次强化领先优势

2.1 新能源混动技术先行者，技术历经多次迭代升级

- **新能源混动技术先行者，技术历经多次迭代升级。** 2008年，比亚迪首次推出了DM混动技术，此后经历2013、2018年、2021年的三度升级；其中，第一代采用双电机串并联架构；第二代应用多速DCT并联架构；第三代带来多速DCT混联架构，性能提升；这个阶段主要是靠混动双离合变速器（DCT）来实现发动机和电机的串并联；到2021年，第四代DM混动技术正式发布；2024年发布第五代DM混动技术。

图 2-1：比亚迪DM混动技术发展历程、DM4.0参数对比



2.2 DMI+DMP+DMO三大技术并行，满足不同消费者需求

- **DMI+DMP+DMO三大技术并行，满足不同消费者需求，DMI 主打节油、DMP主打性能、DMO 主打越野。**从技术角度来看，DMI、DMO和DMP之间的核心差异并不显著，主要在于成本和应用定位。DMI注重经济性，而DMP通过增加大电池和后驱动电机来提升性能，因此成本相对较高。DMO则更进一步，不仅发动机纵置，还强化了越野底盘和电池一体化设计，同时配备了更大功率的后驱动电机和越野专用的减速齿轮组，使其成为专为越野场景打造的技术方案。

图 2-2：DMI+DMP+DMO三大技术对比

技术名称	原理	结构布局	定位取向	搭载车型
DMI (超级混动)	DMI系统又叫超级混动，是比亚迪推出的主打节油的插电式混合动力技术，系统构型采用P13双电机结构，采用电驱为主，发动机为辅的运行逻辑；P1电机与发动机为机械连接，充当发动机；P3电机与车轮减速器连接，充当电动机。P1和P3电机采用电连接，实现串联模式，发动机通过离合器与车轮解耦，实现高速直驱。加上大电池的辅助，车辆能够实现纯电、串/并联、发动机直驱等模式；	横置发动机，采用单挡双电机串并联电混系统（EHS）；	超低油耗、纯电体验；	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 D9 DM-i、驱逐舰 05、护卫舰 07 等多款车型；
DMP (王者混动)	DM-p技术由比亚迪第二代DM技术演变而来，与DM-i主要差异在于没有P1电机，而且电驱系统和发动机系统相对独立；两系统配合可随时爆发出强大的动力，并没有强调以电为主还是以油为主，而是视车辆油电状态随时保证动力输出；		极致动力性能；	DM-p王者混动，已经搭载在唐DM-p、汉DM-p 车型上；
DMO (超级混动越野平台)	DMO越野专用混动平台，搭载的全球首款纵置EHS电混系统，攻坚了纵置结构、NVH、可靠性等设计难题，填补了纵置串并联双电机前驱总成的世界空白；DMO具备强悍越野能力，DM技术的传承为 DMO带来了强劲动力以及超低油耗；	纵置布局，搭载纵置双电机串并联电混系统；	越野性能；	2023年8月成功举办方程豹品牌暨技术发布会，发布DMO超级混动越野平台，11月搭载于方程豹豹5上市；

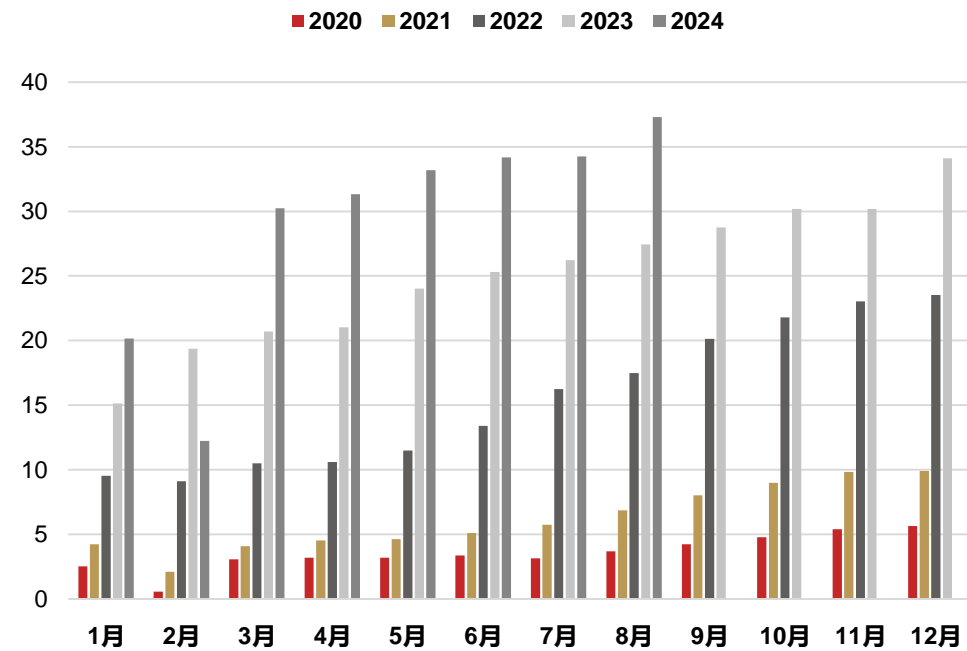
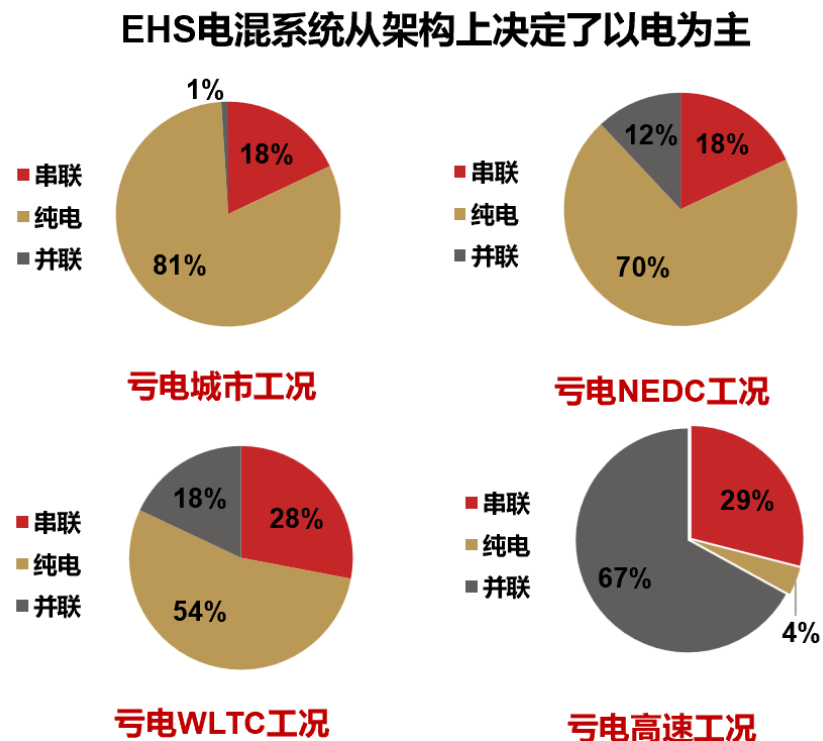
资料来源：汽车工程师之家等，华西证券研究所

2.3 DMI4.0超级混动开启颠覆模式，销量不断向上突破

- **DMI4.0超级混动开启颠覆模式，销量不断向上突破。**2021年，第四代DM混动技术正式发布，一改先前的多速DCT架构，换用高效发动机+EHS电混系统+大容量电池的架构，全场景80%以上都是以电驱动，发动机为辅的驱动逻辑，主打超低油耗（亏电油耗低至3.8L/百公里）。秦Plus DM-i、宋Plus DM-i和唐DM-i三款超级混动车应运而生，从此销量开始不断向上突破。

图 2-3：比亚迪第四代DM-i系统

图2-4：比亚迪月度销量走势（单位：万台）



资料来源：Vehicle，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4 先发优势叠加技术领先，DMI超级混动已成家喻户晓认知

- **先发优势叠加技术领先，DMI超级混动已成家喻户晓认知。**杰兰路调研报告显示，插混车主购车考虑因素中占比最大的是“使用费用”，其中主要包含油耗及电耗，比亚迪插混系统对比竞品的最大优势之一是燃油经济性。比亚迪布局早抢占先发优势，2008年推出首款插混车型F3DM，2021年推出DMI塑造爆款，强化了在插混市场的领先地位，2023年在20万以下的插混市场占有率为66%。

图 2-5：插混车主购车看重因素TOP10

插混车主购车看重因素TOP10

单位：%，样本量N=858

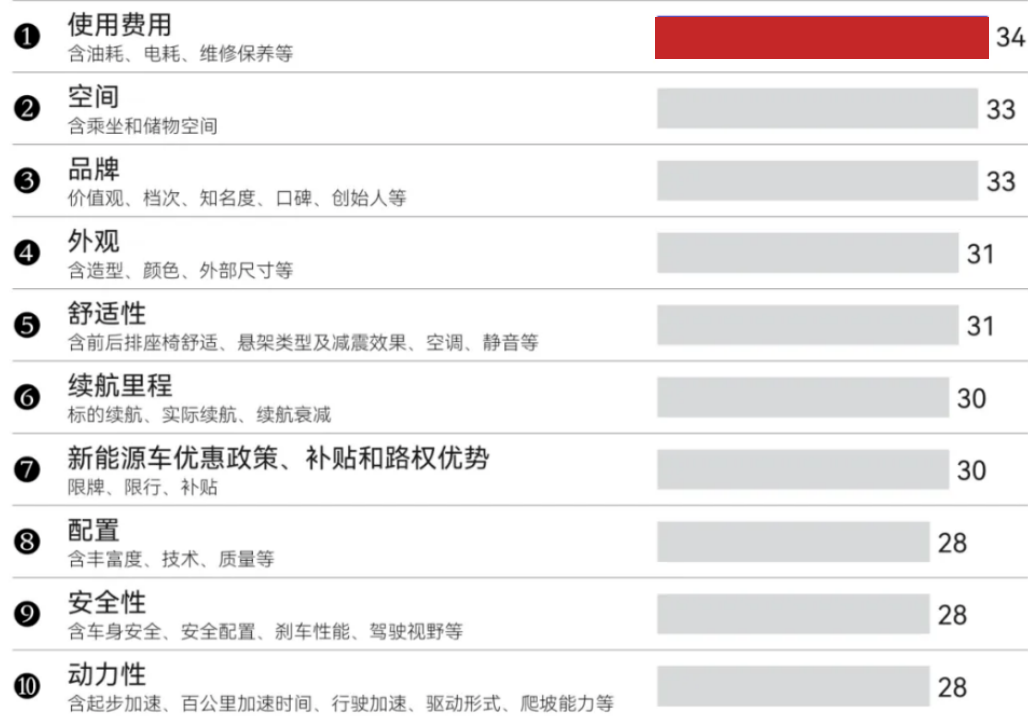
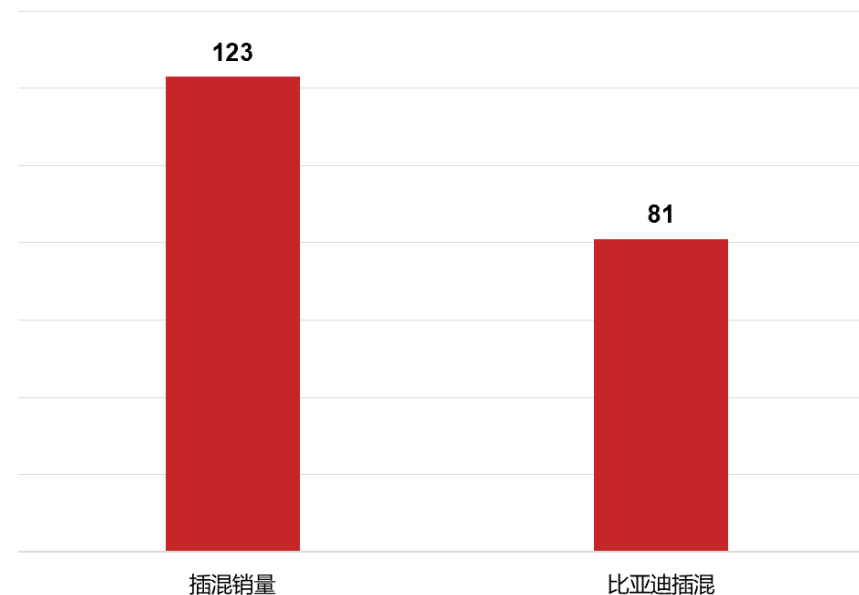


图 2-6：2023年20万元以下插混车市，比亚迪占比为66%（单位：万辆）



2.5 DMI5.0实现油耗性能再升级，技术领先优势不断强化

- DMI5.0实现油耗性能再升级，技术领先优势不断强化。**根据电动汽车观察，第四代DMI，凭借3.8L/100km亏电油耗，赢得市场认可，累计销量315万辆；第五代DMI，百公里亏电油耗做到2.9L/100km。DMI5.0在DMI4.0基础上，通过优化双离合器的设计，实现发动机和发电机的解耦；通过引入行星齿轮做减速器等减少动力系统中的轴系，缩小动力系统尺寸，提升动力系统体积功率密度和车辆的结构紧凑性。通过优化的双离合器的设计，DM 5.0可实现三个驱动系统解耦，实现10种工作模式。

图 2-7：DMI5.0与SMI4.0结构差异



工作模式	DM 5.0					DM4.0
	控制策略					
	发动机	发电机	驱动电机	第一离合器	第二离合器	
发动机驱动	/	驱动	/	开	合	X
驱动电机驱动	/	/	驱动	开	开	√
双电机驱动	/	驱动	驱动	开	合	X
增程式	启动	发电	驱动	合	开	√
发动机直驱	启动	/	/	合	合	√
发动机和驱动电机并联驱动	启动	/	驱动	合	合	√
三动力驱动	启动	驱动	驱动	合	合	X
行车发电	启动	/	发电	合	合	√

资料来源：Vehicle、电动汽车观察，华西证券研究所

3、高端化成效初显，海外战略布局加速

3.1 从合资到全面自主，高端产品阵营持续扩展与强化

- **腾势**是公司奔驰共同设立的合资企业，成立于2010年、总部位于深圳市，是中国首个致力于新能源汽车的合资品牌；2022-2023年，陆续推出D9、N7、N8等车型；2024年推出Z9GT、Z9等车型；
- **方程豹**是公司旗下的个性化新能源汽车品牌，专注于新能源越野车的研发与制造，其产品线覆盖从硬派SUV到概念跑车等多种车型，旨在为消费者提供多元化的驾驶选择。2023年8月，比亚迪正式对外发布了方程豹品牌、核心专属技术DMO超级混动越野平台，以及首搭DMO的超级混动硬派SUV豹5、豹8概念车SUPER 8和豹3概念车；
- **仰望**是比亚迪旗下高端汽车品牌，代表着勇敢无畏的探索精神，发布于2022年11月8日；仰望品牌的诞生不仅标志着比亚迪在高端市场的深耕，更是对未来汽车科技发展方向的明确追求，致力于为用户提供更安全、更便捷、更智能的出行解决方案。

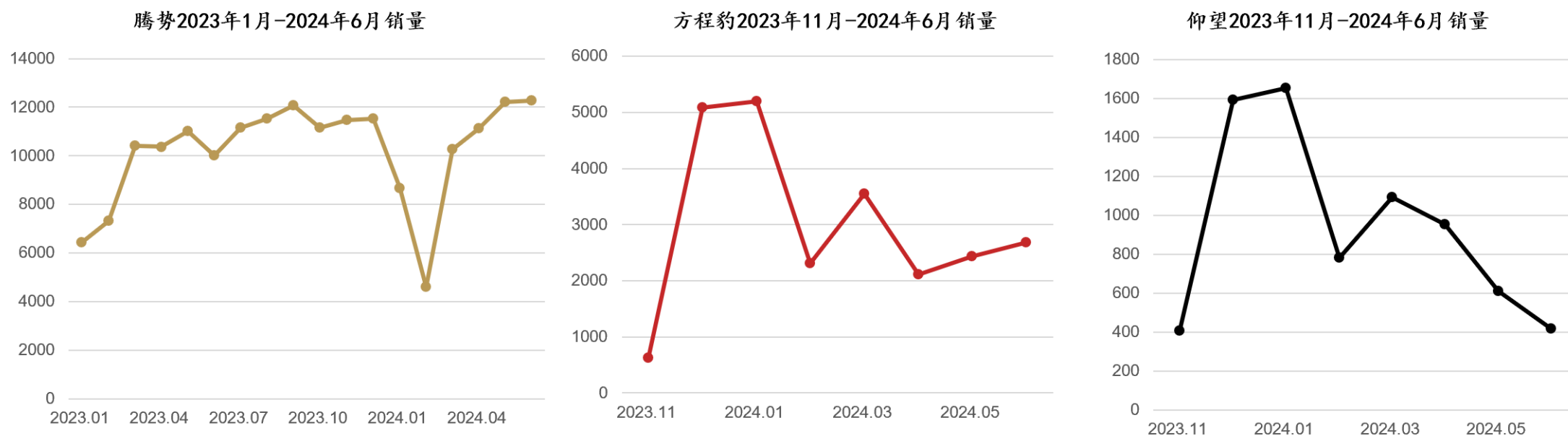
图 3-1：腾势、方程豹、仰望品牌



3.2 腾势稳态月销万台，仰望、方程豹稳健发力

- **腾势稳态月销万台，仰望、方程豹稳健向上。**复盘2023年1月-2024年6月销量，腾势品牌稳态月销在万台水平，主销车型为腾势D9、腾势N7；方程豹品牌月销在2000辆水平以上，当前主力车型为方程豹5，随着方程豹8、豹3上市，销量预计再上新台阶；仰望品牌目前主力车型为仰望U8，作为百万价位豪华车型，销量表现较好。

图 3-2：腾势、方程豹、仰望近期销量（单元：辆）







资料来源：易车App，华西证券研究所

3.3 腾势：智慧安全新豪华汽车品牌

- **腾势：智慧安全新豪华汽车品牌。**腾势汽车成立于2010年，由新能源汽车领导者比亚迪和燃油汽车发明者梅赛德斯-奔驰携手打造。建立之初，腾势就坚持只提供新能源豪华汽车的战略定位，始终与用户共享共创，为用户创造感官价值的智慧安全新豪华汽车品牌。腾势陆续推出D9、N7、N8等车型，致力于为全球用户带来新豪华全优出行体验。

图 3-3：腾势在售车型梳理

车型名称	车型图片	车型简介	车型定位	驱动方式	车型售价
腾势D9		腾势D9是比亚迪接管深圳腾势新能源汽车有限公司后打造的首款高端新能源车型，新车除推出基于比亚迪e平台3.0打造的纯电动车型外，还推出了搭载DM-i超级混动系统的插电混合动力版车型。目前为中国市场新能源MPV销量冠军。	中大型MPV	PHEV/EV	33.98-66.00万元
腾势N7		2024款腾势N7基于三大豪华与智电融合全面进化，也是全球首款将智能驾驶、智能底盘、智能座舱和电动平台融合的整车智能SUV，凭借云辇-A智能空气车身控制系统（双腔）、双激光雷达、双枪超充、双电机四驱、双排超舒适座舱等智电五双核心产品力，在智能、舒适、豪华等方面全面领先。	中型SUV	EV	23.98-32.98万元
腾势N8		腾势N8是基于之前的腾势X升级换代推出的新车型，作为腾势品牌焕新后的第三款车型，腾势N8定位中大型SUV，拥有6座和7座两种座椅布局，新车长宽高分别为4949/1950/1725mm，轴距为2830mm。	中大型SUV	PHEV	31.98-32.68万元
腾势Z9GT		腾势全新旗舰车型——Z9GT定位为腾势旗下的旗舰猎装车型，并提供纯电和插电混动版，该车采用腾势最新的Elegance in motion——优雅之势的家族设计理念，首发腾势2.0座舱设计。	中大型车	PHEV/EV	即将销售

资料来源：比亚迪官网，华西证券研究所

3.4 方程豹：个性硬派越野新能源汽车品牌

- **方程豹：个性硬派越野新能源汽车品牌。** 方程豹汽车是比亚迪基于消费者个性化需求打造的全新新能源汽车品牌，品牌定位于腾势和仰望之间，专注新能源越野市场。方程豹发布的首个核心专属技术DMO，以越野技术为核心，展现了品牌对于新能源越野的专业追求；豹5、豹8均定位于新能源硬派SUV，助力比亚迪在新能源越野市场的进一步布局。

图 3-4：方程豹在售车型梳理

车型名称	车型图片	车型简介	车型定位	驱动方式	车型售价
豹5		豹5是比亚迪旗下方程豹汽车首款车型，搭载了DMO超级混动越野平台，包括全新混动非承载式架构和越野专用混动架构，为车辆提供越野性能。豹5车身尺寸为4890/1970/1920mm，轴距2800mm，核心科技包括“豹力”科技，通过DMO超级混动越野平台实现超500kW的系统功率，零百加速时间为4.8秒。	中型SUV	PHEV	28.98-35.28万元
豹8		豹8是方程豹汽车旗下的第二款车型，基于SUPER 8概念车量产而来，定位高于豹5，定价为50万级产品。外观采用“星舰”风格设计语言，搭载2.0T插混和云辇-P车身系统。车身尺寸为5195x1994x1875mm，轴距2920mm。	中大型SUV	PHEV	即将销售
豹3		作为方程豹旗下第三款产品，SUPER 3量产版于近期登录工信部目录，这款车也是方程豹旗下的首款纯电动车。SUPER 3量产版整体造型沿袭了概念版的“星际战车”设计语言。车身尺寸方面，新车长宽高分别为4605*1900*1720mm，轴距为2745mm。尾部方面，新车出现半包裹式备胎和外挂式小书包两种造型，	中型SUV	EV	即将销售

资料来源：58汽车、百度百科、公司官网、电动邦等，华西证券研究所

3.5 仰望：超豪华新能源汽车品牌

- **仰望：超豪华新能源汽车品牌。**仰望是比亚迪集团旗下高端新能源汽车品牌，依托比亚迪集团创新汽车技术、顶尖工业体系实力、前瞻性设计，为用户提供超越想象的高端车产品。首发车型仰望U8定位百万级新能源硬派越野车，得益于易四方技术平台，百公里加速可达3秒级，具备复杂路况下的智能脱困和紧急避险能力；仰望U9定位百万级纯电动性能超跑，零百加速可达2秒级，兼顾城市舒适性和赛道性能极限。

图 3-5：仰望在售车型梳理

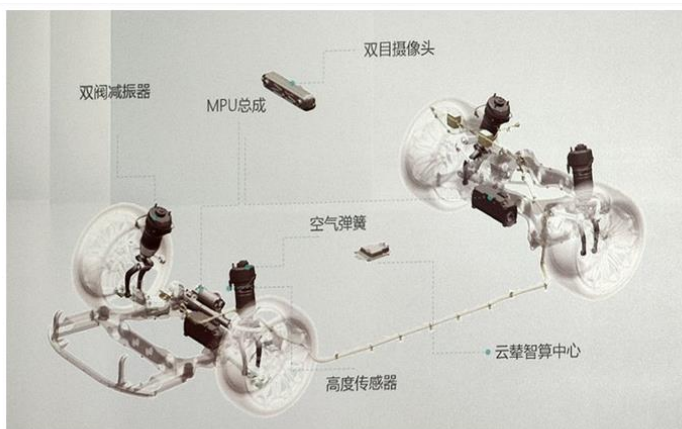
车型名称	车型图片	车型简介	车型定位	驱动方式	车型售价
U8		仰望U8 [20]，是比亚迪旗下仰望品牌的一款百万级新能源越野汽车。仰望U8拥有易四方和云辇-P智能液压车身控制系统两大顶级技术加持，具备四轮独立扭矩矢量控制能力，能够实现极限操稳、爆胎控制、应急浮水、原地掉头、敏捷转向等场景功能。	全尺寸SUV	PHEV	109.8万元
U9		仰望U9基于易四方、云辇-X两大核心技术，配合优秀的车身、气动、智能化等行业顶尖技术，跳出了传统超跑的性能和体验框架。仰以黄金分割美学重构了电动跑车的优雅身型，颠覆了传统燃油跑车的比例形态。拥有极具视觉冲击力的凌厉造型，线条灵动且富有爆发力，极致演绎科技能量迸发的速度与炙热。	跑车	EV	168万元
U7		仰望U7是比亚迪旗下高端汽车品牌仰望推出的定位百万级新能源旗舰轿车。仰望U7搭载易四方技术，该系统搭载四电机独立驱动的动力系统，拥有超千匹马力。值得一提的是，该技术可以通过感知力更强的电驱系统，可在毫秒级内独立调整车辆四轮轮端动态，从而更精确地控制车身姿态。	大型车	EV	即将销售

资料来源：比亚迪官网，华西证券研究所

3.6 技术优势叠加销量提振，高端品牌有望不断实现新突破

- **易四方**也被称为“四电机驱动技术”，是比亚迪在新能源汽车领域的核心技术之一。此技术平台主要是由四个电机组成，每个电机可以独立控制每个车轮，实现单个车轮的驱动、制动、前进和后退，让车辆具备超强的车身姿态调整能力，可以提供稳定、灵活的动力输出和出色的驾驶体验
- **云辇系统**是比亚迪自研的行业首个新能源专属智能垂向车身控制系统，由云辇智探架构、云辇智算中心、云辇智控技术、关键零部件构成，具有多维感知、精准决策、智能控制、稳定执行等优势。比亚迪云辇包含了性能不同的多套主动式车身控制系统，分别是云辇-C、云辇-A、云辇-P以及云辇-X。
- **易三方**基于三电机独立驱动技术、后轮双电机独立转向技术、VMC整车运动控制技术、全系 CTB电池车身一体化技术四大核心技术，打造多项全球领先功能，并打造出色转向、圆规掉头、易三方泊车、低附路面增稳系统、智能蟹行五大标志性核心功能，带给用户“超安全”“超灵动”“超智慧”“超澎湃”四大核心体验。

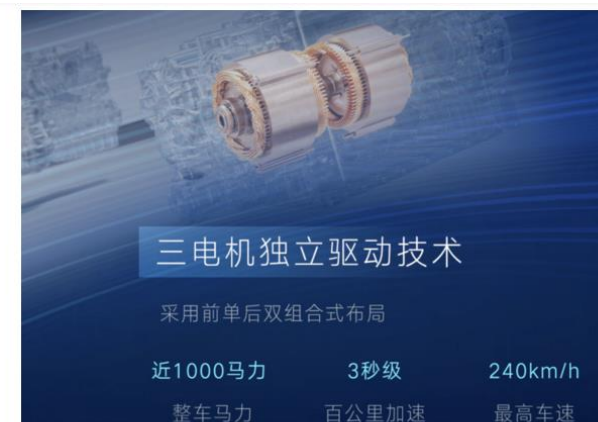
图 3-6：云辇系统、易四方、易三方技术结构图



云辇-X系统



易四方技术



易三方技术

资料来源：行云新能、比亚迪官微，华西证券研究所

3.7 出口销量不断突破，中国汽车出海东风已来

- **作为全球新能源汽车冠军，近年来比亚迪大力拓展海外市场。**根据盖世汽车信息，2021年5月比亚迪正式宣布“乘用车出海”计划，目前已覆盖全球六大洲的83个国家和地区，并在泰国、巴西、新加坡、哥伦比亚等多个市场夺得销量冠军；2023年，比亚迪乘用车出口销量24.3万辆，同比增长337%；今年上半年，比亚迪海外销量超20万辆，同比增长173.8%，增长势头强劲。

图 3-7：2023.1-2024.6 比亚迪每月境外乘用车销量（单位：辆）

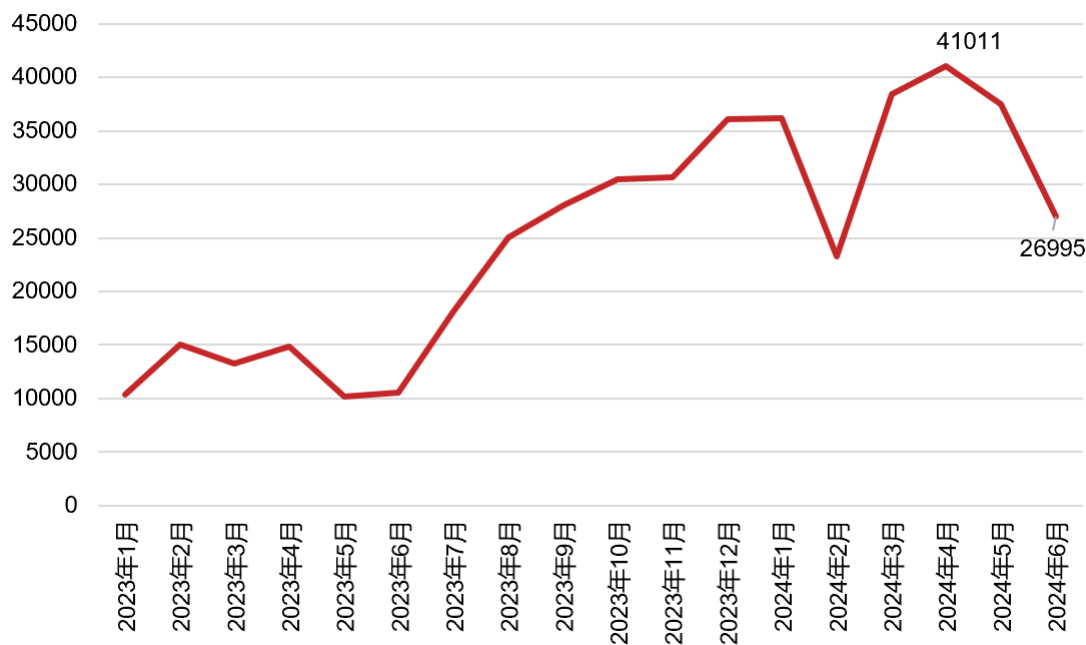
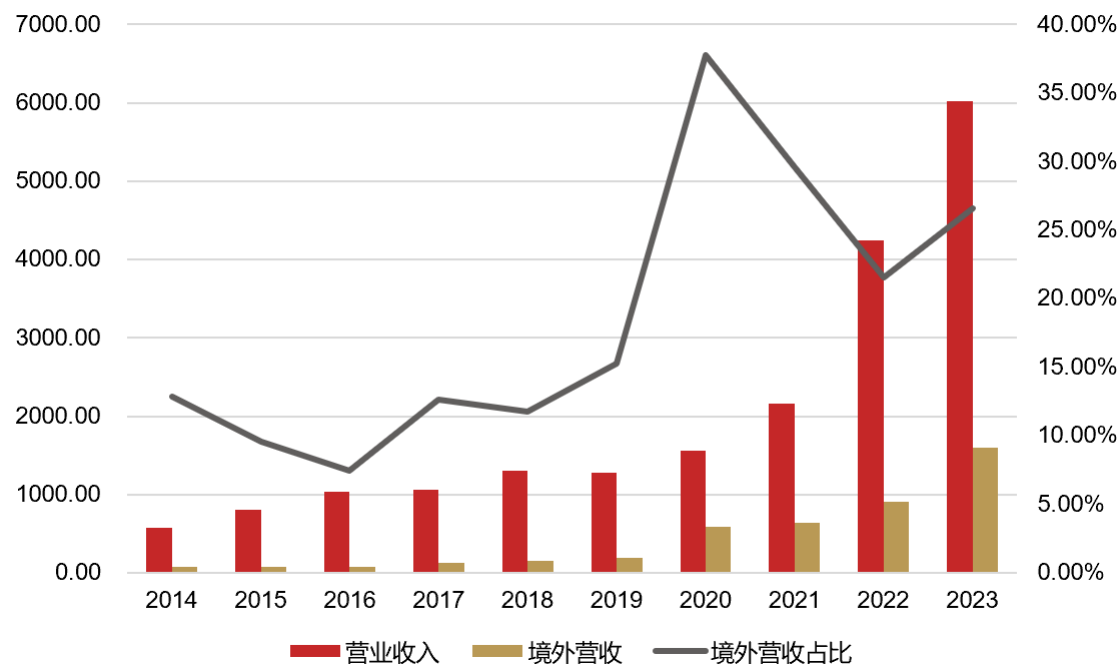


图 3-8：2014-2023 比亚迪营业收入与境外营收变化图（单位：亿元）



资料来源：ifind，华西证券研究所

资料来源：ifind，华西证券研究所

3.8 海外区域各个击破，出海产品矩阵丰富

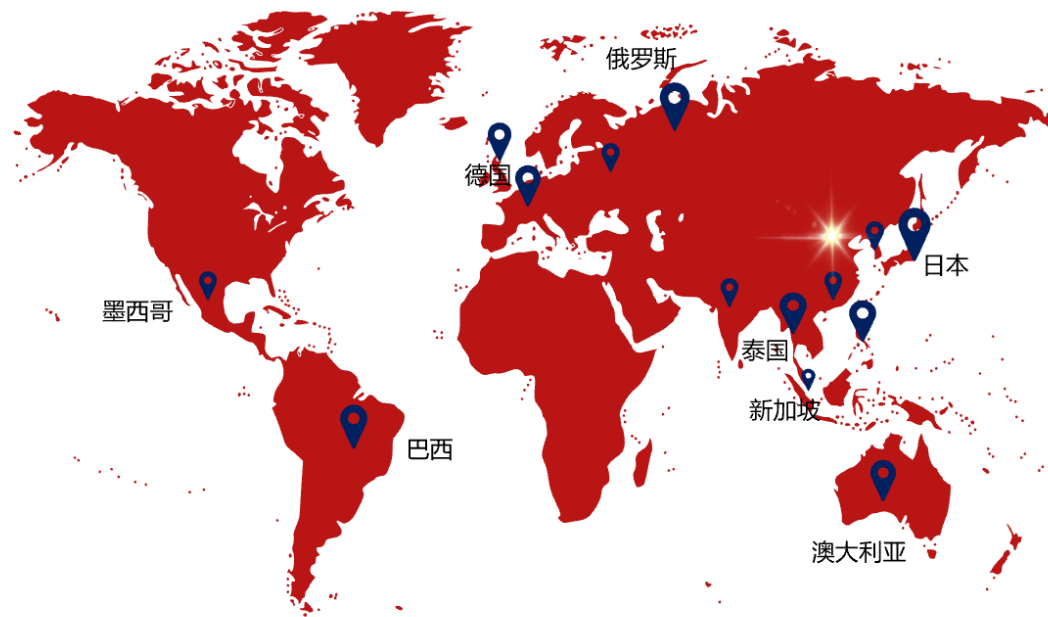
- **业务全球推进，车型全面出海。** 比亚迪现已在全球6大洲、80多个国家和地区的400多个城市运营。2020年起，比亚迪开始进军海外市场，在挪威推出唐EV；2021年在澳大利亚、日本、欧洲和巴西推出多款车型；2023年进一步扩展海外市场，在约旦、乌兹别克斯坦、西班牙和墨西哥发布多款新能源车型；同时，比亚迪早期电池、纯电动大巴商用车业务出海，一定程度上为其全面推动新能源乘用车出海打下了好的基础。

图 3-9：公司海外销售渠道梳理

销售模式	市场分布	具体市场	合作伙伴
租——依托本土租赁公司	欧洲	德国	Sixt
售——依托当地经销商	欧洲	德国、瑞典、荷兰、挪威、英国等	Hedin Mobility、Louwman集团、RSA集团、Pendragon、Arnold Clark Automobiles、Lookers Motor Group、LSH Auto Holdings
	亚太	日本、泰国、马来西亚、老挝、约旦、乌兹别克斯坦等	Wing、Rêver Automotive、Sime Darby Motors、MOK CO.,LTD、BSTC、UzAuto
	美洲	哥斯达黎加、巴西	Cori Motors、Saga

资料来源：动点科技、澎湃新闻、IT之家等公开资料整理，华西证券研究所

图 3-10：比亚迪主要出口国家分布



资料来源：公开资料整理，华西证券研究所

3.9 海外基地建设不断完善，产地及关税影响逐步减弱

- **比亚迪全球化战略驶入新的阶段。**7月4日，比亚迪在泰国罗勇府举行泰国工厂竣工暨第800万辆新能源汽车下线仪式，标志着比亚迪开启全球化新篇章。比亚迪泰国工厂从开工到投产历时仅16个月，年产能约15万辆，包含整车四大工艺和零部件工厂。目前，比亚迪新能源汽车已遍及全球88个国家和地区、400多个城市。除泰国外，比亚迪还在巴西、匈牙利、乌兹别克斯坦等国设有乘用车生产基地。

图 3-11：比亚迪泰国工厂竣工投产



资料来源：新浪财经，华西证券研究所

图 3-12：部分国家新能源汽车相关税收政策变化

国家及地区	时间	关税政策	影响
美国	2024年5月	新能源车税率从之前的25%提高到100%；	市场份额占比较小，从出口总量来看，严苛的关税政策对当前中国新能源车出口影响有限
土耳其	2024年6月	对原产地为中国的燃油及混合动力乘用车征收40%额外进口关税，并自发布之日起30日后实施；	
欧盟	2024年6月	对自中国进口的新能源车征收临时反补贴税，税率从17.4%至38.1%不等；	市场份额占比较大，欧盟关税落地或对我国新能源汽车生态系统构成一定挑战
印度尼西亚	2024年2月	在2024财年取消新能源车奢侈品税，并在2025年底前取消进口税；	持续的利好政策，也为中国新能源车企带来更广阔的发展空间和市场机会
泰国	2024年2月	至2025年底，泰国政府将为符合条件的外国汽车制造商减免整车进口关税和消费税；	
菲律宾	2024年5月	将零关税政策延长至2028年；	

资料来源：证券时报、有色咨询、第一财经等公开资料整理，华西证券研究所

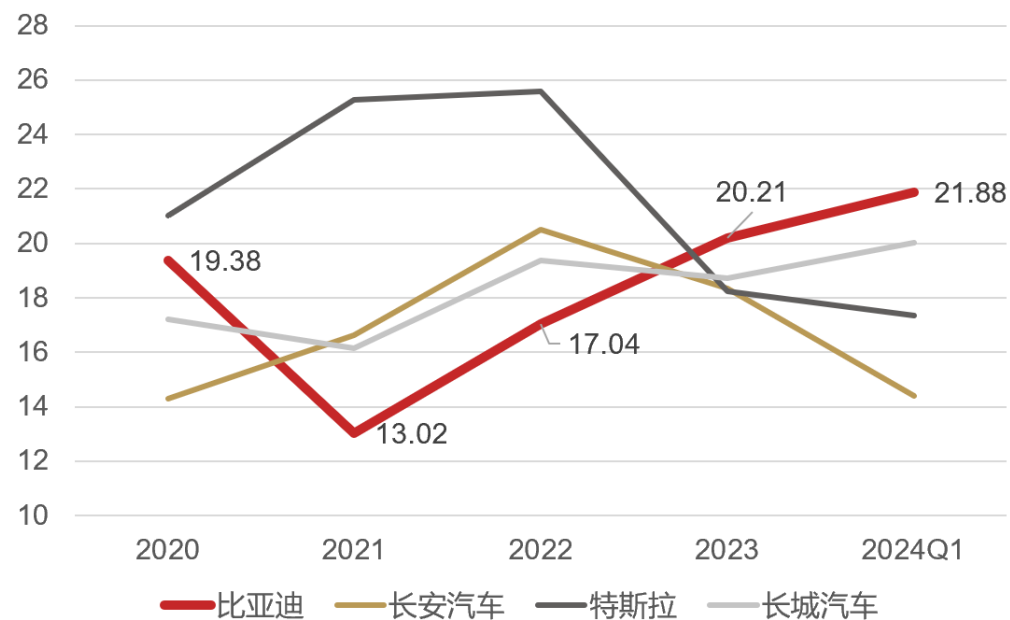
3.10 技术及成本效率优势显著，国内领先经验有望复制

- **技术及成本效率优势显著，国内领先经验有望复制。** 根据盖世汽车社区信息，比亚迪秦L搭载自研三电系统及其他主要驱动零部件，自研座椅、制动等零部件，技术及成本优势显著。根据iFind信息，随着比亚迪规模优势的扩大，毛利率呈现上升趋势，2023年达20.21%；基于自研技术及规模提升带来的极致成本优势，出海有望复制领先经验。

图 3-13: 比亚迪秦L驱动系统、底盘&车身内外饰供应商

驱动系统	供应商	底盘&车身内外饰	供应商
电芯Cell	弗迪电池	TPMS	保隆科技
电池Pack		线控制动	博世、弗迪动力
BMS		前挡玻璃	福耀集团
电机、电控	车门玻璃		
减速器	弗迪动力	后侧玻璃	弗迪科技
DC/DC		座椅	
PDU		座椅通风系统	安闻集团
1.5L发动机		轮胎	玲珑轮胎、中策橡胶
前端模块	银轮股份		
发动机油冷器			

图 3-14: 比亚迪与竞对毛利率对比 (单位: %)



资料来源: 盖世汽车社区, 华西证券研究所

资料来源: iFind, 华西证券研究所

4、投资建议与风险提示

核心假设与收入拆解

- **核心假设：**随着高端品牌及海外出口逐步开拓，假设汽车销量稳步提升；2024/2025/2026年汽车业务营收分别为6390.61、7318.08、7984.38亿元，毛利率分别为24.30%、24.63%、25.07%。

图 4-1：收入拆解

		2023A	2024E	2025E	2026E
汽车	营收 (亿元)	4,834.53	6,390.61	7,318.08	7,984.38
	YOY	-	32.19%	14.51%	9.10%
	毛利率	23.02%	24.30%	24.63%	25.07%
手机部件及组装等	营收 (亿元)	1185.77	1,541.50	1,926.88	2,312.25
	YOY	-	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	8.78%	7.71%	7.71%	7.71%
其他主营业务	营收 (亿元)	2.85	1.00	1.00	1.00
	YOY	-	-64.91%	0.00%	0.00%
	毛利率	17.19%	12.84%	12.84%	12.84%
总计	营收 (亿元)	6023.15	7,933.11	9,245.96	10,297.64
	YOY	-	31.71%	16.55%	11.37%
	毛利率	20.21%	21.07%	21.11%	21.17%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 4-2：盈利预测与可比公司估值情况

	2024年9月9日 市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE				EPS			
		2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
长城汽车	1653	70	122	147	171	31.41	30.52	16.08	13.31	0.83	1.43	1.73	2.00
长安汽车	1017	113	82	105	124	14.73	14.28	11.2	9.46	1.14	0.83	1.06	1.25
平均值						23.07	22.40	13.64	11.39	0.99	1.13	1.40	1.63
比亚迪	6877	300	370	478	564	19.19	19.63	15.22	12.89	10.32	12.73	16.42	19.40

资料来源：Wind，华西证券研究所（可比公司盈利预测均来自2024年9月9日 wind一致预测）

投资建议

■ 核心观点：

- 1) 多品牌多层次产品矩阵雏形已现，垂直产业链打造成成本领先优势。公司持续完善品牌矩阵，形成由【比亚迪】、【腾势】、【仰望】及【方程豹】所构建的多品牌梯度布局，多品牌策略初见成效。公司全方位布局垂直产业链，兼具成本与技术转型灵活优势，随销量规模不断提升，规模优势不断强化。
- 2) 超级混动技术不断迭代升级，DMI5.0再次强化领先优势。公司是新能源混动技术先行者，技术历经多次迭代升级，2024年发布DMI5.0混动技术，百公里亏电油耗做到2.9L/100km。DMI强化了在插混市场的领先地位，2023年在20万以下的插混市场占有率66%。
- 3) 高端化成效初显，海外战略布局加速。腾势、方程豹、仰望为比亚迪旗下高端品牌，目前在所处细分领域表现良好，高端化初显成效。比亚迪全球化战略驶入新的阶段，基于自研技术及规模提升带来的极致成本优势，出海有望复制领先经验。

■ **投资建议：** 公司是国内新能源领导者，DMI5.0技术进一步强化品牌优势，高端+出海打开成长新空间。我们预计2024-2026年营收为7933、9246、10298亿元，归母净利润为370、478、564亿元，EPS为12.73、16.42、19.40元；2024年9月9日收盘价249.98元，对应2024-2026年PE为19.63、15.22、12.89倍；首次覆盖，给予“买入”评级。

- 竞争加剧超预期、技术迭代不及预期等。

盈利预测

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	602,315	793,311	924,596	1,029,764
YoY (%)	42.0%	31.7%	16.5%	11.4%
营业成本	480,558	626,141	729,413	811,734
营业税金及附加	10,350	13,930	15,359	16,174
销售费用	25,211	32,526	37,446	41,705
管理费用	13,462	19,039	22,190	24,714
财务费用	-1,475	0	0	0
研发费用	39,575	59,498	64,722	70,024
资产减值损失	-2,188	155	54	71
投资收益	1,635	154	180	200
营业利润	38,103	46,421	60,291	70,802
营业外收支	-834	-470	-589	-631
利润总额	37,269	45,951	59,702	70,171
所得税	5,925	7,305	9,505	11,161
净利润	31,344	38,646	50,196	59,010
归属于母公司净利润	30,041	37,039	47,775	56,426
YoY (%)	80.7%	23.3%	29.0%	18.1%
每股收益	10.32	12.73	16.42	19.40

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	31,344	38,646	50,196	59,010
折旧和摊销	43,553	45,968	63,116	79,351
营运资金变动	92,770	158,026	-16,557	10,195
经营活动现金流	169,725	242,831	97,141	148,945
资本开支	-121,623	-94,848	-122,122	-122,927
投资	-16,089	2,237	41	1,856
投资活动现金流	-125,664	-94,450	-124,700	-123,267
股权募资	98	-400	0	0
债务募资	18,073	0	0	0
筹资活动现金流	12,817	-400	0	0
现金净流量	57,329	147,981	-27,559	25,678

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	109,094	257,076	229,516	255,195
预付款项	2,215	2,887	3,363	3,742
存货	87,677	94,848	125,886	128,779
其他流动资产	103,135	48,753	98,160	55,198
流动资产合计	302,121	403,563	456,925	442,914
长期股权投资	17,647	21,708	26,309	29,916
固定资产	230,904	264,342	302,058	328,107
无形资产	37,236	45,744	55,321	66,019
非流动资产合计	377,426	436,801	509,084	563,695
资产合计	679,548	840,364	966,009	1,006,610
短期借款	18,323	18,323	18,323	18,323
应付账款及票据	198,483	247,448	272,033	306,076
其他流动负债	236,860	310,465	361,330	308,876
流动负债合计	453,667	576,237	651,686	633,276
长期借款	11,975	11,975	11,975	11,975
其他长期负债	63,444	63,444	63,444	63,444
非流动负债合计	75,419	75,419	75,419	75,419
负债合计	529,086	651,656	727,105	708,695
股本	2,911	2,909	2,909	2,909
少数股东权益	11,652	13,259	15,681	18,265
股东权益合计	150,462	188,708	238,905	297,915
负债和股东权益合计	679,548	840,364	966,009	1,006,610

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	42.0%	31.7%	16.5%	11.4%
净利润增长率	80.7%	23.3%	29.0%	18.1%
盈利能力 (%)				
毛利率	20.2%	21.1%	21.1%	21.2%
净利润率	5.0%	4.7%	5.2%	5.5%
总资产收益率ROA	4.4%	4.4%	4.9%	5.6%
净资产收益率ROE	21.6%	21.1%	21.4%	20.2%
偿债能力 (%)				
流动比率	0.67	0.70	0.70	0.70
速动比率	0.42	0.49	0.47	0.46
现金比率	0.24	0.45	0.35	0.40
资产负债率	77.9%	77.5%	75.3%	70.4%
经营效率 (%)				
总资产周转率	1.03	1.04	1.02	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	10.32	12.73	16.42	19.40
每股净资产	47.68	60.31	76.73	96.12
每股经营现金流	58.30	83.47	33.39	51.20
每股股利	3.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24.22	19.63	15.22	12.89
PB	4.15	4.15	3.26	2.60

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

THANKS

