

新能源汽车行业 研究——比亚迪 集团分析和估值 判断



报告摘要

1. 新能源汽车行业基本概述：由政策驱动转向市场驱动，中长期重视结构性机会

新能源汽车市场经历了三个发展阶段：政策驱动阶段、供给驱动阶段、市场驱动阶段，目前我国新能源汽车市场处于**市场驱动阶段**，欧美新能源汽车市场处于供给驱动阶段。当下我国新能源汽车市场基于政策支撑的基础，不断进行产品的升级迭代创新，行业未来发展的**着重点在于电动&智能化双轮驱动**。

2. 新能源汽车行业分析：新能源汽车销售前景乐观，预计持续增长

比亚迪集团的主营业务包括**二次充电电池业务、手机部件及组装业务，以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务**三个部分。行业方面，新能源汽车销量2017年年前稳步增长，2018年销量突破100万辆，自2021年销量实现爆发性增长，同比增长率为157%，**2023年销量突破900万辆**，未来预计依旧保持较高的增长潜力，预计2024年销量会突破1000万量。**2023年的渗透率突破30%**，为31.4%，近几年增速较高，当然30%意味着新能源汽车潜在的发展空间广阔，具有较大的可开发盈利空间。

3. 比亚迪股份有限公司财务分析：销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，研发费用率增长较大，扩大杠杆以扩张生产经营

销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，且保持较高增速。公司2023年实现营业收入6023亿元，同比2022年增加42.02%，毛利实现1218亿元，同比2022年增加68.60%；公司净利润呈现大幅增长。2021年实现净利润30.45亿元，2023年为300.4亿元，2023年业绩向好；近三年比亚迪资产负债率逐渐增加，**公司增加更多的杠杆举债进而扩大生产**，更高的负债还能产生更高的税盾价值，但财务风险也会增加；根据相对估值法得出比亚迪股票理论价格为141.384元，低于截止2024年4月19日收盘价210.13元，目前**股价处于低估状态**，但技术分析**不建议当下持有**

4. 风险提示：补贴大幅退坡&绿牌政策变化、芯片短缺、新车型销量不及预期、技术分析不建议持有

目录

content

- 1 新能源汽车行业基本概述：由政策驱动转向市场驱动，中长期重视结构性机会**
- 2 新能源汽车行业分析：新能源汽车销售前景乐观，预计持续增长**
- 3 比亚迪股份有限公司财务分析：销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，研发费用率增长较大，扩大杠杆以扩张生产经营**
- 4 风险提示：补贴大幅退坡&绿牌政策变化、芯片短缺、新车型销量不及预期**

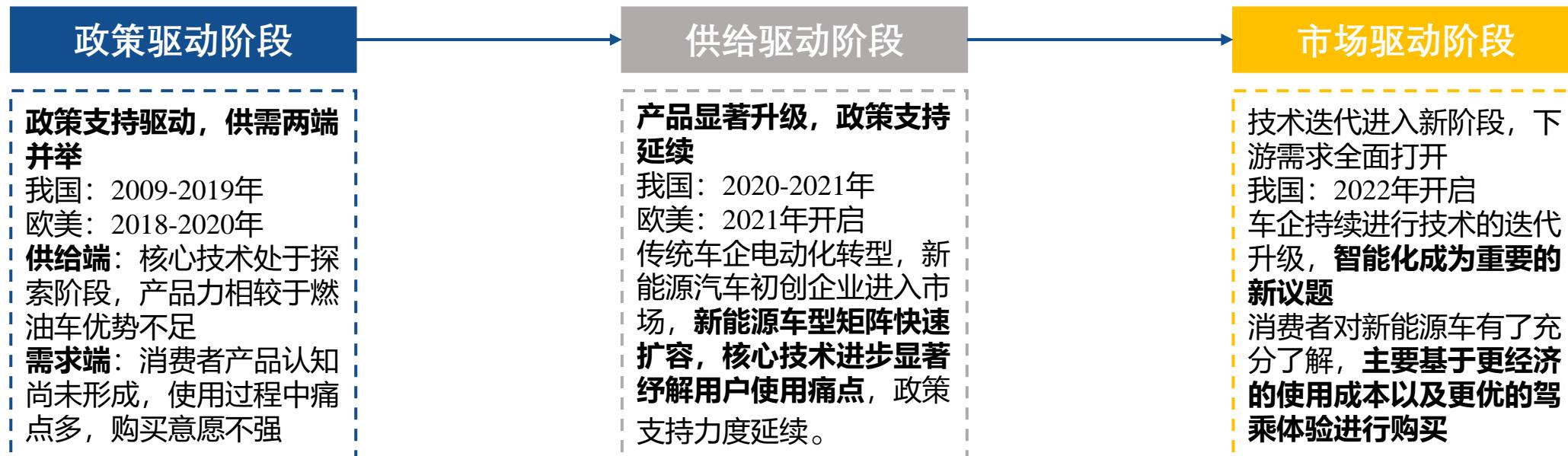
1.1 新能源汽车产业链

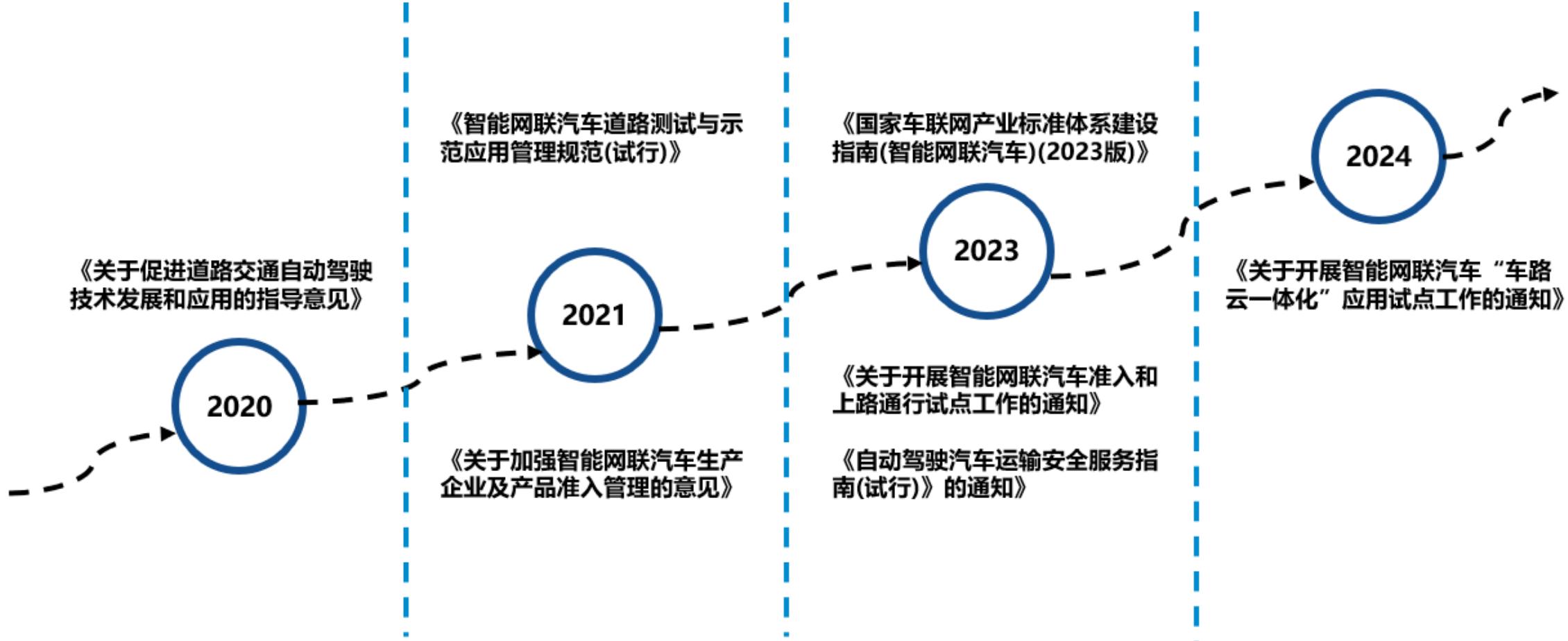
- 新能源汽车产业链上游包括制作电池关键原材料的初始开采资源以及**关键原材料**，资源和设备包括钴镍资源、矿山锂资源、锂电设备等，关键原材料包括正负极材料和电解液等
- 中游包括**核心部件**，**电池**、**电机**、**电控**。
- 下游包括**整车**、**终端产品**和**充电桩/站**
- 新能源汽车主要的产销品种有**纯电动**、**混合动力**、**燃料电池**新能源汽车
- 我国新能源汽车技术水平显著提升。**目前，新能源汽车以电驱动为主的技术创新体现在电池、电机、电控三个核心技术层面，其中电池技术已跻身世界第一梯队，电机效率达到国际先进水平。我国已成为驱动电机最大的生产国。

新能源汽车产业链全景图



新能源汽车市场经历了三个发展阶段：政策驱动阶段、供给驱动阶段、市场驱动阶段，目前我国新能源汽车市场处于市场驱动阶段，欧美新能源汽车市场处于供给驱动阶段。政策驱动阶段，产品供求两端存在诸多问题，行业驱动力主要依靠政策驱动；供给驱动阶段，传统汽车向新能源转型，新能源汽车不断推陈出新，扩大产品种类，技术进步为客户带来良好和逐渐丰富的体验，该阶段政策支持力度延续。目前我国已进入市场驱动阶段，**我国新能源汽车市场基于政策支撑的基础，不断进行产品的升级迭代创新，行业未来发展的着重点在于电动&智能化双轮驱动。**





1.3

关于燃料电池汽车补贴政策和示范应用支持政策



资料来源：乘联会

目录

content

- 1 新能源汽车行业基本概述：由政策驱动转向市场驱动，中长期重视结构性机会**
- 2 新能源汽车行业分析：新能源汽车销售前景乐观，预计持续增长**
- 3 比亚迪股份有限公司财务分析：销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，研发费用率增长较大，扩大杠杆以扩张生产经营**
- 4 风险提示：补贴大幅退坡&绿牌政策变化、芯片短缺、新车型销量不及预期**

比亚迪——全球领先的二次充电电池及新能源汽车制造企业

- 比亚迪成立于1995年2月，是一家致力于“用技术创新，满足人们对美好生活的向往”的高新技术企业。
- 经过20多年的高速发展，已在全球设立30多个工业园，实现全球六大洲的战略布局。
- 比亚迪业务布局涵盖电子、汽车、新能源和轨道交通等领域，并在这些领域发挥着举足轻重的作用，从能源的获取、存储，再到应用，全方位构建零排放的新能源整体解决方案。
- 比亚迪是香港和深圳上市公司，营业额和总市值均超过千亿元。



王传福先生，现任比亚迪股份有限公司董事长、执行董事兼总裁，徽商总会名誉会长。

1987年毕业于中南工业大学（现中南大学）冶金物理化学专业，同年进入北京有色金属研究总院攻读硕士，1990年毕业后留院工作，1995年辞职，创办比亚迪公司，短短几年时间，发展成为中国第一、全球第二的充电电池制造商，2003年进入汽车行业。2009年以13亿美元个人财富名列福布斯全球富豪榜第559位

2016年，胡润百富榜，王传福以355亿财富排名第41位

起步阶段

1995年创立，生产二次充电电池
1997年，比亚迪开始量产锂离子电池，并实现了年销售额突破1亿元
1998年，比亚迪在欧洲荷兰成立第一家海外分公司

1995

新能源汽车转型阶段

2000年，比亚迪推出全球第一款纯电动乘用车——比亚迪e6

2000

2022年7月，在香港主板上市，股票代码1211HK
2008年12月15日，全球第一款不依赖专业充电站的双模电动车--比亚迪F3DM在深圳正式上市

新能源汽车创新阶段

2010

2015年，比亚迪推出了全新的“次世代品牌形象”，以更加年轻、前卫的形象与消费者进行连接

2011年6月30日，比亚迪股份有限公司在深圳交易所上市发行，股票代码002594⁹

主营业务——二次充电电池业务、手机部件及组装业务，以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务

比亚迪集团的主营业务包括二次充电电池业务、手机部件及组装业务，以及包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务三个部分

(1) 二次充电电池业务

比亚迪是全球领先的二次充电电池制造商之一，将巩固和加强在全球传统二次充电电池市场的领导地位，凭借在传统二次充电电池领域的长期技术积累，进一步加大新型电池的研发和产业化力度，并将其广泛应用于电动汽车、储能电站等领域。此外，积极开拓以太阳能电池为主的新能源业务，加大对太阳能电池的研发、制造和销售投入力度，使其发展成为新的增长动力，力争成为业内领先的新能源企业。

(2) 手机部件及组装业务

为客户提供从产品设计、零部件制造到组装、测试的一站式综合服务，提供垂直整合的一站式服务，设计并生产外壳、键盘、液晶显示模组、摄像头、柔性线路板、充电器等手机部件，并提供整机设计及组装服务，成为全球IT部件及组装业务的领导企业。

(3) 包含传统燃油汽车及新能源汽车在内的汽车业务

采用**垂直整合的经营模式**，持续加大整车开发和关键零部件的核心技术研发力度，不断推出更具竞争力的多样化汽车产品并降低整车制造和开发成本，缩短车型开发周期；致力于品牌建设，通过不断优化的产品销售网络和持续提升的产品品质，提高在中国汽车市场的行业地位和市场占有率；在大力发展战略燃油汽车的同时，充分利用在二次充电电池和汽车整车业务领域的综合技术优势，深化包括电动汽车在内的新能源汽车核心技术的研发，拓展电动汽车的应用领域，并致力于电动汽车在全球的商业化推广，成为全球新能源汽车的领先厂商。

锂离子电池&镍电池：
电芯和电池模组



手机部件



汽车



- 上图可以看出，乘用车市场销量月度销售稳定，且缓慢增长，**新能源汽车市场销量逐渐呈现增长态势**，同时新能源市场的同比增长率明显高于乘用车市场的同比增长率，新能源汽车销售前景乐观。
- 目前新能源汽车的动力类型主要有三类，分别为：纯电动、插电式混合动力以及燃料电池，**目前纯电动、插电式混合动力发展成熟，占据主要的新能源汽车市场**，燃料电池汽车尚处于起步发展当中，依据上图可以看出纯电动汽车销量高于混动汽车，且两种类型的新能源汽车均呈现销量增长的态势，**同比增长率稳定且较高**。



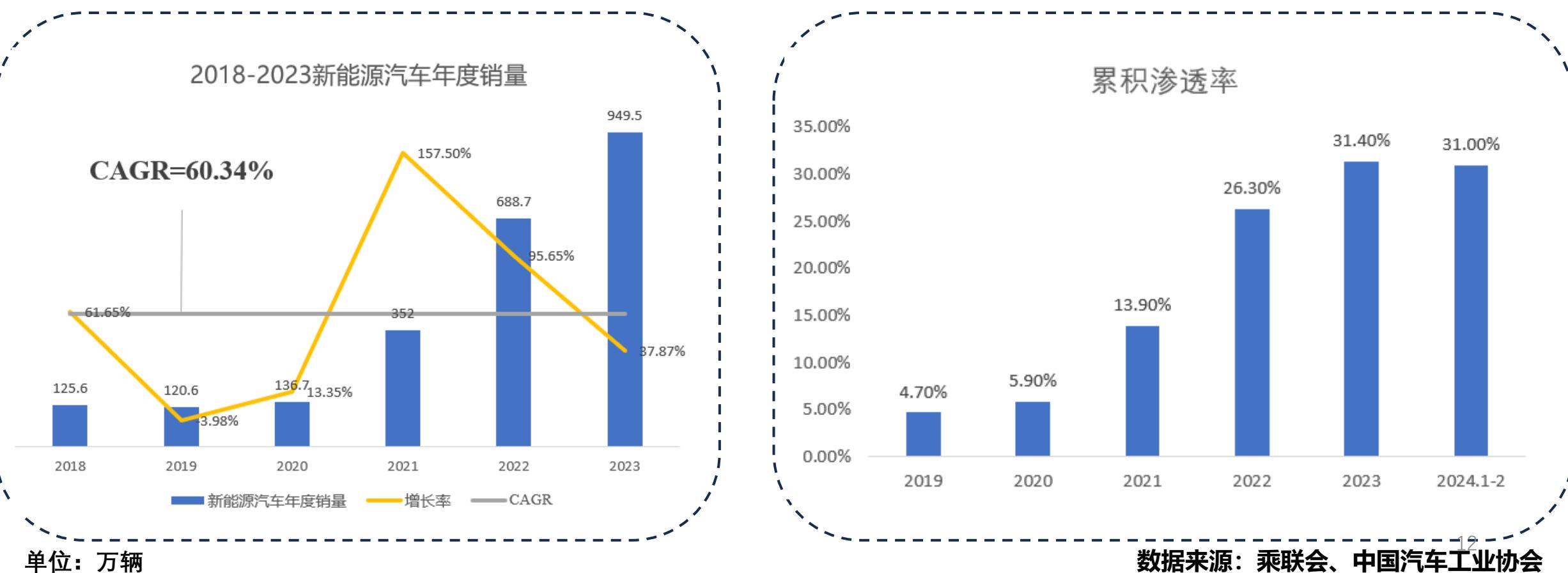
数据来源：乘联会、WAYS监测零售量、中国汽车工业协会

2.3

新能源汽车销量持续增长，2023渗透率突破30%

- 新能源汽车销量2017年年前稳步增长，2018年销量突破100万辆，**自2021年销量实现爆发性增长，同比增长率为157%，**2023年销量突破900万辆，为949.5万辆，自2018年至2023年依据新能源汽车总销量计算CAGR，结果为60.34%，近三年增长率有所下降，但依旧较高，保持在35%以上，**未来预计依旧保持较高的增长潜力，预计2024年销量会突破1000万辆。**

中国新能源汽车市场的累计渗透率2019年为4.7%，自2021年起迅速增长，**2023年的渗透率突破30%，**为31.4%，近几年增速较高，当然30%意味着新能源汽车潜在的发展空间广阔，具有较大的可开发盈利空间。

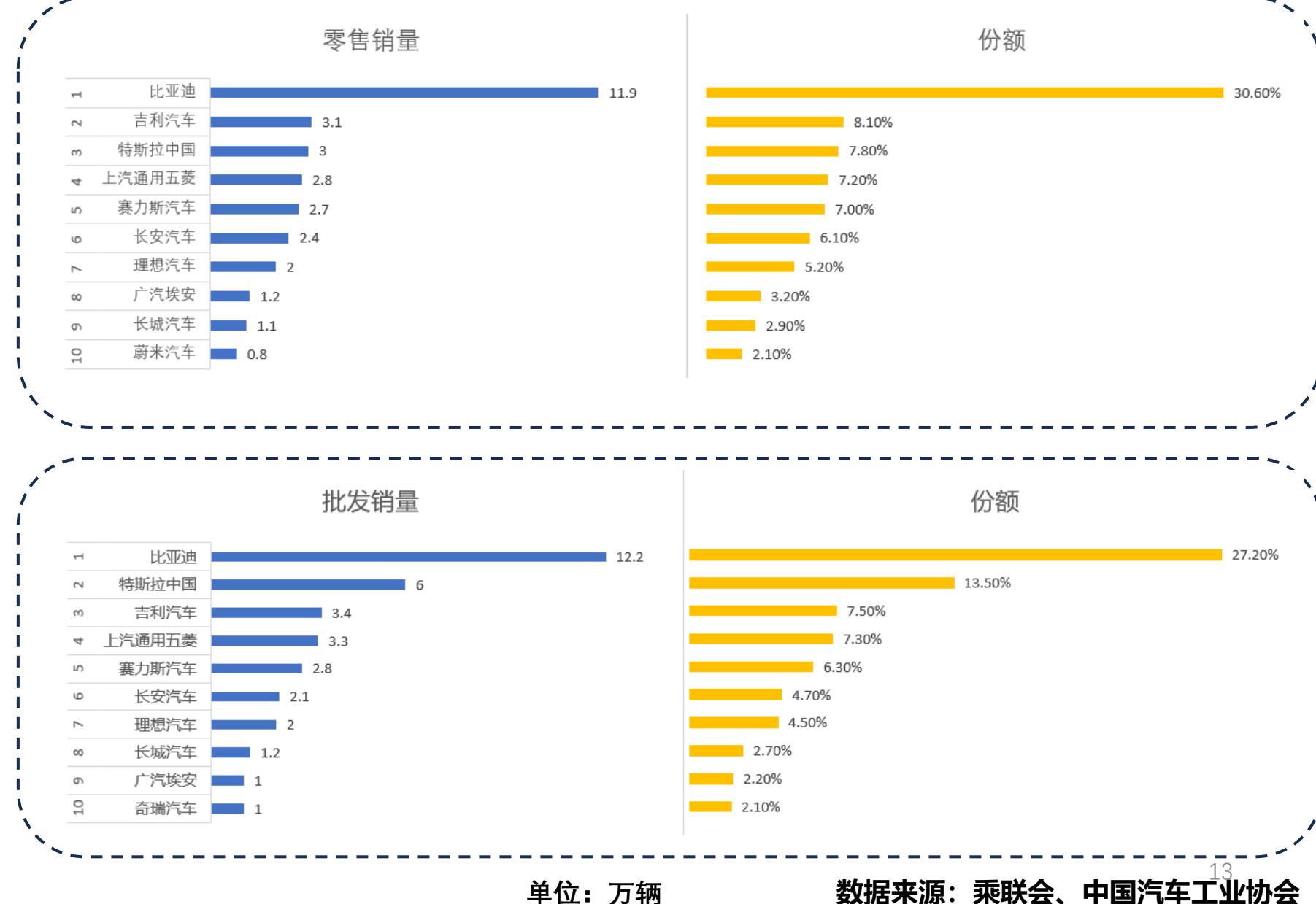


新能源汽车行业的市场集中度较高

- 右图为2024年1-2月汽车批发销量以及零售销量最高的十家国内新能源整车制造厂商的销量以及市场份额情况。

依据零售销量来看，CR3为

- 46.4%，CR5为60.7%，CR10为80.25%；依据批发销量来看，CR3为48.2%，CR5为61.8%，CR10为78.2%，可以看出新能源汽车行业的市场集中度较高。



(1) 竞争对手的竞争力

特斯拉，目前的新能源汽车行业龙头企业，通过技术创新、产品质量、品牌知名度等方面的竞争来争夺市场份额，以其领先的电动汽车技术和全球品牌知名度处于市场领先地位，而国内的新创企业如、蔚来汽车、小鹏汽车和理想汽车则通过不断推出新产品和服务来竞争。

(2) 潜在竞争者的威胁

新的科技公司或传统汽车制造商。例如，百度、阿里巴巴等科技巨头可能进入新能源汽车行业，利用其技术优势和资金实力构建竞争优势。传统汽车制造商如上汽集团、北汽集团等也在积极投入新能源汽车领域，通过并购、合作等方式加速发展。

(3) 替代品的威胁

例子：传统燃油车。尽管新能源汽车在环保和节能方面具有优势，但传统燃油车仍然是一个强大的替代品尤其是在行驶速度和历程方面。随着传统汽车制造商加速推出混合动力车型和电动车型，并改善内燃机车辆的燃油效率，这种威胁可能会增加。



(4) 上游供应商的谈判能力

电池供应商、零部件供应商。中国新能源汽车行业的发展受到关键零部件供应商的影响，尤其是电池供应商。如宁德时代等电池供应商在行业中具有较强的市场地位，他们的价格和供应能力会对新能源汽车制造商的成本和生产计划产生影响。

(5) 下游消费者购买力

中国政府对新能源汽车行业的政策支持影响消费者对于新能源汽车的购买。消费者对新能源汽车的需求受到价格、充电设施、续航里程等因素的影响，同时政府的购车补贴、充电基础设施建设等政策会影响消费者的购买决策。

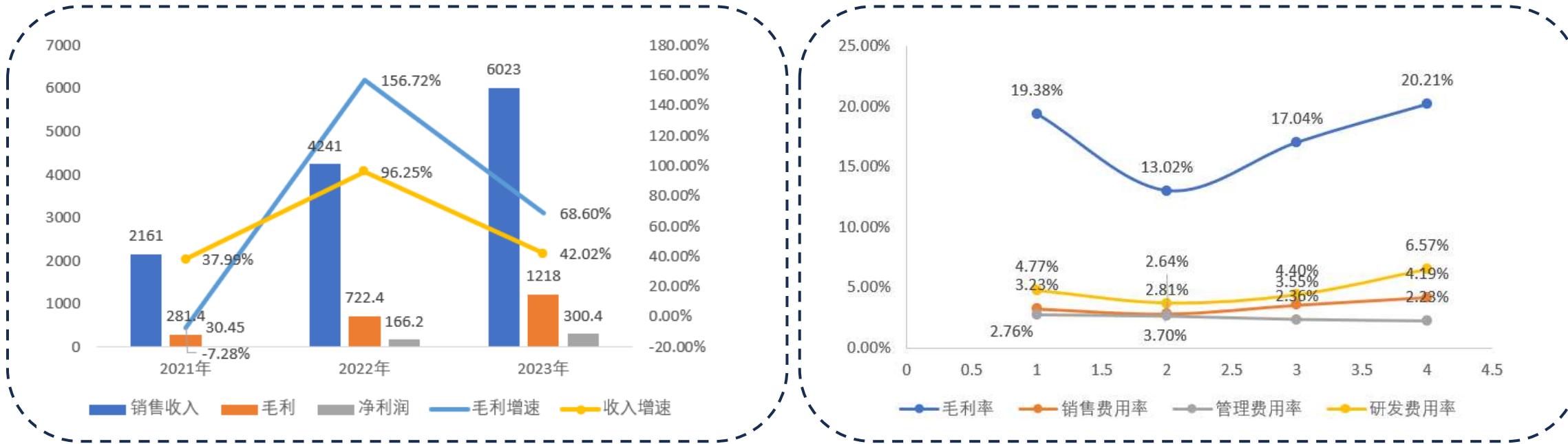
目录

content

- 1 新能源汽车行业基本概述：由政策驱动转向市场驱动，中长期重视结构性机会**
- 2 新能源汽车行业分析：新能源汽车销售前景乐观，预计持续增长**
- 3 比亚迪股份有限公司财务分析：销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，研发费用率增长较大，扩大杠杆以扩张生产经营**
- 4 风险提示：补贴大幅退坡&绿牌政策变化、芯片短缺、新车型销量不及预期**

3.1

销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，且保持较高增，速研发费用率增长较大



- 销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，且保持较高增速。公司2021年实现营业收入2161亿元，毛利281.4亿元，同比增长37.99%，2022年实现营业收入4241亿元，毛利722.4亿元，同比增长156.72%，公司2023年实现营业收入6023亿元，同比2022年增加42.02%，毛利实现1218亿元，同比2022年增加68.60%，增速相较于上一年有所减缓，但依然处于高位。**
- 公司净利润呈现大幅增长。2021年实现净利润30.45亿元，2022年实现净利润166.2亿元，2023年为300.4亿元，2023年业绩向好。**

- 公司毛利率呈现增长趋势。公司2020年毛利率为19.38%，2021年为13.02%，2022年为17.04%，2023年毛利率相较于2022年同比增长，2022年毛利率为20.21%。**
- 销售费用率和研发费用率稳定增长，研发费用率增长较大。2020、2021、2022和2023年，销售费用率分别为3.32%、2.81%、3.55%和4.19%，管理费用率分别为2.76%、2.64%、2.36%、2.23%。研发费用率2020年为4.77%，2021年下降到3.70%，2022年又大幅上升到4.40%，2023年大幅上升至6.57%。说明比亚迪集团近年越来越重视研发费用率的投入，大力推进技术创新。**

3.2

比亚迪销售利润率呈现增长，扩大杠杆以扩张生产经营

销售利润率

比亚迪和特斯拉的销售利润率均呈现出增长的趋势。相较于特斯拉的销售利润率比亚迪较低，特斯拉盈利能力更强。但2022年至2023年特斯拉盈利增速放缓，2022年和2023年分别为15.45%和15.47%，而比亚迪从2022年的4.18%增长至5.20%，仍处于较高的盈利增速。

资产周转率

比亚迪和特斯拉的资产周转率基本相当，特斯拉略高于比亚迪。特斯拉2021、2022、2023年的资产周转率分别为0.94、1.13、1.02，比亚迪为0.87、1.074、1.027，总资产周转能力相近。且两家公司的变化相仿，2023年资产周转率均有所回落。

资产负债率

比亚迪的资产负债率高于特斯拉。特斯拉2021、2022、2023年的资产负债率分别为49.17%、44.26%、40.34%，比亚迪为64.76%、75.42%、77.86%，均高于特斯拉，说明比亚迪增加更多的杠杆举债进而扩大生产，财务风险相较于特斯拉更高，更高的负债还能产生更高的税盾价值。



3.3 相对估值法估值低估，但技术分析 不建议当下持有

新能源汽车行业平均滚动PE为31.9，行业中值为13.7，说明行业中大部分企业市盈率低于行业均值，存在部分企业拥有相对均值较高的PE。

比亚迪的TTM为20.36，在选取的5家可比公司中处于中间位置，低于福田汽车与宇通客车，与江铃汽车和广汽集团相近，略高于江铃汽车。

比亚迪2023年EPS为10.32，选取行业TTM中值13.7，根据相对估值法得出比亚迪股票理论价格为141.384元，低于截止2024年4月19日收盘价210.13元，目前股价处于低估状态。

通过技术分析，当前比亚迪集团的股票正处于下行通道，短期看股价处于波动的调整通道，当下不建议买入持有，可以继续等待上行机会。



	滚动市盈率 (TTM)
比亚迪	20.36
行业平均	31.9
行业中值	13.7
福田汽车	35.78
中国重汽	19.9
江铃汽车	18.12
广汽集团	20.58
宇通客车	29.61



目录

content

- 1 新能源汽车行业基本概述：由政策驱动转向市场驱动，中长期重视结构性机会**
- 2 新能源汽车行业分析：新能源汽车销售前景乐观，预计持续增长**
- 3 比亚迪股份有限公司财务分析：销售收入、毛利、净利润均呈现增长趋势，研发费用率增长较大，扩大杠杆以扩张生产经营**
- 4 风险提示：补贴大幅退坡&绿牌政策变化、芯片短缺、新车型销量不及预期**

(1) 补贴大幅退坡&绿牌政策变化

新能源车的补贴（包括购税优惠）是新能源乘用车放量的核心驱动因素之一，若补贴大幅退坡，则可能导致新能源乘用车销量增速放缓甚至下滑。另外，绿牌政策是部分新能源车能够热销的重要原因之一，若绿牌政策发生变化，那么，可能会影响部分新能源车的销量

(2) 芯片短缺

当前时点，汽车行业芯片依然存在短缺的风险，若后续芯片持续短缺，则可能导致新能源车销量不及预期

(3) 新车型销量不及预期

若新车型推进力度较慢，那么可能导致新车型的销量不及预期

(4) 技术分析股价下行趋势，震荡调整

THANKS

期待与您合作!