下载日志已记录，仅供内部参考

比亚迪(002594.SZ)/比亚迪股份(01211.HK)

再论规模效应：何时跨越临界点？

广发研究 GF RESEARCH

公司评级

买入-A/买入-H

当前价格 83.31 元/75.00 港元

合理价值 103.61 元/93.28 港元

前次评级 买入/买入

比亚迪以电池技术起家，经三十余年垂直整合构建起全栈自研体系，2025 年乘用车销量 454.5 万辆，连续四年稳居全球新能源汽车销量首位。 公司方法论始终如一：先以超出同业的资本开支、研发与组织扩张承受短期代价，再在技术红利集中释放时以规模效应收获超额回报。当前对于公司的主要分歧已不在技术与地位，而在于高速扩张所积累的庞大固定成本基数——是持续侵蚀利润的结构性负担，还是尚待释放的经营杠杆？即“高举高打”的方法论能否在新一轮周期中再次奏效。

广义固定成本有望由利润负担转为规模杠杆，推动公司由“投入期”迈入“收获期”。我们将员工薪酬、折旧、摊销、业务费用合并定义为广义固定成本，其规模主要由产能与组织的既有体量决定，短期内难随销量波动而回落。2025 年该比重升至历史高位，我们判断已接近本轮顶部。往后展望，一方面资本开支强度已过峰值、折旧增量趋于收敛，人员配置亦由扩编转入提效，固定成本的增长中枢有望系统性下移；另一方面伴随国内份额提升与海外市场放量，收入增速有望显著快于固定成本增速。二者共同作用下，或将把投入期承受的利润压制逐步释放为收获期的盈利弹性。

展望国内，短期，兆瓦闪充有效提升竞争实力，带来份额端增长；中长期，供给侧改革降低价格竞争烈度，高端化则打开超额利润空间。**展望海外，**中国品牌手握新能源与智能化两张代际差牌，爬坡斜率显著陡于日韩历史路径；比亚迪有望成为中国新能源出海的龙头，引领下一阶段全球电气化变革，稳定阶段的海外业务规模有望接近公司现有国内业务规模。

盈利预测和投资建议。公司是一家以工程师文化与长期主义投入构建壁垒的新能源企业，我们看好公司在规模效应重启、高端化贡献渐显与海外产能释放的共同驱动下，再次进入收获期。我们预计公司 26-28 年归母净利润分别为 398.2/582.7/743.9 亿元，EPS 分别为 4.37/6.39/8.16 元/股。参考可比公司估值并考虑公司成长性，给予公司 26 年 0.75 倍 PEG，对应 23.7 倍 PE，对应 A 股合理价值 103.61 元/股；参考 A/H 股折价情况，H 股合理价值 93.28 港元/股，给予 A/H 股“买入”评级。

风险提示。供给侧改革不及预期；海外关税及政策变化；国内外竞争加剧等。

盈利预测

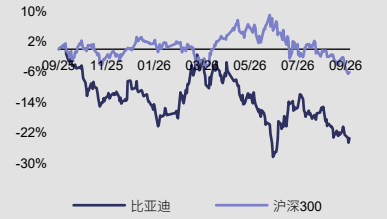
单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	777,102	803,965	**888,586**	1,047,490	1,190,725
增长率（%）	29.0%	3.5%	**10.5%**	17.9%	13.7%
EBITDA	121,337	119,043	**143,128**	178,318	206,846
归母净利润	40,254	32,619	**39,824**	58,265	74,390
增长率（%）	34.0%	-19.0%	**22.1%**	46.3%	27.7%
EPS（元/股）	**13.84**	**3.58**	**4.37**	**6.39**	**8.16**
市盈率（P/E）	20.4	27.3	**19.1**	13.0	10.2
ROE（%）	21.7%	13.2%	**14.1%**	17.4%	18.6%
EV/EBITDA	6.1	7.7	**5.3**	3.7	2.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

股票代码	002594.SZ	01211.HK
总股本(百万股)	9117.20	9117.20
流通股本(百万股)	3487.07	3683.40
总市值(亿)	7596 元	6738 港元
一年内最高/低价	111-78 元	113-72 港元
30 日日均成交量(百万股)	23.08	17.95
30 日日均成交额(百万)	1,961 元	1,439 港元
近 3 个月涨跌幅(%)	-5.48	-12.13

相对市场表现



罗英

SAC 执证号：S0260525110001
SFC CE No. BXY867
shluoying@gf.com.cn

黄思悦

SAC 执证号：S0260525070002
huangsiyue@gf.com.cn

陈昕

SAC 执证号：S0260522080008
SFC CE No. BWV823
gfchenxin@gf.com.cn

闫俊刚

SAC 执证号：S0260516010001
yanjungang@gf.com.cn
请注意，黄思悦,闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

下载日志已记录，仅供内部参考

目录索引

一、核心观点 4

二、复盘：从跟随到定义，三十余载深耕开创中国品牌崛起范式....6

（一）公司复盘：电池起家、垂直整合筑基，奋斗三十余载成就全球新能源龙头 6
（二）股价复盘：技术迭代驱动产品周期，定价逻辑从估值扩张走向业绩兑现 9

三、展望：国内份额具备稳中向上空间，海外市场方兴未艾....11

（一）规模效应：短期以闪充撬动增量，中长期以供给侧改革护航格局，规模效应有望重现....11
（二）国内：短期兆瓦闪充技术驱动份额结构性上移，中长期供给侧改革、高端化升级有望驱动估值提升 16
（三）海外：中国品牌凭借“性价比”+“新品类”优势突破，比亚迪带领中国品牌引领下一阶段全球电气化进程 22

四、盈利预测和投资建议....27

五、风险提示 29

（一）供给侧改革不及预期风险....29
（二）海外关税等政策变化风险....29
（三）国内及海外竞争加剧风险....29

下载日志已记录，仅供内部参考

图表索引

图 1：比亚迪公司发展历程.....8
图 2：比亚迪公司主要组织架构.....9
图 3：比亚迪 2020 年以来的股价复盘.....10
图 4：比亚迪 2020 年以来每年的资本开支（亿元）.....12
图 5：重点车企 2020–2025 年累计资本开支（亿元）.....12
图 6：重点车企 2020–2025 年累计资本开支/累计收入的比例.....13
图 7：比亚迪 2019–2025 年固定成本占比拆分.....14
图 8：比亚迪 2019–2025 年固定成本（亿元）及占收入比例.....14
图 9：比亚迪 2019–2025 年广义固定成本、供应商成本、归母净利润占比拆分.....15
图 10：比亚迪“闪充中国 改变世界”发布会.....16
图 11：比亚迪闪充站累计建成数量.....17
图 12：供给侧三步走的推演.....18
图 13：全球性能车如何做到经久不衰.....20
图 14：中国品牌能够进入的海外市场（有效市场）容量（万辆）.....23
图 15：中国品牌能够进入的海外有效市场分区域销量占比（2025 年）.....23
图 16：海外分区域新能源渗透率情况.....24
图 17：海外新能源市场空间测算（万辆）.....25
图 18：中国品牌海外扩张路径.....25
图 19：比亚迪海外新能源市场空间测算（万辆）.....26

表 1：比亚迪核心主营业务收入拆分.....28
表 2：可比公司估值比较（PEG）.....29

下载日志已记录，仅供内部参考

一、核心观点

比亚迪是理解中国制造业如何将规模转化为壁垒、将成本结构转化为竞争优势的重要样本。公司以电池技术起家，经三十余年垂直整合，构建起覆盖电池、电机、电控、整车、半导体的全栈自研体系，2025 年批发销量为 454.5 万辆，稳居全球新能源汽车销量首位。我们认为，市场当前对比亚迪的核心分歧本质上指向相同的问题：过去数年以高资本开支、高研发投入、高组织扩张所积累的庞大固定成本基数，究竟是持续侵蚀利润的结构性负担，还是尚待释放的经营杠杆？我们将在本篇深度报告中试图回答此问题。

复盘：

回溯公司三十余年的发展历程，比亚迪沿“电池起家→切入整车→蛰伏深耕→爆发跃升→全球突破”的主线，完成了从手机电池代工厂到全球新能源汽车龙头的跨越式蜕变，其内在逻辑一以贯之：以持续技术积累与高度垂直整合为内核，在需求尚未成熟时耐心蛰伏，在技术红利集中释放时果断放量。创始人王传福“工程师治厂”式的集权治理贯穿始终，每一次重大技术转向——2003 年进入整车、2008 年选择以磷酸铁锂为重点技术路线、2020 年推出刀片电池、2021 年发布 DM-i——均由其本人主导决策，使公司能在战略窗口期快速调配资源。2020 年起刀片电池与 DM-i 共振引爆销量，2022 年停产燃油车、年销跃至 186 万辆，此后第五代 DM、兆瓦闪充、天神之眼智驾、二代刀片电池等技术密集推出，海外出口从 2023 年 24 万辆增至 2025 年超 100 万辆。

股价走势映射了上述基本面演进的节奏。蛰伏期（2011–2019），新能源成长溢价尚未兑现，扣非归母净利润大幅波动，股价长期横盘甚至跑输申万汽车指数；爆发期（2020–2022.06），刀片电池与 DM-i 开启强产品周期，乘用车销量从 2020 年的 41.63 万辆跃升至 2022 年的 186.24 万辆，股价累计上涨 634.8%，PE-TTM 从 46.5 倍扩张至 285 倍，市场对盈利改善的预期提前定价；消化期（2022.06–2024.02），扣非归母净利润从 156 亿元增至 370 亿元，但 PE-TTM 持续消化，定价逻辑从“成长预期”切换至“盈利质量”；修复期（2024.02–2025.05），第五代 DM、天神之眼、兆瓦闪充密集催化，股价上涨创历史新高；当前阶段（2025.05 至今），国内竞争加剧叠加 beta 下行，股价承压。当前股价所反映的，更多是固定成本“吞噬利润”的一面；而下文展望部分将论证的是这一杠杆即将释放的路径与节奏。

展望：

比亚迪通过高度垂直一体化、持续扩产及加大研发投入，形成较高的固定成本基数（2020–2025 年资本开支累计约 5228 亿元，广义固定及类固定成本从 2019 年 369 亿元攀升至 2025 年 2522 亿元），但高固定成本的本质是非线性杠杆结构：随着销量增长，固定成本有望进一步摊薄，并释放较大的利润弹性。我们判断当前公司广义固定成本占收入比重已接近本轮周期顶部——国内产能建设基本完成、折旧增速边际放缓，员工薪酬随自动化与组织效率优化具备挖潜空间，拐点性下降将标志从“投入期”迈入“收获期”。

短期看，兆瓦闪充有望缩小纯电车型与燃油车在补能效率方面的体验差异（常温 5 分钟充至 70%），不仅撬动新能源用户的份额再分配，燃油车保有用户这一增量需求池也在打开，其真正壁垒在于垂直一体化支撑的系统级集成能力（电池+整车+桩+储能同体系正向设计），同业中短期难以复制，竞争优势突出。

中长期看，政策逻辑正从“需求端管理”转向“供给侧发力”，通过立法先行、监管跟进逐步筛选合格供给主体（三步走：信号期→监管深水区→格局形成期），价格竞争烈度系统性下降后，利润修复空间有望打开，比亚迪作

下载日志已记录，仅供内部参考

为规模与成本双重领先的头部受益最为明确。

海外端，中国品牌这一轮出海与日韩历史路径并不完全可比：日韩车企主要沿单一动力技术路线逐步扩大市场份额，而中国品牌手握新能源与智能化两张代际差牌，以“新品类+性价比”双轮驱动切入，爬坡斜率有望显著更陡，空间有望更加充足。比亚迪有望成为中国新能源出海的龙头，引领下一阶段全球电气化变革，稳定阶段的海外业务规模有望接近公司现有国内业务规模。

高端化维度，对照全球性能车长青品牌四要素（集团化赋能、技术锚点、文化圈层、基因可迁移），比亚迪在集团赋能与基因可迁移上已具备成熟基础（核心技术天然电动原生，无燃油→电动迁移负担），技术锚点（易四方/云辇/兆瓦闪充）参数领先但尚需沉淀为用户心智标签，文化圈层处于早期——高端化本身是独立于规模之外的超额利润增长极，通过“高端车型验证、大众车型放量”的技术滚动机制保护，规模效应不被价格竞争侵蚀。

回到本文开篇提出的核心命题：比亚迪庞大的固定成本基数，究竟是负担还是杠杆？我们认为，**在**公司规模有望继续扩大的背景下，盈利较快增长情景出现的可能性较高——国内端，闪充驱动份额上移、供给侧改革改善竞争格局、高端化保护利润空间，三者共振使存量市场的规模红利得以真正兑现为利润；海外端，稳态体量上移意味着固定成本的分摊基础将从单一市场扩展至全球，经营杠杆的释放空间也随之倍增。当国内的深度与海外的广度在同一时间窗口叠加，比亚迪过去数年所积累的产能、技术与供应链资产，有望从压制当期报表的刚性成本切换为放大未来利润的结构性优势——这一切换是我们看好比亚迪中长期价值的核心依据。

下载日志已记录，仅供内部参考

二、复盘：从跟随到定义，三十余载深耕开创中国品牌崛起范式

（一）公司复盘：电池起家、垂直整合筑基，奋斗三十余载成就全球新能源龙头

纵观比亚迪三十余年的发展历程，公司沿着“电池起家—切入整车—蛰伏深耕—爆发跃升—全球突破”这条主线，完成了从手机电池代工厂到全球新能源汽车龙头的跨越式蜕变。这一历程可划分为以下五个阶段，其内在逻辑一以贯之：以持续的技术积累与高度垂直整合为内核，在需求尚未成熟时耐心蛰伏、在技术红利集中释放时果断放量——每一轮产品力的代际跃迁，都为下一阶段的增长积蓄势能。

1.1995–2003 年（创业初期）：电池起家，成为主流手机厂商核心供应商

1995 年 2 月，王传福辞去在北京有色金属研究总院的职务，与吕向阳共同在深圳注册成立深圳市比亚迪实业有限公司（2002 年 6 月更名为比亚迪股份有限公司），以人工操作与工装夹具相结合的方式完成首批电池生产。在镍电池向锂离子电池技术升级的过程中，比亚迪通过持续研发与低成本策略持续突破重要客户，公司在 2000 年、2002 年相继成为摩托罗拉、诺基亚的第一个中国锂离子电池供应商。2002 年 7 月，比亚迪在港股上市，募资 16.5 亿港元。

2.2003–2010 年（进军汽车领域）：从质疑到突破，造车初获成功

2003 年 1 月，比亚迪以 2.7 亿元收购西安秦川汽车 77%股权，公司依托秦川的工艺及生产线，将电车视为电池技术的自然延伸，正式进入汽车领域。2005 年 9 月，自主研发的首款轿车 F3 上市（入门价 7.38 万元），2009 年销量 29.1 万辆，位列中国轿车市场销量首位，并成为中国首款月销 3 万辆的自主品牌车型。2008 年推出首代 DM 混动技术（纯电续航 100 公里），2008 年 12 月，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，标志着比亚迪第一款新能源车的诞生。

3.2010–2019 年（深耕新能源）：蛰伏十年，新能源战略持续深化

受库存、经销商退网、新能源与燃油战略调整等因素影响，比亚迪 2011 年起迎来调整期，开启接近 10 年漫长蛰伏。蛰伏的十年是比亚迪技术突破、能力积累的十年，在发动机、变速箱、混动技术、车型外形设计方面持续创新。2010 年起，通过深圳 e6 纯电出租车（2010 年 5 月首批交付、当年累计 40 辆）与 2011 年 1 月投入运营的 200 辆 K9 纯电公交车，验证磷酸铁锂电池的可靠性；2010 年 5 月，比亚迪与戴姆勒签订合资经营合同（合资公司深圳比亚迪戴姆勒新技术有限公司于 2011 年 2 月 16 日成立），双方各占一半股权，为后续腾势品牌推出奠基。2013 年，公司推出王朝系列首款双模电动车比亚迪秦上市。2014 年 4 月，比亚迪提出“542 战略”（零百加速 5 秒内、全时电四驱、油耗 2L/100km 以下），确立技术及性能目标。2015 至 2016 年，陆续推出唐、宋、元等王朝系列的车型。在此期间，公司燃油车业务逐渐下滑，新能源车型逐步取代 F3、S6 等传统车型的市场份额，新能源车销售仍以 B 端市场为主导，C 端市场则主要集中于限牌城市。

4.2020–2022 年（新能源爆发）：刀片电池与 DM-i 共振，销量与业绩全面跃升

经过十年蛰伏，2020 年开始比亚迪迎来技术红利集中释放——刀片电池、DM-i 超级混动技术推动销量进入爆发式增长期。2020 年 3 月，比亚迪发布刀片电池，体积利用率提升 50%以上并通过针刺测试，首搭车型汉 EV 月销迅速破万，奠定安全与成本口碑；2021 年 DM-i 超级混动系统以 43.04%热效率发动机+E-CVT 架构实现亏电油耗 3.8L/100km，秦 PLUS DM- i 起售价下探至 10 万元区间，混动经济性认知被重新定义，DM-i 进入

下载日志已记录，仅供内部参考

放量期，公司乘用车销量由 2020 年的 41.63 万辆跃升至 2021 年的 73.01 万辆（其中新能源乘用车由 17.91 万辆增至 59.37 万辆）。2022 年 3 月，比亚迪宣布全面停产燃油车，新能源年销 186.35 万辆，同比+208.6%；全年扣非归母净利润约 156 亿元，盈利拐点确认，汉/唐/海豚/海豹产品矩阵成型。公司乘用车销量由 2020 年的 41.63 万辆增至 2022 年的 186.24 万辆，新能源从“政策驱动”切换为“产品驱动”，β（行业渗透率）与 α（技术降本）共振，迎来一轮快速向上。

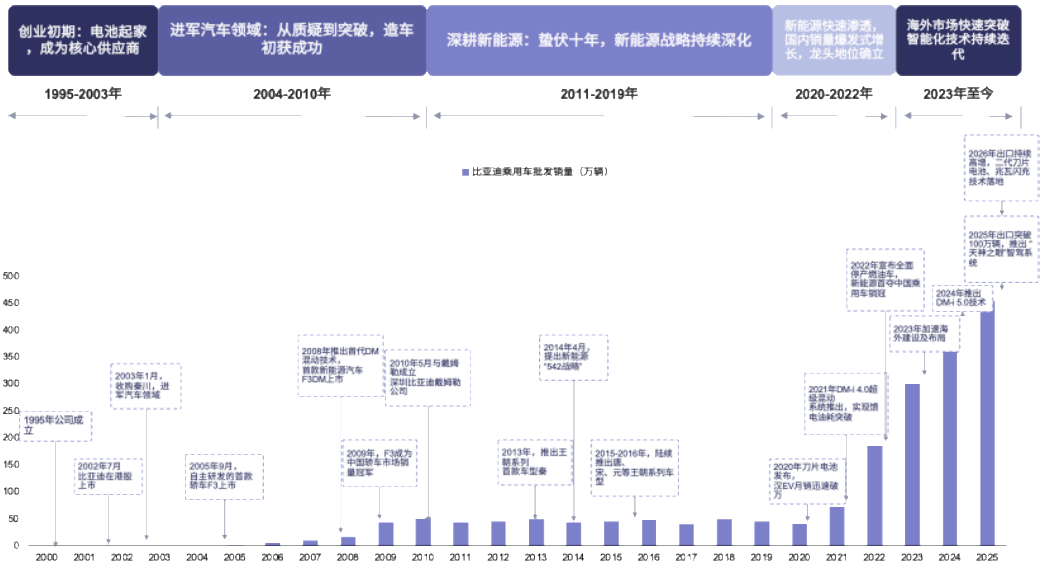
5.2023 至今（国内守成与全球突破）：国内每年革新、海外加速突破，智能化与出海成新引擎

2023 年至今，比亚迪进入了“国内面临竞争加剧、但海外加速突破”的新发展期，为守住国内份额强化竞争实力，第五代 DM 技术、兆瓦闪充、天神之眼智驾系统、二代刀片电池等技术持续推出。2023 年，行业价格竞争加剧，比亚迪凭借规模与垂直整合成本优势维持稳定份额，全年销量 302.44 万辆（同比+67.8%；产量 304.52 万辆，同比+61.8%）；2024 年 5 月比亚迪发布第五代 DM（DM-i 5.0），发动机热效率达 46.06%、百公里亏电油耗 2.9L、综合续航 2100 公里，秦 L/海豹 06 DM-i 上市即成爆款；2025 年 2 月发布“天神之眼”智驾系统，高速 NOA 全系标配，推动中阶智能辅助驾驶“平权”至 10 万元级车型。2025 年 3 月推出超级 e 平台与兆瓦闪充（全域 1000V、峰值功率 1000kW，实现“充电 5 分钟续航 400 公里”）；2026 年 3 月正式推出第二代刀片电池及兆瓦闪充技术，常温环境下充电从 10%→70%仅 5 分钟、10%→97%仅 9 分钟，有效解决“充电慢”难题，再次推动行业变革与发展。

在此区间，比亚迪海外加速突破：出口自 2023 年起显著提速，根据中汽协，2023 年乘用车出口 24.3 万辆（同比+340%），2024 年达 40.8 万辆（同比+68%），2025 年乘用车出口突破 100 万辆，2026 年上半年出口 79.2 万辆（同比+67.8%），出口维持高增速；本地化产能同步落地：泰国工厂、乌兹别克斯坦工厂 2024 年投产、巴西工厂 2025 年投产、匈牙利工厂即将投产；以欧洲为例，公司设立比亚迪欧洲子公司并以匈牙利为欧洲制造核心，持续深耕出海本地化，逐步构建“本地生产+专属出口船队+渠道扩张”的全球化运营体系。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 1：比亚迪公司发展历程



数据来源：Marklines、公司官网、公司年报、公司招股说明书、新华网、经济参考报、人民日报海外版、人民网、中国经济网、证券时报、中证网、中国证券网、深圳特区报、重庆市发改委、中国汽车工业协会、广发证券发展研究中心

注：Marklines 对比亚迪的销量统计数据从 2006 年开始

王传福先生长期兼任董事长与总裁，是公司战略方向与技术路线的最终决策者。比亚迪最显著的管理特质是“工程师治厂”——公司每一次重大技术转向（2003 年进入整车制造、2008 年押注磷酸铁锂、2020 年推出刀片电池、2021 年发布 DM-i 混动平台）均由王传福本人主导决策，对核心技术细节介入极深。创始人高度集权的模式使比亚迪能够在战略窗口期快速调配资源、贯彻垂直整合。王传福之下公司设三位执行副总裁（李柯、何志奇、何龙），分别负责海外业务、乘用车事业群运营与动力电池；再下设高级副总裁（杨冬生、罗红斌、周亚琳）及副总裁（任林、赵俭平、罗忠良等），覆盖智能化研发、动力系统、财务、轨道交通、品质、商用车等职能，李黔任董事会秘书、公司秘书兼投资处总经理。研发端形成“双院制”——廉玉波（现任公司首席科学家、汽车总工程师兼汽车工程研究院院长）领衔汽车工程研究院主攻平台与整车工程，杨冬生领衔汽车新技术研究院聚焦智能化与前瞻技术。业务端涵盖汽车、电子、轨道交通等多个事业群，新能源乘用车业务已形成由比亚迪、腾势、方程豹和仰望组成的多品牌矩阵，整体呈现“强总部＋垂直整合”的治理特征。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：比亚迪公司主要组织架构



数据来源：公司年报、公司半年报、公司官网、比亚迪电子官网、公司官方微博认证、广发证券发展研究中心

（二）股价复盘：技术迭代驱动产品周期，定价逻辑从估值扩张走向业绩兑现

复盘比亚迪 2011 年以来的股价，其经历了从估值驱动到业绩驱动的切换：蛰伏期横盘蓄势，爆发期估值扩张主导涨幅，消化期业绩高增对冲估值回落，往后展望，股价上行空间取决于盈利向上的持续性与海外增量。

阶段一（2011–2019）蛰伏与转型。 传统车承压、新能源踟蹰，扣非归母净利润波动剧烈——2016 年受补贴红利公司扣非归母净利润一度升至 46 亿元，此后补贴退坡叠加燃油车竞争加剧，2018/2019 年仅 5.8/2.3 亿元。股价长期横盘，跑输申万汽车指数，市场尚未给予新能源成长溢价，属于典型的“预期未兑现”深度左侧阶段。

阶段二（2020–2021.02）beta 与 alpha 共振，估值扩张。2020 年刀片电池发布与汉上市打开品牌向上通道，11 月新能源汽车产业规划落地。2020 年 1 月 2 日至 2021 年 2 月 2 日，公司股价（后复权）累计上涨 455.7%，核心驱动力是市场对未来盈利大幅改善的预期提前定价；PE-TTM 由 47 倍扩张至 222 倍，盈利尚未兑现。股价相对申万汽车指数（同期+53.9%）取得显著超额收益（+401.9pct），涨幅与技术突破、品牌向上深度绑定。

阶段三（2021.02–2022.06）强产品周期兑现，回调后再创新高。 2021 年 DM-i 放量开启强产品周期，2022 年宣布停产燃油车，乘用车销量由 2020 年的 41.63 万辆跃升至 2022 年 186.24 万辆；2021 年 2 月 2 日至 2022 年 6 月 23 日，公司后复权股价累计上涨 32.2%，同期申万汽车指数上涨 9.1%，超额收益为 23.1 个百分点；截至 2022 年 6 月 23 日，公司 PE-TTM 达到 285 倍。

阶段四（2022.06–2024.02）业绩高增与估值消化。 2022 年中购置税减半带来行业 beta 短暂反弹后，需求转弱、价格战开启、竞争格局恶化，2022 年 6 月 23 日至 2024 年 2 月 2 日，公司后复权股价累计下跌 52.5%，PE-TTM 由 285 倍压缩至 17 倍，跑输沪深 300 与申万汽车指数。但业绩端持续高增，扣非归母净利润由 2022

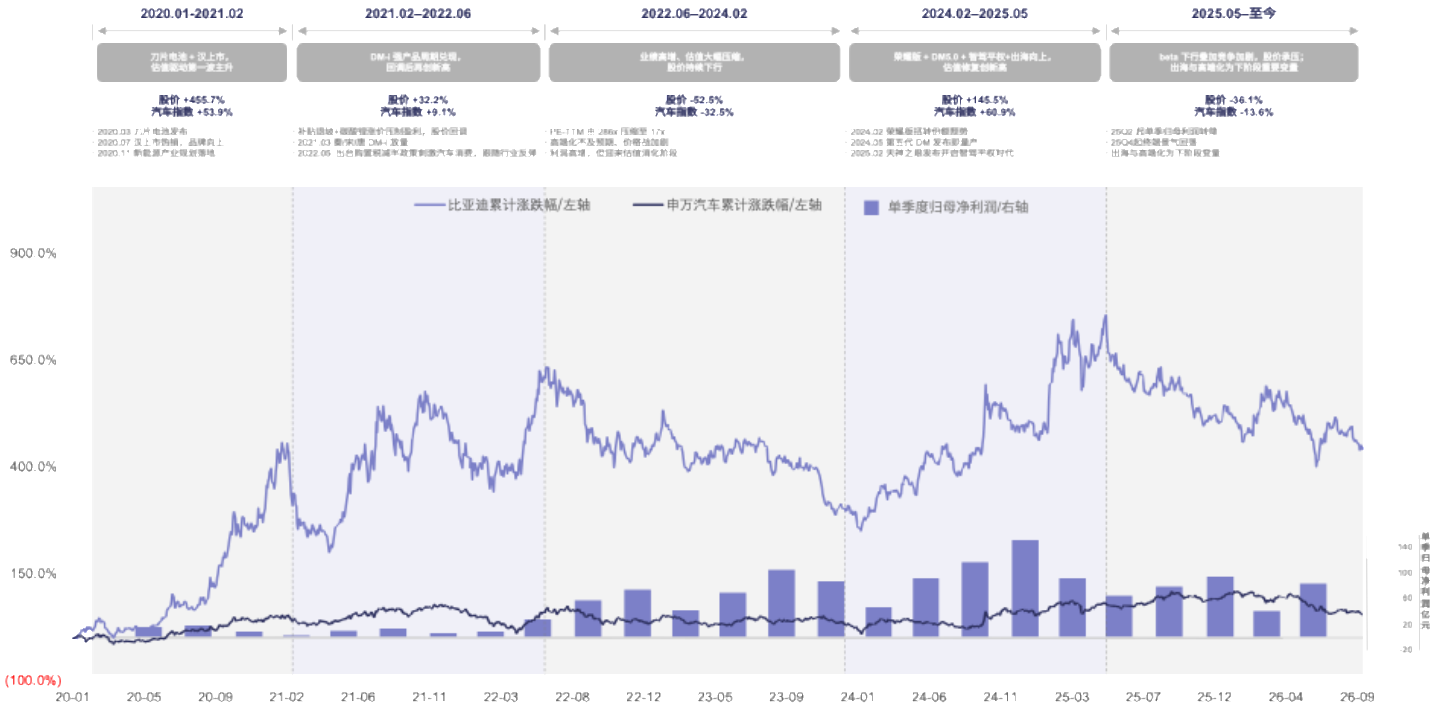
下载日志已记录，仅供内部参考

年 156 亿元增至 2023 年 285 亿元、2024 年 370 亿元，公司 EPS 快速上行；“估值消化”与“业绩兑现”并行，定价逻辑从“成长预期”切换至“盈利质量”。

阶段五（2024.02–2025.05）技术催化驱动估值修复。 2024 年 2 月荣耀版扭转份额颓势，2024 年 5 月第五代 DM 技术发布；2025 年 2 月天神之眼智驾平权，3 月超级 e 平台与兆瓦闪充发布。密集技术催化推动市场重估公司竞争壁垒，2024 年 2 月 2 日至 2025 年 5 月 23 日，公司后复权股价累计上涨 145.5%，并于 2025 年 5 月 23 日达到阶段高点，在前期大幅估值消化后迎来显著修复，显著跑赢沪深 300 与申万汽车指数。

阶段六（2025.05 至今）beta 下行带来股价承压。 国内竞争加剧、以旧换新政策变化、新能源购置税减免政策调整，行业 beta 下行，总体销量承压。2025 年扣非归母净利润 294.46 亿元、同比下降 20.4%，为近年首次年度盈利收缩。2025 年 5 月 23 日至 2026 年 9 月 17 日，公司后复权股价累计回落 36.1%；截至 2026 年 9 月 17 日，PE-TTM 为 26.3 倍。

图 3：比亚迪 2020 年以来的股价复盘



数据来源：Wind、公司年报、公司中报、比亚迪官网、中国政府网、广发证券发展研究中心

注：股价为后复权收盘价；柱状为单季归母净利润（右轴，2020Q1–2026Q2）；申万汽车指数与股价同起点标定；数据截至 2026 年 9 月 17 日。

下载日志已记录，仅供内部参考

三、展望：国内份额具备稳中向上空间，海外市场方兴未艾

（一）规模效应：短期以闪充撬动增量，中长期以供给侧改革护航格局，规模效应有望重现

回顾比亚迪 2020 年开始的快速增长周期，增长路径有其清晰的内在逻辑：凭借在新能源领域的深厚技术积累，公司在行业需求快速上行的窗口期，实现了收入与业绩的同步跃升，展现第一轮的规模效应。支撑这一跃升的，是比亚迪典型的发展模式——高度垂直一体化的产业布局、快速扩张的国内产能、持续加码的研发投入，三者叠加，构筑起一套远高于同业平均水平的固定成本与类固定成本基数。这套模式在需求爬坡阶段，将以短期利润为代价：产能折旧、研发费用、供应链自建成本，在销量尚未填满产能之前，都是压在报表上的刚性成本。

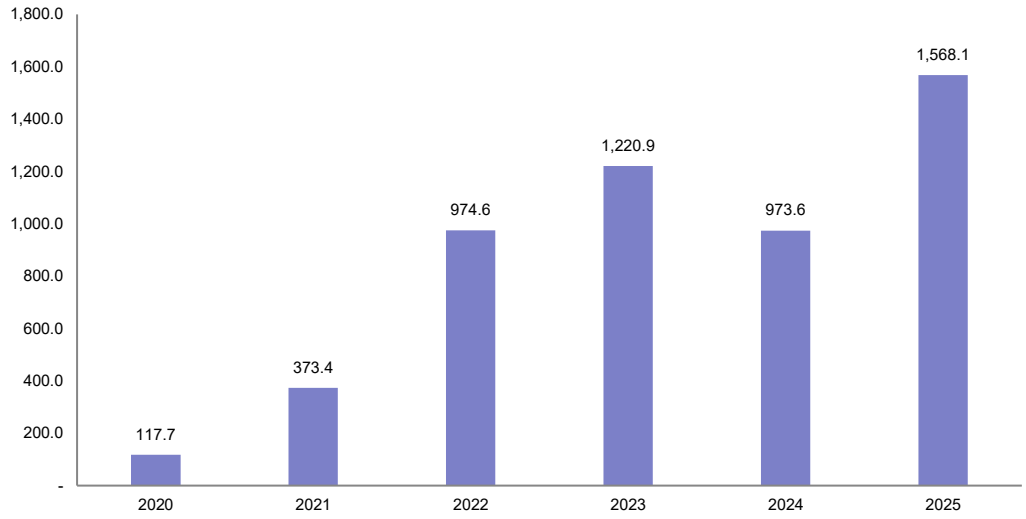
但这恰是理解比亚迪战略选择的关键所在——高固定成本模式下，利润并非随销量增加而等比例增长，而是呈现较强的经营杠杆特征：随着销量规模提升，前期形成的固定成本有望得到进一步摊薄，从而释放较大的利润弹性。这也解释了为何在国内市场竞争加剧、单车盈利承压的背景下，管理层仍选择保持较高投入强度，以支持技术迭代和中期业务增长。

站在当下时点展望未来几年，我们认为比亚迪收入与利润的显著增长，将同时依赖两条彼此嵌套、互为支撑的逻辑主线——规模效应的再次释放，与高端化带来的结构性溢价。其中，规模是高端化得以展开的资本基础：较大的国内外业务规模摊薄了技术投入的单位成本，使公司有能力在高端品牌与补能网络上持续投入，而无需依赖高端业务自身产生的现金流。高端化有助于提高规模效应向利润转化的程度，高端车型能够承载更前沿、试错成本更高的技术探索，待技术成熟、成本收敛后下放至走量车型，使主力价格带也能凭技术代差维持差异化，而非单纯依赖降价维系份额。二者共同构成“高端车型验证、大众车型放量”的技术滚动机制，通过不断迭代更新的产品领先市场，以此实现对价格竞争的替代。

理解比亚迪高固定成本基数的形成，首先需要从资本开支的绝对规模与增长节奏切入。投入强度层面，2020–2025 年，比亚迪资本开支分别为 118 亿、373 亿、975 亿、1221 亿、974 亿、1568 亿元，六年累计约 5228 亿元。其中 2020–2022 年经历了一轮较为集中的扩产周期，资本开支规模从百亿级逐步提升至近千亿级；2023 年达到阶段性高点后，2024 年随部分产能建设收尾有所回落，2025 年伴随新一轮技术平台与海外产能布局再度攀升至近 1600 亿元。

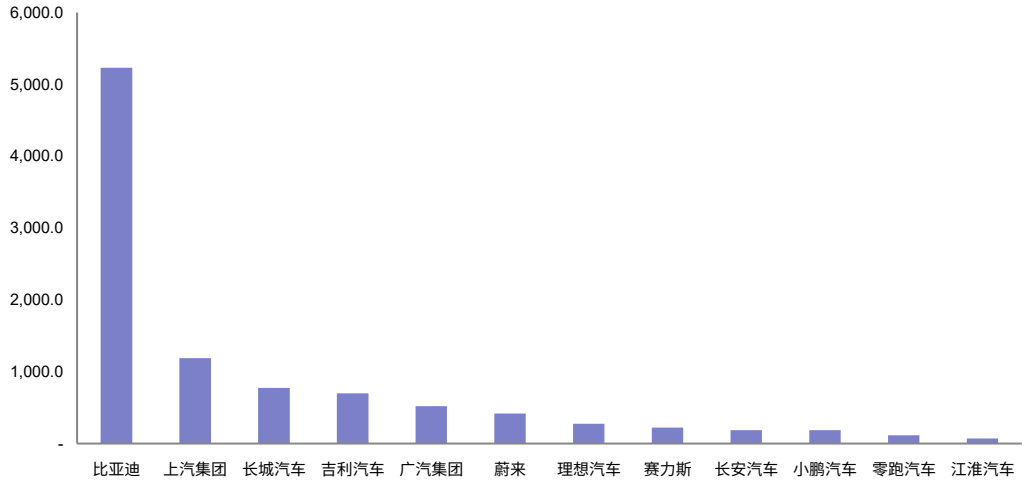
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：比亚迪 2020 年以来每年的资本开支（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 5：重点车企 2020–2025 年累计资本开支（亿元）



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

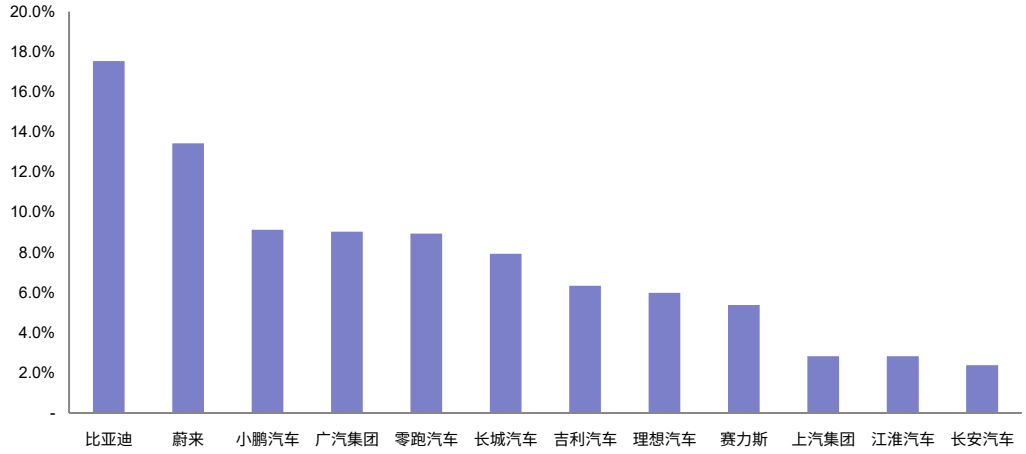
注：比亚迪、上汽、长城、广汽、赛力斯、长安、江淮的 CAPEX 为“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”；吉利汽车、理想汽车采用“购买固定及无形资产（OAS）”；零跑汽车、蔚来、小鹏汽车采用“资本性支出”。

进一步来看资本开支强度相对营收规模的比例——即资本开支/营业收入这一指标的历年变化，它能够剔除公司整体体量扩张带来的基数效应，更准确地反映公司在每一单位收入创造过程中用于产能与技术储备的增量投入。比亚迪该比例从 2020 年的 7.5%上升至 2022 年的 23.0%，此后随收入规模放量回落至 2024 年的 12.5%，2025 年再度升至 19.5%，六年累计口径下约为 17.5%。我们选取 12 家 A 股及港股主要整车企业进行同期比较，比亚迪的累计资本开支强度处于行业较高水平。需要说明的是，上述比较未考虑不同车企所处经营周期、业务结构及产能建设节奏的差异，仅从资本开支单一维度观察各家企业在过去六年中的增量投入程度，

下载日志已记录，仅供内部参考

存在一定局限性。但从结果来看，比亚迪过去数年持续保持较高的资本投入强度，由此积累的固定成本基数，是理解其后续规模效应释放空间与盈利弹性的一个重要切入点。

图 6：重点车企 2020–2025 年累计资本开支/累计收入的比例



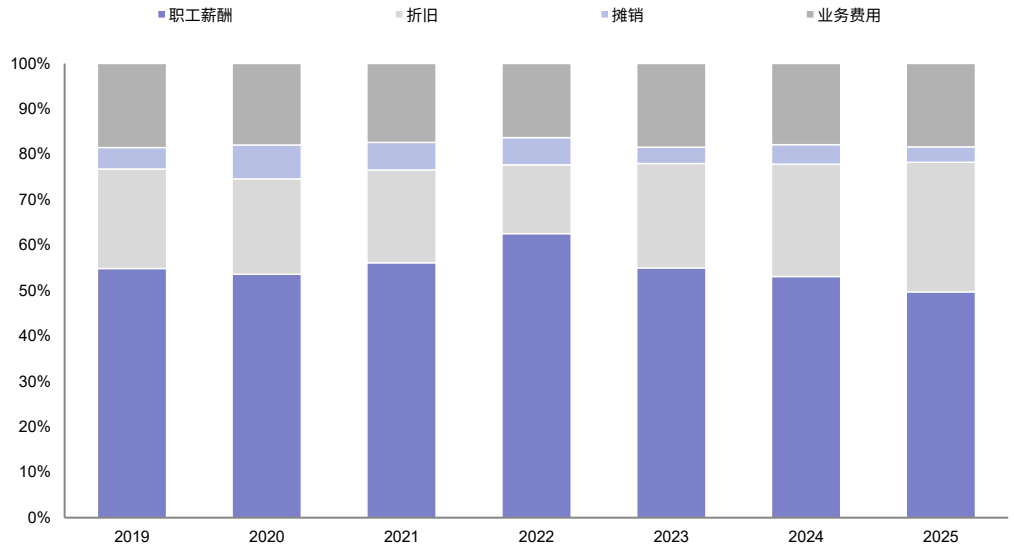
数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心

对制造业企业成本结构的评估，传统方法多依赖毛利率与期间费用率的逐项分析，然而该框架面临一个核心局限：原材料价格的周期性大幅波动与公司产能扩张所驱动的结构性成本积累交织于同一组报表项下，若不加分离，则极易将周期性误识为企业经营的结构性特征。为克服上述局限，本文采用收入拆分框架，将公司收入按最终去向逐项追踪，分离至供应商（原材料及外协，典型的可变成本）、员工及固定资产折旧（与产能规模绑定的刚性支出）、渠道运营与客户维护（业务费用及售后）、政府与金融机构以及股东利润等各归属方，各项占收入比重的演变方向与变化速率，将“周期性”与“结构性”两类成本压力予以分离。

本文将以下四项合计定义为广义固定成本：员工薪酬（涵盖研发、生产、管理等全口径人力成本）、折旧（固定资产的期间摊销，直接映射前期资本开支的沉没成本释放）、摊销（无形资产与资本化研发支出的期间摊销）以及业务费用（销售佣金、物流、广告推广等渠道运营支出）。上述四项的共性特征在于：其绝对规模主要由公司的产能基数、组织体量及渠道布局所决定，一经投入即形成较强的刚性约束，不随单车销量的短期波动或原材料价格的周期涨跌而同比例伸缩。

下载日志已记录，仅供内部参考

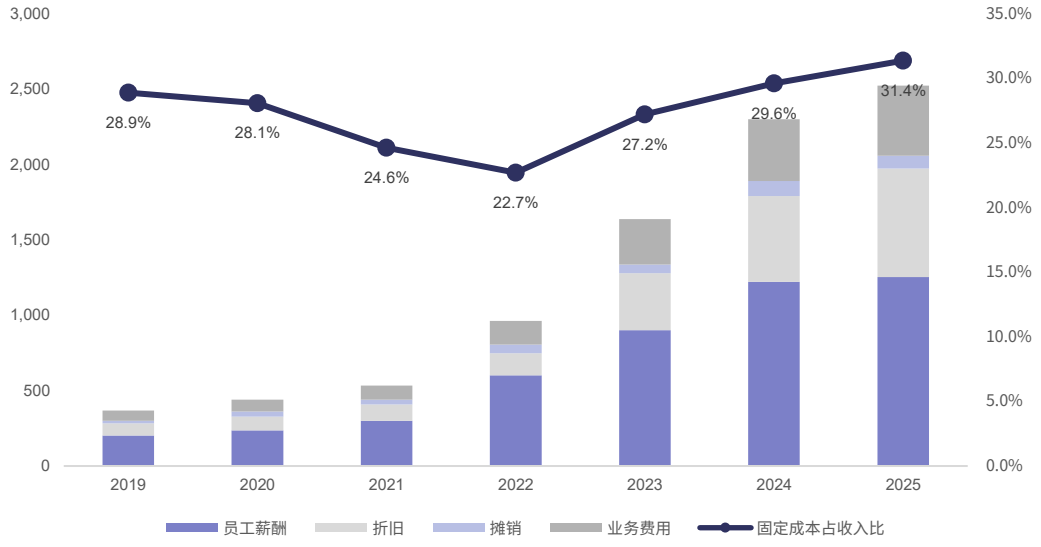
图 7：比亚迪 2019–2025 年固定成本占比拆分



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

按如上所述口径，比亚迪 2019 年广义固定成本合计 369 亿元，2025 年攀升至 2,522 亿元，六年间增长约 5.8 倍，同期收入增长约 5.3 倍。固定成本增速快于收入增速，占收入比重从 2019 年的 28.9%上行至 2025 年的 31.4%。广义固定成本内部，各分项的增长节奏与结构占比演变并不均匀。折旧与员工薪酬构成两条主线，前者是近三年固定成本膨胀的核心驱动力，后者则是未来两至三年挖潜的重要方向。

图 8：比亚迪 2019–2025 年固定成本（亿元）及占收入比例



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

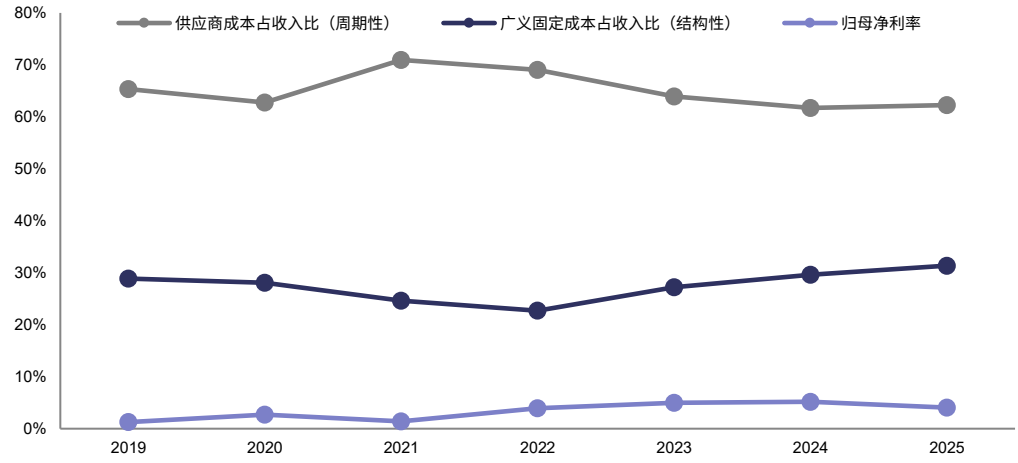
折旧：产能投入集中释放带来利润端显著承压。公司 2019 年折旧仅 81 亿元，占收入 6.3%，伴随 2021–2023 年大规模在建工程密集转固，折旧于 2023 年跃升至 377 亿元（占收入 6.3%），2024 年进一步至 569 亿元（7.3%），2025 年达到 720 亿元（9.0%）。在广义固定成本内部占比层面，折旧从 2022 年的 15%跃升至 2025 年的 29%，超越业务费用成为仅次于员工薪酬的第二大固定成本项。

员工薪酬：规模最大且蕴含显著挖潜空间的固定成本项。公司薪酬支出从 2019 年的 202 亿元增至 2025 年的 1,254 亿元，绝对额增长 5.2 倍，在广义固定成本内部占比始终居首，2025 年仍达 50%，员工总数从 2019 年的约 22 万人增至 2025 年的接近 90 万人。随着公司核心产线的自动化水平持续提升、智能制造体系的深化推进以及组织效率优化举措的逐步落地，人均产出的改善空间仍然显著。员工薪酬占收入比重的边际下降，将是未来固定成本摊薄弹性的重要贡献方向之一。

往后展望来看，我们判断广义固定成本占收入比重已接近本轮周期的顶部区域。支撑该判断的核心逻辑涵盖以下三维度：其一，伴随国内整车产能建设基本完成，前期资本开支高峰期已逐步过去，新增在建工程转固节奏趋于平缓，折旧增速有望实现边际放缓；其二，员工薪酬作为当前最大的固定成本项，随生产自动化水平提升、组织效率优化及成本管控措施深化，人均创收的改善空间显著，其占收入比重的边际下行将为整体固定成本率的回落提供重要贡献；其三，业务费用的增长亦将受益于渠道网络进入成熟运营期而趋于温和。

若收入端伴随海外市场放量与产品矩阵高端化推进重回双位数增长轨道，固定成本增速有望降至收入增速以下——占比的拐点性下降将显现。届时，此前持续“吞噬利润”的成本结构将翻转为“放大利润”的经营杠杆。此拐点的确认，将是高固定成本模式由“投入期”正式迈入“收获期”的标志性信号，亦是后续盈利预测中利润增速显著快于收入增速的底层逻辑支撑。

图 9：比亚迪 2019–2025 年广义固定成本、供应商成本、归母净利润占比拆分



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

（二）国内：短期兆瓦闪充技术驱动份额结构性上移，中长期供给侧改革、高端化升级有望驱动估值提升

1．短期：兆瓦闪充技术落地带来公司竞争力显著提升，驱动份额上行

2026 年 3 月 5 日比亚迪召开“闪充中国 改变世界”发布会，发布第二代刀片电池+兆瓦闪充技术。常温工况下 5 分钟充至 70%、9 分钟充至 97%，零下 30°C 极寒环境下仅较常温延长约 3 分钟。我们认为这一技术代际的跨越所撬动的不仅是新能源用户的份额再分配，更是燃油车保有用户这一尚未充分转化的增量需求池。闪充体验的可得性将系统性降低这一决策门槛，推动增量订单向比亚迪集中，驱动公司在乘用车市场的份额实现结构性上移，并通过规模效应的持续释放进一步摊薄固定成本，形成“份额扩张—成本优化—价格竞争力增强”的正向循环。

图 10：比亚迪“闪充中国 改变世界”发布会



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

兆瓦闪充的真正壁垒不在“闪充”功能本身，而在于比亚迪垂直一体化体系所支撑的系统级集成能力——行业中多数参与者在中短期内难以复制的结构性优势。实现兆瓦闪充，要求电池材料体系（10C 高倍率第二代刀片电池）、整车 1000V 高压架构、桩体功率器件及配套储能系统（用于化解电网增容瓶颈）在同一技术体系内实现协同突破。在产业分工格局下，上述四个环节分属电池厂商、整车企业、充电运营商与电网及储能公司，各方在技术路线、开发节奏与商业利益上存在天然错配，跨主体协同的摩擦成本高、迭代周期长。比亚迪凭借电池、电控、整车、桩体的全栈自研自产能力，得以将上述子系统作为统一整体进行正向设计与联合验证，这种系统级整合能力构成了窗口期内相对同业最具辨识度的差异化壁垒。

下载日志已记录，仅供内部参考

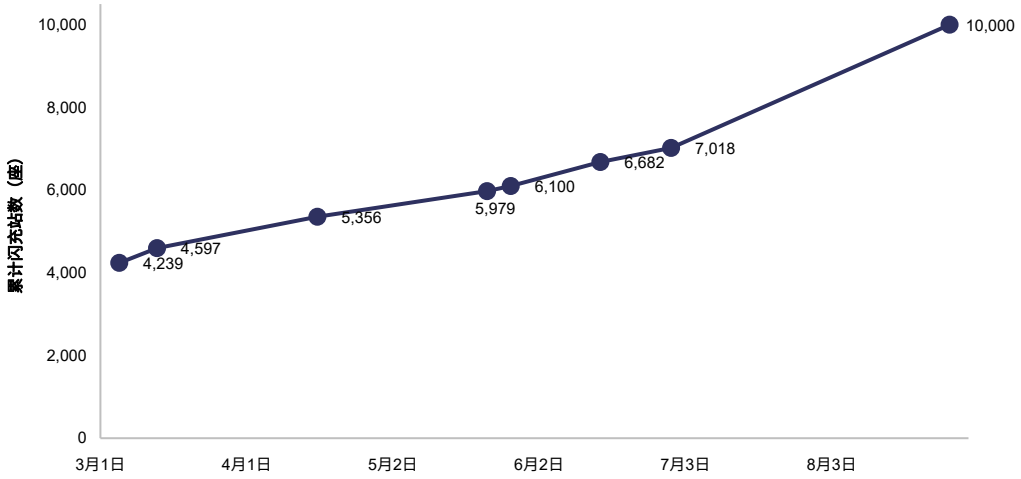
针对比亚迪兆瓦闪充生态下竞争力的提升，我们建议围绕以下维度持续跟踪验证：

（1）闪充车型产能爬坡进度——重点关注搭载兆瓦闪充平台的车型导入节奏（含现有车型改款切换与全新车型投放）、对应产线的规划产能与实际爬坡曲线，以及闪充车型交付量占公司总交付量的比重变化，该指标是衡量闪充技术从“展示能力”向“贡献收入”转化效率的核心观测量；

（2）闪充站网络建设节奏——自建站点与合作站点（如中石化“站中站”改造等模式）的累计落地数量，及其与既定规划目标（2026 年内建成 2 万座）之间的兑现率，桩网密度是需求端转化的前置条件；

（3）闪充车型在关键价格带的渗透节奏——尤其关注 15 万至 25 万元主力价格区间的铺开速度，该区间是燃油车换购需求最为集中的决策带，亦是份额增量弹性最大的竞争场域，渗透率的边际变化将是判断闪充生态能否有效穿透主流市场的先行信号。

图 11：比亚迪闪充站累计建成数量



数据来源：比亚迪官方微博、比亚迪官网、广发证券发展研究中心

2．中长期：供给侧改革有望重塑国内竞争格局，国内龙头有望显著受益

过去几年，行业政策的着力点主要集中于需求端管理，如购置税优惠、以旧换新等刺激工具。但我们判断，政策逻辑正逐步由“以需求端管理为主”转向“需求侧有序退出、供给侧同步发力”的动态调整阶段，核心跟踪变量也应相应地由单纯的销量数据，转向量、价、利三者的联动表现。从近期多部门陆续出台的制度与监管工具观察，生产质量管控、市场秩序规范、金融端收紧、价格合规、技术标准五个维度正在同步施策，监管信号的系统性与协调性较此前明显增强，反映出政策工具已从单点治理逐步迈向体系化布局。

值得强调的是，我们判断中国汽车行业大概率将走出一条区别于海外市场化出清、也不同于以行政手段直接推动企业整合的调整路径——通过立法先行、监管跟进，以制度与执法手段逐步筛选出合格供给主体，而非依赖价格竞争的自然出清或自上而下的行政撮合。基于此，我们对本轮供给侧改革做出“三步走”的推演：1.0 政策信号期（2024 年 11 月至 2026 年上半年），政策基调由“防止内卷”逐步递进至“综合整治”，各类制度工具已基本备齐；2.0 监管深水区（2026 年下半年至 2028 年），生产资质与投资管理的收紧、质量监管的执法力度，

下载日志已记录，仅供内部参考

将是这一阶段最重要的观测窗口；3.0 合格供给主体格局形成期（“十五五”期间），供给端最终实现收敛，国资、民资、科技资本与外资在新格局下完成再平衡，行业呈现豪华与大众分层竞争、品牌数量总体收缩的态势，中国品牌的全球竞争力亦在此收敛过程中同步提升。

图 12：供给侧三步走的推演



数据来源：新华社、中汽协、工信部、新华网、央视网、广发证券发展研究中心
注：2.0 及 3.0 阶段均为我们的合理推演，而非确定性预测；时间预测为我们基于历史经验的主观预测，或与实际进展有较大偏差

我们认为市场目前对供给侧改革这一线索大概率尚未形成一致预期，这恰恰是其作为中长期变量的价值所在。更为重要的是，本轮供给侧改革的时间窗口之所以已然打开，未必源于政策力度本身的强弱，而更可能是行业利润率已降至倒逼改革加速的水平——这是一条由行业基本面倒逼政策、而非政策单向推动行业的逻辑，其持续性与确定性因此相应更高。

作为规模与成本双重领先、且已在短期逻辑中验证了系统集成能力的头部企业，比亚迪是本轮供给侧出清中受益最为明确的一方。价格竞争烈度的系统性下降，本质上意味着固定成本摊薄所产生的红利能够更多地留存为可观测的利润，而非如过去几年般被持续让利所吞噬——此与前文所强调的“高端化保护摊薄红利”，是同一机制在行业维度的再现，两者叠加将相互强化。供给端收敛后头部集中度的提升，同样为比亚迪规模、成本与品牌优势在更广范围（含海外市场）的延展提供了更为稳固的基础。对这条逻辑的持续验证，建议重点关注生产资质与投资管理政策的落地节奏、质量监管执法案例的密度，以及行业整体量、价、利三个维度能否呈现同步而非背离的改善。

下载日志已记录，仅供内部参考

3．高端化：有望实现从“规模生存”到“个性化溢价”的超额利润跃迁

前文我们提及规模是高端化得以展开的资本基础，高端化则是规模效应摊薄红利能否留存的保护垫。但这仅仅回答了“高端化如何服务于规模逻辑”，没有回答一个更根本的问题——高端化本身，究竟能否成为独立于规模效应之外、创造超额利润的增长极。要回答这个问题，我们认为有必要将分析范围扩展至比亚迪以外的可比品牌，先复盘全球性能车品牌穿越能源周期、经久不衰的共性方法论，再以此为标尺，审视比亚迪高端矩阵当下所处的位置与潜力空间。

（1）全球性能车基业长青的方法论：四个可迁移的成功要素

纵观全球性能车品牌穿越燃油、混动、电动多个周期而经久不衰的路径，其成功大致可以归纳为四个层层递进的要素：以大集团为底盘、以不可复制的核心技术为骨架、以强文化圈层为灵魂、以可迭代的产品基因穿越能源周期。

其一，集团化赋能筑牢生存底盘。绝大多数长青性能品牌均背靠大型汽车集团，获得稳定现金流、共享平台与供应链、规模分摊研发成本三重保障——集团民用车型走量反哺性能线的研发投入，性能线则承担技术标杆、品牌拔高、精神图腾的角色，二者形成良性循环，而非孤立的两条业务线。

其二，掌握独特技术锚点，构建难以复制的硬壁垒。长青品牌大多拥有一到两项难以被同行复制的核心技术标签，并使其沉淀为用户心智与市场竞争中的护城河——如宝马 M 的直列六缸与操控调校、奥迪的 quattro 四驱、丰田 GR 的高可靠性与均衡调校、奔驰大 G 的三把锁与硬派非承载式底盘。这类技术锚点的价值不在于参数本身，而在于其能够被用户直接感知、且长期难以被竞争对手追平。

其三，塑造强文化与圈层，沉淀精神溢价。长青品牌通过赛事传承（如 F1、WRC、勒芒）、经典车型的代际迭代（如 M3、GTI）、以及用户圈层运营，形成跨越代际的文化认同，使车型脱离单纯的交通工具属性，具备收藏价值与身份象征意义——这一层往往是技术优势转化为持续溢价能力最关键、也最难被复制的一环。

其四，核心基因可跨周期迁移，适配能源革命。长青品牌的核心竞争力并不绑定于单一动力形式，而是底盘调校、操控逻辑、四驱系统、电控标定等底层基因，能够平滑迁移至混动、电动时代——丰田 GR 的混动化、奥迪 RS 的电动四驱化、宝马 M 的电动化，均在动力形式切换的同时保留了核心驾驶特质，这是品牌穿越能源周期而不掉队的根本原因。

将这四个要素进一步收敛，能够穿越周期、持续获取超额利润的整车企业，其核心特征可归纳为规模体量、运营高效、结构多元、产品个性化四项，且这四项特征的作用层次并不相同：规模、效率、多元化构成企业穿越行业周期、稳健经营的生存底座，是“活下来、稳得住”的核心保障，对应的是行业平均利润水平；而产品个性化与差异化，才是企业突破同质化价格竞争、真正兑现超额利润的核心抓手。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：全球性能车如何做到经久不衰



数据来源：广发证券发展研究中心

对照上述框架，我们认为比亚迪在“规模、效率、多元化”这一生存底座层面，已经具备相对清晰的验证证据，这也是我们在规模效应部分详细展开的内容：规模体量上，比亚迪凭借高固定成本、高垂直整合模式积累的产销体量，已充分摊薄单车研发折旧、产线折旧及渠道固定费用，形成显著的规模成本优势，并在供应链议价、零部件集采上具备行业领先地位；运营效率上，全栈自研自产的垂直一体化体系，使比亚迪在制造费用、供应链协同成本上相对同业具备结构性优势，这也是短期逻辑中兆瓦闪充这类系统级技术得以实现的效率基础；结构多元上，比亚迪在动力端同时布局纯电与插混两条技术路线，有效对冲了单一技术路线在原材料价格、政策导向、消费者偏好切换中的风险敞口，产品端则覆盖从 10 万元级走量车型到百万元级仰望 U9 的全价格带矩阵，规避了单一细分市场景气度下滑的风险。

对照全球性能车长青品牌的四要素框架，比亚迪当前的高端矩阵——仰望、方程豹、腾势——在不同要素上分别处于不同的展开阶段，整体呈现“基础已具备、成长曲线仍在展开”的特征，这也是判断高端化中长期潜力的核心观察维度。

集团化赋能层面，比亚迪的结构性优势已经具备，且与全球长青品牌的路径高度吻合。王朝、海洋两大走量品牌贡献的稳定现金流与规模效应，为仰望、方程豹、腾势提供了共享三电平台、共享供应链体系、分摊前沿技术研发成本的坚实底座，这与前文“规模是高端化资本基础”的判断完全一致，也是比亚迪相较于缺乏集团依托的造车新势力所具备的天然优势。这一要素在长青品牌成长路径中往往是最先夯实、也是后续要素得以展开的前提，比亚迪目前在这一环上已经不逊于成熟的全球性能车品牌。

技术锚点层面，比亚迪已经具备成为长青品牌的核心素材，且部分技术参数处于行业领先位置。例如易四方四轮独立电动技术支撑的原地掉头、应急浮水，云辇智能车身控制系统支撑的极限越野与操控表现，兆瓦闪充带来的补能体验代差等均是可被用户直接感知的技术锚点。参照长青品牌的经验，技术锚点从“参数领先”沉淀为“用户心智标签”通常需要经过持续的赛事验证与用户口碑积累，这是一个需要时间展开的过程，而非一次性完成的动作——仰望 U9 已经开始通过赛道纪录、极限性能展示进行这一沉淀，方程豹也在硬派越野属性上逐步

下载日志已记录，仅供内部参考

建立辨识度，这一进程本身即是值得持续跟踪的潜力空间。

文化圈层层面，这是长青品牌普遍需要较长周期才能沉淀完成的一环，比亚迪的高端矩阵目前正处于这一进程的早期阶段。宝马 M、奥迪 RS、丰田 GR 的溢价能力，建立在数十年的赛事传承与经典车型代际迭代之上，这类文化认同的形成本身具有较长的时间维度，并非比亚迪独有的短板，而是所有新兴高端品牌在成长初期普遍面临的共同规律。比亚迪仰望 U9 通过赛道纪录建立技术标杆形象、方程豹在越野圈层进行用户运营，这些早期尝试已经初步显现圈层沉淀的方向，后续能否加速这一进程，将直接影响高端化红利释放的节奏。

基因可迁移层面，比亚迪相对全球长青品牌具备一项结构性优势：不存在传统性能品牌“从燃油向电动迁移”的路径依赖负担。宝马 M、奥迪 RS 的核心挑战在于，如何将燃油时代积累的驾驶基因平滑迁移至电动平台而不失真；而比亚迪的易四方、云辇、刀片电池等核心技术天然是电动原生的产物，不需要经历这一迁移过程，反而具备在电动化时代参与重塑高性能汽车评价标准的先发优势——这是比亚迪相较于传统性能品牌向电动转型路径中，一项值得关注的潜在优势。

综合来看，比亚迪在集团化赋能与基因可迁移这两个要素上已经具备较为成熟的基础，技术锚点与文化圈层这两个要素则仍处于持续展开的进程中——这与全球长青品牌普遍经历的成长路径是一致的，若这一进程能够按照当前的节奏继续推进，持续建立品牌认知，高端化对超额利润的贡献有望逐步显现。

下载日志已记录，仅供内部参考

（三）海外：中国品牌凭借“性价比”+“新品类”优势突破，比亚迪带领中国品牌引领下一阶段全球电气化进程

上述“展望”落脚于比亚迪“守份额、提盈利”的确定性，中长期看，海外业务作为尚未被市场充分定价的第二增长曲线，有望进一步拓展公司的成长空间。我们认为中国汽车品牌的这一轮出海，与 1970–1990 年的日系、1990–2010 年的韩系并不完全可比：日韩当年凭借的是燃油车时代的性价比与品质口碑，走的是“单一动力、渐进渗透”的老路；而中国品牌尤其龙头公司手握新能源与智能化两张代际差牌，是在全球电动化尚未定型的窗口期以“新品类+性价比”双轮驱动切入，向上的爬坡斜率有望显著陡于日韩历史路径。比亚迪有望成为这轮浪潮中具备较大成长弹性和较高确定性的公司之一。

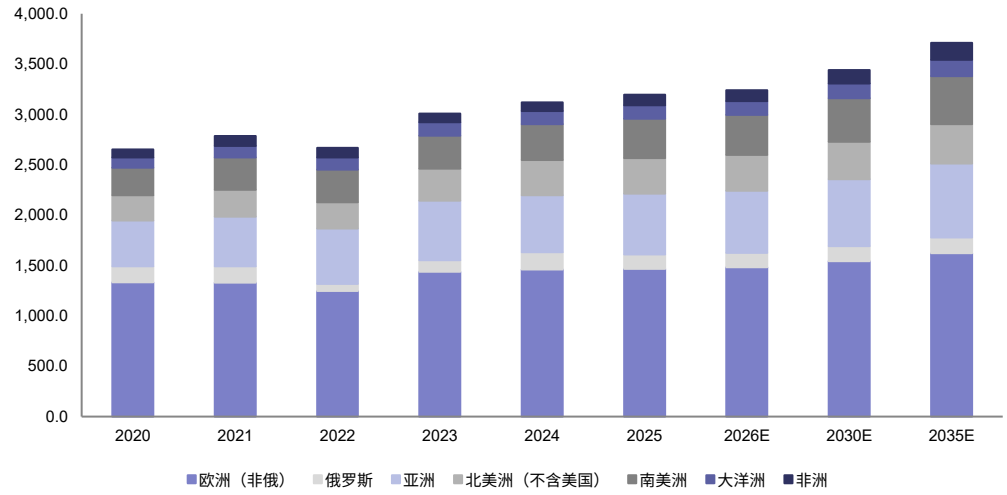
我们以“有效市场容量 × 新能源渗透率 × 中系 NEV 市占率 × 比亚迪占中系 NEV 份额”的四层乘法框架，自上而下测算比亚迪海外新能源汽车的可及空间，从而回答市场最关心的三个问题：海外空间有多大、增长靠什么、比亚迪能占多少份额。总体来看，海外市场未来十年的特征是“总量温和、结构剧变”： 预计 2025—2035 年海外有效市场乘用车销量的复合增速约为 1.5%，弹性并不在总量；中国品牌的机会来自新能源渗透率与份额端的抬升。

海外“有效市场”定义为剔除高壁垒/低可及性市场后的可竞争容量：在测算中国品牌海外有效市场空间时，我们在亚洲剔除印度、韩国和日本，根据 MarkLines 数据，2025 年上述三个国家的乘用车销量合计约 1,100 万辆，短期内市场准入和品牌进入难度较高；北美洲剔除美国，2025 年美国乘用车销量约 1,632 万辆，中国汽车品牌进入当地市场仍面临较高的政策与准入限制。欧洲拆分为“欧洲（非俄）”与“俄罗斯”两个独立区域。

根据 Marklines，2025 年海外有效市场合计 3,195 万辆。其中，欧洲（非俄）以 1,468 万辆占据约 46%的权重，是最大的单一板块——格局呈多极特征，前五大国家为德国（286 万辆）、英国（234 万辆）、法国（199 万辆）、意大利（171 万辆）、西班牙（133 万辆），CR5 约 70%；亚洲有效市场 604 万辆居第二，土耳其（137 万辆）、马来西亚（81 万辆）、印度尼西亚（74 万辆）、泰国（60 万辆）是主力；南美洲 390 万辆，高度集中于巴西（255 万辆，占比 65%）；北美洲（不含美国）353 万辆，以加拿大（190 万辆）和墨西哥（153 万辆）为主；俄罗斯 141 万辆、大洋洲 133 万辆（澳大利亚占 90%）、非洲 104 万辆构成三个中小体量区域。

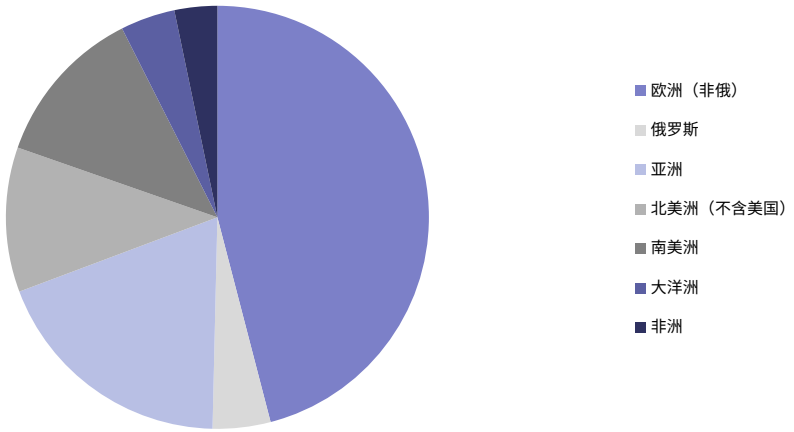
下载日志已记录，仅供内部参考

图 14：中国品牌能够进入的海外市场（有效市场）容量（万辆）



数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

图 15：中国品牌能够进入的海外有效市场分区域销量占比（2025 年）



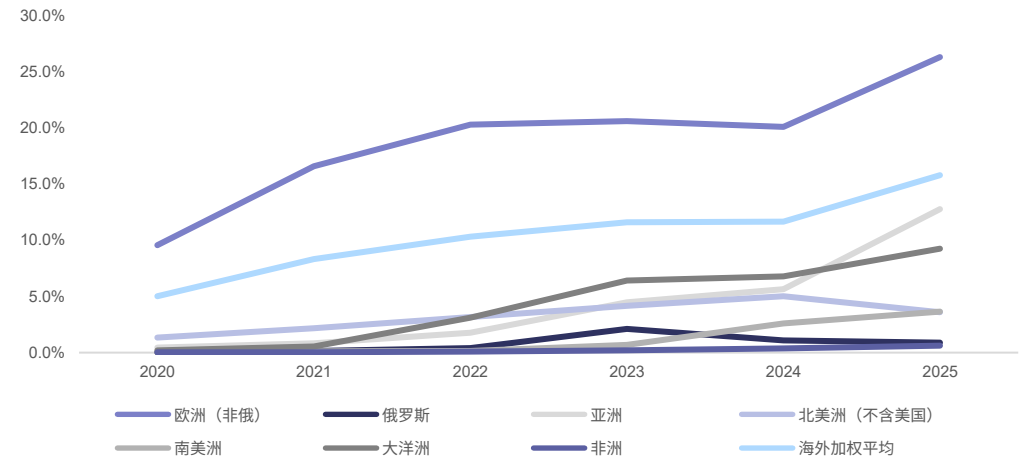
数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

从竞争视角看，有效市场决定了中国品牌出海的用力方向：欧洲市场容量及单车价值较高，但品牌与合规要求也较高；南美、大洋洲、非洲盘子虽小，却是格局松动、日系守势、准入友好的重要拓展区域；亚洲市场容量较大，且部分市场的产品需求与中国市场较为接近。

下载日志已记录，仅供内部参考

分动力类型来看，2025 年海外有效市场中整体 NEV 渗透率为 15.8%，对应 NEV 市场空间 504 万辆。分区域看，2025 年渗透率梯度清晰：欧洲（非俄）以 26.3%领先（EV 17.8%、PHEV 8.5%），欧盟碳排法规持续驱动电动化；亚洲有效市场 12.8%，EV 11.3%增长最快，泰国、印尼进程显著快于区域平均；大洋洲 9.3%，受益于澳大利亚 2025 年 1 月生效的 NVES 新车能效标准，预计 26 年继续快速攀升；南美洲 3.7%，巴西庞大的乙醇/灵活燃料车队使 PHEV 适配性优于纯电；北美洲（不含美国）3.6%，加拿大政策积极但墨西哥偏保守；非洲 0.6%、俄罗斯 0.9%近乎空白，前者受制于电力与充电网络，后者处于地缘变化后的供给重构期。

图 16：海外分区域新能源渗透率情况

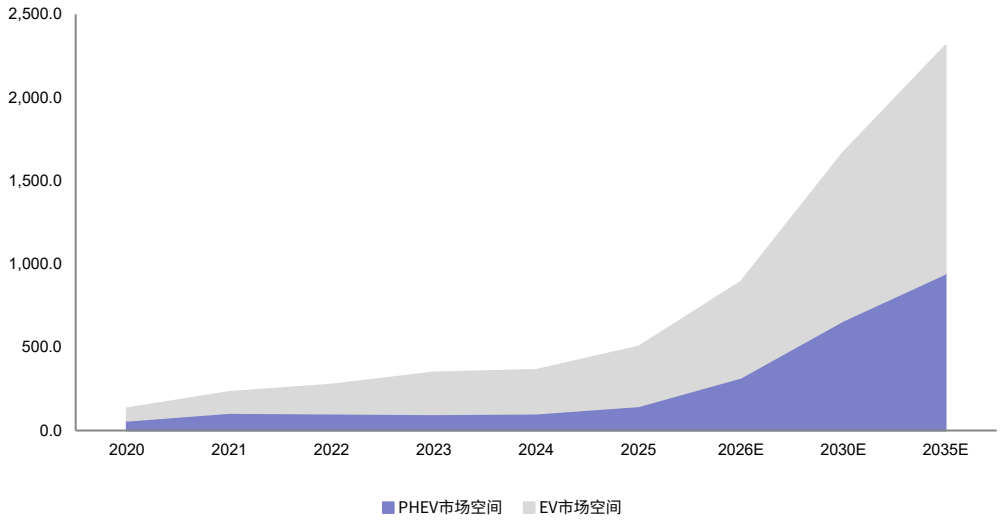


数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

我们对 2035 年区域 NEV 渗透率的终局假设为：欧洲（非俄）80%、大洋洲 70%、亚洲与南美洲各 50%、俄罗斯 45%、北美洲 40%、非洲 40%；预计 2035 年海外有效市场的整体新能源渗透率为 62.3%，空间约为 2,311 万辆，为 2025 年的约 4.6 倍。上述假设主要综合考虑各区域现有新能源渗透率、政策目标、基础设施条件及主流动力结构。欧洲（非俄）碳排放法规持续收紧，电动化政策约束较强，因此假设 2035 年 NEV 渗透率达到 80%；大洋洲以澳大利亚为主，新车能效标准实施有望推动新能源车型加快导入，假设达到 70%；亚洲各国发展阶段差异较大，但东南亚多国持续引入新能源汽车产业投资，且新能源渗透率处于较快提升阶段，假设达到 50%；南美洲以巴西为核心市场，新能源汽车政策支持、本地化产能建设及 PHEV 车型适配性共同推动渗透率提升，假设达到 50%；俄罗斯汽车供给格局仍处于调整阶段，同时受充电基础设施制约，假设达到 45%；北美洲有效市场不含美国，主要包括加拿大和墨西哥，考虑两国政策力度及市场发展阶段存在差异，假设达到 40%；非洲当前新能源渗透率较低，电力和充电设施仍有约束，考虑长期能源转型趋势，审慎假设达到 40%。

下载日志已记录，仅供内部参考

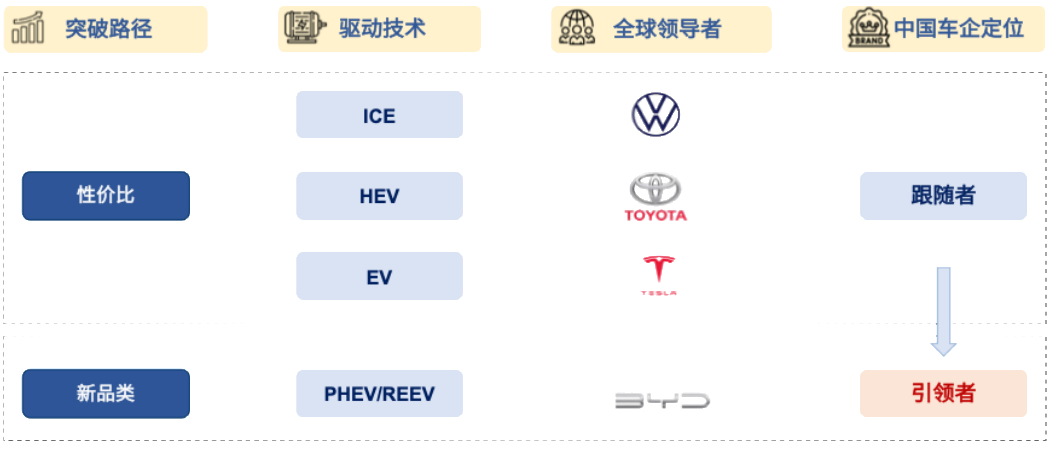
图 17：海外新能源市场空间测算（万辆）



数据来源：Marklines、广发证券发展研究中心

中国品牌出海本质上走的是两条路径：其一，在欧美日韩主导的燃油（ICE）、高压混动（HEV）、纯电（EV）市场，以后进者身份用性价比制胜；其二，通过 PHEV、REEV 等新品类将竞争“升维”，以引领者姿态在增量市场建立品牌力、谋求超额收益。后一条路径正是中系区别于当年日韩的根本，也是份额有望快速抬升的底层逻辑。

图 18：中国品牌海外扩张路径



数据来源：广发证券发展研究中心

中系 2035 年终局份额：分区域设定，欧洲保守、亚洲乐观。各区域壁垒与格局差异大，中系终局份额我们按区域、分动力给定：欧洲（非俄）EV 35%、PHEV 50%，碳排法规托底需求，PHEV 先发优势明显，但欧系

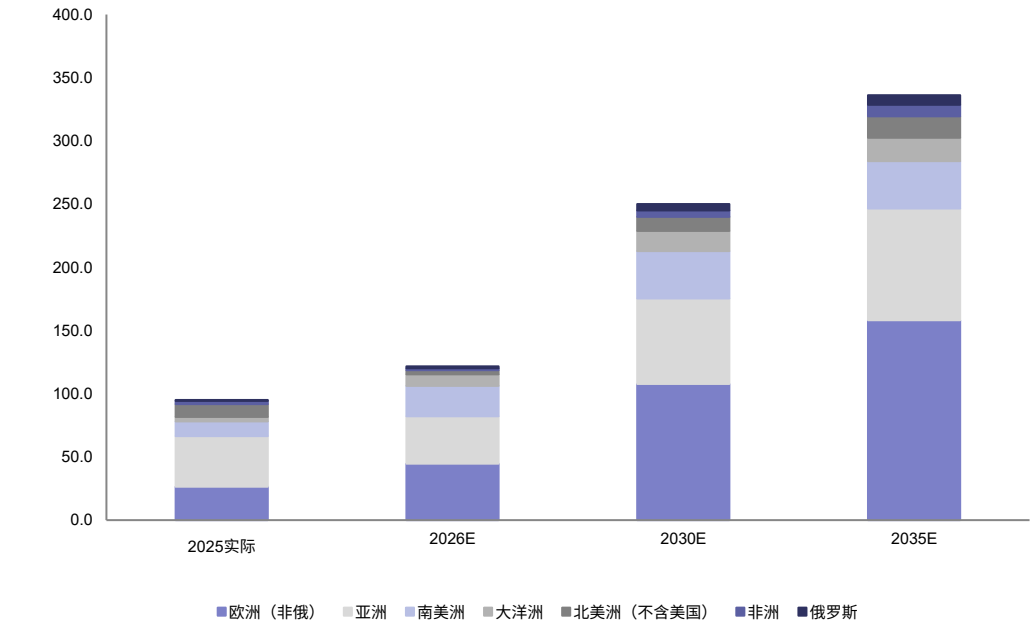
下载日志已记录，仅供内部参考

参与竞争压制 EV 上限；亚洲 EV、PHEV 均取 60%，中系在泰国、印尼等区域设立工厂会将中国品牌向上趋势固化；我们假设 2035 年中国品牌在俄罗斯和大洋洲的 EV 市场份额均为 50%，PHEV 市场份额均为 60%，我们判断前者中系已占据主导地位，后者市场成熟且无明显壁垒，中系将具备显著竞争优势；我们假设 2035 年中国品牌在南美洲和非洲的 EV 市场份额均为 50%，PHEV 市场份额均为 55%，我们判断南美是中系份额扩张最快的区域，巴西工厂可对冲关税，非洲基数低、先进入者占优；中国品牌占北美 EV 、PHEV 销量的份额分别为 30%和 35%，主要系美系车型影响力仍较高所限。

比亚迪占中系份额：随着其他中国品牌海外布局逐步完善，比亚迪在中国品牌海外 NEV 销量中的份额可能有所回落，市场格局预计趋于多元化。2025 年，比亚迪海外 NEV 出口（海关总署口径）95.0 万辆，占中系海外 NEV 出口总量的 50.2%。这一份额 2023 年仅 30.4%，两年内快速提升；展望中长期，比亚迪在中系 NEV 中的份额将随竞争格局演变而自然回落，这是一种“健康的稀释”，预计中系内部将从“一家独大”走向“多强并立”；另一方面，根据海关总署，2025 年比亚迪在北美洲和亚洲的中国品牌 NEV 出口量中分别占 63.5%和 52.9%，随各家补齐布局，比亚迪份额将向更均衡水平回归。

将以上四个变量相乘，可以得到我们对比亚迪海外 NEV 销量测算：2025 年 95 万辆（海关口径），2035 年 336 万辆，十年 CAGR 约 13.5%。比亚迪海外 NEV 市占率在 2026–2035 年间稳定于 13.6%–15.0%——增长主要来自 NEV 市场总量扩张，而非中系份额的激进扩张。海外 336 万辆的测算若能兑现，公司也将从“中国新能源龙头”真正蜕变为“全球化车企”。

图 19：比亚迪海外新能源市场空间测算（万辆）



数据来源：海关总署、广发证券发展研究中心

下载日志已记录，仅供内部参考

四、盈利预测和投资建议

公司按产品和服务划分为两个分部：汽车、汽车相关产品及其他产品分部，除整车外还包含汽车动力电池、锂离子电池、光伏产品及轨道交通等相关业务；手机部件、组装及其他产品分部，主要为手机及电子产品结构件制造与整机组装服务。2025 年两个分部收入分别为 6,486 亿元与 1,552 亿元，占营业总收入比重分别为 80.7%与 19.3%。

汽车、汽车相关产品及其他产品业务作为公司核心收入来源，是未来三年收入增长的主要驱动力。2026 年国内新能源购置税减免退坡叠加价格竞争延续，我们假设公司国内销量阶段性回落；2027–2028 年随兆瓦闪充生态铺开与供给侧改革推进，国内需求有望重回增长轨道。综合考虑国内产品周期与海外产能释放节奏，我们预计公司 2026–2028 年该业务收入分别为 7,287/8,828/10,211 亿元，同比分别增长 12.3%/21.1%/15.7%。

其中，预计 2026–2028 年海外销量分别为 180.0/220.0/250.0 万辆，同比分别+78.2%/+22.2%/+13.6%——2026 年的高增速并非线性外推，公司 2026 年上半年已达 79.2 万辆、同比+67.8%；预计海外 26-28 年 ASP 与 2025 年的 18.10 万元持平，2025 年海外 ASP 较 2024 年的 23.53 万元大幅下行主要系低价车型出海占比提升，我们判断该结构性下移已基本完成，后续本地化生产带来的成本节约将对冲关税与运费，价格中枢有望企稳；对应海外收入分别为 3,258/3,982/4,525 亿元。

预计 2026–2028 年国内销量分别为 270.0/300.0/320.0 万辆，同比分别-20.5%/+11.1%/+6.7%；预计国内 ASP 分别为 12.60/13.23/13.89 万元，同比分别+0.60/+0.63/+0.66 万元，ASP 逐年上行主要系高端化占比提升带来的结构改善。对应国内收入分别为 3,401/3,968/4,444 亿元。

手机部件、组装及其他产品业务 2025 年收入 1,552 亿元、同比-2.7%，受消费电子需求平淡拖累。该业务以整机组装与结构件为主，议价能力受制于下游品牌客户，我们假设其随行业温和复苏、不作为增长来源，预计公司 2026–2028 年该业务收入分别为 1,599/1,647/1,696 亿元，同比均增长 3.0%，占营业总收入比重由 2025 年的 19.3%降至 2028 年的 14.2%。

2025 年公司整体毛利率 17.74%，较 2024 年的 19.44%明显回落，主要受国内价格竞争与销量下滑导致的固定成本摊薄不足影响。随着海外高 ASP 占比提升、2027–2028 年国内销量回升带动规模效应重新释放，公司整体毛利率有望稳步向上，预计 2026–2028 年毛利率分别为 18.21%/18.77%/19.21%。分业务看，汽车、汽车相关产品及其他产品业务毛利率在收入结构改善与固定成本摊薄推动下预计稳步向上，预计 2026–2028 年分别为 20.78%/21.00%/21.23%，修复的核心并非单车提价，而是海外单车平均收入 18.10 万元显著高于国内平均收入 12.60 万元、海外占比逐年增大带来的结构性抬升；手机部件、组装及其他产品业务毛利率在产品结构向高附加值组装件迁移背景下小幅改善，预计 2026–2028 年分别为 6.50%/6.80%/7.00%，仍低于 2024 年 8.34%的水平。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：比亚迪核心主营业务收入拆分

指标（单位）	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
汽车、汽车相关产品及其他产品收入（亿元）	**6,174**	**6,486**	**7,287**	**8,828**	**10,211**
同比增速（%）	27.7	5.1	12.3	21.1	15.7
毛利率（%）	22.31	20.49	20.78	21.00	21.23
其中：海外整车收入（亿元）	**959**	**1,828**	**3,258**	**3,982**	**4,525**
同比增速（%）	44.9	90.6	78.2	22.2	13.6
海外销量（万辆）	40.8	101.0	180.0	220.0	250.0
同比增速（%）	67.9	147.8	78.2	22.2	13.6
海外单车均价（万元/辆）	23.53	18.10	18.10	18.10	18.10
同比增速（%）	-13.7	-23.1	0.0	0.0	0.0
其中：国内整车收入（亿元）	**5,014**	**4,241**	**3,401**	**3,968**	**4,444**
同比增速（%）	28.0	-15.4	-19.8	16.7	12.0
国内销量（终端，万辆）	365.5	339.8	270.0	300.0	320.0
同比增速（%）	45.8	-7.0	-20.5	11.1	6.7
国内单车均价（万元/辆）	13.08	12.00	12.60	13.23	13.89
同比增速（%）	-7.5	-8.3	5.0	5.0	5.0
其中：其他（动力电池外供、储能等，亿元）	**201**	**417**	**628**	**877**	**1,242**
同比增速（%）	-21.8	108.0	50.5	39.7	41.5
手机部件、组装及其他产品收入（亿元）	**1,596**	**1,552**	**1,599**	**1,647**	**1,696**
同比增速（%）	34.6	-2.7	3.0	3.0	3.0
毛利率（%）	8.34	6.29	6.50	6.80	7.00
营业总收入（亿元）	**7,771**	**8,040**	**8,886**	**10,474**	**11,907**
同比增速（%）	29.0	3.5	10.5	17.9	13.7
综合毛利率（%）	**19.44**	**17.74**	**18.21**	**18.77**	**19.21**

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心。注：国内销量为终端口径；国内单车均价=国内整车收入+国内批发销量（批发-出口），2026E 起终端与批发视同一致；其他含动力电池外供、储能等。

可比公司的选取遵循“模式可比、驱动可比、终局可比”三个维度：宁德时代作为新能源产业链的全球龙头，与公司同样以垂直整合、重资产与高研发投入构筑壁垒，是产业链地位与经营模式最接近的标的；长城汽车与公司同为以出口驱动增量的自主整车企业，且均处于海外产能落地、国内竞争加剧的同一阶段，是当前增长驱动最可比的标的；宇通客车则是自主品牌出海的先行者，海外业务已进入稳态盈利期，可作为“出海兑现后”估值形态的参照。

截至 2026 年 10 月 6 日，宁德时代 PEG 为 0.55(对应 2025-2028 年 EPS 复合增速)：其已是万亿级市值的成熟龙头，根据 Wind 一致预期，预计其 2025–2028 年 EPS 复合增速 25.3%虽高，但市场按稳健增长定价；同时其位于产业链中游，盈利受下游价格竞争传导与锂价周期影响，海外政策不确定性亦带来一定程度折价。截至 2026 年 10 月 6 日，长城汽车 PEG 0.68(对应 2025-2028 年 EPS 复合增速)：2025 年利润受国内价格竞争与海外投入拖累而下滑，2026–2028 年一致预期为修复性增长，估值反映的是“出口驱动下的盈利向上”，与比亚迪当前所处阶段最为接近。截至 2026 年 10 月 6 日，宇通客车 PEG 为 0.88(对应 2025-2028 年 EPS 复合增速)：根据 Wind 一致预期，预计其 2025-2028 年 EPS 复合增速已放缓至 11.0%，估值由高分红与稳定现金流支撑，PEG 指标在低增速、高分红标的上天然偏高，因此仅作上限参考。

对照来看，比亚迪 2025–2028 年 EPS 复合增速 31.7%高于三家，且 2026 年正处盈利底部（2025 年归母净利润同比-19.0%，2026E 净利率 4.6%仍低于 2024 年的 5.4%）：利润弹性大于已处上行周期中段的宁德时代，增长确定性（海外产能落地、闪充生态）强于长城汽车，合理 PEG 应高于两者；同时公司仍处成长期、分红属性弱于宇通客车，PEG 应低于宇通。据此我们给予公司 0.75 倍 PEG，介于长城汽车与宇通客车之间、略高于可比均值，对应 2026 年 23.7 倍 PE，A 股合理价值为 103.61 元/股；参考公司 A/H 股折价，对应 H 股

下载日志已记录，仅供内部参考

合理价值为 93.28 港元/股，A/H 股均给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值比较（PEG）

公司	代码	收盘价（元）	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	EPS 2028E	2026E PE（x）	2025–28E EPS CAGR	PEG
宁德时代	300750.SZ	291.11	15.8	20.8	25.9	31.1	14.0	25.3%	0.55
宇通客车	600066.SH	26.72	2.5	2.8	3.1	3.4	9.6	11.0%	0.88
长城汽车	601633.SH	13.73	1.2	1.2	1.5	1.8	11.3	16.7%	0.68
可比公司平均									**0.70**

数据来源：Wind、公司年报、广发证券发展研究中心。注：收盘价截至 2026 年 10 月 6 日；可比公司 2026–2028 年 EPS 为 Wind 一致预期，2025A 为 Wind 口径；比亚迪 EPS 为广发证券预测；PEG=2026E 动态 PE÷2025–2028 年 EPS 复合增速（×100）。

五、风险提示

（一）供给侧改革不及预期风险

若国内新能源汽车行业产能出清进度慢于预期，低端产能持续投放导致价格战延续，行业整体盈利能力承压，公司虽凭借规模与成本优势具备较强抗压能力，但终端价格体系下移仍可能拖累单车盈利水平与利润率修复节奏。

（二）海外关税等政策变化风险

欧盟自 2024 年起对中国产电动汽车加征反补贴关税，若后续税率进一步上调或扩展至混动车型，将显著削弱公司产品在欧洲市场的价格竞争力，延缓欧洲销量爬坡进程。同时，其他主要出口目的地亦存在贸易壁垒加码的可能，公司海外产能本地化布局的投产节奏与落地效果仍存在不确定性。

（三）国内及海外竞争加剧风险

国内市场方面，头部新势力及传统车企加速向新能源转型，产品迭代与价格竞争日趋激烈，公司在中高端及智能化维度面临的竞争压力持续上升。海外市场方面，一是中国新能源品牌集中出海，多家车企在欧洲、东南亚、南美、中东等重点区域密集布局产能与渠道，中系品牌之间的价格竞争与市场分流压力或将加大；二是海外本土及国际传统车企电动化转型提速，凭借品牌积淀、渠道网络与本地化服务优势展开正面竞争，公司海外份额提升节奏可能不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

资产负债表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	**370,572**	**371,468**	**395,648**	**535,161**	**732,967**
货币资金	102,739	75,425	79,841	181,823	349,923
应收及预付	67,684	43,195	53,229	59,797	64,630
存货	116,036	138,421	141,310	160,725	173,698
其他	84,114	114,428	121,269	132,816	144,716
非流动资产总额	**412,784**	**512,262**	**523,279**	**493,692**	**433,619**
长期股权投资	19,082	21,781	21,781	21,781	21,781
固定资产	262,287	292,776	299,669	271,049	213,889
在建工程	19,954	48,294	49,591	42,547	33,541
使用权资产	10,575	9,083	9,500	10,000	10,500
无形资产	38,424	41,485	45,149	49,228	53,820
其他	62,460	98,843	97,588	99,088	100,088
资产总额	**783,356**	**883,730**	**918,926**	**1,028,853**	**1,166,586**
流动负债总额	**495,985**	**468,451**	**479,595**	**539,659**	**611,530**
短期借款	12,103	38,485	30,000	25,000	20,000
应付及预收	287,757	260,677	263,666	298,404	325,629
其他	196,125	169,289	185,928	216,256	265,902
非流动负债总额	**88,682**	**156,739**	**144,110**	**139,110**	**134,110**
长期借款	8,258	60,706	50,000	45,000	40,000
应付债券	0	4,998	4,998	4,998	4,998
其他	80,425	91,036	89,112	89,112	89,112
负债总额	**584,668**	**625,191**	**623,704**	**678,769**	**745,640**
股本	2,909	9,117	9,117	9,117	9,117
其他	182,342	237,157	272,396	324,831	391,777
归母权益合计	185,251	246,275	281,513	333,948	400,894
少数股东权益	13,437	12,265	13,709	16,137	20,052
负债和股东权益	**783,356**	**883,730**	**918,926**	**1,028,853**	**1,166,586**

利润表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**777,102**	**803,965**	**888,586**	**1,047,490**	**1,190,725**
营业成本	626,047	661,305	726,735	850,897	962,022
营业税金及附加	14,752	13,581	15,106	15,712	17,861
销售费用	24,085	26,185	30,212	32,472	35,722
管理费用	18,645	20,200	20,437	21,997	23,815
研发费用	53,195	57,978	59,535	68,087	74,420
财务费用	1,216	-649	1,926	491	-2,265
资产信用减值损失	-5,425	-2,230	-1,200	-1,000	-1,000
公允价值变动收益	532	364	300	300	300
投资收益	2,291	2,857	2,685	3,143	3,946
营业利润	**50,486**	**40,185**	**48,951**	**71,803**	**92,524**
营业外收支	-805	-432	-400	-400	-400
利润总额	49,681	39,753	48,551	71,403	92,124
所得税费用	8,093	5,992	7,283	10,710	13,819
合并净利润	**41,588**	**33,761**	**41,269**	**60,692**	**78,305**
少数股东损益	1,334	1,142	1,444	2,428	3,915
归母净利润	**40,254**	**32,619**	**39,824**	**58,265**	**74,390**
EPS（元/股）	13.84	3.58	4.37	6.39	8.16

现金流量表					单位:人民币百万元
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	**133,454**	**59,136**	**132,852**	**196,096**	**243,578**
合并净利润	41,588	33,761	41,269	60,692	78,305
折旧摊销	66,906	80,526	94,931	109,515	121,148
营运资金变动	21,471	-48,770	-2,309	26,534	46,165
其他	0	0	-5,000	-5,000	-5,000
投资活动现金流净额	**-129,082**	**-197,463**	**-90,132**	**-75,437**	**-55,513**
资本性开支	-96,292	-154,710	-109,517	-78,429	-60,074
投资	-3,530	-1,020	-2,000	-1,500	-1,000
其他	-29,261	-41,733	21,385	4,491	5,561
融资活动现金流净额	**-10,268**	**104,614**	**-31,274**	**-18,676**	**-19,965**
股本融资	98	40,222	0	0	0
债权融资	-12,440	64,786	-21,551	-10,000	-10,000
股利分配与偿付利息	-10,051	-14,125	-7,308	-8,676	-9,965
其他	12,126	13,731	-2,414	0	0
现金净增加额	**-6,255**	**-33,861**	**11,445**	**101,982**	**168,100**
期初现金余额	**108,512**	**102,257**	**68,395**	**79,841**	**181,823**
期末现金余额	**102,257**	**68,395**	**79,841**	**181,823**	**349,923**

主要财务比率					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	29.0%	3.5%	10.5%	17.9%	13.7%
营业利润增长率	32.5%	-20.4%	21.8%	46.7%	28.9%
归母净利增长率	34.0%	-19.0%	22.1%	46.3%	27.7%
获利能力					
毛利率	19.4%	17.7%	18.2%	18.8%	19.2%
净利率	5.4%	4.2%	4.6%	5.8%	6.6%
ROE	21.7%	13.2%	14.1%	17.4%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	74.6%	70.7%	67.9%	66.0%	63.9%
有息负债率	2.6%	11.8%	9.2%	7.3%	5.6%
流动比率	0.7	0.8	0.8	1.0	1.2
利息保障倍数	26.0	15.1	14.5	24.2	34.0
营运能力					
应收账款周转率	12.5	16.2	18.9	20.0	21.2
存货周转率	5.4	4.8	5.1	5.3	5.5
应付账款周转率	2.6	3.5	4.0	4.2	4.5
每股指标					
每股收益	13.84	3.58	4.37	6.39	8.16
每股净资产	63.68	27.01	30.88	36.63	43.97
每股经营现金流	45.87	6.49	14.57	21.51	26.72
估值比率					
PE	20.4	27.3	19.1	13.0	10.2
PB	4.4	3.6	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA	6.1	7.7	5.3	3.7	2.3

下载日志已记录，仅供内部参考

广发汽车行业研究小组

闫俊刚 ：联席首席分析师，吉林工业大学汽车专业学士，2013 年加入广发证券发展研究中心。

陈飞彤 ：资深分析师，硕士，毕业于复旦大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

周 伟 ：资深分析师，上海交通大学工程硕士，重庆大学机械专业学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

张力月 ：资深分析师，硕士，毕业于香港中文大学，2021 年加入广发证券发展研究中心。

罗 英 ：资深分析师，同济大学工程硕士，同济大学工学学士，2023 年加入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



罗英

SAC 执证号：S0260525110001
SFC CE No. BXY867
shluoying@gf.com.cn



黄思悦

SAC 执证号：S0260525070002
huangsiyue@gf.com.cn



陈昕

SAC 执证号：S0260522080008
SFC CE No. BWV823
gfchenxin@gf.com.cn



闫俊刚

SAC 执证号：S0260516010001
yanjungang@gf.com.cn

请注意，黄思悦,闫俊刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

下载日志已记录，仅供内部参考

广发证券
行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券
公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址	邮政编码	客服邮箱
广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	510627	gfzqyf@gf.com.cn
深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	518026	
北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	100045	
上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼	200120	
香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼	-	

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）在过去12个月内与广发证券股份有限公司(000776)公司有投资银行业务关系。

版权声明

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