

技术革新，乘势出海

——比亚迪(002594.SZ)首次覆盖

汽车

报告原因:

买入 (首次评级)

市场数据: 2026年03月17日

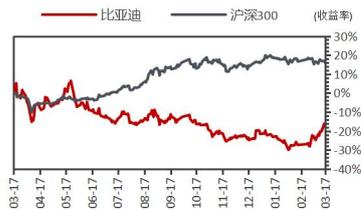
| | |
|-------------|--------------|
| 收盘价(元) | 102.87 |
| 一年内最高/最低(元) | 405.00/85.88 |
| 市净率 | 4.3 |
| 股息率(分红/股价) | 2.16 |
| 流通A股市值(百万元) | 358,733 |
| 上证指数/深证成指 | 4,050/14,040 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据: 2025年09月30日

| | |
|--------------|-------------|
| 每股净资产(元) | 24.1 |
| 资产负债率% | 71.35 |
| 总股本/流通A股(百万) | 9,117/3,487 |
| 流通B股/H股(百万) | -/3683.4 |

一年内股价与沪深300指数对比走势:



资料来源: 聚源数据

相关研究

证券分析师

吴迪
S0820525010001
021-32229888-25523
wudi@ajzq.com

联系人

徐姝婧
S0820124090004
021-32229888-25517
xushujing@ajzq.com

投资要点:

- **投资建议:** 预计 2025-2027 年公司归母净利润为 343/448/565 亿元, 对应 PE 为 27/21/17 倍。公司新能源车销量行业领先, 高端新品逐步投放伴随电动核心技术持续迭代, 海外销量强势渐显, 盈利能力或将持续提升。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **行业与公司情况:** 中国新能源车市场渗透率突破 50%临界点, 行业竞争由单纯依靠压缩利润的价格战转向比拼核心技术、供应链韧性和生态构建能力。同时, 加速出海已成头部车企获取超额利润与维持高增长的核心引擎。公司凭借极致的全产业链垂直整合能力、饱和式研发投入以及全价格带的产品矩阵, 建立了深厚的技术与成本优势。高端化突破与全球化布局有望使公司逐步超越传统汽车制造商的定位, 打开长期盈利上行空间, 向全球领先的可持续能源巨头演进。
- **有别于大众的认识:** 1) 从整车制造商向全球综合能源生态巨头跃迁, 重塑估值边界: 公司非单纯新能源车企, 正在构建竞争对手难以企及的光伏发电+储能系统+充电桩+电动车的全链路能源闭环; 2) 垂直整合既带来静态降本显性价值, 也带来极速工程迭代的隐性价值。后者在行业反内卷阶段将提高技术路线选择的容错率, 并最终转化为坚实的产品力; 3) 出海战略非国内市场内卷下的被动之举, 而是全产业链生态输出和中国工程师红利的全球套利。
- **关键假设点:** 1) **收入增长:** 2025-2027 年公司总营收同比增速约为 9.6%、13.8%、12.4%, 其中汽车业务收入增速约为 10.0%、15.0%、13.0%; 2) **毛利率提升:** 司通过优化产品结构和费用率, 综合毛利率逐步回升, 2025-2027 年约为 17.6%、18.5%、19.3%。其中, 汽车业务毛利率从 20.0%逐步回升至 22.0%。
- **催化剂:** 1) 搭载第二代刀片电池与快充技术的新车型密集上市, 开启技术溢价与份额收复; 2) 公司海外产能的实质性释放与利润结构重塑, 月度出口数据持续高速增长; 3) 储能与外储电池业务持续增长, 利润持续释放。
- **风险提示:** 1) **国内车企竞争加剧:** 若国内车企非理性价格战持续加剧, 将导致单车盈利空间被严重压缩; 2) **新技术市场接受度不及预期:** 若消费者对二代刀片电池与快充技术的认可度不足, 可能导致新技术无法如期转化为销量增量; 3) **海外市场政策风险:** 欧盟关税政策的最终落地执行力度, 以及拉美、东南亚等新兴市场可能出台的本土保护政策, 可能延缓公司海外产能的释放爬坡进度。

财务数据及盈利预测

| 报告期 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 营业总收入(百万元) | 602,315 | 777,102 | 851,627 | 968,981 | 1,089,328 |
| 同比增长率(%) | 42.0% | 29.0% | 9.6% | 13.8% | 12.4% |
| 归母净利润(百万元) | 30,041 | 40,254 | 34,295 | 44,750 | 56,450 |
| 同比增长(%) | 80.7% | 34.0% | -14.8% | 30.5% | 26.1% |
| 每股收益(元/股) | 3.29 | 4.42 | 3.76 | 4.91 | 6.19 |
| 毛利率(%) | 20.2% | 19.4% | 17.6% | 18.5% | 19.3% |
| ROE(%) | 21.6% | 21.7% | 13.7% | 15.1% | 16.0% |
| 市盈率 | 10.0 | 7.4 | 27.3 | 21.0 | 16.6 |

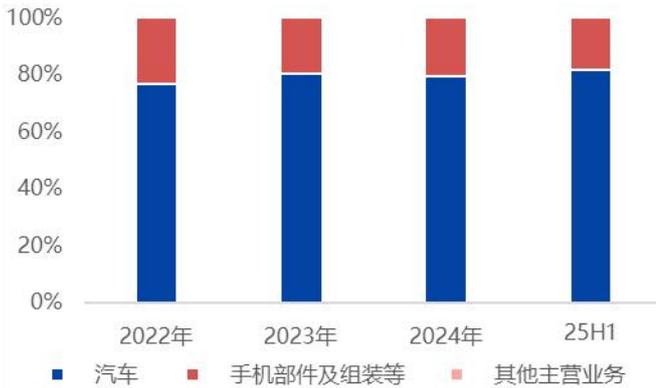
注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益; “净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图表 1: 比亚迪 2026 年 1-2 月新能源车累计销量位列中国市场车企集团第一 (单位: 万辆、%)

| 1-2月市场集中度 | 企业名称 | 2月销量 | 环比(%) | 同比(%) | 1-2月销量 | 累计同比(%) | 市场份额(%) |
|-----------------------|------|------|-------|-------|--------|---------|---------|
| 前三家48.9% | 比亚迪 | 19.0 | -9.5 | -41.1 | 40.0 | -35.8 | 23.4 |
| | 吉利 | 13.9 | -8.3 | 22.4 | 29.1 | 17.6 | 17.0 |
| | 上汽 | 6.5 | -18.2 | -19.7 | 14.5 | 5.1 | 8.5 |
| 前五家63.6% | 特斯拉 | 5.9 | -15.2 | 91.0 | 12.8 | 36.0 | 7.5 |
| | 东风 | 4.1 | -50.8 | -5.4 | 12.4 | 50.4 | 7.2 |
| 前十家85.5% | 一汽 | 4.1 | -20.3 | -8.4 | 9.2 | 0.6 | 5.4 |
| | 奇瑞 | 3.8 | -24.9 | -11.2 | 9.0 | -10.6 | 5.2 |
| | 长安 | 4.2 | 15.2 | 0.3 | 7.9 | -30.4 | 4.6 |
| | *零跑 | 2.8 | -12.5 | 11.0 | 6.0 | 19.2 | 3.5 |
| | 小米 | 2.0 | -47.7 | -14.0 | 5.9 | 27.4 | 3.5 |
| | 理想 | 2.6 | -4.5 | 0.6 | 5.4 | -3.7 | 3.2 |
| | 蔚来 | 2.1 | -23.5 | 57.6 | 4.8 | 77.3 | 2.8 |
| 前五十五家96.5% 同比-7.3% | 广汽 | 1.7 | -34.4 | -11.1 | 4.3 | 48.1 | 2.5 |
| | 小鹏 | 1.5 | -23.8 | -49.9 | 3.5 | -42.0 | 2.1 |
| | 北汽 | 1.4 | -26.1 | -15.7 | 3.2 | -6.8 | 1.9 |
| | 长城 | 1.3 | -29.3 | -15.7 | 3.1 | -17.7 | 1.8 |

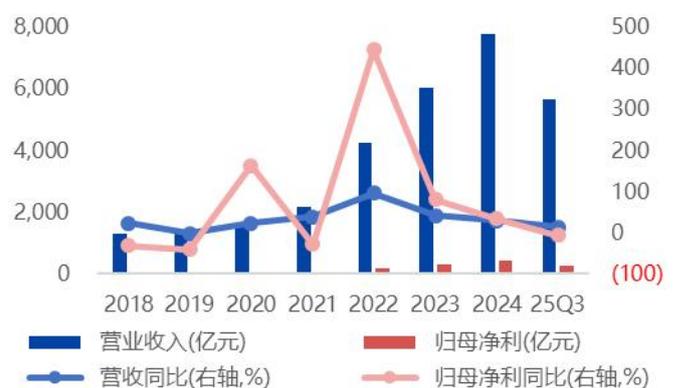
资料来源: 中汽协, 爱建证券研究所

图表 2: 公司 25H1 汽车业务收入占比超过 80%



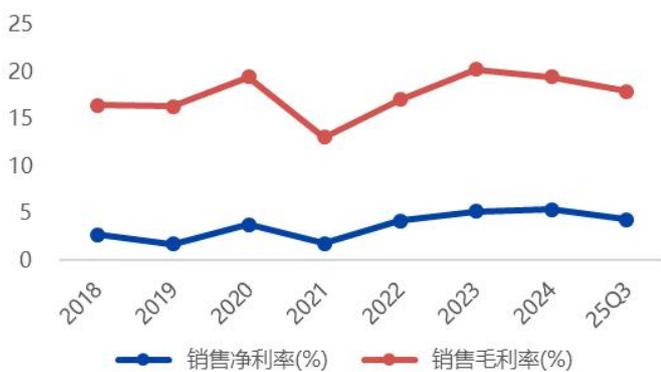
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 3: 25Q3 公司归母净利润同比显著改善



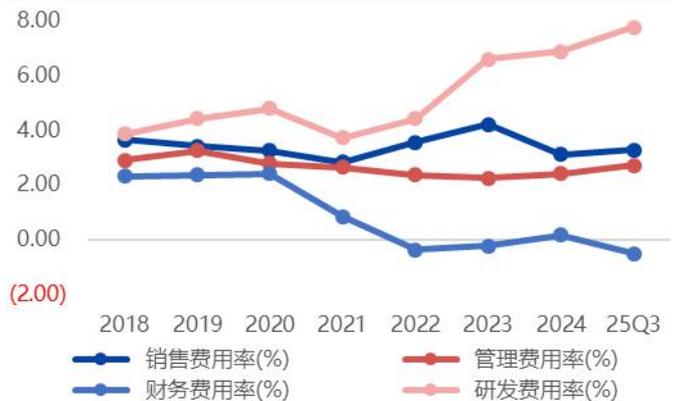
资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 4: 25Q3 公司盈利能力承压



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 5: 公司持续加强研发投入



资料来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 6：公司分部营收及毛利率预测

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 营业总收入(亿元) | 4240.61 | 6023.15 | 7771.02 | 8516.21 | 9690.15 | 10893.47 |
| YoY | 96.20% | 42.03% | 29.02% | 9.59% | 13.78% | 12.42% |
| 汽车 | 3246.91 | 4834.53 | 6173.82 | 6791.20 | 7809.88 | 8825.17 |
| YoY | 188.64% | 48.90% | 27.70% | 10.00% | 15.00% | 13.00% |
| 手机部件及组装等 | 988.15 | 1185.77 | 1596.09 | 1723.78 | 1878.92 | 2066.81 |
| YoY | 14.30% | 20.00% | 34.60% | 8.00% | 9.00% | 10.00% |
| 其他主营业务 | 5.54 | 2.85 | 1.12 | 1.23 | 1.36 | 1.49 |
| YoY | -23.80% | -48.56% | -60.70% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 毛利率合计(%) | 17.04 | 20.21 | 19.44 | 17.57 | 18.48 | 19.34 |
| 汽车 | 20.39 | 23.02 | 22.31 | 20.00 | 21.00 | 22.00 |
| 手机部件及组装等 | 6.06 | 8.78 | 8.34 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 其他主营业务 | 11.96 | 17.15 | 13.91 | 13.00 | 13.50 | 14.00 |

资料来源：Wind，公司年报，爱建证券研究所

图表 7：可比公司估值表

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价(元) | | EPS(元) | | | PE(倍) | | | |
|------------|------|-----------|-------|--------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | 2026/3/16 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 10.85 | 0.74 | 0.56 | 0.77 | 0.97 | 14.69 | 19.36 | 14.11 | 11.15 |
| 601127.SH | 赛力斯 | 103.24 | 3.94 | 5.12 | 7.19 | 8.91 | 26.21 | 20.16 | 14.36 | 11.59 |
| 600104.SH | 上汽集团 | 14.64 | 0.14 | 0.96 | 1.19 | 1.39 | 101.67 | 15.18 | 12.33 | 10.54 |
| 平均值 | | | | | | | 47.52 | 18.23 | 13.60 | 11.09 |

资料来源：Wind，爱建证券研究所（可比公司业绩均为 Wind 一致预期，基于 2026/3/16 日数据）

风险提示： 1) **国内车企竞争加剧：** 若国内车企非理性价格战持续加剧，将导致单车盈利空间被严重压缩； 2) **新技术市场接受度不及预期：** 若消费者对二代刀片电池与快充技术的认可度不足，可能导致新技术无法如期转化为销量增量； 3) **海外市场政策风险：** 欧盟关税政策的最终落地执行力度，以及拉美、东南亚等新兴市场可能出台的本土保护政策，可能延缓公司海外产能的释放爬坡进度。

财务预测摘要:

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 单位:百万元 | | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 货币资金 | 109,094 | 102,739 | 164,504 | 306,640 | 323,499 | 净利润 | 31,344 | 41,588 | 35,914 | 46,594 | 58,735 |
| 应收款项 | 67,431 | 72,749 | 98,048 | 88,455 | 119,355 | 折旧摊销 | 41,890 | 62,434 | 27,797 | 25,755 | 23,728 |
| 存货 | 87,677 | 116,036 | 122,539 | 143,815 | 149,679 | 营运资本变动 | 110,847 | 123,345 | 86,796 | 122,674 | 61,206 |
| 流动资产 | 302,121 | 370,572 | 483,865 | 647,752 | 724,564 | 经营活动现金流 | 169,725 | 133,454 | 59,706 | 155,016 | 35,375 |
| 长期股权投资 | 17,647 | 19,082 | 22,808 | 25,249 | 27,783 | 资本开支 | 122,094 | 97,360 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 230,904 | 262,287 | 243,706 | 224,777 | 206,239 | 投资变动 | -15,966 | -3,641 | 18,347 | 15,748 | 23,393 |
| 在建工程 | 34,726 | 19,954 | 13,303 | 8,869 | 5,912 | 投资活动现金流 | -125,664 | -129,082 | -21,348 | -19,415 | -26,343 |
| 无形资产 | 37,236 | 38,424 | 35,862 | 33,472 | 31,240 | 银行借款 | 30,298 | 20,361 | 8,258 | 8,258 | 8,258 |
| 非流动资产 | 377,426 | 412,784 | 389,321 | 372,723 | 355,595 | 筹资活动现金流 | 12,817 | -10,268 | 23,016 | 6,783 | 8,503 |
| 资产合计 | 679,548 | 783,356 | 873,186 | 1,020,475 | 1,080,160 | 现金净增加额 | 57,329 | -6,255 | 61,765 | 142,136 | 16,858 |
| 短期借款 | 18,323 | 12,103 | 0 | 0 | 0 | 期初现金 | 51,471 | 109,094 | 102,739 | 164,504 | 306,640 |
| 应付款项 | 198,483 | 244,027 | 235,950 | 317,541 | 294,835 | 期末现金 | 109,094 | 102,739 | 164,504 | 306,640 | 323,499 |
| 流动负债 | 198,483 | 244,027 | 235,950 | 317,541 | 294,835 | | | | | | |
| 长期借款 | 11,975 | 8,258 | 8,258 | 8,258 | 8,258 | | | | | | |
| 应付债券 | 0 | 0 | -682 | -910 | -1,213 | | | | | | |
| 非流动负债 | 75,419 | 88,682 | 88,000 | 87,773 | 87,470 | | | | | | |
| 负债合计 | 529,086 | 584,668 | 607,151 | 707,847 | 708,796 | | | | | | |
| 股本 | 2,911 | 2,909 | 9,117 | 9,117 | 9,117 | | | | | | |
| 资本公积 | 62,042 | 60,679 | 97,980 | 97,980 | 97,980 | | | | | | |
| 留存收益 | 74,498 | 106,022 | 128,240 | 172,991 | 229,441 | | | | | | |
| 归母股东权益 | 138,810 | 185,251 | 250,978 | 295,729 | 352,179 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 11,652 | 13,437 | 15,056 | 16,900 | 19,185 | | | | | | |
| 负债和权益总计 | 679,548 | 783,356 | 873,186 | 1,020,475 | 1,080,160 | | | | | | |

| 利润表 | | | | | |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业收入 | 602,315 | 777,102 | 851,627 | 968,981 | 1,089,328 |
| 营业成本 | 480,558 | 626,047 | 701,996 | 789,913 | 878,652 |
| 税金及附加 | 10,350 | 14,752 | 15,400 | 17,959 | 19,944 |
| 销售费用 | 25,211 | 24,085 | 27,252 | 31,976 | 37,037 |
| 管理费用 | 13,462 | 18,645 | 19,733 | 22,850 | 25,465 |
| 研发费用 | 39,575 | 53,195 | 57,911 | 67,829 | 78,432 |
| 财务费用 | -1,475 | 1,216 | -2,334 | -3,922 | -5,088 |
| 资产减值损失 | -2,188 | -3,872 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动 | 258 | 532 | 305 | 365 | 401 |
| 投资净收益 | 1,635 | 2,291 | 2,426 | 2,859 | 3,051 |
| 营业利润 | 38,103 | 50,486 | 43,482 | 56,302 | 70,802 |
| 营业外收支 | -834 | -805 | -701 | -780 | -762 |
| 利润总额 | 37,269 | 49,681 | 42,782 | 55,522 | 70,040 |
| 所得税 | 5,925 | 8,093 | 6,868 | 8,928 | 11,305 |
| 净利润 | 31,344 | 41,588 | 35,914 | 46,594 | 58,735 |
| 少数股东损益 | 1,303 | 1,334 | 1,619 | 1,844 | 2,285 |
| 归母净利润 | 30,041 | 40,254 | 34,295 | 44,750 | 56,450 |
| EBITDA | 80,986 | 114,209 | 73,973 | 86,535 | 100,619 |

| 财务比率 | | | | | |
|---------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 成长能力指标 | | | | | |
| 营业收入增速 | 42.0% | 29.0% | 9.6% | 13.8% | 12.4% |
| 营业利润增速 | 76.9% | 32.5% | -13.9% | 29.5% | 25.8% |
| 归母净利润增速 | 80.7% | 34.0% | -14.8% | 30.5% | 26.1% |
| 盈利能力指标 | | | | | |
| 毛利率 | 20.2% | 19.4% | 17.6% | 18.5% | 19.3% |
| 净利率 | 5.2% | 5.4% | 4.2% | 4.8% | 5.4% |
| ROE | 20.8% | 20.9% | 13.5% | 14.9% | 15.8% |
| ROIC | 15.9% | 17.4% | 12.2% | 13.7% | 14.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 77.9% | 74.6% | 69.5% | 69.4% | 65.6% |
| 净负债比率 | 3.52 | 2.94 | 2.28 | 2.26 | 1.91 |
| 流动比率 | 0.67 | 0.75 | 0.93 | 1.04 | 1.17 |
| 速动比率 | 0.44 | 0.47 | 0.64 | 0.77 | 0.87 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.89 | 0.99 | 0.98 | 0.95 | 1.01 |
| 应收账款周转率 | 8.93 | 10.68 | 8.69 | 10.95 | 9.13 |
| 存货周转率 | 6.87 | 6.70 | 6.95 | 6.74 | 7.28 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 10.32 | 13.84 | 3.76 | 4.91 | 6.19 |
| 每股经营性现金流 | 58.30 | 45.87 | 6.55 | 17.00 | 3.88 |
| 每股净资产 | 51.68 | 68.29 | 29.18 | 34.29 | 40.73 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 9.97 | 7.43 | 27.35 | 20.96 | 16.61 |
| 市销率 | 0.50 | 0.39 | 1.10 | 0.97 | 0.86 |
| 市净率 | 1.99 | 1.51 | 3.53 | 3.00 | 2.53 |
| EV/EBIT | 18.40 | 15.09 | 29.90 | 22.03 | 17.21 |
| EV/EBITDA | 8.88 | 6.84 | 18.66 | 15.47 | 13.15 |

资料来源:公司公告, 聚源数据, 爱建证券研究所



爱建证券有限责任公司

上海市浦东新区前滩大道 199 弄 5 号

电话: 021-32229888

传真: 021-68728700

服务热线: 956021

邮政编码: 200124

邮箱: ajzq@ajzq.com

网址: <http://www.ajzq.com>

评级说明

投资建议的评级标准

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 个月内的相对市场表现, 也即以报告发布日后的 6 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: 沪深 300 指数 (000300.SH); 新三板市场: 三板成指 (899001.CSI) (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (899002.CSI) (针对做市转让标的); 北交所市场: 北证 50 指数 (899050.BJ); 香港市场: 恒生指数 (HIS.HI); 美国市场: 标普 500 指数 (SPX.GI) 或纳斯达克指数 (IXIC.GI)。

股票评级

| | |
|----|--------------------------------|
| 买入 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15% |
| 增持 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间 |
| 持有 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间 |
| 卖出 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5% |

行业评级

| | |
|------|----------------------|
| 强于大市 | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数 |
| 中性 | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 弱于大市 | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数 |

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, 本报告采用信息和数据来自公开、合规渠道, 所表述的观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的独立看法。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论, 但使用以上信息和分析方法可能存在局限性, 请谨慎参考。

法律主体声明

本报告由爱建证券有限责任公司 (以下统称为“爱建证券”) 证券研究所制作, 爱建证券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。

本报告是机密的, 仅供我们的签约客户使用, 爱建证券不因收件人收到本报告而视其为爱建证券的签约客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料, 但爱建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、意见等均仅供签约客户参考, 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, 爱建证券及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、评估及预测后续可随时更改。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, 爱建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。

版权声明

本报告版权归爱建证券所有, 未经爱建证券事先书面许可, 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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。版权所有, 违者必究。