

技术驱动后期大众市场，产能出海加速全球突破

——比亚迪 (002594) 深度报告

买入 | 维持

报告要点:

● “二代刀片电池+闪充中国”精准切入后期大众市场核心痛点

公司以第二代刀片电池及“闪充中国”计划为抓手，推动纯电竞争由单点性能向体系能力升级。在行业渗透率逼近 50% 的关键阶段，用户需求由“尝鲜”转向“成熟、稳定、便捷”，续航与补能成为核心约束，公司通过“车端电池+站端网络”协同布局，直接回应后期大众用户对“无焦虑用车”的核心诉求。同时，公司在安全性、低温性能及补能效率等维度实现系统性提升，并通过高密度闪充网络建设，将技术优势进一步外溢至服务体系与用户体验层面。整体来看，公司已由产品驱动转向“产品+体系”双轮驱动，在后 50% 渗透率时代具备更强竞争确定性。

● 地缘冲突催化能源价格中枢上移，中国新能源车全球化迎来窗口期

中东地缘冲突推动油价中枢上移，强化新能源替代逻辑。从历史经验看，外部冲击往往成为汽车产业全球格局重塑的重要催化，中国新能源汽车已在技术、成本与产业链层面具备领先优势。在高油价背景下，海外需求有望加速释放，同时贸易壁垒倒逼行业由整车出口向本地化制造升级，公司正由“出口驱动”迈向“体系出海”，全球化路径逐步清晰。

● 销量结构优化叠加技术鱼池释放，公司进入“规模+技术”共振阶段

公司销量在稳步增长基础上呈现结构优化，纯电与海外成为核心驱动，高端品牌及商用车放量强化增长质量。同时，固态电池推进至工程化阶段，智能驾驶进入“数据驱动+模型自进化”阶段，技术鱼池持续释放。在“结构优化+技术迭代”双轮驱动下，公司由规模扩张迈向盈利与技术能力同步提升阶段，长期成长逻辑进一步强化。

● 投资建议与盈利预测

预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 401.61/471.28/600.75 亿元，对应同比增速分别为 23.12%/17.35%/27.47%；按照最新股本测算，对应基本每股收益分别为 4.40/5.17/6.59 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 21.23/18.09/14.19 倍。考虑到公司在新能源汽车的成本控制、技术研发、市场声量、出海布局中均处于行业领先地位，看好公司中长期成长空间，维持“买入”评级。

● 风险提示

新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险、海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险、公司智能化业务发展不及预期风险

附表：盈利预测

| 财务数据和估值 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 777102.46 | 803964.96 | 904411.77 | 1005187.40 | 1139295.39 |
| 收入同比(%) | 29.02 | 3.46 | 12.49 | 11.14 | 13.34 |
| 归母净利润(百万元) | 40254.35 | 32619.02 | 40161.25 | 47127.63 | 60074.73 |
| 归母净利润同比(%) | 34.00 | -18.97 | 23.12 | 17.35 | 27.47 |
| ROE(%) | 21.73 | 13.24 | 14.26 | 14.86 | 16.64 |
| 每股收益(元) | 13.84 | 3.58 | 4.40 | 5.17 | 6.59 |
| 市盈率(P/E) | 19.19 | 20.43 | 21.23 | 18.09 | 14.19 |

资料来源：同花顺 iFind, 国元证券研究所

当前价/目标价: 93.51 元/144.12 元

目标期限: 6 个月

基本数据

52 周最高/最低价(元): 137.36 / 85.88

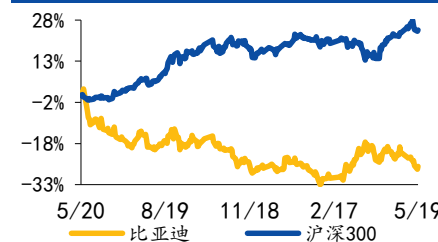
A 股流通股(百万股): 3486.61

A 股总股本(百万股): 9117.20

流通市值(百万元): 325510.24

总市值(百万元): 851181.56

过去一年股价走势



资料来源：同花顺 iFind

相关研究报告

《国元证券公司研究—比亚迪(002594) 2025 年三季度报告点评：前三季度维持销量高增，全球化战略加速》2025.11.01

《国元证券公司研究—比亚迪(002594) 公司点评：业绩符合预期，出海智驾有望持续加力》2025.03.26

报告作者

分析师 刘乐

执业证书编号 S0020524070001

电话 021-51097188

邮箱 liule@gyzq.com.cn

分析师 陈烨尧

执业证书编号 S0020524080001

电话 021-51097188

邮箱 cheneyeyao@gyzq.com.cn

目 录

| | |
|--|----|
| 1. 二代刀片电池+“闪充中国”计划，破局后期大众市场 | 4 |
| 1.1 比亚迪发布二代刀片电池和“闪充中国”计划，技术+运营双发力 | 4 |
| 1.2 “技术采用曲线”指引后 50%渗透率时代竞争，比亚迪战略精准 | 5 |
| 2. 地缘政治冲突创造机遇，全球化深入发展正逢其时 | 8 |
| 2.1 地缘政治冲突引发高油价风险 | 8 |
| 2.2 复盘日本车全球崛起的历史，中国新能源车全球化崛起机会来临 | 9 |
| 2.3 比亚迪出海优势：稳步跨越三大出海阶段，以产能与运力双重自主构筑海外竞争壁垒 | 14 |
| 3. 公司近期信息更新：销量结构优化与技术鱼池持续释放 | 17 |
| 3.1 销量方面：销量结构分化加剧，海外与纯电驱动增长主线 | 17 |
| 3.2 新兴技术方面：固态电池产业化路径逐步清晰，工程化推进进入关键阶段 | 18 |
| 3.3 智能驾驶方面：已积累超 256 万辆智能车与日均 1.6 亿公里数据规模，数据积累夯实智能化底座 | 19 |
| 4. 投资建议 | 20 |
| 5. 风险提示 | 23 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司第二代刀片电池核心参数 | 4 |
| 图 2：公司闪充站示意图 | 5 |
| 图 3：电动智能汽车技术采用曲线 | 6 |
| 图 4：续航里程和充电便利性至今仍是购车最重要的两大考虑因素 | 7 |
| 图 5：期货结算价：布伦特原油（单位：美元/桶） | 8 |
| 图 6：迈克尔波特国家竞争优势“钻石”模型 | 9 |
| 图 7：80 年代至 21 世纪初部分重大事件 | 10 |
| 图 8：1970-2000 年国际原油价格走势 | 10 |
| 图 9：50 年代出口开始活跃 | 11 |
| 图 10：1980-2011 年海外生产布局 | 11 |
| 图 11：1980-2011 年出口与海外生产趋势 | 12 |
| 图 12：1980-2011 年丰田海外产量（辆） | 12 |
| 图 13：丰田海外公司分布 | 12 |
| 图 14：丰田出海美国路径 | 13 |
| 图 15：中国汽车出海常规路径 | 13 |
| 图 16：公司出海大事记梳理 | 14 |
| 图 17：公司 2020 至 2025 年汽车出口量（单位：万辆） | 15 |
| 图 18：公司“EXPLORERNO.1”汽车运输滚装船于 2024 年 1 月交船 | 17 |
| 图 19：公司于 2026 年 1 月正式发布天神之眼 5.0 | 20 |

| | |
|---|----|
| 表 1: 后期大众用户画像..... | 6 |
| 表 2: 公司海外工厂布局进展 (截至 2025 年 10 月) | 16 |
| 表 3: 公司 2025 年全年产量及销量情况(单位: 辆) | 17 |
| 表 4: 公司 2026 年前 4 月产量及销量情况(单位: 辆) | 18 |
| 表 5: 公司固态电池进程与规划..... | 18 |
| 表 6: 公司当前三套主流智能驾驶方案..... | 19 |
| 表 7: 公司销量预测(单位: 辆) | 21 |
| 表 8: 公司分业务营业收入与毛利率预测(单位: 百万元) | 21 |
| 表 9: 公司盈利预测 | 22 |
| 表 10: 可比公司估值(单位: 百万元) | 22 |

1. 二代刀片电池+“闪充中国”计划，破局后期大众市场

1.1 比亚迪发布二代刀片电池和“闪充中国”计划，技术+运营双发力

二代刀片电池推动纯电体验全面升级，兼顾极致补能与严苛安全底线。2026年3月5日，比亚迪正式发布第二代刀片电池及闪充技术，标志着公司纯电平台的能力建设，正在由过去偏重单项参数提升，逐步转向围绕用户体验的系统性优化。根据发布会披露，新一代核心三电产品在补能效率、低温性能、续航能力与安全标准等多个维度均实现明显升级：单枪最大充电功率达到1500kW，常温下电量由10%充至70%最快仅需5分钟，10%充至97%最快9分钟，在-30℃环境下20%充至97%也仅需12分钟。同时，第二代刀片电池在能量密度较上一代提升5%的基础上，配合轻量化车身等整车架构优化，推动部分高端车型续航突破1000公里。更为关键的是，公司并未因追求高倍率快充而放松安全要求，仍持续强化针刺、底部撞击、热扩散等严苛测试标准。整体来看，此次升级并非单一指标的突破，而是公司在纯电平台上，围绕补能、续航、安全和环境适应性的综合能力再上台阶。

图1：公司第二代刀片电池核心参数



资料来源：电动车公社，国元证券研究所

“车端+站端”协同构筑补能生态，竞争壁垒向全链路服务网络延伸。伴随第二代刀片电池发布，比亚迪在补能基础设施端的推进节奏也明显加快，这一动作的意义在于，公司纯电布局已不再停留在电池本体迭代或单车卖点强化，而是开始将底层技术升级与补能网络建设同步推进。截至2026年3月上旬，公司已在全国范围内建成数千座闪充站，并提出于2026年底前在国内建成2万座闪充站，同时启动全球化铺设进程。从这一思路看，比亚迪在纯电领域的竞争逻辑，正在由“电池性能领先”进一步延伸至“补能体系成网”，即通过更高密度、更高效率、更强可达性的补能网络，把技术优势进一步转化为终端用户更直接的用车体验。对后续而言，市场更值得跟踪的已不只是单次技术发布本身，而是闪充网络的铺设效率、重点区域的覆盖深度，以及相关能力在主销车型上的导入节奏。若上述环节持续推进，公司纯电产品的竞争力有望从产品端进一步外溢至体系端。

图 2：公司闪充站示意图

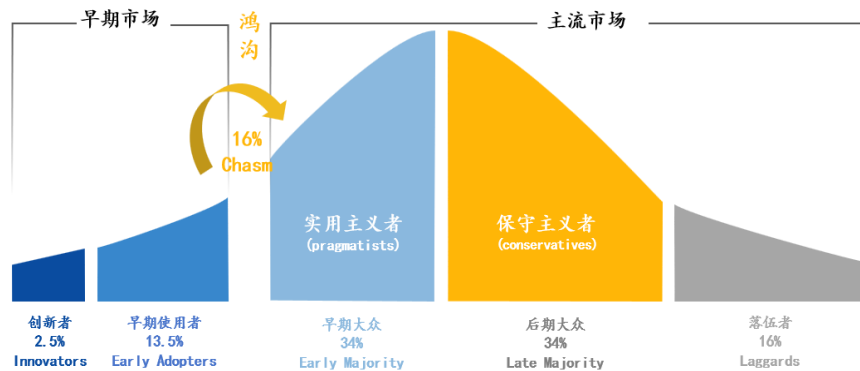


资料来源：驾仕派，国元证券研究所

1.2 “技术采用曲线”指引后 50%渗透率时代竞争，比亚迪战略精准

新能源车渗透率跨越 50%分水岭，技术采用曲线指引市场步入后期大众阶段。 随着中国新能源汽车产业进入新的发展阶段，行业渗透率正逐步逼近并有望跨越 50%的关键节点，市场竞争的底层逻辑也在发生明显变化。按照杰弗里·摩尔提出的“技术采用曲线”理论，科技产品的渗透并不是线性推进的，而是会伴随消费人群的演进，依次经历创新者、早期使用者、早期大众、后期大众和落伍者五个阶段。不同阶段对应的用户诉求、购买决策方式以及企业竞争重点都存在明显差异，企业若无法及时适应主流消费群体的迁移，往往会在跨越“鸿沟”的过程中被边缘化。站在当前时点看，我国新能源汽车渗透率一旦稳定跨越 50%，其含义已不只是销量占比的继续提升，更意味着行业核心客群正由早期接受新技术的人群，逐步转向更注重实用性、性价比、稳定性和使用便利性的主流大众消费者。在这一阶段，决定竞争胜负的关键因素，将不再只是技术领先或产品标签，而是企业能否在产品成熟度、成本控制、渠道触达、补能便利性、售后服务以及品牌信任度等多个维度建立更全面的能力。这既意味着行业竞争将从“教育市场”转向“争夺存量与替代传统燃油车”，也对头部车企提出了更高要求：谁能更快适应后期大众市场的需求特征，谁就更有可能在下一阶段的竞争中继续扩大领先优势。

图 3：电动智能汽车技术采用曲线



资料来源：杰弗里·摩尔，《跨越鸿沟：颠覆性产品营销圣经》，国家信息中心，国元证券研究所

后期大众群体渴求一揽子方案，电池续航与充电仍是阻碍其购车的核心痛点。从技术采用曲线看，后期大众用户与此前新能源汽车市场的核心消费群体已明显不同。这部分消费者对新技术本身的敏感度下降，购车决策不再建立在“愿意尝鲜”的基础上，而是更关注产品是否成熟、稳定、易用，能否以较低学习成本满足日常出行需求。相较于早期用户愿意为新事物承担一定试错成本，后期大众和保守型消费者更倾向于将新能源汽车视作高度商品化的耐用消费品，希望车辆能够像成熟家电一样“开箱即用”，并在功能完整性、体验稳定性和使用便利性上尽量不留短板。结合近期消费者调研结果看，续航与充电问题仍是影响购车决策的关键因素，这也说明在行业渗透率持续提升背景下，补能便利性依然是制约更广泛用户转化的核心门槛。对后期大众而言，他们未必关心复杂的技术路线之争，但会高度关注车辆是否足够省心、充电是否方便、长途出行是否具备确定性。谁能围绕续航和补能这两个核心痛点，率先把产品体验和基础设施能力做到更接近燃油车的使用习惯，谁就更有可能在行业进入后期渗透阶段后占据主动。

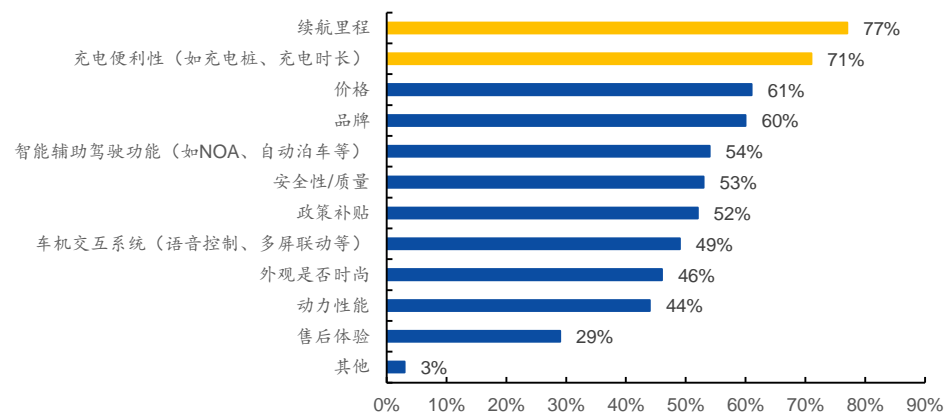
表 1：后期大众用户画像

| 关键维度 | 用户特征 |
|----------|--|
| 对技术进步的态度 | 对新技术不敏感；但一旦发现了一些非常适合自己的东西，他们就会一直坚持下去 |
| 对产品的关注点 | 倾向于本身已经能够被完全商品化的产品，购买高科技产品的重要目的是不希望自己被怠慢，因此产品对满足需求的完备性和超预期更加重要。希望企业提供一个完备的产品系统，实现“开箱即用”“傻瓜式”模式产品模式 |
| 品牌忠诚度 | 对信赖的产品具有较高忠诚度 |
| 对销售渠道的态度 | 需要便捷简单的渠道模式，并感受到不会被怠慢 |
| 对价格的态度 | 青睐物美价廉 |

资料来源：杰弗里·摩尔《跨越鸿沟：颠覆性产品营销圣经》，国元证券研究所

比亚迪发布二代刀片电池与闪充网络，直击补能痛点，精准卡位保守市场。面对后期大众和保守型消费者对“成熟、稳定、省心”的更高要求，比亚迪近期在纯电领域的动作，实际上体现出较强的前瞻性布局。从战略层面看，“第二代刀片电池+闪充网络”的组合，并不只是一次单纯的技术升级，而是公司围绕后 50%渗透率阶段用户核心痛点所作出的针对性布局。对于后期大众而言，其关注重点并非技术概念本身，而是续航是否够用、补能是否方便、长途出行是否足够确定；而比亚迪此次在电池与基础设施两端同步推进，本质上正是在围绕“里程焦虑”和“充电焦虑”提供更完整的解决方案。随着行业竞争逐步由“参数领先”转向“体系能力领先”，这种从车端到站端的一体化布局，有望成为公司在后续纯电竞争中进一步拉开差距的重要抓手。

图 4：续航里程和充电便利性至今仍是购车最重要的两大考虑因素



资料来源：盖世汽车研究院，国元证券研究所

注：问卷调查于 2025 年 5 月

该战略契合微创新与品牌化趋势，比亚迪借此夯实溢价，锁定后期竞争优势。从更深层的产业逻辑看，比亚迪这一轮布局，也契合了成熟赛道竞争由“颠覆式创新”逐步转向“微创新+品牌化”的趋势。随着新能源汽车渗透率持续提升，行业竞争重点已不再只是教育市场、证明技术可行，而是要求头部企业围绕消费者最核心的使用痛点，持续推出可感知、可验证、可规模化落地的改进方案，并将其沉淀为品牌认知。进入后期大众阶段后，品牌代表的已不只是知名度，而是能否提供一套更成熟、更省心、更完整的解决方案。当前新能源汽车正加快向“泛纯电时代”演进，无论是中高端车型还是大众化车型，整体都在朝着更高纯电占比、更强电动化体验的方向发展，高压快充、高倍率电池及其配套补能体系，也因此成为推动行业继续渗透的重要抓手。比亚迪此次通过第二代刀片电池升级，以及 2 万座闪充站的前瞻布局，实际上并不只是强化单一产品卖点，而是在围绕续航焦虑和充电焦虑这两个核心门槛，进一步巩固其在主流消费群体中的品牌说服力。随着行业竞争逐步从“谁先做出来”转向“谁能更好地服务更广泛用户”，比亚迪这套体系化布局，有望成为其在后 50%渗透率时代持续提升份额和强化领先优势的重要支撑。

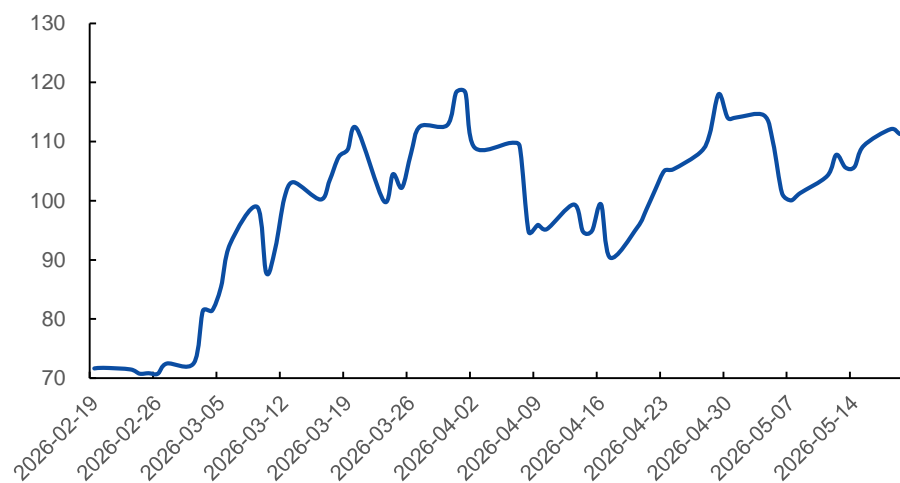
2. 地缘政治冲突创造机遇，全球化深入发展正逢其时

2.1 地缘政治冲突引发高油价风险

中东地缘冲突引爆油价危机，“输入性通胀”压力凸显新能源替代价值。近期，中东局势骤然升温，全球原油供应链面临明显冲击。伊朗宣布封锁承担全球约五分之一石油运输量的霍尔木兹海峡，同时美军轰炸占伊朗原油出口量约90%的哈尔克岛，使市场对原油供给中断的担忧迅速升温。在供应恐慌与多空博弈下，布伦特原油价格从战前约80美元/桶附近快速拉升，一度突破119美元/桶，至3月17日仍处于103.42美元/桶高位。尽管国际能源署紧急释放史上最大规模的4亿桶战略储备，但相较潜在供给缺口仍显不足，市场情绪并未完全平复。

这场能源危机也正加速向国内产业链传导，国内炼油厂阶段性脱销、加油站因应对油价频繁跳涨而被动囤油的现象频频出现。沿着能源价格向下游传导的输入性通胀压力，正在抬升传统能源体系下的整体成本。高企的用油成本，将进一步强化全球消费者对新能源替代方案的关注，新能源车相对燃油车的经济性优势也有望进一步放大。从这一角度看，油价中枢在地缘冲突扰动下抬升，反而可能成为推动全球汽车消费继续向电动化迁移的重要外部催化，也为中国新能源车加速全球化出海提供了更有利的窗口期。

图5：期货结算价：布伦特原油（单位：美元/桶）

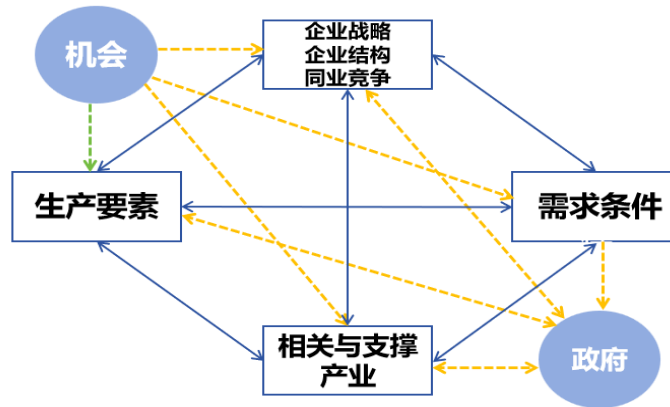


资料来源：同花顺 ifind，国元证券研究所

波特模型揭示，地缘冲突等外部突发事件是产业形成全球优势的关键机遇。 迈克尔·波特在国家竞争优势理论，即“钻石模型”中指出，一国产业若要在全球竞争中形成领先优势，除生产要素、需求条件、相关和支持性产业、企业战略结构与同业竞争四项核心因素外，政府支持与“外部机会”两项辅助变量同样至关重要，尤其后者往往具有较强的突发性和不可复制性。通常来看，这类外部机会包括基础技术突破、传统技术断层、要素成本剧烈波动、全球金融市场大幅震荡、区域需求快速扩张、海外政策重大变化以及战争等地缘冲突事件。从历史经验看，多个大国及其主导产业的

崛起，往往都与此类关键外部变量密切相关。对于供应链体系庞大、产业分工高度固化、进入壁垒极高的汽车产业而言，外部机会对原有竞争格局的重塑作用尤为突出。过去几年新冠疫情反复、俄乌冲突升级、全球半导体短缺等多重事件交织，反而为中国汽车产业打开了反向渗透海外市场的重要窗口，并直接推动中国汽车自 2019 年以来出口实现跨越式增长。这也说明，对于大型产业而言，地缘政治冲突带来的宏观扰动并不只是风险冲击，在特定阶段同样可能演化为实现弯道超车的重要契机。

图 6：迈克尔波特国家竞争优势“钻石”模型

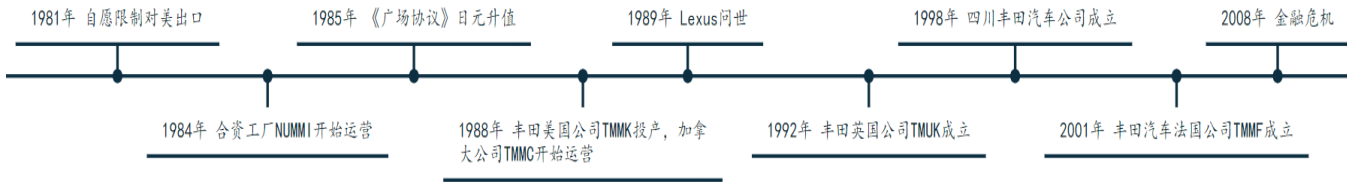


资料来源：迈克尔·波特《国家竞争优势》，国元证券研究所绘制

2.2 复盘日本车全球崛起的历史，中国新能源车全球化崛起机会来临

国家竞争优势理论指引，内部技术禀赋与精益管理构筑出海护城河。 迈克尔·波特在国家竞争优势“钻石模型”中指出，一国重点产业要形成全球竞争优势，固然离不开外部历史机遇的催化，但更根本的前提，仍在于产业自身是否已经在生产要素、技术积累、产品能力以及企业竞争中形成足够扎实的内生优势。复盘以丰田为代表的日本汽车产业在 20 世纪 70-80 年代走向全球领先的历程，其崛起首先建立在对产品定位和技术路线的精准把握之上。当时，面对美国市场以大排量、大马力车型为主导的竞争格局，丰田并未选择正面硬碰硬，而是率先切入竞争相对缓和、需求基础更广的经济型小排量汽车市场。例如，专为出口美国开发的 Corona RT43L，不仅针对美国高速公路长时间行驶需求对发动机进行了适配，也在定价策略上体现出较强的差异化思路；其后推出的 Corolla 则凭借“80 分+α”的产品理念，以及更具实用性的 K 型发动机，迅速在海外中产阶层中打开市场。支撑这一产品战略持续兑现的，则是丰田独创并不断强化的精益生产体系。从生产端看，丰田对成本控制和组织效率的要求近乎苛刻，无论是对边角料的重复利用、喷涂流程的细节优化，还是对能源消耗和管理环节的严格约束，背后都体现出其在制造体系上的长期打磨。正是这种供给端极致的效率优势，与需求端对经济型、高性价比产品的精准匹配相结合，最终构成了日本汽车在全球化扩张阶段取代欧美车企、走向主流的核心内因。

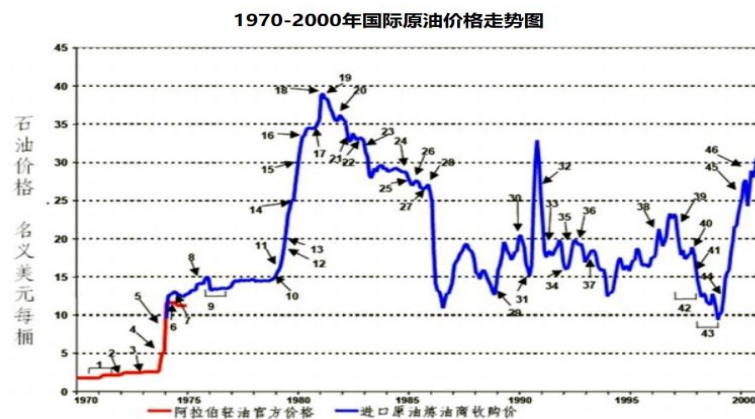
图 7：80 年代至 21 世纪初部分重大事件



资料来源：丰田官网，彭剑锋《丰田传奇》，商务部网站，丰田中国官网，国元证券研究所整理

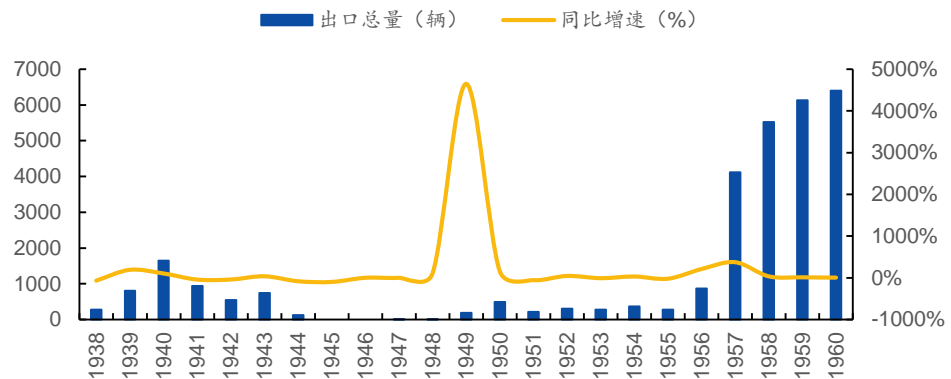
石油危机引爆外部机遇，高油价重塑全球消费习惯催生需求闭环。 在丰田内部优势蓄势待发之际，地缘政治冲突带来的外部机遇成为推动其跃升的关键力量。丰田崛起的第二个历史背景，正是两次石油危机带动全球消费习惯向小排量和经济型方向的剧烈转型。20 世纪 70 年代石油危机爆发，导致国际原油价格飙升，美国等传统汽车消费大国的用车成本急剧增加。这一突发的外部环境变化，直接扭转了全球消费者的购车偏好，市场需求开始大规模向燃油经济性更好的小型车倾斜。由于美国本土车企转型迟缓，而日本车企在国内资源匮乏的倒逼下早已储备了成熟的节能车技术，丰田借此历史性机遇顺利打入并席卷世界市场。

图 8：1970-2000 年国际原油价格走势



资料来源：中国经济网，国元证券研究所

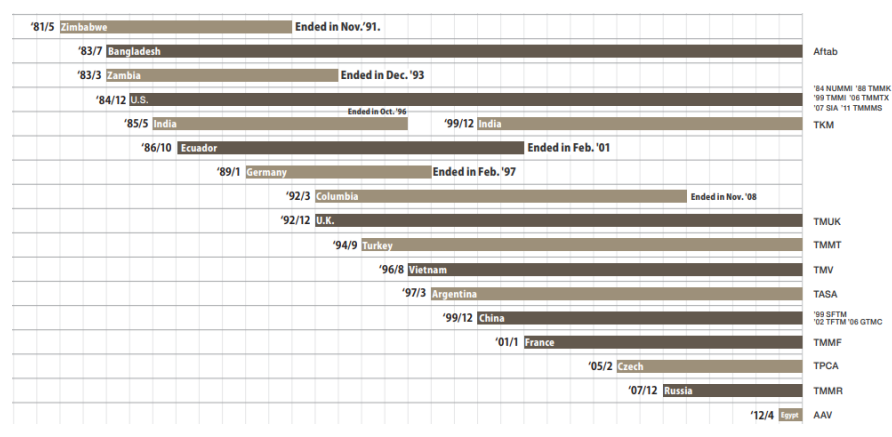
图 9：50 年代出口开始活跃



资料来源：丰田官网，国元证券研究所

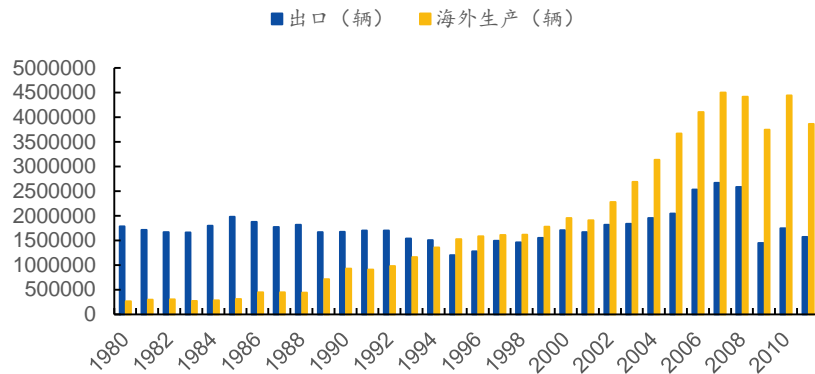
直面贸易壁垒倒逼战略升维，从单一产品出口向属地化产业链出海跨越。 随着产品在海外市场的攻城略地，领先企业不可避免地会遭遇贸易保护主义的强力反弹。丰田崛起的第三个关键历史背景，正是日本面对严苛的贸易壁垒，不得不将“汽车出口”全面升级为“汽车出海”。20 世纪 80 年代，随着日本汽车出口量突破天花板并导致美国车企出现巨额亏损，日美汽车贸易摩擦全面爆发。美国不仅启用了“超级 301”条款，还迫使日本签订了“自愿出口限制”协议（最初限制为每年 168 万辆），并通过《广场协议》大幅推高日元汇率以削弱日本出口竞争力。面对这一生死存亡的政策围堵，丰田果断调整市场进入策略，开始通过大规模的海外直接投资绕开贸易壁垒。1984 年，丰田与通用汽车合资建立的 NUMMI 工厂正式运营，开启了“用美国工人、在美本土生产”的深度属地化进程；随后，丰田又相继独资建立了 TMMK、TMMC 等制造基地，彻底完成了在北美、欧洲和亚洲的全球化生产布局。

图 10：1980-2011 年海外生产布局



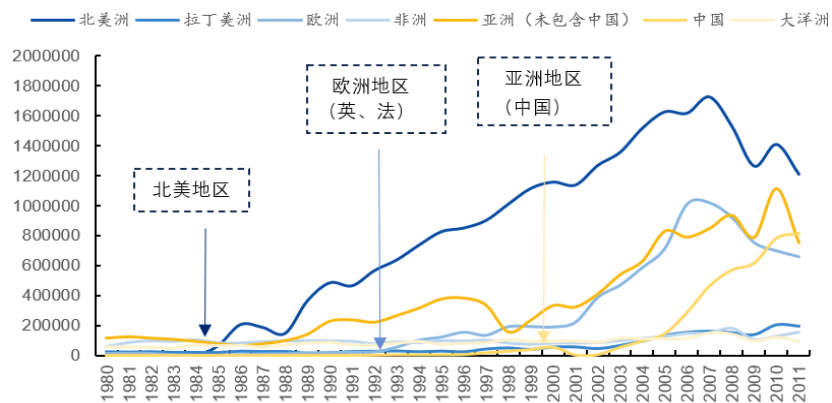
资料来源：丰田官网，国元证券研究所

图 11: 1980-2011 年出口与海外生产趋势



资料来源: 丰田官网, 国元证券研究所

图 12: 1980-2011 年丰田海外产量 (辆)



资料来源: 丰田官网, 国元证券研究所

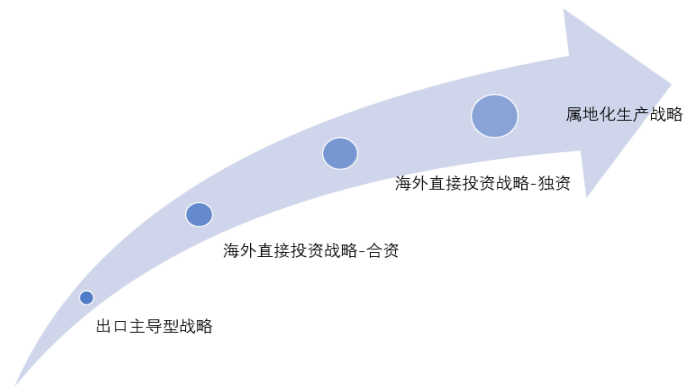
图 13: 丰田海外公司分布



资料来源: 丰田官网 (截至 2012 年 1 月 31 日), 国元证券研究所

我国新能源车实力领先，高油价风潮有望催动海外需求闭环，迎来全球化机遇。以史为鉴，当前中国新能源汽车产业所处阶段，与当年日本汽车崛起前夕存在一定相似性。经过十余年的政策支持与产业竞争，我国新能源汽车在三电技术、智能化能力及产业链成本控制方面已形成全球领先优势，并在国内市场跨越50%渗透率关口。但在出海过程中，中国车企也面临欧美关税、反补贴调查等贸易壁垒，倒逼行业由整车出口转向属地化生产与产业链本地布局。从这一角度看，当前路径与丰田当年由产品输出走向全球制造具有一定可比性。现阶段出海的主要约束在于，部分海外市场新能源汽车终端需求释放仍偏慢，使“供给—需求”链条尚未完全打通。与此同时，中东局势升温推动国际油价维持高位震荡，并强化高油价持续的预期。历史经验表明，油价中枢上移将改变消费者购车决策，推动节能与替代产品加速渗透。在燃油成本持续承压背景下，新能源汽车的使用成本优势更易被感知，进而带动海外需求释放。若该趋势延续，地缘冲突带来的外部扰动，反而可能成为中国新能源汽车加速打开全球需求空间的重要催化。

图 14：丰田出海美国路径



资料来源：“走出去”信息服务台；国元证券研究所

图 15：中国汽车出海常规路径



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究所

2.3 比亚迪出海优势：稳步跨越三大出海阶段，以产能与运力双重自主构筑海外竞争壁垒

比亚迪出海历经试水、商用车至乘用车三大阶段，借力本土网络迅速扩张。在外部机遇与自身实力的双重共振下，作为中国新能源汽车领军者的比亚迪，其在海外市场的战略布局展现出了极具前瞻性的优势。公司出海的成功并非一蹴而就，而是稳扎稳打地经历了三个关键阶段。

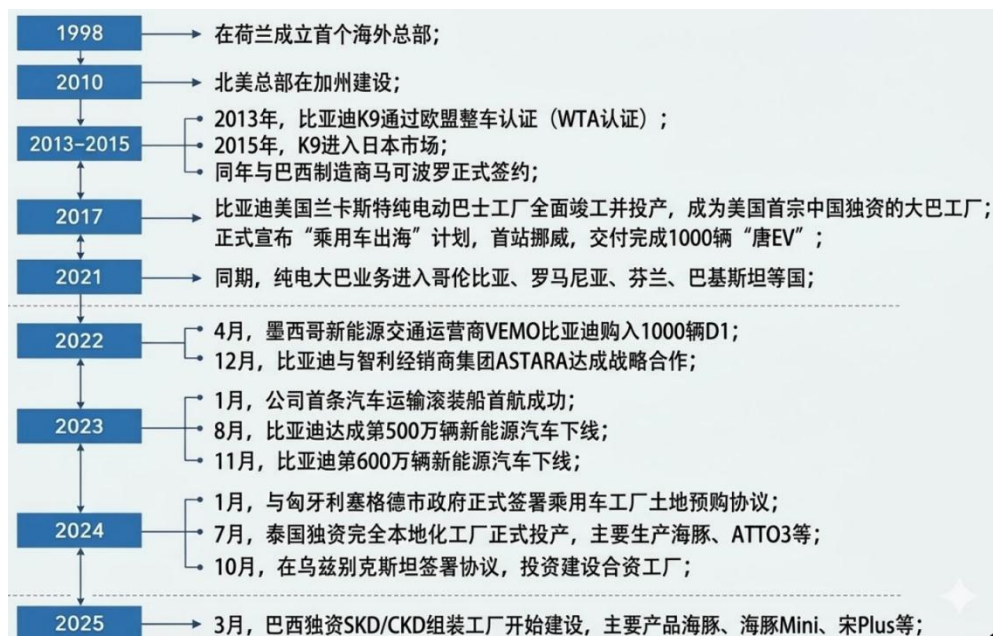
第一阶段为出海试水期（1998-2010年），公司较早便以电池与电子业务切入海外市场，1998年在荷兰鹿特丹设立欧洲总部，随后进入美国并布局洛杉矶区域中心。这一阶段的核心意义不在于收入贡献，而在于完成对海外市场规则、渠道体系及人才体系的初步认知与储备，为后续整车出海奠定基础。

第二阶段为新能源商用车出海期（2010-2020年），公司提出“城市公共交通电动化”战略，以To B端为突破口切入海外市场，其K9电动大巴于2013年获得欧盟WVTA认证，并在欧美、日本等成熟市场实现规模化落地。相较于乘用车，这一阶段通过标准化程度更高、决策链条更短的公共交通市场，实现了技术可靠性与品牌背书的双重验证。

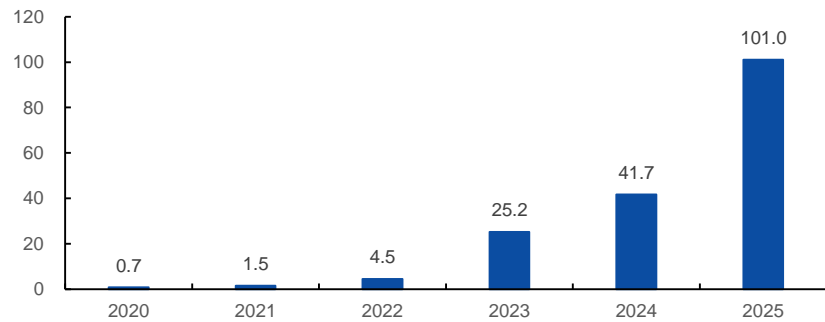
第三阶段为乘用车快速放量期（2021年至今），公司自2021年以挪威为起点切入欧洲市场后，迅速复制至德国、日本、澳大利亚等核心区域，当前已覆盖全球59个国家及地区的400余座城市。在渠道策略上，公司并未大规模采用高成本直营模式，而是选择与当地具备深厚渠道资源的经销商合作，借助其成熟的销售网络与售后体系实现低成本扩张与快速落地。

目前公司整车出口量已从2020年的0.7万辆迅速攀升至2025年全年的101.0万辆水平，期间年均复合增长率高达167.3%。

图 16：公司出海大事记梳理



资料来源：懂车帝，易车，公司官网，公司公告，SMM汽车风云，国元证券研究所

图 17：公司 2020 至 2025 年汽车出口量（单位：万辆）


资料来源：聚汽观察，公司公告，中国汽车流通协会，盖世汽车，国元证券研究所

比亚迪推进产能出海与自建舰队，有效提升供应链控制力，保障全球扩张。 为了对冲海外宏观环境不确定性及贸易保护主义加剧带来的扰动，比亚迪在出海模式上进一步升维，由“整车出口”向“产能出海+体系能力输出”转型，并通过自建物流体系强化全球交付能力。在属地化产能布局方面，2023年3月泰国乘用车基地奠基，成为公司由单一产品输出迈向产业链本地化的重要节点。进入2024年，公司海外建厂节奏明显提速并逐步进入投产周期：乌兹别克斯坦合资工厂已实现投产，面向东南亚与南美市场的泰国、巴西工厂亦计划在年内落地；同时，印尼与匈牙利项目已进入实质推进阶段，墨西哥项目也在持续推进选址与谈判。整体来看，公司规划中的海外产能规模已达百万辆级别，属地化生产将有助于规避关税与贸易壁垒，并缩短交付链条、提升终端响应效率。与此同时，在整车出口运力方面，公司针对全球海运价格波动与运力紧张问题，选择通过自建滚装船队实现关键环节的可控化。该体系一方面可根据电动车运输特性进行针对性舱位设计以提升安全性，另一方面也有助于公司在运力与成本层面摆脱对外部航运资源的依赖，从而在需求波动与地缘扰动环境下保持更高的供应链稳定性与调度灵活性。

表 2：公司海外工厂布局进展（截至 2025 年 10 月）

| 状态 | 工厂名称（预计投产年份） | 形式 | 投资金额（人民币） | 年产能 | 主要产品 | 辐射市场 |
|-----|-------------------|-------------------|-----------|-----------------------|-------------------------|--------|
| 已投产 | 美国工厂（2013） | 比亚迪全资 | 约 16 亿 | 1500 辆 | 电池、电动大巴、纯电卡车等 | 美国 |
| | 印度工厂（2017） | 印度独资，SKD 组装 | — | 1.7 万辆 | ATT03、e6 等 | 东南亚 |
| | 摩洛哥工厂（2021） | 比亚迪全资 | — | 10 万辆 | 电池、电动汽车及云轨 | 非洲、欧盟 |
| | 乌兹别克斯坦工厂（2024.01） | 与 Uzavtosanoat 合资 | 约 12 亿 | 一期 5 万，二期 30 万 | 宋 PLUS DM-i、驱逐舰 05 冠军版等 | 中亚 |
| | 泰国工厂（2024.07） | 泰国独资，完全本地化 | 约 70 亿 | 一期 15 万，二期 30 万 | 海豚、ATT03 等 | 东盟 |
| | 巴西工厂（2025.03） | 巴西独资，SKD/CKD 组装 | 约 72 亿 | 一期 15 万，二期 30 万 | 海豚、海豚 Mini、宋 Pro 等 | 拉美、非洲等 |
| 待投产 | 柬埔寨工厂（2025.11） | 柬埔寨独资，CKD 组装 | 约 2 亿 | 一期 1 万，二期规划 2 万 | 混动 & 纯电 | 东南亚 |
| | 匈牙利工厂（2026） | 匈牙利独资，完全本地化 | 约 400 亿 | 一期 15 万，二期规划 30 万 | 混动 & 纯电 | 欧洲 |
| | 土耳其工厂（2026） | 土耳其独资，完全本地化 | 约 40 亿 | 一期 15 万，未来可提升 20-30 万 | 混动 & 纯电 | 欧洲 |
| | 印尼工厂（2026） | — | 约 93 亿 | 一期 15 万，未来可提升 20-30 万 | Seal U（海狮 06）、ATT03、海豚 | — |
| | 巴基斯坦工厂（2026） | 与 Mega Motors 合作 | — | 5 万辆 | 混动 & 纯电 | 东南亚 |
| | 马来西亚工厂（2026） | CKD 全散件组装 | — | — | — | 东南亚 |
| 规划中 | 墨西哥工厂 | 待启动 | — | 一期 15 万，二期可提升 40-50 万 | — | 北美洲 |

资料来源：SMM 汽车风云，懂车帝，易车，公司官网，公司公告，国元证券研究所

图 18: 公司“EXPLORERNO.1”汽车运输滚装船于 2024 年 1 月交船



资料来源: 公司官方公众号, 国元证券研究所

3. 公司近期信息更新: 销量结构优化与技术鱼池持续释放

3.1 销量方面: 销量结构分化加剧, 海外与纯电驱动增长主线

2025 年公司销量延续增长, 但结构分化较此前明显加剧。根据公司公告, 全年实现产量 453.74 万辆, 同比增长 5.42%; 销量 460.24 万辆, 同比增长 7.73%。分结构看, 纯电乘用车销量 225.67 万辆, 同比增长 27.86%, 延续较高景气; 插电式混合动力乘用车销量 228.87 万辆, 同比下降 7.91%, 出现阶段性回落; 商用车销量 5.70 万辆, 同比增长 161.83%, 在低基数下实现快速放量。与此同时, 公司在 2026 年 1 月投资者交流中披露, 2025 年海外销量首次突破 100 万辆, 同比增长超过 140%; 腾势、仰望、方程豹三大品牌全年合计销量接近 40 万辆, 同比增长超过 100%。整体来看, 2025 年公司销量的核心特征不只是总量扩张, 更在于纯电占比提升、高端品牌放量及海外市场加速渗透带来的结构性优化。

表 3: 公司 2025 年全年产量及销量情况(单位: 辆)

| 项目类别 | 产量 | | | 销量 | | |
|------------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| | 本年累计 | 去年累计 | 累计同比 | 本年累计 | 去年累计 | 累计同比 |
| 纯电动乘用车 | 2,221,913 | 1,777,965 | 24.97% | 2,256,714 | 1,764,992 | 27.86% |
| 插电式混合动力乘用车 | 2,257,479 | 2,503,119 | -9.81% | 2,288,709 | 2,485,378 | -7.91% |
| 商用车 | 57,964 | 22,989 | 152.14% | 57,013 | 21,775 | 161.83% |
| 合计 | 4,537,356 | 4,304,073 | 5.42% | 4,602,436 | 4,272,145 | 7.73% |

资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

进入 2026 年后, 公司销量短期承压, 但结构层面的变化更加清晰。根据公司公告,

2026 年 1-4 月累计新能源汽车产量 103.03 万辆，同比下降 28.56%；累计销量 102.16 万辆，同比下降 26.02%。其中，纯电动乘用车销量 46.73 万辆，同比下降 23.65%；插电式混合动力乘用车销量 53.58 万辆，同比下降 28.24%；商用车销量 1.85 万辆，同比下降 16.62%。在国内需求阶段性走弱的背景下，出口端仍维持较强韧性：公司披露 2026 年 4 月单月出口新能源汽车 13.51 万辆，2026 年 1-4 月海外累计销量已突破 45.63 万辆，出海势头持续强劲。从整体数据看，比亚迪 4 月新能源汽车总销量为 32.11 万辆，虽受国内市场环境影响同比有所下滑，但海外板块已成为最核心的增长引擎。由此可见，年初销量压力主要来自国内市场波动，而海外市场已成为支撑总量的关键变量；后续若国内需求边际修复、叠加海外市场延续高增，公司全年销量节奏仍有望逐步改善。

表 4：公司 2026 年前 4 月产量及销量情况(单位：辆)

| 项目类别 | 产量 | | | 销量 | | |
|------------|------------------|------------------|----------------|------------------|------------------|----------------|
| | 本年累计 | 去年累计 | 累计同比 | 本年累计 | 去年累计 | 累计同比 |
| 纯电动乘用车 | 473,019 | 655,042 | -27.79% | 467,333 | 612,128 | -23.65% |
| 插电式混合动力乘用车 | 539,997 | 764,247 | -29.34% | 535,760 | 746,585 | -28.24% |
| 商用车 | 17,319 | 22,854 | -24.22% | 18,493 | 22,180 | -16.62% |
| 合计 | 1,030,335 | 1,442,143 | -28.56% | 1,021,586 | 1,380,893 | -26.02% |

资料来源：公司公告，国元证券研究所

3.2 新兴技术方面：固态电池产业化路径逐步清晰，工程化推进进入关键阶段

固态电池板块已形成相对清晰的产业化推进路径。根据公开披露信息，比亚迪 2024 年已下线 60Ah 全固态电池样品，2026 年中试线开始投产，2027 年计划实现小批量装车；到 2030 年，公司目标实现“固液同价”并导入约 4 万辆车，2033 年进一步提升至 12 万辆车装机。从产能端看，重庆璧山基地规划产能 100GWh，其中首期 20GWh 预计于 2026 年投产。整体来看，公司在固态电池领域的推进，已由早期样品验证阶段，逐步过渡至中试线建设、示范应用及后续规模化导入阶段，产业化节奏较此前明显提速。

表 5：公司固态电池进程与规划

| 关键年份 | 阶段/里程碑 | 车辆装机目标 | 电芯成本预测 (RMB/kWh) |
|--------|----------------|--------|-----------------------|
| 2024 年 | 60Ah 全固态电池样品下线 | — | — |
| 2025 年 | 中试阶段 | — | 1200 (较 2023 年下降 33%) |
| 2026 年 | 关键产能投产年 | — | — |
| 2027 年 | 小批量装机/示范阶段 | 小批量装机 | 500 |
| 2030 年 | “固液同价”推广期 | 4 万台 | 实现固液同价 |
| 2033 年 | 规模化市场放量期 | 12 万台 | — |

资料来源：SMM 锂电，国元证券研究所

相较于远期装车规模的测算，当前阶段更具现实意义的观察重点在于成本、良率及工艺环节的持续优化。根据公开资料，公司 2025 年中试阶段全固态电池成本已降至

1200 元/kWh，较 2023 年样品阶段 1800 元/kWh 下降约 33%；制造端通过引入“固相烧结一体化工艺”，替代传统分步合成路径，生产效率提升约 25%，良率由 65%提升至 85%；同时，正极材料向 NCM811 高镍体系切换，带动材料成本下降约 20%。上述指标的持续改善，直接决定后续示范装车的经济性与量产可行性。对比亚迪而言，固态电池短期内仍难成为销量与利润的核心驱动，但其在下一代高能量密度电池平台上的工程化进展与先发积累，将在中长期竞争中体现出更重要的战略价值。

3.3 智能驾驶方面：已积累超 256 万辆智能车与日均 1.6 亿公里数据规模，数据积累夯实智能化底座

公司智能驾驶业务已由早期功能搭载阶段，逐步迈入规模化装机与数据驱动迭代阶段。2025 年 2 月，比亚迪发布“全民智驾”战略，首批 21 款车型搭载“天神之眼”系统，覆盖 7 万至 20 万元主流价格带。根据公司 2026 年 1 月投资者交流披露，截至 2025 年 12 月底，公司辅助驾驶车型保有量已超过 256 万辆，“天神之眼”日均生成数据超过 1.6 亿公里，全年用户智能泊车激活比例为 85.97%，辅助驾驶激活比例为 94.13%，AEB 累计触发 933 万次。从产品端看，海狮 05EV、海豹 06DM-i 旅行版等车型均已将“天神之眼 C-辅助驾驶三目版”作为核心配置进行强化。整体来看，公司智能驾驶布局已由高端车型试装，向主流价格带快速渗透，装机基础明显扩大。

表 6：公司当前三套主流智能驾驶方案

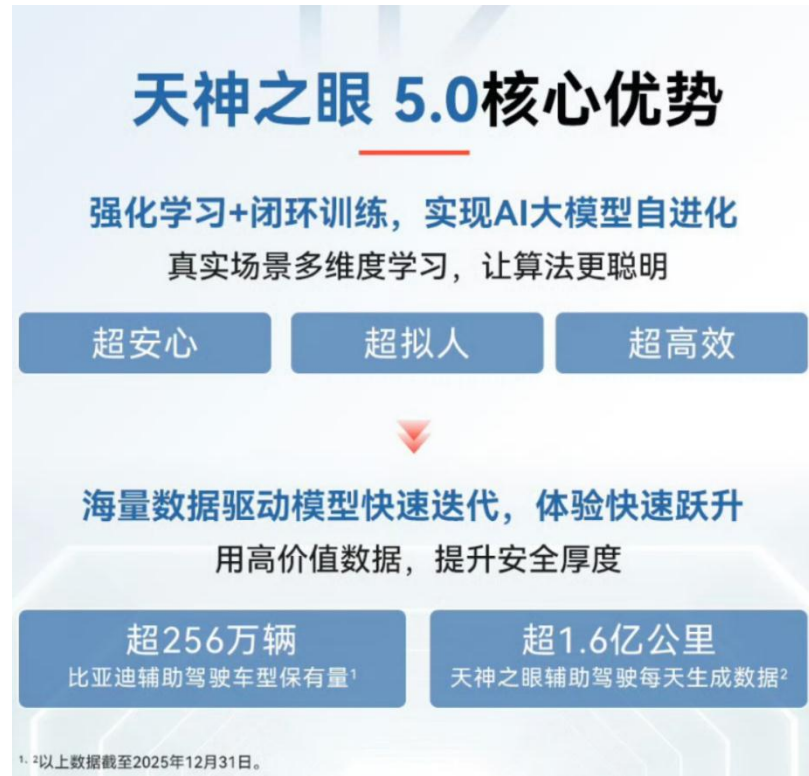
| 版本 | 天神之眼 A (三激光版) | 天神之眼 B (激光版) | 天神之眼 C (三目版) |
|------|------------------------------------|--------------------------------------|---|
| 核心定位 | 顶尖性能，智驾天花板 | 均衡实力，行业第一梯队水平 | 科技普惠，推动智驾普及 |
| 主要搭载 | 仰望品牌 | 腾势、比亚迪中高端车型（如汉、唐高配） | 比亚迪主流车型（7 万-20 万级，如海鸥、秦 PLUS） |
| 硬件配置 | 3 颗激光雷达 + 双 Orin-X 芯片（508 TOPS 算力） | 1-2 颗激光雷达 + 单 Orin-X 芯片（254 TOPS 算力） | 前视三目摄像头（5R12V12U 方案）+ 地平线征程 5 芯片（84-128 TOPS） |
| 核心功能 | 城区/高速/泊车全域领航、易四方泊车 | 城市领航（CNOA）、高速领航（HNOA）、易三方泊车 | 高速领航（HNOA）、记忆领航、代客泊车（AVP） |
| 识别尾标 | 黄色 | 红色 | 蓝色 |

资料来源：汽车电子库，国元证券研究所

天神之眼 5.0 发布，标志着公司智能驾驶迈入“数据驱动+模型自进化”新阶段。与此同时，公司在智能驾驶技术路径上持续迭代升级。2026 年 1 月，天神之眼 5.0 正式发布，意味着公司由“规模装机+数据积累”阶段，进一步迈向“算法自进化”阶段。新一代系统在全闭环端到端架构基础上，引入强化学习能力，通过真实驾驶场景的持续反馈与闭环训练，提升模型的自学习与自优化能力。从技术表现看，系统在驾驶稳定性、制动精准度及响应速度等核心指标上均有所优化，在复杂路况下的 AEB 决策、跟车控制及变道逻辑更加贴近人类驾驶习惯，同时在城市及低速场景中展现出更高的任务完成效率。更为关键的是，依托截至 2025 年末超过 256 万辆的智驾车保有量及日均 1.6 亿公里的数据规模，公司已形成较为完善的数据闭环与迭代基础，使强化学习能够持续放大数据价值，推动算法能力加速进化。整体来看，天神之眼 5.0 的推出不仅是功能层面的升级，更标志着公司智能驾驶能力开始进入以数据驱动、模

型自进化为核心的新阶段，后续随着用户规模扩大与使用频率提升，其系统表现仍具备持续优化空间。

图 19：公司于 2026 年 1 月正式发布天神之眼 5.0



资料来源：迪厂，国元证券研究所

4. 投资建议

汽车、汽车相关及其他产品：经复算公司以前年度数据，我们发现公司汽车、汽车相关及其他产品业务营业收入仍主要由整车制造业务贡献。结合未来几年全球新能源汽车需求仍具韧性、公司在纯电与插混双技术路线上的产品矩阵持续完善，以及海外市场由出口驱动向本地化运营深化推进，我们判断公司销量规模具备持续增长基础。其中，2025 年公司汽车销量为 460.24 万辆，同比增长 7.73%；在此基础上，我们预计 2026-2028 年公司汽车销量分别为 498.64/531.67/580.63 万辆，对应增速为 8.34%/6.62%/9.21%；其中 2025 年公司汽车海外销量为 105.40 万辆，预计 2026-2028 年分别为 178.93/268.21/343.22 万辆，对应增速为 69.76%/49.90%/27.97%。在销量增长、出口占比提升及产品结构优化的共同带动下，我们预计 2026-2028 年公司汽车、汽车相关及其他产品业务营业收入分别为 7180.41/7815.56/8709.51 亿元，对应增速分别为 10.70%/8.85%/11.44%。

手机部件及组装等：公司在北美大客户业务拓展顺利，伴随消费电子需求温和复苏及精密制造能力持续升级，相关业务有望延续较快增长。同时，前期收购的 Juno Newco

相关业务经过数年整合，目前已取得阶段性协同成效，在客户资源共享、产能利用率提升及产品结构优化等方面逐步体现优势，后续随着内部协同进一步深化，仍有望持续释放增量贡献，为公司中长期稳健增长提供支撑。基于此，我们预计 2026-2028 年公司手机部件及组装等业务营收分别为 1862.84/2235.41/2682.49 亿元，对应增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%。

表 7：公司销量预测(单位：辆)

| 总销量 | 2024E | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 纯电乘用车销量 | 1,764,992 | 2,256,714 | 2,455,060 | 2,660,091 | 2,945,386 |
| yoY | 12.08% | 27.86% | 8.79% | 8.35% | 10.73% |
| 插混乘用车销量 | 2,485,378 | 2,288,709 | 2,465,771 | 2,581,214 | 2,774,244 |
| yoY | 72.83% | -7.91% | 7.74% | 4.68% | 7.48% |
| 新能源商用车 | 21,775 | 57,013 | 65,565 | 75,400 | 86,710 |
| yoY | 89.17% | 161.83% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 合计销量(辆) | 4,272,145 | 4,602,436 | 4,986,396 | 5,316,704 | 5,806,339 |
| yoY | 41.26% | 7.73% | 8.34% | 6.62% | 9.21% |
| 其中：出海 | | | | | |
| 乘用车出口 | 429,663 | 1,049,800 | 1,784,660 | 2,676,990 | 3,426,547 |
| yoY | 76.99% | 144.33% | 70.00% | 50.00% | 28.00% |
| 商用车出口 | 3,337 | 4,234 | 4,657 | 5,123 | 5,635 |
| yoY | 6.00% | 6.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 合计出口 | 433,000 | 1,054,034 | 1,789,317 | 2,682,113 | 3,432,183 |
| yoY | 76.08% | 143.43% | 69.76% | 49.90% | 27.97% |

资料来源：公司公告，车主之家，电动汽车观察家，客车信息网，国元证券研究所

表 8：公司分业务营业收入与毛利率预测(单位：百万元)

| 营业收入 | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|
| 汽车、汽车相关及其他 | 648,645.64 | 718,041.01 | 781,555.52 | 870,950.82 |
| 增长率 | 5.06% | 10.70% | 8.85% | 11.44% |
| 毛利率 | 20.89% | 21.46% | 21.84% | 22.42% |
| 手机部件及组装等 | 155,236.53 | 186,283.84 | 223,540.60 | 268,248.72 |
| 增长率 | -2.74% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| 毛利率 | 8.50% | 8.50% | 8.50% | 8.50% |
| 其他 | 82.79 | 86.93 | 91.28 | 95.84 |
| 增长率 | -26.04% | 5.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 15.00% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| 合计 | 803,964.96 | 904,411.77 | 1,005,187.40 | 1,139,295.39 |
| 增长率 | 3.46% | 12.49% | 11.14% | 13.34% |
| 毛利率 | 18.50% | 18.79% | 18.87% | 19.14% |

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

综合考虑公司业务结构优化、规模效应释放及海外市场盈利能力持续改善等因素，我

们对公司盈利能力保持审慎乐观判断。预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 401.61/471.28/600.75 亿元，对应同比增速分别为 23.12%/17.35%/27.47%；对应当前股价水平，2026-2028 年公司 PE 分别为 21.23x/18.09x/14.19x。

表 9：公司盈利预测

| 财务数据和估值 | 2024 | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 777102.46 | 803964.96 | 904411.77 | 1005187.40 | 1139295.39 |
| 收入同比(%) | 29.02 | 3.46 | 12.49 | 11.14 | 13.34 |
| 归母净利润(百万元) | 40254.35 | 32619.02 | 40161.25 | 47127.63 | 60074.73 |
| 归母净利润同比(%) | 34.00 | -18.97 | 23.12 | 17.35 | 27.47 |
| ROE(%) | 21.73 | 13.24 | 14.26 | 14.86 | 16.64 |
| 每股收益(元) | 13.84 | 3.58 | 4.40 | 5.17 | 6.59 |
| 市盈率(P/E) | 19.19 | 20.43 | 21.23 | 18.09 | 14.19 |

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所

公司是我国及全球新能源汽车领导者，我们选取宁德时代、长安汽车、赛力斯作为可比公司，2026-2028 年可比公司 PE 均值分别为 16.41x/12.81x/10.86x。经研究，我们认为公司拥有以下优势：成本方面，公司通过实现产业链深度垂直整合实现降本增效，并因而拥有 6-20 万元乘用车市场定价权；市场声量方面，公司占我国 2025 年新能源车 27.9% 的市场份额，品牌认知的领先将在市场进入大众渗透的成熟阶段时，进一步放大公司的核心竞争优势。出海方面，公司在“自建舰队出海”与“产能出海”等布局方面拥有身位优势，公司出海迎来高速扩张阶段公司整车出口量已从 2020 年的 0.7 万辆迅速攀升至 2025 年全年的 101.0 万辆水平，期间年均复合增长率高达 167.3%。随着公司在 2026 年核心产品线逐步升级为 DM 6.0 与第二代刀片电池，同时伴随公司一系列高端豪华车型的陆续推出，我们预计公司盈利能力将逐步提升。此外，我们认为，公司作为具备全产业链垂直整合能力的龙头企业，通过向上游关键环节的深度布局，有效拉长了自身的产业链覆盖。这一模式使得部分利润在产业链内部转移、而非完全体现在终端报表层面，因此市场可能低估了公司真实的盈利能力与利润弹性。因此，考虑到公司综合实力，我们认为公司应享有一定溢价，对应目标市值 13139.64 亿元，较当前市值增幅空间 54.1%。维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值(单位：百万元)

| 代码 | 名称 | 市值 | 归母净利润 | | | | 对应 PE 估值倍数 | | | |
|-----------|------|-----------|--------|--------|---------|---------|------------|-------|-------|-------|
| | | | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |
| 601127.SH | 赛力斯 | 134,723 | 5,957 | 8,890 | 12,179 | 14,467 | 22.62 | 15.15 | 11.06 | 9.31 |
| 000625.SZ | 长安汽车 | 75,243 | 4,075 | 5,574 | 7,091 | 8,007 | 18.46 | 13.50 | 10.61 | 9.40 |
| 300750.SZ | 宁德时代 | 1,954,094 | 72,201 | 94,900 | 116,600 | 140,887 | 27.06 | 20.59 | 16.76 | 13.87 |
| 平均值 | | | | | | | 22.71 | 16.41 | 12.81 | 10.86 |

资料来源：同花顺 iFind，国元证券研究所，市值数据为 2026 年 5 月 20 日收盘值，净利润预测为同花顺 iFind 一致性预期

5. 风险提示

新能源汽车增速放缓导致行业竞争加剧风险

我们预计新能源汽车行业已逐步告别高增速区间，进入结构性、稳态增长阶段。根据乘联会预测，2026年国内乘用车零售销量约2400万辆，同比增长约1%；其中新能源乘用车零售量约1460万辆，同比增长约13%，渗透率提升至61%。在行业增速中枢下移背景下，市场竞争格局或将发生深刻变化：一方面，需求扩张放缓将压缩行业“自然增量空间”，企业间围绕存量份额的竞争或明显加剧，价格竞争压力上升，盈利空间承压；另一方面，消费者对产品性能、价格体系及服务体验的要求持续提升，倒逼车企加大产品迭代与营销投入，进一步侵蚀盈利能力。在此背景下，若行业竞争持续加剧且价格体系难以企稳，公司盈利水平或面临阶段性承压风险。

海外新能源渗透率不及预期与海外贸易壁垒增多风险

从全球市场看，2025年新能源汽车渗透率呈现显著区域分化：欧洲市场延续较好增长，渗透率由2024年的17.6%提升至2025年的23.3%；而北美市场渗透率由8.8%小幅回落至8.5%，出现阶段性承压；除中国外的亚洲市场整体渗透率仍处于低位，2025年仅约6.8%。在此背景下，若海外核心市场需求释放节奏低于预期，公司海外销量增长或面临不确定性。同时，全球贸易环境趋于复杂，美国、欧盟等主要市场自2024年二季度以来相继上调中国电动车进口关税，叠加巴西、墨西哥等重要出口目的地亦维持较高关税水平，对中国车企出口形成约束。尽管公司正通过海外建厂与本地化生产加速应对关税压力，但仍需关注潜在非关税壁垒（如本地化率要求、补贴政策限制、认证标准提升等）及其他贸易保护措施带来的不确定性。若全球贸易摩擦进一步加剧，公司海外业务拓展节奏及盈利能力或受到扰动。

公司智能化业务发展不及预期风险

当前新能源汽车行业竞争已由“电动化上半场”逐步迈入“智能化下半场”，智能驾驶能力正成为核心差异化要素。公司已明确加大智能化布局力度，组建规模达4000-5000人的研发团队，并计划投入约1000亿元用于智能驾驶及相关技术研发，体现出较强的战略决心。然而，智能驾驶技术具备研发周期长、技术路径不确定性高、数据与算法迭代要求高等特征，若公司在核心算法能力、数据闭环构建或量产落地节奏上不及预期，可能导致智能化产品竞争力弱于行业领先水平。在智能化成为关键竞争维度的背景下，若相关能力未能有效兑现，公司或面临产品力边际弱化及市场份额受压的风险。

财务预测表

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 流动资产 | 370572.24 | 371467.56 | 361137.16 | 403128.09 | 449390.69 | |
| 现金 | 102738.73 | 75424.75 | 90441.18 | 100518.74 | 113929.54 | |
| 应收账款 | 62298.99 | 37004.69 | 42076.23 | 46629.57 | 52791.56 | |
| 其他应收款 | 3616.03 | 3153.55 | 3887.90 | 4338.01 | 4874.75 | |
| 预付账款 | 3974.02 | 5024.87 | 3672.20 | 4077.53 | 4605.89 | |
| 存货 | 116036.24 | 138420.58 | 142447.25 | 158030.32 | 177996.59 | |
| 其他流动资产 | 81908.23 | 112439.12 | 78612.41 | 89533.92 | 95192.36 | |
| 非流动资产 | 412783.61 | 512262.33 | 590166.95 | 649387.20 | 688276.24 | |
| 长期投资 | 19082.50 | 21781.42 | 21781.42 | 21781.42 | 21781.42 | |
| 固定资产 | 262287.30 | 292775.93 | 354671.71 | 401791.57 | 430205.13 | |
| 无形资产 | 38423.93 | 41485.23 | 43053.85 | 41865.82 | 41723.90 | |
| 其他非流动资产 | 92989.89 | 156219.75 | 170659.97 | 183948.39 | 194565.79 | |
| | | | 1052515.2 | | | |
| 资产总计 | 783355.86 | 883729.88 | 951304.11 | 9 | 1137666.93 | |
| 流动负债 | 495985.18 | 468451.36 | 492137.60 | 548220.25 | 578438.30 | |
| 短期借款 | 12103.27 | 38484.71 | 33915.35 | 40666.52 | 19571.94 | |
| 应付账款 | 241643.42 | 186742.38 | 205643.32 | 228341.79 | 248718.22 | |
| 其他流动负债 | 242238.48 | 243224.27 | 252578.92 | 279211.94 | 310148.14 | |
| 非流动负债 | 88682.47 | 156739.34 | 163843.12 | 171857.06 | 180872.40 | |
| 长期借款 | 8257.79 | 60705.57 | 58705.57 | 56705.57 | 54705.57 | |
| 其他非流动负债 | 80424.68 | 96033.77 | 105137.55 | 115151.49 | 126166.83 | |
| 负债合计 | 584667.65 | 625190.70 | 655980.72 | 720077.31 | 759310.70 | |
| 少数股东权益 | 13437.11 | 12264.58 | 13669.05 | 15317.13 | 17417.99 | |
| 股本 | 2909.27 | 9117.20 | 9117.20 | 9117.20 | 9117.20 | |
| 资本公积 | 60679.41 | 95276.66 | 95276.66 | 95276.66 | 95276.66 | |
| 留存收益 | 106021.88 | 123852.12 | 160749.41 | 195828.67 | 239408.73 | |
| 归属母公司股东权益 | 185251.10 | 246274.61 | 281654.35 | 317120.85 | 360938.24 | |
| | | | 1052515.2 | | | |
| 负债和股东权益 | 783355.86 | 883729.88 | 951304.11 | 9 | 1137666.93 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------------------|-------------------|------------------|------------------|-------------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 经营活动现金流 | 133453.87 | 59135.54 | 123209.53 | 166914.21 | 196150.64 | |
| 净利润 | 41587.94 | 33760.76 | 41565.72 | 48775.72 | 62175.59 | |
| 折旧摊销 | 64261.43 | 77869.47 | 65877.68 | 87548.15 | 109260.47 | |
| 财务费用 | 1216.21 | -649.35 | 3565.57 | 3326.82 | 2740.68 | |
| 投资损失 | -2291.48 | -2856.61 | -2261.07 | -2469.72 | -2529.13 | |
| 营运资金变动 | 21470.56 | -48770.33 | 8668.35 | 20949.48 | 14250.02 | |
| 其他经营现金流 | 7209.22 | -218.39 | 5793.29 | 8783.76 | 10253.02 | |
| | | | | | - | |
| 投资活动现金流 | -129082.28 | -197463.11 | -94539.24 | 146113.67 | -139312.38 | |
| 资本支出 | 97359.77 | 156807.85 | 135000.00 | 135000.00 | 135000.00 | |
| 长期投资 | 3537.50 | 1087.13 | 316.56 | 333.65 | 373.25 | |
| 其他投资现金流 | -28185.01 | -39568.13 | 40777.32 | -10780.01 | -3939.13 | |
| 筹资活动现金流 | -10267.55 | 104613.87 | -13653.86 | -10722.98 | -43427.46 | |
| 短期借款 | -6219.94 | 26381.44 | -4569.36 | 6751.17 | -21094.58 | |
| 长期借款 | -3717.35 | 52447.78 | -2000.00 | -2000.00 | -2000.00 | |
| 普通股增加 | -1.88 | 6207.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 资本公积增加 | -1362.37 | 34597.25 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | |
| 其他筹资现金流 | 1033.99 | -15020.54 | -7084.50 | -15474.14 | -20332.88 | |
| 现金净增加额 | -6255.20 | -33861.35 | 15016.43 | 10077.56 | 13410.80 | |

资料来源: 同花顺 IFind, 国元证券研究所

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 营业收入 | 777102.46 | 803964.96 | 904411.77 | 1005187.40 | 1139295.39 | |
| 营业成本 | 626046.62 | 661305.16 | 734440.45 | 815506.40 | 921178.58 | |
| 营业税金及附加 | 14752.40 | 13580.54 | 13566.18 | 14575.22 | 15950.14 | |
| 营业费用 | 24085.32 | 26184.57 | 28036.76 | 31160.81 | 34178.86 | |
| 管理费用 | 18644.66 | 20199.94 | 21705.88 | 24124.50 | 26203.79 | |
| 研发费用 | 53194.75 | 57978.11 | 63308.82 | 68352.74 | 75193.50 | |
| 财务费用 | 1216.21 | -649.35 | 3565.57 | 3326.82 | 2740.68 | |
| 资产减值损失 | -3871.68 | -1823.08 | -2566.80 | -2536.38 | -2427.64 | |
| 公允价值变动收益 | 531.93 | 364.24 | 384.64 | 426.94 | 391.94 | |
| 投资净收益 | 2291.48 | 2856.61 | 2261.07 | 2469.72 | 2529.13 | |
| 营业利润 | 50486.05 | 40184.71 | 49375.67 | 57905.51 | 73722.29 | |
| 营业外收入 | 1251.58 | 1132.19 | 1245.41 | 1369.95 | 1506.95 | |
| 营业外支出 | 2056.95 | 1563.85 | 1720.24 | 1892.26 | 2081.49 | |
| 利润总额 | 49680.68 | 39753.05 | 48900.84 | 57383.20 | 73147.75 | |
| 所得税 | 8092.74 | 5992.29 | 7335.13 | 8607.48 | 10972.16 | |
| 净利润 | 41587.94 | 33760.76 | 41565.72 | 48775.72 | 62175.59 | |
| 少数股东损益 | 1333.59 | 1141.74 | 1404.47 | 1648.09 | 2100.86 | |
| 归属母公司净利润 | 40254.35 | 32619.02 | 40161.25 | 47127.63 | 60074.73 | |
| EBITDA | 115963.68 | 117404.83 | 118818.92 | 148780.48 | 185723.44 | |
| EPS (元) | 13.84 | 3.58 | 4.40 | 5.17 | 6.59 | |

| 主要财务比率 | | | | | | |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E | |
| 成长能力 | | | | | | |
| 营业收入(%) | 29.02 | 3.46 | 12.49 | 11.14 | 13.34 | |
| 营业利润(%) | 32.50 | -20.40 | 22.87 | 17.28 | 27.31 | |
| 归属母公司净利润(%) | 34.00 | -18.97 | 23.12 | 17.35 | 27.47 | |
| 获利能力 | | | | | | |
| 毛利率(%) | 19.44 | 17.74 | 18.79 | 18.87 | 19.14 | |
| 净利率(%) | 5.18 | 4.06 | 4.44 | 4.69 | 5.27 | |
| ROE(%) | 21.73 | 13.24 | 14.26 | 14.86 | 16.64 | |
| 偿债能力 | | | | | | |
| 资产负债率(%) | 74.64 | 70.74 | 68.96 | 68.41 | 66.74 | |
| 净负债比率(%) | 5.23 | 16.88 | 15.35 | 14.66 | 10.77 | |
| 流动比率 | 0.75 | 0.79 | 0.73 | 0.74 | 0.78 | |
| 速动比率 | 0.51 | 0.50 | 0.44 | 0.45 | 0.47 | |
| 营运能力 | | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.06 | 0.96 | 0.99 | 1.00 | 1.04 | |
| 应收账款周转率 | 11.76 | 14.89 | 20.92 | 21.06 | 21.25 | |
| 应付账款周转率 | 2.87 | 3.09 | 3.74 | 3.76 | 3.86 | |
| 每股指标(元) | | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 13.84 | 3.58 | 4.40 | 5.17 | 6.59 | |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 14.64 | 6.49 | 13.51 | 18.31 | 21.51 | |
| 每股净资产(最新摊薄) | 20.32 | 27.01 | 30.89 | 34.78 | 39.59 | |
| 估值比率 | | | | | | |
| P/E | 19.19 | 20.43 | 21.23 | 18.09 | 14.19 | |
| P/B | 4.60 | 3.46 | 3.03 | 2.69 | 2.36 | |
| EV/EBITDA | 6.63 | 6.54 | 6.47 | 5.16 | 4.14 | |

投资评级说明

(1) 公司评级定义

| | |
|----|------------------------|
| 买入 | 股价涨幅优于基准指数 15%以上 |
| 增持 | 股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间 |
| 持有 | 股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间 |
| 卖出 | 股价涨幅劣于基准指数 5%以上 |

(2) 行业评级定义

| | |
|----|--------------------------|
| 推荐 | 行业指数表现优于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间 |
| 回避 | 行业指数表现劣于基准指数 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

| 合肥 | 上海 | 北京 |
|--|---|---|
| 地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 邮编：230000 | 地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券 邮编：200135 | 地址：北京市朝阳区安定路 5 号院 3 号楼中建财富国际中心 5 层 邮编：100029 |