



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年05月28日

### 基础数据

05月27日收盘价（元）	95.22
总市值（亿元）	8,681.40
总股本（亿股）	91.17

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

【兴证汽车】比亚迪：2025年业绩稳健，海外销量高增-2026.05.13

【兴证汽车】比亚迪：2025Q3净利润环比提升，海外销量高增-2025.11.11

【兴证汽车】比亚迪：2025年7月产销符合预期，高端化与出海持续发力-2025.08.05

### 分析师：董晓彬

S0190520080001  
dongxiaobin@xyzq.com.cn

### 分析师：王凯丽

S0190522070001  
wangkaili@xyzq.com.cn

比亚迪(002594.SZ)

## 从丰田全球化历程看比亚迪出海空间

### 投资要点：

- **本文通过深度复盘丰田汽车全球化历程，展望比亚迪的国际化路径。**丰田成功的重要契机在于把握能源格局变迁的历史机遇—两次石油危机中以燃油经济性打开海外市场，以“产品出海—产能出海”的两阶段战略应对贸易环境变化。当前比亚迪正处于类似丰田1970-1980年代的关键转折期，全球油价暴涨（美伊冲突催化）使新能源车能耗成本优势显著提升，叠加各国能源独立政策与补贴加码，为新能源渗透率提升提供历史性窗口。此外，丰富的产品矩阵、逐步完善的充电设施以及稳步推进的海外产能，将进一步助力海外市场开拓。
- **丰田出海复盘：从产品出海到产能出海，出口高增催化股价上行。**第一阶段（1957-1980年）：丰田凭借卡罗拉等车型的极致燃油经济性，在两次石油危机（1973、1979年）中精准契合美国市场需求，1975年超越大众成为美国第一大进口品牌，1980年出口销量达187万辆（北美占比41%）。第二阶段（1981-1994年）：面对日美贸易摩擦顶峰（1981年VER自愿出口限制法案）及广场协议后日元大幅升值，丰田被迫从整车出口转向当地化生产，1984年与通用合资成立NUMMI工厂验证精益生产可行性，1988年肯塔基工厂开启独资建厂模式，至2024年海外产量达505万辆（占海外销量68.5%），成功规避贸易壁垒并构建全球供应链韧性。第三阶段（1995年至今）：丰田通过IMV项目（泰国、印尼皮卡出口中心）及双车战略（一汽丰田、广汽丰田）深化亚洲市场，2021年凭借混动技术成为美国年度销量冠军。丰田股价历史复盘显示，出口高增阶段（1973-1976年、1980-1983年、2003-2007年）均对应显著超额收益。
- **比亚迪出海展望：短期油价上行催化，中期产品+产能助力，出海空间广阔。**短期看，美伊冲突导致的油价暴涨使全球主要市场油电成本比快速提升，叠加欧洲、东南亚等政策红利，新能源车性价比优势凸显，渗透率有望加速上行。中期看，公司一方面推动本土化产能建设，泰国工厂、巴西工厂、匈牙利工厂等7大海外基地陆续投产，规避贸易壁垒并实现供应链本土化；另一方面不断推出符合市场需求的主力产品，纯电、插混等均实现快速增长；此外，快充技术和配套设施出海、高端化产品出海等将进一步打开远期成长空间。我们预计比亚迪海外销量有望在2025年的105万辆基础上继续高增，成为驱动公司业绩增长的核心引擎。我们调整公司2026-2028年归母净利润预测为405.75亿元/498.37亿元/588.50亿元，维持“增持”评级。
- 风险提示：关税进一步加征，海外库存过高，海外产能投产进度不及预期

### 主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	803965	924551	1061445	1197394
同比增长	3.5%	15.0%	14.8%	12.8%
归母净利润（百万元）	32619	40575	49837	58850
同比增长	-19.0%	24.4%	22.8%	18.1%
毛利率	17.7%	18.4%	18.7%	19.0%
ROE	13.2%	14.5%	15.4%	15.6%
每股收益（元）	3.58	4.45	5.47	6.45
市盈率	26.6	21.4	17.4	14.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

## 目录

一、 丰田复盘：燃油经济性+本土化生产助力出海 .....	4
1.1 丰田的全球化之路 .....	4
1.2 美国市场的成功—两次石油危机是重要催化 .....	10
1.3 产能出海是产品出海的重要支撑.....	11
二、 比亚迪出海展望：油价上涨或催化全球新能源渗透率提升，海外销量有望再上台阶.....	13
2.1 油价上涨或催化新能源渗透率加速上行.....	13
2.2 政策+产品+本土化产能助力出海增长.....	14
2.3 全球空间广阔，比亚迪出海可期.....	19
2.4 股价复盘：销量仍是核心催化 .....	21
三、 盈利预测与估值.....	22
四、 风险提示.....	23

## 图目录

图 1、 丰田汽车出口及国内销量（单位：万辆） .....	4
图 2、 丰田汽车 1949-1983 年收盘价（单位：日元/股）及销量（单位：万辆）走势 .....	7
图 3、 丰田汽车 1984-2025 年收盘价（单位：日元/股）及销量（单位：万辆）走势 .....	8
图 4、 丰田汽车出口分区域销量（单位：万辆） .....	9
图 5、 丰田汽车出口分区域占比 .....	9
图 6、 丰田北美地区销量及占外销比例 .....	10
图 7、 1955~1989 年世界各地汽车产量的份额.....	11
图 8、 美系车与日系各品牌燃油效率比较(单位：英里/加仑).....	11
图 9、 丰田汽车海外产量分布（单位：万辆） .....	12
图 10、 布伦特原油价格走势（单位：美元/桶） .....	13
图 11、 比亚迪出口动力类型分布（单位：万辆） .....	15
图 12、 2020-2025 年国内各动力类型乘用车上险量（万辆）及渗透率.....	15
图 13、 2020-2025 年国内各动力类型乘用车上险量占比.....	15
图 14、 2020-2025 年出口各动力类型乘用车销量（万辆）及新能源渗透率.....	15
图 15、 2020-2025 年国内各动力类型乘用车出口量占比.....	15
图 16、 比亚迪部分海外工厂布局 .....	18
图 17、 比亚迪出口销量.....	19
图 18、 2025 年比亚迪出口区域分布 .....	19
图 19、 比亚迪上市以来股价（单位：元/股）、收入及销量复盘.....	21

## 表目录

表 1、 丰田汽车品牌矩阵及各品牌销量 .....	4
表 2、 丰田全球化历程和标志性事件 .....	5
表 3、 丰田出口销量各阶段复合增速 .....	5
表 4、 丰田重点年份出口销量及各区域占比 .....	6
表 5、 丰田出口美国历程 .....	10

表 6、	丰田海外产能布局时间节点 .....	12
表 7、	全球主要区域油价、电价及乘用车百公里耗能成本对比 .....	13
表 8、	重点区域对新能源乘用车的补贴政策 .....	14
表 9、	比亚迪出口车型销量（单位：辆） .....	16
表 10、	目前各区域进口汽车关税概览 .....	17
表 11、	比亚迪海外工厂分布 .....	18
表 12、	2025 年比亚迪出口 TOP10 国家 .....	19
表 13、	2025 年全球乘用车市场容量及新能源渗透率 .....	20
表 14、	盈利预测结果 .....	22

## 一、丰田复盘：燃油经济性+本土化生产助力出海

### 1.1 丰田的全球化之路

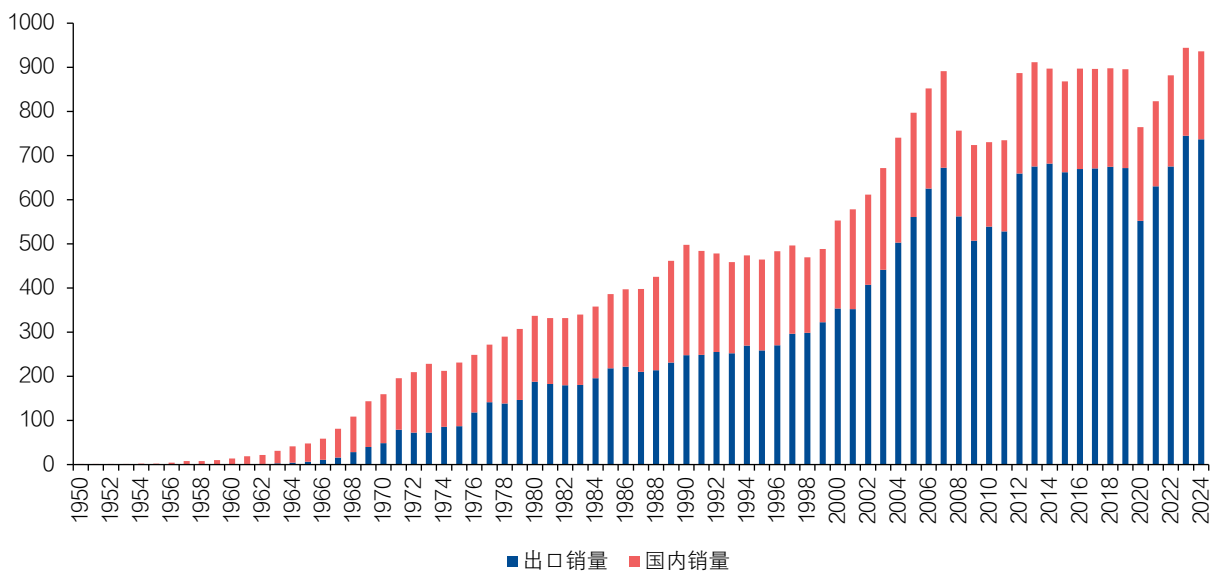
丰田汽车公司目前已经发展成为一个拥有多个品牌和系列的汽车巨头。丰田汽车公司成立于 1937 年，由丰田喜一郎在日本爱知县创立，前身为 1933 年设立的丰田自动织机制作所汽车部。公司旗下拥有丰田（Toyota）、雷克萨斯（Lexus）、Daihatsu（大发）、日野（Hino）等品牌，2025 年全球销量为 1132.3 万台（YOY+4.6%），已经连续 6 年蝉联全球汽车销量冠军。从区域来看，2025 年日本本土销量为 207.1 万台，占比 18.3%，出口已经成为丰田的重要销量来源。

表1、丰田汽车品牌矩阵及各品牌销量

品牌	品牌定位	核心/代表车型	价格区间 (人民币/美元)	2025 年销量 (万辆)	同比增速
Toyota (丰田)	全球主流大众市场，强调高可靠性与混动技术；混动车型占品牌销量 42%	卡罗拉 (Corolla), 凯美瑞 (Camry), 荣放 (RAV4), 坦途 (Tundra)	\$23,000-\$65,000 (约 16.5-47 万 RMB)	965.5	3.7%
Lexus (雷克萨斯)	豪华市场，主打极致工艺、舒适性及电气化转型。	ES 系列, RX 系列, NX 系列, RZ (纯电)	\$35,000-\$110,000+ (约 24-75 万+ RMB)	88.2	3.6%
Daihatsu (大发)	小型车、K-Car 及新兴市场（东南亚）的廉价实用车。	Sigra, Ayla, Terios, Gran Max	\$8,000 - \$17,000 (约 5.5-11.9 万 RMB)	67.5	25.8%
Hino (日野)	商用车领域，中重型卡车、巴士及工业发动机。	300 系列, 500 系列, L 系列 (北美)	\$25,000-\$150,000+ (约 17-102 万+RMB)	11.0	-12%

数据来源：各公司官网，ABC27，Finimize，The Drive，Autocar Professional，Longo Lexus，VOI Indonesia，汽车之家，Guidemechanic，兴业证券经济与金融研究院整理

图1、丰田汽车出口及国内销量（单位：万辆）



数据来源：丰田官网，兴业证券经济与金融研究院整理

丰田的全球化历程可追溯至 20 世纪 50 年代，2025 年海外销量占比已经超过 80%。丰田 1957 年进军美国市场，标志着全球化布局的战略起航；1960-1980 年凭借重点车型卡罗拉和两次石油危机快速打开美国市场；20 世纪 80 年代，面对贸易摩擦，丰田从单纯的成品车出口转型为“当地化生产”，通过建立海外工厂实现从技术到管理的全面输出；1990 年之后，通过在欧洲、亚洲等地区进行本土化工厂建设开启出口增长新阶段；截至 2024 年，丰田出口已经相对稳定，北美、亚洲、欧洲市场分别占外销比例 37%、25%、16%。

表2、丰田全球化历程和标志性事件

发展阶段	时间	核心战略与标志性事件	重点市场与车型	结果与影响
萌芽与初期尝试	1950s	初次出口：1957 年向美国出口首批 Crown（皇冠）；1959 年在巴西建厂（海外首家）	中国、美国、埃及、巴西	在美国遭遇水土不服，皇冠因动力不足退市；但在巴西成立了首个海外分公司
亚洲与新兴市场深耕	1960s	建立海外基地：1962 年在泰国建厂；1963 年进入澳洲	Corona（科罗娜）、Corolla（卡罗拉）	凭借高性价比在发展中国家站稳脚跟，卡罗拉开始走向全球
发达市场突破期	1970s	外部机遇：利用两次石油危机，凭借省油小车大规模进入美国和欧洲	Corolla（卡罗拉）、Celica（赛利卡）	1975 年超越大众，成为美国第一大进口汽车品牌
本地化生产转型期	1980s	规避贸易保护：与通用合资成立 NUMMI 工厂（1984）；1986 年在美自建工厂投产	Camry（凯美瑞）、Lexus（雷克萨斯）	从“贸易商”转变为“本地制造商”；1989 年推出雷克萨斯成功打入豪华市场
全球多极化扩张	1990s - 2000s	完善产业链：1992 年英国建厂，开启欧洲本土生产；2000 年后大规模进入中国市场（2000 年一汽丰田、2004 年广汽丰田）	Prius（普锐斯）、RAV4（荣放）	确立混动技术领导地位；2008 年全球总销量首次超越通用汽车，登顶世界第一
结构优化与智电转型	2010s - 2026	多路径策略：推行 TNGA 架构；深耕 HEV（油电混动）；应对电动化与智能化挑战	RAV4 Hybrid、bZ 系列（纯电）	2021 年成为美国销量冠军；2026 年重点转为“全线电动化”，应对中国新能源品牌的竞争

数据来源：丰田官网，汽车之家，Drive，买车网，网上车市，U-CAR，UPI，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、丰田出口销量各阶段复合增速

时间	出口销量变化 (万辆)	复合增速								原因
		整体	北美	拉美	欧洲	非洲	亚洲	中东	大洋洲	
1975-1980	87→187	17%	19%	19%	11%	10%	21%	24%	7%	石油危机打开美国市场
1981-1994	182→270	3%	5%	0%	4%	-3%	7%	-4%	2%	81 年美国 VER 法案限制日系出口
1995-2000	259→354	6%	7%	5%	9%	1%	0%	-2%	5%	94 年 VER 法案取消，对美出口增速恢复
2001-2007	352→673	11%	8%	19%	11%	18%	15%	25%	6%	成立合资公司开拓中国
2008-2011	562→528	-2%	-5%	1%	-9%	-12%	14%	-3%	-5%	金融危机
2012-2024	659→737	1%	1%	3%	3%	-1%	1%	-1%	1%	出口相对稳定

数据来源：丰田官网，中国经济网，兴业证券经济与金融研究院整理

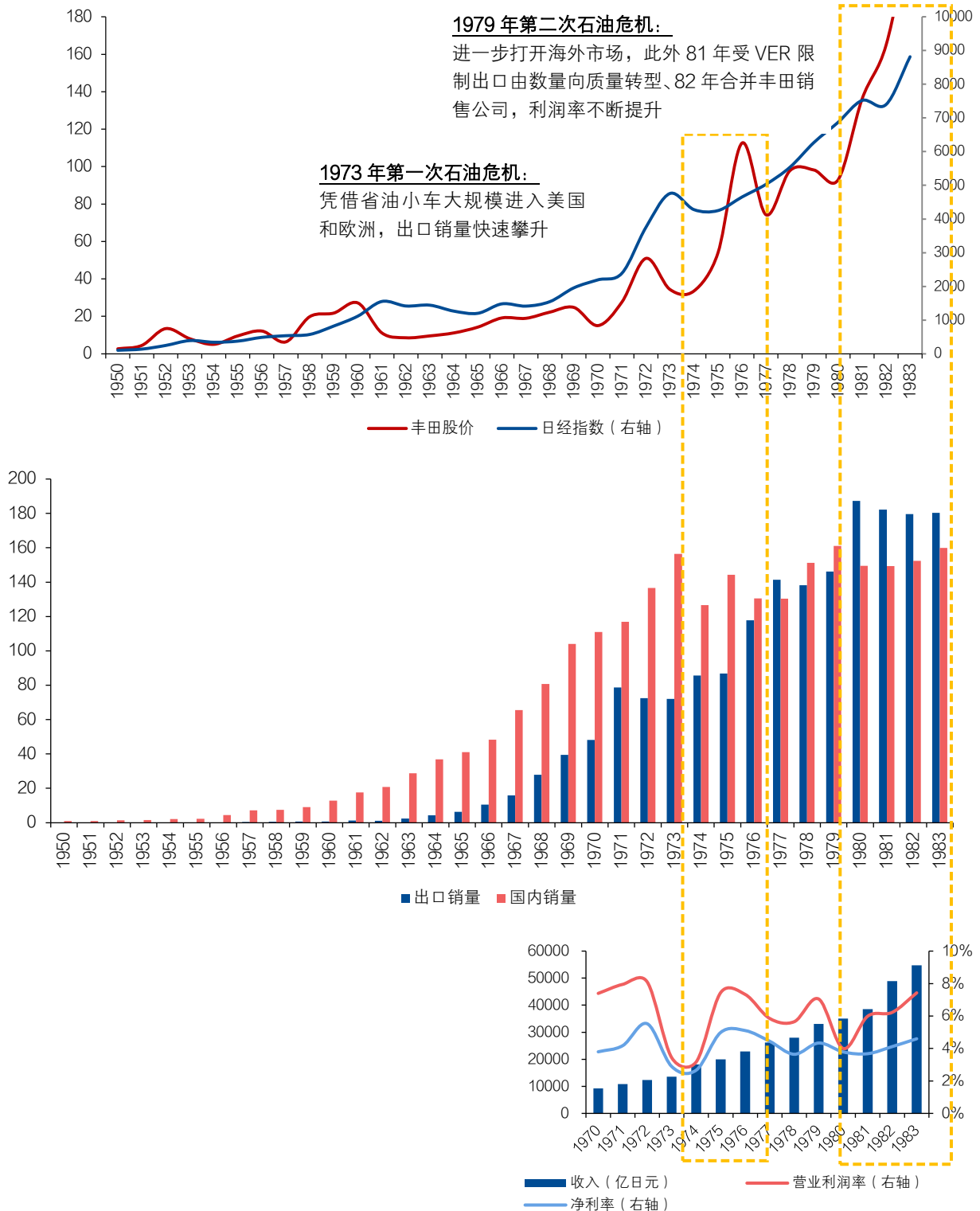
**表4、丰田重点年份出口销量及各区域占比**

时间	出口销量（万辆）	北美占比	拉美占比	欧洲占比	非洲占比	亚洲占比	中东占比	大洋洲占比
1975 年	87	36.7%	5.0%	21.4%	9.1%	7.9%	10.0%	9.8%
1980 年	187	40.7%	5.7%	17.0%	6.9%	9.6%	13.7%	6.3%
1995 年	259	50.1%	4.3%	15.0%	5.1%	16.4%	3.5%	5.3%
2000 年	354	53.3%	3.1%	19.2%	3.3%	11.2%	3.6%	6.1%
2007 年	673	44.0%	4.8%	19.1%	4.5%	14.2%	8.9%	4.3%
2024 年	737	36.7%	6.7%	15.9%	3.0%	24.9%	8.4%	4.2%

数据来源：丰田官网，兴业证券经济与金融研究院整理

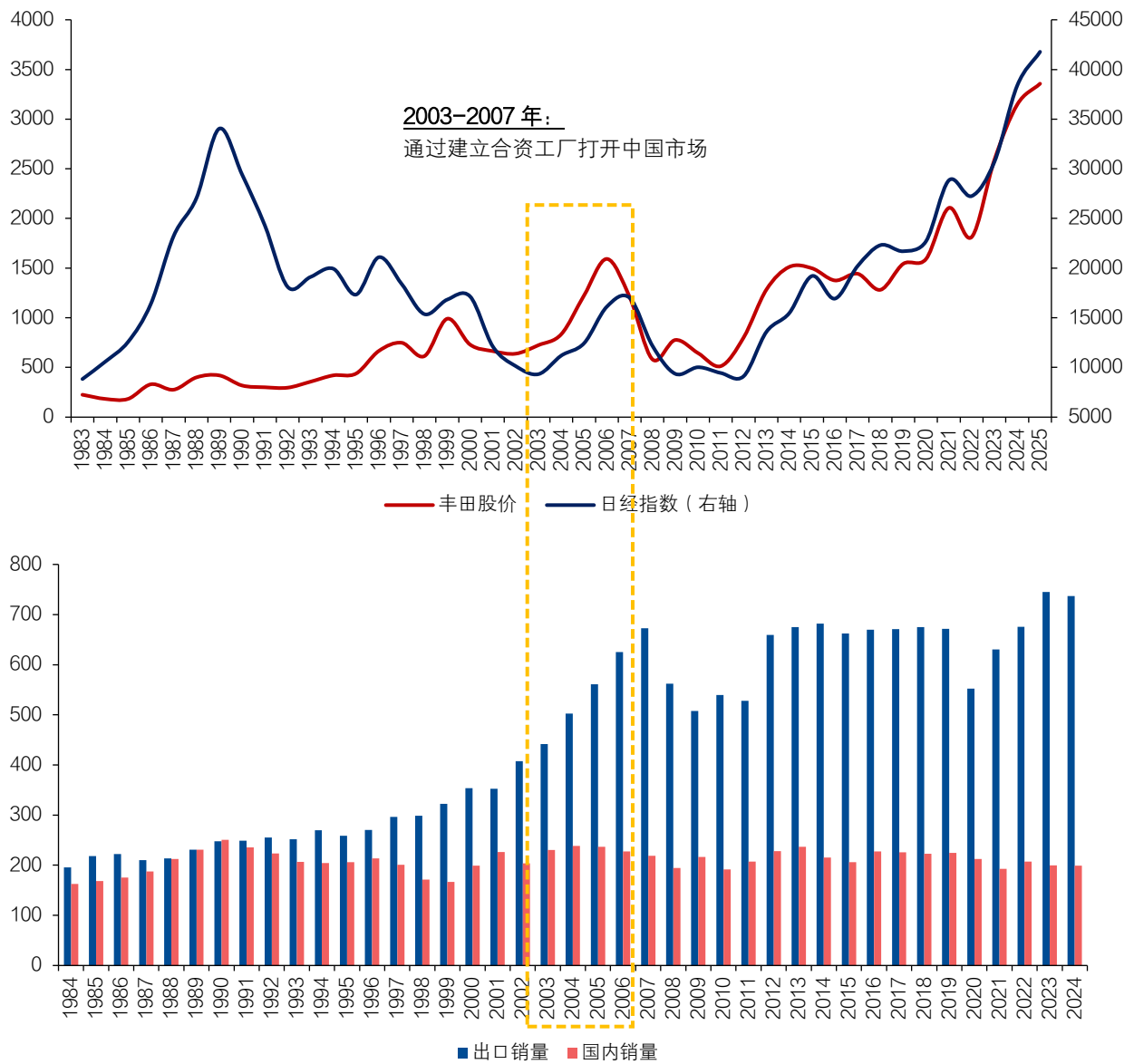
**出口是丰田股价上行的核心催化。** 复盘丰田股价走势可以发现，超额收益主要来源于出口高增的三个阶段，即 1973-1976 年、1980-1983 年、2003-2007 年。

图2、丰田汽车 1949-1983 年收盘价（单位：日元/股）及销量（单位：万辆）走势



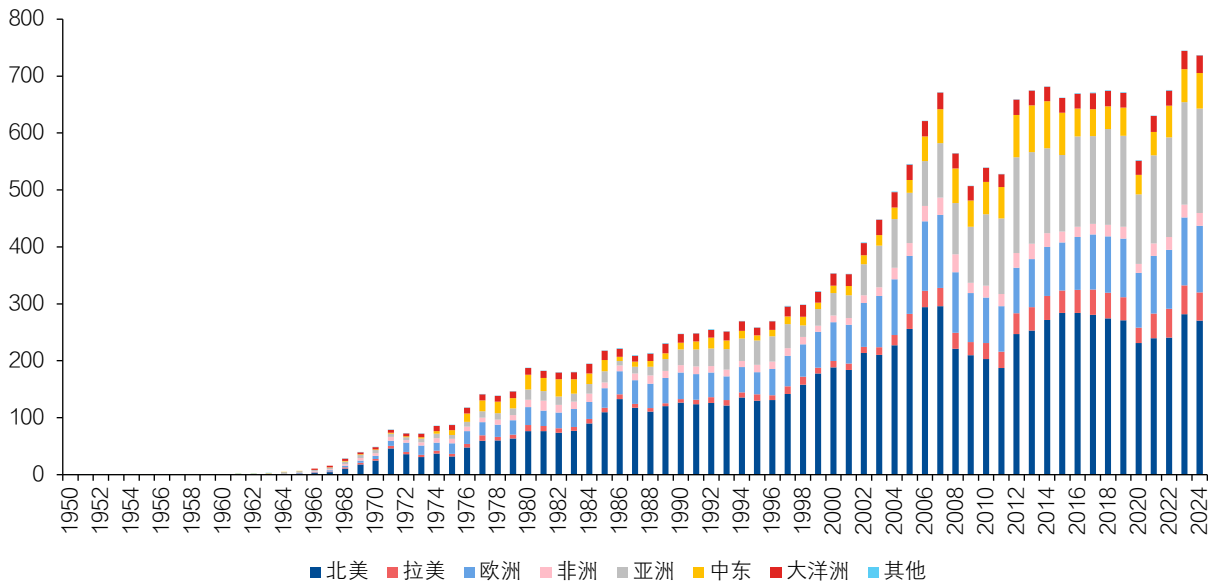
数据来源: 丰田官网, Kabutan, Macrotrends, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、丰田汽车 1984-2025 年收盘价（单位：日元/股）及销量（单位：万辆）走势



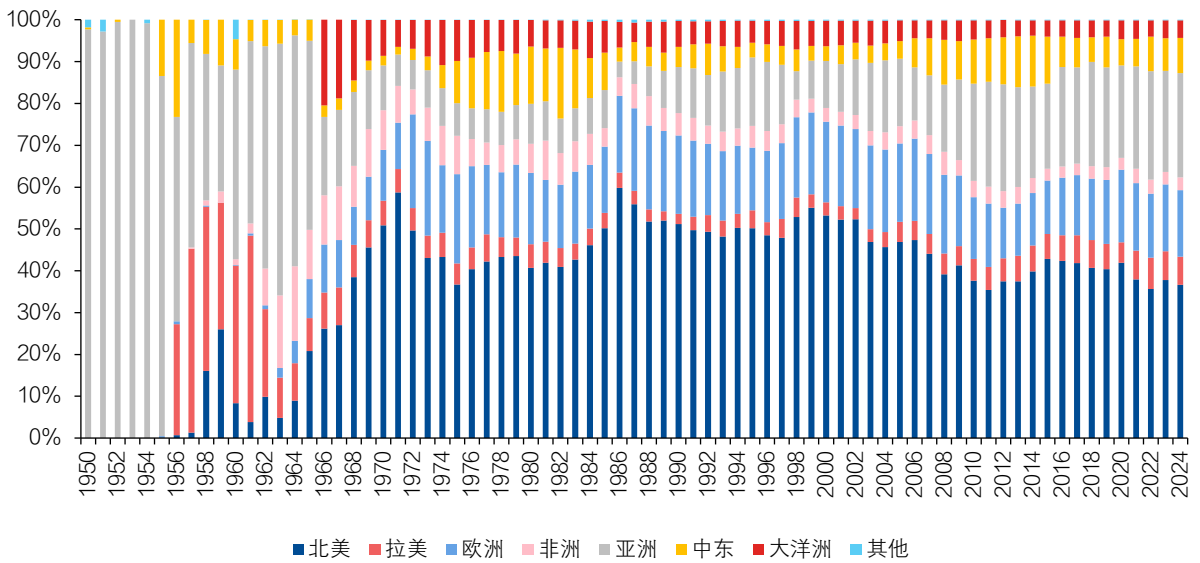
数据来源：丰田官网，Kabutan，Macrotrends，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、丰田汽车出口分区域销量（单位：万辆）



数据来源：丰田官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、丰田汽车出口分区域占比

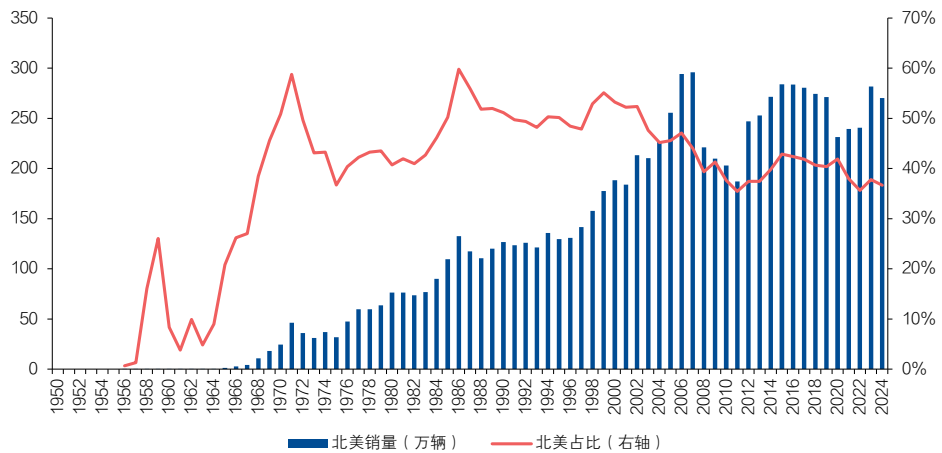


数据来源：丰田官网，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2 美国市场的成功—两次石油危机是重要催化

20 世纪 70 年代两次石油危机是丰田打开美国市场的重要催化。丰田 1957 年在加州成立美国销售公司，1957 年推出的 Crown ( 皇冠 ) 因动力不足、高速性能差 ( 无法适应美国的高速公路 ) 而彻底失败，1960 年被迫暂停乘用车销售；1965 年推出了专为美国设计的 Corona ( 科罗娜 )，随后在 1968 年引入了 Corolla ( 卡罗拉 )，提供当时美国车普遍缺乏的“高可靠性+低油耗+空调配置”。凭借产品优势，丰田 20 世纪 60 年代末在美国进口车市场排名第二、仅次于大众 ( VW )。1973 年和 1979 年两次石油危机导致汽油价格飞涨，美国消费者开始抛弃耗油的底特律大排量“肌肉车”，转向省油的日本小车。1975 年，丰田超越大众汽车，正式成为美国第一大进口汽车品牌。1986 年，丰田成为首个在美国年销量突破 100 万辆的进口品牌，市占率接近 10%。2025 年，丰田北美公司 ( TMNA ) 年销量约为 252 万辆 ( 同比增长约 8% )。

图6、丰田北美地区销量及占外销比例



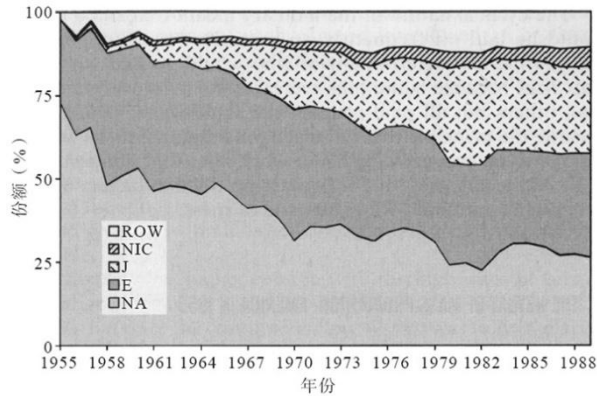
数据来源：丰田官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表5、丰田出口美国历程

年代	标志性车型	关键市占率/地位	主要外部因素
1950s	Toyopet Crown ( 丰田皇冠 )	忽略不计	战后初期尝试，产品力严重不服
1970s	Corolla ( 卡罗拉 )、Celica ( 赛利卡 )	1975 年成为第一大进口品牌	两次石油危机、马斯基排放法案
1980s	Camry ( 凯美瑞 )、Lexus LS ( 雷克萨斯 LS )	1986 年首破百万销量	贸易摩擦、自愿出口限制 ( VER, 81 年 )
2000s	Prius ( 普锐斯 )、Tundra ( 坦途 )	约 11-13%	混动技术突破、油价震荡
2021	RAV4 ( 荣放 )、Camry ( 凯美瑞 )	首次年度销量全美第一	芯片短缺影响对手、混动普及
2025	新版 Camry ( 新一代凯美瑞，全系混动 )	市占率约 16% ( 与 GM 争雄 )	BEV 需求冷却、混动红利爆发

数据来源：丰田官网，雷克萨斯官网，财富中文网，中国社会科学报，瞭望智库，The News Wheel，汽车动力总成，Positen，中国质量报，经济日报，Inovev，EIA，兴业证券经济与金融研究院整理

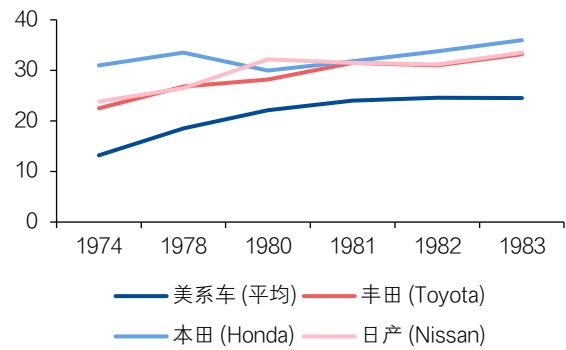
图7、1955~1989 年世界各地汽车产量的份额



数据来源：《改变世界的机器—精益生产之道》James P.Womack / Daniel T.Jones / Daniel Roos，兴业证券经济与金融研究院整理

注：NA 为美国和加拿大，E 为西欧及北欧，J 为日本，NIC 为新兴工业国家（韩国、墨西哥、巴西等），ROW 为世界其他国家和地区

图8、美系车与日系各品牌燃油效率比较(单位：英里/加仑)



数据来源：EPA，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.3 产能出海是产品出海的重要支撑

**20 世纪 80 年代**，受贸易摩擦、汇率波动等因素影响，丰田从单纯的成品车出口转型为“当地化生产”，通过建立海外工厂实现从技术到管理的全面输出。截至 2024 年，丰田海外产量 505 万辆，占海外销量的 68.5%，本土化生产比例维持高位。

贸易摩擦与政策倒逼 (1980s)—自愿出口限制 (VER)：20 世纪 80 年代日美贸易冲突达到顶峰，1981 年开始日本政府被迫限制整车出口配额。为了绕过配额、保住市场份额，丰田必须在美建厂。

汇率剧变与成本压力 (1985)—广场协议：日元在短时间内对美元大幅升值（从 240 飙升至 120 左右），导致“日本制造、整车出口”的成本优势瞬间瓦解，必须建立“汇率中性”的供应链。

市场响应速度：丰田意识到，日本本土研发的车并不完全适合北美的大尺寸偏好或欧洲的紧凑型需求。为了在销售地研发并生产，必须将产能与研发中心同步外迁。

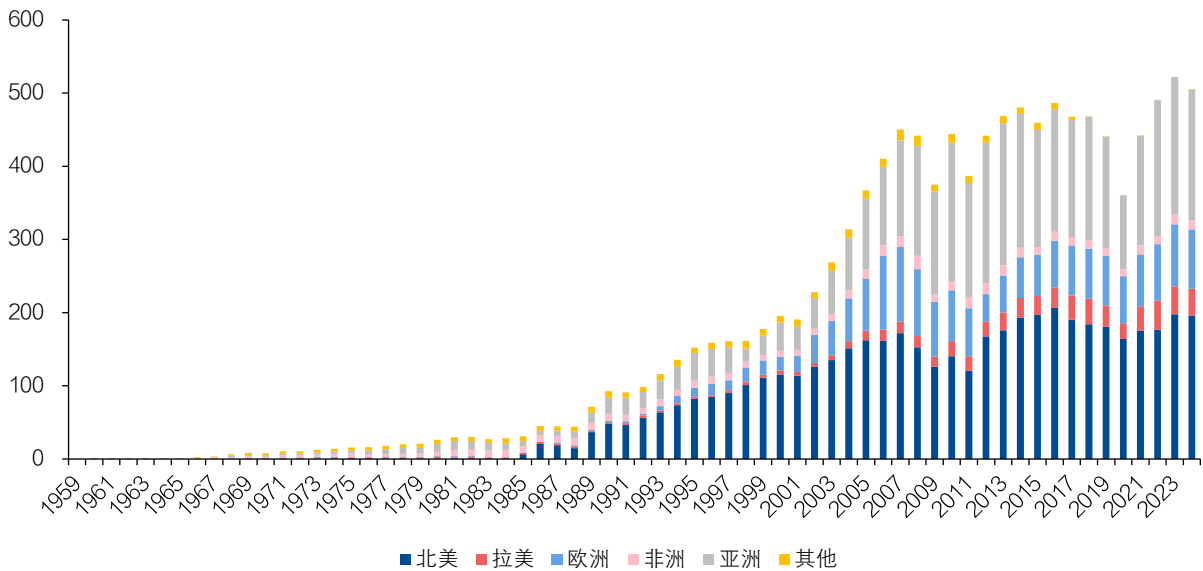
全球供应链韧性：通过建立东南亚（泰国）、北美、中国等区域枢纽，丰田实现了“互补供货”。当某一地区发生灾害（如 2011 年海啸或 2020s 供应链危机）时，全球产能可以灵活调配。

表6、丰田海外产能布局时间节点

阶段	时间节点	关键事件与布局进展	战略意义
试验期	1984年	与通用合资成立 NUMMI 工厂 (加州)	首次验证“精益生产方式”在海外的可行性
爆发期	1988年	TMMK (肯塔基工厂)、TMMC (加拿大工厂) 投产	开启大规模独资建厂模式, 深耕北美市场
扩张期	1990s	建立 TMUK (英国)、TMMF (法国) 工厂	绕过欧洲关税壁垒, 实现欧版车型本地化
枢纽期	2004年	启动 IMV (全球多用途车) 项目	将泰国、印尼打造为全球皮卡/SUV 出口中心
深化期	2000s-2010s	成立 一汽丰田、广汽丰田	深入中国市场, 建立完整的双车产能格局
转型期	2025-2026年	北卡罗来纳电池工厂 (TBMNC) 投产	标志着产能核心从内燃机向固态电池/电芯转移

数据来源: 丰田官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

图9、丰田汽车海外产量分布 (单位: 万辆)



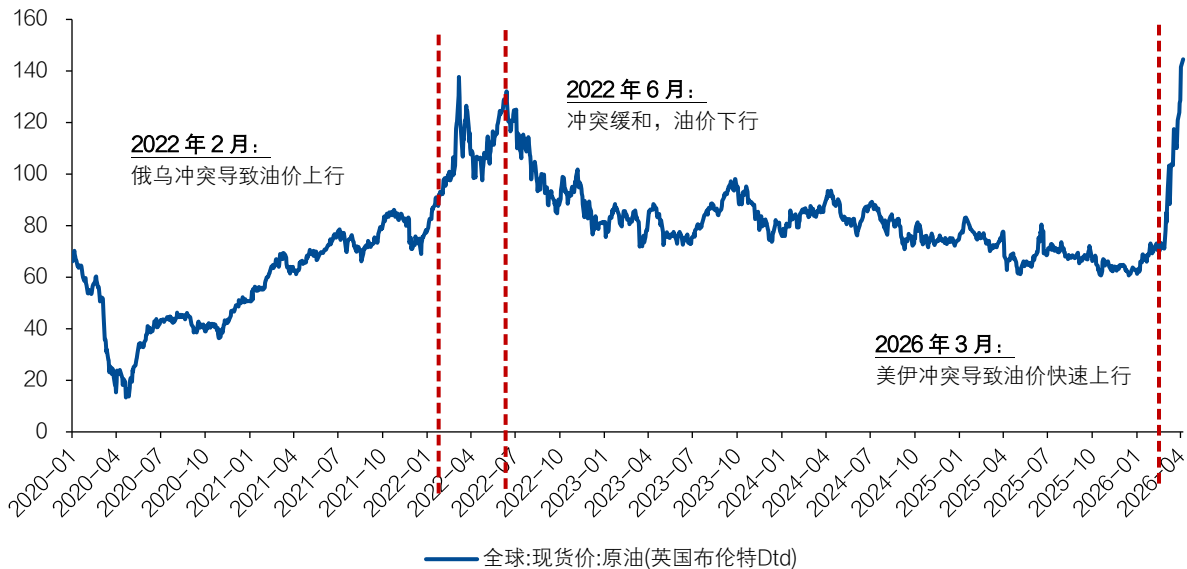
数据来源: 丰田官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、比亚迪出海展望：油价上涨或催化全球新能源渗透率提升，海外销量有望再上台阶

### 2.1 油价上涨或催化新能源渗透率加速上行

美伊冲突催化原油价格快速上行，新能源车能耗性价比凸显。2026年2月底，美伊冲突爆发之后，布伦特原油价格快速上行，从2月27日的71美元/桶上行至4月7日的145美元/桶，涨幅高达103%。根据 Global petrol prices 披露的各区域油价和电价计算，新能源车的性价比优势凸显，新能源乘用车渗透率有望加速上行。

图10、布伦特原油价格走势（单位：美元/桶）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、全球主要区域油价、电价及乘用车百公里耗能成本对比

区域	国家	油价(USD/L)			2023-2026 平均居民电价 (USD/kWh)	快充电价 (非会员价, USD/kWh)	百公里油价	百公里电价	油电成本比
		26/3/30	26/1/1	涨跌幅					
欧洲	英国	1.97	1.78	10.4%	0.45	0.93	15.7	13.9	1.13
	德国	2.42	1.98	22.1%	0.41	0.93	19.4	13.9	1.39
	法国	2.28	1.91	19.4%	0.28	0.93	18.2	13.9	1.31
	西班牙	1.79	1.65	8.4%	0.25	0.81	14.3	12.2	1.18
东南亚	泰国	1.60	1.28	24.9%	0.13	0.22	12.8	3.3	3.88
	越南	0.94	0.74	27.0%	0.08	0.14	7.5	2.1	3.58
拉美	墨西哥	1.55	1.43	8.2%	0.11	0.42	12.4	6.3	1.97
	巴西	1.27	1.17	9.0%	0.16	0.44	10.2	6.6	1.54

数据来源：global petrol prices，兴业证券经济与金融研究院整理

注：假设 100km 消耗 8L 油或 15kWh 电

## 2.2 政策+产品+本土化产能助力出海增长

**政策：**海外国家针对新能源车不断出台相关补贴政策。参考国内新能源车渗透率提升过程，政策补贴是不可缺少的一环。根据各国政府网站披露的政策来看，目前多数国家都针对新能源乘用车出台了补贴政策，叠加当前美伊冲突导致的油价上行，能源独立的重要性凸显，各国有望进一步加强对新能源车的补贴。

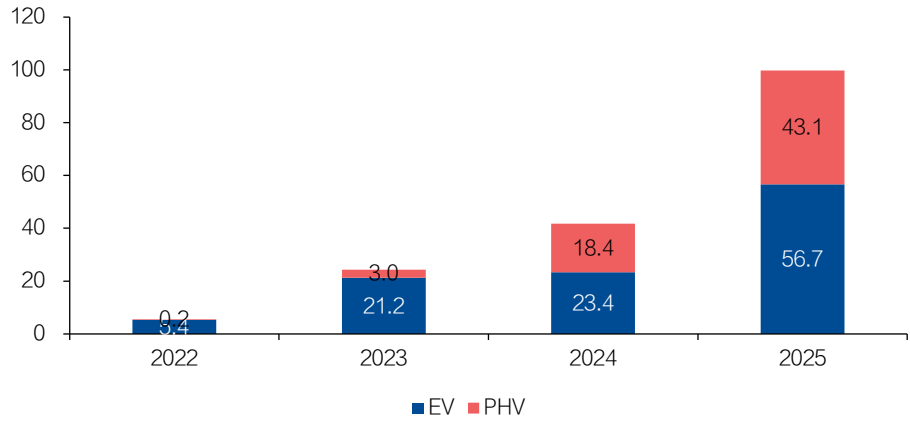
表8、重点区域对新能源乘用车的补贴政策

区域/国家	直接购车补贴/现金优惠	税费减免与路权优势	
欧盟	德国	€3,000 - €4,500+ (针对年收入低于 8 万欧元的家庭)	豁免年度机动车税至 2035 年; 智驾车路权优先
	法国	€3,500 - €5,700 (视家庭收入而定); 欧盟电池额外奖金 €1,200	推行“社会租赁”计划(月租€100); 高排量车征收重税
	意大利	最高 €11,000 (需报废老旧燃油车, 限 2026 年 6 月前)	前 5 年免征道路税(Bollo); 主要城市免停车费
	西班牙	最高 €4,500 (Auto+计划, 含制造商强制折扣)	欧盟组装车辆额外加分; 豁免车辆登记税
东南亚	泰国	最高 10 万泰铢 (约 2,100 美元, 限 200 万泰铢以下车型)	消费税由 8% 降至 2%; 进口关税减免最高 40%
	马来西亚	CKD(本地组装)持续免税; CBU(整车进口)免税结束	实施基于功率(kW)的新路税制(比燃油车低 85%)
	印尼	增值税(VAT)由 11% 降至 1% (需满足 40%本地化率)	豁免奢侈品税; 进口零关税(仅限已承诺投资的企业)
	越南	100% 豁免注册费 (持续至 2027 年 3 月)	特别消费税仅 1% - 3% (燃油车为 35%以上)
中东	沙特	每辆车最高 5 万沙特里亚尔直接回扣(约 1.3 万美元)	100%进口关税豁免 (2035 年前电动车); 前 5 年对增值税、扎卡特税和道路税的完全免税; 免费公用充电
	阿联酋	绿色贷款(低利率); 经销商折扣支持	迪拜免除 Salik(过路费)及停车费; 注册费减免 50%
拉美	巴西	Mover 计划税收抵免 (针对企业研发与投资)	进口关税逐步恢复至 35% (2026 年 7 月达峰)
	哥伦比亚	出租车换新补贴最高 3,450 万比索 (约 9,000 美元)	车辆税仅 1% (燃油车最高 3.5%); 不受限号影响
	智利	豁免年度道路税(前两年)	豁免绿色排放税(Impuesto Verde); 低息绿色贷款

数据来源: EAFO, Eplaque, Service-Public, Mobility Portal, BOI, 泰国海关署, MIDA, MotaAuto, 印尼华人头条, 和平日报, Global Fleet, Vietnam Briefing, Vietnam News, Icartea, Gulf News, 香港汇展, 美国国际贸易管理局, 驻巴西共和国大使馆经济商务处, El Carro Colombiano, TransportPolicy, 经济部国际贸易署, Dialogue Earth, Miradiols, 兴业证券经济与金融研究院整理

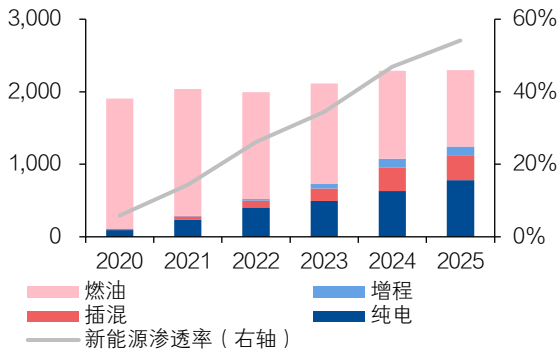
**产品：**纯电为基，插混放量，海外产品矩阵不断丰富。参考国内新能源渗透率提升的历程，2021 年受益于比亚迪引领的 DM-i 产品周期，插混车快速放量，其核心逻辑在于，购车成本接近燃油车，但使用成本显著更低，且没有充电焦虑和续航焦虑。根据交强险数据，国内插混车销量从 2020 年的 18 万辆快速提升至 2025 年的 346 万辆。从出口来看，2024 年是插混快速放量的元年，一方面受欧盟对中国纯电车加征关税所致，另一方面也得益于各企业开始加大插混车型的投放。插混目前不受欧盟关税加征的影响，也不受充电基础设施的限制，公司混动出海有望继续带来新增量。

图11、比亚迪出口动力类型分布（单位：万辆）



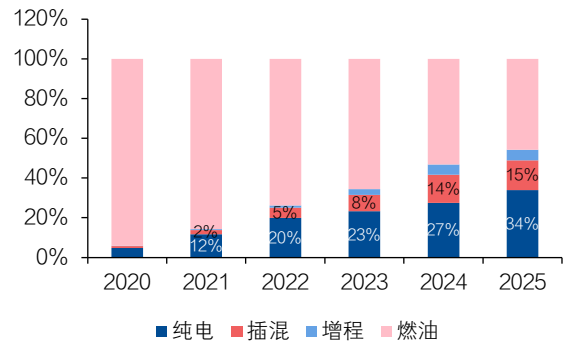
数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2020-2025 年国内各动力类型乘用车上险量（万辆）及渗透率



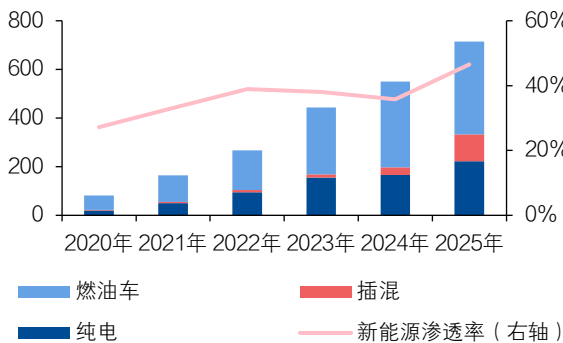
数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2020-2025 年国内各动力类型乘用车上险量占比



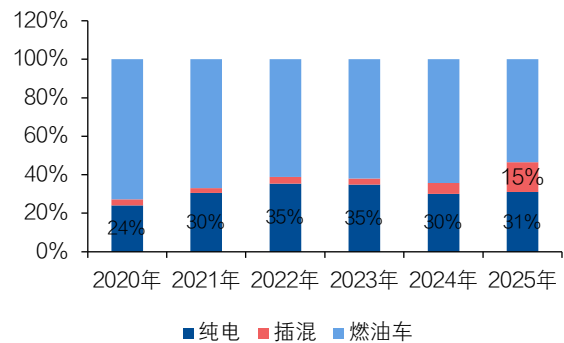
数据来源：交强险，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、2020-2025 年出口各动力类型乘用车销量（万辆）及新能源渗透率



数据来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、2020-2025 年国内各动力类型乘用车出口量占比



数据来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

**表9、比亚迪出口车型销量 (单位: 辆)**

车型	动力总成	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年
宋 (Song) PLUS DM	PHV			26,065		232,751
海鸥(Seagull)	EV			4,016	53,543	191,308
海狮 (Sealion) 07	EV				12,359	104,962
宋 Pro (Song Pro) DM	PHV				35,433	85,882
元 (Yuan) PLUS EV	EV		40,014	100,020	45,460	66,804
元 (Yuan) UP	EV				16,695	66,177
驱逐舰(Chaser) 05	PHV			4,241	29,400	59,412
海豚 (Dolphin) EV	EV	27	1,303	74,884	37,398	54,150
海豹 (Haibao/Seal) EV	EV			23,606	43,898	36,556
比亚迪 (BYD) e6(2021-)	EV				15,393	27,443
海豹 (Haibao/Seal) 06	EV/PHV					12,759
宋 (Song) PLUS	EV			2,117	116,937	12,086
海豹 (Haibao/Seal) 05 DM-i	PHV					6,259
海豹 (Haibao/Seal) 06 DM-i	PHV					5,871
豹 (Bao) 5	PHV					5,284
BYD 夏(Xia)	PHV					5,253
唐 (Tang) L	EV/PHV					5,154
秦 (Qin) L	EV/PHV				8	4,084
海豹 (Haibao/Seal) 07 DM-i	PHV				4	3,305
秦 (Qin) PLUS EV	EV	116	212	25	1,496	3,149
唐 (Tang) PHV	PHV	359	-		16	2,902
豹 (Bao) 8	PHV					2,131
汉 (Han) EV	EV	51	1,261	2,462	1,573	1,827
e2	EV	599	340	91	1,544	1,047
唐 (Tang) EV	EV	1,908	2,136	1,910	3,295	893
秦 (Qin) L	PHV				8	144
宋 (Song) L	EV					134
U8	PHV				16	113
宋 (Song) MAX	PHV	3	2			62
钛 (Tai) 7	PHV					2
合计		3,063	45,268	239,437	414,476	997,904

数据来源: Marklines, 兴业证券经济与金融研究院整理

**产能:** 贸易保护背景下, 比亚迪加速布局本土化产能。为保护本土汽车产业, 类似 1981 年开始美国对日本推出自愿出口配额 (VER) 限制, 核心区域欧盟、美国等均对中国电动车加征了高额关税。在此背景下, 产能出海成为国内乘用车开拓海外市场的必选项。截至目前, 比亚迪已在欧洲、东南亚、南美、中亚等区域进行了产能布局, 助力进一步打开欧洲、东盟、拉美等市场。

**表10、目前各区域进口汽车关税概览**

地区	国家	进口中国普通汽车关税	进口中国电动车关税	进口其他国家汽车关税
欧洲	欧盟	10%	17.8%-45.3% (对比亚迪、吉利汽车、上汽集团和特斯拉(上海)分别加征17.0%、18.8%、35.3%和7.8%;其他加征20.7%)	10%
	文莱	0%	0%	0%
	泰国	50%	50%	80%
	马来西亚	27.3%	27.3%	30%
东南亚	印度尼西亚	0%	0%	10%
	菲律宾	5%	0%	30%
	新加坡	0%	0%	0%
	柬埔寨	0%	0%	35%
	越南	50%	50%	105%
北美	美国	2.5% (附加税 25%)	102.5% (加征 100%)	2.5%
	加拿大	6.1%	6.1%	35%
	巴西	20%	20%	20%
	墨西哥	50%	50%	50%
拉美	阿根廷	20%	0%	20%
	哥伦比亚	40%	纯电动 BEV: 0% 混动 PHEV/HEV: 20% (2024 年恢复税则)	40%
印度	印度	125%	125%	125%
	土耳其	50% (2024 年 7 月开始加征)	50% (2023 年 3 月开始加征)	10%
中东	伊朗	20%-165% (排量不超过 1500 毫升的汽油车 20%, 1500 - 2000 毫升的汽油车 40%, 排量 2000 毫升以上豪华汽车 165%)	纯电动 BEV: 4% 插电式混动: 15%	20%-165%
	以色列	7%	7%	7%
	阿联酋	5%	5%	5%
	科威特	5%	5%	5%
	阿曼	5%	0%-5% (纯电车免税)	5%

数据来源: 商务部, 兴业证券经济与金融研究院整理

图16、比亚迪部分海外工厂布局



数据来源：新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

表11、比亚迪海外工厂分布

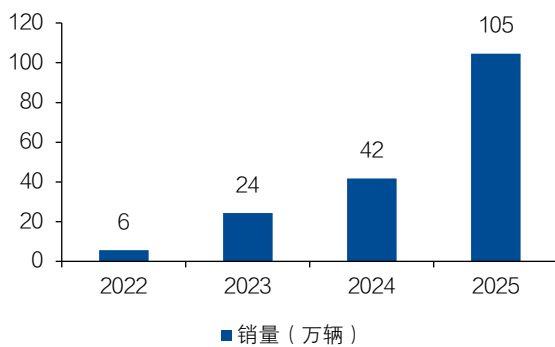
地区/国家	城市	状态	投资额	产能/备注	
东南亚	泰国	罗勇府	已投产 (2024.07)	350 亿泰铢 (约合人民币 69.48 亿元)	15 万辆/年, 包含整车四大工艺和零部件工厂, 出口东盟、澳洲、英国等
	印尼	梳邦	预计 2026 年投产	10 亿美元 (约合人民币 70 亿元)	15 万辆/年
	柬埔寨	西哈努克省	已投产 (2025.12)	3200 万美元 (约合人民币 2.1 亿元)	1 万辆/年, 采用散件组装 (KD) 模式生产
欧洲	匈牙利	赛格德	26Q1 开始试生产, 预计 26Q2 全面投产	40 亿欧元 (约合人民币 350 亿元)	一期 15 万辆/年, 规划总产能 30 万辆/年; 欧洲首个乘用车基地
	土耳其	马尼萨	预计 2026 年底投产	10 亿美元 (约合人民币 70 亿元)	15 万辆/年; 辐射欧盟市场
南美	巴西	卡马萨里 (Camaçari)	已投产 (2025.07)	55 亿雷亚尔 (约合人民币约 71 亿元)	15 万辆/年
中亚	乌兹别克斯坦	吉扎克州	已投产 (2024.06)		5 万辆/年, 与 Uzavtosanoat JSC (UzAuto) 合资建设

数据来源：比亚迪官网，Marklines，今日头条，观察者网，财新网，网上车市，羊城晚报，新浪财经，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.3 全球空间广阔，比亚迪出海可期

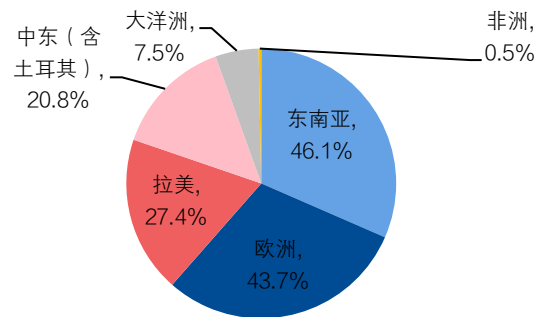
出海空间广阔，增量可期。2025 年比亚迪出口销量 105 万辆，同比增长 151%，出口区域主要分布在东南亚、欧洲和拉美。我们认为比亚迪远期出海仍有较大空间—**(1)量**：短期插混贡献增量，中期伴随海外充电基础设施建设不断完善、纯电增速有望继续提升，远期出口销量仍有较大空间；**(2)利**：参考丰田推出雷克萨斯等高端化产品，腾势、方程豹等高端品牌出海有望进一步提升公司盈利能力。

图17、比亚迪出口销量



数据来源：比亚迪公告，证券时报网，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、2025 年比亚迪出口区域分布



数据来源：盖世研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

表12、2025 年比亚迪出口 TOP10 国家

排名	国家	纯电动 (万辆)	插混 (万辆)	总计(万辆)
1	墨西哥	5.5	7.6	13.0
2	巴西	5.3	6.7	12.0
3	比利时	5.2	4.2	9.4
4	印度尼西亚	8.1	-	8.1
5	英国	3.8	4.2	8.0
6	澳大利亚	3.6	1.2	4.8
7	阿联酋	0.9	3.9	4.7
8	土耳其	2.3	2.3	4.6
9	西班牙	2.0	2.2	4.1
10	乌兹别克斯坦	1.2	1.6	2.8
	<b>合计</b>	<b>37.7</b>	<b>33.9</b>	<b>71.6</b>

数据来源：盖世研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

**表13、2025 年全球乘用车市场容量及新能源渗透率**

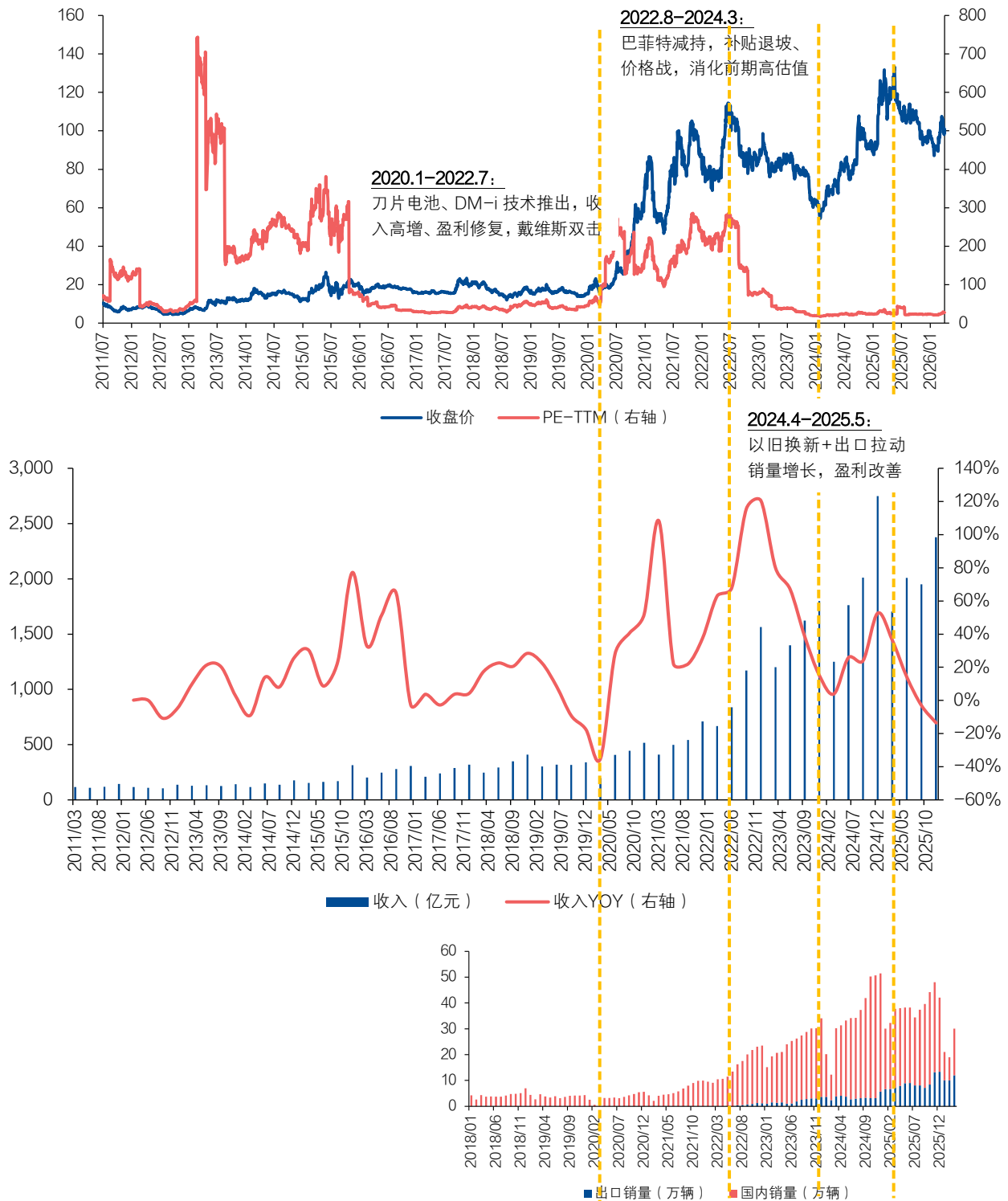
单位：万辆	汽车销量	占比	YOY	2020-2025 CAGR	新能源销量	新能源 渗透率	纯电 渗透率	插混 渗透率
全球	9,671	100.0%	4.6%	4.6%	2,261	23.4%	15.5%	7.9%
具备一定规模、新能源渗透率领先								
中国	3,435	35.5%	9.3%	6.3%	1,546	45.0%	28.1%	16.9%
广义西欧	1,356	14.0%	0.3%	1.6%	374	27.6%	18.6%	8.9%
具备一定规模、新能源处于起步阶段								
北美	1,867	19.3%	1.7%	2.4%	172	9.2%	7.4%	1.8%
东南亚	335	3.5%	1.9%	5.8%	49	14.7%	13.6%	1.1%
东亚	664	6.9%	2.2%	-0.2%	36	5.5%	4.7%	0.8%
中东&非	414	4.3%	11.3%	2.2%	23	5.6%	4.6%	1.0%
具备一定规模、仍以燃油车为主								
南亚	576	6.0%	7.0%	13.4%	19	3.4%	3.4%	0.0%
拉美	579	6.0%	6.2%	8.4%	16	2.7%	1.5%	1.2%
广义东欧	308	3.2%	-10.3%	1.7%	13	4.3%	3.0%	1.3%
其他市场								
大洋洲	138	1.4%	0.9%	5.9%	12	8.9%	6.9%	2.1%

数据来源：Marklines，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.4 股价复盘：销量仍是核心催化

复盘比亚迪历史股价来看，销量仍是决定因素，我们认为海外销量已经步入多点开花、快速增长阶段，有望带动公司量利齐升。

图19、比亚迪上市以来股价（单位：元/股）、收入及销量复盘



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、盈利预测与估值

- **空间：**乘用车出海空间广阔，全球新能源渗透率提升带来历史机遇。2025 年比亚迪出口销量 105 万辆，同比增长 151%，出口区域主要分布在东南亚、欧洲和拉美。我们认为比亚迪远期出海仍有较大空间—**(1)量：**短期插混贡献增量，中期伴随海外充电基础设施建设不断完善、纯电增速有望持续提升，远期出口销量仍有较大空间；**(2)利：**参考丰田推出雷克萨斯等高端化产品，腾势、方程豹等高端品牌出海有望进一步提升公司盈利能力。
- **投资建议：**混动出海有望开启公司全球份额提升的新周期，公司有望在全球范围持续提升市占率。海外 PHEV 渗透率较低，我们认为是供给问题，而不是需求问题。2024 年比亚迪向海外市场推出的混动产品，或类似 2021 年 DM4 系列在国内抢占燃油车份额，公司混动产品有望实现全球放量。我们调整公司 2026-2028 年归母净利润预测为 405.75 亿元/498.37 亿元/588.50 亿元，维持“增持”评级。

表14、盈利预测结果

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	803965	924551	1061445	1197394
同比增长	3.5%	15.0%	14.8%	12.8%
归母净利润（百万元）	32619	40575	49837	58850
同比增长	-19.0%	24.4%	22.8%	18.1%
毛利率	17.7%	18.4%	18.7%	19.0%
ROE	13.2%	14.5%	15.4%	15.6%
每股收益（元）	3.58	4.45	5.47	6.45
市盈率	26.6	21.4	17.4	14.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、风险提示

**关税进一步加征。**如果欧洲等地区进一步对比亚迪加征关税，首先增加的关税成本可能会压缩比亚迪的利润率，如果公司涨价以应对更高的关税，可能削弱产品在海外市场的竞争力。

**海外库存过高。**目前公司与海外经销商以及进口商合作，处于渠道加库存阶段，但是海外渠道库存深度较难衡量。可能存在由于库存扰动，后续海外终端销量和海关出口销量预测偏差较大的情景。

**海外产能投产进度不及预期。**海外工厂投产延期可能导致比亚迪无法及时满足当地市场需求，海外产品销量增长速度可能不及预期。

**附表**
**资产负债表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>371468</b>	<b>493834</b>	<b>611206</b>	<b>709229</b>
货币资金	75425	183093	268459	335030
交易性金融资产	54533	58533	62533	66533
应收票据及应收账款	37005	42148	48042	53892
预付款项	5025	5732	6560	7369
存货	138421	145193	164871	184069
其他	61060	59135	60742	62338
<b>非流动资产</b>	<b>512262</b>	<b>484941</b>	<b>480386</b>	<b>470313</b>
长期股权投资	21781	22281	22781	23281
固定资产	292776	267815	261136	248229
在建工程	48294	43532	40499	38676
无形资产	41485	47263	52540	57318
商誉	4428	4428	4428	4428
其他	103498	99622	99002	98381
<b>资产总计</b>	<b>883730</b>	<b>978776</b>	<b>1091592</b>	<b>1179542</b>
<b>流动负债</b>	<b>468451</b>	<b>531945</b>	<b>600462</b>	<b>634622</b>
短期借款	38485	38485	38485	38485
应付票据及应付账款	209206	238664	273119	306794
其他	220760	254796	288858	289344
<b>非流动负债</b>	<b>156739</b>	<b>153815</b>	<b>152815</b>	<b>151815</b>
长期借款	60706	59706	58706	57706
其他	96034	94110	94110	94110
<b>负债合计</b>	<b>625191</b>	<b>685760</b>	<b>753277</b>	<b>786438</b>
股本	9117	9117	9117	9117
未分配利润	116057	145906	183288	227430
少数股东权益	12265	13519	15061	16881
<b>股东权益合计</b>	<b>258539</b>	<b>293016</b>	<b>338315</b>	<b>393105</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>883730</b>	<b>978776</b>	<b>1091592</b>	<b>1179542</b>

**现金流量表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	32619	40575	49837	58850
折旧和摊销	80526	87743	68233	73751
营运资金的变动	-47933	49754	38442	4639
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>59136</b>	<b>179287</b>	<b>159349</b>	<b>140336</b>
资本支出	-154710	-63169	-60832	-60832
长期投资	-1020	-5550	-5550	-5550
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-197463</b>	<b>-57307</b>	<b>-65141</b>	<b>-65141</b>
债权融资	84783	-3361	-1000	-1000
股权融资	40222	0	0	0
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>104614</b>	<b>-13723</b>	<b>-8842</b>	<b>-8624</b>
现金净变动	-33861	107669	85365	66571

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

**利润表**

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业总收入</b>	<b>803965</b>	<b>924551</b>	<b>1061445</b>	<b>1197394</b>
营业成本	661305	754421	863335	969781
税金及附加	13581	15617	17930	20226
销售费用	26185	27737	31843	35922
管理费用	20200	21265	24413	27540
研发费用	57978	64719	74301	83818
财务费用	-649	1398	840	393
投资收益	2857	1937	2241	2241
公允价值变动收益	364	123	123	123
信用减值损失	-407	-407	-407	-407
资产减值损失	-1823	-1665	-1665	-1665
<b>营业利润</b>	<b>40185</b>	<b>49212</b>	<b>60445</b>	<b>71377</b>
营业外收支	-432	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>39753</b>	<b>49212</b>	<b>60445</b>	<b>71377</b>
所得税	5992	7382	9067	10706
净利润	33761	41830	51378	60670
少数股东损益	1142	1255	1541	1820
<b>归属母公司净利润</b>	<b>32619</b>	<b>40575</b>	<b>49837</b>	<b>58850</b>
<b>EPS(元)</b>	<b>3.58</b>	<b>4.45</b>	<b>5.47</b>	<b>6.45</b>

**主要财务比率**

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长性</b>				
营业总收入增长率	3.5%	15.0%	14.8%	12.8%
营业利润增长率	-20.4%	22.5%	22.8%	18.1%
归母净利润增长率	-19.0%	24.4%	22.8%	18.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	17.7%	18.4%	18.7%	19.0%
归母净利率	4.1%	4.4%	4.7%	4.9%
ROE	13.2%	14.5%	15.4%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	70.7%	70.1%	69.0%	66.7%
流动比率	0.79	0.93	1.02	1.12
速动比率	0.37	0.55	0.65	0.74
<b>营运能力</b>				
资产周转率	96.5%	99.3%	102.5%	105.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	3.58	4.45	5.47	6.45
每股经营现金	6.49	19.66	17.48	15.39
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	26.6	21.4	17.4	14.8
PB	3.5	3.1	2.7	2.3

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
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的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	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
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn