

携手比亚迪，开启全球新能源经销新征程

——和谐汽车深度报告

2025 年 9 月 9 日

核心观点

- 豪华汽车经销商龙头，拥抱新能源开辟业绩新增长点：**公司是中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商集团，旗下拥有 14 个豪华及超豪华汽车品牌，包括劳斯莱斯、宾利、法拉利、玛莎拉蒂、兰博基尼 5 个超豪华品牌和宝马、MINI、奥迪、沃尔沃、路虎、雷克萨斯、捷豹、林肯、阿尔法·罗密欧 9 个豪华品牌。公司位居汽车经销商集团第一梯队，2024 年以营业总收入 170.67 亿元、汽车总销量 4.8 万辆排名汽车经销商百强榜第 26 位。公司最早于 2015 年涉足新能源汽车领域，与腾讯、富士康签订《互联网+智能电动车战略合作框架协议》，负责提供在高端汽车营销及服务领域的优秀经验，2023 年公司与比亚迪汽车品牌战略合作，在亚洲、欧洲建立销售渠道，向新能源汽车及出口领域转型，加速拓展中国香港及海外市场，打造第二增长曲线。
- 比亚迪战略投资 ICAR 公司，合作从业务层面迈向资本协同，品牌与渠道优势互补共同推动全球化：**公司具备深厚的经销门店建设能力与运营经验，与比亚迪全球新能源龙头品牌形象形成互补，实现在亚太、欧洲、大洋洲地区渠道的快速拓展，2023 年公司建立首批香港地区门店后，快速在其他地区复刻渠道建设能力，2025 年 7 月 12 日，公司在墨尔本开设和谐比亚迪中国香港及海外第 100 家门店，2 年时间成功建成 100 家和諧比亚迪门店。2025 年 9 月 1 日，公司公告比亚迪间接全资附属公司以 4000 万美元认购公司中国香港及海外业务经营实体 iCar 集团 10% 股份，公司与比亚迪合作关系由业务延伸至股权，进一步加深绑定。2025 年上半年公司渠道能力显现成效，助力比亚迪在中国香港、新加坡、印尼、马来西亚、菲律宾、澳大利亚等亚太地区登顶新能源销量榜首，并在欧洲地区配合比亚迪的品牌赞助打响市场声誉，助力比亚迪在欧洲市场关税壁垒与品牌偏见中实现突围，英国、法国地区新能源市占率快速提升。展望未来，比亚迪刀片电池、CTB 等技术硬实力得到全球市场认可，并通过本地化产能建设、本地化工用、定制化车型等提升全球市场认可度，出口方兴未艾，预计 2025 年比亚迪出口销售可达 100 万辆，公司有望通过在亚太、欧洲、大洋洲等地的渠道贡献 7-8% 的销售规模。
- 投资建议：**预计 2025 年~2027 年公司将分别实现营收 281.03 亿元、384.88 亿元、449.61 亿元，分别实现归母净利润 0.61 亿元、2.43 亿元、4.16 亿元，对应 EPS 为 0.04 元、0.16 元、0.27 元。综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间为 3.28 元-4.11 元（3.61 港元-4.52 港元），对应市值区间为 49.93 亿元-62.57 亿元（54.92 亿港元-68.82 亿港元），首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**1、比亚迪出口销量不及预期的风险；2、中国香港及海外乘用车市场竞争加剧的风险；3、海外渠道拓展进度不及预期的风险。

公司盈利预测表

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	15,617.45	28,103.15	38,488.20	44,960.50
收入增长率	-5.80%	79.95%	36.95%	16.82%
归母净利润（百万元）	-291.07	61.00	243.31	416.14
利润增速	-15.42%	120.96%	298.87%	71.03%
EPS（元）	-0.20	0.04	0.16	0.27
PE	-2.80	48.20	12.08	7.06

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

和谐汽车（股票代码：3836.HK）

推荐 首次评级

分析师

石金漫

☎：010-80927689

✉：shijinman_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522030002

秦智坤

✉：qinzhikun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525070003

市场数据

2025-9-8

股票代码	3836.HK
收盘价(港元)	1.79
恒生指数	25,633.91
总股本(万股)	152,326.47
实际流通H股(万股)	152,326.47
流通H股市值(亿港元)	27.27

相对恒生指数表现图

2025-9-8



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

一、 投资要点.....	3
二、 豪华汽车经销商龙头，拥抱新能源开辟业绩新增长点.....	4
（一） 中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商，2023 年与比亚迪合作加速中国香港及海外市场拓展.....	4
（二） 中国香港及海外业务拓展进入收获期，2025 年 H1 中国香港及海外业务实现盈利.....	6
三、 携手比亚迪，品牌与渠道优势互补共同推动全球化.....	9
（一） 比亚迪技术优势与公司优秀渠道能力互补，2 年拓展 100 家店面.....	9
（二） 多年豪华品牌经营加持，巩固和加深比亚迪全球高端品牌形象	11
（三） 比亚迪战略投资 ICAR 公司，合作从业务层面迈向资本协同.....	12
（四） 兼具技术硬实力与本土化软策略，比亚迪出口方兴未艾.....	13
四、 境内市场通过产品优化，品牌打造等稳健发展	17
五、 盈利预测及估值	19
六、 风险提示	23

一、投资要点

公司是中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商集团，主营业务围绕豪华&超豪华品牌全生命周期服务。业务方面，公司聚焦豪华与超豪华汽车销售，能够为客户提供包括新车销售、汽车金融与保险、装潢用品、汽车美容、二手车交易、汽车租赁等在内的全生命周期服务。品牌方面，公司旗下拥有 14 个豪华及超豪华汽车品牌，包括劳斯莱斯、宾利、法拉利、玛莎拉蒂、兰博基尼 5 个超豪华品牌和宝马、MINI、奥迪、沃尔沃、路虎、雷克萨斯、捷豹、林肯、阿尔法·罗密欧 9 个豪华品牌。公司以 2024 年营业总收入 170.67 亿元、汽车总销量 4.8 万辆排名 2025 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜第 26 位，位居汽车经销商集团第一梯队。

2023 年起公司转变战略重心，与比亚迪、腾势等中国领先的战略品牌合作，加速拓展中国香港及海外市场。2023 年公司开始转变战略重心，与比亚迪、腾势等中国领先的新能源汽车品牌战略合作，践行国家“一带一路”倡议，在亚洲、欧洲建立销售渠道，向新能源汽车及出口领域转型，加速拓展中国香港及海外市场，打造第二增长曲线。

比亚迪战略投资 ICAR 公司，合作从业务层面迈向资本协同，且公司具备深厚的经销门店建设能力与运营经验，与比亚迪全球新能源龙头品牌形象形成互补，实现在亚太、欧洲、大洋洲地区渠道的快速拓展，2023 年公司建立首批香港地区门店后，快速在中国香港及海外其他地区复刻渠道建设能力，2 年时间成功建成 100 家和谐比亚迪中国香港及海外门店，2025 年 7 月 12 日，公司在墨尔本开设比亚迪第 100 家门店（BYD Caroline Springs）。公司与比亚迪均发源于中国内地市场，在推进中国香港及海外业务拓展中二者管理团队的文化理解一致度较高，不仅能够提高协同效应、降低管理成本，相比海外经销商集团，公司能够更加充分理解比亚迪全球新能源龙头的品牌内涵，对品牌形象形成更有效的宣传。2025 年 9 月 1 日公司公告比亚迪间接全资附属公司以 4000 万美元价格认购公司的中国香港及海外业务经营实体 iCar 集团 9.9999% 的股份，通过入股 iCar 集团，比亚迪与公司的合作关系由业务向股权层面延伸，进一步提升了双方的合作紧密度。

2025 年 H1 比亚迪出口累计销售 47 万辆，超 2024 年全年水平，在八个国家和地区（中国香港、巴西、新加坡、印尼、泰国等）夺得新能源汽车销量冠军。2025 年 H1 中国乘用车出口销量 TOP20 中比亚迪占五席，分别为宋 PLUS（第一）、海鸥（第六）、海狮 07（第十一）、元 PLUS（第十七）、宋 Pro DM（第二十），比亚迪爆款车型在全球热销。比亚迪已推出包括易四方、云辇-Z、天神之眼、车载无人机和兆瓦快充等重磅技术，为品牌高端化奠定了坚实基础。且近年来，比亚迪通过产能、物流、产品、渠道等多维度布局中国香港及海外市场，落实并坚定国际化战略，实现高速扩张。预计 2025 年比亚迪出口销售达 90~100 万辆，公司有望贡献 7-8%。

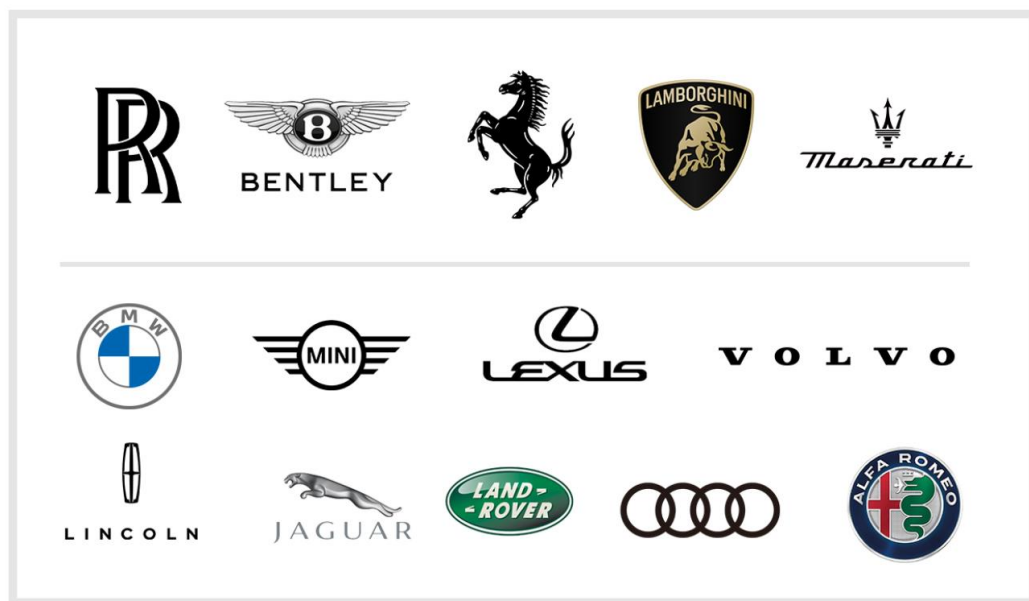
我们预计公司中国香港及海外业务单车毛利率在 10%~15%，考虑到 2025、2026 年尚处于投入扩大建店期，存在早期渠道建设、人员培训、品牌宣发等投入，后期规模效应逐渐显现，粗略估算公司 2025/2026/2027 年单车净利率分别为 0.8%/1.5%/2.0%，假设比亚迪出口单车售价维持 2024 年 24 万人民币，2025/2026/2027 年对应单车利润分别为 0.2/0.36/0.48 万元，2025/2026/2027 年对应销量 7.5 万辆/12 万辆/15 万辆，对应净利润 1.5/4.3/7.2 亿元，iCar 资本重组与比亚迪入股后，公司对 iCar 公司持股占比变化为 49.5%并按子公司并表，归属于上市公司净利润对应为 0.74/2.13/3.56 亿元。我们假设 2025~2027 年境内汽车经营、售后业务及其他增值服务分别贡献 0.2 亿元、0.3 亿元、0.6 亿元。综上，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 0.61 亿元，2.43 亿元，4.16 亿元，对应 EPS 为 0.04 元、0.16 元、0.27 元。其中 2025 年归母净利润构成为：1) iCar 子公司经营贡献 0.74 亿元，2) 境内汽车经营、售后业务及其他增值服务贡献 0.2 亿元，3) 根据 2025 年中报，公司境内店面关停计提 3250 万元。

二、豪华汽车经销商龙头，拥抱新能源开辟业绩新增长点

（一）中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商，2023 年与比亚迪合作加速中国香港及海外市场拓展

公司是中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商集团，主营业务围绕豪华&超豪华品牌全生命周期服务。业务方面，公司聚焦豪华与超豪华汽车销售，能够为客户提供包括新车销售、汽车金融与保险、装潢用品、汽车美容、二手车交易、汽车租赁等在内的全生命周期服务。品牌方面，公司旗下拥有 14 个豪华及超豪华汽车品牌，包括劳斯莱斯、宾利、法拉利、玛莎拉蒂、兰博基尼 5 个超豪华品牌和宝马、MINI、奥迪、沃尔沃、路虎、雷克萨斯、捷豹、林肯、阿尔法·罗密欧 9 个豪华品牌。

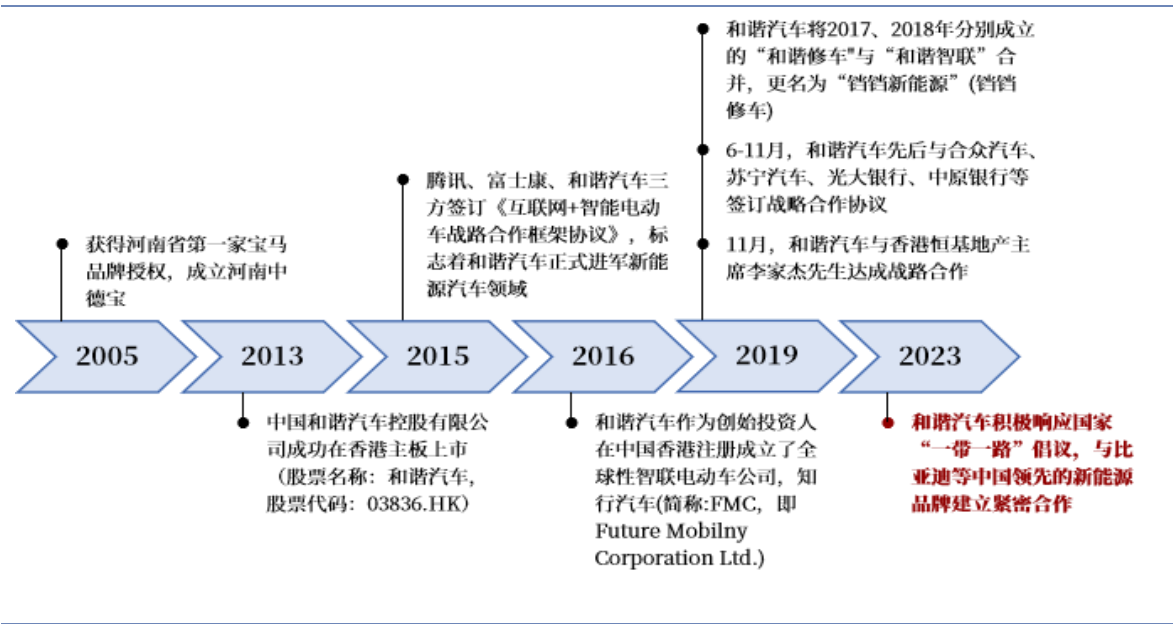
图1：公司是中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商集团，旗下拥有 14 个豪华&超豪华品牌



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2023 年起公司转变战略重心，与比亚迪、腾势等中国领先的战略品牌合作，加速拓展中国香港及海外市场。公司于 2015 年与腾讯、富士康签订《互联网+智能电动车战略合作框架协议》，开始涉足新能源汽车领域，公司负责提供在高端汽车营销及服务领域的优秀经验，2016 年公司作为创始投资人注册成立知行汽车（FMC），2019 年 6 月公司与合众汽车签订战略合作协议，在品牌、产品、销售、售后、金融等方面展开合作，公司在早期积累了一定的新能源汽车领域经验。2023 年公司开始转变战略重心，与比亚迪、腾势等中国领先的新能源汽车品牌战略合作，践行国家“一带一路”倡议，在亚洲、欧洲建立销售渠道，向新能源汽车及出口领域转型，加速拓展中国香港及海外市场，打造第二增长曲线。

图2：2023 年起公司加大新能源转型，与比亚迪、腾势等中国领先的战略品牌合作，拓展中国香港及海外市场



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司位居汽车经销商集团第一梯队，是豪华车品牌经销商龙头。据中国汽车流通协会评选的2025 年中国汽车流通行业经销商集团百强排行榜，公司以 2024 年营业总收入 170.67 亿元、汽车总销量 4.8 万辆排名第 26 位，单车销售均价 35.6 万元/辆，在前 26 名中排名第 5 位，具有较强的豪华属性。

表1：公司位居汽车经销商集团第一梯队，豪华属性十足

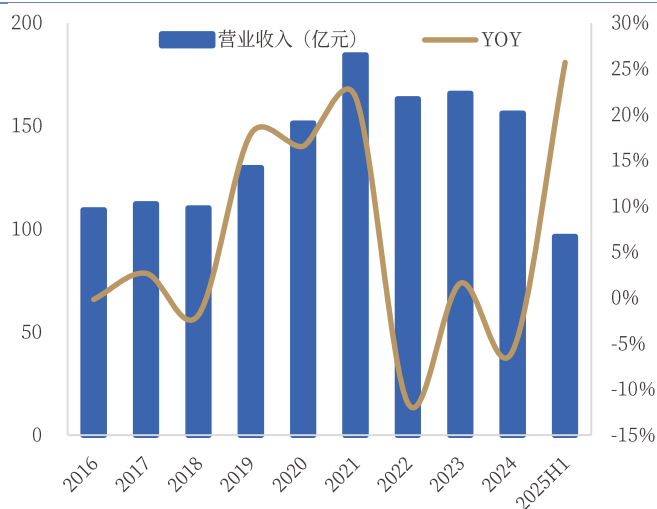
排名	公司	2024 年营业总收入（亿元）	2024 年汽车总销量（台，含二手车）	排名	公司	2024 年营业总收入（亿元）	2024 年汽车总销量（台，含二手车）
1	中升集团控股有限公司	1,681.24	711,538	14	广汽商贸有限公司	253.43	161,219
2	永达集团	816.39	246,205	15	四川华星汽车集团有限公司	248.08	72,467
3	利星行汽车	809.47	223,490	16	欧龙汽车贸易集团有限公司	225.03	93,396
4	恒信汽车集团股份有限公司	785.12	414,309	17	庞大汽贸集团股份有限公司	224.82	130,422
5	安吉汽车	592.60	579,011	18	中国美东汽车控股有限公司	221.54	66,883
6	物产中大元通汽车有限公司	527.58	351,136	19	深圳市东风南方实业集团有限公司	216.87	209,728
7	北京北汽鹏龙汽车服务贸易股份有限公司	492.42	113,483	20	山东远通汽车贸易集团有限公司	215.08	134,470
8	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	458.21	76,185	21	中国正通汽车服务控股有限公司	207.47	69,341
9	大昌行汽车控股集团有限公司	423.72	125,426	22	万友汽车投资有限公司	200.13	135,986
10	国机汽车股份有限公司	420.25	83,158	23	利泰汽车集团有限公司	182.05	102,490
11	广物汽贸股份有限公司	315.32	173,602	24	润华集团股份有限公司	174.71	106,587
12	贵州通源集团	289.23	97,622	25	湖南永通集团有限公司	172.00	63,031
13	浙江广成汽车集团有限公司	261.16	132,760	26	中国和谐汽车控股有限公司	170.67	47,959

资料来源：中国汽车流通协会，中国银河证券研究院

(二) 中国香港及海外业务拓展进入收获期, 2025 年 H1 中国香港及海外业务实现盈利

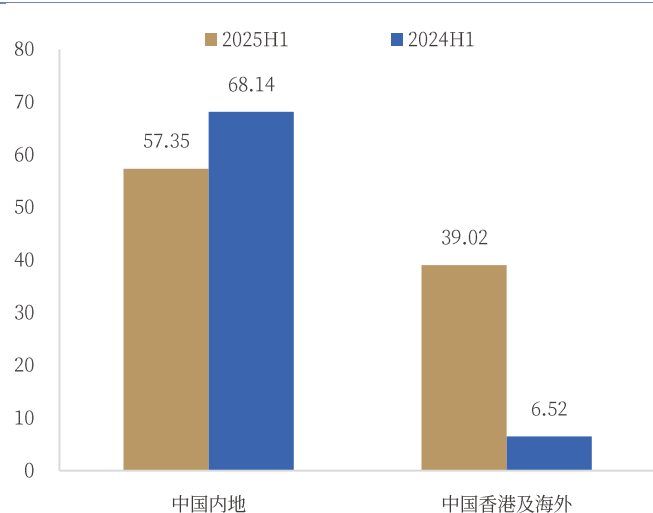
中国香港及海外业务收入翻 5 倍, 带动公司 2025 年 H1 营收高增。2025 年 H1 公司实现营业收入 96.4 亿元, 同比+25.7%, 其中来自中国香港及海外地区的收入同比增长 5 倍至 39.0 亿元, 受益于公司经销的比亚迪品牌在中国香港及海外地区的热销, 来自中国内地的收入同比降低 15.8%至 57.3 亿元, 主要受内地市场豪华&超豪华品牌销量下滑影响。

图3: 2025 年 H1 公司营业收入同比+25.7%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

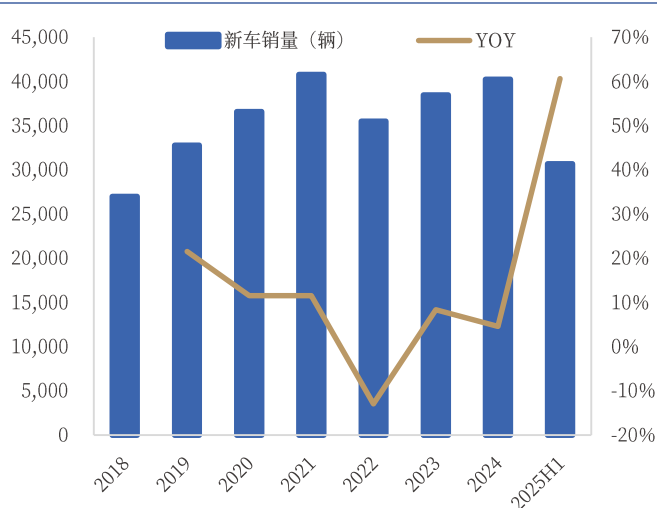
图4: 2025 年 H1 公司中国香港及海外地区收入同比增长 5 倍 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

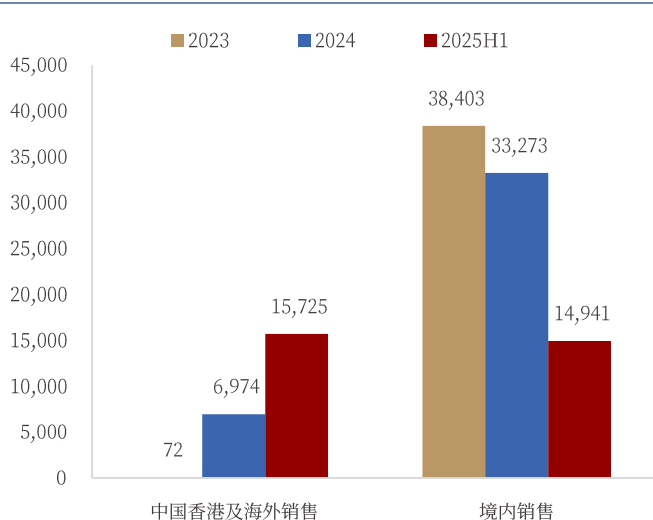
中国香港及海外地区销量同比增长 6.5 倍, 带动公司新车销量增速明显提升。2025 年 H1 公司实现新车销量 3.1 万辆, 同比+60.6%, 其中中国香港及海外地区销售 1.6 万辆, 同比增长 6.5 倍, 带动公司新车销量增速的明显提升, 境内销售 1.5 万辆, 同比-5.0%。

图5: 2025 年 H1 公司新车销量同比+60.6%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

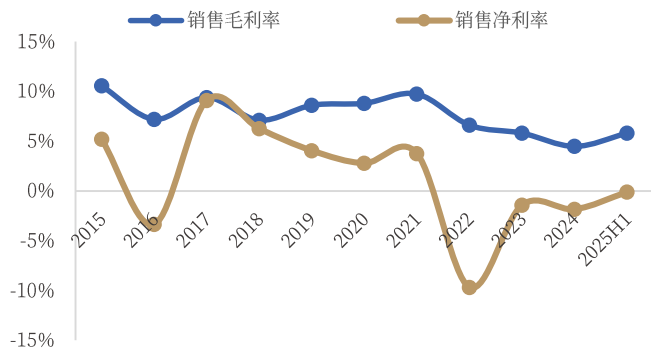
图6: 2025 年 H1 公司中国香港及海外地区销量同比增长 6.5 倍 (辆)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

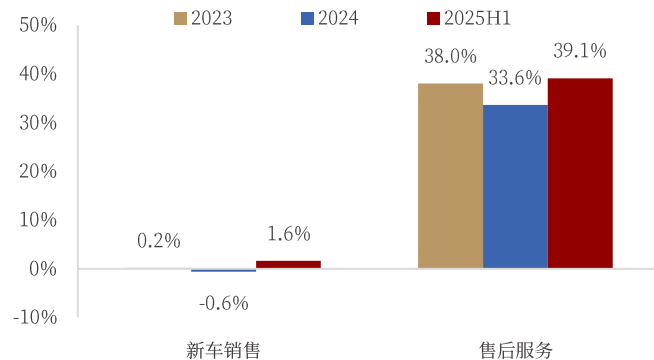
中国香港及海外市场规模效应提升带动新车销售业务毛利率转正, 推动公司整体毛利率回升。2025 年 H1 公司毛利率同比提升 0.9pct 至 5.8%, 其中新车销售毛利率由负转正, 同比提升 1.6pct 至 1.6%, 售后服务毛利率同比提升 0.8pct 至 39.1%, 中国香港及海外市场规模效应的明显提升带动新车销售业务毛利率由负转正。

图7：2025 年 H1 公司毛利率同比+0.9pct



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

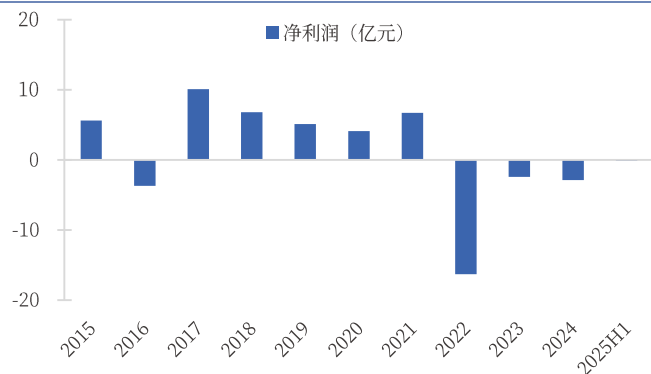
图8：2025 年 H1 公司新车销售毛利率由负转正



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

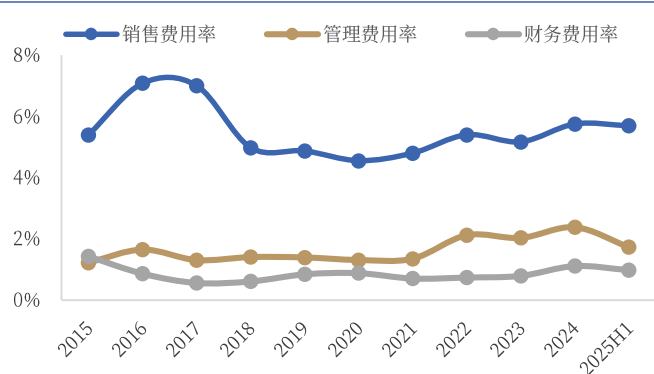
2025 年 H1 中国香港及海外业务实现盈利，规模效应提升驱动费用率稳中有降。2025 年 H1 公司实现净利润-0.1 亿元，亏损同比缩窄 84.5%，其中中国香港及海外业务净利润为 280 万元，实现盈利，公司在中国香港及海外市场的拓展进入收获期，销售/管理/财务费用率分别为 5.7%/1.7%/1.0%，同比分别-0.3pct/持平/持平，公司中国香港及海外业务拓展带来人力、资金等投入加大，随着业务进入收获期，销量与营收高增带来规模效应提升，驱动期间费用率稳中有降。

图9：2025 年 H1 公司净亏损缩窄 84.5%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

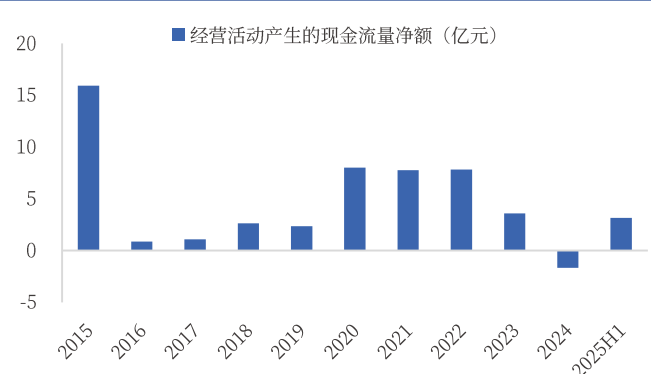
图10：2025 年 H1 公司期间费用率稳中有降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

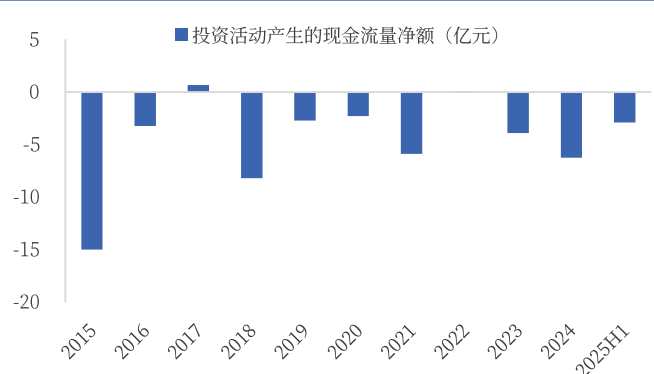
2025 年 H1 经营性现金流净流入额高增，中国香港及海外业务拓展带来投资性现金流出加大。2025 年 H1 公司经营性现金流量净额为 3.1 亿元，同比+151.3%，主要得益于中国香港及海外业务收入的高增长。2025 年 H1 公司投资性现金流量净额为-2.9 亿元，流出同比扩大 221.6%，主要系公司在中国香港及海外业务拓展中加快建设经销渠道带来资金支出。

图11：2025 年 H1 公司经营性现金流量净额同比+151.3%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

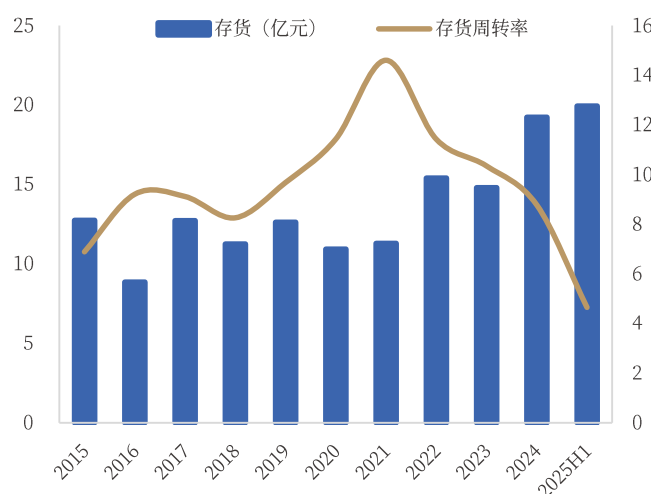
图12：2025 年 H1 公司投资性现金流出同比扩大 221.6%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

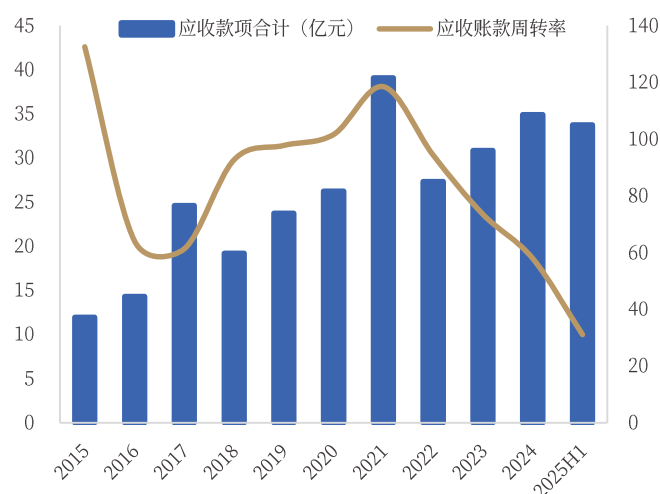
2025 年 H1 公司存货周转能力稳定，中国香港及海外业务回款周期较长对公司应收账款周转能力形成一定影响。2025 年 H1 公司存货周转率为 4.64 次，同比+2.7%，相对稳定，应收账款周转率为 31.06 次，同比-10.1%，应收账款周转能力的下降主要是由于中国香港及海外业务的回款周期较内地更长，中国香港及海外业务的拓展带来了一定程度的营运效率降低。

图13：2025 年 H1 公司存货周转率同比+2.7%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

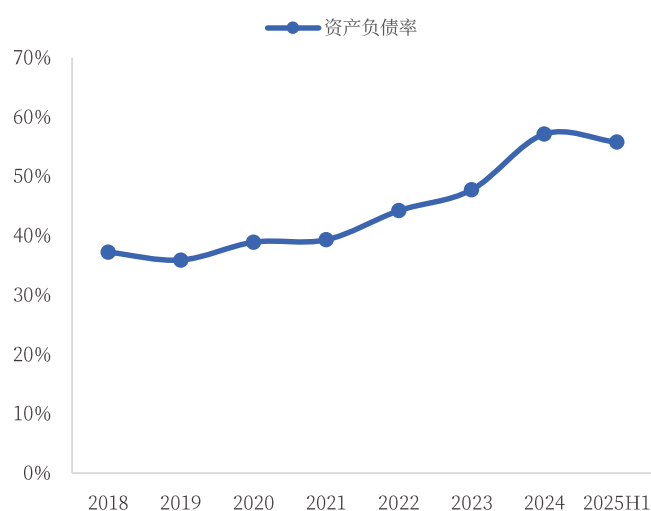
图14：2025 年 H1 公司应收账款周转率同比-10.1%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

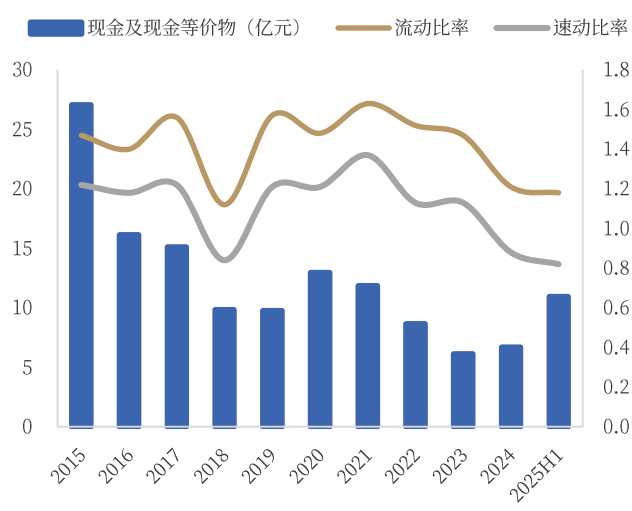
2025 年 H1 资产负债率有所回落，公司当前在手现金充裕，债务风险较低。截止 2025 年 H1，公司资产负债率为 55.8%，较 2024 年底降低了 1.4pct，处于较为健康水平。截止 2025 年 H1，公司现金及现金等价物为 10.9 亿元，流动比率为 1.18，速动比率为 0.82，在手现金较为充裕，债务风险较低。

图15：2025 年 H1 公司资产负债率有所回落



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：当前公司在手现金充裕，债务风险较低



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、携手比亚迪，品牌与渠道优势互补共同推动全球化

（一）比亚迪技术优势与公司优秀渠道能力互补，2 年拓展 100 家店面

比亚迪全球新能源龙头品牌形象与公司优秀的渠道建设运营能力形成互补，实现比亚迪中国香港及海外渠道建设的快速复刻，2 年成功拓展 100 家和谐比亚迪中国香港及海外门店。公司具备深厚的经销门店建设能力与运营经验，与比亚迪全球新能源龙头品牌形象形成互补，实现在亚太、欧洲、大洋洲地区渠道的快速拓展，2023 年公司建立首批香港地区门店后，快速在中国香港及海外其他地区复刻渠道建设能力，2 年时间成功建成 100 家和谐比亚迪中国香港及海外门店，2025 年 7 月 12 日，公司在墨尔本开设比亚迪第 100 家门店（BYD Caroline Springs），比亚迪董事长王传福亲自出席开业仪式并为首位车主交付车辆，该店位于墨尔本主干道商圈，是当地建店标准最高、规模最大的比亚迪门店之一。

表2：2023 年以来和谐比亚迪中国香港及海外门店快速复刻，实现 100 家门店拓展

时间	地区	详细规划
2023 年 10 月 10 日	亚太地区，香港	首次与比亚迪联手拓展中国香港市场，开设比亚迪沙田、西贡两间店。
2023 年 12 月 2 日	亚太地区，香港	香港第三家店（将军澳）开业。销售 BYD SEAL、BYD ATTO 3、BYD DOLPHIN 三款车。
2024 年 1 月 12 日	亚太地区，香港	全海景汽车服务中心，集汽车展示、交付、维修为一体，占地约两万平方呎。
2024 年 1 月 27 日	亚太地区，香港	和谐在香港的第 5 家店开业，荃湾 4S 店。
2024 年 2 月 18 日	亚太地区，柬埔寨	国家总代理，在柬埔寨首都金边开两家比亚迪 4S 店。
2024 年 3 月 9 日	亚太地区，菲律宾	菲律宾比亚迪 BGC 旗舰店在马尼拉开业，菲律宾贸工部部长、菲律宾马尼拉 Taguig 市市长、中国驻菲律宾使馆公使衔参赞杨国良等政界等名流 200 余人及众多主流媒体共同见证开业典礼盛况。
2024 年 3 月 28 日	亚太地区，新加坡	新加坡和谐 BYD 店在新加坡中央商务区金融街 Robinson Road 开业，是新加坡商业和金融区中心的第一个新能源汽车店。
2024 年 4 月 7 日	大洋洲，澳大利亚	悉尼和谐比亚迪 4S 店举办预开业典礼。
2024 年 4 月 19 日	亚太地区，日本	东京目黑区高端汽车街中心地带的东京和谐比亚迪旗舰店（BYD AUTO Meguro）开业，是东京市区最大的比亚迪店。
2024 年 6 月 3 日	欧洲地区，英国	和谐伦敦比亚迪金丝雀码头店（BYD Canary Wharf）盛装启幕。金丝雀码头是伦敦新的金融中心。彼时展示车型为比亚迪海豹、海豚和 BYD ATTO3，欧洲新上市的 BYD SEAL U DM-i 也将到来。
2024 年 6 月 7 日	欧洲地区，法国	巴黎和谐比亚迪欧洲旗舰店在香榭丽舍大街启幕。展出多款比亚迪在欧洲的明星车型，包括比亚迪海豹、海豚以及 BYD ATTO3 等。
2024 年 6 月 12 日	亚太地区，印尼	和谐比亚迪雅加达南部店（BYD HARMONY TB SIMATUPANG）在 South Quarter 中央商务区开幕。
2024 年 6 月 25 日	亚太地区，香港	和谐香港湾仔腾势（DENZA）旗舰店暨比亚迪产品展示台开业。
2024 年 10 月 8 日	欧洲地区，英国	和谐比亚迪 Lakeside4S 店开幕。
2024 年 10 月 10 日	亚太地区，马来西亚	马来西亚和谐比亚迪 Skudai 店开幕。
2024 年 11 月 4 日	亚太地区，香港	斥资 1.5 亿港元收购联大汽车比亚迪所有店面，统一运营比亚迪香港乘用车业务。
2025 年 4 月 2 日	欧洲地区，瑞士	在瑞士举办品牌发布会，在瑞士首批推出 3 款车型：SEAL（全尺寸轿车 BEV）、SEALION 7（全尺寸 SUV BEV）和 SEAL U DM-i（全尺寸 SUV 插电式混合动力车）。
2025 年 5 月 19 日	亚太地区，菲律宾	菲律宾和谐比亚迪苏比克店开业，新店总面积超过 2000 m²。在菲律宾合作开设 5 家门店。
2025 年 7 月 12 日	大洋洲，澳大利亚	墨尔本 BYD Caroline Springs 开业，王传福董事长参加和谐比亚迪第 100 家店开业典礼。截止 2025 年 6 月末比亚迪在澳大利亚已累计交付 6 万台车，6 月比亚迪位列澳大利亚车市品牌榜第五位。

资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

公司在亚太、欧洲、大洋洲地区与比亚迪形成深度绑定，成为比亚迪拓展中国香港及海外市场的核心伙伴。公司主要在香港、柬埔寨、菲律宾等亚太地区、英国、法国、瑞士等欧洲地区以及大洋洲地区与比亚迪形成深度绑定，公司是比亚迪拓展亚太、欧洲、大洋洲等地区新能源市场的核心伙伴，发挥了重要的作用，例如 2024 年 11 月公司斥资 1.5 亿港元收购香港联大汽车比亚迪所有店面，统一运营比亚迪香港乘用车业务，助力比亚迪以香港作为右舵车市场支点进行产品与技术验证，进而成功推向其他右舵市场，实现中国香港及海外市场的快速拓展；2025 年 7 月 12 日和谐比亚迪第 100 家门店开业典礼上，比亚迪集团董事长王传福、亚太汽车销售事业部总经理刘学亮、澳大利亚分公司总经理 Wing You、执行副总裁&汽车工程研究院院长廉玉波、执行副总裁&乘用车首席运营官何志奇等多位比亚迪管理层出席，体现公司在比亚迪中国香港及海外业务拓展中的重要地位。

图17：比亚迪董事长王传福为和谐比亚迪第 100 家店 BYD Caroline Springs 开业启幕并授牌



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

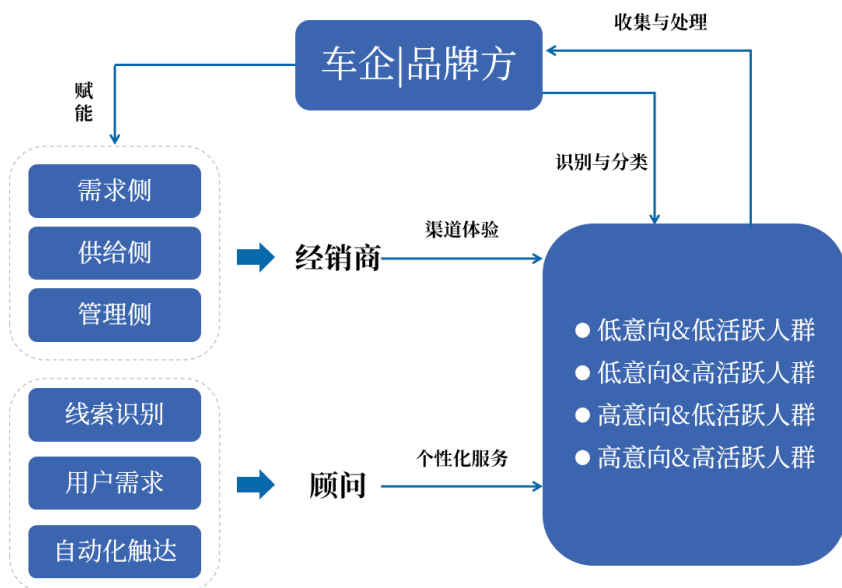
图18：公司 2025 校招管培生入职后在比亚迪接受培训，先后在深圳总部、郑州工厂、展厅等多维度



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

公司与比亚迪均发源于中国内地市场，在中国香港及海外业务拓展中管理团队文化一致度高，可以提高协同效应，降低管理成本。在中国香港及海外店面运营方面坚持本地化员工，加强消费者触达。经销商是车企触达消费者的重要媒介，一方面，中国香港及海外市场的互联网发展不如内地发达，线上营销的效果弱于境内，另一方面，汽车作为大宗消费品，具有消费门槛高、决策链路长、业务场景清晰的特征，线下渠道与个性化定制服务仍是其主要的营销阵地，因此线下渠道建设是比亚迪中国香港及海外拓展的核心路径。4S 店是重资金投入的服务密集型行业，汽车销售涉及的车辆展示、金融咨询、保险捆绑等复杂流程以及售后维修保养、配件更换等环节均需大量人工操作，公司具备优秀的渠道建设能力与运营经验，因而能够作为合作伙伴参与比亚迪中国香港及海外业务拓展，为比亚迪中国香港及海外拓展提供专业销售团队，运用本地化员工加强消费者触达，且公司与比亚迪均发源于中国内地市场，在推进中国香港及海外业务拓展中二者管理团队的文化理解一致度较高，不仅能够提高协同效应、降低管理成本，相比海外经销商集团，公司能够更加充分理解比亚迪全球新能源龙头的品牌内涵，对品牌形象形成更有效的宣传。

图19：经销商是车企触达消费者的重要媒介



资料来源：创略科技，中国银河证券研究院

（二）多年豪华品牌经营加持，巩固和加深比亚迪全球高端品牌形象

公司多年深耕豪华、超豪华汽车销售主业，为高净值人群提供了高品质的出行服务，丰富经验有望加持比亚迪在全球市场的高端化品牌打造。公司先后获得劳斯莱斯、宾利、法拉利、林肯等豪车品牌颁发的荣誉：2024 年度公司获得劳斯莱斯大中华区五项年度大奖，三店获得雷克萨斯中国 2023 年度大奖，2023 年度法拉利大中华区经销商三项大奖等，并连续获得“比亚迪亚太杰出战略合作伙伴奖”。在比亚迪 2025 年亚太区经销商大会上，公司收获 31 项大奖，奖项覆盖销售、售后服务、渠道拓展等全业务领域，充分展示了比亚迪对公司实力的认可。

图20：2024 年公司法拉利团队销售、市场、售后均有获奖，实现了年度奖项的“大满贯”



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

图21：2025 年公司获得劳斯莱斯 5 项年度大奖



资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

与比亚迪的合作过程中，公司在全球高端品牌云集的伦敦比亚迪金丝雀码头、巴黎香榭丽舍大街、苏黎世班霍夫大街金融商业区开设比亚迪店面，标志着中国新能源汽车正式跻身全球高端消费腹地。此外，公司在亚太地区的销售服务网络覆盖了柬埔寨、泰国、菲律宾、越南、马来西亚、印尼、新加坡、日本、韩国以及澳大利亚等多个国家。同时，在欧洲，公司也在英国、法国及波兰建立了比亚迪的服务网点。

比亚迪赞助国际米兰、欧洲杯等全球性体育 IP，与公司渠道扩张合力实现全球影响力的提升。2024 年 1 月 12 日，比亚迪正式宣布成为 2024 欧洲杯官方出行合作伙伴，是欧洲杯首次携手新能源汽车品牌和中国汽车品牌，2025 年 7 月 12 日，比亚迪与国际米兰足球俱乐部（国米）举行签约仪式，正式建立为期三年的战略合作伙伴关系，成为国米俱乐部的全球汽车合作伙伴，公司通过在全世界最具影响力的体育运动—足球领域与全球性赛事、俱乐部建立合作关系，快速在以欧洲为代表的市场打响品牌影响力，借助足球文化传播品牌形象，让品牌美誉度直线上升。与公司渠道扩张合力实现品牌影响力到销量的兑现。

图22：比亚迪成为国际米兰全球汽车合作伙伴



资料来源：比亚迪官网，中国银河证券研究院

图23：比亚迪成为 2024 欧洲杯官方出行合作伙伴

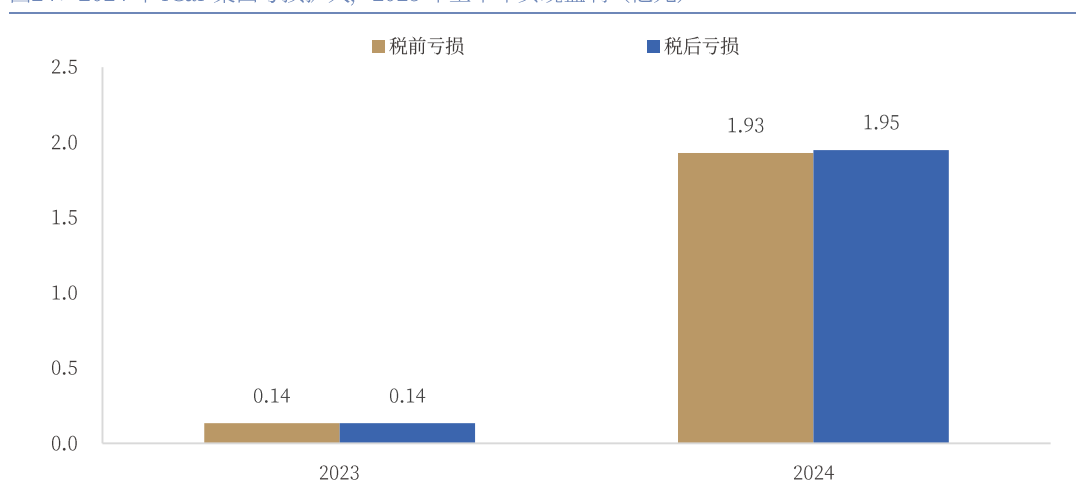


资料来源：比亚迪官网，中国银河证券研究院

（三）比亚迪战略投资 ICAR 公司，合作从业务层面迈向资本协同

比亚迪入股公司中国香港及海外新能源业务经营实体 iCar 集团并持股 10%，与公司合作关系从业务延伸至股权，进一步绑定双方合作紧密度，推动双方在中国香港及海外市场的共同成长。2025 年 9 月 1 日公司公告比亚迪间接全资附属公司以 4000 万美元价格认购公司的中国香港及海外业务经营实体 iCar 集团 9.9999% 的股份，公司中国香港及海外业务经营实体投后估值约为 4 亿美元（约合人民币 28 亿元），通过入股 iCar 集团，比亚迪与公司的合作关系由业务向股权层面延伸，进一步提升了双方的合作紧密度，一方面有利于公司依托于比亚迪的全球新能源龙头品牌影响力持续拓展全球渠道，提升业绩增长潜力，另一方面也有利于比亚迪依托于公司当前已在全球渠道拓展所取得的经验成果在中国香港及海外其他市场实现更快速拓展，提升中国香港及海外产品销量增长潜力。经营层面，2024 年 iCar 集团税后亏损为 1.95 亿元，主要是由于处于中国香港及海外业务拓展的投入期，2025 年公司进入中国香港及海外业务收获期，上半年公司中国香港及海外业务实现盈利 280 万元，伴随公司渠道的持续拓展与销量的高速增长，iCar 集团盈利能力有望持续提升。

图24：2024 年 iCar 集团亏损扩大，2025 年上半年实现盈利（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（四）兼具技术硬实力与本土化软策略，比亚迪出口方兴未艾

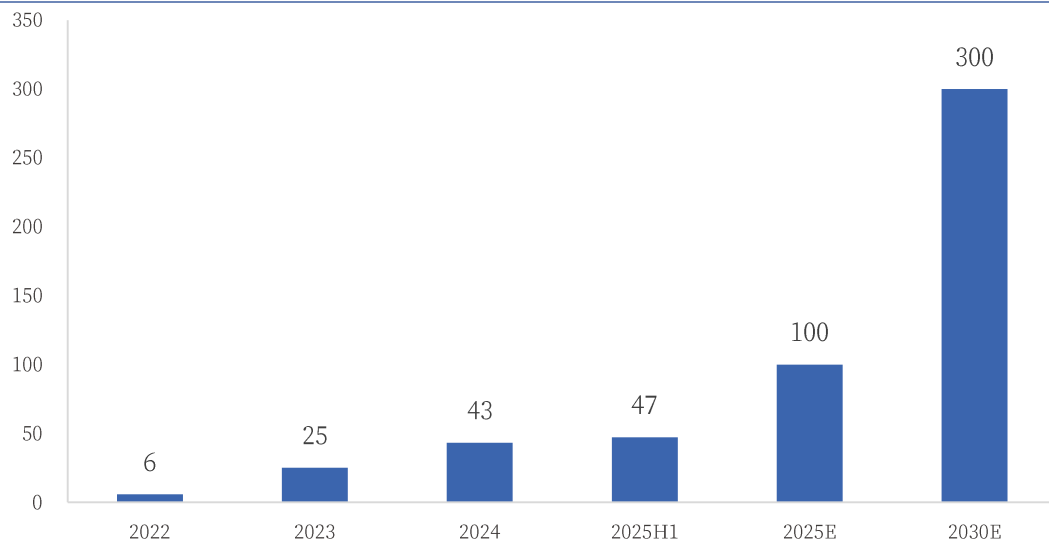
1) 2025 年 H1 比亚迪出口累计销售 47 万辆，超 2024 年全年水平，在八个国家和地区（中国香港、巴西、新加坡、印尼、泰国等）夺得新能源汽车销量冠军。具体来看：

i) 欧洲实现突破，西班牙月累计销量破万（增速 756.1%，市占率 9.7%）、意大利注册量超 9000 台（市占率超 10%），宋 PLUS DM-i 等车型热销；欧洲在 2025 上半年打响品牌声誉，5 月比亚迪在欧洲 16 国合计实现销量 12363 辆，超越特斯拉，英国、法国新能源市场市占率快速提升，在关税壁垒与品牌偏见中实现突围；

ii) 巴西统治：蝉联新能源销冠，销量 4.7 万辆（同比+45%），超第二至第十名总和两倍，巴西工厂投产助力本地化；

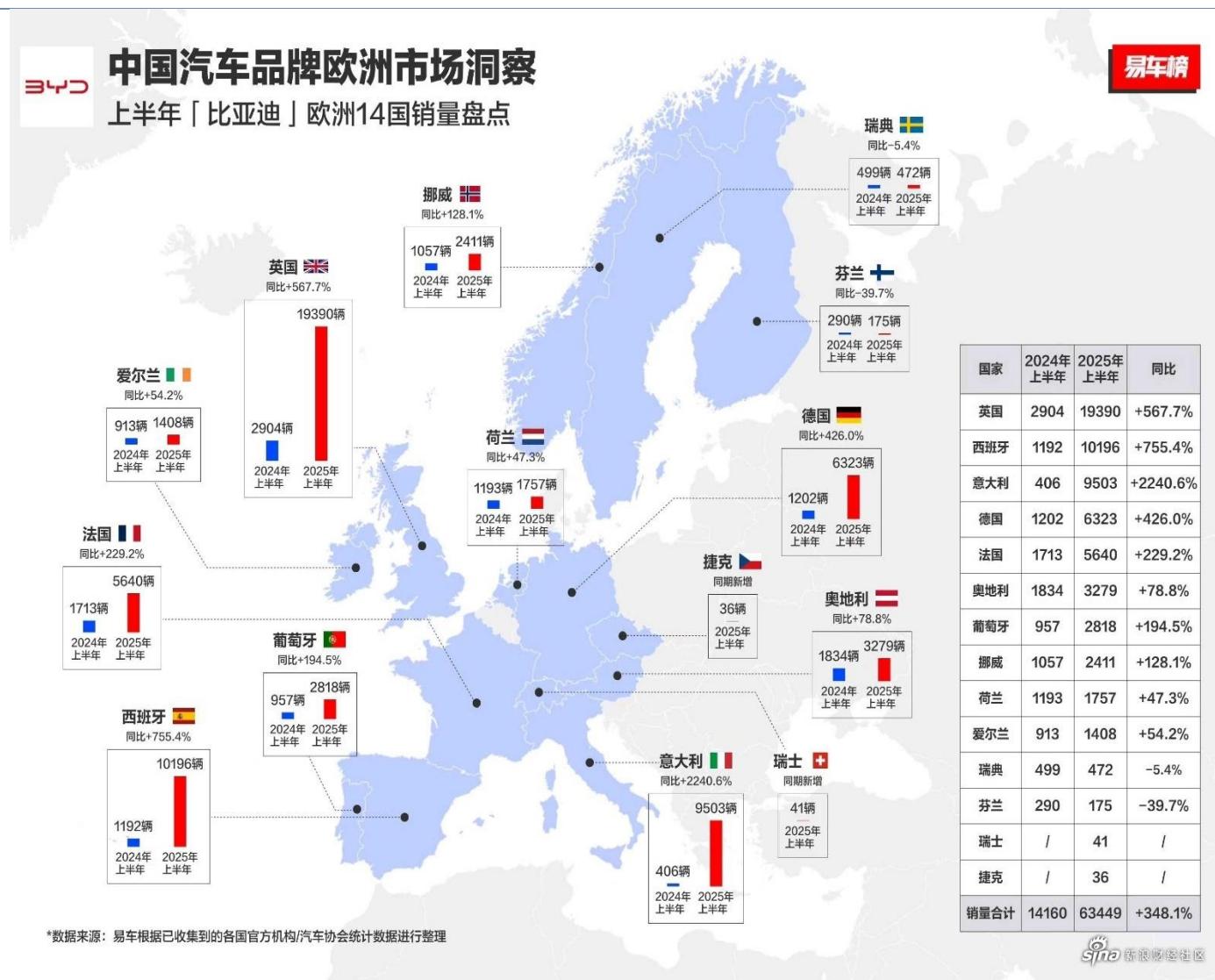
iii) 亚太霸榜：泰国包揽新能源和纯电车销冠（纯电份额 35%）、新加坡登顶乘用车销冠，香港销量近 5000 台（增速第一），2024 年底公司统一运营比亚迪香港乘用车业务后渠道能力快速显现，带来比亚迪在中国香港市场竞争地位的提升。对比来看，2024 年比亚迪在中国香港私家车登记数量为 5490 辆，落后于特斯拉、丰田，位居市场第三。

图25：2025 年 H1 比亚迪出口销量超 2024 年全年（万辆）



资料来源：Marklines, 中国银河证券研究院

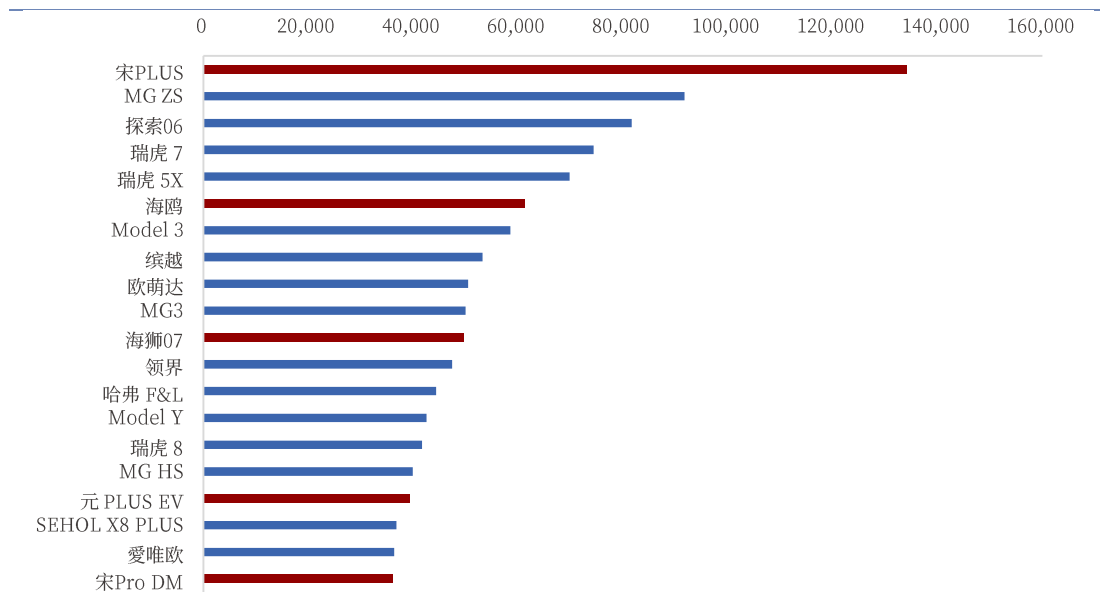
图26：2025 年 H1 比亚迪在欧洲、西班牙、意大利、德国、法国销量快速提升



资料来源：易车榜，中国银河证券研究院

爆款车型全球热销。2025 年 H1 中国乘用车出口销量 TOP20 中比亚迪占五席，分别为宋 PLUS（第一）、海鸥（第六）、海狮 07（第十一）、元 PLUS（第十七）、宋 Pro DM（第二十），其中宋 PLUS 出口同比增长 184% 至 13.4 万辆。公司爆款产品在全球热销，如海鸥在巴西定价 2.4 万美元（约合 16.8 万人民币），相当于境内售价两倍，仍稳居新能源车销量第二，仅次于宋 PLUS；M6、腾势 D9、海狮 07 位列印尼新能源市场销量前三；海豚、海狮 06、海狮 07 位列泰国新能源市场销量前三；皮卡 SHARK 位居澳大利亚新能源市场销量第二，仅次于 Model Y。

图27：2025 年 H1 中国乘用车出口销量 TOP20 中比亚迪占五席（辆）



资料来源: Marklines, 中国银河证券研究院

2) 比亚迪已推出包括易四方、云辇-Z、天神之眼、车载无人机和兆瓦闪充等重磅技术，为品牌高端化奠定了坚实基础。比亚迪通过技术研发和优化消费者体验来提升品牌的高端化与国际形象,公司有望充分受益。2025 年 4 月，搭载刀片电池并采用 CTB 车身电池一体化架构的 SEALION 7（海狮 07EV）同时荣获欧洲新车安全评鉴协会(EURO NCAP)与澳大利亚新车安全评鉴协会(A-NCAP)双五星安全评级，成为全球纯电 SUV 安全标杆，另外，TANG（唐）、SEAL U（宋 PLUS EV）、SEAL U DM-i（宋 PLUS DM-i）、SEAL（海豹）、ATTO 3（元 PLUS）和 DOLPHIN（海豚）也都获得了 EURO NCAP 的五星安全认证，比亚迪技术硬实力获得全球市场认可，2023 年 12 月比亚迪汉正式成为联合国驻华最高代表 001 号座驾，全球市场对公司产品认可度持续上升。

图28：比亚迪海狮 07 获 EURO NCAP 五星安全认证



资料来源: 比亚迪官方公众号, 中国银河证券研究院

3)近年来，比亚迪通过产能、物流、产品、渠道等多维度布局中国香港及海外市场，落实并坚定国际化战略，实现高速扩张。

i) 产能布局方面，比亚迪稳步推进海外产能建设，泰国、巴西工厂投产，规划建设印尼、匈牙利、土耳其等工厂，另一方面，比亚迪积极融入当地文化，如针对中东地区极端高温气候优化电池热管理系统、巴西工厂现有超 1000 名员工中雇佣本地员工占比超 70%、泰国工程 6100 个就业岗位泰籍员工占比 88%，通过本地化产能建设、本地化用工、车型定制等提升当地消费者对品牌的认可度。在技术硬实力与本土化软策略的加持下，比亚迪出口增长动能十足，公司有望充分受益于比亚迪出口高增带来的成长机遇，实现海外新能源业务的顺利拓展。

表3：比亚迪在海外规划有多个本土生产基地

比亚迪海外工厂	产能	当前进展
比亚迪泰国工厂	15 万辆/年	2024 年 7 月投产，投产 1 周年已生产 9 万辆新能源汽车
比亚迪巴西工厂	15 万辆/年	2025 年 7 月开始运营
比亚迪乌兹别克斯坦工厂	5 万辆/年	2024 年 1 月投产
比亚迪印度尼西亚工厂	15 万辆/年	计划于 2026 年 1 月开始运行
比亚迪柬埔寨工厂	1 万辆/年	2025 年 4 月举行奠基仪式，计划于 2025 年 11 月开始运行
比亚迪匈牙利工厂	30 万辆/年	计划 2025 年底投产
比亚迪土耳其工厂	15 万辆/年	计划 2026 年底投产

资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

ii) 物流与渠道方面，比亚迪新增国内出口专线，深圳深汕工业园建成出口专线及出海整备中心，满足 KD 件（散件组装）出口需求，年处理集装箱超 1.2 万个。自建物流体系突破运力瓶颈，公司的 8 艘自建船舶分两批交付，首批载量 7000 辆/艘（如“开拓者 1 号”），第二批提升至 9200 辆/艘（如“西安号”“长沙号”），单次运力达 6.7 万辆。自有船队较第三方物流成本降低 30%，缩短交付周期，保障 2025 年月出口破 10 万辆。终端渠道覆盖方面，目前比亚迪欧洲地区 300 家门店覆盖英德法等国，亚太地区，泰国 180 家门店，日本 62 家门店。

表4：比亚迪通过自建滚装船舰队大幅提升出口运力，已形成覆盖全球的自主物流体系

	详细情况
规模与交付情况	截至 2025 年 7 月，比亚迪共运营 7 艘滚装船： 7000 车位级：开拓者 1 号、常州号、合肥号、郑州号（7 月 16 日交付）。 9200 车位级（全球最大）：深圳号、西安号、长沙号（6 月 24 日海试）。 待交付船舶：第八艘“济南号”（9200 车位）预计 2025 年 8-9 月交付。 命名逻辑：均以生产基地命名（如深圳号、西安号），体现“产地-港口-船舶”一体化战略。
技术领先性	环保设计：采用 LNG 双燃料动力，搭载比亚迪自研箱式电池组与永磁轴带发电机，碳排放降低 40%以上。 装载能力：9200 车位级船只甲板达 16 层，部分可升降，船体长度突破 200 米（全球首创），相当于 1.16 个足球场。
总运力规模	8 艘船全部交付后，单次运输能力达 6.7 万辆，年运力超百万辆，可满足比亚迪 70%以上的出口需求。
全球物流网络布局	核心航线与港口联动： 欧洲线：主力航线覆盖德国不来梅港、英国布里斯托尔、荷兰鹿特丹等，单船装载 5000-7000 辆（如“常州号”运抵英国）。 美洲线：巴西成为重点市场，“深圳号”首航巴西游装载超 7000 辆车，创当地港口纪录。 东南亚/澳洲线：开通小漠港（深圳）至澳洲直航，配合泰国、印尼工厂本地化供应。 “厂港联动”高效模式： 深汕基地车辆出厂 5 分钟直达小漠港装船，实现“出厂即出港”。 合肥、西安等基地通过铁路衔接港口，缩短集港时间（如合肥派河港首发墨西哥）。

资料来源：新浪，搜狐汽车，Car-Meta，深汕网，皖工网，中国银河证券研究院

iii) 产品与定价策略方面，公司出口主力车型宋 PLUS DM-i (2025 年前 5 月出口 11.3 万辆)、海鸥 (东南亚低价走量)、海狮 07 (欧洲高端纯电) 等不同产品定位不同。右舵车 (海豚) 试水香港，辐射英国、澳洲市场，皮卡 SHARK 针对拉美需求，成墨西哥警用车及澳洲畅销车型。

4) 预计 2025 年比亚迪出口销售达 100 万辆，公司有望贡献 7-8%。预计 2025 年下半年比亚迪出口继续保持高增态势，全年乘用车出口销售规模有望达到 94 万辆，皮卡产品 SHARK 销量有望达到 6 万辆，合计实现出口销售 100 万辆，公司有望通过在亚太、欧洲、大洋洲等地的渠道贡献 7%-8% 的销售规模。

表5：预计 2025 年比亚迪出口销售达 100 万辆，公司有望贡献 7%-8% 的渠道销售规模（辆）

车型	2023	2024	2025H1	2025E
宋 PLUS	116,937	47,223	134,105	280,000
海鸥	53,543	34,621	61,314	140,000
海狮 07	12,359	-	49,706	100,000
元 PLUS	45,460	23,860	39,422	80,000
宋 Pro	35,433	21,857	36,139	70,000
海豚	37,398	17,265	28,299	60,000
驱逐舰 05	29,400	20,603	21,976	50,000
元 UP	16,695	4,425	20,361	40,000
E6	15,393	75	17,949	40,000
海豹	43,898	30,267	17,344	30,000
腾势 D9	1,883	186	4,558	15,000
海豹 05	-	-	3,056	10,000
海豹 06	-	-	2,226	10,000
SHARK	8,805	3,022	6,643	15,000
其他	11,038	1,424	26,988	60,000
合计	428,242	204,828	470,086	1,000,000

资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

四、境内市场通过产品优化，品牌打造等稳健发展

截止 2025 年 7 月，公司境内豪华及超豪华经销商网点 68 家，相比 2024 年底的 79 家略有收缩，公司通过产品结构及店面布局优化，适应境内豪华及超豪华市场，保持经营稳健有盈余。此外，售后及汽车金融预计保持稳定增长。

1) 超豪华汽车受消费税征收，预计境内市场销量增速放缓。7 月 17 日，财政部、税务总局发布《关于调整超豪华小汽车消费税政策的公告》，公告明确，自 2025 年 7 月 20 日起，超豪华小汽车消费税征收范围调整，起征点由零售价格（不含增值税）130 万元/辆降至 90 万元/辆，将直接冲击高价车型。公司通过店面调整适应当前消费市场。2025 年上半年，零售价格超过 101.7 万元的超豪华车累计销量仅为 3.7 万辆，同比大幅下滑 49%。

2) 公司通过战略调整,2025 年 7 月境内豪华及超豪华店面分布中,宝马及雷克萨斯占比超 50%，经营稳健，安全边际较高。其中宝马中国 2025 上半年销量 31.79 万辆，同比下降 15.5%，降幅与 ABB 降幅基本一致，雷克萨斯同期销量 8.9 万辆，同比增长 1.36%。根据公司官网信息，截止到 2025 年 7 月底，公司境内经销商网点 68 家。品牌分布：宝马 26 家（包括 2 家宝马摩托），雷克萨斯

斯 9 家，法拉利 6 家，宾利 6 家，林肯 5 家，MINI 4 家，沃尔沃 4 家，兰博基尼 2 家，劳斯莱斯 2 家，玛莎拉蒂 1 家，奥迪 1 家，路虎&捷豹 1 家，阿尔法罗密欧 1 家。

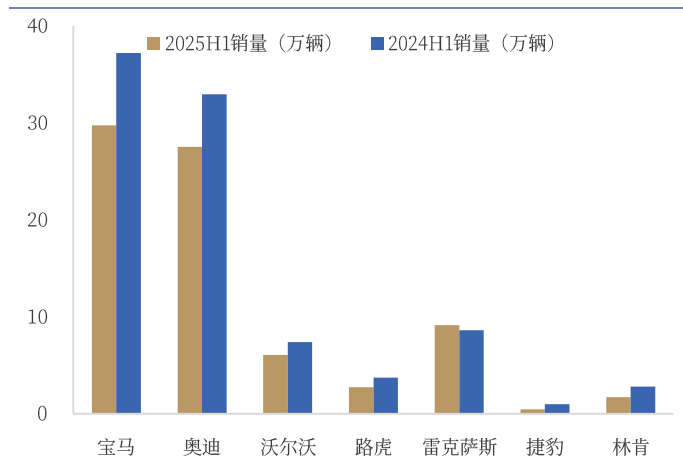
图29：公司在全国 17 个省份、40 个城市布局了豪华&超豪华品牌经销网络



资料来源：公司 2024 年报资料，中国银河证券研究院

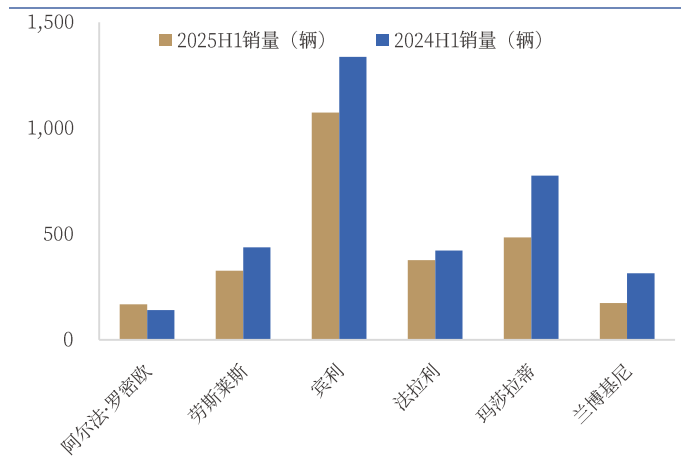
2025 上半年，店面数量占据公司半壁江山的宝马和雷克萨斯经营稳健，公司境内业务预计相对稳定，保持盈余。2024 年宝马、雷克萨斯占公司总销量的 71%，2025 年上半年，宝马销量 31.79 万辆，同比下降 15.5%，叠加厂商补贴，预计利润端降幅收窄，雷克萨斯上半年销量 8.9 万辆，同比增长 1.36%，预计盈利能力保持稳定，其余奥迪、劳斯莱斯、宾利等销量同比下滑，整体境内市场预计销量及利润稳定。

图30：2025 年 H1 境内豪华品牌销量同比有所下滑



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

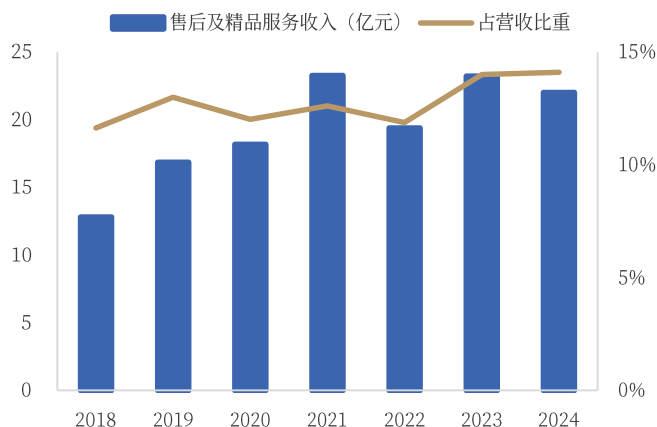
图31：2025 年 H1 境内超豪华品牌销量同比有所下滑



资料来源：Marklines，中国银河证券研究院

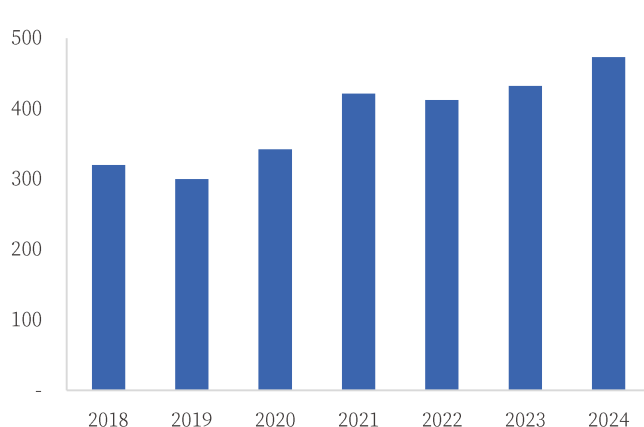
售后及汽车金融等保持稳定增长。汽车后市场（维修保养、配件供应链、美容装饰、二手车、电池回收等）因需求刚性和低周期属性，公司近年已通过技术升级（如 AI 诊断）、服务标准化和供应链整合带来新增长点。

图32：售后及精品服务收入稳定增长，2024 年营收占比 14%



资料来源：公司 2024 年报资料，中国银河证券研究院

图33：2018-2024 年公司汽车金融及保险收入稳定增长（百万元）



资料来源：公司 2024 年报资料，中国银河证券研究院

公司通过赛车运动强化技术品牌形象。公司连续三年参与澳门赛事，赛车合作，通过高端赛事提升品牌技术形象。2024 年 11 月，车手梁嘉彤驾驶和谐赛车与 ROWE 润滑油联合打造的宝马 M4 GT4 战车参赛，车身涂装以“流动润滑油”为设计灵感，凸显品牌跨界合作。

图34：公司与宝马联合打造的宝马 M4 GT4，品牌跨界合作提升品牌形象



资料来源：公司官方微博，中国银河证券研究院

五、盈利预测及估值

中国香港及海外业务将是公司近年主要增长点，1) 公司在比亚迪店面布局方面，亚太地区 2024 年底店面数量 25 家，2025 年 5 月底 70 家，2025 年底规划 130 家，欧洲、中东地区店面 30 家，合计 2025 年底店面数量在 160~180 家。2024 年公司销售比亚迪 6274 台，2025 年预计 7.5 万台。

表6：公司在中国香港及海外已有布局及部分规划

地区	已有店面数量（不完全统计）	备注
香港	独家，13家（自有7家+收购6家）	香港市场预计整体毛利为13%~14%
马来西亚	2家（吉隆坡哈达马斯店、新山Skudai店）	-
印度尼西亚	2家（雅加达苏迪尔曼4S店+雅加达南部店）	2025年底规划21家，其中16家在雅加达
新加坡	2家，二级经销商	结合汽车金融，预计单车毛利率12%
菲律宾	1家（马尼拉旗舰店）	-
柬埔寨	国家代理。现有4家	2025年建成6家，两家城市展厅+两家二级经销商+两家规划中的自建门店
泰国	18家店面	泰国市场份额12%。当地接近150家店面，预计今年泰国市场可以实现盈利。
日本	3家（包括1家东京旗舰店）	规划6家
英国	2家（金丝雀码头门店+伦敦Lakeside4S店）	-
法国	1家（巴黎欧洲旗舰店）	欧洲规划2025年20家店面
澳大利亚	2家（悉尼4S店+墨尔本店）	新车毛利为10%~12%，预计明年上半年售后利润将显现
其他地区	2025年规划中东、非洲15家	-

资料来源：公司官方公众号，中国银河证券研究院

2）根据比亚迪公司财报，2024年出口平均单车售价为24.73万元，预计25/26/27年公司出口新车销量分别为7.5万辆、12万辆、15万辆，带动公司分别实现营收281.03亿元、384.88亿元、449.61亿元。

表7：预计2025年公司中国香港及海外新车销量为7.5万辆，带动公司实现营收281.03亿元

		2025E	2026E	2027E
中国香港及海外新车销售业务	收入（亿元）	180.00	288.00	360.00
	销量（辆）	75,000	120,000	150,000
	单车收入（万元）	24.00	24.00	24.00
境内新车销售业务	收入（亿元）	74.53	63.88	51.11
	销量（辆）	23,291	21,294	17,035
	单车均价（万元）	32.00	30.00	30.00
售后服务业务	收入（亿元）	21.50	27.50	32.50
	车辆维修数量（辆）	430,000	550,000	650,000
	单车收入（万元）	0.50	0.50	0.50
增值服务	收入（亿元）	5.00	5.50	6.00
合计	收入（亿元）	281.03	384.88	449.61

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海外售价普遍为内地2-3倍，典型车型对比：i) 海鸥：内地5.58万起，欧洲售价1.99万-2.6万欧元（约16万-21万人民币），新加坡顶配版达18.39万新币（约95.6万人民币）。ii) 元PLUS（ATTO 3）：内地13.78万起，德国售价3.8万欧元（约29万人民币），澳大利亚4.8万澳币（约22万人民币）。iii) 海狮07 EV：内地18.18万起，欧洲售价4.8万欧元（约37.85万人民币）。iv) 高端车型：比亚迪汉/唐在德国售价7.2万欧元（约50万人民币），超宝马5系；海豹欧洲版35万-40万人民币，比内地贵70%以上。

表8：比亚迪海外车型售价普遍是内地的 2-3 倍

国家/地区	车型	当地售价	折合人民币售价	中国内地市场售价
欧洲	海狮 07EV	4.7 万欧元	38.59 万人民币	18.98-23.98 万人民币
	元 UP	2.999 万欧元	24.62 万人民币	9.98-11.98 万人民币
	海鸥	1.69-3.099 万欧元	13.87-25.44 万人民币	6.98-8.58 万人民币
墨西哥	海鸥	35.88 万墨西哥比索	13.54 万人民币	6.98-8.58 万人民币
	宋 Pro DM-i	59.88 万墨西哥比索	22.6 万人民币	10.28-13.28 万人民币
	元 UP	57.988 万墨西哥比索	21.88 万人民币	9.98-11.98 万人民币
	海狮 07EV	94.88 万墨西哥比索	35.8 万人民币	18.98-23.98 万人民币
匈牙利	海狮 07EV	2004 万匈牙利福林	41.07 万人民币	18.98-23.98 万人民币
摩洛哥	宋 PLUS DM-i	35.99-40.99 迪拉姆	70.57-80.37 万人民币	13.58-17.58 万人民币
尼泊尔	SEAL	1050 万尼泊尔卢比	55.06 万人民币	17.58-23.98 万人民币
巴西	驱逐舰 05	17.58-18.78 万雷亚尔	22.25-23.77 万人民币	7.98-13.68 万人民币
	宋 Pro DM-i	19.58-20.58 万雷亚尔	24.78-26.05 万人民币	10.28-13.28 万人民币
智利	元 UP	2499-2799 万智利比索	19.18-21.48 万人民币	9.98-11.98 万人民币
印度尼西亚	ATTO 3	5.15 亿印尼盾	22.74 万人民币	11.58-14.58 万人民币
	DOPHIN	4-4.5 亿印尼盾	17.67-19.87 万人民币	9.98-12.58 万人民币
	SEAL	6.39-7.5 亿印尼盾	28.22-33.12 万人民币	17.58-23.98 万人民币

资料来源：IT 之家，懂车帝，今日头条，搜狐，有驾，有色资讯网，中国银河证券研究院

3) 我们预计公司中国香港及海外业务单车毛利率在 10%~15%，考虑到 2025、2026 年尚处于投入扩大建店期，存在早期渠道建设、人员培训、品牌宣发等投入，后期规模效应逐渐显现，粗略估算公司 2025/2026/2027 年单车净利率分别为 0.8%/1.5%/2.0%，假设比亚迪出口单车售价维持 2024 年 24 万人民币，2025/2026/2027 年对应单车利润分别为 0.2/0.36/0.48 万元，2025/2026/2027 年对应销量 7.5 万辆/12 万辆/15 万辆，对应净利润 1.5/4.3/7.2 亿元，iCar 资本重组与比亚迪入股后，公司对 iCar 公司持股占比变化为 49.5%并按子公司并表，归属于上市公司净利润对应为 0.74/2.13/3.56 亿元。

表9：比亚迪入股后公司对 iCar 集团持股比例降为 49.5%

时间	事件	公司对 iCar 集团持股比例
2025 年 5 月	公司启动 iCar 集团资本重组，重组后公司对 iCar 集团持股比例变更为 55%，冯长革对 iCar 集团持股比例变更为 45%，公司通过资产重组偿还向冯长革贷款的 3.3 亿元，重组后公司中国香港及海外业务利润的 55%纳入公司归母净利润，且公司从重组中获得约 0.89 亿元收益（计入资本公积）。	55%
2025 年 9 月	比亚迪间接全资附属公司以 4000 万美元价格认购公司的中国香港及海外业务经营实体 iCar 集团 9.9999%的股份，公司对 iCar 集团持股比例降为 49.5%，但仍通过 90.0001%的投票权实现对 iCar 集团的控制权。	49.5%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

我们假设 2025~2027 年境内汽车经营、售后业务及其他增值服务分别贡献 0.2 亿元、0.3 亿元、0.6 亿元。综上，我们预计公司 2025~2027 年归母净利润为 0.61 亿元，2.43 亿元，4.16 亿元，对应 EPS 为 0.04 元、0.16 元、0.27 元。其中 2025 年归母净利润构成为：1) iCar 子公司经营贡献 0.74 亿元，2) 境内汽车经营、售后业务及其他增值服务贡献 0.2 亿元，3) 根据 2025 年中报，公司境内店面关停计提 3250 万元。

表10: 预计 2025 年公司实现营收 281.03 亿元, 实现归母净利润 0.61 亿元

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	15,617.45	28,103.15	38,488.20	44,960.50
收入增长率	-5.80%	79.95%	36.95%	16.82%
归母净利润 (百万元)	-291.07	61.00	243.31	416.14
利润增速	-15.42%	120.96%	298.87%	71.03%
EPS (元)	-0.20	0.04	0.16	0.27
PE	-2.80	48.20	12.08	7.06

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

绝对估值法: 采用 DCF 绝对估值法进行估值, 在加权平均资本成本 (WACC) 正负波动 0.5%、永续增长率 (g) 正负波动 0.5% 的情况下, 公司合理每股价值区间为 3.36 元-4.22 元 (按人民币: 港币=1.1 汇率计算, 公司合理每股价值区间为 3.70 港元-4.64 港元, 下同), 对应市值区间为 51.18 亿元-64.28 亿元 (56.30 亿港元-70.71 亿港元)。

表11: 基本假设及关键参数

估值假设	
预测期年数	3
过渡期年数	3
过渡期增长率	30.00%
永续增长率 g	2.00%
贝塔值 (β)	1.55
无风险利率 Rf	1.68%
市场的预期收益率 Rm	10.00%
有效税率 T	9.00%
债务资本成本 Kd	0.00%
债务资本比重 Wd	0.00%
股权资本成本 Ke	14.58%
加权平均资本成本 WACC	14.58%

资料来源: 中国银河证券研究院

表12: 现金流折现估值表

估值假设	
FCFF 预测期现值 (百万元)	470.50
FCFF 过渡期现值 (百万元)	1,867.86
FCFF 永续价值现值 (百万元)	5,699.32
企业价值 (百万元)	8,037.68
加: 非核心资产价值 (百万元)	1,341.42
减: 付息债务 (百万元)	3,574.16
减: 少数股东权益 (百万元)	80.71
股权价值 (百万元)	5,724.23
总股本 (百万股)	1,523.26
每股价值 (元)	3.76

资料来源: 中国银河证券研究院

表13：敏感性分析

永续增长率	WACC						
	13.08%	13.58%	14.08%	14.58%	15.08%	15.58%	16.08%
0.50%	4.05	3.78	3.54	3.31	3.10	2.90	2.72
1.00%	4.23	3.95	3.69	3.45	3.23	3.02	2.83
1.50%	4.43	4.13	3.85	3.60	3.36	3.14	2.94
2.00%	4.65	4.33	4.03	3.76	3.51	3.28	3.06
2.50%	4.89	4.54	4.22	3.93	3.67	3.42	3.19
3.00%	5.15	4.77	4.43	4.12	3.84	3.57	3.33
3.50%	5.44	5.03	4.66	4.33	4.02	3.74	3.49

资料来源：中国银河证券研究院

相对估值法：采用 PE 估值法对公司进行相对估值，选取 H 股汽车经销商龙头上市公司中升控股、永达汽车作为可比公司，当前公司 PE 为负数，主要是由于豪华&超豪华品牌汽车销售亏损所致，考虑到公司运营比亚迪乘用车中国香港及海外业务带来的盈利能力的快速回升，给予公司 2026 年 20-25 倍 PE，合理每股价值区间为 3.20 元-3.99 元（3.52 港元-4.39 港元），对应市值区间为 48.68 亿元-60.85 亿元（53.55 亿港元-66.94 亿港元），综合考虑绝对估值与相对估值，公司合理每股价值区间为 3.28 元-4.11 元（3.61 港元-4.52 港元），对应市值区间为 49.93 亿元-62.57 亿元（54.92 亿港元-68.82 亿港元），首次覆盖，给予“推荐”评级。

表14：可比公司 PE 估值表（截止 2025.9.5）

代码	名称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	PE (TTM)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
0881.HK	中升控股*	14.75	351.88	13.32	1.35	1.40	1.85	9.60	10.54	7.97
3669.HK	永达汽车*	1.92	35.66	-1.10	0.11	-0.74	0.25	22.60	8.61	6.38
	平均	-	193.77	-	-	-	-	16.10	9.57	7.18
3836.HK	和谐汽车	1.37	20.82	-9.20	-0.20	0.04	0.16	-2.80	34.12	8.55

资料来源：Wind，中国银河证券研究院（*采用 Wind 一致预期）

六、风险提示

1、比亚迪出口销量不及预期的风险。比亚迪出口销量增长不及预期会影响公司业务规模扩张速度，进而影响公司盈利能力的增长；

2、中国香港及海外乘用车市场竞争加剧的风险。比亚迪在出海中即面临当地品牌的市场竞争，也面临其他中国自主品牌新能源产品出海的竞争，市场竞争的加剧可能使得比亚迪产品的销量增长和价格稳定，进而影响公司在经销端盈利能力的提升；

3、海外渠道拓展进度不及预期的风险。海外渠道拓展需要与当地政府等组织进行协商沟通，可能出现渠道扩展进展不及预期的风险，影响公司业务规模的扩大。

图表目录

图 1: 公司是中国领先的纯豪华&超豪华汽车经销商集团, 旗下拥有 14 个豪华&超豪华品牌.....	4
图 2: 2023 年起公司加大新能源转型, 与比亚迪、腾势等中国领先的战略品牌合作, 拓展中国香港及海外市场	5
图 3: 2025 年 H1 公司营业收入同比+25.7%	6
图 4: 2025 年 H1 公司中国香港及海外地区收入同比增长 5 倍 (亿元)	6
图 5: 2025 年 H1 公司新车销量同比+60.6%	6
图 6: 2025 年 H1 公司中国香港及海外地区销量同比增长 6.5 倍 (辆)	6
图 7: 2025 年 H1 公司毛利率同比+0.9pct	7
图 8: 2025 年 H1 公司新车销售毛利率由负转正.....	7
图 9: 2025 年 H1 公司净亏损缩窄 84.5%.....	7
图 10: 2025 年 H1 公司期间费用率稳中有降	7
图 11: 2025 年 H1 公司经营性现金流量净额同比+151.3%.....	7
图 12: 2025 年 H1 公司投资性现金流出同比扩大 221.6%.....	7
图 13: 2025 年 H1 公司存货周转率同比+2.7%	8
图 14: 2025 年 H1 公司应收账款周转率同比-10.1%	8
图 15: 2025 年 H1 公司资产负债率有所回落	8
图 16: 当前公司在手现金充裕, 债务风险较低	8
图 17: 比亚迪董事长王传福为和谐比亚迪第 100 家店 BYD Caroline Springs 开业启幕并授牌	10
图 18: 公司 2025 校招管培生入职后在比亚迪接受培训, 先后在深圳总部、郑州工厂、展厅等多维度	10
图 19: 经销商是车企触达消费者的重要媒介	11
图 20: 2024 年公司法拉利团队销售、市场、售后均有获奖, 实现了年度奖项的“大满贯”	11
图 21: 2025 年公司获得劳斯莱斯 5 项年度大奖.....	11
图 22: 比亚迪成为国际米兰全球汽车合作伙伴	12
图 23: 比亚迪成为 2024 欧洲杯官方出行合作伙伴	12
图 24: 2024 年 iCar 集团亏损扩大, 2025 年上半年实现盈利 (亿元)	12
图 25: 2025 年 H1 比亚迪出口销量超 2024 年全年 (万辆)	13
图 26: 2025 年 H1 比亚迪在英国、西班牙、意大利、德国、法国销量快速提升	14
图 27: 2025 年 H1 中国乘用车出口销量 TOP20 中比亚迪占五席 (辆)	15
图 28: 比亚迪海狮 07 获 EURO NCAP 五星安全认证.....	15
图 29: 公司在全国 17 个省份、40 个城市布局了豪华&超豪华品牌经销网络.....	18
图 30: 2025 年 H1 境内豪华品牌销量同比有所下滑	18
图 31: 2025 年 H1 境内超豪华品牌销量同比有所下滑.....	18
图 32: 售后及精品服务收入稳定增长, 2024 年营收占比 14%	19
图 33: 2018-2024 年公司汽车金融及保险收入稳定增长 (百万元)	19

图 34： 公司与宝马联合打造的宝马 M4 GT4，品牌跨界合作提升品牌形象 19

表 1： 公司位居汽车经销商集团第一梯队，豪华属性十足5

表 2： 2023 年以来和谐比亚迪中国香港及海外门店快速复刻，实现 100 家门店拓展.....9

表 3： 比亚迪在海外规划有多个本土生产基地..... 16

表 4： 比亚迪通过自建滚装船舰队大幅提升出口运力，已形成覆盖全球的自主物流体系 16

表 5： 预计 2025 年比亚迪出口销售达 100 万辆，公司有望贡献 7%-8%的渠道销售规模（辆） 17

表 6： 公司在中国香港及海外已有布局及部分规划..... 20

表 7： 预计 2025 年公司中国香港及海外新车销量为 7.5 万辆，带动公司实现营收 281.03 亿元..... 20

表 8： 比亚迪海外车型售价普遍是内地的 2-3 倍 21

表 9： 比亚迪入股后公司对 iCar 集团持股比例降为 49.5% 21

表 10： 预计 2025 年公司实现营收 281.03 亿元，实现归母净利润 0.61 亿元 22

表 11： 基本假设及关键参数..... 22

表 12： 现金流折现估值表..... 22

表 13： 敏感性分析 23

表 14： 可比公司 PE 估值表（截止 2025.9.5） 23

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,023	7,488	8,753	9,304
现金	671	647	720	737
应收账款及票据	286	406	535	599
存货	1,922	2,154	2,445	2,620
其他	4,145	4,281	5,053	5,348
非流动资产	5,224	5,349	5,461	5,466
固定资产	3,266	3,415	3,548	3,573
无形资产	1,420	1,398	1,377	1,357
其他	537	536	536	536
资产总计	12,247	12,836	14,214	14,771
流动负债	5,804	6,031	6,948	6,722
短期借款	3,419	3,419	3,619	3,119
应付账款及票据	855	898	1,174	1,310
其他	1,530	1,714	2,155	2,293
非流动负债	1,190	1,045	1,045	1,045
长期债务	0	0	0	0
其他	1,190	1,045	1,045	1,045
负债合计	6,994	7,076	7,993	7,767
普通股股本	12	12	12	12
储备	5,166	5,597	5,840	6,256
归属母公司股东权益	5,174	5,605	5,848	6,264
少数股东权益	80	156	373	739
股东权益合计	5,253	5,760	6,221	7,003
负债和股东权益	12,247	12,836	14,214	14,771

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	-167	415	541	1,077
净利润	-291	61	243	416
少数股东权益	5	76	218	366
折旧摊销	385	424	438	445
营运资金变动及其他	-266	-146	-357	-151
投资活动现金流	-624	-638	-492	-392
资本支出	-613	-550	-550	-450
其他投资	-11	-88	58	58
筹资活动现金流	873	199	24	-668
借款增加	1,054	0	200	-500
普通股增加	0	370	0	0
已付股利	-50	-171	-176	-168
其他	-131	0	0	0
现金净增加额	61	-24	73	16

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	15,617	28,103	38,488	44,961
其他收入	0	0	0	0
营业成本	14,918	25,853	35,208	41,010
销售费用	899	1,477	2,007	2,266
管理费用	373	492	666	733
研发费用	0	0	0	0
财务费用	175	154	160	150
除税前溢利	-314	151	506	860
所得税	-28	14	46	77
净利润	-286	137	461	782
少数股东损益	5	76	218	366
归属母公司净利润	-291	61	243	416
EBIT	-140	305	666	1,010
EBITDA	245	729	1,104	1,455
EPS (元)	-0.20	0.04	0.16	0.27

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	-5.80%	79.95%	36.95%	16.82%
归属母公司净利润	-15.42%	120.96%	298.87%	71.03%
毛利率	4.48%	8.01%	8.52%	8.79%
销售净利率	-1.86%	0.56%	0.69%	0.94%
ROE	-5.63%	1.09%	4.16%	6.64%
ROIC	-1.46%	3.02%	6.16%	9.08%
资产负债率	57.11%	55.13%	56.23%	52.59%
净负债比率	52.32%	48.12%	46.59%	34.01%
流动比率	1.21	1.24	1.26	1.38
速动比率	0.82	0.79	0.80	0.86
总资产周转率	1.35	2.24	2.85	3.10
应收账款周转率	57.91	81.23	81.85	79.29
应付账款周转率	15.83	29.50	34.00	33.02
每股收益	-0.20	0.04	0.16	0.27
每股经营现金流	-0.11	0.27	0.36	0.71
每股净资产	3.40	3.68	3.84	4.11
P/E	-2.80	48.20	12.08	7.06
P/B	0.16	0.52	0.50	0.47
EV/EBITDA	14.68	7.84	5.29	3.66

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

石金漫 汽车行业首席分析师。香港理工大学理学硕士、工学学士。8 年汽车、电力设备新能源行业研究经验。曾供职于国泰君安证券研究所，2016-2019 年多次新财富、水晶球、II 上榜核心组员。2022 年 1 月加入中国银河证券研究院。

秦智坤 汽车行业分析师。北京邮电大学应用经济学硕士、经济学学士，主要从事汽车行业研究工作。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn