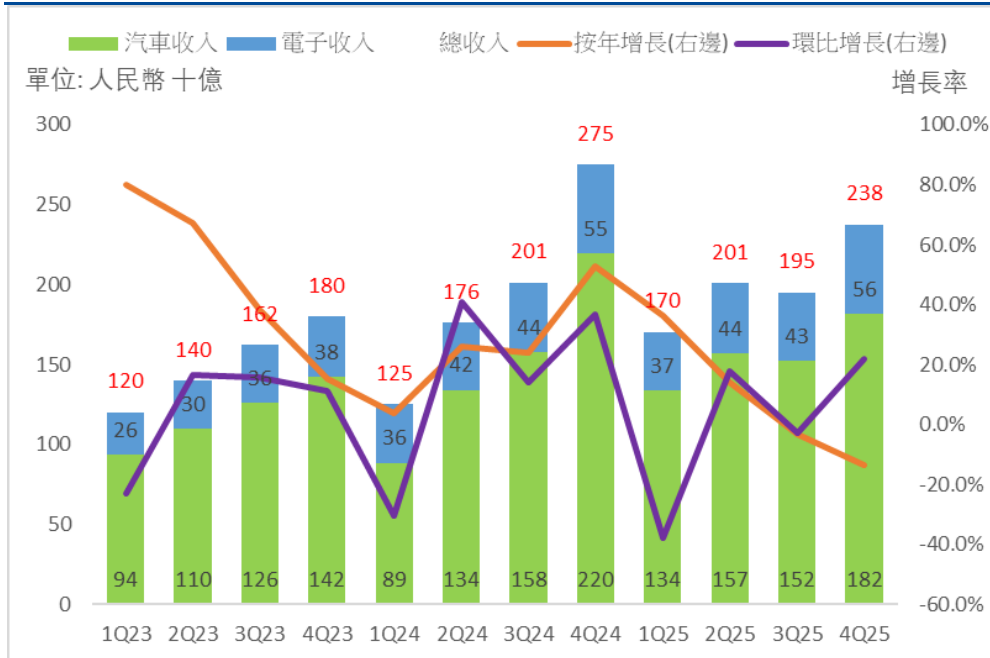


今日焦點:

► 比亞迪 (1211.HK, 103.90港元, 市值9,470億港元) 全球擴張推動增長

比亞迪2025年第四季收入達1,960億元人民幣(按年跌13.5%,按季升21.9%),淨利潤為93億元人民幣(淨利潤率3.9%,按年跌38.2%),主要受研發投入增加影響。儘管短期盈利受壓,我們仍看好其2026年加速海外擴張,這得益於2025年穩健的海外增長及紮實進展。比亞迪的完整垂直供應鏈及全球生產佈局,將進一步鞏固長期競爭優勢。

圖 1: 總營收(人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

汽車產品組合優化: 比亞迪汽車業務收入為1,820億元人民幣(按年跌17.4%,按季升19.2%),佔總收入穩定在76%,符合市場預期。總汽車銷量達134萬輛,其中海外銷量錄得34.9萬輛(按年升193%,按季升34%),佔總銷量26%(按季提升2.6個百分點)。高階車型(仰望、騰勢、方程豹)佔比提升至12%(按季升4個百分點),抵銷了因2026年新能源汽車稅務政策更新而對舊款車型進行的清庫折扣。因此,平均售價輕微下跌至13.5萬元人民幣。受成本降低及高階車型與出口銷量上升帶動,汽車毛利率按季擴闊1.2個百分點至21.6%。2025年下半年海外毛利率維持穩健的28%,完全抵銷了本土激烈競爭下壓縮至16%的國內毛利率。

香港及中國市場指數	收市	每日升跌	今年累升
恒生指數	25,116	-0.7%	-2.0%
中資企業指數	8,456	-0.6%	-5.1%
紅籌指數	4,170	-0.1%	3.9%
滬深300指數	4,440	-0.0%	-4.1%
上海A股	4,079	0.3%	3.8%
上海B股	263	-0.0%	3.8%
深圳A股	2,635	0.8%	-0.5%
深圳B股	1,187	-1.0%	-6.1%

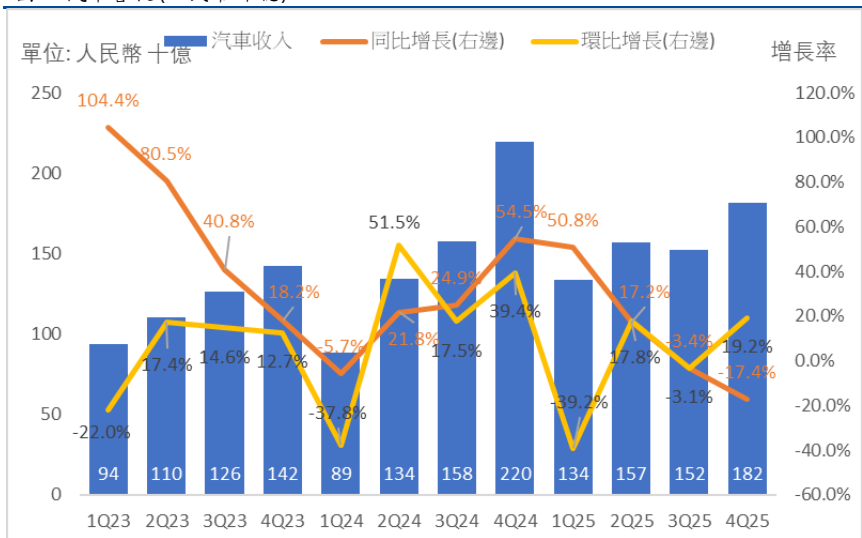
主要市場指數	收市	每日升跌	今年累升
美國道指	46,584	-0.2%	-3.1%
標普500	6,616	0.1%	-3.3%
美國納斯達克指數	22,017	0.1%	-5.3%
日經平均指數	55,762	4.4%	10.8%
英國富時指數	10,348	-0.8%	4.2%
法國證商公會指數	7,908	-0.7%	-3.0%
德國法蘭克福指數	22,921	-1.1%	-6.4%

商品價格	收市	每日升跌	今年累升
金價 (美元/盎司)	4,706	1.2%	11.5%
銅價 (美元/盎司)	2,792	0.3%	9.8%
銀價 (美元/盎司)	73	0.3%	6.6%
原油 (美元/桶)	112	0.5%	70.9%
銅價 (美元/盎司)	12,313	-1.0%	-0.9%
鋁價 (美元/盎司)	3,476	-1.6%	16.0%
鎳價 (美元/盎司)	1,961	-1.0%	-1.8%
鎘價 (美元/盎司)	3,307	0.5%	6.1%
小麥 (美分/蒲式耳)	598	0.5%	15.1%
玉米 (美分/蒲式耳)	449	-1.1%	-0.9%
糖 (美分/磅)	134	11.3%	
黃豆 (美分/蒲式耳)	1,158	-0.7%	8.4%
PVC (美元/噸)	5,417	-0.2%	70.8%
CRB 指數	381	0.1%	3.0%
BDI			10.1%

匯率	美元	港元	歐羅	日元	瑞郎	人民幣
美元		7.8	0.9	159.6	0.8	6.9
港元	0.1		0.1	20.4	10.2	0.9
歐羅	1.2	9.1		185.1	1.1	7.9
日元	0.0	4.9	0.5		0.5	0.0
瑞郎	1.3	9.8	1.1	200.0		8.6
人民幣	0.1	1.1	0.1	23.3	0.1	

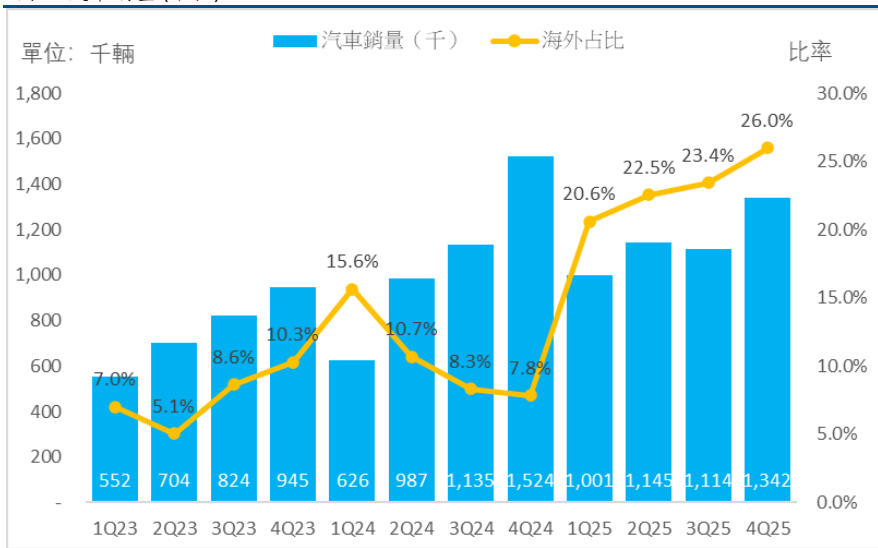
市場情緒	目前	5日升跌
信貸違約掉期 - 美元五年期		
希臘	NA	NA
愛爾蘭	83	-2.4%
義大利	139	-0.6%
葡萄牙	207	-0.0%
西班牙	108	0.3%
波動率指數	25	-15.8%

圖 2: 汽車營收 (人民幣十億)



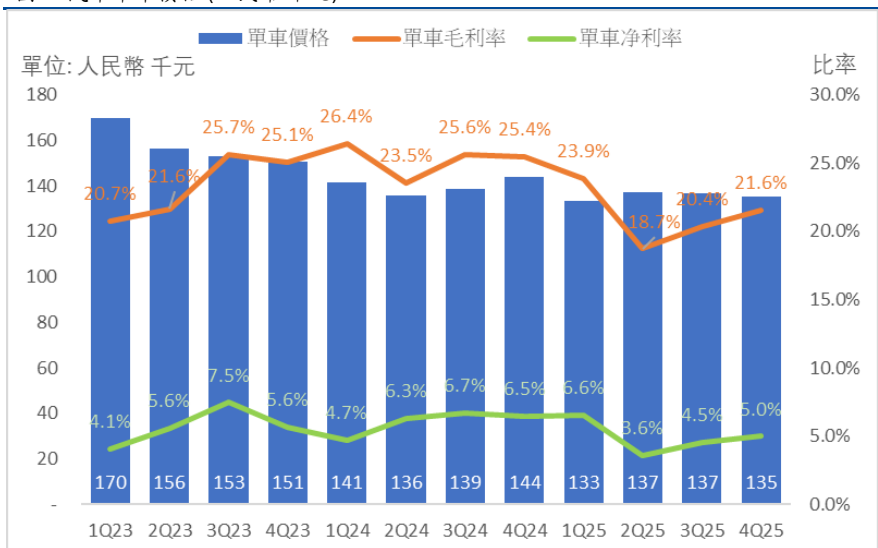
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 3: 汽車銷量 (千輛)



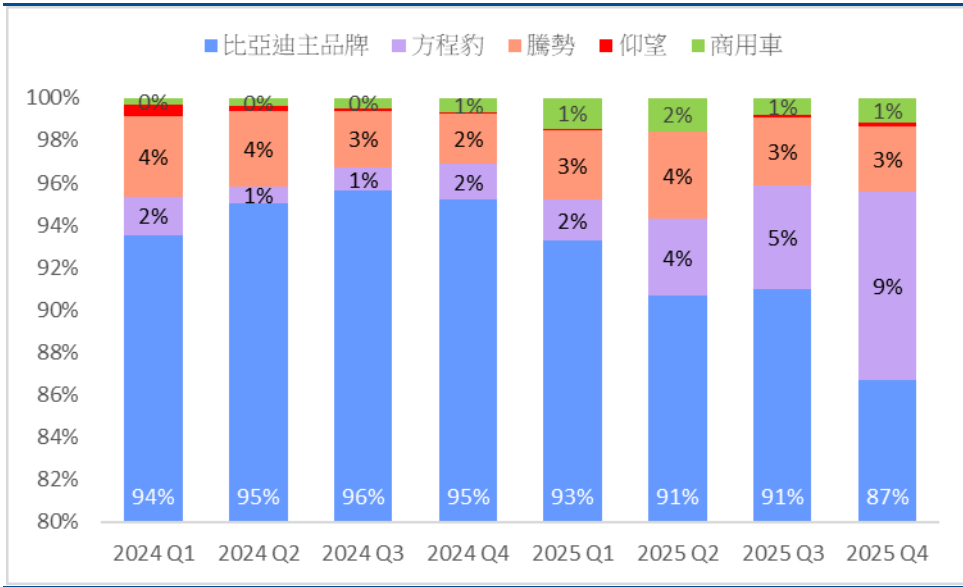
資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 4: 汽車單車價格 (人民幣千元)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 5: 汽車結構拆解 (人民幣十億)

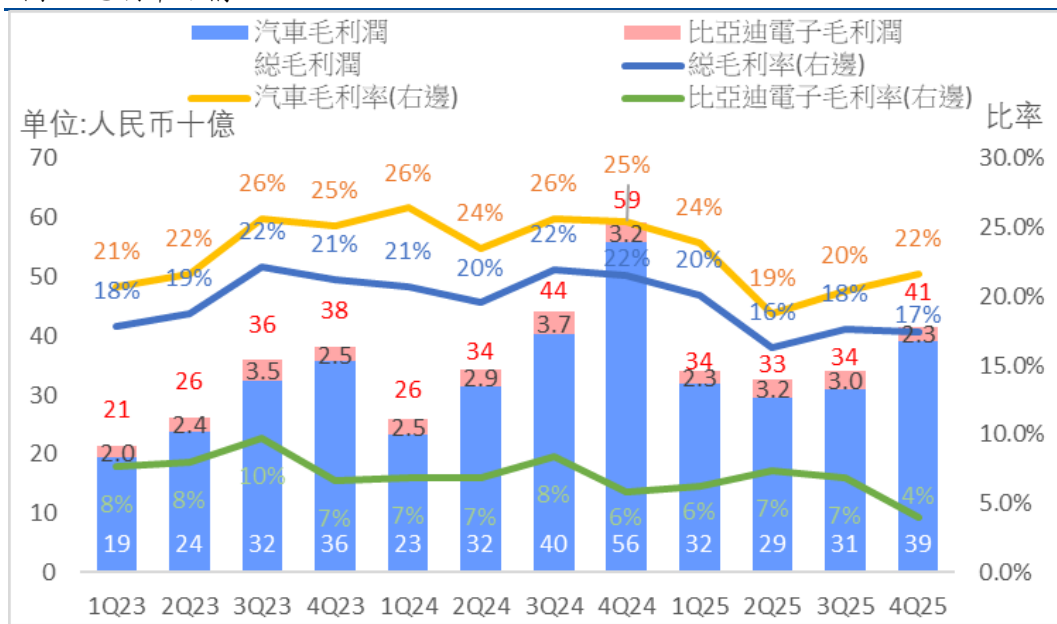


資料來源: 公司數據, 新華滙富

比亞迪電子 (285.HK) 表現穩健: 其第四季收入按年微升1.8%至562億元人民幣, 佔比亞迪集團總收入24%。此業務約85%來自手機及智能終端產品, 其餘來自新能源汽車智能座艙及熱管理產品。超過60%收入來自海外。

毛利率分化: 汽車第四季毛利率按季升1.2個百分點至21.6%, 受惠於高利潤的海外銷售——2025年下半年海外業務貢獻了汽車總毛利約43%。相反, 成本上升拖累消費電子毛利率跌至4%, 其毛利貢獻按季下跌3個百分點至5.5%。因此, 拖累第四季綜合毛利率降至17.4%。

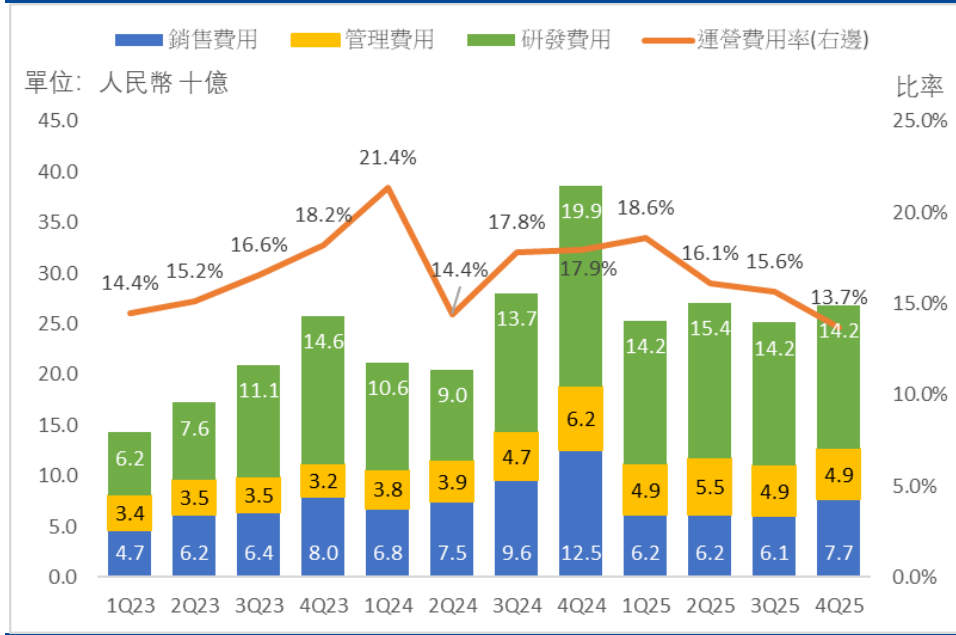
圖 6: 毛利率結構



資料來源: 公司數據, 新華滙富

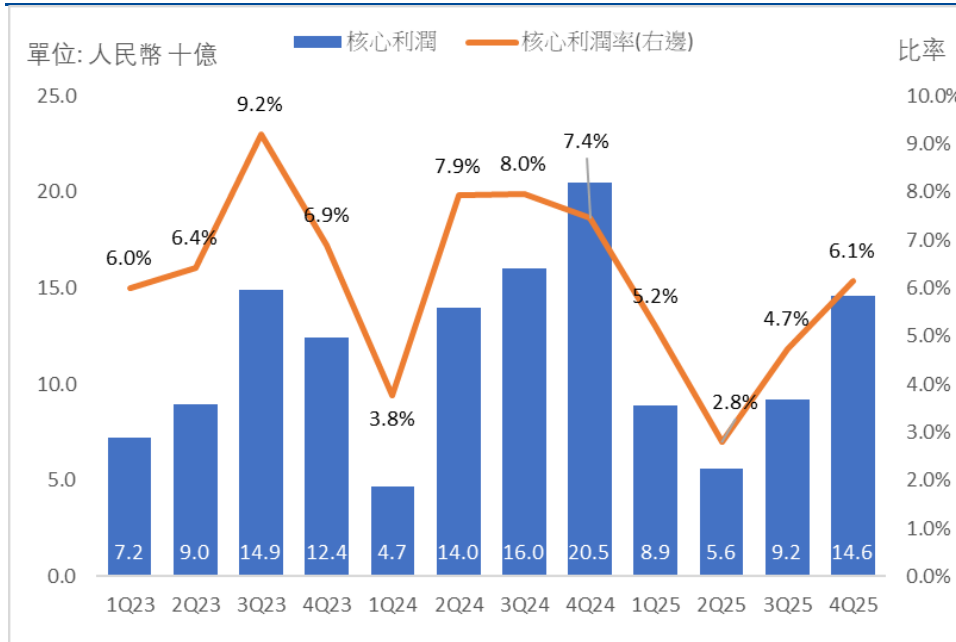
成本剛性拖累盈利：核心經營利潤為146億元人民幣（按年跌29%，按季升58%），核心經營利潤率從2025年第二季谷底的2.8%反彈至6.1%，但仍低於2024年第四季的7.4%。主要由於營運開支具剛性，尤其是研發開支佔總收入6%。由於近90%研發開支直接費用化，淨利潤仍受壓於93億元人民幣（按年跌38.2%，按季升19%），淨利潤率僅3.9%。

圖 7: 運營費用拆解



資料來源: 公司數據, 新華滙富

圖 8: 核心利潤(人民幣十億)



資料來源: 公司數據, 新華滙富

業務展望：管理層目標實現國內與海外銷售平衡，期望透過南美、歐洲、泰國及印尼的本地化生產，於2026年達至150萬輛海外交付。短期海外產能受電池供應及第一代至第二代電池升級所限，預計年底前完成。每月產能將平穩增加3萬至5萬輛。未來投資將聚焦超快充及電池，目標覆蓋90%市區範圍內5公里充電網絡，合共2萬個超快充站，其中2,000個為專用高速公路充電站。更強大的充電網絡預期可提升用戶體驗，並吸引燃油車主轉用。年度資本開支預期穩定在1,000億元人民幣，與折舊水平看齊，以加強現金流產生能力。

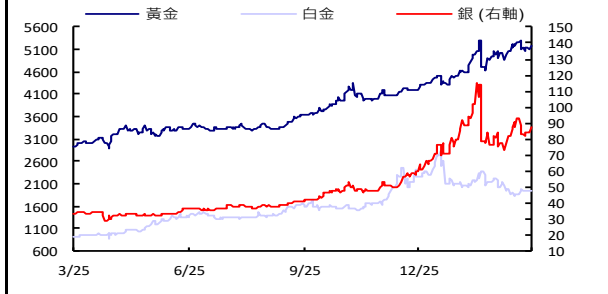
我們的观点：國內激烈競爭及銷售疲弱拖累比亞迪第四季業績。其國內新能源汽車市佔率從2023年高峰36%回落至2025年底的25%，被吉利、零跑等同業搶佔份額。然而，我們認為這些負面因素已反映於股價。自2025年下半年起，主動的生產調整已降低庫存壓力。庫存對總資產比率從2025年第一季的18%降至16%，庫存周轉天數由85天減至約63天，營運效率回復健康水平。

2026年3月，比亞迪推出升級版第二代刀片電池及超快充技術，可在室溫下約9分鐘、零下30度約12分鐘完成10%至95%充電，帶來媲美加油的充電體驗。今年內佈局2萬個超快充站將進一步提升用戶黏性並吸引燃油車用戶。同時，其自研的城市導航輔助駕駛（NOA）將於2026年搭載於售價10萬至15萬元人民幣的主流車型。這項增強功能預期將提升其在國內市場的產品競爭力。

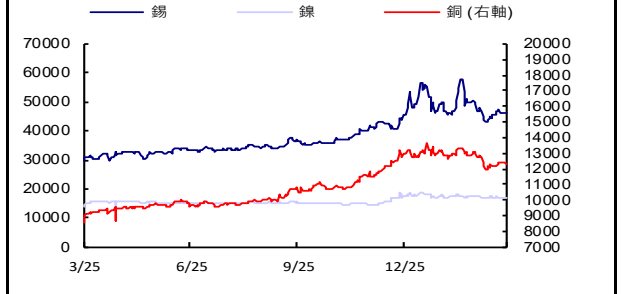
海外銷售網點將從1,000個擴展至2,000個，以配合年出口150萬輛的目標。按市場預期的每輛車盈利約2萬元人民幣估算，海外業務預計在2026年貢獻集團超過50%利潤，形成約300億元人民幣的盈利基礎。同時，短期盈利增長或受產能資本開支及研發開支所抑制。短期催化因素包括升級版第二代電池技術的大規模推出，以及將於4月啟動的智能駕駛發佈。截至2025年底，比亞迪持有淨現金約258億元人民幣，另加超過800億元人民幣的受限制現金及短期金融投資，財務狀況穩健。該股現價對應2026財年預測市盈率約19倍。（研究部）

市場洞察-主要大宗商品和貨幣

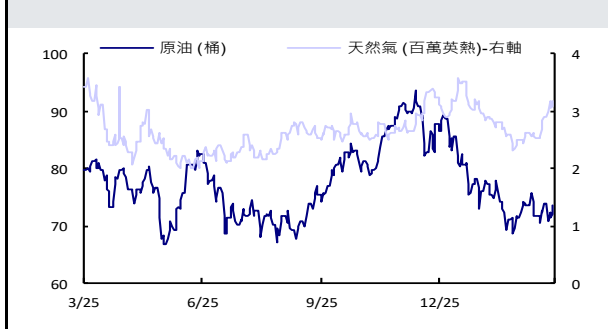
貴金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
黃金 (盎司)	5104	(16)	17.6	76.0
白金 (盎司)	1929	(18)	(26.3)	114.4
銀 (盎司)	84	(3.7)	19.0	160.4



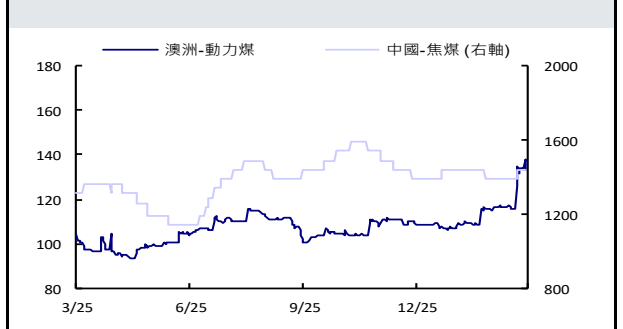
有色金屬	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
銅 (噸)	12313	0.0	(9.6)	42.3
鎳 (噸)	16948	0.0	(7.7)	19.5
錫 (噸)	45958	0.0	(16.6)	41.0



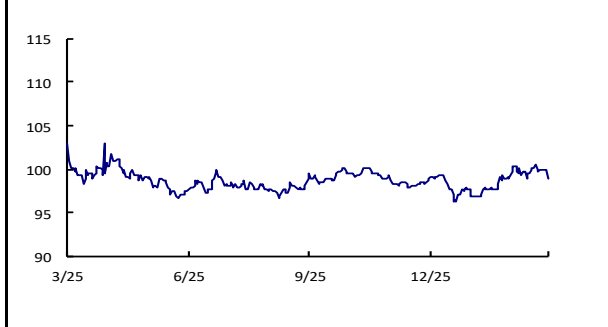
能源	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
原油 (桶)	113.0	15.1	72.7	89.6
天然氣 (百萬英熱)	2.9	3.2	(26.7)	(17.2)



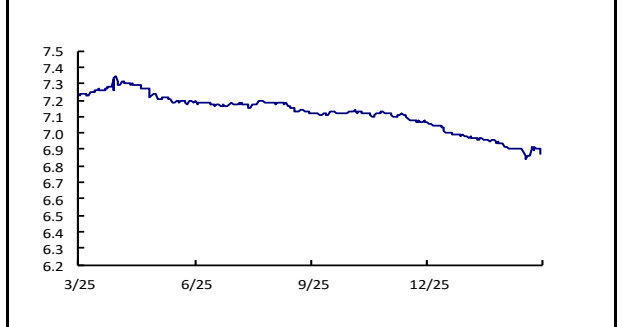
煤炭	價格	本季%	本年%	按年%
中國-焦煤 (RMB/t)	1440.0	0.0	3.6	9.9
澳洲動力煤 (US\$/t)	137.7	3.1	28.0	31.6



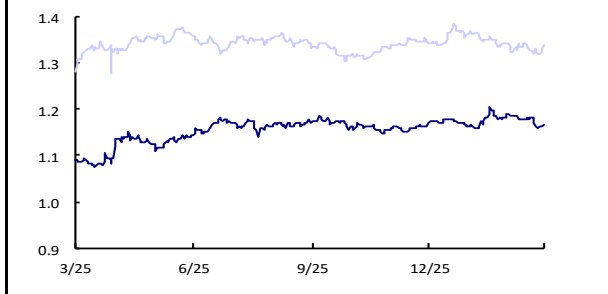
美元指數	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
美元指數	99.9	0.9	3.7	(3.0)



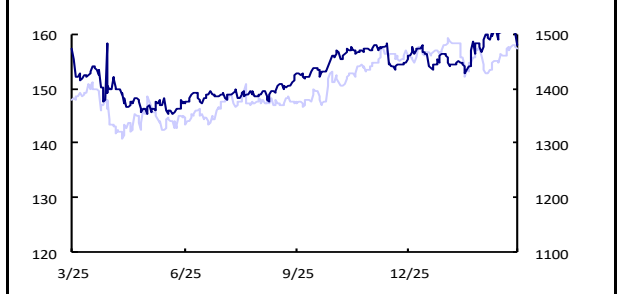
人民幣	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
人民幣	6.9	0.5	(12)	(4.9)



歐元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
歐元	12	(0.2)	(0.9)	7.4
英鎊	13	(0.7)	(3.8)	4.1



日元	價格(美元)	本季%	本年%	按年%
日元	157.7	0.2	0.6	7.1
韓圓	1502.1	1.5	4.7	1.3



資料來源：彭博

美國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
耐久財訂單	月		26年4月7日
個人收入與支出	月		26年4月9日
首次申請失業保險金人數	週		26年4月9日
批發庫存	月		26年4月9日
國內生產毛額	季		26年4月9日
工廠訂單	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
成屋銷售量	月		26年4月13日
生產者物價指數	月		26年4月14日
工業生產指數	月		26年4月16日
零售業銷售額	月		26年4月21日
商業庫存	月		26年4月21日
消費者信心指數	月		26年4月28日
新屋開工與營建許可	月		26年4月29日
採購經理人指數	月		26年5月1日
貿易收支	月		26年5月5日
新屋銷售	月		26年5月5日
就業報告	月		26年5月8日
汽車銷售	月		

中國經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
M2貨幣供應量	月		26年4月9日
生產者物價指數	月		26年4月10日
消費者物價指數	月		26年4月10日
貿易收支	月		26年4月14日
零售業銷售額	月		26年4月16日
工業生產報告	月		26年4月16日
國內生產毛額	年		26年4月16日
採購經理人指數	月		26年4月30日
外匯儲備	季		26年5月7日

香港經濟發布表

指標項目	頻率	觀察期	預計公佈日期
採購經理人指數	月		26年4月8日
外匯儲備	月		26年4月9日
失業率報告	月		26年4月23日
消費者物價指數	月		26年4月23日
貿易收支	月		26年4月28日
M2貨幣供應量	月		26年4月30日
國內生產毛額	季		26年5月5日
零售業銷售額	月		26年5月6日
生產價格	季		26年6月12日
工業生產報告	季		26年6月12日
綜合利率	月		

滙富研究部

分析員

王學宏 (Howard Wong)
李旭佳 (Alan Li)

電郵

howard.wong@sunwahkingsway.com
alan.li@sunwahkingsway.com

電話

(852)22837307
(852)22837306

免責聲明

本報告並非要約或招攬購買及認購任何證券。本報告中所提及的證券，在某些司法管制的區域下，並不適合作買賣。本報告或其任何部份均不得直接或間接分發或傳送予該等司法管制區域或當地居民，違者將構成觸犯有關法律及條例的罪行。本報告之擁有人應瞭解並遵守相關之限制。本報告只供私下傳閱之用，在未得滙富金融服務有限公司(“滙富金融服務”)及其聯屬公司(統稱“滙富集團”)書面同意之前，不得抄襲、影印、複製或再分發。

本報告由滙富金融服務在中華人民共和國香港特別行政區(“香港”)分發，滙富金融服務為根據香港法例第571章證券及期貨條例在香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)註冊為持牌法團，中央編號為ADF346。

本報告所載資料摘錄自相信屬可靠之來源，惟滙富金融服務概不就其真確性或準確性作出任何明示或暗示之陳述或保證。印製本報告旨在協助收取本報告之人士，惟彼等作出判斷時不應依賴此作為一項具權威性之報告或以此為依據。本報告不得詮釋要約、邀請及招攬購買或出售於本報告所述公司之任何證券。本報告所載之建議，並無考慮任何特定收件人之特定投資目標、財務狀況及特別需要。所有意見及估算反映我們在本報告日之判斷，故可隨時更改，無須另行通知。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可出任本報告所述任何發行商之證券發售之牽頭或副經辦人，可不時為任何發行商提供金融服務或其他顧問服務或從任何發行商招攬金融服務或其他業務。

在過往一年，滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)可能擔任本報告所述任何發行商之金融工具之市場莊家或以委託人形式進行買賣，並可能作為該發行商之包銷商、配售代理、顧問或放款人。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司、聯屬公司、股東、高級職員、董事及任僱員)可就任何發行商之證券、商品或衍生工具(包括期權)或其中之任何其他金融工具設立好倉或淡倉及進行買賣。

滙富金融服務(包括其母公司、附屬公司及/或聯屬公司)之僱員可出任任何該等機構或發行商之董事或作為該等機構或發行商之董事會代表。

2026 滙富集團。版權所有，不得翻印。

總辦事處聯屬公司及海外辦事處

香港
滙富金融服務有限公司
香港金鐘道89號
力寶中心1座7樓
電話：852-2283-7000
傳真：852-2877-2665

廣州
廣東新華滙富商業保理有限公司
中國廣州市南沙區
蕉西路130號3棟6樓601-5室
郵編511455