

汽车

2025 年 03 月 19 日

比亚迪 (002594)

——短期影响经营势能的主要矛盾探讨

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2025 年 03 月 18 日

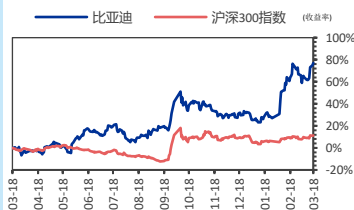
收盘价 (元)	384.57
一年内最高/最低 (元)	390.00/201.17
市净率	7.5
股息率% (分红/股价)	0.81
流通 A 股市值 (百万元)	447,046
上证指数/深证成指	3,429.76/11,014.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 09 月 30 日

每股净资产 (元)	53.44
资产负债率%	77.91
总股本/流通 A 股 (百万)	3,039/1,162
流通 B 股/H 股 (百万)	-/1,228

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《比亚迪带动“智驾平权”——周一刻钟，大事快评 (W085)》2024/12/10

《比亚迪、吉利智能化；——周一刻钟，大事快评 (W081)》2024/11/12

《智能平权：AD/ADAS 2025 年趋势展望——智联汽车系列深度之 36》

2024/11/06

证券分析师

戴文杰 A0230522100006
daiwj@swsresearch.com

联系人

戴文杰
(8621)23297818×
daiwj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 事件：3 月 17 日，比亚迪以一场“超级 e 平台技术发布暨汉 L、唐 L 预售会”，向全球展示了电动车技术的又一次飞跃。
- 我们认为：智驾版的折扣幅度才是短期势能的主要矛盾。需观察清完库存后，和竞品的折扣差是否会有持续收窄。无论是 10C 电池，亦或是 3 万转电驱，兆瓦快充，这些技术都有逐步自上而下释放的过程。目前看，短期不成为公司基本面的核心驱动。我们坚持认为，核心驱动力只有智驾订单和折扣。
- 清完库存后，价格竞争仍有可能聚焦在非智能车型上。考虑到比亚迪老款车型相较年初追加了 6-8 千元折扣，后续折扣波动对企业经营的影响将分为以下两种情况：
- ①：如果对手仍然是以 8k 以上的价差（或折扣差）抢到的份额，则说明比亚迪的智驾已出现溢价，配置率提升能获得正收益，理应积极看多。
- ②：如果当下的折扣差对比亚迪销量产生压力，则折扣差可能收窄。如果折扣差收窄到 4-5k 甚至以内，则量价齐升的逻辑出现瑕疵，需要谨慎。
- 同时对手的价格压力存在驱缓的可能性：
- ①：不继续施压是因为要兼顾品牌后续智驾车的定价策略。
- ②：非智能车供给减少后，竞争压力切换成了价格更高的智能车，或许对手折扣会略有抬升，品牌间的折扣会有个再均衡的过程。均衡点只需要观察比亚迪最后一道防线上投入的资源 and 决心。
- 投资分析意见：站在当下以全年视角看汽车板块投资重点，我们认为 AI 智能科技将是春季行情的主线，汽车智能化和机器人由 0 到 1 将会有诸多产业催化和估值弹性，为重点投资方向。我们看好快速变革下仍能持续提升市占率的公司将有极大可能走到这场大变局的终点。维持公司 2024 -26 年营收预测 7868/10281/11946 亿元不变；净利润预测 383/534/581 亿元不变，对应当前估值 31/22/20 倍，维持增持评级。
- 核心假设风险：海外政策不确定性，宏观经济波动，原材料价格上涨，竞争格局恶化

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	602,315	502,251	786,764	1,028,102	1,194,555
同比增长率 (%)	42.0	18.9	30.6	30.7	16.2
归母净利润 (百万元)	30,041	25,238	38,300	53,413	58,130
同比增长率 (%)	80.7	18.1	27.5	39.5	8.8
每股收益 (元/股)	10.32	8.68	13.17	17.57	19.13
毛利率 (%)	20.2	20.8	19.9	20.7	20.1
ROE (%)	21.6	16.2	21.6	23.2	20.1
市盈率	39		31	22	20

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	424,061	602,315	786,764	1,028,102	1,194,555
其中: 营业收入	424,061	602,315	786,764	1,028,102	1,194,555
减: 营业成本	351,816	480,558	629,999	815,114	953,971
减: 税金及附加	7,267	10,350	13,519	17,666	20,526
主营业务利润	64,978	111,407	143,246	195,322	220,058
减: 销售费用	15,061	25,211	35,404	47,293	54,950
减: 管理费用	10,007	13,462	18,332	23,029	26,877
减: 研发费用	18,654	39,575	51,926	67,135	78,124
减: 财务费用	-1,618	-1,475	-661	-1,609	-3,616
经营性利润	22,874	34,634	38,245	59,474	63,723
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-990	-1,580	-280	-80	-40
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-1,386	-2,188	-847	103	214
加: 投资收益及其他	929	6,888	10,862	7,560	9,077
营业利润	21,542	38,103	48,069	67,146	73,064
加: 营业外净收入	-462	-834	-470	-589	-631
利润总额	21,080	37,269	47,599	66,558	72,433
减: 所得税	3,367	5,925	7,638	10,828	11,781
净利润	17,713	31,344	39,961	55,730	60,652
少数股东损益	1,091	1,303	1,662	2,317	2,522
归属于母公司所有者的净利润	16,622	30,041	38,300	53,413	58,130

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。