

比亚迪 (002594)

3 月销量点评：销量环增 17%，兆瓦闪充打造油电同速

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	602,315	777,102	969,284	1,125,132	1,277,100
同比（%）	42.04	29.02	24.73	16.08	13.51
归母净利润（百万元）	30,041	40,254	53,128	65,084	78,138
同比（%）	80.72	34.00	31.98	22.50	20.06
EPS-最新摊薄（元/股）	9.88	13.25	17.48	21.42	25.71
P/E（现价&最新摊薄）	36.17	26.99	20.45	16.69	13.90

投资要点

■ **3 月销量 38 万辆、同增 25%、出口持续强劲。**比亚迪 3 月销 37.7 万辆，同环比+25%/+17%，含海外销 7.2 万辆，同环比+88%/+8%，继续保持强劲态势。公司 3 月推出超级 e 平台，打造 10C 兆瓦级闪充，大幅提升快充性能。此外，公司 3 月接连发布新车，包括腾势 N9/秦 LEV/海狮 05 EV/仰望 U7，搭配天神之眼智驾系统，助力后续销量持续向上。公司 25 年 e4.0 平台+智驾平权+dmi 出海，我们预计公司销量 530-550 万辆，智驾占比 60-80%，出口翻番至 80 万辆+。

■ **插混份额略降至 55%、高端品牌新车持续发布。**比亚迪 3 月插混乘用车销 20.5 万辆，同环比+27%/+6%，占比 55.3%，同环比+1.7/-5.5pct；纯电乘用车销 16.6 万辆，同环比+18.7%/+33%，占比 44.7%，同环比-1.7/+5.5pct。高端车型方面，**腾势**销 12620 辆，环增 48%；**仰望**销 133 辆，环增 27%；**方程豹**销 8051 辆，环增 63%，高端品牌持续发力，腾势 N9 售价 38.38 万起，搭载天神之眼 B，仰望 U7 售价 62.8 万起，搭载天神之眼 A，方程豹 3 售价 13.98 万起，搭载天神之眼 C。结构方面，比亚迪 3 月本土销量 32.2 万辆，同减 6%，海外销 7.2 万辆，同增 88%，高端销量 2.1 万辆，同减 30%，出口+高端化进一步贡献增量。

■ **3 月电池装机同增 73%、二代刀片 10C 倍率超预期。**比亚迪 3 月装机 20.3GWh，同环比 +73%/+22%，1-3 月累计装机 52.5GWh，同增 77%。二代刀片最大充电倍率 10C，降低电池内阻 50%，路径产热降低 50%，高温寿命提升 35%，综合性能超预期。25 年看，我们预计动力自供 260GWh，外供 25gwh，储能 40gwh，电池实际出货 325gwh，同增 30%+。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持对公司 25-27 年归母净利 531/651/781 亿元的预期，同增 32%/23%/20%，对应 PE 20/17/14x，给予 25 年 28x，目标价 489 元，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**销量不及预期、下游竞争加剧、原材料价格波动。

2025 年 04 月 06 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001

021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002

021-60199793

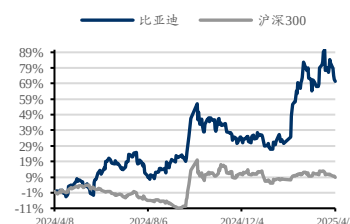
ruanqy@dwzq.com.cn

证券分析师 朱家佟

执业证书：S0600524080002

zhuajt@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	357.51
一年最低/最高价	203.99/403.40
市净率(倍)	6.11
流通 A 股市值(百万元)	415,574.61
总市值(百万元)	1,086,496.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	58.56
资产负债率(% ,LF)	74.64
总股本(百万股)	3,039.07
流通 A 股(百万股)	1,162.41

相关研究

《比亚迪(002594)：2024 年年报点评：24 年销量业绩破浪领航，25 年王牌连出再启新程》

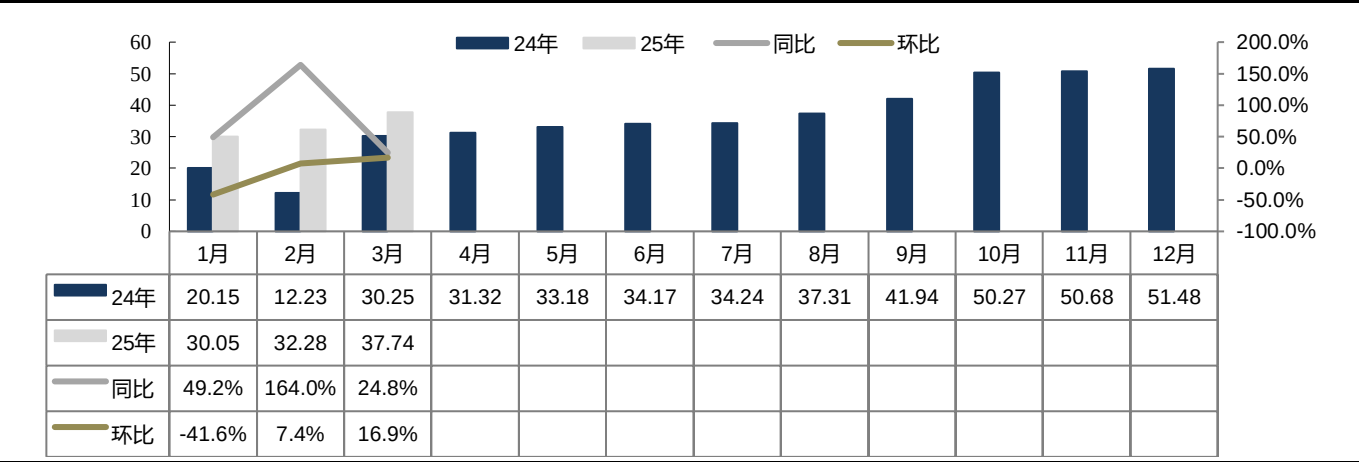
2025-03-25

《比亚迪(002594)：发布超级 e 平台，兆瓦闪充开启油电同速》

2025-03-19

3月销量38万辆、同增25%、出口持续强劲。比亚迪3月销37.7万辆，同环比+25%/+17%，含海外销7.2万辆，同环比+88%/+8%，继续保持强劲态势。公司3月推出超级e平台，打造10C兆瓦级快充，大幅提升快充性能。此外，公司3月接连发布新车，包括腾势N9/秦LEV/海狮05EV/仰望U7，搭配天神之眼智驾系统，助力后续销量持续向上。公司25年e4.0平台+智驾平权+dmi出海，我们预计公司销量530-550万辆，智驾占比60-80%，出口翻番至80万辆+。

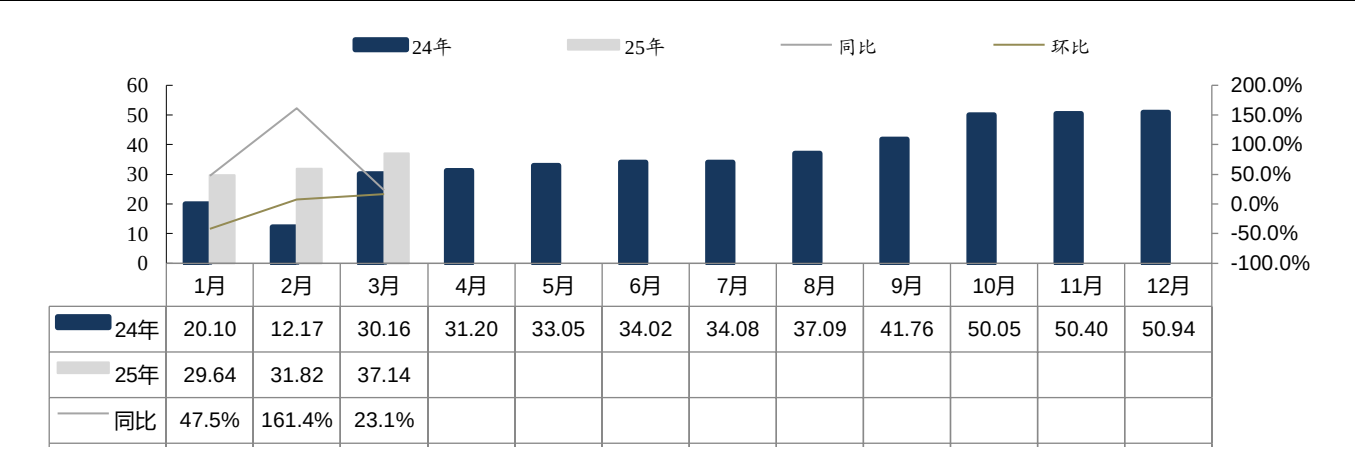
图1：比亚迪新能源汽车销量（万辆）



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

3月新能源乘用车销量37.1万辆，环增7.3%，商用车销量环增12.7%。新能源乘用车3月销量为37.14万辆，同环比+23.1%/+167%；3月份产量为38.8万辆；同环比+31.63%/+18.12%。新能源商用车3月产量6214辆，同环比+650.48%/+26.48%。

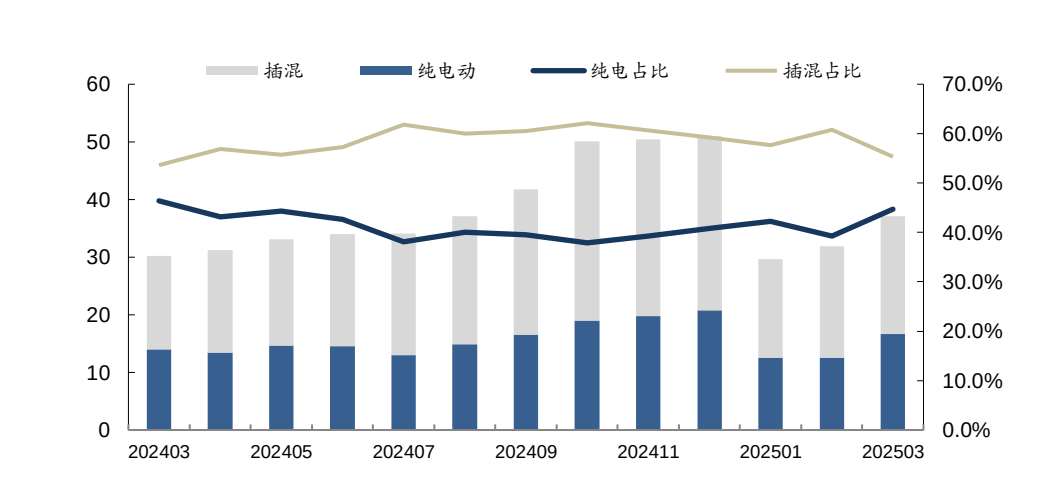
图2：比亚迪新能源乘用车销量（万辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

插混份额略降至 55%、高端品牌新车持续发布。比亚迪 3 月插混乘用车销 20.5 万辆，同环比+27%/+6%，占比 55.3%，同环比+1.7/-5.5pct；纯电乘用车销 16.6 万辆，同环比+18.7%/+33%，占比 44.7%，同环比-1.7/+5.5pct。高端车型方面，#腾势 销 12620 辆，环增 48%；#仰望 销 133 辆，环增 27%；#方程豹 销 8051 辆，环增 63%，高端品牌持续发力，腾势 N9 售价 38.38 万起，搭载天神之眼 B，仰望 U7 售价 62.8 万起，搭载天神之眼 A，方程豹钛 3 售价 13.98 万起，搭载天神之眼 C。结构方面，比亚迪 3 月本土销量 32.2 万辆，同减 6%，海外销 7.2 万辆，同增 88%，高端销量 2.1 万辆，同减 30%，出口+高端化进一步贡献增量。

图3：比亚迪新能源乘用车动力结构（万辆）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图4：比亚迪分车型销量（辆）

车型	202401	202402	202403	202404	202405	202406	202407	202408	202409	202410	202411	202412	202501	202502	同比	环比	2025年累计	2024年累计	累计同比
合计	201,019	121,748	301,631	299,258	306,000	289,056	252,357	248,950	275,358	353,514	359,521	376,450	216,955	225,308	85%	4%	442,263	3,384,862	37%
纯电	2,601	2,378	6,003	8,859	9,337	9,126	7,103	10,023	8,723	9,299	9,346	9,396	5,401	5,497	131%	2%	10,898	94,994	119%
比亚迪唐	811	188	1,092	1,185	1,697	1,283	1,217	1,581	1,717	1,785	1,850	1,921	12	3	-98%	-75%	15	15,528	-98%
比亚迪秦	5,281	4,171	17,441	17,530	17,559	17,772	11,526	13,774	12,774	9,405	9,425	10,393	7,224	6,330	52%	-12%	13,554	148,994	43%
比亚迪宋	17,362	9,197	17,856	16,837	17,074	17,786	6,359	9,731	12,032	17,555	19,805	20,803	15,840	13,384	46%	-16%	29,224	180,875	10%
比亚迪元	18,071	8,583	32,806	22,051	25,711	26,117	30,286	30,061	31,515	32,447	32,498	32,954	11,232	13,707	60%	22%	24,939	316,261	-6%
比亚迪海鸥	36,447	13,492	34,830	34,832	35,370	36,066	36,256	40,949	43,425	54,081	56,459	57,087	41,212	41,223	206%	0%	82,435	484,059	65%
比亚迪海豹	4,327	2,247	6,952	6,968	7,700	5,926	2,185	6,350	7,400	4,836	2,840	2,876	2,127	3,353	49%	58%	5,480	58,407	-17%
比亚迪海豚	18,905	13,725	21,048	10,067	10,624	10,860	12,399	15,164	20,346	21,710	21,712	21,760	10,157	8,307	-39%	-18%	18,464	189,572	-43%
腾势D9	471	203	401	474	473	519	516	459	207	375	305	600	501	380	87%	-24%	881	5,033	31%
腾势N7	320	294	173	1,058	2,031	2,089	1,310	808	1,005	311	345	368	109	289	-2%	165%	398	9,901	-35%
比亚迪e2	700	430	1,300	1,814	831	580	689	692	173	399	570	564	408	850	98%	108%	1,258	8,450	11%
EV合计	105,304	54,908	139,902	121,675	128,407	128,124	109,846	129,592	139,317	152,203	155,155	158,722	94,223	93,323	70%	-1%	187,546	1,512,074	17%
插混	8,500	5,300	14,010	12,650	12,666	12,740	10,950	10,023	15,802	20,838	21,121	24,675	11,928	12,132	129%	2%	24,060	172,703	74%
比亚迪汉	4,400	5,169	12,987	12,991	13,781	14,436	10,839	10,488	10,835	13,218	13,560	14,334	6,578	10,072	95%	53%	16,650	139,216	74%
比亚迪秦	16,486	12,020	23,128	33,640	34,513	30,578	29,074	16,672	20,005	27,097	27,121	30,522	13,153	15,881	32%	21%	29,034	297,523	2%
比亚迪宋	42,152	26,076	60,634	64,023	65,100	52,433	48,769	44,055	49,998	97,383	98,938	104,065	67,984	76,266	192%	12%	144,250	779,458	111%
海豹	4,020	3,200	6,491	7,301	5,111	4,481	6,210	8,470	8,585	6,657	6,700	6,711	2,824	2,965	-7%	5%	5,789	72,741	-20%
护卫舰07	1,575	774	1,170	1,526	782	519	316	409	447	265	451	401	51	51	-100%	-100%	51	7,111	-98%
驱逐舰05	3,450	7,110	28,964	32,800	32,883	32,980	25,558	15,333	16,750	22,556	24,344	20,921	7,219	4,343	-39%	-40%	11,562	267,418	9%
豹5	5,203	2,310	3,550	2,110	2,430	2,680	1,842	4,876	5,422	6,026	6,058	6,406	3,210	3,020	31%	-6%	6,230	46,920	-17%
腾势D9	8,030	4,016	9,635	9,557	9,685	9,667	8,514	8,722	7,915	7,006	5,795	9,406	9,525	7,213	80%	-24%	16,738	99,443	39%
腾势N8	247	85	70	33	34										-100%		-	222	-100%
仰望U8	1,652	780	1,090	952	608	418	439	310	282	265	278	287	260	93	-88%	-64%	353	5,969	-85%
PHEV合计	95,715	66,840	161,729	177,583	177,593	160,932	142,511	119,358	136,041	201,311	204,366	217,728	122,732	131,985	97%	8%	254,717	1,888,724	57%

数据来源：乘联会，东吴证券研究所

比亚迪高阶智驾下沉，我们预计比亚迪 25 年销量 530-550 万辆。2025 年比亚迪高阶智驾将向 10 万元车型下沉，以“智驾平权”为核心战略，将高速 NOA 功能全面覆盖旗下全系车型，包括 10 万元以下至 20 万元以上价格区间的汉、唐、宋、海豹、海豚等主力车型。考虑到新车推出、高端车型逐步放量以及海外出口贡献增量，同时积极布局智能化，我们预计 25 年销量 530-550 万辆，智驾占比 60-80%，出口翻番至 80 万辆+。结构来看，高端车型持续上量，预计 25 年腾势 13 万、方程豹 7 万、仰望 1 万辆，上述三款车型占比约 4%。

图5：2025 年比亚迪新车规划

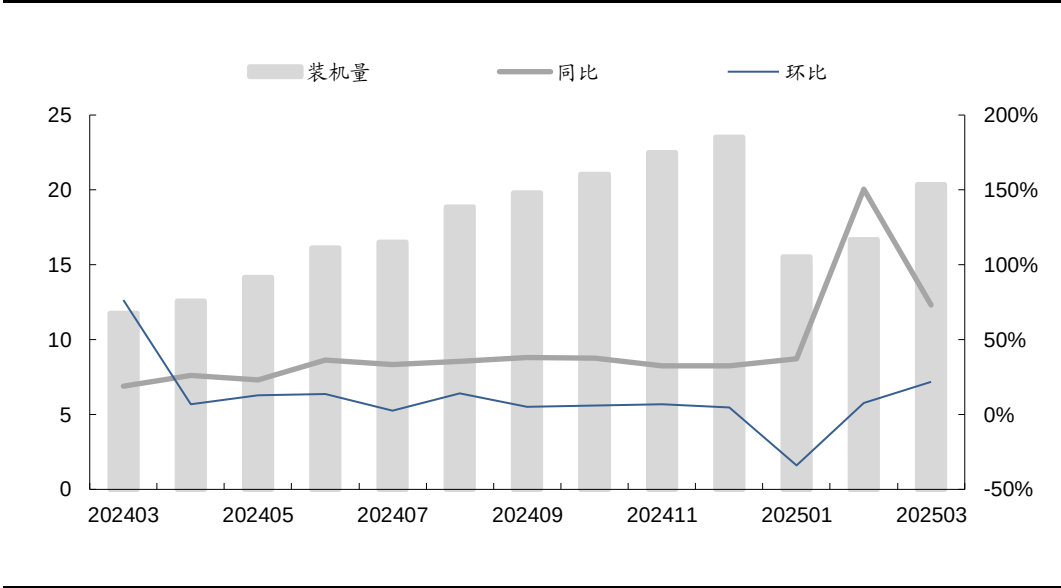
品牌	车型	预计上市时间	类型	预计价格
插混	夏	已上市	MPV	25-31 万
(王朝+海洋)	汉 L	2025 第一季度	轿车	30 万
	唐 L	2025 第一季度	SUV	30 万
	新款秦 PLUS DM-i	2025 上半年	轿车（第五代 DM 技术）	-
	海狮 07 DM-i	2025 上半年	SUV（第五代 DM 技术）	-
	海豹 05 DM-i	2025 第一季度	轿车（第五代 DM 技术）	8.98-10.98 万
纯电	汉 L	2025 第一季度	轿车	30 万
(王朝+ 海洋)	唐 L	2025 第一季度	SUV	30 万
	新款秦 PLUS EV	2025 上半年	轿车	-
	秦 L EV	已上市	轿车	11.98 万
	新款元 PLUS	2025 上半年	SUV	-
	新款海鸥	2025 上半年	轿车	-

	新款海豚	2025 上半年	轿车	-
	海狮 05 EV	已上市	SUV	11.78 万起
腾势	N8	2025	SUV	-
	N9	已上市	SUV	38.98 万起
仰望	U7	已上市	轿车	62.8 万起
方程豹	钛 3	已预售	SUV	13.98 万起

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3 月电池装机同增 73%、二代刀片 10C 倍率超预期。比亚迪 3 月装机 20.3GWh，同环比 +73%/+22%，1-3 月累计装机 52.5GWh，同增 77%。二代刀片最大充电倍率 10C，降低电池内阻 50%，路径产热降低 50%，高温寿命提升 35%，综合性能超预期。25 年看，我们预计动力自供 260GWh，外供 25gwh，储能 40gwh，电池实际出货 325gwh，同增 30%+。

图6：公司动力及储能电池月度装机电量（GWh）



数据来源：公司产销快报，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们维持对公司 25-27 年归母净利 531/651/781 亿元的预期，同增 32%/23%/20%，对应 PE 20/17/14x，给予 25 年 28x，目标价 489 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期、下游竞争加剧、原材料价格波动。

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	370,572	542,724	373,436	528,928	营业总收入	777,102	969,284	1,125,132	1,277,100
货币资金及交易性金融资产	143,250	274,755	70,469	191,953	营业成本(含金融类)	626,047	780,399	903,756	1,023,880
经营性应收款项	76,723	91,172	104,560	117,576	税金及附加	14,752	18,416	21,378	24,265
存货	116,036	141,073	161,689	181,711	销售费用	24,085	29,079	32,629	35,759
合同资产	1,411	1,745	2,025	2,299	管理费用	18,645	22,294	24,753	25,542
其他流动资产	33,152	33,979	34,693	35,390	研发费用	53,195	65,911	73,696	79,819
非流动资产	412,784	403,848	376,062	333,376	财务费用	1,216	(238)	47	1,190
长期股权投资	19,082	19,082	19,082	19,082	加:其他收益	14,052	13,570	12,376	10,217
固定资产及使用权资产	272,862	262,142	235,721	194,550	投资净收益	2,291	2,423	2,813	3,193
在建工程	19,954	24,954	26,954	28,954	公允价值变动	532	0	0	0
无形资产	38,424	35,209	31,843	28,328	减值损失	(5,425)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	(127)	(97)	(113)	(128)
长期待摊费用	5,007	5,007	5,007	5,007	营业利润	50,486	65,819	80,451	96,427
其他非流动资产	53,026	53,026	53,026	53,026	营业外净收支	(805)	(800)	(800)	(800)
资产总计	783,356	946,571	749,497	862,304	利润总额	49,681	65,019	79,651	95,627
流动负债	495,985	556,049	290,195	324,638	减:所得税	8,093	10,078	12,346	14,822
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,326	22,326	22,326	22,326	净利润	41,588	54,941	67,305	80,805
经营性应付款项	244,027	304,191	3,439	3,896	减:少数股东损益	1,334	1,813	2,221	2,667
合同负债	43,730	0	0	0	归属母公司净利润	40,254	53,128	65,084	78,138
其他流动负债	185,902	229,532	264,430	298,416	每股收益-最新股本摊薄(元)	13.25	17.48	21.42	25.71
非流动负债	88,682	109,682	130,682	151,682	EBIT	49,978	64,781	79,698	96,817
长期借款	8,258	28,258	48,258	68,258	EBITDA	116,884	151,717	172,484	194,503
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.44	19.49	19.68	19.83
租赁负债	9,876	10,876	11,876	12,876	归母净利率(%)	5.18	5.48	5.78	6.12
其他非流动负债	70,549	70,549	70,549	70,549	收入增长率(%)	29.02	24.73	16.08	13.51
负债合计	584,668	665,731	420,877	476,320	归母净利润增长率(%)	34.00	31.98	22.50	20.06
归属母公司股东权益	185,251	265,590	311,149	365,846					
少数股东权益	13,437	15,250	17,471	20,138					
所有者权益合计	198,688	280,840	328,620	385,984					
负债和股东权益	783,356	946,571	749,497	862,304					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133,454	160,557	(141,271)	178,650	每股净资产(元)	58.56	82.49	97.48	115.48
投资活动现金流	(129,082)	(76,474)	(63,100)	(52,735)	最新发行在外股份(百万股)	3,039	3,039	3,039	3,039
筹资活动现金流	(10,268)	47,781	85	(4,431)	ROIC(%)	19.17	18.83	17.88	18.17
现金净增加额	(6,255)	131,505	(204,286)	121,484	ROE-摊薄(%)	21.73	20.00	20.92	21.36
折旧和摊销	66,906	86,936	92,786	97,686	资产负债率(%)	74.64	70.33	56.15	55.24
资本开支	(96,292)	(78,897)	(65,913)	(55,928)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.99	20.45	16.69	13.90
营运资本变动	21,878	15,917	(304,352)	(3,066)	P/B (现价)	6.11	4.33	3.67	3.10

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（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，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），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>