比亚迪（002594.SZ）

买入（维持评级）

公司点评

证券研究报告

比亚迪 25Q1 业绩预告点评：新车势能增强&出口高增拉动，表现超预期

事件：

4 月 8 日，比亚迪发布 25Q1 业绩预告：25 年 Q1，公司预计实现净利润 85-100 亿元，同比增长 86.04%-118.88%，超出市场此前的预期。

根据公司披露，公司 Q1 乘用车销量 98.6 万辆，同比+58.2%；其中海外销售 20.58 万辆，同比+110.2%，海外销量占比 20.9%，环比+13.1pct；高端品牌 Q1 销量 5.3 万辆，同比+36.5%，占比 5.3%，环比+1.2pct；我们根据业绩预告中值的 92.5 亿元作为当季净利润，去除比亚迪电子后，测算公司 Q1 单车净利 8671 元，环比-7%，表现均超预期。

点评：

1、超预期的来源：1）出口量增长：公司 Q1 出口量高增，海外重新进入累库周期，带动其出口量屡破新高，出口量占比提升，介于公司此前已指引全年出口目标，我们预计公司完成该目标的概率较大；同时，由于 Q1 基数下降但公司高端品牌环比维持稳健，因而高端品牌销量占比提升；2）公司拥有较强的成本优势和利润释放空间，预计年降&折摊降低将平衡公司 Q1 经营上的利润损失，我们此前曾提示，Q1 降价&智驾版改款对公司单车影响不大，但目前看这一弥补是超出我们的预期的。

2、Q1 公司新车势能强劲，成本优势下全年经营无忧。1）新车势能更强：公司 25 年虽少有官方降价动作，但新车采用更加激进的定价策略的同时，还在产品配置上着力解决其高价低配的弊病，如海狮 05 EV，仰望 U7，方程豹钛 3 等，并有智驾版新车上市，新车势能明显增强。2）更激进的补贴政策：虽然市场担心比亚迪智驾版订单占比，但是 4 月初比亚迪在老款去库尚未结束的情况下，已经推出了智驾版的置换补贴，落地速度远超市场预期，价格优惠更加激进；3）公司成本优势为其更加激进的定价策略和产品打造策略兜底，在年降和折摊释放下，公司虽然成本和费用增加，但是单车净利仍将维持稳健甚至增长，相对竞争对手优势明显。

综合以上策略，结合 25 年以旧换新政策和下半年可能出现的抢装，预计公司 25 年经营仍将稳健增长，持续看好。

盈利预测、估值和评级

比亚迪作为新能源汽车龙头，国内市场经营稳固，成本优势下竞争优势明显，规模效应拉动折旧摊销利润释放，我们认为，比亚迪已经进入了一个中期量价上行阶段。综上，我们预测 25-27 年归母净利为 522.1/627.1/823.7 亿元，对应 20.9/17.4/13.3 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示

行业竞争加剧，市场需求不及预期。

新能源与电力设备组
分析师：姚遥（执业 S1130512080001）
yaoy@gjzq.com.cn

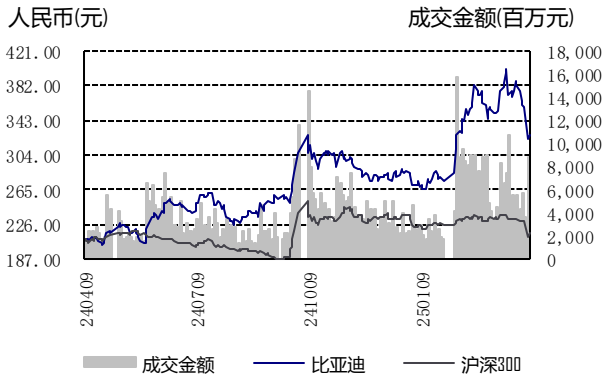
市价（人民币）：327.51 元

相关报告：

1.《比亚迪 24Q4 及 24 年财报点评：业绩符合预期，经营地位稳固》，2025.3.25

2.《比亚迪 24Q3 业绩点评：毛利率恢复，业绩符合预期》，2024.10.31

3.《比亚迪 24Q2 业绩点评：业绩符合预期，毛利率波动主要体现在 Q...》，2024.8.29



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	602,315	777,102	946,339	1,085,227	1,277,934
营业收入增长率	42.04%	29.02%	21.78%	14.68%	17.76%
归母净利润(百万元)	30,041	40,254	52,205	62,711	82,367
归母净利润增长率	80.72%	34.00%	29.69%	20.12%	31.34%
摊薄每股收益(元)	10.319	13.828	17.933	21.542	28.294
每股经营性现金流净额	58.30	45.84	68.08	73.51	80.27
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.64%	25.55%	32.54%	27.56%	9.56%
P/E	27.39	27.15	20.93	17.42	13.27
P/B	4.15	6.94	6.81	4.80	1.27

来源：比亚迪年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	**424,061**	**602,315**	**777,102**	**946,339**	**1,085,227**	**1,277,934**
增长率	*96.2%*	*42.0%*	*29.0%*	*21.8%*	*14.7%*	*17.8%*
主营业务成本	-351,816	-480,558	-626,046	-747,028	-848,384	-992,540
%销售收入	*83.0%*	*79.8%*	*80.6%*	*78.9%*	*78.2%*	*77.7%*
毛利	72,245	121,757	151,056	199,311	236,843	285,394
%销售收入	*17.0%*	*20.2%*	*19.4%*	*21.1%*	*21.8%*	*22.3%*
营业税金及附加	-7,267	-10,350	-14,752	-16,088	-18,449	-21,725
%销售收入	*1.7%*	*1.7%*	*1.9%*	*1.7%*	*1.7%*	*1.7%*
销售费用	-15,061	-25,211	-24,085	-42,207	-49,920	-57,507
%销售收入	*3.6%*	*4.2%*	*3.1%*	*4.5%*	*4.6%*	*4.5%*
管理费用	-10,007	-13,462	-18,644	-22,334	-28,216	-31,948
%销售收入	*2.4%*	*2.2%*	*2.4%*	*2.4%*	*2.6%*	*2.5%*
研发费用	-18,654	-39,575	-53,194	-62,080	-71,625	-83,066
%销售收入	*4.4%*	*6.6%*	*6.8%*	*6.6%*	*6.6%*	*6.5%*
息税前利润（EBIT）	21,255	33,159	40,381	56,603	68,633	91,148
%销售收入	*5.0%*	*5.5%*	*5.2%*	*6.0%*	*6.3%*	*7.1%*
财务费用	1,618	1,475	1,216	1,893	2,170	2,556
%销售收入	*-0.4%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*
资产减值损失	-2,376	-3,768	-3,871	-3,000	-3,800	-3,800
公允价值变动收益	126	258	532	500	500	500
投资收益	-815	1,635	2,291	2,500	3,000	3,500
%税前利润	*n.a*	*4.4%*	*4.6%*	*3.9%*	*3.9%*	*3.5%*
营业利润	21,542	38,103	50,486	64,496	77,003	100,404
营业利润率	*5.1%*	*6.3%*	*6.5%*	*6.8%*	*7.1%*	*7.9%*
营业外收支	-462	-834	-806	-800	-800	-800
税前利润	**21,080**	**37,269**	**49,680**	**63,696**	**76,203**	**99,604**
利润率	*5.0%*	*6.2%*	*6.4%*	*6.7%*	*7.0%*	*7.8%*
所得税	-3,367	-5,925	-8,092	-10,191	-12,193	-15,937
所得税率	*16.0%*	*15.9%*	*16.3%*	*16.0%*	*16.0%*	*16.0%*
净利润	17,713	31,344	41,588	53,505	64,011	83,667
少数股东损益	1,091	1,303	1,334	1,300	1,300	1,300
归属于母公司的净利润	**16,622**	**30,041**	**40,254**	**52,205**	**62,711**	**82,367**
净利率	*3.9%*	*5.0%*	*5.2%*	*5.5%*	*5.8%*	*6.4%*

现金流量表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	17,713	31,344	41,588	53,505	64,011	83,667
少数股东损益	1,091	1,303	1,334	1,300	1,300	1,300
非现金支出	22,746	47,321	68,136	45,965	53,205	53,205
非经营收益	1,567	-1,710	5,650	3,722	1,793	1,793
营运资金变动	98,812	92,770	95,000	95,000	95,000	95,000
经营活动现金净流	**140,838**	**169,725**	**133,453**	**198,192**	**214,009**	**233,665**
资本开支	-97,189	-121,623	-97,298	-77,839	-62,271	-49,817
投资	-10,463	-15,966	-17,000	-19,000	-21,000	-21,000
其他	-12,944	11,925	-200	-200	-200	-200
投资活动现金净流	**-120,596**	**-125,664**	**-129,082**	**-97,039**	**-83,471**	**-71,017**
股权募资	508	98	98	98	98	98
债权募资	-16,413	18,073	-2,960	-26,143	-33,810	-33,810
其他	-3,583	-5,354	-7,405	-9,419	-9,491	-9,491
筹资活动现金净流	**-19,489**	**12,817**	**-10,267**	**-35,465**	**-43,203**	**-43,203**
现金净流量	**1,363**	**57,329**	**-5,896**	**65,688**	**87,335**	**119,446**

资产负债表（人民币百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	51,471	109,094	102,738	133,559	173,627	225,715
应收款项	53,633	70,189	74,758	86,713	125,698	49,148
存货	79,107	87,677	109,539	135,079	155,731	490
其他流动资产	56,592	35,161	53,508	54,041	61,799	242,210
流动资产	240,804	302,121	340,543	409,393	516,854	517,564
%总资产	*48.8%*	*44.5%*	*47.0%*	*48.7%*	*51.8%*	*49.9%*
长期投资	23,255	33,992	24,805	25,305	25,805	25,806
固定资产	176,502	265,630	262,287	290,904	320,904	350,904
%总资产	*35.7%*	*39.1%*	*36.2%*	*34.6%*	*32.2%*	*33.9%*
无形资产	25,431	46,267	24,272	24,464	24,656	24,657
非流动资产	253,057	377,426	384,532	430,945	480,633	518,667
%总资产	*51.2%*	*55.5%*	*53.0%*	*51.3%*	*48.2%*	*50.1%*
资产总计	**493,861**	**679,548**	**725,074**	**840,338**	**997,487**	**1,036,231**
短期借款	11,618	26,064	23,684	23,684	23,684	23,684
应付款项	265,890	363,456	404,134	494,316	564,412	18,314
其他流动负债	55,837	64,147	56,591	66,995	75,158	11,298
流动负债	333,345	453,667	484,408	584,996	663,254	53,296
长期贷款	7,594	11,975	14,094	16,587	22,974	37,452
其他长期负债	31,533	63,444	56,036	63,890	67,938	68,257
负债	**372,471**	**529,086**	**554,538**	**665,472**	**754,167**	**159,004**
普通股股东权益	**111,029**	**138,810**	**157,526**	**160,456**	**227,510**	**861,415**
其中：股本	2,911	2,911	2,911	2,911	2,911	2,912
未分配利润	40,943	67,124	85,642	88,572	155,626	789,531
少数股东权益	10,361	11,652	13,011	14,411	15,811	15,812
负债股东权益合计	**493,861**	**679,548**	**725,074**	**840,338**	**997,487**	**1,036,231**

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	5.710	10.319	13.828	17.933	21.542	28.294
每股净资产	38.139	47.682	54.111	55.118	78.151	295.903
每股经营现金净流	48.379	58.302	45.842	68.080	73.514	80.266
每股股利	0.575	0.000	1.284	1.833	2.225	1.464
回报率						
净资产收益率	14.97%	21.64%	25.55%	32.54%	27.56%	9.56%
总资产收益率	3.37%	4.42%	5.55%	6.21%	6.29%	7.95%
投入资本收益率	12.52%	14.49%	20.92%	20.73%	27.73%	27.38%
增长率						
主营业务收入增长率	96.20%	42.04%	29.02%	21.78%	14.68%	17.76%
EBIT 增长率	299.01%	56.00%	21.78%	40.17%	21.25%	32.80%
净利润增长率	445.86%	80.72%	34.00%	29.69%	20.12%	31.34%
总资产增长率	66.97%	37.60%	6.70%	15.90%	18.70%	3.88%
资产管理能力						
应收账款周转天数	32.3	30.5	30.0	28.0	26.0	25.0
存货周转天数	63.5	63.3	65.0	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	110.8	127.2	120.0	120.0	120.0	70.0
固定资产周转天数	113.5	139.9	103.9	94.4	90.7	84.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.57%	-53.58%	-5.91%	-8.40%	-10.77%	-14.21%
EBIT 利息保障倍数	-13.1	-22.5	-11.7	-41.7	16.5	9.2
资产负债率	75.42%	77.86%	76.48%	79.19%	75.61%	15.34%

来源：比亚迪年报、国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 5 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806

【小程序】
国金证券研究服务

【公众号】
国金证券研究