

## 公司研究

## 2Q25 业绩承压，中高端市场取得突破+海外市场加速成长

——比亚迪（002594.SZ）/比亚迪股份（1211.HK）2025 年半年报业绩点评

## 要点

**2Q25 业绩承压：**1H25 比亚迪总营业收入同比+23.3%至 3,713 亿元，归母净利润同比+13.8%至 155 亿元，扣非后归母净利润同比+10.4%至 136 亿元；其中，2Q25 营业收入同比+14.0%/环比+17.9%至 2,009 亿元，归母净利润同比-29.9%/环比-30.6%至 64 亿元，扣非归母净利润同比-36.6%/环比-33.6%至 54 亿元（我们测算 2Q25 单车盈利同比-43.7%/环比-42.0%至 4,992 元，1H25 单车盈利同比-13.5%至 6,801 元）。

**多品牌梯度布局持续深化，中高端市场取得突破：**1H25 公司新能源乘用车总销量同比+31.5%至 211 万辆，纯电销量同比+40.9%至 102 万辆，插混销量同比+23.7%至 109 万辆。比亚迪依托“超级 e 平台 3.0”+“天神之眼”等核心技术赋能新产品，持续深化多品牌梯度布局，实现家用到豪华、大众到个性市场的全面覆盖，其中：**1) 比亚迪品牌：**4 月上市的汉 L/唐 L 分别定位中高端轿跑/SUV，基于超级 e 平台打造+首搭第五代 DM 技术+标配“天神之眼 B”，上市后连续三个月销量双双破万。**2) 高端品牌：**a) **腾势：**1H25 腾势 D9 稳居 MPV 市场销量榜首，全新上市 N9 补齐腾势品牌在中大型 SUV 领域空白，通过标配易三方+云辇+天神之眼等技术强化腾势品牌形象；b) **方程豹：**4 月上市的方程豹首款纯电车型钛 3 定位个性化中高端，凭借精准定位年轻市场+技术赋能个性化体验打开小众市场销量，三个月累计销量突破 2 万辆，或带动方程豹品牌整体口碑提升；c) **仰望：**仰望 U7 与 U8/U9 共同构建完整高端产品矩阵，成功通过技术降维抢占 BBA 市场份额。我们判断，比亚迪高端化战略初显成效，盈利结构或持续优化。

**出口销量高增，全球化步入新征程：**比亚迪产品已遍布全球 6 大洲、110 多个国家和地区，1H25 比亚迪出口销量同比+128.2%至 46.4 万辆，境外收入同比+39.7%。我们判断，1) 公司加速拓展海外渠道建设（与众多全球大型经销商合作）、品牌建设（推动高端品牌出海+加大宣传力度）、以及本地化研发生产（陆续在柬埔寨、匈牙利等地投建工厂与研发中心），海外销量有望持续增长；2) 比亚迪全球化已迈入新阶段，海外定价高举高打或成为公司高速高质量增长新引擎，我们看好海外销量持续增长提振公司盈利前景。

**维持“买入”评级：**鉴于行业竞争加剧，我们下调公司 2025-2027E 归母净利润 34%/29%/21%至 356.6/484.6/649.2 亿元；我们看好比亚迪通过技术驱动品牌+产品力向上，出口+高端化稳步推进改善盈利前景，维持 A/H 股“买入”评级。

**风险提示：**插混渗透率不及预期、行业需求不及预期、海外市场拓展不及预期。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	602,315	777,102	898,623	1,093,011	1,195,686
营业收入增长率	42.04%	29.02%	15.64%	21.63%	9.39%
归母净利润（百万元）	30,041	40,254	35,661	48,458	64,920
归母净利润增长率	80.72%	34.00%	-11.41%	35.89%	33.97%
EPS（元）	10.32	13.84	3.91	5.32	7.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.64%	21.73%	17.03%	19.64%	21.88%
P/E（A 股）	11	8	29	21	16
P/E（H 股）	10	8	27	20	15

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-08-29；汇率：按 1HKD=0.9116CNY 换算；2023 年股本为 29.11 亿，2024 年股本为 29.09 亿，2025E-2027E 均按股本 91.17 亿计算

## A 股：买入（维持）

当前价：114.06 元

## H 股：买入（维持）

当前价：114.40 港元

## 作者

分析师：倪昱婧，CFA

执业证书编号：S0930515090002

021-52523876

niyj@ebsecn.com

分析师：邢萍

执业证书编号：S0930525050001

021-52523838

xingping@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	91.17
总市值(亿元):	10399.08
一年最低/最高(元):	79.19/137.36
近 3 月换手率:	19.48%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-1.95	-19.47	5.89
绝对	8.38	-2.74	43.62

资料来源：Wind

## 相关研报

全年业绩稳步增长，电动化优势巩固+智能化加速转型——比亚迪（002594.SZ）/比亚迪股份（1211.HK）2024 年业绩点评（2025-03-26）

智能化战略发布会超预期，关注平价车型后续城市功能落地——比亚迪（002594.SZ）/比亚迪股份（1211.HK）跟踪报告（2025-02-11）

3Q24 业绩符合预期，迭代+全新车型有望夯实头部地位——比亚迪（002594.SZ、1211.HK）2024 年三季度业绩点评（2024-10-31）

### 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	602,315	777,102	898,623	1,093,011	1,195,686
营业成本	480,558	626,047	726,910	880,527	952,630
折旧和摊销	41,892	62,436	60,345	58,831	56,961
税金及附加	10,350	14,752	17,074	20,767	22,718
销售费用	25,211	24,085	29,655	36,069	39,458
管理费用	13,462	18,645	23,364	27,325	28,696
研发费用	39,575	53,195	71,890	85,255	90,872
财务费用	-1,475	1,216	-409	703	366
投资收益	1,635	2,291	2,500	2,500	2,500
营业利润	38,103	50,486	44,183	59,239	78,606
利润总额	37,269	49,681	43,483	58,539	77,906
所得税	5,925	8,093	6,522	8,781	11,686
净利润	31,344	41,588	36,961	49,758	66,220
少数股东损益	1,303	1,334	1,300	1,300	1,300
归属母公司净利润	30,041	40,254	35,661	48,458	64,920
EPS(元)	10.32	13.84	3.91	5.32	7.12

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	169,725	133,454	82,983	125,235	140,911
净利润	30,041	40,254	35,661	48,458	64,920
折旧摊销	41,892	62,436	60,345	58,831	56,961
净营运资金增加	-62,446	16,487	29,178	-7,347	-11,023
其他	160,238	14,277	-42,201	25,293	30,053
投资活动产生现金流	-125,664	-129,082	-65,373	-81,025	-76,000
净资本支出	-121,623	-96,292	-78,492	-73,000	-68,000
长期投资变化	17,647	19,082	-8,000	-8,000	-8,000
其他资产变化	-21,688	-51,873	21,119	-25	0
融资活动现金流	12,817	-10,268	-13,002	1,928	-6,160
股本变化	0	-2	6,208	0	0
债务净变化	18,827	-7,455	-7,926	4,000	4,000
无息负债变化	137,787	63,037	14,442	80,070	38,497
净现金流	57,329	-6,255	4,607	46,138	58,751

### 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	20.2%	19.4%	19.1%	19.4%	20.3%
EBITDA 率	13.7%	15.8%	11.8%	10.9%	11.5%
EBIT 率	6.7%	7.5%	5.0%	5.5%	6.7%
税前净利润率	6.2%	6.4%	4.8%	5.4%	6.5%
归母净利润率	5.0%	5.2%	4.0%	4.4%	5.4%
ROA	4.6%	5.3%	4.5%	5.3%	6.4%
ROE (摊薄)	21.6%	21.7%	17.0%	19.6%	21.9%
经营性 ROIC	33.6%	37.0%	21.8%	28.0%	37.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	78%	75%	73%	72%	70%
流动比率	0.67	0.75	0.76	0.83	0.90
速动比率	0.47	0.51	0.52	0.56	0.63
归母权益/有息债务	3.65	6.06	9.24	9.26	9.68
有形资产/有息债务	16.48	23.75	33.62	32.74	31.36

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	679,548	783,356	815,272	938,011	1,031,801
货币资金	109,094	102,739	107,346	153,484	212,235
交易性金融资产	9,563	40,511	10,000	11,000	12,000
应收账款	61,866	62,299	84,920	91,977	87,046
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	2,758	3,616	4,403	5,356	5,859
存货	87,677	116,036	123,844	150,495	162,473
其他流动资产	18,780	28,572	32,217	38,049	41,129
流动资产合计	302,121	370,572	382,269	472,971	544,795
其他权益工具	5,327	8,501	8,501	8,501	8,501
长期股权投资	17,647	19,082	27,082	35,082	43,082
固定资产	230,904	262,287	275,260	280,506	283,280
在建工程	30,361	13,170	7,635	7,068	6,534
无形资产	37,236	38,424	44,189	49,680	54,896
商誉	4,428	4,428	4,423	4,423	4,423
其他非流动资产	15,274	22,536	23,751	23,751	23,751
非流动资产合计	377,426	412,784	433,003	465,040	487,006
总负债	529,086	584,668	591,184	675,254	717,751
短期借款	18,323	12,103	0	0	0
应付账款	194,430	241,643	254,418	308,184	333,420
应付票据	4,053	2,384	29,076	35,221	38,105
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	169,422	153,960	156,391	160,278	162,332
流动负债合计	453,667	495,985	500,689	571,040	604,403
长期借款	11,975	8,258	12,658	16,658	20,658
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	50,646	67,761	73,837	83,557	88,690
非流动负债合计	75,419	88,682	90,495	104,214	113,348
股东权益	150,462	198,688	224,087	262,757	314,049
股本	2,911	2,909	9,117	9,117	9,117
公积金	69,416	68,053	61,846	61,846	61,846
未分配利润	67,124	98,648	122,747	160,117	210,109
归属母公司权益	138,810	185,251	209,350	246,720	296,712
少数股东权益	11,652	13,437	14,737	16,037	17,337

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	4.19%	3.10%	3.30%	3.30%	3.30%
管理费用率	2.23%	2.40%	2.60%	2.50%	2.40%
财务费用率	-0.24%	0.16%	-0.05%	0.06%	0.03%
研发费用率	6.57%	6.85%	8.00%	7.80%	7.60%
所得税率	16%	16%	15%	15%	15%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	3.10	3.97	1.22	1.64	2.18
每股经营现金流	58.30	45.87	9.10	13.74	15.46
每股净资产	47.68	63.68	22.96	27.06	32.54
每股销售收入	206.90	267.11	98.56	119.88	131.15

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE (A股)	11	8	29	21	16
PB (A股)	2.4	1.8	5.0	4.2	3.5
EV/EBITDA	3.8	2.5	9.8	8.4	7.0
股息率	2.7%	3.5%	1.1%	1.4%	1.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
<b>基准指数说明：</b>		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP