

比亚迪(002594.SZ)

单车利润环比改善，后续国内市场仍有挑战

推荐（维持）

股价：103.61 元

主要数据

行业	汽车
公司网址	www.bydglobal.com
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/40.38%
实际控制人	王传福
总股本(百万股)	9,117
流通 A 股(百万股)	3,487
流通 B/H 股(百万股)	3,683
总市值(亿元)	8,826
流通 A 股市值(亿元)	3,613
每股净资产(元)	24.11
资产负债率(%)	71.4

行情走势图



证券分析师

王德安 投资咨询资格编号
S1060511010006
BQV509
WANGDEAN002@pingan.com.cn

王跟海 投资咨询资格编号
S1060523080001
BVG944
WANGGENHAI964@pingan.com.cn

事项：

比亚迪发布 2025 年三季度业绩报告。2025 年前三季度，公司实现营业收入 5662.7 亿元（同比+12.75%），实现归母净利润 233.3 亿元（同比-7.55%），实现扣非归母净利润 204.9 亿元（同比-11.65%）。单三季度，公司实现营业收入 1949.8 亿元（同比-3.05%），实现归母净利润 78.2 亿元（同比-32.60%），实现扣非归母净利润 68.9 亿元（同比-36.65%）。

平安观点：

- **国内销量继续承压，海外销量同比高增。**根据公司产销数据，2025 年三季度公司销量达到 111.4 万台（同比-1.8%），剔除出口销量后，三季度公司国内销量达到 88.1 万台（同比-15.3%）。海外市场方面，2025 年前三季度公司海外销量达到 70.2 万台（同比+132.4%），海外市场的快速增长成为公司销量增长的重要引擎。高端品牌（方程豹、腾势、仰望）前三季度累计销量达到 23.3 万台（同比+83.5%），其中方程豹销量达到 11.5 万台（同比+279.0%），腾势品牌略低于预期，旗舰级 SUV N9 目前月销量维持在 2000 台左右，主销车型仍然主要依赖 D9。
- **三季度毛利率环比提升，单车净利润环比改善，但仍有所承压。**三季度公司总体毛利率达到 17.6%，环比改善 1.3 个百分点，但同比下滑 4.3 个百分点，剔除比亚迪电子三季度毛利端的贡献后，公司三季度汽车相关业务毛利率达到 20.6%。单车净利润方面，剔除比亚迪电子对利润端的影响后，公司三季度单车净利润达到 0.62 万元，环比改善 0.13 万元，但同比依然下滑了 0.31 万元。费用方面，公司费用已开始有所控制，三季度销售、管理、研发费用均环比收窄。
- **2026 年国内市场仍有压力，关注控费节奏、以及海外业绩进一步释放。**展望后续，公司在国内市场仍将面临一定压力。首先，“反内卷”延续，公司依赖价格手段扩张份额的难度仍然较大；第二，政策风险，2026 年新能源车购置税将按 5%征收，“两新”政策也存在较大不确定性，全年新能源车销量、增速或有所承压，另外，购置税优惠政策对插电车的纯电续航里程要求也有所提高，对中高端插混市场也构成挑战；第三，竞争压力

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	602,315	777,102	819,118	877,877	968,164
YOY(%)	42.0	29.0	5.4	7.2	10.3
净利润(百万元)	30,041	40,254	32,473	39,130	46,463
YOY(%)	80.7	34.0	-19.3	20.5	18.7
毛利率(%)	20.2	19.4	17.7	17.5	17.5
净利率(%)	5.0	5.2	4.0	4.5	4.8
ROE(%)	21.6	21.7	12.6	13.4	14.1
EPS(摊薄/元)	3.29	4.42	3.56	4.29	5.10
P/E(倍)	31.4	23.5	29.1	24.1	20.3
P/B(倍)	6.8	5.5	3.9	3.4	3.0

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

不减，吉利银河、奇瑞风云等车企仍将挑战公司优势市场。但公司本轮调整中仍有值得期待之处：首先，电动化技术优势能否转化为销量胜势；其次，内部控费能否带动业绩向上；第三，海外市场盈利释放，2025 年上半年其汽车业务海外毛利率达 27.9%，显著高于总体毛利率。

- **盈利预测与投资建议：**基于公司前三季度业绩情况，以及来年新能源车市场的政策、以及竞争形势，我们调整公司 2025~2027 年净利润预测为 325 亿/391 亿/465 亿元（此前预测值为 425 亿/558 亿/662 亿元）。尽管公司在销量层面仍存挑战，但公司的规模优势仍在，后续内部控费以及海外市场业绩仍有较大潜力，此外公司估值已有一定幅度下调，依然维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**1）宏观经济下滑将导致汽车消费需求不足，这将导致公司销量不达预期；2）公司国内销量增速可能持续承压，国内销量可能出现下滑，进而影响公司业绩；3）公司高端车型无法上量，制约公司进一步的发展空间；4）公司汽车出口面临关税、海运费波动等不确定风险，公司在海外运营可能与当地法规、文化习俗产生冲突，导致公司海外拓展不达预期。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	370572	517943	566180	646229
现金	102739	204080	232362	282204
应收票据及应收账款	74159	99859	107022	118029
其他应收款	3616	3751	4020	4433
预付账款	3974	7695	8248	9096
存货	116036	133123	143032	157799
其他流动资产	70048	69435	71498	74667
非流动资产	412784	437917	464055	485536
长期投资	19082	24132	31177	40077
固定资产	272862	308886	340249	362610
无形资产	38424	32090	25743	19381
其他非流动资产	82415	72808	66886	63468
资产总计	783356	955860	1030236	1131765
流动负债	495985	596345	638613	700735
短期借款	12103	10073	9023	6263
应付票据及应付账款	244027	272123	292376	322563
其他流动负债	239854	314149	337214	371909
非流动负债	88682	86597	84632	83582
长期借款	18134	16049	14084	13034
其他非流动负债	70549	70549	70549	70549
负债合计	584668	682942	723246	784318
少数股东权益	13437	14545		
股本	2909	9117	9117	9117
资本公积	60679	100425	100425	100425
留存收益	121662	148830	181567	220439
归属母公司股东权益	185251	258372	291109	329981
负债和股东权益	783356	955860	1030236	1131765

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	130809	155820	142416	176428
净利润	41588	33581	40466	48049
折旧摊销	64261	66311	82812	98199
财务费用	1216	-4096	-4389	-4841
投资损失	-2291	-1970	-2000	-2050
营运资金变动	21471	56098	23363	34676
其他经营现金流	4564	5895	2165	2395
投资活动现金流	-129082	-95108	-109115	-120025
资本支出	81408	90080	101905	110780
长期投资	-3663	-5050	-7045	-8900
其他投资现金流	-206827	-180138	-203975	-221905
筹资活动现金流	-10268	40629	-5019	-6561
短期借款	-6220	-2030	-1050	-2760
长期借款	-2689	-2085	-1965	-1050
其他筹资现金流	-1359	44744	-2004	-2751
现金净增加额	-8900	101341	28282	49843

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	777102	819118	877877	968164
营业成本	626047	673873	724028	798781
税金及附加	14752	13106	14046	15491
营业费用	24085	26212	28092	31949
管理费用	18645	21297	21508	22752
研发费用	53195	62253	61451	63899
财务费用	1216	-4096	-4389	-4841
资产减值损失	-3872	-2457	-1756	-1936
信用减值损失	-1553	-1638	-878	-968
其他收益	14052	14100	14000	16000
公允价值变动收益	532	360	400	500
投资净收益	2291	1970	2000	2050
资产处置收益	-127	0	0	0
营业利润	50486	38807	46907	55778
营业外收入	1252	1950	2000	2150
营业外支出	2057	1250	1300	1400
利润总额	49681	39507	47607	56528
所得税	8093	5926	7141	8479
净利润	41588	33581	40466	48049
少数股东损益	1334	1108	1335	1586
归属母公司净利润	40254	32473	39130	46463
EBITDA	115158	101723	126029	149886
EPS (元)	4.42	3.56	4.29	5.10

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	29.0	5.4	7.2	10.3
营业利润(%)	32.5	-23.1	20.9	18.9
归属于母公司净利润(%)	34.0	-19.3	20.5	18.7
获利能力				
毛利率(%)	19.4	17.7	17.5	17.5
净利率(%)	5.2	4.0	4.5	4.8
ROE(%)	21.7	12.6	13.4	14.1
ROIC(%)	34.9	19.2	28.6	32.0
偿债能力				
资产负债率(%)	74.6	71.4	70.2	69.3
净负债比率(%)	-36.5	-65.2	-68.2	-75.7
流动比率	0.7	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.4	0.6	0.6	0.6
营运能力				
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	10.5	8.2	8.2	8.2
应付账款周转率	2.6	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	4.42	3.56	4.29	5.10
每股经营现金流(最新摊薄)	14.35	17.09	15.62	19.35
每股净资产(最新摊薄)	18.69	26.71	30.30	34.56
估值比率				
P/E	23.5	29.1	24.1	20.3
P/B	5.5	3.9	3.4	3.0
EV/EBITDA	6.9	8.0	6.2	5.0

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所			电话：4008866338
深圳	上海	北京	
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层	