

汽车	收盘价 港元 104.20	目标价 港元 133.00↓	潜在涨幅 +27.6%
----	------------------	-------------------	----------------

2025 年 11 月 3 日

比亚迪股份 (1211 HK)

4Q25 销量和利润端或仍承压，出口潜力或在 2026 年集中释放

④ **3Q 毛利率继续低于预期，导致盈利能力受损。**比亚迪 9M25 收入同比+12.7%达 566.3 亿元（人民币，下同），归母净利润/扣非净利润同比-7.5%/-11.6%至 233.3 亿元/204.9 亿元。3Q25 收入疲软，为 195.0 亿元，环比-3.0%，同比-3.1%；归母净利润/扣非净利润仅 78.2 亿元/68.9 亿元，环比-23%/-26.9%，同比-32.6%/-36.6%，主因毛利率继续低于市场和我们预期。9M25 毛利率约 17.9%，同比-1.4ppts，主要受利润下降和价格战影响。3Q25 毛利率虽环比+1.3ppts 至 17.6%，但因 3Q25 销量持平，且海外销量低于我们预期，令毛利率继续低于预期。三费方面，9M25 销售、管理和研发费用率合计约占收入 14.5%，同比涨 1.3ppts。虽 3Q25 三费占收入环比持续降至 12.9%，但由于收入增长和毛利率低于预期，导致盈利能力受损。

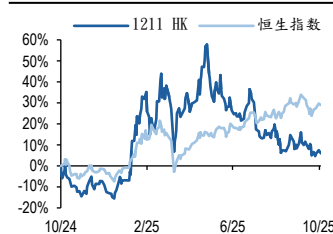
④ **“反内卷”持续推进，短期内出口增长对整体销量和毛利率改善有限。**比亚迪 3Q25 中国内地销量承压，出口虽同比增长较快，但仍只占总销量的约 20%，我们认为短期难以推动销量和毛利率显著改善。毛利率方面，因中国内地市场促销降价、返利持续、新车智驾系统成本高及规模效应释放不足，预计 4Q25 毛利率仍面临压力。销量方面，中国内地市场 4Q25 竞争加剧，高性价比的新势力车型持续冲击，比亚迪若继续通过降价保量或提升低端销量，毛利空间或将进一步压缩。相比之下，我们认为若海外市场能继续保持高速增长，将成为利润改善的重要支撑。但在 3Q25 毛利率方面仍未充分体现海外销量高售价和高利润的正面影响。中长期看，海外销量占比持续上升有望带来正面影响。

④ **下调全年利润预测，维持买入。**我们下调 2025 年全年销量预测至 467 万辆（原 520 万辆），并下调 2025-27 年利润预测 16%-23%，主因下调毛利率预测以反映规模效应不及预期、价格战持续和智驾车型增加成本。虽中国内地销量挑战较大，但我们预期海外销量将持续增长。东南亚/拉美/欧洲销量尤其强劲，2026 年海外销量占比持续上升有望增厚利润，维持买入。下调 SOTP 目标价至 133 港元（原 151 港元）。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	155.07
52周低位 (港元)	83.07
市值 (百万港元)	1,344,766.72
日均成交量 (百万)	24.68
年初至今变化 (%)	17.25
200天平均价 (港元)	120.74

资料来源：FactSet

陈庆

angus.chan@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3601

李柳晓, PhD, CFA

joyce.li@bocomgroup.com
(852) 3766 1854

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	602,315	777,102	838,705	974,290	1,097,816
同比增长 (%)	42.0	29.0	7.9	16.2	12.7
净利润 (百万人民币)	30,041	40,254	35,148	46,494	54,291
每股盈利 (人民币)	3.30	4.42	3.86	5.10	5.95
同比增长 (%)	80.7	34.0	-12.7	32.3	16.8
前EPS预测值 (人民币)			5.01	6.07	7.08
调整幅度 (%)			-23.0	-15.9	-15.9
市盈率 (倍)	28.9	21.6	24.7	18.7	16.0
每股账面净值 (人民币)	15.23	20.32	24.38	29.75	36.01
市账率 (倍)	6.26	4.69	3.91	3.21	2.65
股息率 (%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博搜寻 NH BCM 或 登录研究部网站 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 比亚迪股份 (1211 HK) 评级及目标价



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 2: 交银国际汽车及电池行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/ 评级发表日期	子行业
002074 CH	国轩高科	买入	45.81	54.84	19.7%	2025 年 10 月 30 日	电池
300014 CH	亿纬锂能	买入	83.80	94.74	13.1%	2025 年 10 月 27 日	电池
300750 CH	宁德时代	买入	398.29	458.75	15.2%	2025 年 10 月 21 日	电池
666 HK	瑞浦兰钧	买入	15.11	15.46	2.3%	2025 年 08 月 12 日	电池
3931 HK	中创新航	买入	34.38	24.77	-28.0%	2025 年 03 月 27 日	电池
1585 HK	雅迪控股	买入	12.21	22.63	85.4%	2025 年 08 月 27 日	电动两轮车
689009 CH	九号公司	买入	60.03	75.02	25.0%	2025 年 08 月 04 日	电动两轮车
2451 HK	绿源集团	中性	10.86	7.16	-34.1%	2025 年 03 月 31 日	电动两轮车
3808 HK	中国重汽	买入	26.30	26.45	0.6%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2338 HK	潍柴动力	买入	15.36	20.50	33.5%	2025 年 03 月 28 日	重卡
2525 HK	禾赛集团	买入	183.00	269.66	47.4%	2025 年 09 月 17 日	激光雷达
2498 HK	速腾聚创	买入	35.60	41.89	17.7%	2025 年 08 月 14 日	激光雷达
1211 HK	比亚迪股份	买入	104.20	133.00	27.6%	2025 年 11 月 03 日	整车厂
9866 HK	蔚来汽车	买入	55.15	62.75	13.8%	2025 年 09 月 03 日	整车厂
2333 HK	长城汽车	买入	15.62	22.50	44.0%	2025 年 09 月 01 日	整车厂
175 HK	吉利汽车	买入	18.77	24.21	29.0%	2025 年 08 月 15 日	整车厂
601127 CH	赛力斯	买入	162.94	180.50	10.8%	2025 年 07 月 21 日	整车厂
9868 HK	小鹏汽车	买入	88.40	134.69	52.4%	2025 年 03 月 12 日	整车厂
2015 HK	理想汽车	中性	80.55	80.84	0.4%	2025 年 08 月 29 日	整车厂
2238 HK	广汽集团	中性	3.32	3.34	0.6%	2024 年 04 月 01 日	整车厂

资料来源: FactSet, 交银国际预测 截至 2025 年 10 月 31 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	602,315	777,102	838,705	974,290	1,097,816
主营业务成本	(480,558)	(626,047)	(688,431)	(794,576)	(895,130)
毛利	121,757	151,056	150,273	179,714	202,687
销售及管理费用	(38,673)	(42,730)	(45,290)	(51,637)	(58,184)
研发费用	(39,575)	(53,195)	(54,516)	(62,355)	(68,065)
其他经营净收入/费用	(5,096)	(701)	14	16	18
经营利润	38,413	54,430	50,481	65,737	76,455
财务成本净额	1,475	(1,216)	(1,313)	(1,525)	(1,718)
应占联营公司利润及亏损	1,635	2,291	1,585	1,842	2,075
其他非经营净收入/费用	(4,254)	(5,825)	(6,724)	(7,811)	(8,802)
税前利润	37,269	49,681	44,030	58,243	68,011
税费	(5,925)	(8,093)	(7,032)	(9,302)	(10,862)
非控股权益	(1,303)	(1,334)	(1,850)	(2,447)	(2,857)
净利润	30,041	40,254	35,148	46,494	54,291
作每股收益计算的净利润	30,041	40,254	35,148	46,494	54,291

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	109,094	102,739	122,985	172,186	235,627
有价证券	9,563	40,511	40,511	40,511	40,511
应收账款及票据	66,839	69,889	76,525	90,338	103,837
存货	87,677	116,036	112,006	129,276	145,636
其他流动资产	28,948	41,397	42,283	43,214	44,191
总流动资产	302,121	370,572	394,310	475,525	569,803
物业、厂房及设备	230,904	262,287	284,612	301,140	312,124
无形资产	46,267	48,366	48,793	49,225	49,661
合资企业/联营公司投资	17,647	19,082	20,037	21,038	22,090
长期应收收入	8,238	10,206	10,716	11,252	11,815
其他长期资产	74,370	72,841	73,266	73,713	74,181
总长期资产	377,426	412,784	437,425	456,368	469,872
总资产	679,548	783,356	831,735	931,893	1,039,675
短期贷款	18,323	12,103	12,805	13,548	14,334
应付账款	198,483	244,027	245,195	285,177	323,718
其他短期负债	236,860	239,854	247,104	254,716	262,708
总流动负债	453,667	495,985	505,104	553,440	600,760
长期贷款	11,975	8,258	8,671	9,104	9,559
其他长期负债	63,444	80,425	80,425	80,425	80,425
总长期负债	75,419	88,682	89,095	89,529	89,984
总负债	529,086	584,668	594,199	642,969	690,744
股本	2,911	2,909	2,909	2,909	2,909
储备及其他资本项目	135,899	182,342	219,340	268,281	325,430
股东权益	138,810	185,251	222,249	271,190	328,339
非控股权益	11,652	13,437	15,287	17,734	20,591
总权益	150,462	198,688	237,536	288,924	348,930

资料来源：公司资料，交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	31,344	41,588	36,998	48,941	57,149
折旧及摊销	41,890	62,432	31,474	35,591	39,367
营运资本变动	89,459	67,560	5,301	15,975	16,113
其他经营活动现金流	7,032	(38,126)	(886)	(931)	(977)
经营活动现金流	169,725	133,454	72,886	99,577	111,651
资本开支	(124,178)	(101,026)	(53,330)	(51,105)	(48,983)
投资活动	12,598	46,997	1,381	1,434	1,488
其他投资活动现金流	(14,083)	(75,054)	(1,806)	(1,880)	(1,957)
投资活动现金流	(125,664)	(129,082)	(53,755)	(51,551)	(49,451)
负债净变动	18,073	(12,440)	1,115	1,176	1,241
其他融资活动现金流	(5,256)	2,172	0	0	0
融资活动现金流	12,817	(10,268)	1,115	1,176	1,241
汇率收益/损失	451	(359)	0	0	0
年初现金	51,182	108,512	102,739	122,985	172,186
年末现金	109,094	102,739	122,985	172,186	235,627

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	3.295	4.415	3.855	5.100	5.955
全面摊薄每股收益	3.295	4.415	3.855	5.100	5.955
每股股息	0.310	0.415	0.362	0.479	0.560
每股账面值	15.225	20.319	24.377	29.746	36.014
利润率分析(%)					
毛利率	20.2	19.4	17.9	18.4	18.5
EBIT利润率	6.3	6.9	5.8	6.5	6.8
净利率	5.0	5.2	4.2	4.8	4.9
盈利能力(%)					
ROA	5.1	5.5	4.4	5.3	5.5
ROE	22.1	23.1	16.1	17.7	17.0
其他					
净负债权益比(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9

交銀國際

香港中環德輔道中 68 号万宜大厦 9 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、捷康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司、广州银诺医药集团股份有限公司、劲方医药科技（上海）股份有限公司、长风药业股份有限公司、武汉艾米森生命科技股份有限公司、上海挚达科技发展股份有限公司、上海森亿医疗科技股份有限公司及协创数据技术股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。