

汽车

报告日期：2025 年 12 月 03 日

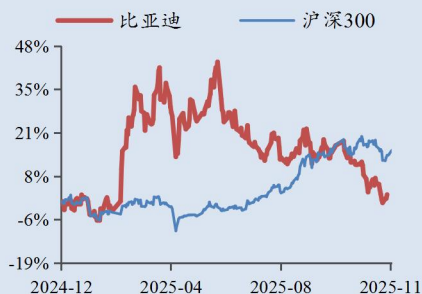
出口销量环比+57.2%，看好出海带动盈利能力修复

——比亚迪（002594.SZ）2025 年 11 月销量点评报告

华龙证券研究所

投资评级：买入（维持）

最近一年走势



市场数据

2025 年 12 月 02 日

当前价格（元）	96.62
52 周价格区间（元）	91.70-416.98
总市值（百万元）	880,903.63
流通市值（百万元）	692,827.41
总股本（万股）	911,719.76
流通股（万股）	717,064.18
近一月换手（%）	22.90

分析师：杨阳

执业证书编号：S0230523110001

邮箱：yangy@hlzq.com

分析师：李浩洋

执业证书编号：S0230525080001

邮箱：lihy@hlzq.com

相关阅读

《归母净利润中枢值预计同比+102.46%，海外市场拓展顺利——比亚迪（002594.SZ）2025 年一季报业绩预告点评报告》2025.04.11

《业绩同比高增，高端化&全球化持续——比亚迪（002594.SZ）2024 年年报点评报告》2025.03.26

事件：

比亚迪发布 2025 年 11 月销量快报：2025 年 11 月公司实现销量 48.02 万辆，同比-5.3%，2025 年 1-11 月累计销量 418.20 万辆，同比+11.3%。

观点：

- **总量承压但结构优化，高端品牌向上突破。**分品牌来看，公司王朝&海洋两网/方程豹/腾势/仰望 2025 年 11 月分别实现销量 42.36/3.74/1.33/0.07 万辆，同比-12.7%/+339.0%/+32.5%/+132.8%。在公司批发总销量承压的背景下，高端品牌表现优秀，方程豹、腾势和仰望等高端品牌 2025 年 11 月销量占比 10.8%，同/环比+1.2/+5.8 pct，主要系高端新品表现优秀，方程豹钛 7 定价 17.98-21.98 万元，零百加速 4.5s，综合续航超 1300 公里，“得房率”70.9%，Deepseek 上车，合作蚂蚁集团，提供语音点单&刷脸支付功能，提供同级领先的空间和智能化体验，上市 80 天累计销量超 5 万辆。
- **Q4 新品发布保持快节奏。**进入 2025Q4，公司新品发布密集，中高端产品方面，汉 EV/DM-i 长续航版、豹 5 长续航版、豹 8 大五座版、腾势 N8L 和 2026 款夏等车型分别于 2025 年 10 月和 11 月上市，价格覆盖 15-40 万元级别，有望进一步推动公司产品结构优化。宋 L DM-i、宋 Pro DM-i 和秦 L DM-i 等主销家用车型也迎来 2026 款更新，在 2026 年新能源购置税优惠退坡前上市，有望进一步推高 2025 年全年销量。
- **11 月出口销量环比+57.2%，出海成为销量增长新引擎。**2025 年 11 月，公司实现出口新能源汽车销量 13.19 万辆，同/环比+325.9%/+57.2%，出口销量占比从 2025 年 10 月的 19.0%环比+8.5pct 至 27.5%。我们认为公司出口销量的优秀表现有望持续，主要原因有三：一是公司新能源、特别是插混车型产品力优秀，海外市场需求旺盛；二是公司产能本地化推进顺利，2025 年 7 月巴西工厂顺利投产，匈牙利工厂以及印尼工厂等预计于 2026 年投产，持续扩大海外产能支持基础；三是公司自有运载能力爬坡，截至 2025 年 10 月，比亚迪首批建造的 8 艘汽车滚装船已全部投入运营，形成百万辆级别年运力。海外市场有望成为公司后续销量增长的重要引擎。海外车型售价相对国内普遍更高，随着其占比提升，有望帮助公司实现盈利能力修复。
- **盈利预测及投资评级：**公司全球化进展顺利，海外销量有望持续

请认真阅读文后免责声明

爬坡，提振盈利能力，考虑到国内市场竞争激烈，公司国内销量&份额承压，我们下调公司盈利预测至 2025-2027 年归母净利润 368.14/507.26/614.62 亿元（原值为 559.31/682.92/810.25 亿元），当前股价对应 PE 为 23.9/17.4/14.3 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**行业竞争加剧；产品销量不及预期；地缘政治风险；海外生产基地建设不及预期；上游原材料涨价；海运货损风险；关税变动风险；测算存在误差，以实际为准。

➤ **盈利预测简表**

预测指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	602,315	777,102	868,936	1,000,601	1,176,786
增长率（%）	42.04	29.02	11.82	15.15	17.61
归母净利润（百万元）	30,041	40,254	36,814	50,726	61,462
增长率（%）	80.72	34.00	-8.55	37.79	21.17
ROE（%）	20.83	20.93	16.96	21.64	23.42
每股收益/EPS（摊薄/元）	10.32	13.84	4.04	5.56	6.74
市盈率（P/E）	9.4	7.0	23.9	17.4	14.3
市净率（P/B）	2.0	1.7	4.5	4.2	3.7

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表：公司财务预测表

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	302,121	370,572	477,984	524,528	658,873	营业收入	602,315	777,102	868,936	1,000,601	1,176,786
现金	109,094	102,739	195,218	200,482	298,947	营业成本	490,399	626,047	713,488	812,927	951,952
应收票据及应收账款	61,866	62,299	76,539	83,336	104,690	税金及附加	10,350	14,752	14,772	17,010	18,829
其他应收款	2,758	3,616	3,511	4,696	4,956	销售费用	15,371	24,085	22,587	26,209	30,942
预付账款	2,215	3,974	2,947	5,023	4,350	管理费用	13,462	18,645	21,897	25,415	29,420
存货	87,677	116,036	116,130	148,393	161,368	研发费用	39,575	53,195	56,874	63,691	77,495
其他流动资产	38,511	81,908	83,639	82,598	84,562	财务费用	-1,475	1,216	-3,479	-3,195	-3,064
非流动资产	377,426	412,784	413,056	424,471	446,544	资产和信用减值损失	-3,768	-5,425	-3,494	-3,002	-3,530
长期股权投资	17,647	19,082	22,320	25,922	29,775	其他收益	5,253	14,052	3,476	4,002	4,707
固定资产	230,904	262,287	260,978	267,678	284,084	公允价值变动收益	258	532	544	538	548
无形资产	37,777	38,932	36,549	34,534	32,106	投资净收益	1,635	2,291	2,259	2,602	3,060
其他非流动资产	91,098	92,482	93,209	96,338	100,579	资产处置收益	90	-127	87	100	118
资产总计	679,548	783,356	891,040	949,000	1,105,417	营业利润	38,103	50,486	45,668	62,783	76,116
流动负债	453,667	495,985	578,953	620,224	748,525	营业外收入	711	1,252	1,081	1,167	1,225
短期借款	18,323	12,103	24,103	25,303	26,303	营业外支出	1,546	2,057	1,301	1,327	1,377
应付票据及应付账款	198,483	244,027	260,290	314,314	358,557	利润总额	37,269	49,681	45,448	62,622	75,964
其他流动负债	236,860	239,854	294,560	280,606	363,665	所得税	5,925	8,093	7,226	9,957	12,152
非流动负债	75,419	88,682	86,738	85,446	84,434	净利润	31,344	41,588	38,222	52,665	63,812
长期借款	11,975	8,258	6,314	5,022	4,009	少数股东损益	1,303	1,334	1,407	1,939	2,350
其他非流动负债	63,444	80,425	80,425	80,425	80,425	归属母公司净利润	30,041	40,254	36,814	50,726	61,462
负债合计	529,086	584,668	665,692	705,670	832,959	EBITDA	84,055	118,521	89,697	112,982	134,363
少数股东权益	11,652	13,437	14,845	16,784	19,134	EPS（元）	10.32	13.84	4.04	5.56	6.74
股本	2,911	2,909	8,728	8,728	8,728	主要财务比率					
资本公积	62,042	60,679	57,188	57,188	57,188	会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
留存收益	74,498	106,022	135,760	175,136	222,011	成长能力					
归属母公司股东权益	138,810	185,251	210,504	226,546	253,324	营业收入同比增长率(%)	42.04	29.02	11.82	15.15	17.61
负债和股东权益	679,548	783,356	891,040	949,000	1,105,417	营业利润同比增长率(%)	76.88	32.50	-9.54	37.48	21.24
						归属于母公司净利润同比增长率(%)	80.72	34.00	-8.55	37.79	21.17
						获利能力					
						毛利率(%)	18.58	19.44	17.89	18.76	19.11
						净利率(%)	5.20	5.35	4.40	5.26	5.42
						ROE(%)	20.83	20.93	16.96	21.64	23.42
						ROIC(%)	15.49	16.02	12.22	15.91	17.67
						偿债能力					
						资产负债率(%)	77.86	74.64	74.71	74.36	75.35
						净负债比率(%)	-13.56	-2.21	-42.33	-41.37	-73.02
						流动比率	0.67	0.75	0.83	0.85	0.88
						速动比率	0.42	0.45	0.57	0.55	0.62
						营运能力					
						总资产周转率	1.03	1.06	1.04	1.09	1.15
						应收账款周转率	11.96	12.52	12.03	12.40	12.80
						应付账款周转率	2.93	2.87	2.80	2.78	2.68
						每股指标（元）					
						每股收益(最新摊薄)	10.32	13.84	4.04	5.56	6.74
						每股经营现金流(最新摊薄)	58.30	45.87	15.22	10.55	22.85
						每股净资产(最新摊薄)	47.68	58.56	21.46	23.21	26.15
						估值比率					
						P/E	9.4	7.0	23.9	17.4	14.3
						P/B	2.0	1.7	4.5	4.2	3.7
						EV/EBITDA	9.81	6.85	8.05	6.36	4.64

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知道的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深 300 指数涨幅在 5%至 10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深 300 指数涨跌幅在-5%至 5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股票价格变动相对沪深 300 指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数

免责声明：

华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街 189 号天鸿宝景大厦西配楼 F4 层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路 638 号文化大厦 21 楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道 720 号 11 楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦辅楼 2 层 邮编：518046