

买入

2025 年 12 月 15 日

25 年 Q3 业绩回暖，11 月海外销量超预期

➤ **25Q3 年业绩符合预期，研发费用创新高：**公司 25Q3 单季度，实现营收 1950 亿元，同比-3%，环比-3%；毛利率为 17.6%，同比-4.3cpt.，环比+1.3pct.；归母净利润为 78 亿，同比-33%，环比+23%；扣非归母净利润为 69 亿，同比-37%，环比+27%。业绩符合预期。

➤ **Q3 单车毛利回暖，恢复至 0.6 万元：**若剔除公司比亚迪电子业务数据，公司 Q3 汽车业务收入 1524 亿元/同比-3%、环比-3%；毛利率为 20.6%，环比+1.9pct，归母净利润 69 亿元，同比-35%，环比+23%。Q3 公司汽车销量为 111 万辆，简单计算，Q3 单车均价为 13.7 万元/同比下降 0.21 万元，环比-500 元，对比二季度，公司三季度海外销量增长，以及终端折扣有所回收带来单车毛利与净利润的回升；但同比来看由于今年推行的“智驾平权”和激烈的竞争环境，使得单车成本上升，使得售价下降或持平。预计四季度随着公司高端车型方程豹钦 7 和腾势 N81 及 N9 这几款高价车型上升，以及全新换代车型产品梳理。公司 Q4 单车利润有望继续回暖。

➤ **11 月销量同环比减少，海外销量超预期：**11 月销量为 48 万辆，同比-5.3%/+8.7%。1-11 月公司累计销售 418.2 万辆，同比+11%。11 月公司国内销售新车 34.8 万辆，同比-27%/-3%，海外销量为 13.2 万辆，同比+326%/57%，再多个国际及地区获得新能源销售冠军。海外销量超预期，主要有两点原因：1 公司的产品力在国际市场中有非常强的竞争力，特别是今年开始在欧洲以及东南亚多款新品的上市推动了海外销量的增长，2、公司持续的本土化生产也带动了当地销量。分动力形式看 11 月插混车型销售 23.7 万辆，同比-22.4%/10.8%；纯电动车型销量为 23.8 万辆，同比+19.9%/6.7%。插混车型销量下降主要是由于 2025 年以来插混市场竞争激烈，多款对标车型竞品上市使得公司在插混市场的市占率有所下降。分品牌看高端车型 11 月销量为 5.1 万辆，同比+172.8%/22.8%，全年累计销量为 32.7 万辆，同比+100%，其中方程豹品牌表现亮眼，11 月销量为 3.7 万辆，同比+339%，主要得益于钦 7 上市，连续 2 个月销量超 2 万辆。

➤ **目标价 134.7 港元，买入评级：**2026 年伴随公司车型的高端化及海外销量占比增加预计将增厚单车净利润。预计 2025-27 年公司综合净利润为 374/468/589 亿元人民币。分布式估值，给予公司 25 年汽车业务 25 倍 PE 及电子业务 20 倍 PE，综合估值 1.1 万亿港元，调整公司 2025 年目标价至 134.7 港元，较目前价格有 38% 上涨空间，给予买入评级。

邹瀚逸

852-25321539

Robin.zou@firstshanghai.com.hk

陈晓霞

852-25321956

xx.chen@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	汽车制造
股价	98.5 港元
目标价	134.7 港元 (+38%)
股票代码	1211
已发行股本	91.17 亿股
总市值	8876 亿港元
52 周高/低	157.52 港元/80.9 港元
每股净资产	24.11 元
主要股东	王传福…16.9%

盈利摘要

截至 12 月 31 日	2023 实际	2024 实际	2025 预测	2026 预测	2027 预测
收入 (百万元)	602,315	777,102	838,465	943,616	1,086,278
变动 (%)	42.0%	29.0%	7.9%	12.5%	15.1%
净利润 (百万元)	30,041	40,254	37,384	46,799	58,920
每股收益 (元)	10.3	13.8	4.1	5.1	6.5
变动 (%)	80.7%	34.0%	-70.3%	25.2%	25.9%
市盈率 @97.35 港元	8.8	6.5	22.1	17.6	14.0
每股股息 (港元)	3.33	4.46	1.32	1.66	2.09
股息率 (%)	3%	5%	1%	2%	2%

股价表现



来源：公司资料，第一上海预测

来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表					财务分析						
人民币 百万元, 财务年度截至12月											
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入	602,315	777,102	838,465	943,616	1,086,278	盈利能力					
毛利	121,757	151,056	157,201	186,516	227,899	毛利率 (%)	20.2%	19.4%	18.7%	19.8%	21.0%
税金及附加	(10,350)	(14,752)	(14,254)	(16,041)	(18,467)	EBITDA 率 (%)	11.2%	12.7%	12.0%	12.0%	11.8%
销售及管理费用	(38,673)	(42,730)	(47,793)	(50,955)	(59,745)	净利率 (%)	5.0%	5.2%	4.5%	5.0%	5.4%
研发费用	(39,575)	(53,195)	(67,077)	(77,377)	(91,247)	营运表现					
经营利润	33,159	40,379	28,077	42,142	58,440	SG&A/收入 (%)	6.4%	5.5%	5.7%	5.4%	5.5%
财务费用	1,475	(1,216)	5,032	2,035	2,030	实际税率 (%)	15.9%	16.3%	15.5%	15.5%	15.5%
投资收益	1,635	2,291	1,963	1,963	1,963	股息支付率 (%)	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
税前盈利	37,269	49,681	45,972	57,464	72,209	库存周转天数	66.6	67.7	59.4	59.4	59.4
所得税	(5,925)	(8,093)	(7,126)	(8,907)	(11,192)	应付账款天数	148.7	140.3	138.1	128.2	118.4
少数股东应占利润	1,303	1,334	1,462	1,758	2,097	应收账款天数	37.5	29.3	29.3	29.3	29.3
净利润	30,041	40,254	37,384	46,799	58,920	财务状况					
折旧及摊销	(37,209)	(58,111)	(63,004)	(66,631)	(69,618)	净负债/权益	2.8	2.9	2.1	1.8	1.5
EBITDA	67,250	98,366	100,388	113,431	128,538	收入/总资产	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
EPS(元)	10.32	13.83	4.10	5.13	6.46	总资产/权益	4.5	3.9	3.7	3.4	3.1
增长						盈利对利息倍数					
总收入 (%)	42.0%	29.0%	7.9%	12.5%	15.1%						
EBITDA (%)	102.7%	46.3%	2.1%	13.0%	13.3%						
每股收益 (%)	80.7%	34.0%	-70.3%	25.2%	25.9%						

资产负债表					现金流量表						
人民币 百万元, 财务年度截至12月					人民币 百万元, 财务年度截至12月						
	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测		2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
现金	109,094	0	134,703	153,421	186,654	净利润	67,250	98,366	100,388	113,431	128,538
应收账款	61,866	62,299	67,218	75,648	87,085	资产减值准备	2,188	1,553	0	0	0
存货	87,677	116,036	110,840	123,179	139,657	折旧摊销	37,209	58,111	63,004	66,631	69,618
其他流动资产	13,215	17,729	17,729	17,729	17,729	财务费用	530	1,908	0	0	0
总流动资产	302,121	370,572	401,226	441,087	502,736	其他营运活动	276	407	0	0	0
固定资产	230,904	262,287	288,159	307,675	323,566	营运性现金流	169,725	133,454	130,496	115,906	133,247
无形资产	37,236	38,424	38,951	39,416	39,827	资本开支	(122,094)	(97,360)	(85,973)	(85,973)	(85,974)
其他长期资产	15,274	22,536	22,536	22,536	22,536	其他投资活动	10,508	(31,597)	0	0	0
总资产	679,548	783,356	836,978	896,181	974,185	投资性现金流	(125,664)	(129,082)	(85,973)	(85,973)	(85,974)
应付账款	198,483	244,027	261,307	269,652	282,207	负债变化	18,073	(9,480)	0	0	0
短期银行贷款	18,323	12,103	12,103	12,103	12,103	权益性融资					
其他短期负债	1,829	5,424	5,424	5,424	5,424	股息	(4,102)	(10,051)	(12,076)	(11,215)	(14,040)
总短期负债	453,667	495,985	523,748	545,608	576,636	其他融资活动	0	0	0	0	0
长期银行贷款	11,975	8,258	8,258	8,258	8,258	融资性现金流	12,817	(10,268)	(12,076)	(11,215)	(14,040)
其他负债	50,646	67,761	66,851	66,851	66,851	现金变化	56,879	(5,896)	32,447	18,718	33,233
总负债	529,086	584,668	611,520	633,380	664,408	期初持有现金	51,182	108,512	102,256	134,703	153,421
少数股东权益	11,652	13,437	14,899	16,657	18,754	期末持有现金	108,512	102,256	134,703	153,421	186,654
股东权益	150,462	198,688	225,458	262,800	309,777						
每股账面值(元)	52	68	25	29	34						
营运资金	(151,545)	(125,413)	(122,522)	(104,521)	(73,900)						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。