

比亚迪 (002594)

2025 年 11 月销量点评：11 月销量环比提升，
继续加快高端化和出口

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	602,315	777,102	839,362	962,019	1,107,275
同比（%）	42.04	29.02	8.01	14.61	15.10
归母净利润（百万元）	30,041	40,254	35,011	50,927	66,393
同比（%）	80.72	34.00	(13.03)	45.46	30.37
EPS-最新摊薄（元/股）	3.29	4.42	3.84	5.59	7.28
P/E（现价&最新摊薄）	29.32	21.88	25.16	17.30	13.27

投资要点

- **11 月销量 48.0 万辆、环比回升：**比亚迪 11 月销 48.0 万辆，同环比-5.3%/+8.7%；1-11 月累计销量 418.2 万辆，同比+11%，含海外销量 91.3 万辆，占比 22%。结构方面，11 月本土销量 34.8 万辆，同环比-27%/-3%，累计销量 326.9 万辆，同比+1.1%；11 月海外销 13.2 万辆，同环比+326%/+57%，累计销量 91.3 万辆，同比增 182%。我们预计全年销量 470-490 万辆，同比增长 10-15%，其中出口预计 105 万辆，同比增长 152%。
- **纯电份额再提升、持续推进高端化和出口：**11 月插混乘用车销 23.7 万辆，同环比-22.4%/+10.8%，占比 50%，同环比-10.7/+0.9pct，累计 206.5 万辆，同比-1.1%；纯电乘用车销 23.8 万辆，同环比+19.9%/+6.7%，占比 50%，同环比+10.7pct/-0.9pct，累计 206.6 万辆，同比增 42.3%。11 月高端销量 5.1 万辆，同环比+172.8%/+22.8%，累计 32.7 万辆，同比+100%，我们预计全年高端车型销量 35-40 万辆，同比增 80%+。其中，腾势 11 月销 1.3 万辆，同环比+32.5%/+30.8%，累计 13.9 万辆，同比+25%；仰望 11 月销 703 辆，同环比+132.8%/+7.5%，累计 3862 辆，同比-46%；方程豹 11 月销 3.7 万辆，同环比+339%/+20.5%，累计 18.4 万辆，同比+309%。出海方面，公司已投产海外产能超 30 万台/年，独资建设 SKD/CKD 工厂，巴伊亚州工厂第一辆已整车下线，巴西累计销 17 万辆，连续两年居新能源汽车首位；泰国、乌兹别克斯坦工厂已投产；我们预计匈牙利工厂今年底至明年 Q2 陆续投产，马来西亚和柬埔寨工厂规划投产中。高端及海外均价高，我们预计总体 ASP 有望提升。
- **11 月电池装机同增 23%、外供电池持续高增：**比亚迪 11 月电池装机 27.7GWh，同环比+23%/+1%，1-11 月累计装机 258GWh，同增 51%，受益于单车带电量提升及电池外供，我们预计全年装机 290-300gwh，同比增 50%。外供看，10 月装机 3.6gwh，同环比+140%/+18%，1-10 月累计外供装机 27.2gwh，同比增 213%，其中小鹏 8.7gwh、小米 6.3gwh，我们预计全年外供装机 30-35gwh。
- **盈利预测与投资评级：**由于行业竞争加剧，我们下调公司 25-27 年归母净利 350/509/664 亿元（原预测值为 450/589/710 亿元），同增-13%/45%/30%，对应 PE 为 25/17/13x，给予 26 年 25x，目标价 140 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动超市场预期，终端需求不及预期，行业竞争加剧。

2025 年 12 月 02 日

证券分析师 曾朵红

执业证书：S0600516080001
021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 黄细里

执业证书：S0600520010001
021-60199793

huangxl@dwzq.com.cn

证券分析师 阮巧燕

执业证书：S0600517120002
021-60199793

ruanqy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	95.77
一年最低/最高价	91.70/416.98
市净率(倍)	3.97
流通 A 股市值(百万元)	333,973.15
总市值(百万元)	873,154.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.11
资产负债率(% ,LF)	71.35
总股本(百万股)	9,117.20
流通 A 股(百万股)	3,487.24

相关研究

《比亚迪(002594)：2025 年 8 月销量
点评：8 月销量环比回升，继续加快高
端化和出口》

2025-09-04

《比亚迪(002594)：2025 年半年报点
评：国内竞争加剧影响盈利，坚定出
海+高端化》

2025-09-02

比亚迪三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	370,572	520,927	675,001	871,500	营业总收入	777,102	839,362	962,019	1,107,275
货币资金及交易性金融资产	143,250	277,165	405,674	570,197	营业成本(含金融类)	626,047	688,956	779,524	892,357
经营性应收款项	76,723	78,829	89,007	101,370	税金及附加	14,752	15,948	18,278	21,038
存货	116,036	124,309	138,913	157,599	销售费用	24,085	25,181	27,706	29,343
合同资产	1,411	1,511	1,732	1,993	管理费用	18,645	19,305	20,202	21,038
其他流动资产	33,152	39,114	39,676	40,341	研发费用	53,195	57,077	62,531	68,651
非流动资产	412,784	411,089	383,303	340,617	财务费用	1,216	(238)	523	1,364
长期股权投资	19,082	19,082	19,082	19,082	加:其他收益	14,052	12,171	11,063	9,412
固定资产及使用权资产	272,862	262,142	235,721	194,550	投资净收益	2,291	2,182	2,405	2,768
在建工程	19,954	24,954	26,954	28,954	公允价值变动	532	0	0	0
无形资产	38,424	35,209	31,843	28,328	减值损失	(5,425)	(3,500)	(3,500)	(3,500)
商誉	4,428	4,428	4,428	4,428	资产处置收益	(127)	(84)	(96)	(111)
长期待摊费用	5,007	5,007	5,007	5,007	营业利润	50,486	43,902	63,125	82,053
其他非流动资产	53,026	60,267	60,267	60,267	营业外净收支	(805)	(800)	(800)	(800)
资产总计	783,356	932,016	1,058,304	1,212,118	利润总额	49,681	43,102	62,325	81,253
流动负债	495,985	537,735	605,637	689,709	减:所得税	8,093	6,896	9,660	12,594
短期借款及一年内到期的非流动负债	22,326	18,695	18,695	18,695	净利润	41,588	36,206	52,664	68,659
经营性应付款项	244,027	268,547	303,850	347,831	减:少数股东损益	1,334	1,195	1,738	2,266
合同负债	43,730	47,004	53,873	62,007	归属母公司净利润	40,254	35,011	50,927	66,393
其他流动负债	185,902	203,488	229,219	261,176	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.42	3.84	5.59	7.28
非流动负债	88,682	113,265	134,265	155,265	EBIT	49,978	42,864	62,848	82,617
长期借款	8,258	28,258	48,258	68,258	EBITDA	116,884	129,800	155,634	180,303
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	19.44	17.92	18.97	19.41
租赁负债	9,876	10,876	11,876	12,876	归母净利率(%)	5.18	4.17	5.29	6.00
其他非流动负债	70,549	74,131	74,131	74,131	收入增长率(%)	29.02	8.01	14.61	15.10
负债合计	584,668	651,000	739,902	844,974	归母净利润增长率(%)	34.00	(13.03)	45.46	30.37
归属母公司股东权益	185,251	266,384	302,033	348,508					
少数股东权益	13,437	14,632	16,370	18,636					
所有者权益合计	198,688	281,016	318,403	367,143					
负债和股东权益	783,356	932,016	1,058,304	1,212,118					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	133,454	152,789	187,668	218,573	每股净资产(元)	58.56	26.40	30.31	35.41
投资活动现金流	(129,082)	(85,471)	(63,491)	(53,143)	最新发行在外股份 (百万股)	9,117	9,117	9,117	9,117
筹资活动现金流	(10,268)	66,323	4,332	(908)	ROIC(%)	19.17	12.46	14.43	16.16
现金净增加额	(6,255)	133,914	128,509	164,523	ROE-摊薄(%)	21.73	13.14	16.86	19.05
折旧和摊销	66,906	86,936	92,786	97,686	资产负债率(%)	74.64	69.85	69.91	69.71
资本开支	(96,292)	(81,524)	(65,896)	(55,911)	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.88	25.16	17.30	13.27
营运资本变动	21,878	31,170	38,837	48,597	P/B (现价)	1.65	3.66	3.19	2.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>