

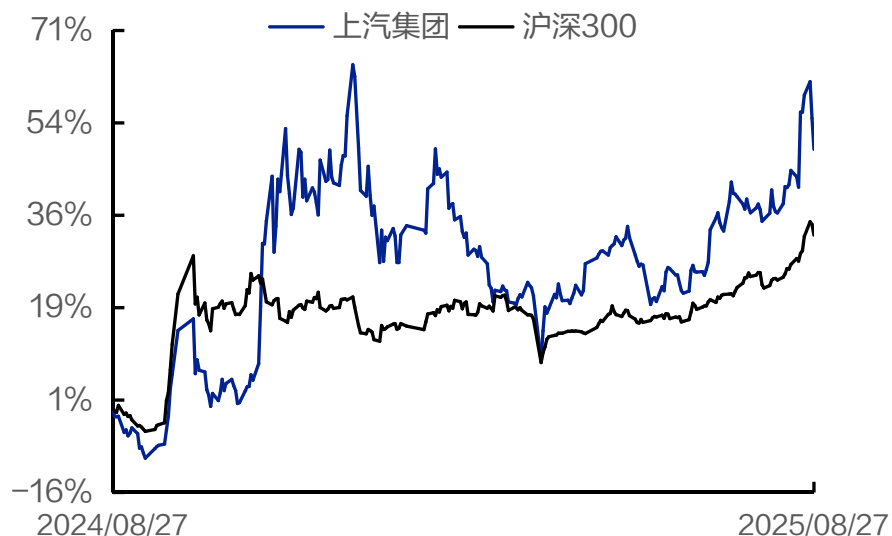
上汽集团深度报告： 2025轻装上阵，与华为合作未来可期

评级：买入(上调)

戴畅(证券分析师)
S0350523120004
daic@ghzq.com.cn

胡惠民(证券分析师)
S0350525030004
huhm@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
上汽集团	8.8%	16.6%	48.9%
沪深300	6.3%	14.2%	32.7%

市场数据

2025/08/27

当前价格 (元)	18.91
52周价格区间 (元)	11.49-21.30
总市值 (百万)	218,888.91
流通市值 (百万)	218,888.91
总股本 (万股)	1,157,529.94
流通股本 (万股)	1,157,529.94
日均成交额 (百万)	2,380.91
近一月换手 (%)	0.75

相关报告

《上汽集团 (600104) 公司动态研究: 2025年轻装上阵, 联合华为发布“尚界”新品牌 (增持)*乘用车*戴畅》——2025-05-11

《上汽集团 (600104) 2024年三季报点评: 智己突破合资承压, 海外和新能源稳中向好 (增持)*乘用车*戴畅》——2024-11-05

本篇报告解决了以下核心问题：1、上汽集团2024年至今经历了哪些变化？2、当前时点上汽集团自主、合资基本面如何？3、尚界与前四界有何异同、对上汽集团有怎样的影响？

- ◆ **2024年公司业绩筑底，深化管理治理改革，针对性地完成了去库存+调整通用+整合自主三大核心任务：**2024年是公司的变革之年，7月，公司原董事长陈虹因到龄退休，王晓秋接任董事长，贾健旭升任总裁，公司完成了董事长及总裁的更替。全年公司核心围绕着去库存、抓零售及调整通用，有效降低了全链路的库存、清理了通用的风险；同时公司将上汽乘用车分公司、上汽国际、零束、研发总院以及海外出行五个部门整合为一个整体，聚焦资源打造“大乘用车板块”。
- ◆ **2025年公司有望进入企稳回升通道，自主改善+合资企稳+尚界突破：**经历了2024年库存的深度调整，2025年公司轻装上阵，上半年公司批发205.3万辆，同比+12.4%，其中自主品牌销量达130.4万辆，同比+21.1%。合资销量企稳，上汽大众、上汽通用2025年上半年批发同比分别-3.9%/+8.6%，电动化新品导入提速。公司海外稳扎稳打，克服欧洲反补贴税不利影响，2025年上半年累计出海49.4万辆，同比+1.3%。作为智选第五界，尚界定位20万元级主流市场，首款SUV H5 9月即将上市，在华为+上汽集团强强联手下有望成为爆款产品，2026年预计还将有新品接力，夯实主流市场基盘，预计尚界加持将带来上汽销量-业绩-估值多重维度的提升。
- ◆ **投资建议：**公司2024年积极调整，2025年起有望迈入企稳回升期：自主板块整合资源有望实现销量增长&大幅减亏、合资边际企稳，利润拖累大幅出清。尚界定位20万级主流市场，在华为+上汽集团强强联合下有望成为主流市场走量品牌，贡献利润增量。预计公司2025-2027年总营收6930、7788、8411亿元，归母净利润为125.1、151.1、181.9亿元，对应17.5、14.5、12.0倍PE，上调评级至“买入”。
- ◆ **风险提示：**尚界销量不及预期；公司汽车销量增速不及预期；公司电动化转型不及预期；公司合资开发新产品不确定性；自主品牌高端化进程不及预期；自主品牌盈利能力不及预期。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	627590	692951	778784	841093
增长率(%)	-16	10	12	8
归母净利润（百万元）	1666	12509	15114	18186
增长率(%)	-88	651	21	20
摊薄每股收益（元）	0.14	1.08	1.31	1.57
ROE(%)	1	4	5	6
P/E	143.17	17.50	14.48	12.04
P/B	0.83	0.73	0.71	0.68
P/S	0.38	0.32	0.28	0.26
EV/EBITDA	7.04	2.93	2.04	1.12

资料来源: Wind、国海证券研究所

一、2024年：管理治理改革，去库存+调整通用+整合自主

董事长和总裁更替

上汽集团2024年7月召开董事会，陈虹因到龄退休，王晓秋接任董事长，贾健旭升任总裁。

◆ 陈虹（2014-2024，董事长）

战略奠基：提出“电动化、智能网联化、共享化、国际化”四化战略，2023年自主品牌销量占比提升至55.3%

关键突破：大力推进智能网联，与阿里巴巴集团签署战略合作协议

遗留挑战：自主品牌市场认可度不足，合资板块承压（2024年上汽通用销量同比-56.54%）

◆ 王晓秋时代（2024至今，董事长）

自主品牌建设：在产品开发和渠道上发力，减轻了上汽乘用车渠道压力、提高产品生命周期效率。

绿色低碳发展：推动产品端、生产端和使用端低碳化，助力实现“双碳目标”。

直面挑战：2024年归母净利润同比-88.2%、自主亟待转型、出口面临关税等影响。

◆ 贾健旭（2024年7月上任，总裁）：

背景优势：零部件经验+海外履历，赋能上汽大众电动化转型

提效行动：进行集中化成本管控，打破传统供应链壁垒，推动结构成本优化。计划形成从技术资源整合到市场响应的敏捷链条。

组织经营提效：三大核心动能

◆ 成本结构深度优化

供应链改革：通过集中采购及流程再造，降低成本（近年来，上汽通用累计降本超2亿元）。

结构性减负：进行成本管控，打破传统供应链条块分割，缓解净利润下滑压力。

◆ 研发与市场响应提速

产品开发效率：通过“大单品”开发模式，缩短开发周期，加速车型迭代。

用户痛点驱动开发：互联网汽车高需求优先响应，语音系统唤醒响应速度优化至0.3秒，端到端交互响应速度1.2秒（行业领先）

◆ 全球化与品牌重塑

海外市场突破：2024年海外销量108.2万辆，名爵欧洲终端交付24万辆。

技术品牌化：首创“零燃保障”“三电终身质保”服务，提出“油电同智”理念，强化用户信任。

全球车型规划：2027年自主品牌与智能电动车车型占比目标双超60%，推动研发资源聚焦。

品牌重塑行动：合并荣威、飞凡两大品牌，加速品牌、渠道整合，实现研发、供应链、销售渠道一体化。

1.1 战略聚焦大乘用车板块

◆ 人事调整协同新组织框架确立：战略聚焦“大乘用车板块”

公司将上汽乘用车分公司、上汽国际、零束、研发总院以及海外出行五个部门整合为一个整体，聚焦资源打造“大乘用车板块”。**上汽集团总裁贾健旭**亲自担任上汽大乘用车执管会主席，**上汽乘用车总经理王骏**任大乘用车执管会委员。

◆ 上汽乘用车分公司

(1) 组织架构体系

决策层：大乘用车执管会

核心业务部门：战略及型谱规划部、研发部、国内营销部、海外营销部

职能支持部门：财务部、人力资源部

(2) 核心管理层

王骏：乘用车分公司总经理、执管会委员

◆ 上汽国际

(1) 组织架构体系

决策层：综合管理部、人力资源部、财务部、信息数据部、法律与审计部、采购部

核心业务部门：供应链管控部、产品规划部、品牌营销部、售后服务部、海外工程服务中心

海外部门：海外整车营销板块、商贸板块

(2) 核心管理层

崔卫国：上汽国际总经理

◆ 零束

(1) 组织架构体系

零束科技与研发总院整合，由集团总裁贾健旭担任执管会主席，统筹自主板块研发资源；零束科技内部人员构成绝大部分为研发人员，管理人员不足90人。（员工总数为1600余人）

◆ 上汽研发总院

(1) 组织架构体系

瞄准“数据决定体验，软件定义汽车”行业变革大趋势，全面整合旗下五大信息技术中心、乘用车技术中心、海外创新中心等优势资源，组建超万人规模自主研发人才队伍。

(2) 核心管理层

王从鹤：创新研究开发总院院长

◆ 上汽海外出行

(1) 组织架构

管理层、项目组、产品组、产品中台及开发组、系统组、集成及体系认证组、测试组、综管组

(2) 核心管理层

武东海：上汽海外出行总经理

1.1 战略聚焦大乘用车板块

◆ 人事调整协同新组织框架确立：战略聚焦“大乘用车板块”

设立大乘用车执管会，由总裁贾健旭亲自挂帅，统筹战略规划、监督运营、协调资源等，推行“一个目标、一个预算、一张表”的管理模式；

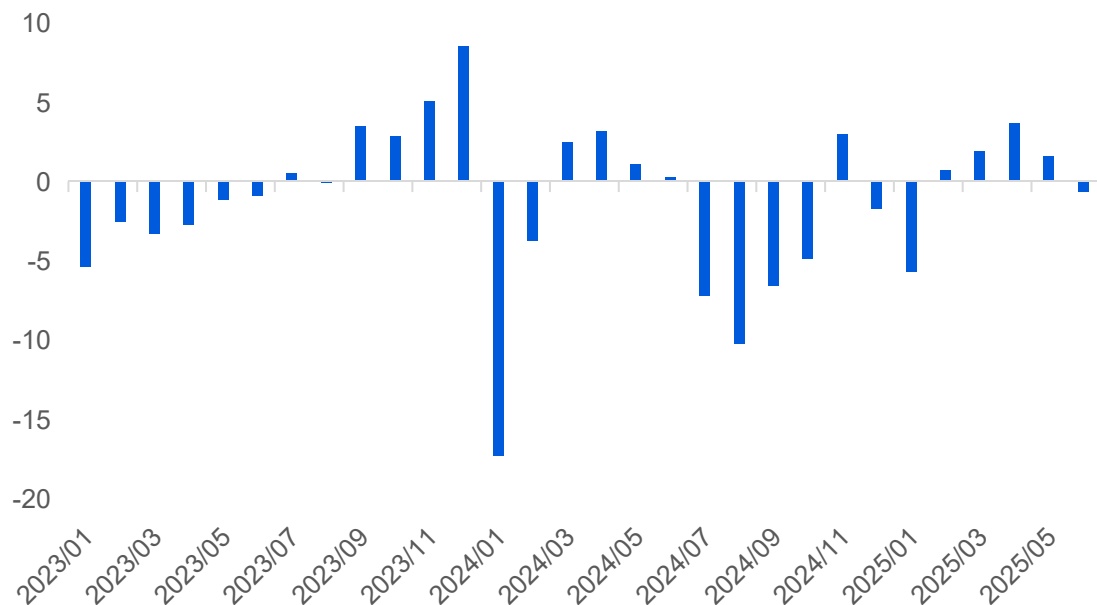
管理层全员竞聘上岗，打破传统“论资排辈”模式，管理层全员竞聘上岗，激发团队活力；

	调整前	调整后
上汽乘用车分公司	<p>营销与渠道：营销渠道有限，市场覆盖不足</p> <p>产品与市场：拥有荣威、MG两大品牌，但新能源车型布局有限；市场竞争力不足，MG国内市场表现弱</p>	<p>营销与渠道：营销整合，设立国内营销部和海外营销部，渠道快速扩张，市场占有率提升</p> <p>产品与市场：加速“电智化”转型。荣威主攻中高端市场，飞凡专注于智能电动车型。统筹国内外市场，发挥研发效率和规模化优势，2025年Q1国内销量同比+58.7%。</p>
上汽国际	<p>业务模式：出海业务多以贸易形式，采取总代的模式</p>	<p>业务模式创新：布局海外战略3.0——发布“Glocal战略”，即“全球+本土深耕”的融合模式；</p>
零束	<p>调整前：主要负责上汽集团旗下飞凡品牌的智能驾驶研发</p>	<p>业务整合：部分研发业务并入研发总院，由研发总院同一控制新产品的立项到整体开发工作，技术中台属性更加明显</p>
研发总院	<p>研发模式：分散，缺乏统一的管理和统筹</p> <p>管理层：芦勇担任院长</p>	<p>研发模式：采用“大单品”开发模式，通过平台化、规格化，降低成本，形成集中化研发体系</p> <p>管理层：王从鹤接任</p>
海外出行	<p>全球市场：碎片化</p>	<p>全球市场：依托海外战略3.0“Glocal”建立“区域供应链中心”</p>
大自主	<p>决策流程繁琐：多层级的汇报和审批流程导致决策效率低下，难以快速响应市场需求</p> <p>研发与市场脱节：研发部门与市场、销售部门之间缺乏直接沟通，研发成果难以迅速转化</p>	<p>研发与市场紧密结合：研发部门与市场、销售部门直接对接，实现快速响应市场需求，提升产品竞争力</p> <p>营销体系优化：整合营销资源，设立国内营销部和海外营销部，国内营销部分设荣威飞凡品牌事业部和名爵品牌事业部，提升品牌影响力和市场占有率</p>

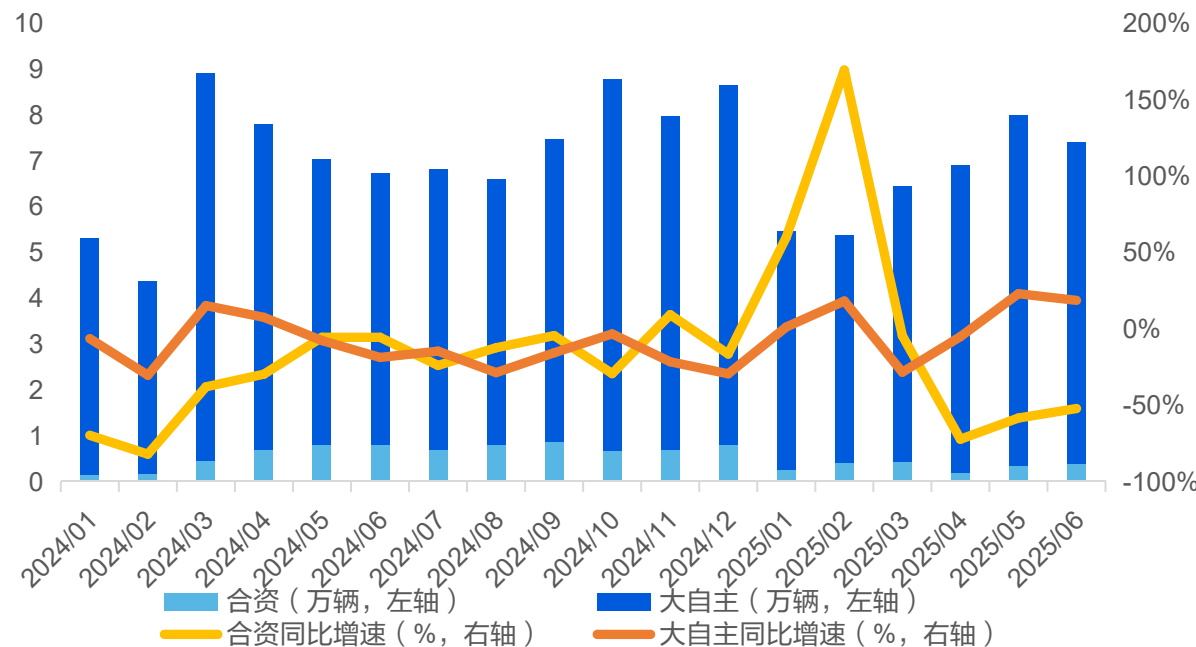
1.2 2024年大力去库存：全链路库存深度降至健康水平

- ◆ **2024年终端交付量高于批发销量，库存稳步下降。**2024年，上汽集团终端交付量达到463.9万辆，高于全年批发销量401.3万辆，去库存超60万辆，库存压力已显著缓解。这一策略通过减少渠道库存，降低了经销商的资金风险，同时提升了终端市场的响应速度。
- ◆ **2024年海外市场终端交付增长，高于海外批发。**尽管面临欧盟反补贴等不利因素，上汽集团2024年海外市场终端交付量仍达到108.2万辆，同比+2.6%，公司出口及海外基地批发103.8万台，同比-14.1%，海外库存进一步优化。

图、上汽集团2023-2025年6月国内库存变动（万辆）



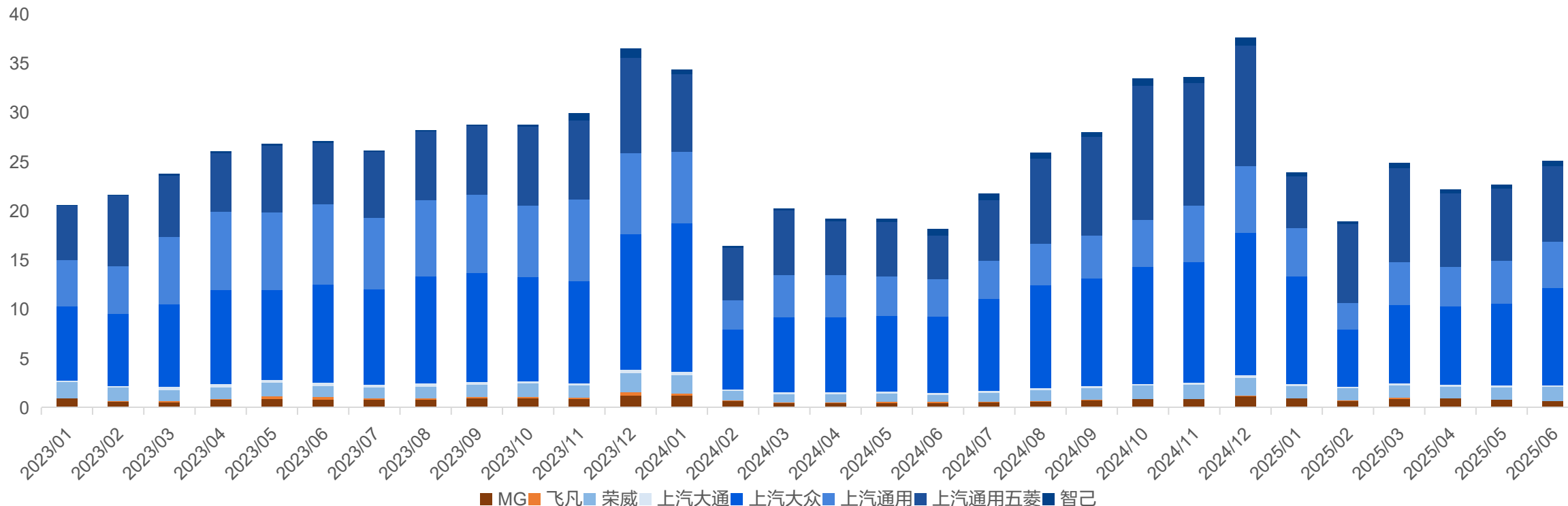
图、上汽集团2024-2025年6月出口销量及同比增速（万辆，%）



1.2 2024年大力去库存：自主/新能源/出海全面向上

- ◆ 2024年零售概况。全年终端零售销量：463.9万辆；新能源汽车零售销量：136.8万辆；自主品牌终端销量：274.1万辆；海外市场销量108.2万辆。
- ◆ 新能源汽车表现创新高。全年新能源车零售销量：136.8万辆，同比+30%，创历史新高。
- ◆ 自主品牌占比稳步提升。自主品牌终端销量达274.1万辆，在整体销量中的占比达到60%，较2023年+5pct。
- ◆ 海外市场整车交付保持增长。遭遇欧盟反补贴调查不利影响，但全年交付108.2万辆，仍保持同比正增长。

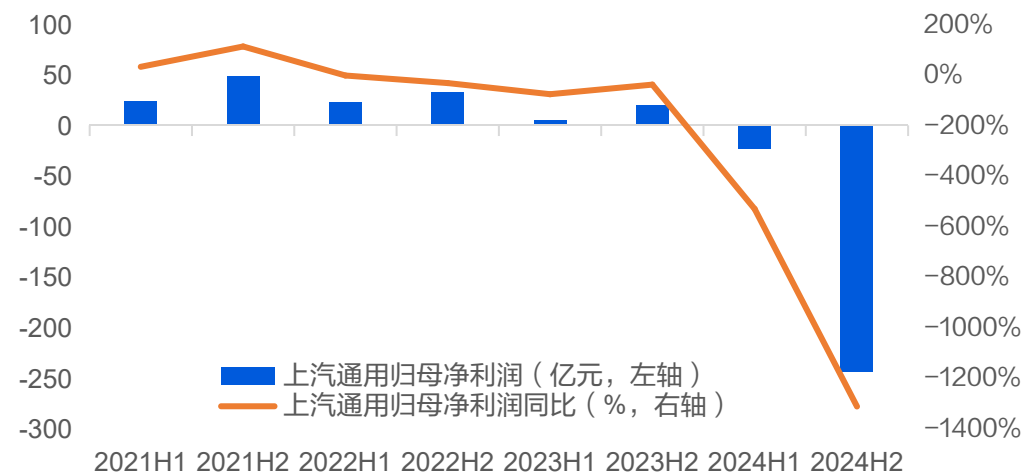
图、2023-2025年6月上汽集团国内上险量（万辆）



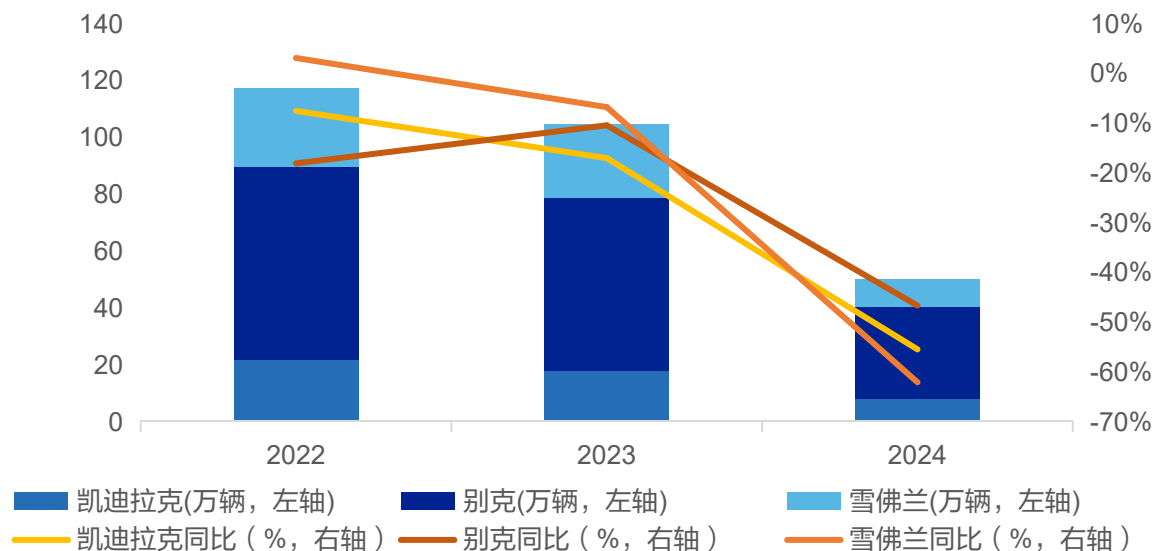
1.3 调整上汽通用：上汽通用减值出清，电动转型蓄势待发

- ◆ **销量深度调整后企稳：**受市场环境及转型压力影响，上汽通用2024年销量经历显著下滑。经历深度调整后，2025年上半年上汽通用批发量显现企稳迹象，累计批发销量达24.5万辆，同比+8.6%。
- ◆ **收入与利润承压，大额减值出清包袱：**为应对挑战并轻装转型，公司于2024年第四季度进行大规模资产减值准备，导致上汽通用归母净利润随之减少。
- ◆ **电动化转型是核心方向：**展望后续，上汽通用正加速补齐在电动化和智能化方面的短板。其新能源汽车产品矩阵正逐步落地，有望成为带动销量持续回升的核心动力。

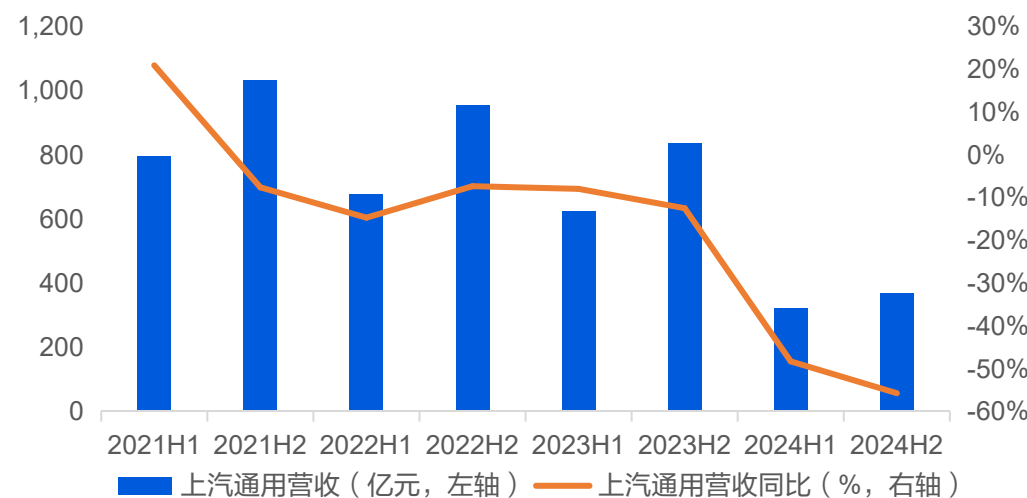
图、2021-2024年上汽通用归母净利润及同比增速（亿元，%）



图、2022-2024年上汽通用历史销量及同比（万辆，%）



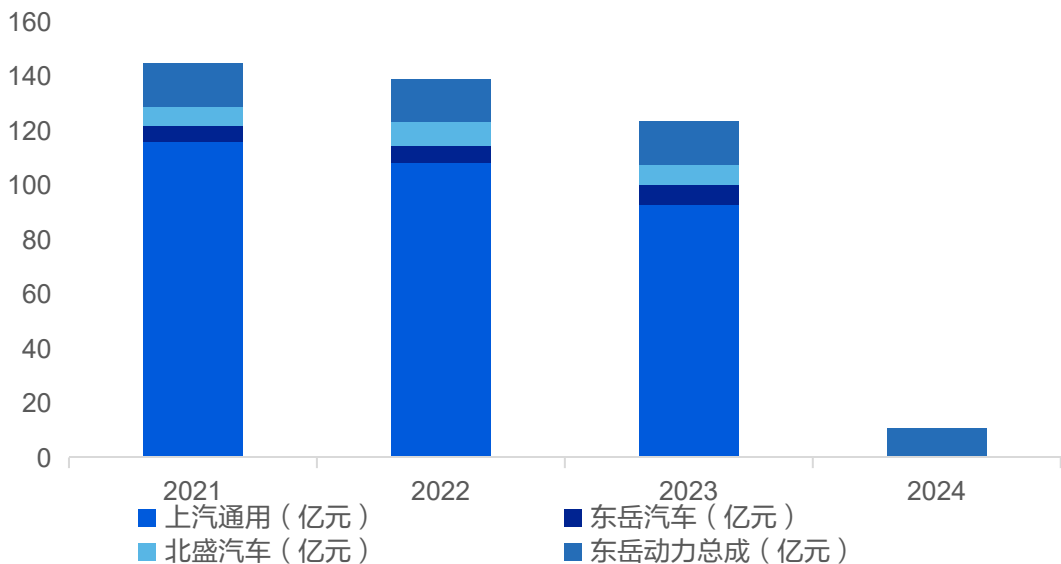
图、2021-2024年上汽通用历史收入及同比（亿元，%）



1.3 调整上汽通用：上汽通用减值出清，电动转型蓄势待发

- ◆ 公司2024Q4计提上汽通用等资产减值232.12亿元，减少归母净利润74.7亿元。
- ◆ 包袱一次性出清，上汽通用长期股权投资减至0。权益法核算下，公司不承担上汽通用后续的超额亏损义务，在净值冲减为正前对报表层面业绩无影响。2025年上汽通用销量逐步回升，今年上半年上汽通用累计批发销量达24.5万辆，同比+8.6%。预计后续上汽通用将补齐在电动化和智能化方面的短板，新能源汽车产品矩阵逐步落地有望带动销量上行。

图、2021-2024年上汽通用等长期股权投资余额（亿元）



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图、上汽通用资产减值公告

上海汽车集团股份有限公司 关于合营企业计提资产减值准备的公告

本公司董事会及全体董事保证本公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担法律责任。

重要内容提示：

● 上海汽车集团股份有限公司（以下简称“公司”）持股 50%的合营企业上汽通用汽车有限公司（以下简称“上汽通用”）及其控股子公司上汽通用东岳汽车有限公司（以下简称“东岳汽车”）、上汽通用（沈阳）北盛汽车有限公司（以下简称“北盛汽车”）、上汽通用东岳动力总成有限公司（以下简称“东岳动力总成”），为应对市场挑战，在评估稳定市场份额和聚焦盈利能力所采取的业务重整行动的影响后，将在 2024 年第四季度计提资产减值准备 232.12 亿元人民币。

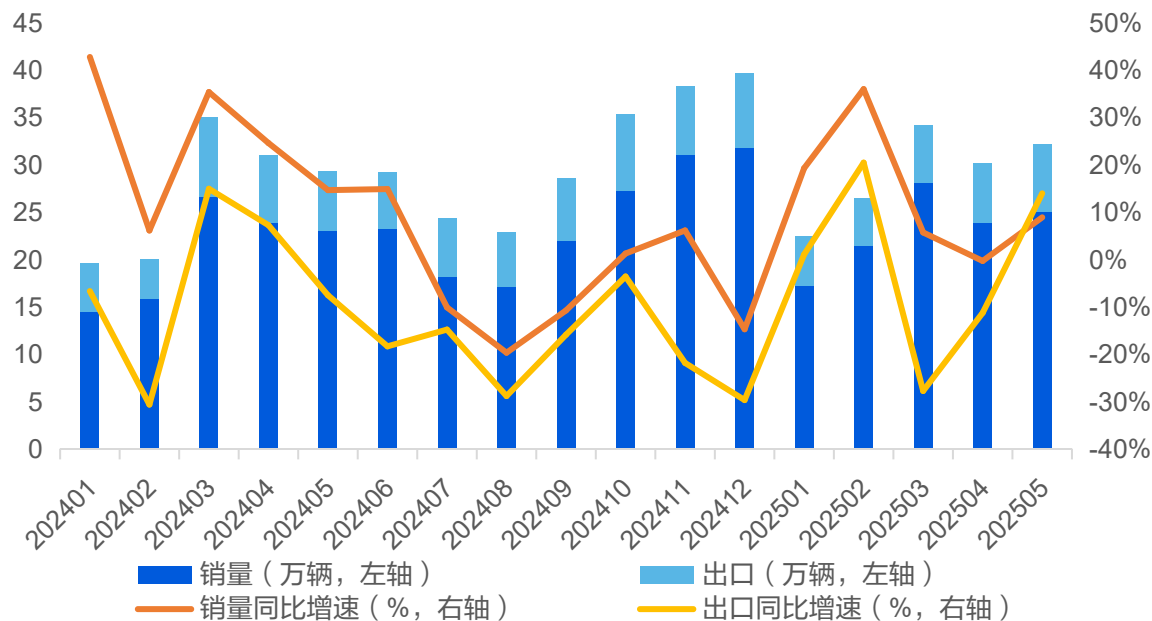
● 公司对上汽通用及其控股子公司采用权益法进行核算。因公司对采用权益法核算的合营企业及联营企业不负有承担额外损失义务，根据《企业会计准则》，在其发生超额亏损时，公司仅将对其长期股权投资减记至零为限，不需确认其发生的超额亏损。

二、2025年：自主改善，合资企稳，尚界突破

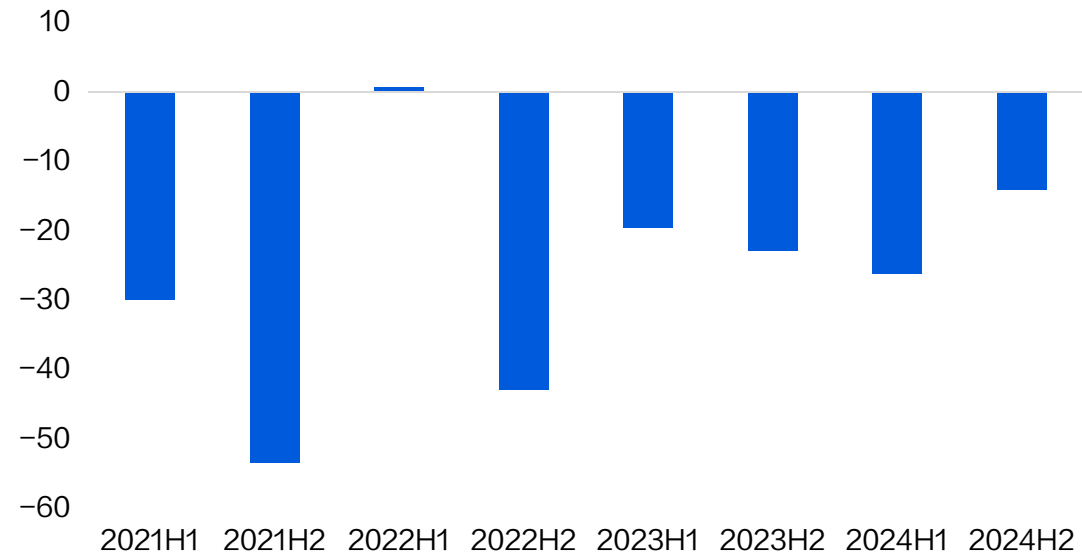
2.1 大自主改善：2025H1销量回升，新车型有望带动需求持续提升

- ◆ **自主品牌成为销量“主力军”，推动销量增长。**以零售数据统计，2025年上汽集团上半年的终端交付量为220.7万辆，同比+4%。其中上汽集团的自主品牌在2025年上半年销量表现突出，成为公司销量增长的主要驱动力。2025年上半年，自主品牌销量达130.4万辆，同比+21.1%，占公司整车总销量的63.5%，同比+4.6pct，公司计划2025年自主品牌销量超过290万辆，同比增长超20%，占公司总销量的比重超过60%。
- ◆ **飞凡品牌与荣威合并。**2024年10月28日，上汽集团宣布飞凡与荣威两大品牌正式合并。
- ◆ **智己在2024年启动国际化进程：**以L7、LS7双子星车型在墨西哥、中东、南美、东南亚等市场首发，并于2025年向欧洲、澳新等主流市场推广LS6/L6。IM AD无图城市NOA已开通并推送全系车型，成为行业内首个同时具备L2、L3、L4级智能驾驶量产能力的品牌。

图、2024-2025年5月上汽集团大自主销量及同比（万辆，%）



图、2021-2024年上汽集团母公司归母净利润-投资收益（亿元）



◆ 国内市场：聚焦主流细分市场，强化新能源与智能化标签

2025年上汽之夜，公司表示未来一年内将陆续推出十多款全新车型，覆盖大型SUV、越野SUV、运动跑车、皮卡以及个性化产品等。

◆ 国际市场：瞄准新兴市场与发达国家，扩大品类覆盖

2025年4月，上汽集团发布“Glocal战略”（全球+本土组合战略），出海战略迈入3.0阶段。未来3年，上汽将推出17款全新海外车型，涵盖SUV、轿车、MPV、皮卡等细分市场，全新HEV混合动力系统，以及固态电池等颠覆性技术将实现量产应用。

2.1 大自主改善:HEV爆款产品夯实欧洲领先地位，市场多点开花

- ◆ **HEV满足碳减排&低关税，公司抓住市场机遇迅速精准投放产品。** 欧盟对中国出口纯电车加征高额关税（油车、PHEV不受影响），同时欧洲有2025碳减排法规（超额需要缴纳罚款），上汽集团加速HEV车型出口，主要包含名爵MG ZS、MG HS、MG 3的混合动力版本。
- ◆ **海外市场多点开花。** 2025年6月，上汽集团海外市场销量达9万辆，同比+11.5%。2025上半年海外销量49.4万辆，同比+1.3%，东南亚（印尼基地）及欧洲（MG品牌）为主力市场。现款MG4 EV已在海外多个国家和地区屡获销量冠军。
- ◆ **Glocal战略，既“全球+本土”的组合战略。** 未来3年，上汽将打造包括SUV、轿车、MPV、皮卡在内的17款全新海外车型，搭载全新HEV混合动力系统的车型将覆盖全球主流细分市场，固态电池等颠覆性技术也将实现落地应用。

表：MG Hybrid+ 与竞品对比

图：上汽集团正式发布"Glocal战略"

车型	MG ZS Hybrid+	MG HS Hybrid+	MG3 Hybrid+	丰田Yaris cross	日产Juke	雷诺Captur
厂商指导价（英镑）	22495起	28995-31495	18995-20995	26495起	24045起	22195起
能源类型	混动	混动	混动	混动	混动/燃油	混动/燃油
长宽高（mm）	4430x1818x1635	4670x1890x1663	4113x1797x1502	4172x1765x1595	4210x1800x1593	4239x1797x1575
轴距（mm）	2610	2765	2564	2560	2636	2639
发动机功率（kW）	75	105	75	85/96	-/84	-/67
电机总功率（kW）	100	146	100	-	-	-
组合功率（kW）	145	165	143	-	105/-	116/-
电池容量（kWh）	1.83	1.83	1.83	-	-	-
WLTP综合燃油消耗（L/100km）	5.1	5.5	4.4	4.5-5.0	4.8	4.7
智能驾驶系统	MG Pilot	MG Pilot	MG Pilot	-	Nissan ProPILOT Assist	-

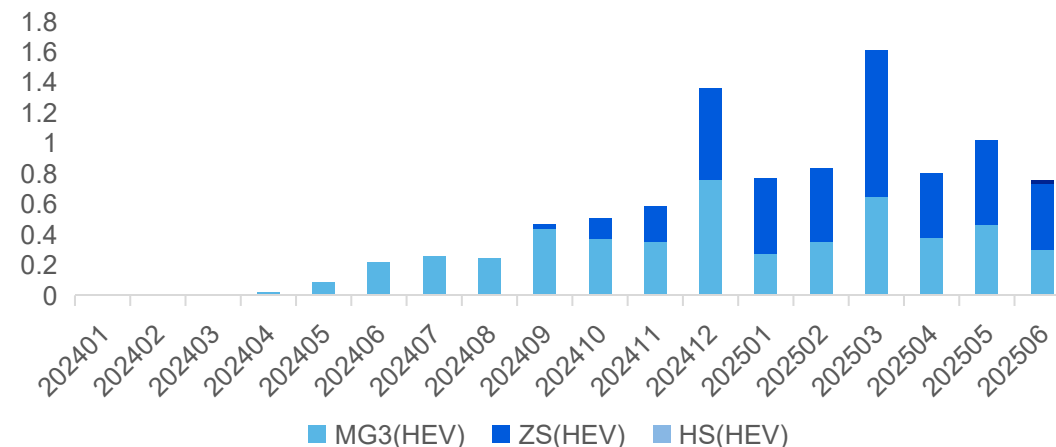
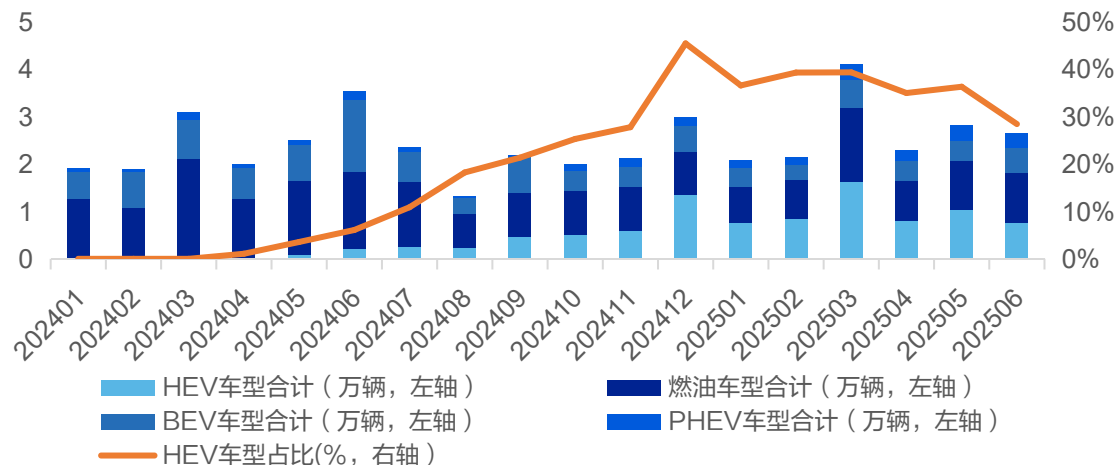


2.1 大自主改善:HEV爆款产品夯实欧洲领先地位，市场多点开花

- ◆ 欧盟委员会2024年10月29日最终裁决宣布，在原有的10%税率下，加征税率在7.8%至35.3%不等的电动汽车反补贴税，为期五年。其中上汽集团纯电车被额外征收35.3%关税。上汽集团加速HEV车型出口，主要包含名爵MG ZS、MG HS、MG 3的混合动力版本，三款车型在上汽集团欧洲出口中的占比从2024下半年开始上升，逐渐稳定在30%左右，HEV车型成为上汽集团出口重要增量。

图、2024-2025年6月公司欧洲出口不同车型表现及同比（万辆，%）

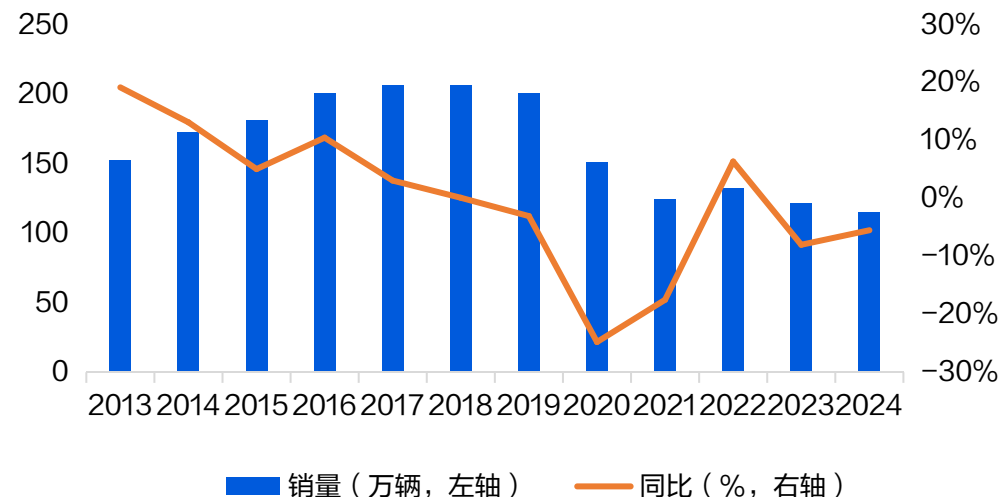
图、2024-2025年6月公司欧洲出口HEV车型表现（万辆）



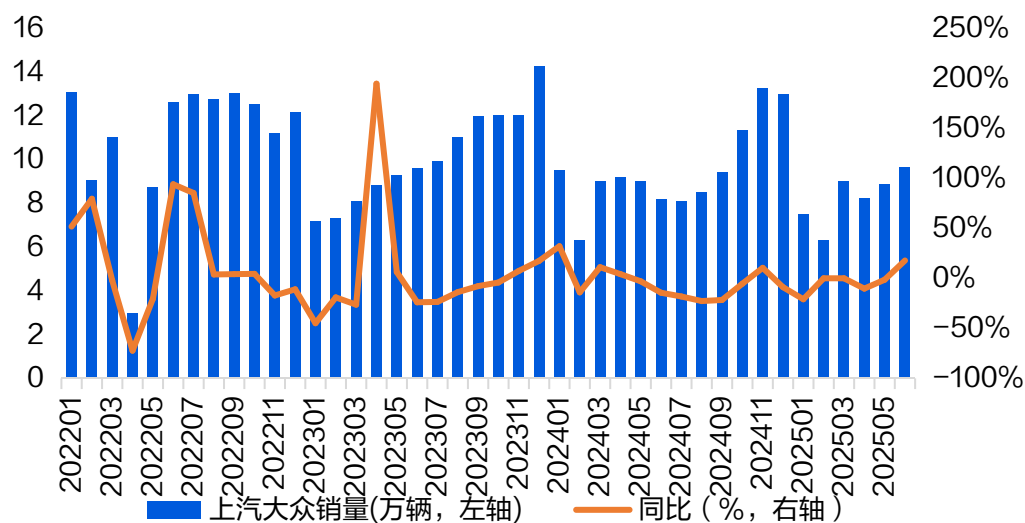
2.2 合资企稳:上汽大众2024年业绩小幅增长, 盈利贡献稳健

- ◆ **2024年上汽大众批发114.8万辆**: 同比-5.5%。
- ◆ **2024年上汽大众营收1357.4亿元**: 2024年H1营收650亿元, 同比+21.2%, 2024H2营收707.3亿元, 同比-18.4%
- ◆ **2024年上汽大众归母净利润47.4亿元**: 2024H1归母净利润8.6亿元, 同比+61.9%; 2024H2归母净利润达38.8亿元, 同比+49.2%。
- ◆ **2024年上汽大众单车ASP 11.82万元/辆**: 同比+2.4%。
- ◆ **上汽大众2025年1-7月累计销售57.2万辆**: 较2024年同期-3.6%。

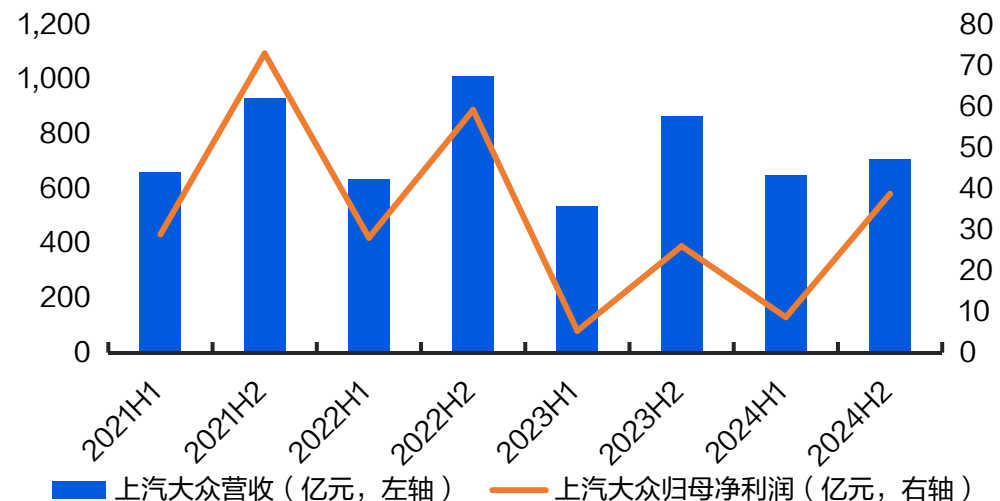
图、2013-2024年上汽大众销量及同比增速 (万辆, %)



图、2022-2025年6月上汽大众销量及同比增速 (万辆, %)



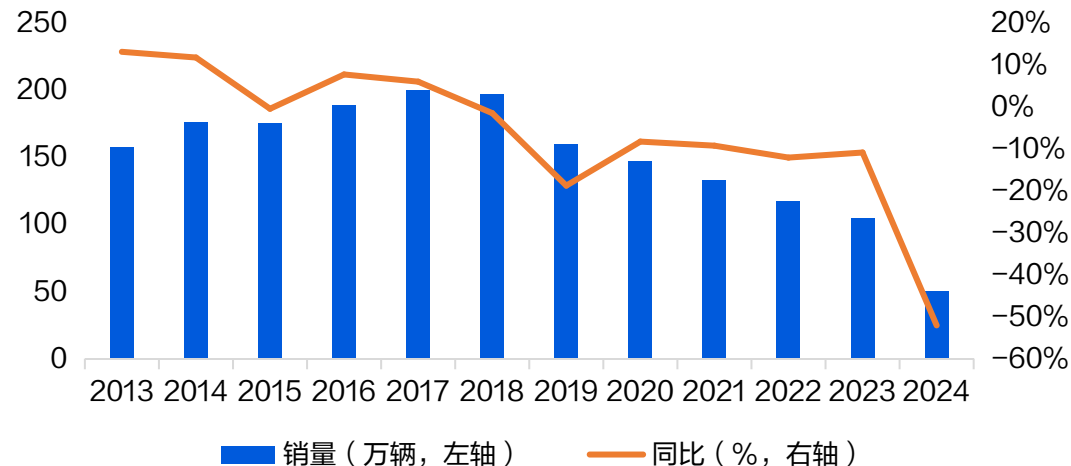
图、2021-2024年上汽大众营收及归母净利润 (亿元)



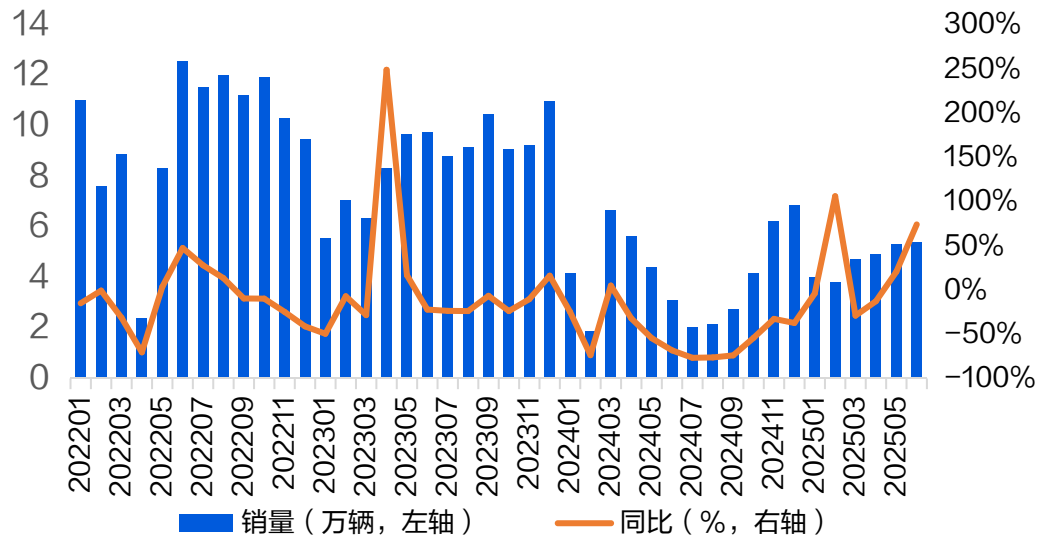
2.2 合资企稳：上汽通用2024年充分调整，2025年轻装上阵

- ◆ **2024年上汽通用批发50万辆**：同比-52.1%。
- ◆ **2024年上汽通用营收687.5亿元**：2024年H1营收320亿元，同比-48.4%；2024H2营收367.5亿元，同比-55.9%
- ◆ **2024年上汽通用归母净利润-266.9亿元**：2024H1归母净利润-22.7亿元，同比-530.7%；2024Q4上汽通用大规模计提资产减值，2024年H2归母净利润-244.1亿元。
- ◆ **2024年上汽通用单车ASP13.75万元/辆**：同比-1.3%。
- ◆ **上汽通用2025年1-7月累计销量33.1万辆**：较2024年同期+18.7%。

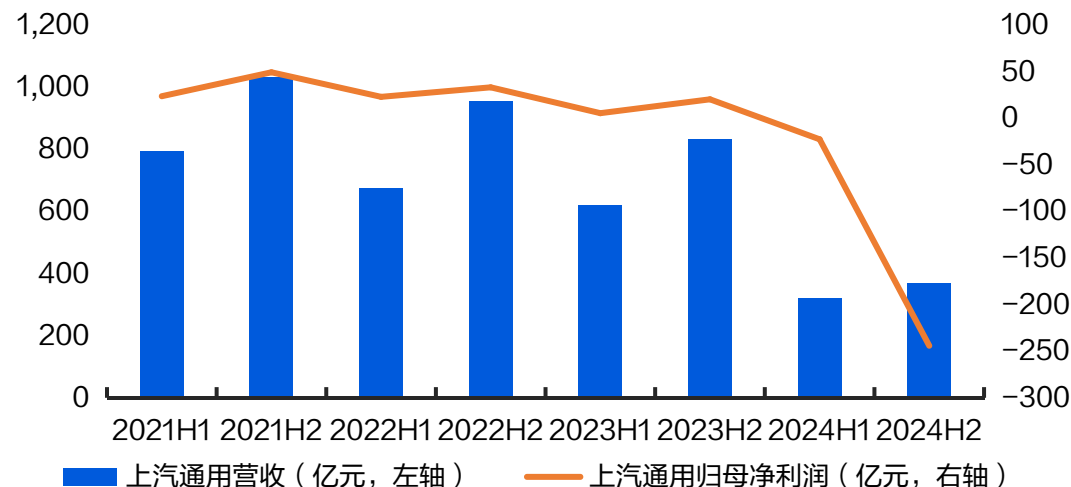
图、2013-2024年上汽通用销量及同比增速（万辆，%）



图、2022-2025年6月上汽通用销量及同比增速（万辆，%）



图、2021-2024年上汽通用营收及归母净利润（亿元）



2.3 尚界突破：华为智选第五界，首次切入20万元级主流赛道

- ◆ **尚界采取智选车模式（鸿蒙智行）**：上汽集团和华为合作的尚界是智选车模式，上汽集团与华为通过项目联合开发，在产品定义、造型设计、智舱智驾、生产制造、销售服务等全链路深度合作。
- ◆ **尚界首款车型预售价格16.98万元起，与其他四界形成差异化定位。**我们预计华为与上汽集团打造的鸿蒙智行“第五界”尚界H5定位15-25万元主流市场，填补鸿蒙智行中端市场空白。

表：现有华为智选模式的合作品牌信息

品牌	产品	价格	智驾方案选择	智驾座舱	营销渠道
问界	中大型SUV (M5/M7/M8/M9)	22万-57万元	HUAWEI ADS	HarmonyOS+HUAWEI MagLink	直营、类直营、经销商、用户中心
智界	中大型/中大型SUV (S7/R7)	22万-35万元	HUAWEI ADS	HarmonyOS4系统	商标转移至奇瑞汽车，建立独立销售渠道
享界	中大型 (S9)	30万-45万	HUAWEI ADS	HarmonyOS4系统	将建立享界专网销售渠道
尊界	豪华轿车	70.8-101.8万元	HUAWEI ADS 4.0	鸿蒙ALPS座舱2.0+小艺语音助手	鸿蒙智行门店将划定单独展位、专属销售和交付团队

图：尚界H5车身信息



图：尚界H5官方公布图片



2.3 尚界突破：首款车H5为20万元级SUV，2026年预计新品接力

- ◆ 我们预计H5稳态有望月销2万台，2026年新品加持下挑战品牌更高月销。尚界H5搭载ADS 4.0，将于2025年9月23日上市，根据尚界汽车官方，车身尺寸4780/1910/1664mm，轴距2840mm，动力共有纯电与增程两款，纯电版CLTC续航里程最大达655km，增程版CLTC综合里程超1300km。我们判断20万元级为最主流市场，相比竞品，尚界H5在价格、华为智驾（ADS4.0）、座舱及整车机械素质过硬，渠道层面也由华为深度赋能，有望达到2万台月销的稳态销量，2026年新品加持下挑战品牌更高月销。

表：尚界H5与主要竞品对比

车型	尚界H5	零跑C11	比亚迪宋 Plus	小鹏G6	问界M5
厂商指导价 (万元)	16.98-20.98 (预售)	14.98-16.58	13.58-17.58	17.68-19.88	22.98-24.98
能源类型	增程/纯电	增程/纯电	插混/纯电	纯电	增程/纯电
长宽高 (mm)	4780x1910x1664	4780x1905x1658	4775x1890x1670	4758x1920x1650	4785x1930x1625
轴距 (mm)	2840	2930	2765	2890	2880
CLTC纯电续航 (km)	235/525/535/640/655	300/640	75/112/160/520/605	625/725	255/230/602
WLTC 亏电状态油耗 (L/100km)	5.19/-	5.98/-	4.93/4.95/4.98/-	-	6.1/6.5/-
电机总功率 (kW)	150/180	200/220	150/160	218	200/365/200
电池电量 (kWh)	32.6/64.6/80	41.7/81.9	12.9/18.3/26.6/71.8/87.04	68.5/80.8	42/42/83
快充时间 (h)		0.3	-/0.38/0.28/0.5/0.47	0.2	0.5
智驾系统	HUAWEI ADS 4.0	Leapmotor Pilot	DiPilot 100	XNGP	HUAWEI ADS 3.0
激光雷达	1	1/-	-	-	1
毫米波雷达	3	3/-	5	3	3
超声波雷达	12	12	12	12	12
摄像头数量	11	11/5	12	11/12	11
2025年上半年月均销量(辆)		6924	22887	4109	2720

三、投资建议

3 投资建议：分板块业绩拆分及可比公司估值

- ◆ **核心假设：**预计上汽乘用车（不含尚界）2025-2027年批发销量分别为111.5、128.5、144.0万辆；尚界2025-2027年批发销量分别为5.5、40.0、60.0万辆；上汽大众、上汽通用等销量保持稳健。
- ◆ **业务收入拆分：**预计整车业务2025-2027年总营收为4227.1、4891.3、5298.4亿元；零部件业务2025-2027年总营收为2097.4、2307.2、2537.9亿元，其余业务保持稳健。
- ◆ **可比公司估值：**我们选取同为华为智选的一家车企以及比亚迪作为对比，截至8/27，根据Wind一致预期，比亚迪2025-2027年PE预计分别为18.5、15.1、12.5倍；江淮汽车2025-2027年PE预计分别为311.8、65.9、31.0倍；赛力斯2025-2027年PE预计分别为20.6、16.0、13.4倍。根据我们预测，上汽集团2025-2027年PE预计分别为17.5、14.5、12.0倍，在可比公司中估值处于低位。

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
002594.SZ	比亚迪	9,885	5.97	7.35	8.85	18.5	15.1	12.5
600418.SH	江淮汽车	1,092	0.16	0.76	1.61	311.8	65.9	31.0
600733.SH	北汽蓝谷	483	-0.74	-0.26	0.18	-11.6	-32.9	49.2
601127.SH	赛力斯	2,153	6.39	8.22	9.81	20.6	16.0	13.4

注：可比公司盈利预测均来源于Wind一致预期，时间截止2025/8/27收盘

	2023	2024	2025E	2026E	2027E	销量 (万辆)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营收 (亿元)	7447.1	6275.9	6929.5	7787.8	8410.9	整车业务	502.1	401.3	472.5	540.0	585.0
整车业务	5053.6	3812.6	4227.1	4891.3	5289.4	上汽乘用车	98.6	70.7	111.5	128.5	144.0
上汽乘用车	2198.0	1767.8	1394.2	1492.4	1615.4	上汽五菱&大通	165.5	154.2	168.0	171.0	177.0
上汽五菱&大通			838.7	852.9	895.8	尚界			5.5	40.0	60.0
尚界			87.9	638.9	910.5	上汽大众	121.5	114.8	109.5	116.5	116.5
上汽大众	1402.8	1357.4	1337.4	1338.9	1306.7	上汽通用	100.1	43.5	48.0	52.0	52.5
上汽通用	1452.9	687.5	569.0	568.2	561.0	其他	16.4	18.1	30.0	32.0	35.0
零部件业务	1828.8	1906.8	2097.4	2307.2	2537.9						
金融业务	185.1	135.2	183.7	168.0	162.3						
贸易收入	379.5	421.4	421.4	421.4	421.4						

3 投资建议：业绩筑底，尚界打开上限

- ◆ **投资建议：**公司2024年积极调整，2025年起有望迈入企稳回升期：自主板块整合资源有望实现销量增长&大幅减亏、合资边际企稳，利润拖累大幅出清。尚界定位20万级主流市场，在华为+上汽集团强强联合下有望成为主流市场走量品牌，贡献利润增量。预计公司2025-2027年总营收6930、7788、8411亿元，归母净利润为125.1、151.1、181.9亿元，对应17.5、14.5、12.0倍PE，上调评级至“买入”。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	627590	692951	778784	841093
增长率(%)	-16	10	12	8
归母净利润（百万元）	1666	12509	15114	18186
增长率(%)	-88	651	21	20
摊薄每股收益（元）	0.14	1.08	1.31	1.57
ROE(%)	1	4	5	6
P/E	143.17	17.50	14.48	12.04
P/B	0.83	0.73	0.71	0.68
P/S	0.38	0.32	0.28	0.26
EV/EBITDA	7.04	2.93	2.04	1.12

资料来源：Wind、国海证券研究所

四、风险提示

- ◆ 尚界销量不及预期：若与华为合作重点品牌尚界销量不及预期，对公司未来增长将有一定挑战；
- ◆ 公司汽车销量增速不及预期：若受到行业及宏观经济影响，公司汽车销量可能不及预期；
- ◆ 公司电动化转型不及预期：若公司电动化转型不及预期，对公司汽车销量将有一定影响；
- ◆ 公司合资开发新产品不确定性：若公司合资品牌开发新车型不确定性较高，则预计对销量产生一定影响；
- ◆ 自主品牌高端化进程不及预期：若公司自主品牌高端化进程不及预期，则对公司的品牌形象及盈利能力造成一定影响；
- ◆ 自主品牌盈利能力不及预期：若公司自主品牌盈利能力不及预期，则对公司整体业绩预计造成一定影响。

上汽集团盈利预测表

证券代码: 600104

股价: 18.91

投资评级: 买入(上调)

日期: 20250827

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	260256	306200	377150	446853	营业收入	627590	692951	778784	841093	每股指标				
应收款项	75136	70016	78784	85395	营业成本	558457	612302	683436	735080	EPS	0.15	1.08	1.31	1.57
存货净额	77277	90081	100241	107995	营业税金及附加	4931	4048	4420	4949	BVPS	24.87	25.77	26.73	27.96
其他流动资产	189473	210243	219982	225352	销售费用	20080	22936	25527	26396	估值				
流动资产合计	602142	676541	776157	865595	管理费用	21108	23610	24384	25983	P/E	143.2	17.5	14.5	12.0
固定资产	84312	73909	63895	53201	财务费用	3054	3905	4028	4171	P/B	0.8	0.7	0.7	0.7
在建工程	11409	11146	10848	10574	其他费用/(-收入)	17650	19226	20574	21859	P/S	0.4	0.3	0.3	0.3
无形资产及其他	198917	191351	187370	182200	营业利润	10376	22396	24093	28977	财务指标				
长期股权投资	60363	61363	62363	63363	营业外净收支	135	193	128	167		2024A	2025E	2026E	2027E
资产总计	957143	1014311	1100632	1174933	利润总额	10511	22588	24221	29144	盈利能力				
短期借款	53690	73690	93690	113690	所得税费用	4678	4969	4844	5829	ROE	1%	4%	5%	6%
应付款项	241144	243198	270889	291748	净利润	5833	17619	19377	23315	毛利率	9%	10%	11%	11%
合同负债	22095	21052	23923	25845	少数股东损益	4167	5110	4263	5129	期间费率	7%	7%	7%	7%
其他流动负债	195001	202081	211464	218169	归属于母公司净利润	1666	12509	15114	18186	销售净利率	0%	2%	2%	2%
流动负债合计	511929	540022	599966	649452	现金流量表 (百万元)					成长能力				
长期借款及应付债券	40799	55799	66799	72299	经营活动现金流	69268	24950	57696	62220	收入增长率	-16%	10%	12%	8%
其他长期负债	57680	56190	56190	56190	净利润	1666	12509	15114	18186	利润增长率	-88%	651%	21%	20%
长期负债合计	98479	111989	122989	128489	少数股东损益	4167	5110	4263	5129	营运能力				
负债合计	610408	652011	722955	777941	折旧摊销	21606	26238	27136	28337	总资产周转率	0.64	0.70	0.74	0.74
股本	11575	11575	11575	11575	公允价值变动	-2356	500	1500	0	应收账款周转率	8.92	10.23	11.52	11.29
股东权益	346735	362300	377677	396992	营运资金变动	39642	-13242	9778	8251	存货周转率	6.33	7.28	7.16	7.04
负债和股东权益总计	957143	1014311	1100632	1174933	投资活动现金流	-3503	-4147	-6152	-6893	偿债能力				
					资本支出	-19804	-14961	-17239	-17833	资产负债率	64%	64%	66%	66%
					长期投资	6051	-5500	-4000	-2000	流动比	1.18	1.25	1.29	1.33
					其他	10250	16314	15087	12940	速动比	0.72	0.75	0.81	0.87
					筹资活动现金流	-9312	24858	20906	14376					
					债务融资	-395	34387	31000	25500					
					权益融资	8337	19	0	0					
					其它	-17254	-9548	-10094	-11124					
					现金净增加额	56247	46444	72450	69703					

汽车小组介绍

戴畅，首席分析师，上海交通大学本硕，9年汽车卖方工作经验，全行业覆盖，深耕一线，主攻汽车智能化和电动化，善于把握行业周期拐点，技术突破节奏，以及个股经营变化。
胡惠民，汽车行业分析师，华威大学金融硕士，4年汽车卖方研究经验，擅长对乘用车行业整体需求的判断，以及自下而上对个股的挖掘与跟踪。
吴铭杰，汽车行业分析师，上海财经大学金融专业硕士，2年汽车市场研究经验，擅长发现个股边际变化，从底部挖掘潜力个股，目前主要覆盖汽车热管理及机器人产业链。
陈飞宇，汽车行业分析师，墨尔本大学金融硕士，3年汽车市场研究经验，擅长把握产业技术变革，深度跟踪公司经营变化，主要覆盖汽车零部件智能化软硬件。
徐鸣爽，研究助理，复旦大学文学学士、波士顿大学经济学/东北大学数据分析双硕士，2年卖方研究经验，对搭建行业研究与数据跟踪框架有心得，目前主要覆盖商用车。

分析师承诺

戴畅, 胡惠民, 本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为 ， 仅供符合国海证券股份有限公司（简称 ）投资者适当性管理要求的客户（简称 ）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。 /或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 汽车研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597